



Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam



BÁO CÁO
TRIỂN VỌNG NGÀNH
2018

科目

.....	1
各セクターの 2018 年及び 2018 年第 2 四半期の見通し.....	1
2018 年の注目銘柄.....	3
銀行の見通し〔有望〕	5
石油・ガス業〔有望〕	16
建設業〔有望〕.....	21
不動産業〔有望〕.....	23
IT 業〔有望〕.....	27
電力業〔有望〕.....	28
罷業業〔有望〕.....	30
医療品業〔中立〕.....	35
生命保険業〔中立〕.....	37
鉄鋼業〔中立〕.....	40
プラスチック業〔中立〕.....	44
タイル業〔中立〕.....	48
セメント業〔中立〕.....	50
繊維業〔中立〕.....	52
港湾業〔中立〕.....	55
海運業〔中立〕.....	56
ゴム業〔中立〕.....	59
タイヤ業〔中立〕.....	62
水産業〔弱気〕.....	64
精糖業〔弱気〕.....	67

各セクターの2018年及び2018年第2四半期の見通し

- 銀行業、石油・ガス業、不動産業、建設業、テックのロジック業、電力業、肥料業に対して有望と評価している。
- 医薬品業、封建業、鉄鋼業、プラスチック業、セラミック業、セメント業、繊維・アパレル業、海港業、海運業、タイヤ業、ゴム業に対して中立と評価している。
 - 砂糖業、水産業が競争が激化しているため、これらの業種に対して有望視されにくいと評価している。水産業には中国からの良好なサインがあったため、国内外の投資家の動向を弊社の「各セクターの四半期レポートに」アップ・デートされている。

順番	セクター	2018年第2四半期の評価	中長期投資の銘柄	候補銘柄
1	銀行	有望	VCB, ACB, MBB, VPB, LPB	CTG, BID, HDB, STB
2	石油・ガス	有望	GAS, PVS, PVB, PXS, BSR	PVD, OIL
3	建設	有望	HBC, CTD	FCN
4	不動産	有望	DXG, HDG, DIG, KBC, NLG, KDH	SCR
5	IT	有望	FPT, CMG	ITD
6	電力	有望	PPC	NT2
7	肥料	有望	BFC, LAS	DPM
8	医薬品	中立	PME	DHG, IMP, DBD
9	保険	中立	PVI, BMI, MIG	
10	鉄鋼	中立	HPG, NKG	HSG
11	プラスチック	中立	NTP	BMP, AAA
12	セラミック	中立	VGC, CVT	
13	セメント	中立	HT1	BCC
14	繊維・アパレル	中立	TNG, TCM	
15	海港	中立	VSC	GMD

16	海運 n	中立		PVT, GSP
17	天然ゴム	中立	PHR, DRI	DPR
18	タイヤ	中立	DRC	CSM
19	水産業	有望視されにくい		VHC, FMC
20	砂糖	有望視されにくい		SBT, LSS

ソース: BSC Research

2018年の注目銘柄

銘柄	2018年 の売上 (10億ド ン)	2018年 の税引 後利益 (10億ド ン)	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2018年3 月30日終 値	目標価格
VCB			4,392	16	3.82	26.21%	70,500	N/A
MBB		5,165	2,729	12.7	1.98	17.24%	34,700	40,200
ACB		4,343	4,354	10.7	2.25	23.82%	46,700	55,900
VPB		8,640	5,501	11.7	2.64	26.09%	64,500	N/A
CTG		8,402	1,870	18.5	1.45	12.76%	34,600	N/A
BID			1,455	17.5	1.87	14.57%	25,500	N/A
LPB		1,536	2,278	6.58	0.95	15.68%	15,000	22,100
HDB		3,137	3,198	14.3	2.58	17.80%	45,900	N/A
STB		1,212	571	27.1	1.15	5.10%	15,500	N/A
GAS	70,329	10,735	5,347	24.57	5.95	24.72%	131,400	133,670
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.56	N/A	19,100	N/A
PVS	17,039	879	1,809	11.66	0.81	6.78%	21,100	23,155
BSR	108,407	7,456	2,405	11.06	2.26	20.72%	26,600	N/A
POW	34,940	2,625	775	18.58	1.68	10.46%	N/A	21,198
OIL	66,267	510	493	41.5	1.88	4.5%	20,500	N/A
CTD	33,485	1,898	21,651	7.3	1.68	18%	157,900	189,200
HBC	19,283	1,004	7,206	6.2	2.51	30%	44,600	64,400
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1.00	N/A	21,250	N/A
DXG	6,153	1,119	3,717	9.8	1.86	22%	36,400	39,800
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.59	N/A	36,900	42,200
KBC	2,273	796	1,407	9.5	0.75	N/A	13,350	19,300
HDG	3,736	747	5,85	9.7	2.6	N/A	49,000	62,500
DIG	3,351	313	1,312	19.6	2.03	N/A	25,700	36,600
FPT	22,095	3,042	4,593	13.21	2.37	22.41%	60,700	68,700
CMG	5,008	211	2,988	10.58	1.99	20.05%	31,600	37,825
NT2	8,071	848	2,949	10.4	1.62	15%	30,800	30,217
PPC	6,613	876	2,688	7.14	1.19	10.6%	19,200	21,500

BFC	6,369	302	4,760	7.37	2.06	23.56%	35,100	41,000
LAS	4,000	163	1,355	10.18	1.18	12.39%	13,800	16,200
DPM*	8,577	371	948	23.21	1.07	9.94%	22,000	22,800
DHG	4,150	730	5,615	19.8	3.1x	17%	111,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	20.2	2.1x	13%	63,000	71,500
PME	1,859	335	5,135	16.3	2.6x	19.8%	83,500	107,900
DBD	1,584	162	3,092	15.7	3.2x	18%	48,500	61,800
PVI	7,471	616.6	2,632	15.3	1.28	N/A	40,400	41,751
BMI	4,165	243.3	2,600	28,228	1.10	N/A	31,200	43,195
MIG	2,349	95	1,181	11.17	1.08	N/A	13,200	16,396
HPG	54,634	9,382	6,184	9.76	2.19	22.25%	60,400	79,000
NKG	17,160	573	4,414	7.18	1.17	18.05%	31,700	N/A
HSG	31,065	909	2,597	8.77	1.32	14.53%	22,800	N/A
NTP	4,984	498	5,023	12.34	2.18	N/A	62,000	72,380
BMP	4,016	452	5,030	13.67	2.29	N/A	68,800	N/A
AAA	5,500	330	3,861	6.42	1.19	N/A	24,800	N/A
VGC	9,278	681	1,422	15.8	1.5	N/A	24,700	28,444
CVT	1,471	196	6,600	7.7	2.7	N/A	51,100	52,710
HT1	8,721	478	1,248	11.8	1.0	8.5%	14,750	16,000
BCC	3,871	13	109	69.7	0.4	-3%	7,900	NA
TNG	3,103	139	3,050	4.7	0.78	18.3%	14,300	18,310
TCM	3,373	193	3,170	7.6	1.01	15.6%	24,250	28,600
GMD	3981	660	1,812	16	1.1	7%	30,750	31,000
VSC	1,429	287	4,628	8.7	1.18	15%	40,400	45,354
PVT	6,521	665	1,792	11.5	1.5	15%	20,600	19,080
GSP	1,394	55	1,830	7.5	1.1	12%	13,750	14,500
PHR	1,631	314	4,633	9.3	1.6x	20.6%	46,200	53,098
DRI	604	102	1,324	7.7	0.8x	13.5%	10,200	11,592
DRC	4,580	163	1,368	21.9x	2.44x	10.9%	30,000	31,215
VHC	9,000	600	6,500	11.15	2.28	19.7	70,000	N/A
FMC	3,700	151	3,756	9.31	2.38	24.11	30,700	N/A
SBT	8,659	576	1,084	19.2	1.8	11%	17,600	17,350

LSS	1,992	59	841	10.7	0.4	7%	9,060	N/A
-----	-------	----	-----	------	-----	----	-------	-----

ソース: BSC の予測, (*)計画

銀行の見通し[有望]

- 2018 年 3 ヶ月の貸付成長率は前年同期比 3.5%増加し、前年同期 4.3%より低くなった。
- 2018 年 3 ヶ月の預金成長率は前年同期比 3%増加した。
- 各銀行は不良債権を積極的に処理し、そのうち VCB、ACB、MBB、TCB などの多くの銀行は VAMC 社債引当金を完成した。
- 17 銀行の税引後利益の合計は前年同期比 44%増の 52 兆ドンに達した。
- Các ngân hàng kỳ vọng kết quả kinh doanh tiếp tục khả quan trọng năm 2018
- 各銀行は 2018 年に好調な業績を達成すると期待された。
- Kế hoạch niêm yết và câu chuyện cổ đông chiến lược của các ngân hàng
- 各銀行の新規上場計画及び株主ストーリー。

2018 年第 1 四半期の状況

2018 年 3 ヶ月の貸付成長率は前年同期比 3.5%増加し、前年同期 4.3%より低くなった。そのうち、VND 建て貸付成長率は前年同期比 3.3%増となり、総貸付残高の 91.9%を占め。外貨で貸付成長率が同比 5.4%増となった。中長期貸付成長率は同比 4.3%増となり、総貸付残高の 53.2%を占め、短期貸付成長率は同比 2.6%増となった。

2018 年 3 ヶ月の預金成長率は前年同期比 3%増加した。そのうち、VND 建て預金成長率は前年同期比 3.7%増となり、外貨建て預金成長率は同比 3.1%増となった。

銀行は不良債権を積極的に処理している。2018 年 2 月末の時点で不良債権比率は 2.5%となった。不良債権は主に弱金融機関に集中した。そのうち VCB、ACB、MBB、TCB などの多くの銀行は VAMC 社債引当金を完成した。

2017 年の業績はポジティブとなった。17 銀行の総税引後利益は前年比 44%増の 52 兆ドンに達した。そのうち、いくつかの銀行の税引後利益はよく成長して、とりわけ STB(前年比 1223.55%増)、HDB(同比 236.61%増)、EIB(同比 166.35%増)、NVB(同比 102.65%増)、VIB(同比 100.15%増)、TCB(同比 1223.55 増)、ACB(同比 59.84%増)、SHB(同比 69.69%増)だった。

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	VIB	TCB	VPB	LPB	HDB
規模													
資本金(10 億 ドン)	35,978	37,234	34,187	18,155	10,273	18,852	11,197	12,355	5,644	11,655	15,706	6,460	9,810
株主資本	54,067	63,765	48,986	29,601	16,031	23,236	14,868	14,251	8,788	26,931	29,696	9,383	11,287
総資産(10 億 ドン)	1,035,335	1,095,022	1,201,662	313,878	284,316	368,680	277,994	149,370	123,159	269,392	277,752	163,434	174,594
株主資本 / 総資産	5.22%	5.82%	4.08%	9.43%	5.64%	6.30%	5.35%	9.54%	7.14%	10.00%	10.69%	5.74%	6.46%
成長率													
資産	31.40%	15.44%	19.40%	22.48%	21.67%	11.04%	18.83%	15.97%	17.84%	14.46%	21.41%	15.20%	25.98%
貸付	17.93%	19.44%	19.66%	22.19%	21.49%	12.11%	20.79%	16.61%	32.71%	12.78%	26.26%	26.29%	27.09%
預金	19.99%	14.86%	18.42%	13.02%	16.59%	9.67%	17.70%	14.84%	15.38%	-1.43%	7.89%	15.58%	16.69%
普通預金	28.37%	15.34%	18.63%	30.11%	15.82%	13.87%	9.04%	13.30%	16.30%	22.36%	14.73%	28.39%	12.09%
貸付 / 預金 i	76.70%	105.09%	100.72%	83.65%	82.24%	69.70%	100.04%	86.20%	116.80%	94.08%	136.78%	78.44%	86.69%
資産質													
不良債権比 率	1.14%	1.14%	1.61%	1.20%	1.79%	4.67%	1.90%	2.27%	2.49%	1.61%	3.39%	1.07%	1.52%
VAMC へ売却 した不良債権 を含む不良債 権比率	1.14%	1.21%	2.71%	1.20%	1.79%	19.57%	4.75%	6.41%	3.49%	1.61%	5.07%	2.01%	2.63%
貸倒引当金 / 総負債残 高	1.49%	1.05%	1.28%	1.15%	0.93%	1.25%	1.38%	1.04%	1.18%	1.17%	1.72%	1.22%	1.11%
貸倒引当金 / 総不良債 権	131%	92%	79%	96%	52%	27%	73%	46%	48%	73%	51%	114%	73%
末金利 / 総貸付	1.11%	1.84%	1.11%	1.54%	1.80%	11.09%	4.22%	0.98%	1.41%	2.41%	2.09%	2.92%	3.27%
疑問資産	16,090	36,794	66,016	15,974	10,282	99,585	30,084	9,832	4,734	15,575	34,675	8,911	11,681
% 総資産	1.55%	3.36%	5.49%	5.09%	3.62%	27.01%	10.82%	6.58%	3.84%	5.78%	12.48%	5.45%	6.17%
% 株主資 本	29.76%	57.70%	134.77%	53.97%	64.14%	428.57%	202.34%	68.99%	53.88%	57.83%	116.77%	94.97%	79.15%
経営効果													
利息収入(%)	74.61%	83.00%	79.37%	80.90%	73.94%	61.04%	75.06%	69.69%	84.45%	54.64%	82.37%	102.58%	84.70%
サービス活動 から利息(10 億ドン)	17,536	17,550	23,716	7,868	5,222	2,335	3,974	1,622	1,767	11,646	16,131	2,282	3,434

前年同期比	17.46%	29.12%	40.27%	38.50%	81.01%	174.06%	61.65%	9.63%	35.05%	52.08%	57.49%	24.01%	60.39%
貸倒引当金コスト(10億ドン)	(6,198)	(8,344)	(14,915)	(3,252)	(2,565)	(846)	(2,035)	(605)	(361)	(3,609)	(8,001)	(514)	(1,017)
貸倒引当金コスト／貸倒引当金利益意	35.35%	47.54%	62.89%	41.33%	49.13%	36.23%	51.22%	37.27%	20.46%	30.99%	49.60%	22.52%	29.62%
税引後利益(10億ドン)	9,091	7,432	6,787	3,520	2,118	1,182	1,550	823	1,124	6,446	6,441	1,368	1,746
前年同期比	33.07%	8.69%	10.58%	20.87%	59.84%	1233.45%	69.69%	166.35%	100.15%	104.70%	63.68%	28.73%	136.59%
NIM (TTM)	2.49%	2.77%	2.91%	4.19%	3.47%	1.81%	2.12%	2.06%	3.12%	3.89%	8.72%	3.60%	4.09%
CIR	40.36%	46.20%	39.32%	43.26%	54.35%	73.00%	39.91%	57.63%	56.82%	28.75%	35.54%	55.21%	54.38%
ROA (TTM)	1.00%	0.73%	0.63%	1.22%	0.82%	0.34%	0.61%	0.59%	0.99%	2.55%	2.54%	0.90%	1.03%
ROE (TTM)	18.10%	12.02%	14.94%	12.42%	14.08%	5.20%	11.03%	5.94%	12.83%	27.71%	27.48%	15.45%	14.51%
EPS (VND/株)	2,527	1,996	1,985	1,797	2,062	627	1,384	666	1,992	7,504	4,426	1,979	1,966
簿価	14,584	17,046	13,444	15,516	15,604	12,326	13,278	11,535	15,568	23,106	18,907	14,525	14,348

(ソース: BSC research)

多くの銀行の2018年第1四半期税引前利益はよく成長した。税引前利益では、MBBは前年同期比44%増の1兆6,000億ドン、HDBは同比69%増の1兆500億ドン、OCBは同比155%増の6,000億ドンだった。また、EIBの2018年第1四半期税引前利益は6,000億ドンに達すと見込み、そのうち、STBにおける株式売出額は5,000億ドンを含んだ。TPBは同比148%増の5,130億ドン、VIBとLPBのそれぞれは同比218%、6%増の約5,000億ドンだった。

大望のある2018年経営計画。VIBの税引前利益は計画で前年比43%増の2兆50億ドン、社内目標で同比78%増の2兆5,000億ドンに達す。MBBの税引前利益成長目標は同比47%増の6兆8,000億ドンである。HDBの税引前利益成長目標は同比62%増の3兆9,210億ドンである。VPBの税引前利益成長目標は同比32%増の10兆8,000億ドンである。TCBの税引前利益成長目標は同比24%増の10兆ドンである。TPBの税引前利益成長目標は同比83.57%増の2兆2,000億ドンである。

銀行	2018年第1四半	前年比%	2018年税引前利益計画	前年比%
VCB			13,000	15%
CTG	3,086	21%	N/A	N/A
BID	N/A	N/A	9,300	7%
MBB	1,600	44%	6,800	47%
ACB	N/A	N/A	5,700	145%
STB	N/A	N/A	1,640	10%
VIB	500	218%	2,005	43%
TCB	N/A	N/A	10,000	24%

VPB	N/A	N/A	10,800	32%
HDB	1,050	69%	3,921	62%
LPB	500	6%	1,800	2%
TPB	513	148%	2,200	82%

(ソース: BSC research)

銀行の戦略株主についてストーリー。前回のレポートで述べたように、資本金の引上げは銀行にとって必要である。多くの銀行は第三者割当への新株を発行することを通じる資本金を引上げる。VCB は海外株主への新株発行を通じる資本金の引上げ計画を促進し続けている。BIDV は戦略株主を探している。

いくつかの銀行は今後上場する計画がある。これは TP バンク(資本金 5 兆 8,420 億ドン)、テクコムバンク(Techcombank、資本金 8 兆 8,790 億ドン)、OCB(資本金 4 兆ドン)、Maritimebank(資本金 11 兆 7,500 億ドン)、Seabank(資本金 5 兆 4,660 億ドン)、ABBank(資本金 5 兆 3,190 億ドン)、Saigonbank(資本金 3 兆 800 億ドン)、NamABank(資本金 3 兆 210 億ドン)、VietA Bank(資本金 3 兆 5,000 億ドン)だった。2018 年 4 月 19 日には、TPB はホーチミン証券取引所に 5 億 5,500 万株を 32,000VND/株(+20%)新規上場する。

投資観点

BSC は銀行株に対して、有望だと評価した。その理由は(1)経済成長でコア事業の業績が好調となり、融資事業以外の事業にはまだ成長の余地がある。(2)懸念のある金融機関の不良債権の処理が強化されている。銀行が徐々に健全化し、世界の基準に沿って運営する方向。(3)バーゼルⅡに沿って自己資本比率を引き上げたにより、市場指数構成のうちの銀行銘柄の割合が増した。(4)2018 年内に新規上場する予定の銀行が数多くある。

VCB – 保持

VCB は、事業の健全度、高利益性、と成長性で、BSC が選好した銘柄である。VCB が引き続き、大株主である GIC(シンガポール政府投資公社)とみずほ銀行に 10%の株を追加発行の計画を促進している。これが自己資本比率の引き上げで資金力の強化の狙いである。

- **コア事業成長率は良く上昇している。**貸付成長率が 17.93%となり、調達貸付の比率は低くて、2017 年に 78%となった。税引後利益は 32.02%増となり、そのうち融資事業及びサービス事業の収益がそれぞれ前年比 18%増、215増となり、不良債権の引当金を除いた収入が前年比 17%増となった。ROA と ROE は高い水準で留まり、それぞれ 1%及び 17.58%となった。
- **資産が健全な性質、不良債権の額が減少し続けている。**2017 年末時点での不良債権の割合は僅かの 1.14%、2016 年に VAMC の債権リスクに対して引当金を積立済みとなった。不良債権に対する引当金の割合は高くて 130.67%となった。
- **他の金融機関における保有株式の売出が完成する場合、MBB と EIB の時価を基づく 2018 年の収益は VCB の会長によると 1 兆ドン、税引前利益は 3 兆 8,480 億ドンに達すと見込みだ。**2018 年 3 ヶ月には、VCB は HVN の 760 万株を売出した、利

益が約 2,400 億ドンに達すと推定された。2018 年 4 月には、VCB は OCB の 700 万株を最低価格の 13,000VND/株で売出す計画がある。OTC 市場で OCB の現在株価は 23,000VND/株である。

