



ベトナム投資開発銀行証券会社

ベトナム砂糖産業のアップデート

BSC証券・分析部

本社:

10F, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hoan
Kiem Dist., Hanoi

Tel: (84 4) 39352722

Fax: (84 4) 22200669

Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru St.,
Dist. 1, HCMC

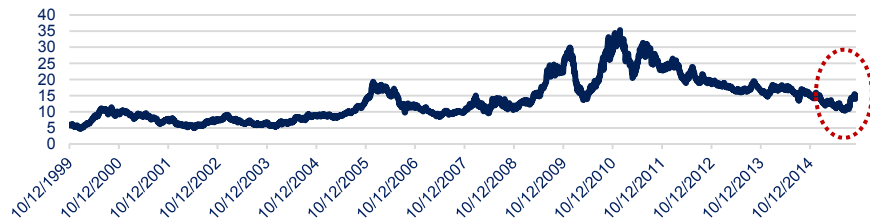
Tel: (84 8) 3 8128885

Fax: (84 8) 3 8128510

世界の砂糖価格が反発

砂糖価格は2015年8月21日の10.44USセント/ポンドに比べ44.06%増加した。

砂糖価格の推移
(USセント/ポンド)

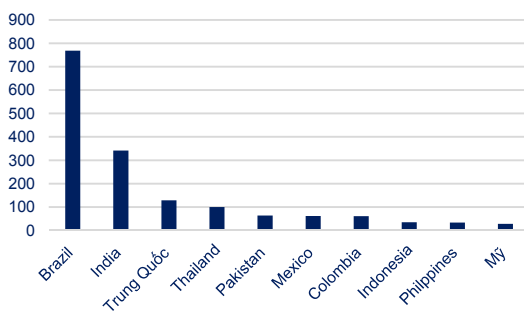


ソース: Bloomberg, BSC

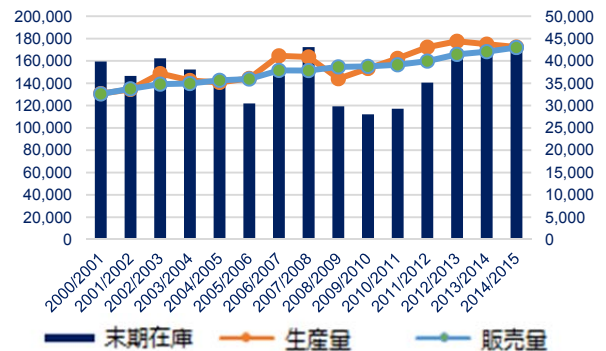
世界の粗糖価格は4年連続下落した後、2015年11月13日に15.04 USセント/ポンドにあり、2015年8月21日に比べ44.06%増だった。トウモロコシ、小麦、コーヒー、大豆、木綿など他の5農産物と比較すると、砂糖は反発した唯一農産物だった。主な理由は次の通り。

- ①世界第1位の砂糖生産国であるブラジルは砂糖の代わりにエタノールの生産を強化している。サトウキビ収穫期である5月に豪雨からの影響を受け、砂糖生産量は前年同期比17%減少し、ブラジルの砂糖とエタノールの生産能力の現在割合は44%と56%（以前が50%と50%）となっている。世界の原油価格は減少していることにもかかわらず、リアル・ドル為替レートが44%上昇するのは原油輸入価格を高めるため、ブラジル人々はガソリンの代わりに他のエネルギー種に変更する傾向がある。
- ②世界第2砂糖生産国であるインドは干ばつの影響を受け、今年の生産量が5%減少する可能性がある。インドの主要な砂糖生産地域であるマハラシュトラ及びウッタルプラデシュ州はエルニーニョ。（降雨量が通常より20%~50%低い）の干ばつの影響を受けている。インドは砂糖輸出国から砂糖輸入国になるリスクを直面している。
- ③世界第3砂糖生産国である中国も生産量を減少させた。主な理由はサトウキビ収穫期が11月に始まるが、2015年10月上旬の台風4号が広西におけるサトウキビ栽培圏にダメージを与えた。

