2019 年セクターの展望

科目

2019 年のセクター別の投資戦略 1
1. 2019 年の投資テーマ 3
2. 2019 年のセクターに影響する国内外情勢及び政策 8
3. 各業種の経済サイクルと見通し 11
4. 2019 年セクター別の展望 14
5. 2019 年の注目銘柄 23
2019 年の各セクターの投資展望 25
損害保険業[有望] 25
港湾業[有望] 27
IT 業[有望] 31
繊維・アパレル業[有望] 34
電力業 [有望] 40
消費財業 [有望] 44
不動産業 [中立] 48
石油・ガス業 [中立] 53
医薬品業[中立] 58
タイル業 [中立] 61
銀行業 [中立] 64
プラスチック業 [中立] 69
肥料業 [中立] 72
タイヤ業 [中立] 76
鉄鋼業 [中立] 79
水産業[中立] 82
海運業 [中立] 85
建設業[中立] 87
天然ゴム業 [弱気] 90
精糖業 [弱気] 93
セメント業[弱気] 96

2019 年のセクター別の投資戦略

2019 年の世界経済は、米中貿易戦争の影響及び EU と米国の金融引き締めの兆候のため、成長率が減速すると予想されている。Goldman Sachs の予測によると、世界経済の成長率が 3.5%だけに達して、2018 年の 3.8%より下落する。この貿易戦争は、主要地域や国々の不安定により世界の成長に悪影響を及ぼすだけでなく、金融・商品市場に予測不可能な変動を引き起こします。そして、これは世界的な投資の流れを妨げ、経済間の深いギャップを生み出すだろう。米国では、金融政策が引き締め、金利が 2019 年に 2 回 0.25%上昇すると予想される。ユーロ圏経済について、ECB は年末に貸借対照表を縮小し始め、2019 年末に金利を引き上げる予定がある。中国は貿易戦争の背景で経済政策を運営する困難に直面している。

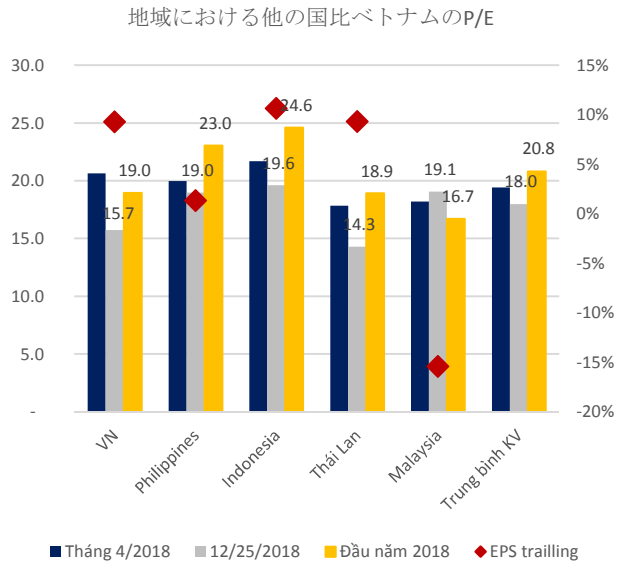
OECD の予測によると、米国経済では、GDP（国内総生産）が 2.7%に達して 2018 年の 2.9%～3.0%よ下落し、失業率が 3.5%～3.7%を維持して 2018 年と同じである。インフレ率は上昇傾向が出る、2019 年に 2.2%と見込みだが、まだ FED の 2%範囲内で維持される。米国では、雇用の伸びは鈍化しているが、消費の成長率はまだ安定して、労働市場が厳しくなっている背景での昇給率に支えられている。2017 年・2018 年に発行された財政刺激策はまだ経済に影響を与えているが、2019 年に弱まる。現在、トランプ大統領は、原油価格を低水準に留まるという政策を実行して、配送・生産費を減らして、米国の国内経済の成長を促進している。原油価格は各国のインフレ率に大きく影響する可能性がある。そのため、原油価格が下落して安定することは今後のインフレ率を安定なレベルに留めるだろう。