- **2018 年の税引後利益は前年比 74%増の 15 兆 7,810 億ドンに達すと予測された。** そのうち、コア事業からの収益は前年比 35%増となり、資本回収及び不良債権の処理からの収益は 7 兆 5,320 億ドンに達す。2018 年の EPS は 4,392VND/株である。株主資本は 66 兆 3,380 億ドンとなり、簿価は 18,439VND/株であると予測された。

ACB – 買い – 目標価格 55,900VND/株, 時価より 20%上回り。

ACB は、コア事業の好調、資産の良好な性質で、我々の選好している銘柄である。

- G6 不良債権及び VAMC 社債の引当金繰入額が 2017 年に完了した。G6 不良債権及び VAMC 社債の引当金繰入額は 2 兆 5,690 億ドンであり、この金額は ACB の 2018 年財務諸表に出ない、2018 年の EPS は 2,605VND/株である。
- **G6 不良債権及び VAMC への売却不良債権が回収できれば他の収入を計上する可能性がある。**
- 資産の良好な性質、貸倒引当金費用は 2018 年から急減すると見込まれた。2017 年末時点での貸付残高は前年比 3%減の 1 兆 3,900 億ドンだった。不良債権の比率は 0.87%から 0.7%に減少した。ACB は VAMC 社債の処理を完了した。疑問資産は前年比 22%減の 10 兆 2,820 億ドンであり、他の銀行のより低くて株主資本の 64.14%を相当した。これは ACB の資産の良好な性質を示した。
- **2017 年の業績はよく成長した。**2017 年の貸付の残高は前年比 21.46%増の 198 兆ドンに達した。ACB の強みは小売事業であり、個人貸付及び他の貸付の比率は貸付ポートフォリオの 55%を占めている。引当金前純利益は前年比 81%増の 5 兆 2,220 億ドンに達した。2016 年の投資社債引当金費用を除くと、コア事業の成長率は前年比 31%上昇した。そのうち、利息収入は前年比 23%増となり、サービス収入は同比 26%増となり、投資証券取引からの収入は 3 倍となり、他の収入は 3 倍となった。
- **2018 年税引前利益の成長率は前年比 115%増加する計画。**貸付成長率の上限は 15%である。ACB の貸付成長率は健全な財務状況でこの上限より引上げることができます。預金成長率は前年比 185%増となり、総資産の成長率は同比 18%増となり、不良債権は 2%未満、税引前利益は前年比 115%増の 5 兆 6,990 億ドンに達す計画。
- BSC の予測によると、ACB の 2018 年税引後利益は前年比 105%増の 4 兆 3,430 億ドンに達す目標がある。2018 年末時点の株主資本は 20 兆 4,230 億ドンであり、簿価は 20,715VND/株である。
- 配当及び無償増資の比率は高い。定期株主総会では、ACB の 2017 年株式配当は 15%であり、2018 年株式配当は 30%であると配当計画を提出した。

MBB – 買い – 目標価格 40,200VND／株, 時価より 16%上回り

BSC は、調整 P/B の算定方法で MBB の目標価格が 40,200VND／株と算定し、この株の買い注文を推奨している。債権が健全な性質で、利益性が高く、その上に P/B は 2.27X になり他の銀行より割安になっている。そのため、MBB は中長期投資に適している銘柄である。

- **2017 年税引前利益は前年比 44%増となり、年間計画の 255を上回った。**これは MBB が 2011 年以降最も高い成長を達成した年である。貸付成長率は前年比 22.19%増の 184 兆ドンに達した。預金成長率は前年比 13.02%増の 220 兆ドンに達した。経常収益は前年比 41%増の 13 兆 8,670 億ドンに達した。利息収入は前年比 41%増の 11 兆 2,190 億ドンに達した。サービス利息収入は前年比 66%増の 1 兆 1,300 億ドンに達した。他の収入は 1 兆 1,090 億ドンに達した。
- **利益性がさらに高くなる。**NIM は 4.19%となり、他の上場銀行より高い。CIR は低くて、43.26%となり、他の上場銀行の平均レベルは 46.2%となる。ROA と ROE がそれぞれ 1.23%、12.53%になった。
- **不良債権の処理の強化。**2017 年には、MBB は VAMC 債券の引当金繰入の計上が完了した。VAMC(ベトナム資産管理会社)の債券の引当金繰入の総額 1 兆 3,220 億ドンは 2018 年以降 MBB の財務諸表に出ない。2017 年末時点の不良債権比率は安全的な水準で 1.54%だった。弊社の計算によると、疑問総資産は 15 兆 9,740 億ドン、株主資本の 53.97%を相当した。
- **2018 年経営計画。**MBB の 2018 年目標は、貸付成長率が 15%増加して、預金成長率が 11%増加して、不良債権比率は 1.5%未満となり、税引前利益連結は前年比 47%増の 6 兆 8,000 億ドンに達し、税引前利益単は同比 21%増の 6 兆 5,000 億ドンに達す。その時、2018 年の EPS は 2,716VND／株である。簿価は 17,490VND／株である。上記の計画は子会社、連結会社からの回収資本からの収入を含まない。
- **2018 年第 1 四半期の業績。**MBB の代表者によると、2018 年第 1 四半期には、MBB の税引前利益は前年同期比 44%増の 1 兆 6,000 億ドンに達した。
- **BSC の予測によると、2018 年税引後利益は前年比 48%増の 5 兆 1,650 億ドンに達す。**2018 年の EPS は 2,729VND／株である。2018 年の簿価は 17,490VND／株である。
- **配当及び無償増資の比率は高い。**2018 年第 2 四半期～第 3 四半期には、MBB は 2017 年残り分株式配当 5%及び無償増資 14%を支払う。2018 年配当目標は 11%である。
- **投資リスク。**PG バンクと合併したら、不良債権及び貸倒引当金費用が増加するだろう。

VPB – 保持

VPB は消費者金融分区に対すトップバンクであり、FECredit ブランドで市場シェアの 50% 以上のを占めています。この事業は税引前利益の 52%に寄与している事業である。

- 金融成長率は前年比 24%上昇し、そのうち貸付残高は前年比 26%増の 182 兆ドンだった。FEcredit の貸付残高は前年比 40%増の 45 兆ドンであり、貸付の総額の 25%に寄与した。
- 2017 年の税引後利益は前年比 63.68%増の 6 兆 4,410 億ドンに達した。そのうち、FEcredit は貸付残高の 25%だけ寄与したが、税引後利益の 52%に寄与した。引当金繰入前利益は前年比 57.49%増の 16 兆ドンに達した。原因は(1)利息収入は 36%増加した。(2)サービス活動収入は前年比 71%増の 15 億ドンに達した。(3)経営からの他の収入は同比 1085増の 25 兆ドンに達した。
- 上場銀行のうちに、VPB の利益性が最も高い。NIM(預貸金利ざや)は 2017 年末で 8.72%となった。FEcredit の消費金融事業も大きく寄与した。貿易貸付金利は 3-13.5%の辺りであり、消費貸付金利は 43.9%となった。FEcredit の貸付残高は貸付残高の総額の 25%だけ寄与したが、顧客貸付事業の利息収入の 42%に寄与した。2017 年の CIR が 35.54%と低い。そのために、ROA と ROE のそれぞれは 2.54%、27.48%と上げた。
- 2018 年の税引前利益は前年比 33%増の 10 兆 8,000 億ドンに達することを目標とする。2018 年の目標は、すべての主要事業の品質向上を維持し、技術インフラ及びリスク管理を完成することだ。VPB は規模成長率が 20~30%であり、効率成長率は 40~50 であることを目標とする。VPB の戦略事業は消費貸付(FECredit、個人顧客、貸付カード)、SMEs 貸付、マーケット貸付である。VPB はデジタルバンキングを更に強化し、2018 年 4 月に VPdirect ブランドの稼働を開始する予定。VPB は 2018 年には総資産成長率は 29%上昇し、貸付残高成長率は前年比 245%上昇し、不良債権の比率は 3%未満となり、税引前利益は前年比 33%増の 10 兆 8,000 億ドンに達することを目標とする。2018 年の EPS は 5,501VND/株であり、簿価は 24,408VND/株である。
- VPB は資本金を 27 兆 8,000 億ドンに引上げる計画。特に、VPB は株式配当及び無償増資(割当比率 67%)を実施し、第三者割当へ資本金の 15%を新株発行する予定。
- その他。VPB は、子会社を設立し、関連会社或いは金融機関を取得するか合併すると申請する計画。VPB も外国人投資家の保有率を 30%までに引上げる計画。
- リスク。同行の資産質に注意が必要であり、引当金費用が増加すると予想された。
 - (1) 不良債権比率は 3.39%と高い。VAMC へ売却した不良債権を含んだら、不良債権連結の比率は 5.07%となった。返済期限が過ぎた債務の割合は VPB 連結に対す 10.32%となり、VPB 単に対す 8.47%となり、FEcredit に対す 16.03%となっている。
 - (2) 不良債権及び返済期限が過ぎた債務の成長率は高くなっている。弊社の推定によると、2017 年返済期限が過ぎた債務の成長率は VPB に対す 5%増となり、FEcredit に対す 14.475%増となった。

- (3) 不良債権の引当率は 50.76%と低かった。VPB の不良債権の総額は 4 兆 VND、不良債権損失引当金は 2 兆 1,000 億ドンだった。FEcredit の返済期限が過ぎた債務の総額は 7 兆 2,000 億ドンであり、そのうち不良債権損失引当金は 1 兆 1,000 億ドンだった。

LPB - 買い - 目標価格 22,100VND/株, 時価より 47%上回り

2018 年 3 月 30 日の時点で、LPB の終値は 15,000VND/株であり、PB は 1.09xであり、他の上場銀行(PB2.54x)より低かった。BSC は、調整 P/B の算定方法で LPB の目標価格が 22,100VND/株と算定し、この株の買いを推奨している。そのために、2018 年 P/B は 1.4x である。現在、LPB は外国人投資家の保有限度を 5%に設定している。LPB は海外戦略パートナーへ残り保有率 25%を売却する予定。

- **貸付成長率は 2017 年に 26.29%上げた。貸付預金の割合は 785と低かった。LPB の貸付伸びる余地はまだある。**
- LPB の強さは普通預金が高い割合 (28.39%)を占めているということ、次いで MBB、VCB だった。
- **2017 年税引後利益は前年比 28.73%増の 1 兆 3,690 億ドンに達した。**
 - (1) 利徳収入は前年比 30%増の 5 兆 2,270 億ドンに達した。貸付成長率が同比 26.29%増となり、NIM は前年の 3.5%から 3.6%に僅かに増加したため。
 - (2) 2017 年には、有価証券の投資は利益の 3,700 億ドンを計上した。
 - (3) しかし、サービス活動からの収入は総収入の 1%のみ占め、前年比 15%減となった。
 - (4) CIR は 52.47%から 55.21%に増加した。
 - (5) 効率税率は 2016 年の 21%から 2017 年の 23%に上げた。
- **利益性が高くなり、増加している。不定期預金の割合 (CASA) が 28.39%と高いため NIM(預貸利ざ)が 3.6%と高い。ROA と ROE は 2 倍となり、それぞれ 0.95、15.45% だった。**
- 不良債権率が 1.07%と低く管理されており、VAMC の債権も含めば 2.01%になる。疑義のある資産は 8 兆 9,110 億 VND、株主資本の 94.97%に相当している。
- LPB が国内ネットワークが広く、各地区まで支店がある(VCB、BID の大手よりも支店数が多い)。今後、郵便局(2018 年の予定では 185 局)は、銀行支店として運営し、より良い銀行サービスを展開する。
- LPB は資本金を 7 兆 5,000 億 VND から 2019 年までに 10 兆 3,690 億 VND に引上げる計画がある。
- **リスク。**

- (1) 貸出全体のうち不動産と建設関係の割合が最も大きい(38%)。LPB が不動産企業関連の資産は 1 兆 1,600 億 VND まで上っている。このため、今後の貸倒リスクに対する引当費用が増加するだろう。
- (2) 国債金利と銀行間のレポレートが上昇し、国債の投資証券とレポ取引の収益が減少する。

CTG – 観察

2018 年第 1 四半期には、CTG の株価は 39%上がって、推奨価格 26,900VND/株を上回った。2018 年 3 月 30 日の時点で CTG の終値は 34,600VND/株である。PB は 2.03xだった。

- **税引後利益は前年比 8.69%増の 7 兆 4,320 億ドンに達した。**貸付残高は同比 19.44%増となり、預金残高は同比 14.86%増となった。2017 年末時点での貸預率は 105.09%と高い。外国人投資家の保有率は十分となったため、資本金を上げるににくい。そのために、CTG の貸付成長率は今後減速するだろう。2017 年には、税引後利益は前年比 8.69%増の 7 兆 4,020 億ドンに達した。BSC の予測によると、2018 年の税引後利益は前年比 13.05%増の 8 兆 4,020 億ドンに達し、2018 年の EPS は 1,870VND/株である。
- **利益性について。**2017 年には、NIM は 2.77%となり、ROA と ROE はそれぞれ 0.73%、12.02%だった。
- **債権の性質について。**不良債権は低く、1.4%に留まっており、VAMC の社債も含めば、1.21%になる。CTG は VAMC へ売却した不良債権を積極的に処理し、VAMC 債券の総額は 9 兆 1,560 億ドンから 2 兆 4,720 億ドンに下げた。不良債権の引当率は 92%となった。BSC の評価では、2018 年には、CTG は不良債権の処理を強化するだろう。疑問のある総資産は 36 兆 7,940 億ドンであり、総資産の 57.75%を占めている。そのうち、担保資産は 1,754 兆 4,270 億ドンとなった。
- **事業傾向。**
 - (1) 外国人投資家の保有率を上げる。現在、CTG の外国人投資家保有率は 30%と上限となった。
 - (2) 不良債権の処理を強化し、VAMC の債券引当金を計上。

BID – 観察

資産額、貸出規模、全国の支店数等において、BIDV はベトナム国内の最大銀行である。2018 年 3 月 30 日の時価は 43,400VND/株、P/B は 3.23X となった。

- **成長性について。**2017 年に、貸出残高と預金残高のそれぞれが 19.66%、18.42%増加した。CTG と同様に、2017 年末時点に貸預率は 100.72%と高い、CAR は 9%と低く、これで BIDV の貸付成長を減速するだろう。2017 年税引後利益は前年比 10.58%増の 6 兆 7,870 億 VND となった。2018 年には、BID は貸出残高と預金残高

のそれぞれが 17%、17%増加することを目標とする。また、2018 年度の税引前利益は前年度より 7%増の 9 兆 3,000 億 VND に達することを目標とする。

- **債権の性質について。**不良債権比率は 1.61%だが、VAMC の社債を含めば、2.71%になる。2018 年 3 月 30 日の時点で不良債権の引当率は 81%だった。BIDV の貸付先には大手企業も多くある。BSC の分析では、疑義ある債権の合計は 66 兆 610 億 VND であり、総資産の 134.77%を占めている。そのために、貸倒引当金が今後も増加するだろう。2018 年の課題は不良債権の処理であり、とりわけ議決とりわけ決議第 42 号の発効後には、これはさらに強化されるだろう。担保資産は 1,207 兆 1,900 億 VND であった。
- **利益性について。**2018 年 3 月 30 日の時点、NIM(預貸金利ざや)は 2.91%、ROA と ROE のそれぞれは 0.63%と 14.94%、上場銀行より低かった。

事業焦点: BIDV は(外資系の)戦略的なパートナーに株を発行よりの増資を計画している。これで、資産運営能力を強化し、会社の財務上の簿価を高め、成長性につながる。

HDBank – 観察

2018 年 3 月 30 日に HDB の時価が 45,900VND/株、P/B は 3.2X となった。

- **規模の拡大について。**2017 年末に資本金は 9 兆 8,100 億 VND であった。2017 年に HDB は 7300 万株を無償割当発行、9,810 万株を 32,000VND/株で公募発行した。これで HDB の CAR(Capital Adequacy Ratio)は 14.4%になり、株の簿価は 16,000VND/株となった。BSC の分析では、HDB の 2017 年の株西資本金は 14 兆 3,200 億 VND となり、2018 年末には 16 兆 7,040 億 VND、株の簿価は 19,833VND/株となった。
- **貸付成長率は前年比 27.09%増の 1,040 兆 VND だった。**個人貸付の成長率は債務残高の 45.35%を占め、前年比 29%増となった。金融機関貸付の成長率は債務残高の 54.65%を占め、前年比 26%増となった。HDSaison の貸付規模はかなり小さいですから、銀行の総貸付残高の 9%に寄与した。
- **HDSaison は、HDBank の子会社として、消費ローン市場の 12.15%を占めており、国内第 3 位となって、主な対象はバイク・ローンである。**2013 年~2016 年の貸付成長率は 73%、2017 年には 18%となった。2017 年に、HDSaison の NII は 2 兆 820 億 VND となり(HDB の連結の 43%を占めている)。
- **税引後利益は前年比 136.61%増の 1 兆 7,460 億ドンに達した。**そのうち、利億収入は前年比 36%増の 6 兆 3,470 億ドンに達した。サービス活動からの収入は同比 66%増の 1,960 億ドンに達した。有価証券の売買からの収入は同比 3 倍となり 4,850 億ドンに達した。活動費用は同比 24%増となり、CIR は 54.39%となった。税引前利益は同比 62.26%増の 3 兆 9,210 億ドンに達す目標がある。
- **債権の性質について。**第2類の債権は 1 兆 8,100 億 VND、不良債権は 1 兆 5,830 億 VND、そのうち HDSaison の分は 5,420 億 VND(不良債権比率は 5.7%)となった。貸倒引当金/不良債権の比率は平均水準で留まり、2017 年に 73%となった。

VAMC 債券の額は 9,630 億ドンであり、社債の額は 3,000 億ドンであり、未収金の費用・利益は 3 兆 4,160 億ドンである。他の資産は 7 兆 5,770 億ドンだった。疑問のある資産は 11 兆 730 億ドンであり、株主資本の 75.02%を占めている。

STB - 観察

2018 年 3 月 30 日に、STB の時価は 15,550VND/株、P/B が 1.2X だった。

- **規模が大きい。** STB は、リテール・バンキングにおいて、ベトナム国内の大手商業銀行である。MBB、ACB、SHB、EIB、TCB、VPB、HDB、LPB 等の銀行よりも規模が大きい。2017 年に、資本金は 18 兆 8,520 億 VND、貸出残高は 223 兆 VND、預金残高は 320 兆 VND だった。
- **成長性について。** 2017 年の貸出残高と預金残高のはそれぞれ 12.11%と 13.87%と伸びた。NIM (預貸金利ざや) が高く、貸出事業が順序に成長し、営業利益は 174.06%増の 2 兆 3,350 億 VND となっており、STB の不良債権の処理等には有利となる。
- **2017 年の不良債権の処理の強化**
 - **STB の債権処理の提案は 2017 年 5 月に中央銀行より承認された。** この提案により、2016 年末に、不良債権 13 兆 VND、VAMC 社債 37 兆 VND、棚上げしている未収利息 21 兆 VND、担保資産 9 兆 5,000 億 VND、6 兆 VND の債務の株式化を計上した。また、疑義ある債権は 86 兆 VND。中央銀行はこれらの債権の処理期間を 10 年以内と定めたが、経営陣は 3 年～5 年と予定している。
 - **不良債権の処理。** Dương Công Minh 会長によれば、2017 年末に STB が 19 兆 VND の不良債権の処理、15 兆 VND の債務の株式化、2 兆 8,000 億 VND の担保資産の履行、VAMC に 2 兆 6,000 億 VND の不良債権の売却、未収金と不良債権よりの 14 兆 2,000 億 VND の回収できた。

