

## 取引チャート



チャートは調整株価に基づき描かれた。株数単位:1万株

## 投資アドバイス

投資アドバイス	保有
目標株価(VND)	18,300
市場株価(2016年2月26日)	17,600
3ヶ月の見通し	横ばい
6ヶ月の見通し	横ばい
12ヶ月の見通し	横ばい

## 取引情報

流行株式数(100万株)	3,723
時価総額(10億ドン)	65,531
1株当たりの帳簿価額	15,004
外国人保有率(%)	29.53%
市場株価	17,600
10日間の平均売買高	793,225
52週間の安値	15,004
52週間の高値	23,500
直近7日間の増減率	+6.4%
直近1ヶ月の増減率	+5.2%

## アナリスト

Tran Thi Hong Tuoi

Email: tuoith@bsc.com.vn

Tel: +84 4 39352722 (108)

弊社は、ベトナムの株式市場へ上場している商業銀行と P/E 及び P/B を比較する方法に基づき、CTG 株を現在株価比 4.08%増の 18,300 ドンの目標価格で保有することをお勧めする。CTG の税引後利益は 5 兆 7,400 億ドンに達し、2016 年の EPS は 1,273 ドンとなると予想されている。CTG の 2016 年 3 月 1 日時点での株価は 17,600 ドン、予想 P/E は 13.96x、P/B は 1.17x。

**規模の増大。**CTG は上場商業銀行で最大資本金がある銀行であり、2015 年に 37 兆ドンに達し、BID を続いて、総資産の第 2 位となり、前年比 18%増の 780 兆ドンに達した。貸付金残高は前年比 16%増の 704 兆ドン、預金残高は同 16%増の 493 兆ドンに達した。店舗網は BID 及びアグリバンクを続いて、全国に広がっており、支店 167 ケ所、2015 年 12 月 31 日時点での従業員が 19,787 人から 21,024 人に急増した。

**貸付額は 2015 年に 22%増の 538 兆ドンに達した。**その内、加工・製造業への貸付は 29%、自動車及び二輪車の卸売・小売・修理は 28%、建設業は 11%、不動産業は 8%だった。

**貸付成長は減速する可能性がある。**

①同行の貸付／預金比率は 109%、中央銀行の規定比率よりもはるかに高い。通達 36 号によると、同行に適用されている比率は 80%となっているが、通達 36 号の改正案によると、90%に引き上げる。そのため、同行は規定比率を確保するために、貸付成長が減速する圧力に直面する可能性がある。

②同行の最も高い成長率があるのは建設業及び不動産業、2015 年にそれぞれ 59 兆ドンと 43 兆ドンに達し、56%増となった。通達 36 号の改正案は承認された場合、これらの成長は減速するかもしれない。それにより、不動産経営による未収金のリスク比率は 150%から 250%に上昇する。このことは高いリスクを反映するだけでなく、同行がこれらの業界に対する貸付を抑制することに繋がる。

**貸出ポートフォリオの質**

- **低い不良債権比率。**2015 年 12 月 31 日時点での不良債権比率は 0.92%、上場銀行で最低だった。同行は 2015 年に 6 兆ドン以上の不良債権を販売した。VAMC に売却した不良債権を含む不良債権比率は 2.03%と推定されている。処理された不良債権の回収は 2 兆 6,000 億ドンをもたらし、同行の収入に 11.5%を貢献した。同行も高い利息収益による受取現金/利息収益比率及び貸付損失準備金/不良債権比率を維持し、それぞれ 100%と 92.06%。
- **しかし、貸付の質は監視するのが必要。**
  - ①中長期貸付は高い比率を占め、2009 年～2015 年までに平均 40%以上であり、2014 年の 40%から 2015 年に 44%に上昇傾向があった。
  - ②国内経済機関が発行した負債証券への投資は高い比率を占め、前年比 42%増の 53 兆ドンに達し、2015 年に貸付ポートフォリオの

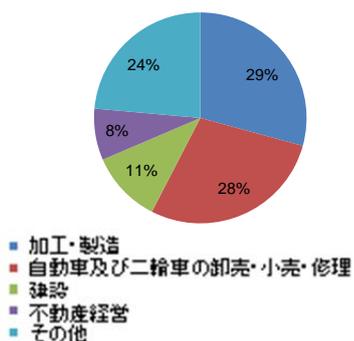
7%を占めた。

これらの貸付の一般的な特徴は貸付期間が長いため、あまり短期的に不良債権を発生させないが、長期的に不良債権になる可能性があり、特に債券での貸出である。

CTGの貸付成長(2012年～2015年)