砂糖生産国のトップ10
(100万トン)



世界の砂糖生産販売量のチャート

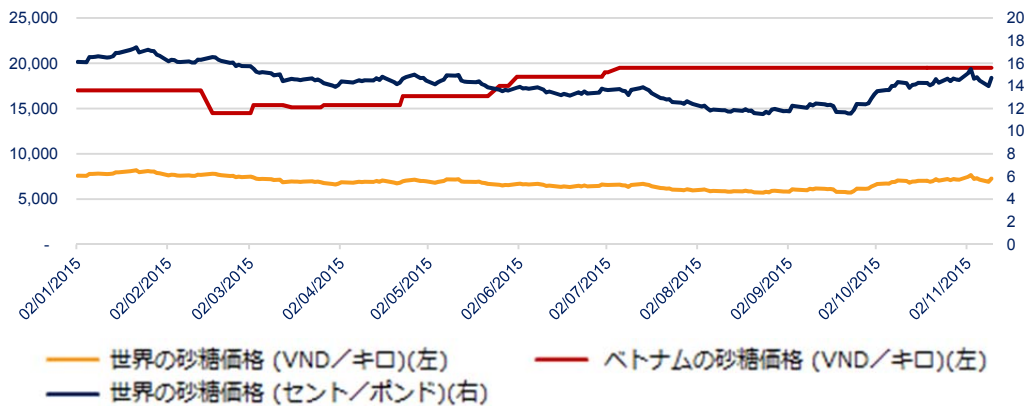


ソース: Bloomberg, BSC

ベトナムの砂糖産業の状況

ベトナムの砂糖価格は常に世界の砂糖価格よりも高い。政府の保護政策と共に同業界の固有弱点はベトナムの砂糖価格が常に世界の砂糖価格に比べ差別がある。

世界及びベトナムの砂糖価格の推移



世界の砂糖価格(VND/キロ)は毎月のドル建て為替レートと1ポンド=0.45キロに基づいて変換される。

ソース: Bloomberg、農業農村開発省、BSC

ベトナムの砂糖産業の固有弱点は次の通り。

- ①栽培地と工場の不適切な計画は非効率の活動につながる。南中部の沿岸帯と高原地帯は最も多くの工場が集中しているエリアであるが、毎年台風からの影響を受け、丘陵地帯が運送にも影響を与えているため、生産能力が高くない。メコンデルタはサトウキビ栽培能力が最も高いだが、他の食用作物との競合により栽培面積を拡大することが困難である。
- ②砂糖生産企業のほとんどはまだ一貫生産体制及び独立した栽培地を設定できない。原材料は主に外部から調達され、サトウキビ栽培地が集まらなく、生産能力が高くない。ベトナムのサトウキビ栽培地のほとんどは輸入サトウキビ品種を使用しており、ベトナムの気候と土壌に適さない。
- ③サトウキビ収穫と工場への輸送は主に肉体労働によって行われている。そのため、サトウキビのショ糖含有率は大きく低下し、人件費が機械化コストより高くなる。

生産地方	工場数	サトウキビ 収穫能力 (トン/日)	サトウキビ収 穫量 (1,000トン)	栽培面積 (ヘクタール)	栽培能力 (トン/ヘクタール)
北部、北中部	11	42,500	4,984	137	36.38
南中部海岸、高原	14	52,100	5,898	118	49.98
東南部	5	19,500	2,261	34	66.5
メコンデルタ	10	25,150	4,178	52	80.35

ソース: ベトナム砂糖協会

他国や世界に比べるベトナムのサトウキビの収穫能力

国	収穫能力(トン/ヘクタール)
Brazil	75.34
Philippines	73.21
Indonesia	74.89
Thailand	75.74
Vietnam	64.88
世界	70.94