銘柄	2018 年の 税引 後利	前年比	EPS 2018F	簿価	ROA 2018	ROE 2018	P/B	2018 年 3 月 30 日の	目標価 格
VCB			4,392	18,439	1.45%	26.21%	3.82	70,500	N/A
ACB	4,343	105.20%	4,354	20,715	1.39%	23.82%	2.25	46,700	55,900
MBB	5,165	47.99%	2,729	17,490	1.58%	17.24%	1.98	34,700	40,200
LPB	1,536	12.25%	2,278	15,803	0.88%	15.68%	0.95	15,000	22,100
VPB	8,640	34.14%	5,501	24,408	2.71%	26.09%	2.64	64,500	N/A
CTG	8,402	13.05%	1,870	19,003	0.71%	12.49%	1.82	34,600	N/A
HDB	3,137	60.53%	3,198	18,239	1.49%	19.21%	2.52	45,900	N/A
STB	1,212	21.20%	571	13,454	0.31%	5.10%	1.15	15,500	N/A

(ソース: BSC research)

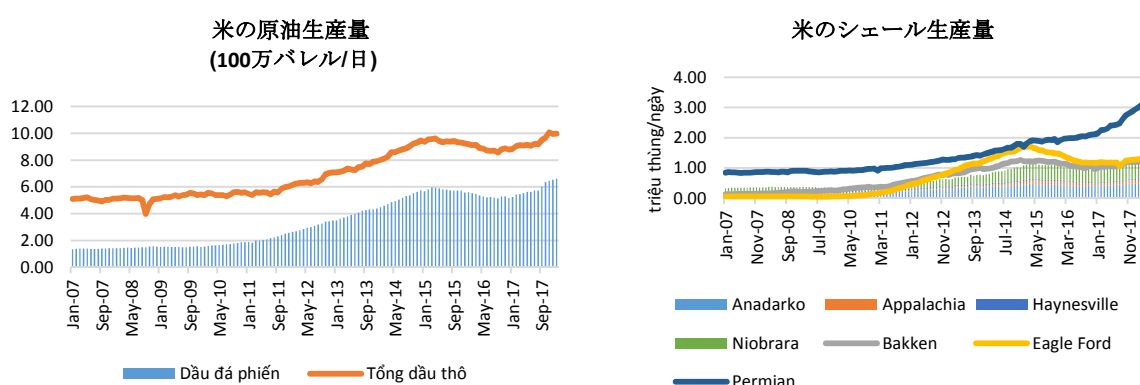
石油・ガス業〔有望〕

- 中東の政治的緊張が原油価格を引き上げた。
- シェールオイルの流行は永遠に続くことはない
- Cá Tầm, Sao Vàng Đại Nguyệt, Lọc dầu Long Sơn などの国内石油案件は始まった。

近い将来石油価格に大きな影響を及ぼす可能性がある問題のいくつかは以下の通りである。

米国とイランとの間に政治的緊張。イランは OPEC の 3 番目に大きな石油生産国であり、2017 年の生産量は 381 万バレル／日 (OPEC の総生産量の 12% を占め) に達した。イランの石油産業は、イランの核技術に対する財源を失うことを目的とした国際禁輸により、2012 年 7 月から 2016 年 1 月に中断された。

シェールオイルの流行は永遠に続くことはない。2018 年 1 月には、EIA によると、米の原油量は 996 万バレル／日であり、そのうちシェールオイルの生産量は 662 万バレル／日 (総生産の 66% を占め) である。シェール油田開拓エリアでは、Bakken, Eagle Ford と Permian は生産量が最大がある油田であり、それぞれ 18%、19%、44% を占めている。しかし、Bakken 及び Eagle Ford での生産量は縮小傾向があり、成長は主に Permian 油田から来ている。



(ソース: EIA)

Post Carbon の現地調査によると、各シェール油田の生産量は普通に最初の 3 年間で 70 ~90% に削減され、新油田を年刊追加しなければ全域における年間 20~40% 削減される。また、各油田は異なり、良い埋蔵量の面積は総面積の 20% だけ占める。

国内石油・ガス案件からの楽観的な兆し。Cá Tầm, Sao Vàng Đại Nguyệt, Lọc dầu Long Sơn などの国内石油案件は 2018 年に始まった。Ca Rong Do 案件は南シナ海の政治的な緊張により延期された。これは PVS、PVD、PVB にマイナス影響している。

投資観点

原油価格の回復と PVN の経営陣の再構成で業種の効率改善や停滞した案件が促進される期待感から、BSCは引き続き、2018年の石油・ガスに対して有望だと評価している。2018年の注目銘柄は GAS, PVD, PVS, PXS, PVB, BSR, PLX, OIL となった。

GAS – 目標価格 133,670VND/株

2017年には、売上高は前年比9.22%増の64兆5,220億ドン、税引後利益は同比38.56%増の9兆9,380億ドン、EPSは4,994VND/株だった。2017年の業績は大幅に改善された。原因は2017年の平均原油価格が前年より21%増の54.5ドル/バレルであり、2014年～2017年の期間におけるCuu Long油田の運送コストの収入差額の1兆2,090億ドンを計上したためだ。

BSCの予測によると、2018年の収入は前年比9%増の70兆3,290億ドン、税引後利益は同比8%増の10兆7,350億ドン、2018年のEPSは5,347VND/株である。

BSCの評価では、原油価格の上昇傾向と共に2018年第1四半期の平均原油価格は66ドル/バレルであることで、GASの2018年展望は明るいだろう。また、PVNが2018年と2019年におけるGASの株式保有率を95.76%から65%に低下するのは投資家の関心を誘致している。

PVS – 目標価格 23,155VND/株

PVSの業績はあまり改善されなかった。PVSの連結財務諸表によると、PVSの売上高は前年より10%減の16兆8,120億ドン、売上総利益率は2016年の4.19%より4.81%となった。2017年の税引後利益は前年比14%減の7,815億4,000万ドン、親社株主利益は同比23%減の8,004億6,000万ドン、2017年のEPSは1,608VND/株だった。

BSCの予測によると、2018年の売上高は前年より1.35%増の17兆390億ドン、親社株主利益は同比12.2%増の8,980億ドン、2018年のEPSは1,809VND/株である。2018年3月27日の終値は21,600VND/株、2018年のPEは11.94xと相当する。2018年にCa Rong Do案件からの収入を除くと、PVSの2018年親株主利益は7,910億ドン、2018年PEは13.56xだった。

PVSは2018年に新株の1億4,294万4,134株を発行し、そのうち株式配当の割合は7% (3,126万9,029株と相当)であり、Ca Rong Do案件に1兆1167億5,000万ドンを投資するために有償増資により新株の1億1,167万5,105株(発行価格が10000VND/株)を発行する計画。現在、この計画はPVNに提出された。

PVD – 観察

PVDは2018年に困難を引き続き直面すると予測された。現在、第1基、2基、3基、6基の掘削リグは稼動しており、リース料金は約55,000ドル/日、損益分岐点より下回っている。第5基はCa Rong Do案件を待機している、損益分岐点は80,000～90,000ドル/日である。

BSCの予測によると、PVDの2018年利益は3,220億ドンの赤字となるだろう。2018年の繰り入れ額は1,000億ドンとなるだろう。

PVB – 目標価格 19,600VND／株

PVBのコア事業は利益を計上し始めている。2018年には、PVBの収入は2,870億ドン、税引後利益は280億ドンに達すことを目標とする。BSCの評価では、PVBのコア事業は改善できる、コーティング事業の2018年収入は前年の73億7,000万ドンより2,400億ドンに達すと見込まれた。他の収入は錆び防止案件からの500億ドンであると見込まれた。

コーティング事業の収入はCa Rong Do案件(2018年第4四半期に実施される予定)からの収入を含むとご注意しております。Ca Rong Do案件の収入(約800億ドン)を除くと、2018年の収入は2,070億ドン、税引後利益は200億ドン、2018年のEPSは935VND／株、簿価は19,639VND／株であるだろう。

PXS – 観察

2018年4月3日には、PXSはLong Son製油所案件のEPC契約について発表した。それによると、PXSの初請負パッケージはPoscoとの連携で、総額が5億USDであり、そのうちPXSの請負額は1億1,000万USD(2兆5,000億VNDに相当)となっている。PXSは一部の収入を2018年末から計上する予定。

2018年第1四半期の業績はあまり改善されなかった。売上高は186億2,000万ドン、2017年の3,436億3,000万ドンより急減した。2018年第2四半期には、PXSの貸倒引当金は212億6,000万ドンであることから、2018年第2四半期の業績は小幅改善されるだろう。

BSR – 保持

2017年及び2018年第1四半期の業績はあまり改善されなかった。2017年財務諸表のデータによると、収入及び税引後利益はそれぞれ前年比10%増の81兆2,150億ドン、同比72%増の7兆7,120億ドンに達した。2018年第1四半期末には、消費総量は170万t、総収入と税引後利益はそれぞれ前年同期比14%増の24兆910億ドン。同比35%減の1兆2,930億ドンに達した。原因はガソリンのクラックスプレッドが急減したことで、DOとJA1のクラックスプレッドの増加は相殺することができなかったため。シンガポール市場においてA95のクラックスプレッドは2017年第1四半期の12.95ドル／バレルから2018年第1四半期の10.63ドル／バレルに下落した。そのうち、DOのクラックスプレッドは10.31ドル／バレルから11.45ドル／バレルに上げ、JA1のクラックスプレッドは9.45ドル／バレルから10.45ドル／バレルに上げた。

2018年の業績計画。BSRは消費量が630万t、収入は前年比3.5%減の78兆3,650億ドン、税引前利益は同比54%減の3兆7,060億ドンを目指す。

2018年業績の予測。BSCの予測では、2018年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比33%増の108兆4,070億ドン、同比3.3%減の7兆4,560億ドンに達す。

- (1) 生産量及び消費量は完成品の700万tに達する。
- (2) 生産能力は109%となる。
- (3) ブルームバーグの主要機関からの予測データによると原油価格は引き続き上げ、平均価格が65ドル／バレルであると見込まれた。

- (4) ガソリンと DO のクラックスプレッドはそれぞれ 10.46 ドル／バレル、11.44 ドル／バレルとなる。

戦略パートナー。BSR が戦略パートナーへの資本金の 49%を売却する提案が承認された。それによると、国営は BSR における保有率 43%を保持する。BSR の代表者によると、Petrolimex は BSR との長期契約を締結した、また同社も BSR の今後戦略的な株主になる意向を示した。また、インド系 Nation Indian Oil Corporation も BSR の今後戦略的な株主になる意向を示した。

OIL - 観察

2017 年の業績。売上高及び税引後利益のそれぞれは前年比 52%増の 59 兆 7,420 億ドン、同比 14.2%減の 4,885 億ドンに達した。2017 年の EPS は 414VND／株であると相当した。2017 年の収入と利益は原油価格の回復で小幅改善された。PVOIL の平均ガソリン販売価格は 2017 年に 2016 年より 12~14%に上げた。

2018 年 4 ヶ月の業績。収入(連結)は 16 兆 5,000 億ドン、年間計画の 40%を完成した。税引前利益(連結)は 2,150 億ドン、年間計画の 63%を完成した。石油・ガスの販売量は 106 万m³、年間計画の 34%を完成した。

石油事業の成長潜在は多くなる。

- (1) 石油製品の消費は 2020 年までに 3.5%から 5.5%に伸びし続けると予測されています。
- (2) PVOil には、特に小型ガソリン店の M&A 戦略を通じて、成長率の余地が大きく残っているため。

PVOil は戦略パートナーへ資本金の 44.7%を売却する計画がある。これは Shell, Idemitsu, Kuwait Petroleum Europe B.V, SK Energy, Usami Koyu, Sam Holdings, Sovico Holdings などの多くの投資家を誘致している。原油事業の運動・経営について経験を経ている戦略パートナーの参加は PVOil の稼働効果を改善されるだろう。また、ベトジェットエア株式会社と協力している SOVICO は融資やジェット燃料部門の開発について PVOil を支援することができます。

2018 年業績の予測。BSC の予測によると、2018 年の売上高は前年比 11%増の 66 兆 2,670 億ドン、税引後利益は同比 19.3%増の 5,100 億ドンに達します。2018 年の EPS は 493VND／株であり、PEfw は 41.5xである。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2018 年 3 月 30 日の終値	目標価格
GAS	70,329	10,735	5,347	24.57	5.95	24.72%	131,400	133,670
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.56	N/A	19,100	N/A
PVS	17,039	879	1,809	11.66	0.81	6.78%	21,100	23,155
BSR	108,407	7,456	2,405	11.06	2.26	20.72%	26,600	N/A

OIL	66,267	510	493	41.5	1.88	4.5%	20,500	N/A
------------	--------	-----	-----	------	------	------	--------	-----

建設業 [有望]

- 上場企業の2017年業績は不動産市場の流動性が活発になったことで、好調になった。
- 建設企業の売上総利益率は減少している。原因は(1)競争性が激しくなっている、(2)2017年の建設用原材料は急増したため。
- 2018年に建設業の成長はよく成長しているが、成長率が段々減少するだろう。

上場企業の 2017 年業績は不動産市場の流動性が活発になったことで、大幅に成長した。2017 年には、108 上場企業の総収入は前年比 8.5%増の 112 兆ドン、総税引後利益は同比 41.7%増の 7 兆 4,100 億ドンとなった。各企業の業績は明暗で分かれた。108 上場企業の 49 上場企業の利益は前年比増加した、そのうち CII と VCG の利益はそれぞれ 1 兆 6,000 億ドン、7,130 億ドンとなった。CII と VCG を除くと、建設業の利益は前年比 20.5%増の 5 兆 8,000 億ドンに達した、そのうち HBC、CTD などの大手な企業は良い成長を維持している。不動産在庫の総額は前年同期比 17%減の 25 兆 7,000 億ドンだった。

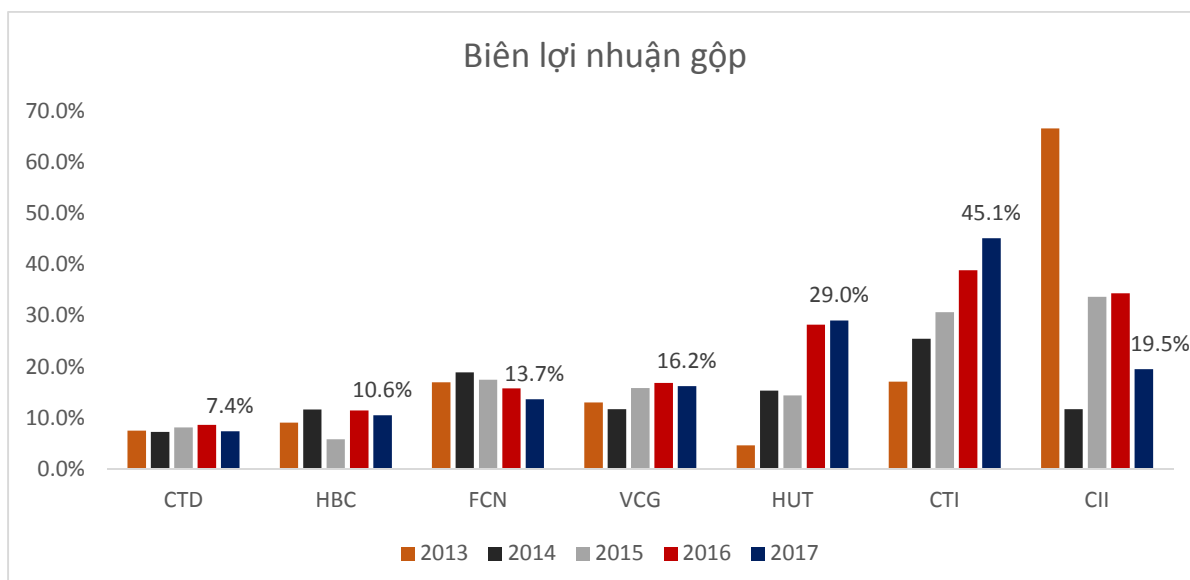
	2017 年 の収入 (10 億ド ン)	2016 年 の収入 (10 億ド ン)	% YoY	2017 年 の税引後利 益 (10 億ドン)	2016 年 の税引 後利益 (10 億ド ン))	% YoY
CTD	27,153	20,783	31%	1,653	1,422	16%
HBC	16,035	10,766	49%	860	567.0	52%
FCN	2,320	2,108	10%	170	155	9%
VCG	10,898	8,548	27%	1,341	500	168%
HUT	2,178	2,786	-22%	305	403	-24%
CTI	1,100	1,027	7%	150	108	39%
CII	2,041	1,211	69%	1,514	838	81%

(ソース: Fiin Pro, BSC research)

建設企業の売上総利益率は減速している傾向がある。原因は以下の通りである。

- (1) 競争性が激しくなっている。
- (2) 2017 年建設用原材料の価格は急増していることから影響された。

弊社は(1)時価総額、(2)売上と利益という指標を基づく選ぶ企業 7 うちの 5 社の 2017 年売上総利益率は前年同期比減少して、CTD、HBC などの大手な企業の 2 社は減少した。売上総利益率の増減は(1)競争性、(2)原材料価格という 2 要素を依存すると考えております。



(ソース: BSC research)

2018 年には、建設業は大幅に引き続き成長しているが、減速している傾向がある。原因は不動産業の成長率は減速しているため。しかし、工業・インフラ用建設業は(1)インフラ案件の出資はより速くなる。(2)FDI 額の成長は好調ということのおかげでプラスになる。

投資観点

BSC が建設業に対して、有望だと評価した理由は(1)2018 年の民間インフラ工事の受注契約数が堅調(2)長期的にインフラ建設の需要が安定(3)2018 年の FDI 額が急増化する見通し。ブルムバーグ詩によれば、ベトナムの建設企業の P/E は 8.0xになっており、VN インデックスのxxよりも魅力的である。建設大手 CTD と HBC の購入を推奨しております。FCN を観察するべきだ。

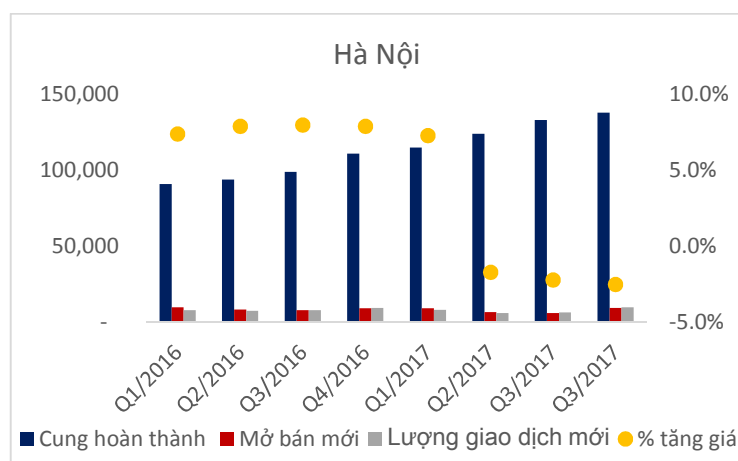
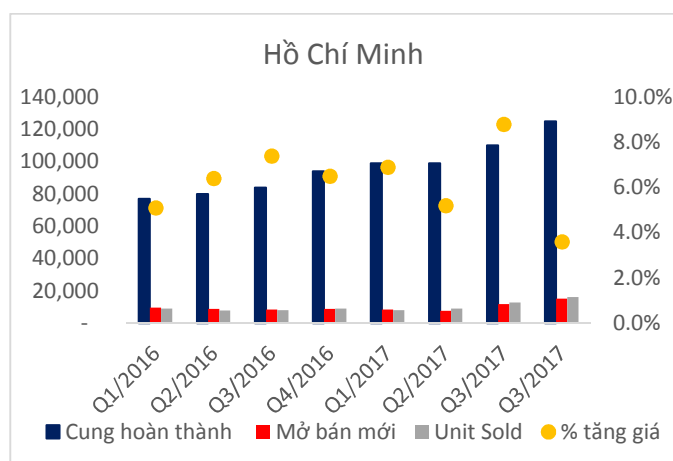
銘柄	2018 年の収入	2018			PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2018 年 3 月 30 日の終値	目標価格
		年の税引後利益	2018 年の EPS	2018 年の EPS					
CTD	33,485	1,898	21,651	7.3	1.68	N/A	157,900	222,700	
HBC	19,283	1,004	7,206	6.2	2.51		44,600	64,400	
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1.00	N/A	21,250	N/A	

(ソース: BSC research)

不動産業[有望]