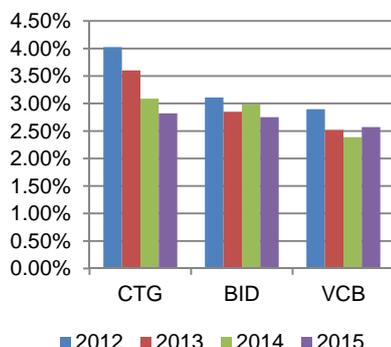


CTGの2015年貸出構成



ソース:CTGの財務諸表

CTG、VCB、BIDのNIM(2012年～2015年)



ソース:CTG、VCB、BIDの財務諸表

貸付活動の効果は高いが、低下傾向がある。CTGの2015年のNIMは2.82%、VCBとBIDよりも高かった。しかし、同行のNIMは低下傾向がある。そのため、貸付成長率は22%となったが、利息収入は19兆ドンに達し、わずかに5%増加した。弊社は、同行の2016年利息収入が19兆ドンに達し、NIMが2.7%に相当すると推定している。

貸倒引当金繰入費用は増加する可能性がある。CTGの2015年貸倒引当金繰入費用は前年比19%増の47兆ドンに達し、税引前利益の39%を占めた。不良債権は5兆6,870億ドン(不良債権推定が0.9%)に増加し、貸付損失準備金/不良債権比率が95%に達し、VAMCの2015年末時点での社債額面金額が10兆ドン以上となることを仮定すれば、弊社は同行の2016年貸倒引当金繰入費用が前年比29%増の約5兆9,800億ドンに達すると予想している。

他の事業。広がっている店舗網のおかげで、サービス業務による収益は24%増の1兆4,600億ドンとなった。この収益は同行の低いリスクの安定した収益である。その他の収益は2兆2,020億ドンに達し、58%急増し、主に処理された債権を回収したためだった。しかし、証券売買による収益及び外貨取り扱いによる収益は急落し、それぞれ95%減の200億ドンに達し、33%減の1,290億ドンに達した。

GPバンクとの合併は2016年第1四半期に完成すると期待されている。2015年定時株主総会はGPバンクとの合併を承認した。CTGのグエン・バン・タン会長はPGバンクをCTGに合併することが2016年第1四半期に完成すると期待している。合併比率は1対0.9(CTG株の1株を所有、PGバンクの0.9株を取得)。PGバンクの資本金は3兆ドン、2015年第2四半期末時点での総資産は24兆ドン、2015年上半期の税引後利益が360億ドンに達し、支店16ヶ所、拠点63ヶ所。そのため、合併後の銀行の資本金は40兆ドン、総資産が804兆ドンとなる見通しだ。CTGはPGバンクと合併した後、同行が規模を拡大でき、PGバンクの顧客システムを生かせ、ペトロリメックスと協力できると期待している。しかし、このこともCTGの不良債権及び貸倒引当金を増加させる。

2016年の業績予想。CTGの貸付額は前年比17%増の629兆ドンに達すると期待されている。不良債権比率は0.9%に達し、利息収益は約23兆ドン、NIMは2.7%に達すると予測されている。貸倒引当金繰入費用は約5兆9,800億ドン、引当金繰入れ前の経常利益の45%を占める。税引後利益は5兆7,400億ドンに達し、2016年のEPSは1,273ドンとなると予想されている。

株価の評価。弊社はCTGの株価を評価するためにP/EとP/Bの評価方式を使用した。60:40の比率で計算すれば、CTGの適正な株価は18,313ドンとなり、現在株価に比べ4.08%高い。

P/E方式によると、CTGの適正な株価は16,154ドンとなる。

- 同業界のP/Eは12.69x。
- 2016年のEPSは1,273ドン。

P/B 方式によると、CTG の適正な株価は 21,565 ドンとなる。

銘柄コード	P/E	P/B
VCB	20.41	2.36
BID	12.69	1.48
MBB	10.27	1.45
ACB	18.05	1.44
STB	12.04	0.91
SHB	8.11	0.58
EIB	209.65	0.93
<b>中央値</b>	<b>12.69</b>	<b>1.44</b>