いくつかの国に比べるベトナムの砂糖埋蔵(CCS)

国	砂糖埋蔵
Vietnam	10
Australia	13
Thailand	12.90

単位: CCS はサトウキビにある砂糖の比率、10CCS がサトウキビの 10 キロに相当し、砂糖の 1 キロになる。

ソース: BSC

政府の保護政策。 砂糖はベトナムで最も保護されている産業の一つである。具体的には、農業農村開発省と商工省は 2015 年砂糖の輸入割当が 8 万 1,000 トンであると発表した。また、割当枠外の砂糖輸入税率は 80 ~ 100%、非常に高い。しかし、割当枠内の砂糖に対する関税は二国間協定と多国間によって大幅に削減された。

ベトナムの砂糖製品向け優遇輸入関税

製品	割当枠外	割当枠内						
		ATIGA				WTO	ベトナム・ラオス	他の地域
		2015	2016	2017	2018	2015	2015	2015
粗糖								
てんさい糖	80%	5%	5%	5%	0%	50%	2.5%	25%
サトウキビ糖	80%	5%	5%	5%	5%	25%	2.5%	25%
香料や着色料を加えた粗糖	100%	5%	5%	5%	5%	60%	2.5%	40%
精糖								
白砂糖	85%	5%	5%	5%	5%	60%	2.5%	40%
その他	85%	5%	5%	5%	5%	60%	2.5%	40%

ソース: BSC

そのため、2018 年以降は、世界の最大砂糖輸出国の一つであるタイの砂糖がベトナムに大量で輸入され、国内の砂糖産業との熾烈な競争力を引き起こす。また、WTO との約束に従い、砂糖輸入割当の入札方法は 2016 年に試験的適用され、国内砂糖産業より透明性が高くなる。

国内の砂糖価格は将来的にわずかに上昇すると予測されている。理由は次の通り。

- ① 害虫や干ばつのため、供給源が減少する。2014~2015 年収穫期の生産量は 2013~2014 年収穫期に比べ 20 万トン減少した。2014~2015 年収穫期のサトウキビ圧搾量は 2013~2014 年収穫期に比べ 11% 減となった。各工場での在庫は前収穫期に比べ 28% 減少した。
- ② 南西部の国境でのタイから密輸される砂糖を抑止できる。
- ③ HAGL からの安価な砂糖供給量は砂糖価格の急増を抑制する。

ベトナム砂糖企業の合併・再編成

高い運用効率を持つ大規模な企業を作るために、合併や再編成を行う。現在の合併トレンドは現代的な生産技術を持っている企業と時代遅れの生産技術を持っているが、潜在的原材料がある企業の合併である。このことは生産能力を向上させ、規模により経済的利益を生成するのに役立つ。

また、大手砂糖企業は貿易企業と提携し、または株式を所有している。例えば、タインティンコングループは砂糖生産企業以外、貿易と包装産業における他の子会社2社がある。最近の注目すべき合併吸収はBHSとNHSの合併、SECとSBTの合併である。

BHSとSBTの合併前後の生産能力の比較

銘柄	合併前			
	栽培面積 (ha)	能力 (トン/日)	国内収穫量の占める割合	総資産
BHS	12,000	6,500	12.7%	2,843,499,538 ドン
SBT	14,000	9,800	10.3%	3,628,638,848 ドン
NHS	11,500	6,000	4.8%	2,165,364,589 ドン
SEC	11,200	3,200	4.3%	1,461,410,085 ドン
銘柄	合併後			
	栽培面積	能力	国内収穫量の占める割合	総資産
BHS	23,500	12,500	17.5%	5,008,864,127 ドン
SBT	25,200	13,000	14.3%	5,090,048,933 ドン