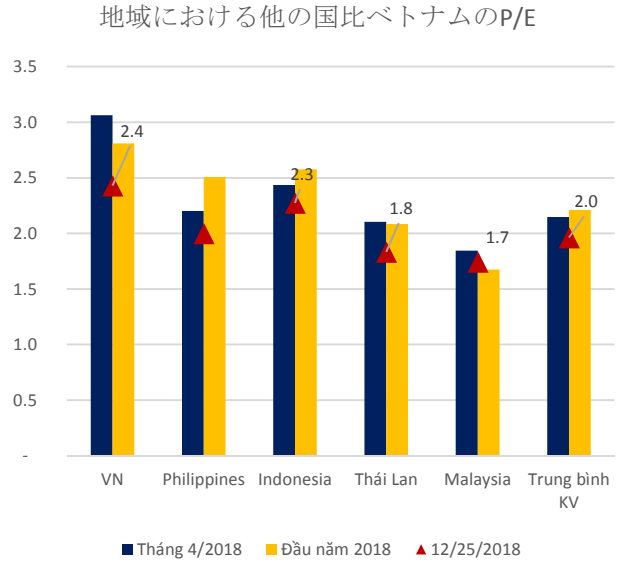
貿易戦争の拡大の背景で、中国の経済はまだ堅実である、2018 年第 3 四半期の成長率は 6.5%だけに減少した。OECD の予測によると、中国の 2018 年 GDP が 6.6%と見込みだ。しかし、2019～2020 年、景気後退が出た時、成長率が減速するだろう。中国の PMI 指数は受注の増加及び生産量の減少を示した。経済成長率の減速はインフラ投資の削減を反映した。政府の債務はより厳格に管理されているが、債券発行と新規プロジェクトにより再び増加するだろう。中国の PMI が 50 を下回った場合、それは国の景気後退の最初のシグナルである。世界経済統合の傾向により、中国の不況はベトナムを含むアジア国々に悪影響を及ぼすだろう。

短・長期における米中貿易戦争の影響。2018 年下半期、国内外の証券市場が大きく変動した。これは主にマクロ要素から来た。具体的は（1）米国証券市場の“ベアマーケット”に入ること；（2）中米貿易戦争；（3）経済成長の鈍化である。BSC の評価によると、ベトナムは短・中期の好影響を得ているが、貿易戦争が長期にわたる続いたら、リスクが徐々に増加するだろう。短期的に、繊維、水産、木材、コンピューター＆電子機器などは、中国への米国の課税によるギャップを埋めるために、米国市場における市場シェアを拡大することができる。中期的に、中国からベトナムへ生産と資本をシフトする傾向は 2018 年末に形成された、それで 2019 年に多くの利点を利用して強まるだろう。その利点は、（1）人件費と生産コストが低い；（2）貿易戦争による関税障壁と貿易障壁の回避；（3）政府優先政策及び安定した政治情勢である。しかし、留意するべき問題は 2 つがある。（1）ミクロについて、国内企業は、今回のチャンスを利用し

なければ、新規参入企業からの競争圧力が高まるだろう。(2)マクロについて、経済の開放度が高い、輸出入額/GDP の率が 196%に達し、東南アジアの 5 カ国の平均 79%、中国の 36%より高かった。従って、世界、特に米国と中国の経済成長が長期的に鈍化する場合、ベトナム経済は悪影響を得るだろう。

市場には大幅な割引を行う期間があったため、価格がより安くなり、2019 年の予想されるリスクが部分的に反映された。2018 年 12 月 25 日まで、VN インデックスの平均 P/E は 15.7xであり、地域の平均 P/E の 18.0xより低かった。BSC の評価によると、年初から現在までの激しい変動の期間に、VN インデックスが大幅な割引を行ったので、価格が前より安くなった(2018 年年初が 19.0x、4 月のピークの平均が 20.6xだった)。また、2019 年の予想されるリスクが部分的に反映された。更に、新興市場における、成長率は最も高くて、ベトナム市場のハイライトになった。ブルームバーグのデータにより、2018 年 9 月まで、VN インデックスの 12 ヶ月の成長率は 9.4.%増となり、企業収益は前年同期比 24%増となった。BSC の予測によると、BSC がレポートを発行される企業の 2019 年 EPS は 2018 年より 9.8%増となる。





ソース: Bloomberg, BSC Research

ベトナム – 株式市場はアップグレード基準を満たすために、品質の改善を続けている。市場の変動幅が非常に大きくなっから、2018 年は多くの投資家にとって、困難な時期になった。2018 年 12 月 31 日まで、VN インデックスの成長が 2017 年よりマイナスとなった。(1)中米貿易戦争の未知数;(2)ベトナム経済が直面する多くの困難により、BSC は VN インデックスを 800.3～1265.6 の大きな幅で推移して、2019 年末に 1,050 で引けると予想している。

しかし、証券法を早く承認して、2019 年より実施することは、ベトナム市場での品質を改善する。MSCI および FTSE Russell のアップグレードの基準を満たすために、株式市場の質や量は次第に変化している(大型株の上場、上場移行、売却が加速される)、また、新製品(ワラント)も出る。VN インデックス及び VN30 のランキングに影響する企業の時価総額も多く変化して、低

