

購入

ACB—[アジア株式商業銀行]

BSC

推奨

希望の株価	30,200
市場株価	23,800
Upside	27%

取引情報

流行株式数(100 万株)	985,901,288
時価総額(10 億ドン)	23,464
52 週間の高値(ドン)	25,900
10 日間の平均売買高(1,000 株)	1,576,770

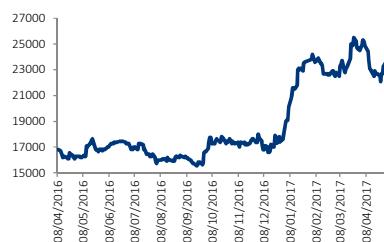
大口株主(%)

Standard Chartered APR	8.77%
Cpmmaught Investors	7.26%
Dragon Financial Holdings	6.81%
Standard Chartered Bank	4.42%
Trần Huy Hùng	3.07%

株価の動向

	1ヶ月	3ヶ月	1年間
ACB	-6%	25%	33%
VN-Index	0%	7%	20%

株価の動向



アナリスト

Tran Thi Hong Tuoi
 Email: tuoith@bsc.com.vn

評価

弊社は ACB を目標価格 30,200VND／株(27%増)で購入することをお勧めします。目標価格で ACB の P/E は 19x である。BSC 証券の予測によると、ACB の 2017 年税引前利益は 2 兆 200 億ドンに達す。2017 年の EPS は 1,588VND／株である。2018 年の税引前利益は 4 兆 5,270 億ドンに達す。2018 年の EPS は 3,623VND／株である

投資の観点

- コア事業の利益が大幅上昇。貸倒引当金前利益は前年比 31%増の 2 兆 8,850 億ドンである。
- 非貸付 事業の成長率は前年比 99%増となり、成長潜在がまだ残っている。
- 不良債権を積極的に処理する。ACB は 2017 年に G6 グループ貸出(2 兆 160 億ドン)を回収し、貸倒引当金に繰入れることを完了すると期待しております。2018 年以降貸倒引当金繰入費用は前年比 49%減の 1 兆 1,720 億ドン急減すると期待しております。
- 流動性が豊富だ。流動性準備率が 23.1%だった。貸付金残高率が 74.45%だった。
- 業績が改善された。ACB の税引前利益は前年比 32%増の 2 兆 2,050 億ドンだった。

投資リスク

- 競争力が高くなっているので、NIM 成長期待が現象減少する。
- 活動費用が増加する。
- 法的リスク。

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

銀行業や企業の概要

弊社は以下の要素を基づく ACB を目標価格 30,200VND／株(27%増)で購入することをお勧めします。

事業活動の早い成長

- 貸付成長率が高くなり、2016年に21.91%増加した。貸付成長率は今後引き続き上昇すると期待された。
- 非金利事業を推進します。これはよりリスクの少ない事業と成長のために多くの潜在的です。

優れた資産 豊富な流動性

- 純金利マージン(NIM)が高くて、2016年に3.36%であり、引き続き改善すると期待された。
- コア事業活動がよく成長している。貸倒引当金前利益は前年比31%増の2兆8,850億ドンに達した。2016年の税引後利益は前年比29%増の1兆3,250億ドンに達した。2017年や2018年の税引後利益はそれぞれ、同比22%増の1兆6,160億ドン、同比124%増の3兆6,230億ドンに達すると予測された。
- リスクマネジメント能力が良くなり、優れた資産の質だ。2016年末の時点で不良債権率は0.87%である。貸倒引当金／総不良債権の比率が高くて、126%だった。
- 流動性が豊富だ。流動性準備率が23.1%だった。貸付金残高率が74.45%だった。
- 投資リスク。
 - (1) ACBは2016年に予定通りにG6グループ不良債権を処理し、回収することに関する時間ルート短縮を失敗する可能性がある。
 - (2) リテールバンキング事業の激しく競争を受け、貸付金利が引き下げ、非貸付事業へマイナスに影響するだろう。