ソース: BSC

交換プロセス

銘柄	発行前の株式数 (株)	発行新株数 (株)	発行後の株式数 (株)	交換比率	資金変更の有効時期
SBT	148,500,000	37,142,358	185,642,358	SBTの1株 = SECの1.05株	2015年11月13日 (2015年11月24日に正式に上場する)
BHS	62,994,918	60,349,080	123,343,998	1:1	2015年10月30日

ソース: BSC

①ピエンホア製糖(BHS)がニンホア製糖(NHS)と合併吸収

BHS に対しては、栽培面積が2万3,500ヘクタールに上昇し、収穫能力も1万2,500トン/日に上昇した後、同社が原材料の不足を克服できる。また、NHSと合併するのはBHSがNHSの粗糖を原料として高品質の精練砂糖の生産に使用できるのに役立つ。

NHSは以前、主に粗糖(RS)を生産したが、BHSの技術及び生産ラインからの恩恵を受け、より高級の精練砂糖(RE)を生産することができた。また、BHSの流通システムのおかげで、NHSは市場シェアを向上させるのに多くの利点を持っている。

大口株主	BHSにおける保有株式数(2015年6月30日)	NHSにおける保有株式数(2015年7月21日)	合併後の株式数	BHSにおける保有率(%)
SBT	14,938,616	5,993,204	20,931,820	17.0%
タインティンコン投資株式会社	9,194,986	24,902,002	34,096,988	27.6%

トアウンティエン投資商業有限会社	7,510,570	3,253,242	10,763,812	8.7%
ビエンホア製糖株式会社 (BHS)	0	400,920	0	
ダン・フィン・ウック・ミー女史	7,734,143	5,400,000	13,134,143	10.6%
フィン・ビック・ゴック女史	1,401,368	0	1,401,368	1.14%

ソース: BSC

② タインティンコン・タイニン製糖 (SBT) がザライ火力発電・製糖 (SEC) と合併吸収

合併後、SBT は 2 万 5,200 ヘクタールの栽培面積を所有し、日間能力が 1 万 3,000 トンになるため、全国で最大砂糖生産企業になる。栽培面積と生産規模を拡大することのおかげで、SBT は簡単にサトウキビ植栽から収穫までの段階に機械化を適用できる。

SEC はサトウキビに有利な気候と土壌条件があるザライ省における栽培地を拡大するための余地を多く持っている。SBT の支援を受け、SEC は潜在的栽培地をより良く利用できる。サトウキビのシヨ糖含有率は 10CCS から 11CCS に増加する可能性がある。(CCS は可製糖率、さとうきびのしよ糖含有率、繊維含有率および搾汁液の純度から算出される回収可能な糖分の割合。10CCS とはサトウキビの 10 キロが砂糖の 1 キロに慣れるという。)

大口株主	SBT における保有株式数 (2015 年 11 月 12 日)	SEC における保有株式数 (2015 年 9 月 28 日)	合併後の株式数	SBT における保有率 (%)
タインティンコン投資株式会社	40,855,830	5,344,046	45,945,398	24.7%
トアウンティエン投資商業有限会社	34,001,925	1,953,960	35,519,982	19.1%
タインコンタイニン製糖株式会社 (SBT)	3,268,840		3,268,840	
ニンホア製糖株式会社 (NHS)		8,800,000	8,380,952	4.5%
ビエンホア製糖株式会社 (BHS)		4,046,196	3,853,520	2.1%
ダン・フィン・ウック・ミー女史	7,103,403		7,103,403	3.8%
フィン・ビック・ゴック女史	1,500,000		1,500,000	0.8%

ソース: BSC

ダン・バン・ティン氏の親族の SBT 及び BHS における保有率

氏名	関係	SBT における保有率	BHS における保有率
ダン・ホン・アイン氏	実息	0%	0%
ダン・フィン・ウック・ミー女史	実娘	3.8%	10.6%
フィン・ビック・ゴック女史	主婦	0.8%	1.14%
合計		4.6%	11.74%