い金利で立ち往生される様々な個人投資家を引き付ける。また、海外機関投資家はベトナムの成長可能性に段々に確信している。

2019 年の証券市場は 2013 年～2018 年より変動して明暗を分ける可能性がある。世界経済の不確定要素が多いし、投資家の信頼感が前ほど強くない、そのため、短期的な予測はより困難になる。従って、忍耐強く、慎重で、長期的な投資志向の準備が十分に整っている投資家だけは、チャンスを得られる。

1. 2019 年の投資テーマ

投資家の長期的な投資戦略に役立てるように、BSC は毎年の投資チャンスを総合的に分析し、各投資テーマにまとめていた。2019 年には、BSC はまだマクロ経済を「有望」、市場全体を「慎重」と評価している。今年の投資テーマが以下の通り。

第 1 のテーマは、外資誘致及び市場アップグレードの期待。2019 年に最も期待されているのは MSCI の市場アップグレートである。それから、外国投資のキャッシュフローを誘致することができる。改正証券法の承認によると、新興市場のアップグレードが促進されるだろう。改正証券法は 2019 年 6 月に審議される。2019 年 11 月にうまく承認された場合には、ベトナム市場は 2020 年 6 月からの MSCI の初歩ウォッチリストに入るだろう。

ポジティブなシナリオでは、ベトナムは 2019 年或いは 2020 年に FTSE Russell の二次新興国市場にアップグレードされる可能性がある。他方、アルゼンチン及びクウェートが 2019 年 6 月に正式にアップグレードした時、i シェアーズはベトナム市場への投資の割合を増やす。そのため、BSC の評価によると、2019 年に、市場は外国人投資家からの新しい資本を受ける、主には大型株、売買高が高い株式、外国人保有枠の上限値に迫っていない株式である。代表的には VN30 である。

第 2 のテーマは、時価総額が大きい銘柄は 2019 年第 1 四半期に VN30 に入るにより、VN30 構成銘柄の入れ替わりは 2019 年の VN インデックスに大きく影響する。2018 年に、VHM、HDB、TCB、TPB、BSR、OIL、POW など多くの大型株は新規上場、IPO、上場移行を行われた。これらの銘柄は時価総額が大きいが、基準を満たしていないため、まだ VN30 に入っていない。そのため、市場と比べて VN30 の割合は 2018 年に 2017 年の 67.6%から 63.9%に下がった。

しかし、2019 年に、大型株が VN30 に入った時、VN30 の影響は段々に大きくなる。VN30 ETF は、

外国人投資家が外国人保有枠の上限に到達した銘柄にアクセスするための架け橋と見なされている。そのため、VN30 構成銘柄の入れ替わりは市場に大きく影響する。他方、投資家は VN30 指数の規定の修正及びポートフォリオの定期的なリバランスに留意するべきだ。

他方、2019 年、市場アップグレードを見越して VN30 をシミュレートする ETF の外国投資資本は、VN30 を積極的に動けて、VN インデックスに大きく影響することを支援する要素である。2019 年第 1 期に、VN30 に組入れ基準に基づいて、BSC は、VHM、HDB、EIB、TPB が VN30 に追加され、HSG、DHG、DPM、BMP が除外されると予測している。

第 3 のテーマは、2018 年計画が達成しなかったので、新規上場、IPO、上場移行の 2019 年計画がもっと促進される。2018 年 9 月まで、44 社のうち 18 社のみは 2018 年に株式会社化の可能性がある。株式会社化の計画と比べて、これはよく遅れた。2019 年に株式会社化される企業の数は 18 社だと見込みだ。具体的には、ベトナム石炭鉱産グループ、ベトナム化学グループ、ベトナム郵便通信グループ、北部食糧総公社、ベトナムのコーヒー総公社、ベトナム農業農村開発銀行である。

プラス面では、現在、これらの会社は、株の初売り(IPO)後の 90 日以内に上場審査基準をクリアーし、Upcom に上場する。この形で、国内外の投資家に注目され、資金調達のチャンスが高まる。しかし、IPO が急増した場合、上場市場でのキャッシュフローも分散される。

また、Upcom に上場している銘柄または HNX 市場や HSX 市場に上場移行する銘柄は引き続き重要な傾向である。具体的には、POW、HVN、BSR、AVC など上場移行する銘柄;OIL、VEA、VTP など大型株である。このような動向は証券市場の成長の原動力となる。

2018 年内に新規上場企業

順番	社名	銘柄	落札株数(100 万株)	新規上場価格
1	ビンソン製油石化株式会社	BSR	241.5	22,400
2	ベトナム石油ガス電力総公社	POW	491.4	14,900
3	ベトナムのオイル総公社	OIL	206.84	20,200
5	ベトナム動力農業機械総公社	VEA	未回収	27,600
7	ベトナムゴム工業グループ	GVR	100.7	13,000
8	ハノイ貿易株式総会社	HTM	75.9	12,900
9	南部食糧総公社	VSF	114.8	10,100
10	第 3 発電総公社	PGV	7.45	24,800