- 2017年の引き渡し物件はホーチミン市に前年より36%増加するが、ハノイ市に前日より8%減少した。
- 各企業の業績は好調に成長した。
- 2018年～2019年の期間における企業の業績は非常に大きく成長するだろう。
- しかし、多くの案件は2018年に展開されるので、中間層セグメントの競争性は激しくなるだろう。

取引物件はホーチミン市に活発になるが、ハノイにより静かです。JLL のデータによると、ホーチミン市では、取引物件は前年比 36%増の 46,222 戸となったが、ハノイ市では取引物件は前年比 8%減の 30,589 戸となった。そのうち、ホーチミン市場では、2017 年第 4 四半期に取引物件は前年同期比 78%増の 16,181 戸だった。2017 年の引き渡し物件は前年同期比増加した、そのうち、ホーチミン市での引き渡し物件は前年同期比 33%増の 125,000 戸であり、ハノイ市での引き渡し物件は前年同期比 24%増の 138,000 戸であった。



(ソース: JLL, BSC research)

殆どの不動産企業の業績は好調になった。弊社の統計によると、2017 年の不動産企業の総売上は前年比 41.3%増の 150 兆 8,000 億ドン、税引後利益は同比 47%増の 11 兆 8,000 億ドンに達した。2017 年の税引後利益は売上の成長と相当する成長を反映した。不動産業の明暗は狭く分かれている、不動産業 70 社のうち 47 社の業績は好調になった。税引後利益が最も上昇したのは VIC, DXG, KDH, KBC, NLG, PDR, QCG だった。

銘柄	2017 年の売上 (10 億ドン)	2016 年の売上 (10 億ドン)	% YoY	2017 年の税引後利益	2016 年の税引後利益	% YoY	在庫	前受金額	前受金額 / 在庫

			(10 億ド ン)	(10 億ド ン)					
VIC	90,491	57,614	57%	4,586	2,440	88%	52,333.3	60,858.1	116%
NVL	3,055	3,932	-22%	502	372	35%	26,886.3	8,848.3	32.9%
KDH	3,055	3,932	-22%	502	371.8	35%	4,509.6	987.7	22%
PDR	1,327	1,497	-11%	440	243	81%	7,480.6	860.7	12%
KBC	1,260	1,972	-36%	585	557	5%	4,483.0	802.0	18%
DXG	2,879	2,507	15%	751	537	40%	884.8	527.9	60%
NLG	3,161	2,534	25%	535	345	55%	3,822.0	884.2	23%
DIG	1,594	1,152	38%	196	58	236%	3,032.0	665.2	22%
HDG	2,268	1,988	14%	198	236	-16%	2,599.7	1,840.6	71%
SCR	1,825	775	136%	229	174	32%	2,606.3	2,628.8	101%
TDH	1,840	1,060	74%	131	108	21%	268.5	25.0	9%
ITC	599	279	115%	80	29	177%	2,703.7	288.3	11%

(ソース: BCTC, BSC research)

2018 年～2019 年の期間における企業の業績は大きく成長する。JLL の統計によると、2018 年の引渡し物件は前年比 27.9% 増となる。そのために、2018 年の不動産企業の業績は土地価格が上昇傾向があることで、引き続き改善されるだろう。

しかし、中間層向け不動産の競争は 2018 年に多くの大手案件が展開されることで、より激しくなる。直ぐに展開されるいくつかの案件は Vincy (約 9,000 万 m²), Gem Riverside, Opal Premium (DXG), Centrosa Garden (HDG), Waterpoint (NLG), Sapphier, Corona City, KDC Tân Tạo, Phong Phú 2 (KDH), Sun Avenue Residence, Sunrise Cityview, Riverside (NVL) である。

投資観点

弊社は 2018 年に不動産事業に対して有望的だと評価しております。2017 年～2018 年は売上計上時期であって、現在の物件販売進捗が順序であり、業績も改善されるだろう。BSC の推奨銘柄は VIC, KDH, DXG, NLG, HDG, SCR である。

2018 年業績の更新

DXG: 目標価格 40,000 VND/株 - 観察

DXG の 2018 年計画では、売上は前年比 74% 増の 5 兆 VND、税引後利益は同比 42% 増の 1 兆 678 億ドンである。2018 年の業績は大幅に改善できる理由は (1) Opal Riverside, Lux Garden, Opal Garden, Lux Riverview, Opal Skyview の 5 つの案件の引渡し及び連結会社である LDG からの利益を計上である。2018 年第 2 四半期には、DXG は重要な案件 Gem Riverside の 3,175 戸を販売する予定、平均販売価格は 3,800 万 VND/m² である。弊社の推定によると、2019 年～2021 年の期間における DXG はこの案件から収入の 10 兆 1,750 億ドンを計上するだろう。2017 年の株式配当率は 13% であり、2018 年の株式配当率は 10% である。

HDG-目標価格 65,200VND/株 - upside 26%

HDG は有名な不動産・建設企業であり、代表的な案件は Ha Do Centrosa、Su Van Hanh、Dragon city 等である。2018 年には、Centrosa 案件の売上の 2 兆 4,000 億ドンを計上することで HDG の売上は前年比 65%増の 3 兆 7,350 億ドン、売上総利益率が 30~40%に達すと見込まれた。建設事業の売上は前年比 15%増の 6,690 億ドンに達す。また、水力発電事業の売上は前年比 8.1%増の 3,500 億ドンに達す。2018 年の親会社株主利益は前年比 103%増の 4,014 億ドンに達すと見込まれた。2018 年の EPS は 5,285VND/株である。

HDG の長期見通しは以下の要素から来る。

- (1) 新不動産案件: Dich Vong 新都市区(トゥリム都市開発株式会社と努力している)、An Khanh-An Thuong 案件、Nha Trang 市での Bao Khanh 案件、ラオスで Nam-pong 案件である。
- (2) 第 4 Song Tranh 水力発電所(発電能力 48MW)は 2020 年に稼働する予定。また、太陽光発電案件には、Hong Phong-Binh Thuan 太陽光発電所案件: 発電能力 48MW、電力販売値: 9.35 cent/kw である。

NLG - 目標価格 42,200 - Upside 14.3%.

NLG は国内の最も広い土地を所有し、現在 485 ヘクタール土地の展開を予定している。NLG のセグメントが多様で、市場の需要と合わせることもできる、例えば: (1) Ehome は中低所得向け (2) Flora は中間所得向け (3) Valora-Villas は高所得向け。2018 年に、他の案件を再評価し、NLG は Nguyen Son 案件と同様に、出資率を 100%から 50%に引下げ、他のパートナーと連携する予定。BSC の分析では、各案件の再評価額は約 9,000 億 VND、そのうち、2,000~3,000 億 VND は 2018 年の収益に計上できる。

2018 年の売上に計上できる他の案件は (1) Camelia Garden (2) Fuji Residence (3) Kikyo Residence (4) Dalia Garden (5) Mizuki Park & Nguyen Son (6) Hoang Nam (7) Thao Nguyen。BSC の予測では、2017 年の Hoang Nam 案件の売上で、2018 年に 4 兆 3,840 億 VND 収益計上ができ(前年より 27%増)、税引後利益は 6,150 億 VND(前年より 20.5%増)、EPS は 3,253VND(仮に 31 百万株が発行できる)となる。

KBC-目標価格 19,341VND/株 - upside 45%

BSC の評価では、2018 年の売上は前年比 80.38%増の 2 兆 2,730 億ドンに達す。そのうち、工業団地事業の売上は前年比 84.6%増の 1 兆 3,220 億ドン、売上総利益率は 59%に達す。不動産譲渡の売上は前年比 133.6%増の 5,440 億ドン、売上総利益率は 65%になるだろう。さびース事業の売上は前年比 50.4%増の 2,060 億ドン、売上総利益率は 70%に達す。工場販売・賃貸事業の売上は前年比 15.2%増の 2,000 億ドン、売上総利益率は 36%に達す。税引後利益は前年比 29%増の 7,960 億ドンに達す。親会社株主利益は前年比 13%増の 6,610 億ドンに達す。

弊社は KBC に対して有望的だと評価しております。

NVL: 観察

NVL の 2018 年計画では、売上は前年比 83%増の 21 兆 2,400 億ドン、税引後利益は同比 29%増の 2 兆 6,500 億ドンに達す。配当予定は 20%である。

PDR: 観察

PDR の 2018 年計画では、売上及び税引後利益はそれぞれ前年比 51%増の 2 兆ドン、同比 45%増の 6,400 億ドンに達す。そのうち、2018 年の収入は以下の案件から来る。

- (1) Everich Infinity 案件: 販売成長率は 97%に達し、2016 年 11 月から引き渡を開始し、2017 年から利用できた。
- (2) Bau Ca 案件: 取得進捗の 80%が完成、2018 年第 2 四半期にインフラ建設進捗が完成する予定。
- (3) The Millennium 案件: 2018 年 6 月に引き渡す予定。この案件からの収入は 5,000 億ドンに達すと見込まれた。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2018 年 3 月 30 日の終値
DXG	6,153	1,119	3,717	9.8	1.86	36,400	40,000
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.59	36,900	42,200
KBC	2,273	796	1,407	9.5	0.75	13,350	19,300
HDG	3,736	747	5,850	9.7	2.6	49,000	62,500
DIG	3,351	313	1,312	19.6	2.03	25,700	36,600

(ソース: BSC research)

IT 業[有望]

- ソフトウェアのアウトソーシング長率の余地が大きく残っている。
- モビフォン通信総会社 (mobifone) の株式化はまもなく実施しない可能性がある。
- 2018 年第 1 四半期の業績は大幅に改善した。

ソフトウェアのアウトソーシング長率の余地が大きく残っている。2017 年には、IT 業の総収入は前年比 13%増の 170 兆 VND、そのうち IT 輸出額は前年比 14.45%増の 155 兆 VND、ソフトウェア輸出額は 58 兆 VND に達した。しかし、ベトナムのソフトウェア輸出はソフトウェアのアウトソーシングだけ集中している。研究活動は小規模、能力が十分ではないだろう。

2018 年の株式会社化の企業。2017 年～2020 年に株式会社化の企業に関する文書第 991 号/TTg-DMDN によれば、2018 年内に情報通信省は MobiFone と総合通信公社の株式会社化を施行する。しかし、モビフォンは、AVG の株式 95%を購入契約を監査する過程にあることから、株式化が延長する可能性がある。

投資観点

BSC は、2018 年に引き続き IT 産業—通信業に対して、有望だと評価している。FPT、CMG を有望視している。

FPT -目標価格 68,700VND/株

2018 年には、FPT の売上は前年比 11%増の 21 兆 9,000 億ドン、税引前利益は同比 18%増の 3 兆 4,840 億ドンに達す。そのうち、成長は主にテクノロジー事業から来る。テクノロジー事業の税引前利益は前年比 29%増の 1 兆 4,600 億ドン、税引後利益は 3 兆 420 億ドン、親会社株主利益は 2 兆 4,390 億ドンに達す。2018 年の EPS は 4,593VND/株である。

2018 年第 1 四半期の業績は好調。売上の成長率は 18%増となり、利益の成長率は 30%増となった。

2017 年には、現金配当率は 25%であり、株式配当率は 15%である。2018 年には、現金配当率は 20%である予定。

CMG -目標価格 37,800VND/株

2017 年/2018 年の税引後利益は前年同期比 45%増の 2,105 億 5,000 万 VND、EPS は 2,988VND (福利厚生積立後)。2017 年/2018 年に CMG の事業運営は好調だが、まだ大幅な成長がなかった。CMG の売上総利益率は通信とシステム・インテグレーションで改善されつつある。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2018 年 3 月 30 日の終値	銘柄
FPT	22,095	3,042	4,593	13.21	2.37	22.41%	60,700	68,700
CMG	5,008	211	2,988	10.58	1.99	20.05%	31,600	37,825

電力業[有望]

- 商業用電気生産量は前年同期比 10.7%増の 423 億 kWh に達した。
- 2017 年 10 ヶ月における EVN の平均電気買値は 6%増となった。
- 水力発電の収入は大幅に改善し、火力発電は困難を直面した。
- 2018 年第 2 四半期に電気生産量は前年同期比 10%増となった。

2018 年第 1 四半期には、商業用電気生産量は前年同期比 10.7%増の 423 億 kWh に達した。

2017 年 10 ヶ月における EVN の平均電気買値は前年同期比 6%増の 1,259VND/kWh である。

2017 年の業績。水力発電所の 2017 年業績は 2016 年より大幅に改善された。一方、石炭火力発電所及びガス火力発電所は、発電力が減少して、業績は為替レートの変動によりあまり改善されなかった。

2017 年の業績

銘柄	2017 年の売上高 (10 億ドン)	%YoY	2017 年の売上総 利益率	2016 年の売上総 利益率	2017 年 税引後利 益(10 億 ドン)	%YoY	2017 年 EPS (VND)
NT2	6,761	-15.31%	20.6%	16.9%	810.4	-25.3%	2,768
VSH	527	17.52%	59.2%	59.5%	284.0	10.0%	1,359
KHP	3,764	8.86%	5.1%	5.5%	44.3	-32.1%	702
SJD	495	32.53%	57.2%	58.8%	192.7	34.7%	3,313
PPC	6,236	4.33%	12.7%	8.4%	854.0	54.1%	2,680
HJS	167	4.13%	47.2%	43.0%	46.0	102.6%	2,016
TBC	343	42.21%	63.6%	58.8%	166.5	51.1%	2,622
BTP	1,714	2.77%	7.5%	7.5%	96.0	-19.9%	0
TMP	700	56.06%	59.7%	42.9%	318.4	190.2%	0
NBP	703	5.53%	12.5%	10.3%	37.9	75.0%	2,944
CHP	861	32.45%	65.6%	61.1%	410.3	59.2%	3,257
SHP	617	20.27%	51.0%	46.5%	185.3	88.9%	1,878
SBA	333	57.15%	66.4%	68.0%	135.9	111.7%	2,254
DRL	101	57.13%	70.8%	60.6%	63.8	85.8%	6,266

(ソース: BCTC, BSC research)

2018年第2四半期には電気消費需要は高くなる。これは企業が生産、受注に集中している機関であるため。そのために、発電量は前年同期比 10.12%増の 5,439 万 4,000 kWh に達すと見込まれた。

商工省によると、南部は 2018 年に電気の 27 億 kWh を不足する可能性がある。この状況は 2018 年中、特に 3 月、4 月、5 月に発生する。2019 年には、不足電力量は 11 億 kWh に達すと予測された。弊社は、NT2、BTP、SHP などの発電企業はこの傾向から恩恵を受けると考えております。

投資観点

BSC は、2018 年に引き続き電力業に対して、有望だと評価している。

銘柄	2018 年の売上 (10 億ドン)	2018 年の税引 後利益 (10 億ドン)	2018 年の EPS(VND /株)	P/E fw	P/B	ROE 2018	2018 年 3 月 30 日の終値	目標価格
NT2	8,071	848	2,949	10.4	1.62	15%	30,800	30,217
PPC	6,613	876	2,688	7.14	1.19	10.6%	19,200	21,500

(ソース: BSC research)

罷業業[有望]

- ベトナムの肥料価格は世界肥料価格と共に上げた。尿素肥料の価格は前年末比 6.81%増となったが、前年同期比 1%減となった。DAP と NPK の価格はそれぞれ前年同期比 15%増、13%増となった、2017 年の平均価格より 14%増、11%増となった。
- 原材料価格は上げた。ガス価格は前年比 17%増となり、2017 年第 4 四半期の平均より 5%増となった。世界の石炭価格は前年同期比 25%増となり、2017 年第 4 四半期より 5%増となった。H₂SO₄ の価格は前年同期比 50%増となり、2017 年第 4 四半期より 28%増となった。
- 商工省は DAP 肥料に自己保護税を正式に課した。それによると、2018 年 3 月 7 日～2019 年 3 月 6 日の期間における DAP 肥料の価格は 112 万 8,531VND/t であり、2019 年 3 月 7 日～2020 年 3 月 6 日の期間における DAP 肥料の価格は 107 万 2,104VND/t である。
- VAT の政策を引き続き待機している。
- ベトナム化学グループ(vinachem)とベトロベトナムグループ(PVN)の売却計画。
- 2017 年には、14 上場肥料企業の売上高及び税引後利益の合計はそれぞれ、前年比 1.29%増の 40 兆 VND、同比 2.28%増の 20 億 VND に達した。

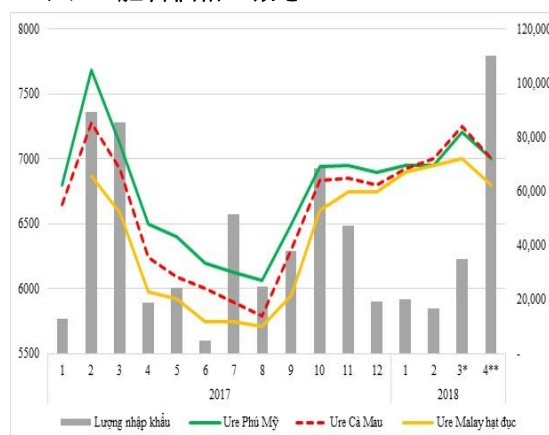
2018 年第 1 四半期の状況

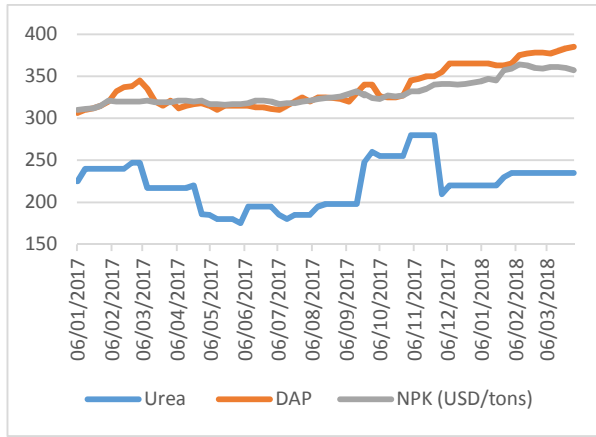
世界肥料の価格は上げた。

(1)2017 年末の数ヶ月に急落した後、尿素肥料の価格は 2018 年に回復した。2018 年には、尿素肥料の価格は 2017 年末より 6.81%増の 235ドル/tに引上げた。2018 年第 1 四半期の尿素肥料の平均価格は 2017 年の平均価格より 5%増となり、前年同期比 1%減の 231.15ドル/tだった。世界最大の尿素生産企業である Yara の調査によると、2022 年までに尿素供給過剰は 50 万tに達すると予測されています。

(2) DAP と NPK の価格はそれぞれ前年同期比 15%増、13%増となった、2017 年の平均価格より 14%増、11%増となった。

2017 年～2018 年 3 月の期間における世界肥料価格の動き



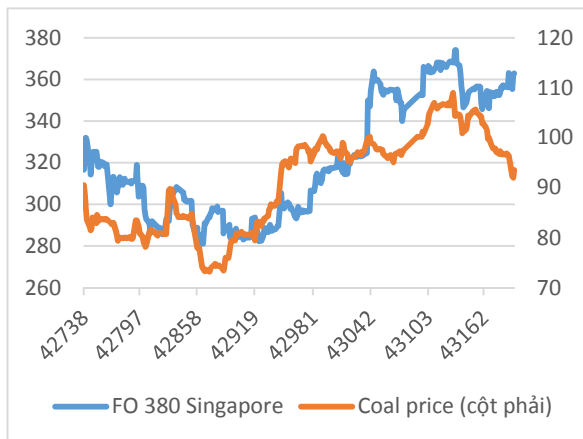


(ソース: Agromonitor)

(ソース: Bloomberg, BSC)