ソース: BSC

投資観点

第 3 四半期の見通しについてのレポートには、BSC 証券が砂糖産業の見通しを「ポジティブでない」から「中立」に引上げた。我々は砂糖産業の 2015 年第 1 四半期 (7 月 1 日 ~ 9 月 30 日) の業績が改善されているが、合併規模に比べ高くなかったと評価している。砂糖産業のいくつかの注目すべきことは次の通り。

①2010年以來の4年連続下落した後、世界の砂糖価格は反転している。在庫は大きいであるが、過酷な気候(エルニーニョ)がブラジル、インド、中国などの大手砂糖生産国の生産量を減少させた。したがって、販売量は生産量のレベルに近接しており、粗糖価格が上昇する。

②ベトナム砂糖産業は自由貿易協定からの大きな影響を受ける。砂糖産業は輸入割当制を適用されており、割当枠外の輸入関税が80%~100%となっているため、最も保護されている産業の一つである。自由貿易協定への参加は関税障壁を排除し、国内砂糖産業への圧力を増加させる。

③合併買収と再編成は買収企業の支配を向上させる。未上場砂糖企業を除き、NHSやSECとの合併後のBHSやSBTは国内砂糖生産量の31.8%を占め、同産業を大きく支配する。しかし、自由貿易協定からの圧力が待ち受けている状況では、合併後の再編成が国内企業の競争力を向上するのに役立つ。

能力を評価すると、SBTとBHSはETFのポートフォリオに組み入れられる。

SBTに対しては、合併後のSBTは11月13日時点で「FTSE Vietnam Index」の組入れ銘柄リストに組み入れられるのに必要な要素が所有している。

(i)資金は1億3,700万ドルであり、資金の規模が「FTSE Vietnam All-Share Index」の組入れ銘柄の88%である基準を満たせる。

(ii)直近1ヶ月の流動性は140万ドル/日、3ヶ月で継続し、4期で組入れ銘柄リストから除外された。

(iii)外国人保有率が45.4%、浮動株比率は49%になる見通し。

合併後のSBTは上場投信FTSEのすべての基準を満たし、2015年第4四半期の組入れ銘柄見直しに組み入れられる可能性が高い。

BHSに対しては、BHSは11月13日時点で「FTSE Vietnam Index」の基準を満たせた。

(i)資金は5,500万ドルであるが、合併後に1億ドルになる見通しであるため、資金の規模が「FTSE Vietnam All-Share Index」の組入れ銘柄の88%である基準を満たせる。

(ii)直近1ヶ月の流動性は110万ドル/日、3ヶ月で継続した。

(iii)外国人保有率が45.9%、浮動株比率は49%になる見通し。

株式はこの四半期に追加上場されれば、合併後のBHSは2015年第4四半期の組入れ銘柄見直しに組み入れられる可能性が高い。

7月1日からスタートする営業年度がある企業の2015年第1四半期のアップデート

(2015年7月1日~2015年9月30日)

銘柄	総資産 (10億ドン)	株主資本 (10億ドン)	資本金 (10億ドン)	売上高 (10億ドン)	売上高の 前年同期 比加減率	税引後 利益 (10億 ドン)	税引後 利益の 前年同期 比加減率	第1四 半期の EPS(ド ン)	一株当 たりの 簿価 (ドン)	流動株式数 (株)
BHS	2,461.20	949.84	629.95	1,079.07	93.85%	36.15	121.74%	574	15,078	62,994,918
SBT	5,273.35	2,490.16	1,856.42	624.66	37.92%	56.00	123.38%	386	13,654	182,373,518
LSS	2,368.65	1,495.21	700.00	348.70	-6.59%	13.85	29.99%	198	21,360	70,000,000

ソース:BSC

① ビエンホア製糖株式会社(BHS)