- 同業界の P/E は 1.44x。
- 簿価は 15,004 ドン。

## CTG、VCB、BID の財務指標の比較表

	2012	2013	2014	2015	VCB 2015	BID 2015
<b>規模</b>						
資本金(10億ドン)	26,218	37,234	37,234	37,234	26,650	34,187
総資産(10億ドン)	503,606	576,368	661,132	779,483	673,910	850,748
貸付金(10億ドン)	333,356	376,289	439,870	538,080	387,152	598,457
預金額(10億ドン)	288,271	364,497	424,181	492,960	499,764	564,589
株主資本／総資産	6.68%	9.38%	8.36%	7.17%	6.82%	4.81%
<b>年初比成長率</b>						
総資産の成長率	9.34%	14.45%	14.71%	17.90%	16.80%	30.82%
貸付成長率	13.61%	12.88%	16.90%	22.33%	19.74%	34.28%
預金成長率	12.05%	26.44%	16.37%	16.21%	18.37%	28.18%
預金に対する貸付金比率	115.64%	103.24%	103.70%	109.15%	77.47%	106.00%
<b>資産の質</b>						
不良債権	1.47%	1.00%	1.12%	0.92%	2.01%	1.62%
不良債権損失引当金／貸付金	1.10%	0.88%	0.99%	0.85%	2.22%	1.23%
不良債権損失引当金／不良債権	75.11%	87.53%	89.02%	92.06%	110.68%	75.95%
利息収益による受取現金/利息収益	97%	95%	93%	100%	96%	98%
<b>経営効率</b>						
経常利益(引当金繰入れ前)	12,526	11,874	11,226	12,024	12,897	13,747
前年比加減率	-6%	-5%	-5%	7%	24%	3%
引当金繰入費用(10億ドン)	4,358	4,123	3,923	4,679	6,068	5,803
引当金繰入れ前の経常利益に対する引当金繰入費用比率	35%	35%	35%	39%	47%	42%
税引後利益(10億ドン)	6,152	5,792	5,713	5,698	5,314	5,842
前年比加減率	-1%	-6%	-1%	0%	16%	18%
NIM (TTM)	4.02%	3.60%	3.09%	2.82%	2.57%	2.75%
ROA (TTM)	1.28%	1.07%	0.92%	0.79%	0.85%	0.78%
ROE (TTM)	19.80%	13.21%	10.45%	10.25%	11.90%	15.75%
EPS(ドン/株)(TTM)			-	1,262	1,707	1,395
簿価	12,829	14,523	14,841	15,004	17,250	11,973

ソース: VCB、CTG、BID の財務諸表、BSC research

**BSC 証券のアドバイス及び株価評価システム**

**アドバイスシステム:** 弊社のアドバイスシステムは現在の株価と12ヶ月の目標株価の間の差(各期の配当を含み、特別な場合)に基づいている。本アドバイスシステムは2014年1月1日から適用された。

**株価評価方法:** 株価評価方法を選択するのは業界、企業及び株式に依存する。各レポートは下記の1つの方法、或いはたくさん方法に基づける。

① 相関法(P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA)

② 割引法(DCF, DVMA, DDM)

③ 純資産価値法(NAV, RNAV)

株価評価システム	内容
強い買い	目標株価は市場株価より20%から高い場合。
買い	目標株価は市場株価より5%~20%高い場合。
持ち	目標株価は市場株価より5%未満高いか低いかの場合。
売り	目標株価は市場株価より最低5%低い場合。
評価しない	BSC証券は企業の戦略的な取引或いはM&A契約のコンサルタント役割を担う場合、BSC証券の政策に基づいて投資アドバイス及び目標価格が取り消される。その他、株価の評価を実施するためのデータは足りない場合、BSC証券は評価しない。

## 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。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)・分析部

### 投資コンサルタント

Le Hai Duong

(部長)

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

### 分析部長

Tran Thang Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

## コンタクト

### ハノイ本社

10F, BIDV Tower  
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi  
Tel: (84 4) 2220 6647  
Fax: (84 4) 2220 0669  
Website: www.bsc.com.vn

### ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,  
Dist.1, HCMC  
Tel: (84 8) 3812 8885  
Fax: (84 8) 3812 8510  
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

## ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。