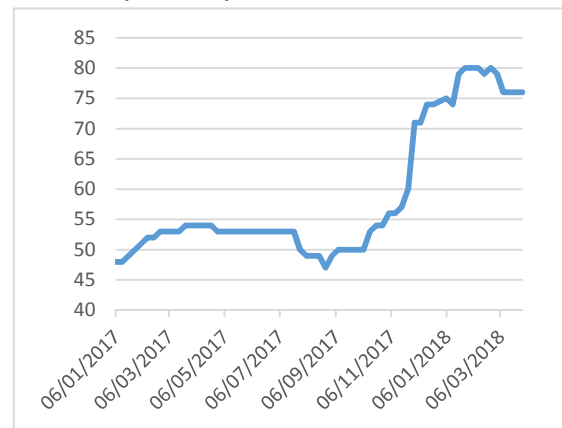
投入原材料価格は引き続き上げた。ガス価格は前年比 17%増となり、2017 年第 4 四半期の平均より 5%増となった。世界の石炭価格は前年同期比 25%増となり、2017 年第 4 四半期より 5%増となった。H₂SO₄ の価格は前年同期比 50%増となり、2017 年第 4 四半期より 28%増となった。

2017 年～2018 年 3 月の期間における FO ガス及び石炭価格の動き



(ソース: Bloomberg, BSC research)

2017 年～2018 年 3 月の期間における H₂SO₄ 価格の動き (USD/MT)



商工省は DAP 肥料に自己保護税を正式に課した。それによると、2018 年 3 月 7 日～2019 年 3 月 6 日の期間における DAP 肥料の価格は 112 万 8,531VND/t であり、2019 年 3 月 7 日～2020 年 3 月 6 日の期間における DAP 肥料の価格は 107 万 2,104VND/t である。VAT の政策を引き続き待機している。

ベトナム化学グループ(vinachem)とベトロベトナムグループ(PVN)の売却計画。計画によると、2018 年には、PVN は DPM と DCM における保有率を 51%に下げる。2017 年～2020 年の期間における再構成提案によると、政府は vinachem における保有率を 51%～65%に低下する。また、vinachem も BFC、SFG、VAF、DDV、DAP などの肥料企業における保有株式を売却する計画。

肥料企業の 2017 年業績は殆ど改善されなかった。2017 年には、14 上場肥料企業の売上高及び税引後利益の合計はそれぞれ、前年比 1.29%増の 40 兆 VND、同比 2.28%増の 20 億 VND に達した。

銘柄	コア製品	売上高(10億ドン)	% yoy	売上総利益率	純利益率	税引後利益(10億ドン)	% yoy
DPM	尿素肥料	7,996	0.90%	26.41%	10.47%	694	-39.13%
DCM	尿素肥料	5,748	17.06%	24.03%	11.77%	638	2.91%
LAS	リン酸肥料	3,886	-2.00%	20.12%	4.97%	152	9.93%
VAF	リン酸肥料	943	3.92%	23.72%	7.64%	57	29.06%
NFC	リン酸肥料	563	3.09%	17.54%	4.16%	20	2.67%
SFG	リン酸費用, NPK	2,383	1.89%	9.75%	4.46%	92	1.51%
BFC	NPK	6,306	6.11%	16.02%	6.68%	277	-0.05%
DDV	DAP	1,972	56.56%	9.23%	0.72%	15	
QBS	貿易	3,495	-22.26%	5.09%	0.86%	23	90.58%
PCE	貿易	2,018	1.03%	3.82%	1.07%	18	-30.32%
PSE	貿易	2,095	-3.29%	3.58%	0.73%	13	-44.78%
PSW	貿易	2,037	-8.96%	2.90%	0.43%	10	-64.60%
PMB	貿易	1,270	-1.97%	5.10%	1.05%	13	-36.38%
PCN	貿易	34	-85.59%	-2.32%	-29.00%	(10)	203.03%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点

弊社は肥料業界の見通しに対す「有望」だと評価しております。

BFC – 購入 – 目標価格 41,000VND/株, upside 17%

2018年3月30日の終値は35,100VND/株であり、PEFWは7.37xだった。BFCの2018年計画には、消費量は前年比1%増の69万t、収入(連結)は6兆3,450億ドン、税引前利益は2,950億ドンに達します。2018年には、BFCはBình Điền Ninh Bình工場及びBình Điền Tây Ninh工場の年間生産能力は2倍に引き上げ、それぞれ10万t、40万tとなる。BSCの予測によると、2018年の売上高及び親社の税引後利益はそれぞれ、前年比3%増の6兆3,690億ドン、同比9%増の3,020億ドンに達します。2018年のEPSは4,760VND/株であるだろう

LAS – 購入 – 目標価格 16,200VND/株, upside 17%

肥料業界の困難及び業績が2016年中期から年末までに継続的に減少したことにより、多くの投資家がLASを無視してしまいました。2017年には、良好な天候、農業はより有利であることと肥料の価格が再び上昇したことのおかげで、LASの消費量は改善された。また、付加価値税の方針が変更されれば、LASの税引前利益に約1,000億VND(2019年から期待される)に寄与するだろう。弊社の予測によると、2018年の売上高及び税引後利益はそれぞれ4兆ドン、1,630億ドンに達します。2018年のEPSは1,355VND/株であると相当した。付加価値税の方針が承認されれば、税引後利益は2,430億ドンに達し、EPSは2,021VND/株であると期待しております。

DPM – 観察 – 目標価格 22,800VND/株

肥料価格の回復、付加価値税政策の変更と 2018 年に PVN の売却計画により、DPM は投資家の注目を集めています。

2017 年には、DPM の税引後利益は前年比 39%減の 6,940 億ドンに達した。2018 年の計画によると、DPM の売上高は 8 兆 5,770 億ドン、税引後利益は前年比 48%減の 3,710 億ドンに達す。2018 年の EPS は 948VND/株である。VAT の政策が承認されれば、DPM の税引前利益は 3,000 億ドンに増加し、EPS は 767VND/株に上げてから、1,715VND/株である。

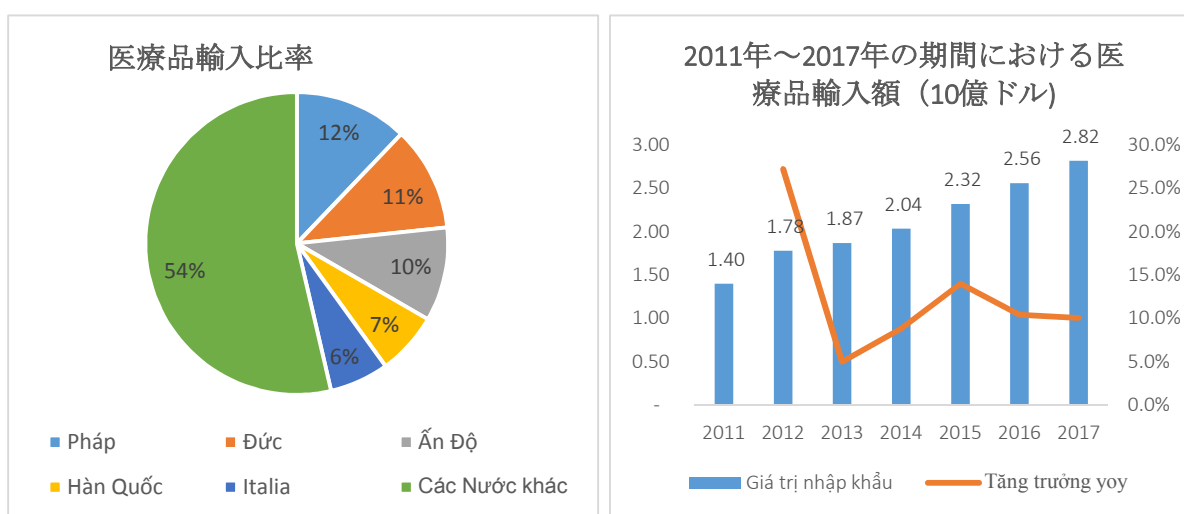
銘柄	2018 年の売上 (10 億ドン)	2018 年の税引後利益 (10 億ドン)	2018 年の EPS(VND/株)	P/E fw	P/B	ROE 2018	2018 年 3 月 30 日の 終値	目標価格
BFC	6,369	302	4,760	7.37	2.06	23.56%	35,100	41,000
LAS	4,000	163	1,355	10.18	1.18	12.39%	13,800	16,200
DPM*	8,577	371	948	23.21	1.07	9.94%	22,000	22,800

(ソース: BSC Research, * 計画)

医療品業[中立]

- 医療品輸入は安定的に成長している。
- 医療品業の2017年業績の成長はゆっくり上昇した。

ソース:税関総局



医療品輸入は安定的に成長している。税関総局の統計によると、2017年には、医療品輸入額は全国で前年比10%増の28億ドルに達した。ベトナムの最大輸入市場はフランスであり、フランスからの医療品輸入額は前年比6.5%増の3億4,270万ドル、総輸入額の12.2%を占めた。2017年11ヶ月における医療原材料の輸入額は前年同期比9.97%増の3億7,520万ドルだった。そのうち、中国から輸入額は前年同期比16.6%増の2億2,580万ドルであり、輸入総額の60.2%を占めた。

医療品業の2017年業績はゆっくり成長した。原因は以下の通りである。

- (1) 新規入札規定により、医薬品の価格は下がった。
- (2) 輸入医療品と競争性が激しくなっている。

そのために、2017年には上場医療企業の総収入は前年比8.6%増の17兆240億ドン、総税引後利益は前年比6.9%増の1兆5,670億ドンに達した。医療品業の2018年業績はあまり改善されないと考えております。2018年の売上成長率は平均の8~10%上昇し、売上総利益率は原材料の値上がりに縮小されるだろう。

	2017年の 売上 (10億ド ン)	2016年の売 上 (10億ドン)	% YoY	2017年の税 引後利益 (10億ドン)	2016年の 税引後利 益((10億 ドン)	% YoY
DHG	4,086	3,783	8%	642	686	88%
TRA	1,868	1,998	-7%	241	211	35%
DMC	1,340	1,288	4%	208	169	35%
IMP	1,165	1,010	15%	117	101	81%
OPC	962	790	22%	87	78	5%
DCL	765	738	4%	74	90	40%
PMC	430	414	4%	73	74	55%
DBD	1,459	1,442	1%	164	141	236%
PME	1,655	1,538	8%	286	239	-16%
DHT	1,480	1,223	21%	70	54	32%
LDP	528	514	3%	16	20	21%
DP3	322	236	36%	38	23	70%
DBT	831	581	43%	25	24	7%
PPP	132	121	9%	6	8	-22%

(ソース: BCTC, BSC research)

投資観点

弊社は医療品業に対し「中立」の評価を維持しております。弊社は PME、DBD に対して購入し、DHG、IMP、DMC に対して観察すると推奨しております。

銘柄	2018 年の 売上 (10億 ドン)	2018年 の税引 後利益 (10億ド ン)	2018年 のEPS (VND)	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	2018年3 月30日の 目標価格 終値
DHG	4,150	730	5,615	19.8x	3.1x	17%	111,000
IMP	1,447	173	3,115	20.2x	2.1x	13%	63,000
PME	1859.2	335	5,135	16.3x	2.6x	19.8%	83,500
DBD	1,584	162	3,092	15.7x	3.2x	18%	48,500

(ソース: BSC research)

生命保険業[中立]

- 2017年には、保険料の収益は14%伸びた。2018年第1四半期には保険料の収益は9%伸びた。
- 火災と爆発分野に対して保険会社を支援している議定第23号/2018/ND-CPは、保険企業が火災保険市場に参入することを促進するだろう。
- 利率が引き続き安定していることで、2018年の業績予測は上昇。

生命保険市場は2017年に引き続き成長している。保険管理局のデータによると、2017年にひあ、保険料の総収入は前年比12%増の41兆3,200億ドンに達した。生命保険企業の総資産は前年比14%増の73兆9,450億ドン、生命保険企業の総投資額は前年比8%増の38兆190億ドンとなった。損害額は14兆9,510億ドン、36.1%と相当した。2018年第1四半期には、生命保険料の収入は前年比9%小幅伸びた。

火災と爆発分野に対して保険会社を支援している議定第23号/2018/ND-CPは、保険企業が火災保険市場に参入することを促進するだろう。

利率が引き続き安定していることで、2018年の業績予測は上昇するだろう。

2017年の業績。保険料の収入成長率は高競争性により低くなった。ポジティブなことは金融活動による収益は改善されている。

2017 年	PVI	BMI	PTI	MIG	PGI	BIC
保険料の収入	6,688	3,395	3,206	1,920	2,611	1,842
前年比	+2%	+9%	+4%	+10%	+5%	+10%
2017 年損害率の増減	49.7%	41.7%	49.7%	45.1%	57.7%	45.2%
2016 年損害率の増減	52.3%	39.3%	53.55%	34.1%	51.5%	44.7%
混合率 Hệ số kết hợp	98.15%	99.68%	99.51%	104.79%	97.3%	101.18%
前年比	-0.85%	+1.48%	-0.29%	+7.1%	-2.33%	0.7%
金融活動による利益	589.4	174.5	151.9	129.6	74.8	199
%yoy	-10.1%	+3.65%	+26.3%	+140%	-28.7%	+16.8%
2017 年の税引前利益	537.1	198.3	186.4	55.9	156.3	143.2
%yoy	-30%	-11%	+39%	-37%	+25%	+12.7%

(ソース:財務諸表, BSC Research)

投資観点

弊社は保険業の 2018 年の展望は中立的と評価した

PVI - 購入 - 目標価格 41,751VND/株 - 時価より 3.21%上回り - 予測 PE: 15.3; 予測 PB: 1.28

PVI は(生命保険を除き)保険市場の最も大きなシェアを占めており、特に資産保険事業が堅調。しかし、PVI のシェアは直近の数年間に連続減少している、2016 年の 18.65%から 2017 年に 16.75%に下がった。2017 年には、PVI の保険料の収入は 2%と小幅増加し、損害率は 40%であり、保険事業の利益率は 50%だった。我々は、石油価格の好調な動きが石油・ガス企業の業績を向上させることで、PVI の成長見通しが改善されると期待している。2017 年の投資活動は有効です。金融活動による利益は 11%と小幅減少した。しかし、株式売買活動による利益は急増し、286%増の 1,510 億ドンだった。The Costa Nha Trang, Embassy Garden と PVI Tower という案件 3 件は譲渡期間にあり、PVI に金融活動による収入の 3 兆 VND をもたらす予定。

PVN は PVI での出資を全部撤退し、世界 130 国で保険サービスを展開している HDI Global (1,000 億ユーロ以上の資産を運営しているユーロ圏の保険大手 Talanx 社の傘下)は PVI 保有率を上げる意向。HDI への売却ができた場合、資本力や販売チャネル、事業の経験の面にも優位になる。

BSC の予測では、2018 年の売上高は 7 兆 4,710 億 VND、税引後利益は 6,160 億 VND。石油・ガスの業績改善と共に、PVI の目標価格を 41,751VND/株と推奨できる。

BMI - 購入 - 目標価格 43,195 - 時価より 38.4%上回り - 予測 PE: 12; 予測 PB: 1.1

BMI はベトナム生命保険市場で 3 位にある。2017 年には、BMI は、2017 年に金融機関と共に生命保険商品を開拓した。BMI の 2017 年売上高は前年同期比 16%増の 3 兆 1,760 億ドンに達した。2017 年の損害率は低水準で留まり、41.7%のみだ。このセグメントは BMI の 2018 年の業績を上げると期待されております。

投資活動:2016年には、BMIはNOS株、PVE株など疑義ある投資資産のために引当金の3,000億VNDを計上した。

2018年には、SCICはBMIにおける保有率の51%を売出す計画。弊社尾の表垂kでは、投資回収は短期的にBMIの株価に影響するだろう。

2018年には、BMIの保険料の総収入は前年比12.4%増の4兆1,650億ドン、税引後利益は同比15%増の2,433億ドンに達すと期待しております。2018年のEPSは2,600VND/株である。2018年の簿価は28,228VND/株である。予測PEは16.6、予測PBは1.5である。弊社はBMIに対して購入を目標価格の43,195VND/株で推奨しております。

MIG -購入 -目標価格 16,396 -時価より 24.4%上回り - 予測 PE: 11.17; 予測 PB: 1.08

生命保険セグメントを除き、MIGは市場シェア第6位となっている保険会社が、事業効率が最も高い。損害率が最も低いほかに、保険事業は毎年度が黒字決算している。2017年には、保険料の収益は10%増、業界の第2位になり、損害率は45%業界の最も低い。MIGの販売チャネルは54社があり、BVHの78社に次いで多い。MIGは軍隊の関連の保険には強みがある。

MIGの投資はMBキャピタルに任せていることも評価できるだろう。

不動産収入と合計していない2018年の売上高は2兆3,490億VND、税引後利益は950億VND。EPSは1,181VND、BVPSは12,221、予測のP/Eは11.17、P/Bは1.08。よって、1年間の目標価格が16,396と計算し、買い注文を推奨できる。

銘柄	2018年の税引後利益		2018年の財務比率				2018年3月30日の目標価格	
	2018年の売上 (10億ドン)	2018年の利益 (10億ドン)	2018年のEPS (VND)	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	2018年3月30日の終値	目標価格
PVI	7,471	616.6	2,632	15.3	1.28	N/A	40,400	41,751
BMI	4,165	243.3	2,600	28,228	1.10	Đã tạm ứng 10% tiền mặt	31,200	43,195
MIG	2,349	95	1,181	11.17	1.08	N/A	13,200	16,396

(ソース: BSC Research)

鉄鋼業[中立]

- 建設用鉄鋼消費量の成長率は前年同期比 11.5% 増となった。鉄鋼パイプ消費量の成長率は 22% 増となった。亜鉛メッキ及び熱延鋼板の消費量成長率はそれぞれ 27.74%、29.5% 増となった。
- 鉱石原料の価格は下落すると予想される。
- 鉄鋼企業の業績は好調になると予測された。

国内鉄鋼消費量は引き続き増加している。ベトナム鉄鋼協会のレポートによると、2018 年 2 ヶ月における鉄鋼消費量は前年同期比 11.5% 増の 140 万 t に達した。鉄鋼パイプ消費量は前年同期比 22% 増の 34 万 t に達した。亜鉛メッキ鉄鋼及び熱延鋼板の消費量はそれぞれ、前年同期比 27.74% 増の 55 万 t、同比 29.5% 増の 52 万 5,200 t に達した。

鉱石原料の価格は下落すると予想される。2018 年第 1 四半期に鉱石価格は高水準が続いた。原因は、中国は鉄鉱石の輸入及び埋蔵量を引き続き強化している。2018 年第 1 四半期末の時点で中国の在庫量は 1 億 6,170 万 t となったということだ。その後、2018 年第 1 四半期末に時点で米中との貿易戦争について懸念及び中国市場での鉱石需要の減少により鉱石の価格は値下がる傾向がある。2018 年第 2 四半期及び 2018 年下半年には、鉱石価格は小幅に下げ、65 ドル/t となる。他の原材料価格は第 1 四半期に大幅に上昇した後、減少する傾向があるだろう。

鉄鋼原料価格のチャート



(ソース:ベトナム鉄鋼協会)

米国への輸入税は国内鉄鋼生産企業にあまり影響すると予測された。

鉄鋼企業の 2017 年業績は好調。国内鉄鋼消費量の増加及び鉄鋼価格の上げのおかげで、鉄鋼企業の売上は急増した。しかし、原材料の価格も急増したことで、多くの鉄鋼企業は利益成長率を維持することができなかった。

銘柄	2017 年の売上高(10 億ドン)	2016 年の売上高(10 億ドン)	% yoy	2017 年の売上総利益率(10 億ドン)	2016 年の売上総利益率(10 億ドン)	2017 年の税引後利益(10 億ドン)	2016 年の税引後利益(10 億ドン)	% yoy
HPG	46,854	33,884	38%	23.02%	26.29%	8,014	6,602	21%
NKG	12,637	8,941	41%	10.84%	11.32%	707.5	517.7	37%
HSG	26,336	18,006	46%	16.9%	23.34%	1,331	1,504	-12%
POM	11,383	9,354	21.7%	9.71%	6.85%	696.7	301	131%
VIS	6,149	3,773	63%	3.43%	6.25%	43.5	72.8	-40.2%
TIS	9,725	8,578	13%	5.75%	8.23%	98.6	203	-52%
VGS	5,980	4,579	31.4%	3.88%	5.48%	71.3	81.5	-12.5%

(ソース:財務諸表, BSC)

投資観点

弊社は鉄鋼業に対し「中立」があると評価しております。弊社は HPG、HSG、NKG などの大手な鉄鋼企業に対し中長期的な購入を推奨しております。

HPG – 買い – 目標価格 79,000VND/株 (+30.7%)