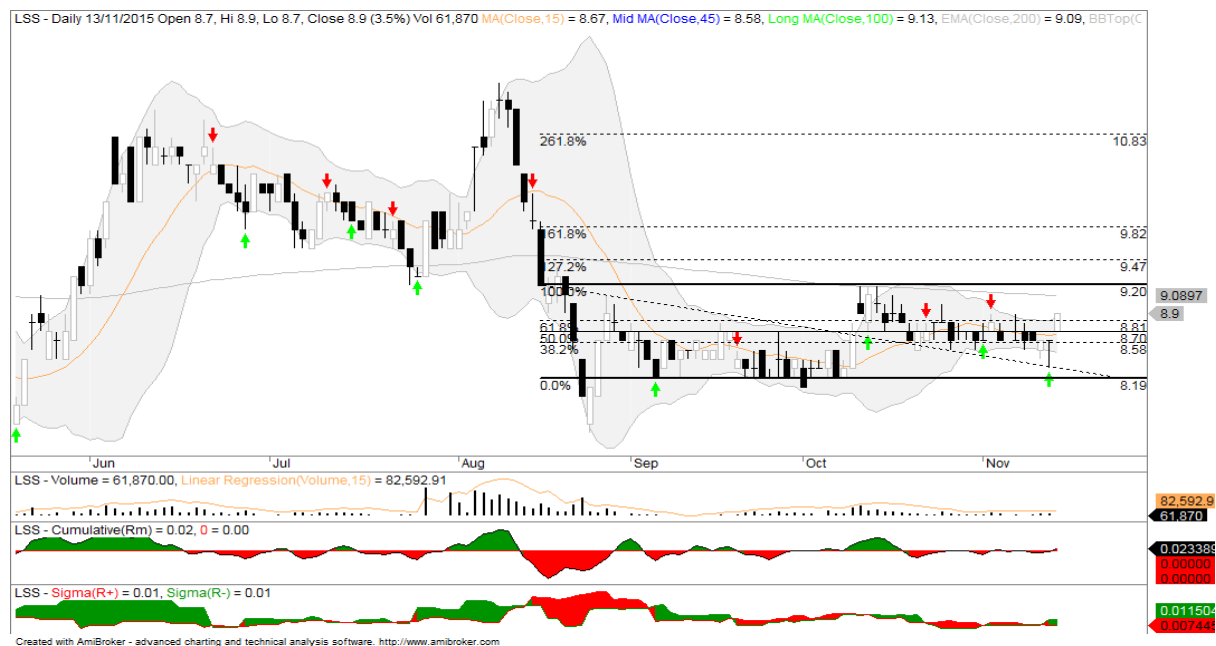
BSC証券は2015年9月10日にBHS株を購入するとお勧めする。各指数は17.6のサポートレベルに近づくと、BHSが19.8の近くにある抵抗レベルに達する可能性があり、目標価格が22.08、損切りが17.11である。

② タインティンコン・タイニン製糖(SBT)



BSC証券はSBT株を購入する合理的な時期が2015年9月30日であり、価格が13.7であると確定している。2015年11月13日現時点では、株価が16.9であり、購入信号が出現した時点に比べ23.35%増加した。SBTは5月から安定した成長を維持している。SBT株は現在、安全な株価範囲に推移しており、流動性が安定しており、16.9の抵抗レベルを確認している。SBT株は前のピックの16を上回った。BSC証券はSBT株を19.5~20の目標価格で中長期に保持し、株価が16の範囲に下落すると、購入するとお勧めしている。

③ラムソン製糖株式会社(LSS)



LSS 株は狭い範囲で変動し、株価が変動状態から安全状態に変わった。2015年11月13日にLSS株を購入するとお勧め、LSSは9.2と9.5の近くにある抵抗レベルを征服することができる。目標株価は10~10.7であり、8.2の周りに損切りをすべき。

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

ハノイ本社

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi - Hoan Kiem - Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

ホーチミン支店

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: BSCV <GO>