投資ハイライト

ハイライト1: 貸付活動が早く成長。収益効率が高くて、向上される。

2016年に貸付成長率は高くなり、21.91%だった。ACBの貸付成長率の余地は以下の要素のおかげで大きく残っている。

- 1) ACBの自己資本比率(CAR)は高くて、2016年末に13.19%に達した。
- 2) 中長期貸付への短期貸付金の利用率が低くて、24.27%だった。2016年のLDRは74.45%だった。
- 3) 流動性準備率が高くて、23%だった。

ACBの貸付成長率目標は16%である。

ACBの純金利マージン(NIM)は引き続き改善され、2015年の3.34%から3.36%に引き上げた。各銀行のNIMが引き続き減少している背景には、ACBのNIMが改善されたのはポジティブな信号である。

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

2012年～2016年の期間における上場銀行のNIM

NIM	2012	2013	2014	2015	2016
VCB	2.89%	2.52%	2.39%	2.58%	2.63%
CTG	4.02%	3.60%	3.09%	2.78%	2.72%
BID	3.11%	2.85%	2.98%	2.72%	2.66%
MBB	4.78%	3.73%	3.83%	3.81%	3.57%
STB	5.28%	4.91%	4.33%	3.32%	1.99%
SHB	2.26%	1.83%	1.96%	2.21%	2.11%
EIB	3.18%	1.87%	1.84%	2.56%	2.67%
NVB	4.20%	3.01%	2.28%	2.24%	1.98%
VIB	4.16%	3.15%	3.25%	3.40%	3.60%
平均	3.76%	3.05%	2.88%	2.85%	2.66%
ACB	3.71%	2.87%	3.03%	3.34%	3.36%

ソース: BSC research

私たちは、各銀行のNIMが今後引き続き改善されると期待しております。

2016年末におけるACBの資産・敏感な負債や金利分析

	期限過	金利を支 払わない	1ヶ月 未満	1～3ヶ月	3～6ヶ月	6～12ヶ月	1～5年間	5年間 以上
金利感応資産	4,811	20,508	6,557	148,348	8,703	5,836	35,453	8,977
金利感応負債		3,660	40,556	82,353	31,682	28,895	29,442	3,031
金利感応資産／インバ ランスシートの金利感応債 務	4,811	16,848	(33,999)	65,995	(22,979)	(23,059)	6,011	5,946
金利感応資産／オフバラ ンスシートの金利感応債 務	-		(10,057)					
金利感応資産／イン・オ フバランスシートの金利感 応債務	4,811	6,791	(33,999)	65,995	(22,979)	(23,059)	6,011	5,946

ソース: ACB

ハイライト1:非信用事業の成長潜在が多く残っている。

- 非金利事業を推進します。これはよりリスクの少ない事業と成長のために多くの潜在的です。非貸付事業の成長率は前年比99%増となり、成長潜在がまだ残っている。
- サービス事業から収入は同比27%増の9,440億ドンに達し、総収入の12%を占めている。

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

- 証券投資により赤字となった。2015年～2016年の期間におけるACBはそれぞれ1兆50億ドン、1兆1,010億ドンを証券価格下落引当金に繰入れた。2015年～2016年の期間におけるACBはそれぞれ、8,080億ドン、8,860億ドンを赤字に計上した。

ハイライト3: 不良債権を積極的に処理し、資産質を向上する。

2016年末の時点でACBの注意べき債務や不良債権の残高はそれぞれ、前年比16%減の3兆4,440億ドン、同比20%減の1兆4,200億ドンだった。これは不良債権の比率が前年比0.44%減となり、0.87%となることを相当した。ACBの疑問資産は前年比22%減の10兆8,920億ドンだった。

ACBはG6グループに関する債務を積極的に処理している。2016年にG6グループの処理済債務は3兆ドンだった。そのうち、回収済不良債権は1兆8,540億ドンだった。総負債残高は3兆9,340億ドン、2014年末に比べて33%減少した。G6に対する貸倒引当金は2016年に1兆1,460億ドンだった。ACBは8,000億ドンを貸倒引当金に繰入れた。2017年にG6の回収必要な総負債残高は2兆160億ドンである。