DungQuat 工場及び亜鉛メッキ工場は 2018 年第 2 四半期から稼働する予定。第 1 期 DungQuat 工場は生産能力の 200 万tで 2018 年 6 月に稼働する予定。その時、HPG の年間生産能力は 400 万tとなり、HPG の鉄鋼消費市場は南部と中部に広がるだろう。亜鉛メッキ製品は 5 月から販売を開始する予定。亜鉛メッキ事業からの 2018 年収入は僅かだろう。亜鉛メッキ事業の 2018 年と 2019 年収入はそれぞれ 3 兆 VND。9 兆 VND であると見込まれた。

2018 年には、Mandarin Garden 案件は 2018 年に収入の 5,000 億ドンを計上すると予測され、第 1 四半期に収入の 1,000 億ドンを計上した。70 Nguyen Duc Canh 商業センターは今フレームを完成した。

農業事業には、HPG は農業事業を発展するが、短期的に投資金を追加していない。

BSC の予測では、2018 年には、HPG の売上は前年比 24%増の 57 兆 2,790 億ドン、税引後利益は同比 17%増の 9 兆 3,820 億ドン、2018 年の EPS は 6,184VND/株である。

NKG – 観察

第 3NamKim 工場は稼働してから、生産能力及び収入は増加すると見込まれた。第 3NamKim 工場は稼働してから、亜鉛メッキ生産能力は 2 倍増となり、現在の生産能力は 120 万t。2017 年中から NKG は鉄鋼パイプ生産能力を 18 万tに上げた。2018 年には、

HPG の計画は、売上は前年比 35%増の 17 兆ドン、利益は同比 6%増の 7,500 億ドンに達する。2018 年の EPS は 5,769VND/株である。配当率は 50%であるだろう。

亜鉛メッキシェアは大幅に上昇した。NKG の亜鉛メッキシェアは 4 ヶ月(8 月~11 日)に 18.48%増となった。2017 年には、NKG の亜鉛メッキシェアは 15.87%となった。

安値での HRC 供給で為替レートのリスクが最小化されている。Formosa Hà Tĩnh 工場は稼働していることで、原材料について NKG の重要な需要の一部を満たした。企業が輸入供給に依存することを軽減し、為替レートの変動のリスクを制限します。

輸出活動は輸入国の貿易障壁により影響される。米国市場における輸入関税に加え、東南アジア最大の鉄鋼輸入国であるインドネシアは 2017 年に鉄鋼輸入を制限するために規制を制定した。それによると、インドネシアへの鉄鋼輸入は 4 段階で実施されなければならず、結果として販売費用が高くなり、企業での時間が無駄になる。

2018 年第 1 四半期の業績はあまり改善されなかった。2018 年第 1 四半期には、NKG の売上は前年同期比 46.13%増の 3 兆 4,960 億ドンに達した。鉄鋼販売量は前年同期比 24%と大きく増加した。しかし、NKG の売上総利益率は減少した。税引後利益は前年同期比 35.87%減の 1,000 億ドンとなった。

HSG - 観察

第 2 位の鉄鋼事業と有力な亜鉛メッキ事業。HSG の亜鉛メッキ鉄鋼消費量は 120 万t、鉄鋼業の第 1 位であり、近い将来に大きく増加するだろう。HSG の 2017 年シェアは 33.5%であり、全国小売代理店の 340 ヶ所がある。

プラスチックパイプ事業は今後 HSG の利益に寄与する。HSG はプラスチックパイプ市場に参加し生産したばかりが、現在の HSG のプラスチックパイプシェアは 8%に達し、流通システムと割引政策という利点のおかげで BMP と NTP などの大手なプラスチック生産企業と競争することができた。

HSG は、NKG などの他の亜鉛めっき企業と同様に、HPG の Formosa と Dung Quat 鉄鋼案件からの安値で HRC 供給の恩恵を受けた。

2018 年には、BSC の予測によると、HSG の売上高は前年比 15%増の 31 兆 VND、税引後利益は同比 32%減の 9,090 億 VND、2018 年の EPS は 2,598VND/株である。

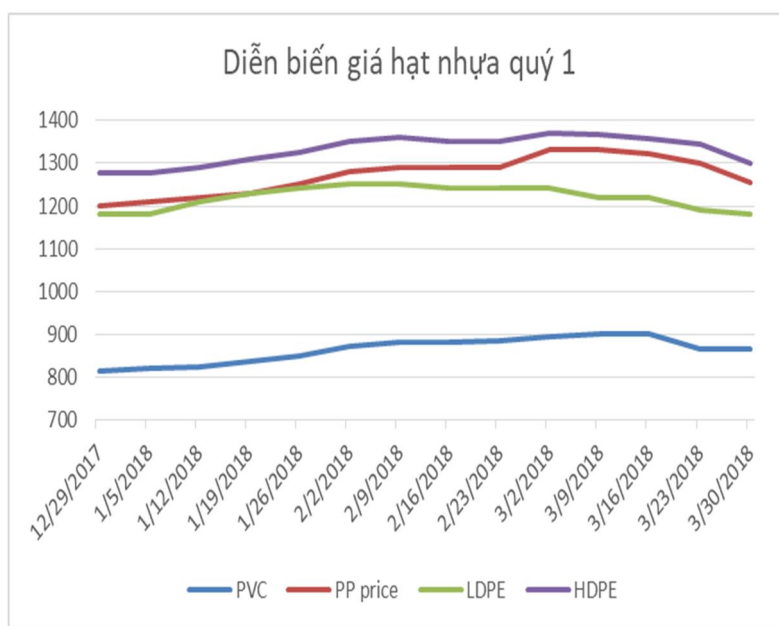
銘柄	2018 年の売上 (10 億 ドン)		2018 年の税引後利益 (10 億 ドン)				2018 年 3 月 30 日の目標価格 終値	
	2018 年	2018 年	2018 年	P/E	P/B	ROE (2018)	2018 年 3 月 30 日の	目標価格
	億 ドン	億 ドン	EPS (VND)	FW	FW		終値	
HPG	54,634	9,382	6,184	9.76	2.19	40% Cp	60,400	79,000
NKG	17,160	573	4,414	7.18	1.17	10% tiền, 40% CP	31,700	N/A
HSG	31,065	909	2,597	8.77	1.32	10% tiền, 10% CP	22,800	N/A

(ソース: BSC research)

プラスチック業[中立]

- 2018年第1四半期には、HDPEの価格は2017年第4四半期より1.96%増となり、LDPRの価格は2017年第4四半期より変わらない、PPの価格は2017年第4四半期より4.58%増となり、PVCの価格は2017年第4四半期より6.13%増となった。
- プラスチックパイプの競争性が激しくなっている。
- SCICはBMPにおける保有株式の売出しが完了した、2018年第2四半期にNTPにおける保有株式の売出しを実施する予定。
- プラスチック企業の業績は明暗で分かれた。

2018年第1四半期にプラスチック樹脂価格は上げた。2018年第1四半期には、各樹脂価格は第1四半期初に上昇する傾向があるが、第1四半期末に米中貿易戦争の懸念により小幅下落した。2018年3月30日の時点でHDPE価格は2017年12月29日より1.96%増となり、LDPRの価格は2017年12月29日より変わらない、PPの価格は2017年12月29日より4.58%増となり、PVCの価格は2017年12月29日より6.13%増となった。2018年第1四半期に樹脂の値上がりは第2四半期に各プラスチック企業の利益率に影響するだろう。



(ソース: Bloomberg)

プラスチックパイプの競争性は激しくなる。既存の流通システムがある HSG はプラスチックパイプ事業に参加した後、すぐに市場シェアを占めている。2016年の収入は1兆2,000億ドンであり、HSGのプラスチックパイプ生産事業のシェアは南部の第2位となり、全国の第3位となった。販売価格はより低い、ディスカウントはより高いという利点を持っている HSG は南部に BMP と激しく競争しており、北部にも拡大している。BSCの予測によると、HSGは販売価格及びディスカウントという政策を維持しているので、2018年にプラスチックパイプ事業の競争性はまま激しくなるだろう。

SCICはBMPにおける保有株式の売出しが完了した、2018年第2四半期にNTPにおける保有株式の売出しを実施する予定。

プラスチック企業の業績は明暗で分かれた。プラスチック包装企業及び樹脂生産企業の業績は2017年に好調、とりわけ AAA(+55%)、HII(+30%)、SPP(+101%)、PLP(+582%)だった。RDPの業績は赤字となった。また、プラスチックパイプ企業の業績も好調、とりわけ

NTP(+23%)、DPC(+38.6%)だった。しかし、DNP 及び BMP の業績は減少し、それぞれ 2%、26%となった。

銘柄	2017 年 の売上 高 (10 億ドン)	2016 年 の売上 高 (10 億ドン)	% yoy	2017 年 の売上 総利益 率	2016 年 の売上 総利益 率	2017 年 の税引 後利益 (10 億ド ン)	2016 年 の税引後 利益 (10 億ドン)	% yoy
AAA	4,070	2,144	89.8%	13.50%	14.32%	263.4	143	84.2%
NTP	4,430	4,354	1.75%	33.2%	36.06%	492.5	397.6	23.9%
BMP	3,825	3,309	15.6%	24.1%	32.1%	464.7	627.4	-25.9%
SPP	1,049	916.4	14%	11.6%	13.2%	21.5	20.6	4.3%
HII	1,331	193	582%	9.75%	22.8%	55.3	11.5	380%
PLP	314	134.2	134%	16.21%	30.1%	51.7	7.58	582%
DPC	63.8	67.4	-5.4%	25.1%	21.08%	4.02	2.9	38.6%
DNP	1,506	1,457	3.36%	19.25%	22.91%	85.1	86.34	-2%
RDP	1,336	1,193	12%	8.17%	12.71%	-54.7	53	-203%

(ソース:財務諸表 BCTC, BSC Research)

投資観点

弊社はプラスチック業に対し「中立」の評価を維持しております。プラスチックパイプ生産企業の業績は、競争の激化及び PVC 樹脂価格の上昇により影響を受ける可能性がある。機会は SCIC が BMP と NTP における保有株の売却から来るだろう。その中に、弊社は、NTP の純利益が流通政策の変更のおかげで急激に改善すると期待しております。AAA を含むパッケージング生産企業は、2017 年に高い成長率を維持すると見込まれている。

NTP – 買い– 目標価格 72,380VND/株– upside 16.7%

2017 年業績。2017 年には、収入は前年比 1.7%増の 4 兆 4,430 億ドン、税引後利益は同比 23.9%増の 4,920 億ドンとなった。

SCIC が投資を回収した後、業績はより好調になると期待された。SCIC が回収した後、NTP のマネジメント及び Sekuisu Chemical(日本系企業)は NTP の大口株主になるだろう。

BSC の予測によると、NTP の 2018 年収入は 4 兆 9,840 億ドン、税引後利益は 4,980 億ドン、2018 年の EPS は 5023VND/株であるだろう。販売者用コスト/売上の割合は 6%までに減少する場合、EPS は 7,698VND/株である。

BMP – 観察

BMP は、国内最大の生産能力(年間 15 万t)を持っているプラスチックパイプ企業である。当社は健全な財政状態、高収益(2017 年の営業利益率 14.53%)及び管理者の熱意により BMP を好む。

2017 年の BMP の業績はあまり好調ではない。2017 年税引後利益は前年比 26%減の 4,640 億ドンに達した。原因は以下の通りである。

- (1) 競争激化により、2007 年第 2 四半期に BMP は割引率を 4%に引き上げ、会社設立記念の 40 年間には割引率を 4%を追加引き上げたため。また、販売量の伸びは遅くなり、2017 年に 15%増となった。
- (2) プラスチック樹脂の平均価格は 15%上昇したために、売上総利益率は 2016 年の 32.05%から 2017 年の 24.13%に低下した。

2018 年には、BMP の目標は、収入は前年比 6%増の 4 兆 3,000 億ドン、税引前利益は同比 3%増の 6,000 億ドンに達すと見込まれた。最低配当率は 20%である。2018 年第 1 四半期の売上は前年同期比 25.4%減の 6,200 億ドンとなった。弊社は 2018 年の業績はプラスチック樹脂価格が引き続き上げると予測されたために引き続きマイナスとなると考えております。BSC の予測によると、BMP の 2018 年税引後利益は前年比 3%減の 4,520 億ドンに達し、2018 年の EPS は 5,030VND/株であると相当する。しかし、The Nawaplastic である大口株主は BMP の保有率を 50%以上引上げるという情報で、BMP の株価は短期的に上げるだろう。

AAA- 観察

AAA は、東南アジアにおける最大のプラスチック袋生産企業であり、総生産能力は年間 9 万 6,000tである。2017 年には、第 1、2、3、4、5 号工場の生産能力は 95%(4 万 5,800t/年と相当)に稼動している。2017 年には、AAA の総収入、税引後利益はそれぞれ 4 兆 760 億ドン、2,230 億ドンに達し、EPS は 3,426VND/株だった。

2018 年には、第 6 号工場と第 7 号工場の生産能力は拡大すると、販売量は前年比 76%増の 14 万tに達すと推定された。2018 年の売上及び税引後利益はそれぞれ 6 兆 VND、3,300 億ドン、2018 年の EPS は 3,861VND/株である。

株主構成。株主構成。2017 年 12 月 8 日には、AAA は 2017 年第 3 次ワラントを実施するために 2,400 万株を発行した。An Phát holdings 社は 1,200 万株を転換し、AAA 株の 170 万株を追加購入してから、保有率を 31.87%に引き上げた。また、2017 年 11 月 14 日には、Nguyễn Lê Trung 社長も AAA 株の 200 万株の購入を申し込んだ。

HII における保有率の引き上げ計画。AAA は HII の最大の大口株主であり、480 万株(資本金の 35.29%と相当)を保有している。AAA は依然として HII の社長を任命する権利があり、すなわち HII は AAA の子会社である。そのために、保有率の引き上げは、HII への投資の再評価により利益を生み出すことはない。

2018 年 3 月 30 日の終値		2018 年の EPS		P/B		ROE		目標価格
銘柄	(10 億ドン)	(VND)	(VND)	P/E	B	FW	(2018)	

	(10 億ド ン)								
NTP	4,984	498	5,023	12.3 4	2.18	N/A		62,000	72,380
BM P	4,016	452	5,030	13.6 7	2.29	N/A		68,800	N/A
AAA	5,500	330	3,861	6.42	1.19	20% mặt	tiền	24,800	N/A

(ソース: BSC Research)

タイル業 [中立]

- 2017年のタイル生産能力は前年比15%増の7億650万m²、花崗岩は24%を占めた。
- 2017年の業績は明暗で分かれた。
- 2018年には、競争性は激しくなるだろう。
- 2018年には、弊社はタイル業の見通しに対し「中立」を評価しております。

2017年のタイル生産能力は前年比15%増の7億650万m²、花崗岩は24%を占めた。2017年のタイル輸出額は前年比27%増の2億3,000万ドルだった。2017年9ヶ月における中国から輸入額は1億8,470万ドル、国内消費量の25~30%を占めた。

2017年の業績は明暗で分かれた。大手なタイル企業の収入は好調ですが、規模が小さいタイル企業の収入が減少した。殆どのタイル企業の売上総利益率は減少した。VGCの2017年収入は大きく上昇した。原因は、工業団地区インフラの収入は前年比184%増となり、壁タイル及び焼成レンガ製品の収入成長率はそれぞれ同比4.1%、9.8%増となり、特に焼成レンガ製品及びレンガ粘土の売上総利益率はそれぞれ23%、18.4%と減少したためだ。

銘柄	2017年 の売上 高(10億 ドン)		2017年 の売上 総利益 率	2016年 の売上 総利益 率	2017年 の税引 後利益 (10億ド ン)		EPS(VND/ 株)
	%YoY	%YoY			%YoY	%YoY	
VGC	9,197	13.00%	23.3%	24.3%	722.1	16.3%	1,585
CVT	1,181	5.67%	23.8%	23.5%	173.8	14.3%	6,705
VIT	969	0.42%	14.2%	14.0%	51.0	-10.9%	3,399
TTC	344	-1.76%	15.7%	15.7%	19.7	-7.5%	2,803
TCR	1,358	-11.56%	12.7%	21.2%	-71.8	-342.3%	-1,523

(ソース:財務諸表, BSC research)

2018年には、競争性は激しくなるだろう。

投資観点

弊社はタイル業の見通しに対し「中立」を評価しております。

VGC- 買い-目標価格: 28,500VND/株 - Upside: 15.4%

工業団地事業及び建設用原材料事業は引き続き成長している。2018年には、VGCの工業団地の新賃貸面積は120ヘクタールであり、FDI資本からのポジティブな信号及びSamsungがYên Phong MR工業団地の100ヘクタールを賃貸するという契約のおかげで主にYên Phong MR工業団地, Đồng Văn IV工業団地, Tiền Hải工業団地, Yên Mỹ工業団

地に集中している。建設用原材料事業は各案件の拡大で僅かに上昇した。建設用原材料事業の成長はいくつかの案件の生産能力の拡大で小幅に増加するだろう。2018 年には、My Xuan 工場が稼働を開始する時に、VGC の衛生陶器の 7 億 5,000 万製品(約生産能力の 60%を相当する)を増加するだろう。Viglacera Ha Noi 工場のタイル生産能力は 250 万 m2 に増加する予定です。

売却計画。2018 年第 2 四半期には、建設省は VGC における保有率を 54%から 36%に引き下げる予定。

CVT- 保持- 目標価格: 52,170VND/株- Upside: 3.2%

2018 年第 1 四半期の消費量は改善された。生産量は前年同期比 36%増の 300 万m2、売上は前年同期比 28%増の 2,500 億ドン、年間計画の 15%を達成した。税引前利益は前年同期比 21%増の 400 億ドンとなった。

配当率が高い。2017 年の株式配当率及び現金配当率はそれぞれ 30%、15%である予定。各プロジェクトを連続で拡大している。

銘柄	2018 年の		EPS 2018F (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2017 年の ROE	2017 年 の配当	2018 年 3 月 31 日 の終値	目標価 格
	売上高 測 (10 億ドン)	税引後 利益予 測 (10 億ド ン)							
VGC	9,278	681	1,422	15.8	1.5	10%	現金 9.5%	24,700	28,444
CVT	1,471	196	6,600	7.7	2.7	37.8%	現金 15% 株式 30%	51,100	52,710

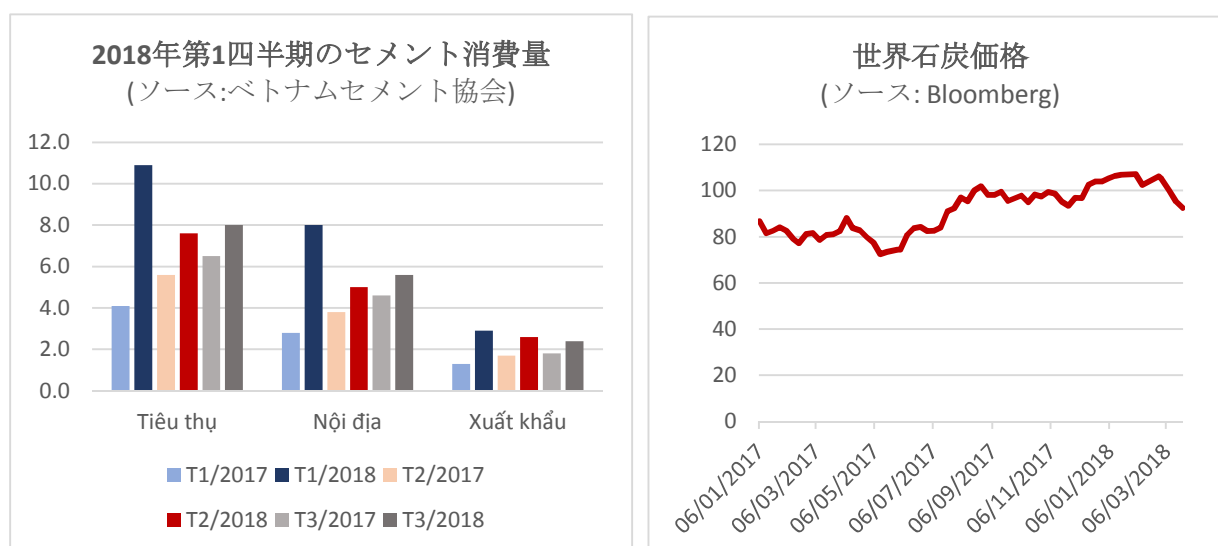
(ソース: BSC research)