G6の負債に対する負債残高及び貸倒引当金

	2015		2016			
	負債残高	不良債権 予備積立 金	不良債権予 備積立金／ 負債残高	負債 残高	良債権 予備積 立金	不良債権予 備積立金／ 負債残高
貸付金	1,866	63	3%	1,428	205	14%
期限切り日まで証券 投資	2,734	849	31%	1,837	1,853	101%
いつでも売却可能証 券投資	21	2	9%	21	0.2	1%
その他未収金	1,167	354	30%	649	354	55%
合計	5,788	1,267	22%	3,934	2,413	61%

ソース: ACB

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

貸倒引当金に繰入れることを急増。ACB は貸倒引当金／総不良債権の率が 126% であり、上場銀行のうちに最も高いレベルに達している銀行である。そのうち、総貸倒引当金(G6 を含まない)／総不良債権額の率が 112% だった。

ACB は 2017 年にベトナム債権回収公社(VAMC)へ売却した不良債権を処理する予定。2016 年末の時点までに VAMC へ売却した不良債権総額は 1 兆 4,860 億ドンだった。貸倒引当金に繰入れた金額は 4,170 億ドンだった。ACB の代表者によると、2016 年に同行は VAMC へ売却した不良債権を処理して買い戻する予定。弊社によると、ACB は VAMC へ不良債権を売却しないだろう。貸倒引当金に繰入れるために最大の費用は 1 兆 690 億ドンであると考えております。

貸倒引当金に繰入れるために費用は 2018 年から急減すると期待された。弊社の評価によると、ACB は 2016 年に不良債権を積極的に処理した銀行である。ACB の資産質が引き続き向上された。そのために、2017 年に ACB の貸倒引当金は前年比 87% 増の 2 兆 2,790 億ドンであると考えております。2018 年以降、ACB の貸倒引当金が前年比 49% 減の 1 兆 1,720 億ドンであると期待された。

注意: ACB の資産質が引き続き観察されている必要だ。ACB の利息と未収費用は 3 兆 2,410 億ドン、16% 増となり、総貸付残高の 1.98% を占めた。

ハイライト 4: 豊かな流動性

流動性比率が高いレベルを維持した。流動性準備高率が 23.1% であり、中央銀行が規定した最低のレベルより高かった。貸付残高／預金残高の比率は 74.45% であり、中央銀行が規定した最高のレベルより低かった。

預本金利は他の銀行より低くて安定した。

2017 年の業績予測・評価

2017 年の経営計画

2017 年の ACB の目標は、総資産の成長率が前年比 16% 増となり、貸付成長率が同比 16% 増となり、不良債権の比率が 2% 未満であり、税引前利益が同比 32.27% 増の 2 兆 2,050 億ドンに達す。2017 年第 1 四半期には、税引前利益(推定値)は 5,950 億ドン、年間計画の 27% を達成した。

業績の予測

2017 年の税引前利益は前年比 22% 増の 2 兆 200 億ドンに達すと予測された。税引後利益は 1 兆 6,160 億ドンに達すと予測された。2017 年の EPS は 1,588VND／株である。

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

- 2017年に利息収益は前年比17%増の8兆1,240億ドンに達すると予測された。
- サービスから収入は前年比21%増の1兆1,470億ドンに達すると予測された。
- 非金利収入は6,100億ドンに達すると見込まれた。
- 活動費用は5兆8,820億ドンに達すると見込まれた。
- 貸倒引当金コストは同比87%増の2兆2,790億ドンに達すると見込まれた。

2018年の税引前利益は4兆5,270億ドンに達すると予測された。税引後利益は同比124%増の3兆6,210億ドンに達すると予測された。2018年のEPSは3,623VND／株である。弊社は以下の仮定を基づく計算しております。

- ・2018年の貸付金利は15%引き上げる。
- ・不良債権比率は0.88%である。
- ・貸倒引当金／総不良債権の比率が130%増加。

そのために、2018年に利息収益は前年比15%増の9兆3,700億ドンに達すると予測された。貸倒引当金コストは同比49%減の1兆1,720億ドンに達す。

2021年の税引前利益は7兆7,890億ドンに達すると予測された。2021年のEPSは6,108VND／株である。

評価

私たちは、ACBの株式を評価するために残余所得方法を使用しております。

この方法は2期を含む。

- 第1期(2017年～2021年):残余所得は2017年に33兆ドンから2021年までに2,960兆ドンに引き上げる。
- 第2期(2021年以降):残余所得は毎年3%増加すると予測された。

株主資本の平均コストは11.26%である。

2017 年 5 月 4 日

BSC

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

残余所得方法を基づく、ACB の合理的な株価は 30,242VND／株である。

2017 年の PE は 19.x である。

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

ACB の業績予測

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
業績						
利息収入	6,892	8,124	9,370	10,826	12,561	14,593
サービス活動から利息	944	1,147	1,324	1,535	1,781	2,066
総収入	7,563	9,882	12,061	12,736	14,771	17,149
活動コスト	(4,678)	(5,582)	(6,362)	(7,109)	(7,958)	(8,662)
貸倒引当金前収入	2,885	4,299	5,699	5,627	6,813	8,487
貸倒引当金コスト	(1,218)	(2,279)	(1,172)	(947)	(823)	(898)
税引前利益	1,667	2,020	4,527	4,680	5,990	7,589
LNST 税引後利益	1,325	1,616	3,621	3,744	4,792	6,071
EPS	1,293	1,588	3,623	3,747	4,810	6,108
成長						
貸付	22%	17%	15%	16%	16%	16%
預金	18%	16%	16%	16%	16%	16%
利息収入	17%	18%	15%	16%	16%	16%
サービス活動から利息	27%	21%	15%	16%	16%	16%
総収入	22%	31%	22%	6%	16%	16%
貸倒引当金前収入	31%	49%	33%	-1%	21%	25%
貸倒引当金コスト	38%	87%	-49%	-19%	-13%	9%
税引前利益	27%	21%	124%	3%	28%	27%
税引後利益	29%	22%	124%	3%	28%	27%
資産質						
不良債権比率	0.87%	0.87%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
貸倒引当金／総不良債権	126.49%	179.27%	178.44%	180.49%	173.52%	167.51%
利益性						
NIM	3.36%	3.40%	3.40%	3.41%	3.42%	3.44%
CIR	61.86%	56.49%	52.75%	55.82%	53.87%	50.51%
ROA	0.61%	0.64%	1.25%	1.11%	1.23%	1.34%
ROE	9.87%	10.89%	20.80%	17.79%	18.97%	19.81%

ソース: BSC research

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

付録1:企業財務の概要

	2012	2013	2014	2015	2016
規模					
資本金(10億ドン)	9,377	9,377	9,377	9,377	9,377
株主資本	12,624	12,504	12,397	12,788	14,063
総資産(10億ドン)	176,308	166,599	179,610	201,457	233,681
株主資本／総資産	7.16%	7.51%	6.90%	6.35%	6.02%
成長率					
資産	-37.26%	-5.51%	7.81%	12.16%	16.00%
貸付	0.01%	4.26%	8.52%	15.22%	21.91%
預金	-11.94%	10.28%	11.95%	13.13%	18.37%
貸付／預金	82.10%	77.61%	75.24%	76.63%	78.92%
資産質					
不良債権比率	2.50%	3.03%	2.18%	1.31%	0.87%
VAMCへ売却した不良債権を含む不良債権比率	2.50%	3.31%	3.04%	2.39%	1.51%
貸倒引当金／総負債残高	1.46%	1.44%	1.36%	1.14%	1.10%
貸倒引当金／総不良債権	58.42%	47.73%	62.32%	87.02%	126.49%
末金利／総貸付	3.98%	3.44%	2.80%	2.09%	1.98%
疑問資産	19,720	20,455	18,177	15,292	10,892
% 総資産	11.18%	12.28%	10.12%	7.59%	4.66%
% 株主資本	156.20%	163.58%	146.62%	119.58%	77.45%
経営効果					
利息収入(%)	118%	78%	79%	95%	91%
サービス活動から利息(10億ドン)	1564	1890	2193	2199	2885
前年同期比	-65.24%	20.85%	16.00%	0.27%	31.20%
貸倒引当金コスト(10億ドン)	521	855	879	884	1218
貸倒引当金コスト／貸倒引当金利益意	33.34%	45.21%	40.10%	40.23%	42.21%
税引後利益(10億ドン)	784	826	952	1,028	1,325
前年同期比	-76%	5%	15%	8%	29%
NIM (TTM)	3.71%	2.87%	3.03%	3.34%	3.36%
CIR	73.19%	66.54%	63.14%	64.65%	61.86%
ROA (TTM)	0.34%	0.48%	0.55%	0.54%	0.61%
ROE (TTM)	6.38%	6.58%	7.64%	8.17%	9.87%
EPS (VND/株)			1,021	1,136	1,293
簿価	13,335	13,221	13,832	12,970	14,264