セメント業[中立]

- 2018年第1四半期のセメント消費量成長率は前年同期比 64.1%増となった。
- 議定第 146 号/2017/ND-CP は 2018 年 2 月 1 日以降有効となり、輸出活動に支援すると期待された。
- セメント企業の 2017 年業績は大幅に減少した。

2018 年第 1 四半期のセメント消費量成長率は前年同期比 64.1%増となった。2018 年 3 ヶ月のセメント消費量は 2,650 万tだった。国内消費量及び輸出量の成長率はそれぞれ、65.1%、61.9%上昇した。

議定第 146 号/2017/ND-CP は 2018 年 2 月 1 日以降有効となり、輸出活動に支援すると期待された。2018 年初の 3 ヶ月における輸出量は前年同期比 61.9%増の 790 万tだった。



セメント企業の 2017 年業績は大幅に減少した。殆どの上場セメント企業の 2017 年収入は高競争性に大幅に減少した。販売価格の下げ及び石炭価格の上げによりセメント企業の売上総利益率は減少した。

銘柄	2017 年の 売上(10 億ドン)	%YoY	2017 年の 売上総利 益率	2016 年の 売上総利 益率	2017 年の 税引後利 益(10 億 ドン)	%YoY	EPS(VND /株)
HT1	8,209	-0.34%	16.3%	19.7%	470.9	-41.8%	0
BCC	3,475	-18.80%	11.9%	20.2%	-3.5	-101.4%	30
BTS	3,151	-2.99%	14.0%	16.9%	3.2	-97.6%	27

投資観点

弊社は 2018 年にセメント業に対し「中立」の評価を維持しております。

HT1 –観察 –目標価格: 16,000VND/株(upside: 8.5%)

2018 年生産計画には慎重だ。2018 年の業績計画は、消費量は前年比 3.15 増の 690 万t、総売上及び他の収入は 8 兆 3,300 億ドン、税引後利益は前年比 22.3% 増の 5,750 億ドンに達すと設計された。

外貨建て借入残高。2017 年 12 月 31 日の時点で HT1 の外貨建て借入残高は 3,700 万ユーロ及び 1,200 万ドルであると推定された。2017 年には、ユーロの為替レートは前年比 2% に上げたので、HT1 の為替差損はかなり大きくなり、約 155 億ドンだった。

Phú HừuBOT 案件:この案件は完成した。このプロジェクトは 2018 年第 3 四半期から料金回収を実施しております。

銘柄	2018 年の売上高予測 (10 億ドン)	2018 年の税引後利益予測 (10 億ドン)	2018 年の EPS 予測 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2017 年の ROE	2017 年の配当	2018 年 3 月 31 日の終値	目標価格
HT1	8,721	478	1,248	11.8	1.0	9%	15%現金	14,750	16,000
BCC	3,871	13	109	69.7	0.4	-3%	N/A	7,900	NA

繊維業[中立]

- 2018 年初 2 ヶ月の繊維品輸出額は前年同期比 19.2%増の 41 億 2,000 万ドルとなった。
- CPTPP 協定は 2018 年 3 月 8 日に締結された。
- 繊維企業の 2017 年業績は好調。
- 今後の四半期に繊維品受注状況はポジティブとなるだろう。
- 世界コットン価格は引き続き上げ前年同期比 4%増となり、PET 樹脂価格は前年同期比 12%増となった。

2018 年初 2 ヶ月の繊維品輸出額は前年同期比 19.2%増の 41 億 2,000 万ドルとなった。米国はベトナムの最大輸出市場であり、輸出額の 47.8%を占めた。韓国、中国などの新規市場への輸出シェアはそれぞれ 10.2%、4.36%と増加した。

CPTPP 協定は 2018 年 3 月 8 日に締結されたが、ベトナム繊維業に大きな影響を与えなかった。原因は以下の通りである。

- (1) CPTPP メンバー国へベトナム繊維品輸出額は 16%のみ占めている。
- (2) 10 メンバー国うちの 7 メンバー国はベトナムと貿易約束を結び、繊維・アパレル産業を優先している。

しかし、CPTPP 協定もカナダ、メキシコなどの新市場への輸出機会をベトナムにもたらす。

繊維企業の 2017 年業績は好調。TNG、TCM など繊維企業の 2017 年売上は受注の改善で好調となった。STK の 2017 年売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 46.2%増と 248%増となった。EVE の 2017 年売上は前年比 33.2%増となったが、税引後利益は同比 43.2%減となった。

銘柄	2017 年の売上高(10 億ドン)	%YoY	2017 年の売上総利益率	2016 年の売上総利益率	2017 年の税引後利益(10 億ドン)	%YoY	EPS(VN D/株)
VGT	17,497	13.17%	9.1%	11.0%	633.9	9.4%	0
VGG	8,452	12.30%	11.8%	12.0%	396.4	-0.4%	6,509
TCM	3,209	4.51%	15.7%	13.6%	192.6	67.4%	3,162
TNG	2,489	31.83%	17.6%	17.7%	115.2	41.9%	3,112
STK	1,989	46.44%	10.9%	9.5%	99.6	248.3%	1,662
EVE	994	15.11%	33.2%	33.7%	50.9	-43.2%	1,215

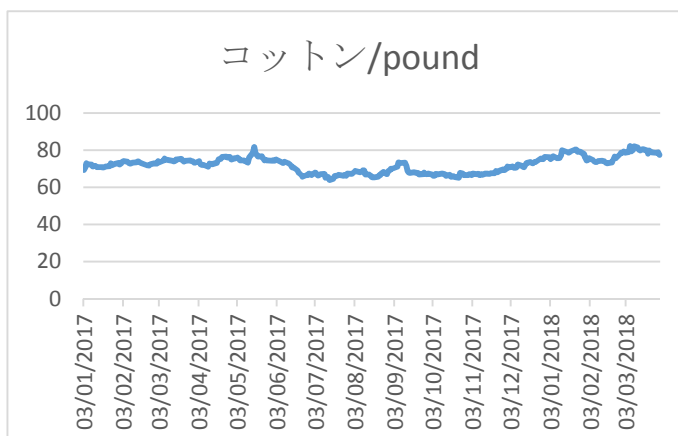
(ソース: FiinPro, BSC Research)

今後の四半期には、輸出受注状況はポジティブとなるだろう。そのうち、2018 年第 1 四半期には、TNG の売上は前年同期比 45%増となり、TCM の売上は同比 24.3%増となった。

また、多くの国内繊維品企業は 2018 年第 2 四半期末までに受注を受けており、そのうちいくつかは既に 2018 年第 3 四半期末までに受注を分配しているために、今後の四半期にはより好調になっていると期待しております。

世界コットン価格は引き続き上げ前年同期比 4%増となり、PET 樹脂価格は前年同期比 12%増となった。

(ソース: Bloomberg, BSC research)



投資観点

弊社は繊維業の見通しに対し「中立」を評価しております。

TNG-購入 - 目標価格: 18,130VND/株- Upside: 28.1%

2018 年に TNG の受注見通しは、2018 年の受注数が生産能力を満たしていることで明るくなると評価された。2018 年第 1 四半期末の時点で、2018 年の受注額は 8,100 万ドルであり、Decathlon や TCP からの受注は TNG の受注の 50%を占めている。

魅力的な評価:2018 年 3 月 30 日の TNG の終値は 14,300VND/株である。PE trailing 12 ヶ月は 5.1x である。

流動資本管理リスク。2017 年 12 月 31 日の時点での TNG の流動資本は-2,102 億ドンだった。

TCM- 買い - 目標価格: 28,600VND/株 - Upside: 18%

2018 年 2 ヶ月の売上は前年同期比 24.3%増の 4,889 億ドンとなり、年間計画の 15.5%を達成した。利益率は 16.5%となった。

2018 年には、同社は土地の 7 ヘクタールの譲渡及び第 3 号糸工場の譲渡が完成した。譲渡により収入は 460 万~470 万ドルであると見込まれた。譲渡手続きは 2017 年第 4 四半期から 2018 年中に行う予定。

銘柄	2018 年の売上高 予測 (10 億ドン)	2018 年の税引後利益 予測(10 億ドン)	2018 年の EPS 予測 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2017 年の ROE	2017 年の配当	2018 年 3 月 31 日の終値	目標価格
TNG	3,103	139	3,050	4.7	0.78	18.3%	20%	14,300	18,310
TCM	3,373	193	3,170	7.6	1.01	15.6%	5% tiền 5% CP	24,250	28,600

(ソース: BSC research)

港湾業[中立]

- コンテナ船の供給成長率は2017年に13%上昇した。
- 2017年の業績: サービス価格が下げたことで、売上総利益率も減少した。
- ハイフォン地域における各会社の競争は引き続き激しくなる。
- Lach Huyen 湾は2018年から運営を開始する。

2017年には、貨物輸送量の成長率は前年比17%上昇した。2017年には、港湾を通じる貨物輸送量は前年比17%増の5億3,643万1,000tとなり、そのうち、輸出量は前年比14%増の1億2,752万tとなった。輸入量は前年比7%増の1億5,395万tとなった。

2017年のコンテナ貨物量は前年比13%増の1,473万3,000 TEUsとなり、そのうち、輸出量は前年比11%増の572万7,000 TEUs、輸入量は同比12%増の577万 TEUsとなった。国内輸送貨物量は前年比21%増の2,668 TEUsとなった。

2017年業績。ハイフォン地域における競争性が高まっていることで、荷積み降ろしの価格が前年比10%減となった。

港湾企業の2017年業績

銘柄	2017年の売上高(10億ドン)	%YoY	2017年の売上総利益率	2016年の売上総利益率	2017年の税引後利益(10億ドン)	%YoY	P/E	P/B
GMD	3,923	4.85%	26.1%	27.2%	581.3	31.0%	17.16	1.37
TMS	2,132	246.26%	11.7%	25.0%	211.4	22.8%	5.60	0.85
PHP	2,069	-13.86%	34.7%	37.1%	482.3	-19.4%	11.90	1.18
VSC	1,303	20.39%	31.3%	36.6%	263.8	0.7%	8.24	1.33
SGP	1,161	-3.42%	37.7%	42.0%	430.9	1502.1%	6.45	1.64
TCL	833	1.41%	18.6%	17.7%	96.6	2.4%	5.96	0.90
HAH	778	59.55%	26.2%	34.2%	152.6	14.0%	9.78	0.83
DVP	627	-3.90%	49.4%	49.1%	287.4	0.2%	8.64	2.54
CDN	601	8.64%	35.6%	34.9%	131.6	3.1%	9.78	1.48
PDN	517	22.65%	29.4%	31.8%	76.5	15.9%	13.72	2.52
CLL	252	-12.39%	44.1%	39.1%	83.5	2.7%	13.03	1.84
PRC	128	-3.64%	8.9%	9.7%	2.7	-13.2%	7.97	0.72
DXP	80	-24.43%	27.1%	38.3%	24.1	-38.9%	14.87	1.08

(ソース:財務諸表, BSC)

Lach Huyenにある埠頭2つは2018年から稼働を開始すると、競争性が激しくなるだろう。Nam Dinh Vu 港の稼働が入る見込み、生産能力は50万TEU/年である。

投資観点

弊社はハイフオンで荷積み降ろしの価格が引き続き上がることについて懸念により港湾業の見通しに対し「中立」の評価を維持しております。

銘柄	2018年 の売上 高予測 (10億ド ン)	2018年 の税引 後利益 予測(10 億ドン)	2018 年の EPS 予測 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	2017年 のROE	2017年の 配当	2018年3月 31日の終 値
GMD	3981	660	1,812	16	1.1	7%	30,750	31,000
VSC	1,429	287	4,628	8.7	1.18	15%	40,400	45,354

(ソース: BSC Research)

海運業[中立]

- BDI 指数は第 1 四半期初より急激に減少して 1,055 で引けた。
- 国内船隊の貨物量は 2017 年に 6%増加した。
- 2017 年業績: バルク貨物輸送企業が困難を直面しているが、液状貨物輸送企業が安定している。
- 2018 年には、世界海運業の需要はより狭くなる可能性がある。推奨銘柄: PVT。

BDI 指数は第 1 四半期初より急激に減少して 1,055 で引けた。貿易戦争の恐れ、特に米国が中国からの商品を課税することで、BDI 指数が急減した。

2017 年には国内船隊の貨物量は前年比 6%増の 1 億 3,090 万tだった。

2017 年業績。貨物量が安定しているが、輸送料金が低いことからバルク貨物輸送企業は困難を直面している。液状貨物輸送企業が安定している。

2017 年の業績

銘柄	2017年 の売上 高(10億 ドン)	%YoY	2017年 の売上 総利益 率	2016年 の売上 総利益 率	2017年 の税引 後利益 (10億ド ン)	%YoY	2017年の EPS(VND/ 株)
PVT	6,129	-8.98%	13.2%	11.3%	496.8	2.8%	1,487
VOS	1,612	28.12%	-7.6%	-10.9%	10.7	-103.0%	77
VTO	1,260	7.71%	17.3%	19.7%	94.5	8.7%	1,198

GSP	1,292	13.28%	7.2%	7.4%	52.6	13.2%	1,646
VIP	729	15.51%	25.3%	20.0%	78.1	-3.3%	1,148
PJT	563	26.98%	13.0%	13.1%	33.8	6.0%	2,140
VNA	559	5.01%	-7.0%	-3.3%	-75.9	-23.0%	-3,794
VFR	223	-15.58%	-7.5%	-4.0%	40.1	-325.0%	2,664
HTV	181	-2.33%	20.4%	21.1%	21.0	-7.0%	1,602
TJC	180	0.98%	5.7%	14.4%	0.1	-99.1%	12
TCO	160	1.62%	24.2%	25.9%	17.7	-36.4%	975

(ソース:財務諸表, BSC Research)

2018 年には新船数は減少する可能性があり、船の供給が 2%増となる。

投資観点

バルク貨物輸送企業及び液状貨物輸送企業は明暗で分かれた。VOS は借入返済期間を延長することが承認されていますが、コア事業は進歩がないと考えております。雄一なハイライトは PVT である。2018 年には、Binh Son 石油精製工場は 2018 年にメンテナンスが完了する。これは 2019 年に貨物の急増に備えて、PVT が隊船に投資するための重要な年となります。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年の税引後利益 (10 億ドン)	2018 年の EPS 予測 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	2017 年の ROE	2017 年の配当	2018 年 3 月 31 日の終値
PVT	6,521	665	1,792	11.5	1.5	15%	20,600	19,080
GSP	1,394	55	1,830	7.5	1.1	12%	13,750	14,500

(ソース: BSC research)

ゴム業[中立]

- 2018 年第 1 四半期にゴム価格は 3.9%減となった。
- 2018 年には、ゴム価格は 5~8%減と予測された。
- 2018 年 2 ヶ月には、ベトナムゴム輸出は輸出量が前年同期比 1.1%増となり、販売価格が同比 9.7%減となった。
- ゴム企業の 2017 年業績はゴム価格が 30~40%上げたことで、好調となった。

2018 年第 1 四半期にゴム価格は小幅に下落した。2017 年第 4 四半期に比べて、RSS3 価格は 3.9%減となり、187 円/tだった。2018 年第 1 四半期には、タイ、インドネシア、マレーシアを含む IRTC は 2018 年第 1 四半期の終わりまでに輸出ゴム量の 35 万を減少した。しかし、削減はゴム価格の下落を制限した、2018 年に上昇原動力が作らなかった。

RSS3 の値動き



ソース: Bloomberg

2018 年のゴム価格は 2018 年に 5~8%に下げる予測された。世界銀行の予測によると、2018 年のゴム価格は前年比 4.7%減の 2.08 ドル/キロに下げる。また、EU の予測によると、2018 年のゴム価格は供給過剰により前年比 8.5%減となる。原油価格が 2018 年に下げることに共にタイ、マレーシア、インドネシアを含む 3 カ国が 2018 年第 1 四半期に 35 万tを削減するのはゴム価格の下落傾向を止めるだろう。

2018 年 2 ヶ月におけるベトナムゴム輸出額は前年同期比 26.5%減となり、輸出ゴム価格が同比 27.3%減となった。しかし、2018 年 2 ヶ月における輸出ゴム価格は前年同期比 27.3%減の 1471 ドル/tとなった。主な輸出市場は中国であり、総輸出量の 55%を占めている。

ゴム企業の 2017 年業績は好調。ゴム価格の急増でゴム企業の業績は改善された。PHR と DPR のゴム販売価格は 2017 年に 20~25%引上げた。また、ゴム木材価格は前年比

40%増となったことで、ゴム企業の利益成長に寄与した。ゴム企業の売上高は 32.6%増となり、税引後利益は 69%増となった。

銘柄	売上高 (10 億ドン)	% yoy	売上総利益 率	経営活動に よる利益率	税引後利益 (10 億ドン)	% yoy
PHR	1654	40.2%	17.2%	14.07%	330.5	48.1%
DPR	1071	25.4%	30.9%	26.3%	240.5	49.3%
HRC	170	99%	15.9%	5%	8.6	-8.2%
TRC	405	15.6%	28.4%	21.5%	144.8	108%
DRI	583	45.3%	44.5%	32.4%	144.5	568%

(ソース:財務諸表, BSC)

2018 年業績の計画。ゴム価格が下落すると評価していることで、2018 年のゴム価格が 7%~10%に下げると仮定して、今年のゴム企業は収入と利益に関する慎重な計画を設定した。

	2018 年の収入	% yoy	2018 年の利益	% yoy
PHR	1605.41	-3%	400.54	-2.7%
DPR	731.7	-31.8%	189.6	-30.4%
TRC	498	-1%	113	-31.5%

SSS

投資観点

2018 年には弊社はゴム業に対し「中立」の評価を維持しております。

PHR – 買い – 目標価格 53,098 VND/株 – Upside 14.9%

2017 年には、PHR の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 40.2%増の 1 兆 6,540 億ドン、同比 48.1%増の 3,305 億ドンとなった。ゴム販売価格が前年比 31%増の 3,039 万 VND/t であることで、売上及び税引後利益は大きく上昇した。伐採したゴムの木の面積は大きくて、ゴム木材価格は前年比 40%増となった。2018 年には、PHR は、生産量が 13,000 t であり、買取量は 12,000t であり、消費量が平均販売価格の 3,701 万 VND/t で 28,000t である計画を設定した。PHR は伐採したゴムの木を引き続き売却し、収入の 3,300 億ドンを計上する計画。不動産事業では、VSIP 案件の補償(10 億/ヘクタールの見込み)は今後特別利益の 1 兆 VND をもたらさだろう。2018 年には、PHR の売上は前年比 3%減の 1 兆 6,054 億 1,000 万ドン、税引後利益は同比 2.7%減の 4,005 億 4,000 万ドンに達すと推定しております。2018 年の配当は現金で 23%であり、株式で 3 対 2 である予定。

DRI – 買い – 目標価格 11,592 VND/株 – Upside 13.65%

2017 年には、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 46.4%増の 5,868 億ドン、同比 444.9%増の 1,528 億ドンとなった。利益の急増は生産量及び販売価格の上昇から来た

め。DRI の利点は、ゴムの木の面積は大きくなり 7,000 ヘクタール以上、若いゴム庭園 – 平均開拓年間は 5 年間であり、生産費用が安いということだ。2017 年の収穫量は前年比 17.5%増の 1 万 8,482.55tとなり、平均販売価格は同比 25.9%増の 1,511.22 ドル/tとなった。2018 年には、DRI は販売価格が 1,450ドル/tであると仮定すると、売上は前年比 4.3%増の 6,080 億ドンに達します。BSC の予測によると、DRI の売上と利益はそれぞれ前年比 2.9%増の 6,040 億ドン、同比 29.2%減の 1,020 億ドンとなり、2018 年の EPS は 1,324VND /株であるだろう。また、Dakruco 社は 2018 年に DRI における保有株数を売出す計画であり、2018 年 9 月に IPO を実施する計画。

DPR – 観察

2017 年には、DPR の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 25.4%増の 1 兆 710 億ドン、同比 49%増の 2,870 億ドンとなった。DPR のゴム開拓量は前年比 1.4%減の 14,271 t、買取量は同比 24.6%増の 3,254t、開拓能力は 2.1t/ヘクタールだった。DPR のゴム事業の収入及び利益はそれぞれ 6,694 億ドン、1,060 億ドンだった。DPR も伐採したゴムの木を売却した。売却価格は前年比 40%増の 2 億 3,000 万 VND だった。2018 年には、DPR はゴムの 13,000tを収穫し、ゴムの 3,500tを買取し、ゴムの 16,500tを 3,650 万 VND/tで販売する予定。また、DPR も伐採したゴムの木の 536 ヘクタールを 1 億 7,000 万 VND/tで売却して、売却による収入及び利益はそれぞれ 950 億ドン、800 億ドンに達す。2018 年には、DPR の売上及び税引前利益はそれぞれ前年比 31.8%減の 7,317 億ドン、同比 30.4%減の 1,896 億ドンに達す見込みだ。2018 年の配当は現金で 45%である予定。

銘柄	2018 年の 売上高予 測(10 億ド ン)	2018 年の 税引後利 益予測(10 億ドン)	2018 年の EPS 予測 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2017 年 の ROE	2017 年の配 当	2018 年 3 月 31 日 の終値
PHR	1,631	314	4,633	9.3x	1.6x	20.6%	46,200	53,098
DRI	604	102	1,324	7.7x	0.8x	13.5%	10,200	11,592

(ソース: BSC research)

タイヤ業[中立]

- 2018年2ヶ月における自動車消費量は前年同期比1.52%増となった。
- 中国とFDI企業と競争性は激しくなる。
- 天然ゴム価格は3.9%減となったことで、タイヤ生産企業の生産費用は減少する。
- 2018年第1四半期には、タイヤ販売価格は3~5%に上げた。
- 2017年の業績は原材料価格の変動に大幅に減少した。2018年の利益は回復すると期待された。

2018年2ヶ月には、自動車消費量は小幅に増加した。VAMAによると、2017年の自動車消費量は前年比10.4%減となった。2018年2ヶ月における自動車消費量は前年同期比1.52%増となった。

競争性が激しくなる。現在、国内タイヤ企業は中国タイヤ企業と激しく競争している。中国のラジアルタイヤはシェアの50%を占め、販売価格は国内タイヤ企業のものより20~30%安くなっている。これはベトナムタイヤ企業の消費量に影響した。Bridgestone (1,788万台/年)、Kumho (630万台/年)などの大きな生産揚力があるFDI企業がタイヤの販売を開始していることで、競争性も激しくなっている。

天然ゴム価格が下落した。2018年には、天然ゴム価格は5~8%に下げると予測されたことで、タイヤ企業の業績が回復するだろう。2018年第1四半期に天然ゴム価格は3.9%減となったことで、2018年第2四半期以降タイヤ生産企業の生産費用は減少する。

2018年からタイヤ販売価格が上げる。2018年第1四半期には、タイヤ企業は販売価格を3~5%に引き上げた。具体的には、DRCは2018年1月からバイク・自転車用タイヤの販売価格を5%に引上げ、3月から自動車用タイヤの販売価格を35に引上げた。CSMは2018年第1四半期からバイク・自転車用タイヤの販売価格を5%に引上げた。そのために、タイヤ企業の利益率が改善された。

利益率が以下の要素を基づく改善されることができます。

- (1) 販売価格の引上げ
- (2) 天然ゴム価格は下げると予測された。
- (3) DRCはラジアルタイヤ工場の生産能力を引上げる。

2018年には、2018年第3四半期にDRCの第2期ラジアル工場が稼働することで、生産能力は2倍となる。2017年には、DRCの売上総利益率は大幅に上昇し、-9%から-2%に上げた。

2017年業績は急減した。上場タイヤ企業の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比7.03%増の8兆1,200億ドン、同比65.82%減の2,550億ドンに達した。業績の急減は原材料の価格が下げたことから来た。天然ゴム閣下ウは30~40%に引上げ、人工ゴムと黒炭の価格も急激に40~50%上昇した。

銘柄	2017年 の売上 高 (10 億ドン)	2016年 の売上 高 (10 億ドン))	% yoy	売上総 利益率	経営活動 による利 益率	2017年 の税引 後利益 (10 億ド ン)	2016年 の税引 後利益 (10 億ド ン)	% yoy
DRC	3,645	3,390	8.20%	12.50%	5.60%	166	419.51	-60.40%
CSM	3,517	3287	7%	12.30%	1.63%	55	261	-78.90%
SRC	934	909	2.72%	16.00%	3.70%	34.24	66.27	-48%

(ソース:財務諸表, BSC)

2018年の計画。ゴム価格が下げタイヤ消費量が増加すると期待しており、タイヤ企業は利益が回復する計画を設定した。2018年には、DRCは売上及び税引後利益がそれぞれ前年比22.6%増の4兆5,000億ドン、同比26.5%増の2,100億ドンに達するという計画を設定した。CSMは売上及び税引後利益がそれぞれ前年比8%増の3兆8,000億ドン、同比81%増の1,000億ドンに達するという計画を設定した。

投資観点

2018年には、ゴム値下がりラジアルタイヤの潜在的な成長が残っていることで、タイヤ企業の業績が好調になると期待された。しかし、現在、企業が高価で指定されること(P/E22x~27x、合理的なP/Eは21.1x)及び激しい競争性により、弊社は2018年タイヤ業に対して「中立」の評価を維持しております。

DRC – 観察 – 目標価格 31.215 VND/株 – Upside 4.1%

2017年にはDRCの業績が大幅に減少した。DRCの売上高と利益はそれぞれ前年比8.2%増の3兆6,690億VND、同比60.4%減の1,600億VNDに達した。2017年には、DRCは商品販売価格を上げたものの、同期の原料の値上がりをカバーできない。2017年にDRCの原材料価格は40%~50%上がった。消費量について、ビアスタイヤの消費量が前年比5.04%減となり、ラジアルタイヤの消費量が著しく前年比34.2%増の33万3,479台だった。ラジアルタイヤ生産量3分のうち2は輸出向け、国内販売価格より50%安くなったことで、赤字になった。2018年第1四半期にはDRCが製品販売価格を5%に上げたことで、DRCのタイヤ事業の利益率が改善された。また、2018年第3四半期からDRCの第2期ラジアル工場が稼動すると見込まれたことで、ラジアルタイヤの生産能力が2倍となり、2018年タイヤ消費量が48万台に達すると見込まれた。投資額は第1期の半分と相当したことで、減価償却費が30%~40%下がると期待された。そのために、BSCの評価では、ラジアルタイヤ事業の利益率と業績が改良されると思っている。2018年には、DRCは売上高、税引後利益がそれぞれ前年比22.6%増の4兆5,000億VND、同比26.5%増の2,100億VNDに達す目標を設定した。2018年に、VinachemがDRCにおける保有株式を売出して、保有率を36%に引き下げる。これは投資家の注意を誘致した。2018年4月3日では、P/E = 22.11x、P/B = 2.4xだった。

CSM – 観察

2017年には、CSMの売上高と税引後利益はそれぞれ前年比7%増の3兆5,170億VND、同比78.9%減の550億VNDに達した。原料が急増したことにより、利益は減少した(2017年の世界ゴム価格が前年比36%引上げた)。2017年には、CSMのラジアルタイヤ事業は1,300億VNDの赤字となった。現在、CSMは鋼鉄ラジアルタイヤ(TBR)と半鋼鉄ラジアルタイヤ(PCR)を集中している。2017年には、TBRタイヤの販売量は1ヶ月に8,000台であり、そのうち、輸出量は3,000台~5,000台であり国内販売価格より10%~15%低くなった。2018年に、TBRタイヤの販売量は1ヶ月に8,500台~9,000台に達すと期待された。2017年に、CSMの主なPCRタイヤ消費者であるTericoは20万台を買った、2018年には、100万台を買う予定がある。しかし、Tirecoへ販売価格が国内販売価格より20%低くなった。そのために、2018年には、CSMは国内企業に向けてPCR商品が優先される、とりわけTrường Hải会社やTNT会社やĐồng Bằng会社などCSMの顧客だ。残り分は輸出される。2018年には、自転車・バイクや自動車用タイヤの販売価格はそれぞれ5%、3%に上げる予定。2018年には、CSMは売上高と税引後利益がそれぞれ前年比8%増の3兆8,000億VND、同比81%増の1,000億VNDに達す計画を設定した。CSMの株価が2018年に3%上昇すると期待された。また、VinachemがDRCにおける保有株式を売出して、保有率を36%に引き下げる。これは投資家の注意を誘致した。2018年4月3日では、P/E = 22.11x、P/B = 2.4xだった。CSM株はP/E = 27.04x、P/B = 1.2xだった。

銘柄	2018年 の売上 高予測 (10億ド ン)	2018年 の税引 後利益 予測(10 億ドン)	2018年の EPS予測 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2017年 のROE	2017年の 配当	2018年 3月31 日の終 値
DRC	4,580	163	1,368	21.9x	2.44x	10.9%	30,000	31,215

(ソース: BSC research)

水産業[弱気]

- 2018年第1四半期の輸出額は前年同期比17.5%増の18億ドンだった。
- 原料が少なくなっていることにより水産価格は大幅に上がり、国内チャ魚は3万ドン/キロであり、最高値を記録した。
- 2018年1月1日以降、米国へ輸出される水産製品は米商業省のSIMPに監視されている。
- EUはベトナム水産製品に対し警告していた。

2018年第1四半期の輸出額は前年同期比17.5%増の18億ドンだった。具体的には、海老輸出額が前年同期比16.3%増の7億1,900万USDであり、チャ魚輸出額が前年同期比15.8%増の4億3,000万USDだった。3月には、顕著な成長率で中国はアメリカを越して最大のベトナムチャ魚輸入先になる。しかし、中国へ輸出は内外価格差の為、潜在リスクがあって競争性が激しくなっている。

2017年の業績。ベトナム水産業は米国のアンチ・ダンピング関税措置POR13の超高税率のせいで多くの困難がある。1キロの7.74USDの税率で各企業はアメリカ市場から欧州市場や中国市場にシフトしている。さらに、2017年に米国はファームビル法を正式に適用し始めた。これこそベトナムのチャ魚輸出が困難になっている。しかし、前回税率0%を享受した(POR12)VHC企業はPOR13でこの税率を享受し続けている。そのために、VHC、ANV、IDIなど少くなくの企業の業績は2017年に好調だった。

銘柄	2017年の 売上(10億 ドン)	% YoY	2017年 の売上総 利益(10 億ドン)	% YoY	2017年 の税引 後利益 (10億ド ン)	% YoY	P/E	P/B
HVG	15,515	-22%	1,080	-31%	-713	N/A	-2.44	0.51
VHC	8,151	11.6%	1,172	10%	605	7%	8.14	2.17
IDI	5,330	32%	647	94%	349	271%	7.36	1.13
ANV	2,949	4%	432	20%	142	647%	20.32	2.14
ACL	1,188	-8%	179	-6%	23	-4%	8.51	0.54
TS4	711	-10%	117	-3%	5	N/A	24.58	0.46
ABT	384	-9%	48	-36%	28	-42%	15	1.02
平均							11.64	1.13

(ソース:企業の財務諸表)

原料不足のせいでチャ魚の価格が上がる。メコンデルタでの気まぐれな天気の影響で魚の成長が遅くなって病気状態が続いている。また、利益が赤字でチャ魚の飼育が中止されて種魚量が不足になっている。そのために、原料チャ魚価格は著しく上がり、1キロの2万7,000VND~2万9,000VND 辺りで推移し、3万2,000VND に上げたこともあった。

2018年1月1日以降、米国へ輸出される水産製品は米商業省のSIMPに監視されている。SIMPプログラムはアメリカへ輸入される海産物を監視するため、海産物の13種類が適用される。そのために、夕乳条件はもっと厳しくなり、アメリカへマグロなど水産業輸出は困難を直面するだろう。また、海老商品がこのプログラムを取り入れられる可能性がある。

EUはベトナム水産製品に対し警告していた。ベトナムでの漁獲活動がIUUの規定を守らなかったから2017年11月に欧州連合はベトナム水産業にイエローカードを出した。EUのイエローカードを開放するために政府は2018年に水産業の精査を促進している。

投資観点

弊社は水産業に対し「弱気」の評価を維持しております。外国要素の依存及び輸出市場の技術的な障壁により影響されていることで水産製品の消費状況が安定していなかった。しかし、外国政策や仕入れについてアドバンテージでリーダー企業である VHC は成長の余地が残っていることで、投資家は VHC の動きを観察するべきだ。

銘柄	2018 年 の売上 (10 億ド ン)	2018 年 の税引 後利益 (10 億ド ン)	EPS F 2018	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE F 2018	2018 年 3 月 31 日の終 値	目標価 格
VHC	9,000	600	6,500	11.15	2.28	19.7	70,000	N/A
FMC	3,700	151	3,756	9.31	2.38	24.11	30,700	N/A

(ソース: BSC research)

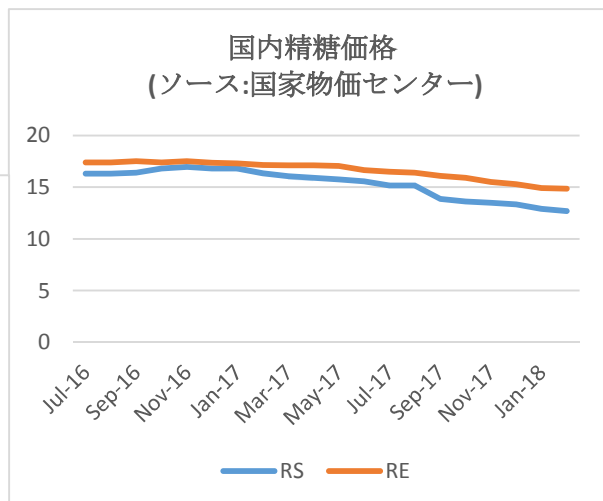
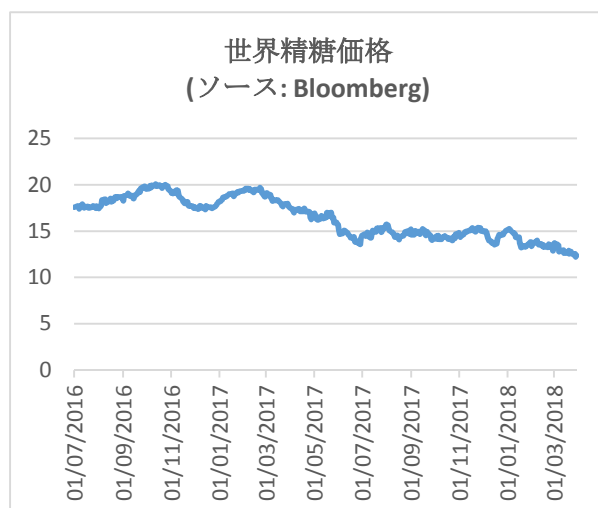
精糖業[弱気]

- 東南アジア国からの砂糖輸入割当は ATIGA 協定により 2018 年 1 月 1 日から廃止された。
- 2018 年 3 月 15 日までの砂糖生産量が前年同期比 3.3%増の 77 万 9832t に達した。
- 2017 年～2018 年度収穫初から国内砂糖価格は 10%～16%下がった。
- 弊社は精糖業に対して「弱気」の評価を維持しております。

東南アジア国からの砂糖輸入割当は ATIGA 協定により 2018 年 1 月 1 日から廃止された。これらの国からの砂糖輸入税率が 5%となっていることで、タイを中心にこれらの国からの砂糖輸入状態が好都合になった。しかし、年始から国内砂糖価格が大幅に下がっており、消費量の成長率が減少していることで、砂糖輸入量があまり上がっていない。タイ税関の統計によると、2017 年～2018 年度収穫の 8 ヶ月におけるベトナムに原糖と RS 砂糖の輸出量はそれぞれ 3 万 8,066t(同期の 48.4%と相当)、7 万 1,060t(同期の 63.7%)だった。

2018 年 3 月 15 日までの砂糖生産量が前年同期比 3.3%増の 77 万 9832t に達した。サトウキビの買取値は 80 万～110 万 VND/トン辺りで推移し、前収穫比 15 万～20 万 VND に下げた。2018 年 2 月末の時点で砂糖在庫は 38 万 7,379tだった(同期より対等)。

2017 年～2018 年度収穫初から国内砂糖価格は 10%～16%下がった。国際糖業機関(ISO)の予測によると、2017 年～2018 年収穫の砂糖供給の余りが 515 万tに達す可能性があり、この状態が今回の収穫までに続く可能性があるため、砂糖価格が上がりにくい。



収穫前半に糖業企業の業績は精糖業の一般的な困難状態を反映した。年始からの砂糖

の卸価格が 10%～16%下がり、消費量が低くなったことにより、精糖企業が困難を直面した。SBT の場合は BHS と合併したことのおかげで売上高と税引後利益は前年同期比それぞれ 160%、50.1%増加したが、売上総利益率は著しく 13.8%から 11.4%まで下がった。他方、SLS の場合、消費量が 3.2 倍上がったことで売上高が前年同期比 159%増加したが、

売上総利益率が大幅に 43.9%から 28.3%まで減少し、税引後利益が前年同期比 83%増の 577 億ドンに達した。

銘柄	2017年～ 2018年収 穫上半期の 売上高(10 億ドン)	% YoY	2017年 ～2018 年収穫 上半期 の売上 総利益 率	2016年 ～2017 年収穫 上半期 の売上 総利益 率	2017年～ 2018年収 穫上半期 の税引後 利益(10 億ドン)	% YoY	12ヶ月の EPS(VND/ 株)
SBT	5,464	160%	11.4%	13.8%	264	50.1%	1,404
LSS	476	-44%	15.3%	19.0%	12	-84.6%	0
SLS	245	159%	28.3%	43.9%	58	83.0%	16,905
KTS	176	418%	2.0%	22.9%	0	-99.8%	7,075

(ソース:財務諸表, BSC research)

投資観点

弊社は、以下の要素により 2017 年～2018 年度収穫下半期における精糖業に対して「弱気」と評価しております。

- (1) 2017 年～2018 年収穫における国内供給需要過剰は 56 万tに達す見込みがある
- (2) 精糖価格は引き続き下落傾向があり、次の収穫までに回復する可能性が低い。
- (3) 消費状況は東南アジア国から安値がある輸入砂糖を待っている心理により遅くなり、輸入液糖需要が上昇傾向がある。
- (4) 砂糖の密輸入はまだ嚴重に管理されていない。

SBT- 観察

2017 年～2018 年度収穫の業績: 2017 年～2018 年度収穫第 3 四半期までの砂糖消費量は 45 万 2,148t、年間計画の 73%を達成し、そのうちに国内消費量が 85%を占めり、主に B2B チャンネルを通じる販売された。在庫は 2018 年 3 月末の時点で 15 万t(2017 年の同期の 25 万 5,000t)だった。

株主構成変更: BHS と合併してから株主構成は大きく変更した。現在、株主構成が濃厚になり、Thành Thành Côn グループのメンバー社(Thành Thành Công 投資株式会社、Global Mind Việt Nam 株式会社、Betrimex(*)-Global Mind Việt Nam 株式会社と Betrimex の合併前)は資本金 50.95%を占めている。自社株の 8,300 万株(資本金の 15%)を含む場合には SBT での内部保有率が資本金の 65%となった。

銘柄	2018 年の売上	2018 年の税	EPS F	P/E F	P/B F	ROE F	2018年3月 31日の終値	目標価 格
----	--------------	-------------	-------	-------	-------	-------	-------------------	----------

引後利益								
SBT	8,659	576	1,084	19.2	1.8	11%	17,600	17,350
LSS	1,992	59	841	10.7	0.4	7%	9,060	N/A

(ソース: BSC research)

利用規約

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:
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecur
Bloomberg: **BSCV <GO>**