ソース: BSC research

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

付録2:上場銀行の概要

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB
規模										
資本金(10億ドン)	35,978	37,234	34,187	17,127	9,377	18,852	11,197	12,355	3,010	5,644
株主資本	49,295	62,972	44,217	24,524	14,063	23,407	13,283	13,448	3,260	8,743
総資産(10億ドン)	788,169	948,699	1,006,635	256,259	233,681	333,295	234,786	128,784	69,011	104,548
株主資本／総資産	6%	7%	4%	10%	6%	7%	6%	10%	0%	8%
成長率										
資産	17%	22%	18%	16%	16%	14%	15%	3%	43%	24%
貸付	19%	23%	21%	24%	22%	7%	24%	3%	135%	26%
預金	18%	33%	29%	7%	18%	12%	12%	4%	23%	11%
貸付／預金	78%	101%	100%	77%	79%	68%	97%	85%	61%	102%
資産質										
不良債権比率	1%	1%	2%	1%	1%	5%	2%	3%	2%	3%
VAMCへ売却した	1.76%	1.04%	1.38%	1.36%	1.10%	1.23%	1.10%	1.23%	1.15%	1.45%
貸倒引当金／総貸付	118.86%	101.77%	70.65%	103.18%	126.49%	22.90%	56.89%	41.66%	74.46%	56.23%
貸倒引当金／総不	1.25%	2.15%	1.30%	1.94%	1.98%	13.27%	5.05%	0.97%	12.23%	2.17%
未金利／総貸付	19,779	43,075	48,906	18,247	10,892	92,695	28,136	13,229	17,597	5,527
疑問資産	2.5%	4.5%	4.9%	7.1%	4.7%	27.8%	12.0%	10.3%	25.5%	5.3%
% 総資	40%	68%	111%	74%	77%	396%	212%	98%	540%	63%
% 株主資										
経営効果										
利息収入(%)	74%	85%	78%	81%	91%	73%	84%	60%	90%	77%
サービス活動から	14,928	13,552	17,008	5,681	2,885	1,232	2,488	1,480	211	1,304
前年同期比	16%	13%	25%	7%	31%	-66%	34%	-1%	90%	12%
6,410	5,022	9,274	2,030	1,218	700	1,323	1,089	195	602	
貸倒引当金コスト	43%	37%	55%	36%	42%	57%	0%	74%	0%	46%
貸倒引当金コスト	6,826	6,805	6,159	2,863	1,325	373	939	309	13	562
税引後利益(10億)	28%	19%	6%	15%	29%	-68%	18%	672%	104%	8%
前年同期比	3%	3%	3%	4%	3%	2%	2%	3%	2%	4%
NIM (TTM)	40%	49%	45%	42%	62%	114%	51%	60%	80%	62%
CIR	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
ROA (TTM)	14%	11%	14%	12%	10%	2%	8%	2%	0%	6%
ROE (TTM)	1,597	1,505	1,408	1,706	1,293	251	921	251	-	995
EPS (VND/株)	13,702	16,913	12,934	14,318	14,264	15,760	13,026	10,939	10,952	15,489
簿価										
P/E	22.23	11.36	11.76	8.47	17.55	44.85	8.25	43.58		14.65
P/B	2.59	1.01	1.28	1.01	1.59	0.71	0.58	1.00	0.39	1.01

ソース: BSC research

企業レポート・ACBー[アジア株式商業銀行]

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。

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