ソース: BSC Research

第 4 のテーマは大企業における政府の資金回収からの投資チャンス。決定文書第 1232 号/QD－TTg によれば 2018 年に 181 つの企業が資金を回収するが、実際には 2018 年9ヶ月に 18 つの企業のみが資金を回収した。2018 年に、OIL、BSR、VCG、POW の資金回収よりの 12 億 3,000 万 VND だけを収めた。2019 年に資金回収を促進されて、予算の財政的圧力を軽減する大企業は VEAM、DVN、VGC、ACV、DPM、DCM、SJS、PVI などである。

他方、2019 年に Vinachem グループでの企業における保有率を 36%～51%に引き下げる情報に対して、留意するべきだ。具体的には、PAC、LIX、NET、BFC、SFG(保有率が 51%から 36%に下がった)、CSV(保有率が 65%から 51%に下がった)など化学薬品業界の会社;DRC、CSM、SRC(保有率が 51%から 36%に下がった)などタイヤ業界の会社である。

政府が 2019 年出資金を回収する企業

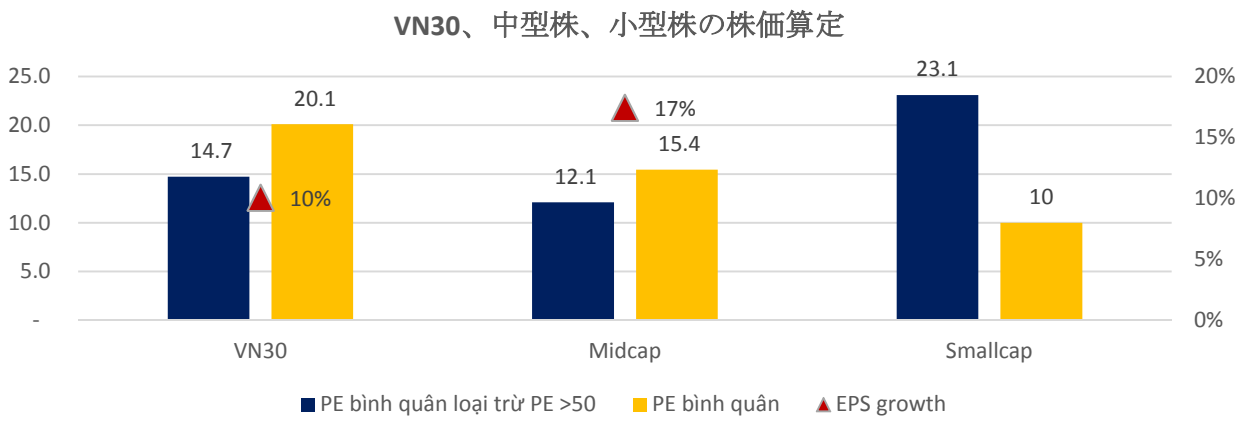
順番	社名	現在の政府の保有率	2019 年売出比率
1	ビグラセラ株式総公社	53.97%	53.97%

2	ベトナム化学グループ	100.00%	65%未満
3	ベトチ化学株式会社	68.50%	51%
4	南部基本化学式会社	65.00%	51%
5	ネット洗濯洗剤株式会社	51.00%	36%
6	LIX 洗剤株式会社	51.00%	36%
7	ドックザン化学洗剤株式会社	9.24%	0%
8	ベトナム郵便通信グループ	100.00%	65.00%
9	北部食糧総公社	100.00%	75%未満
10	ベトナムペトロ保険総公社	35.47%	0%
11	ベトロベトナム化学肥料社	59.59%	51%未満
12	ペトロベトナム・カマウ肥料株式会社	75.56%	51%未満
13	ビンディエン肥料株式会社	65%	36%未満
14	南部肥料株式会社	65.05%	36%未満
15	ベトナム石油ガス電力総公社	51%	51%未満
16	ダナンゴム株式会社	51%	36%
17	カスミナタイヤ株式会社	51%	36%
18	サオバンゴム株式会社	51%	36%
SCIC の企業			
19	ベトナム繊維・衣料総公社	53%	53.5%
20	ベトナム鉄鋼総公社（商工省）	100%	57.9%
21	建設・輸入総合株式会社（商工省）	100%	60,17%
22	ベトナムプラスチック株式会社（商工省）	100%	64,65%
23	ベトナム水路建設株式会社（交通運輸省）	100%	36,62%
24	第5土木建設株式会社（交通運輸省）	100%	40,00%
25	第 8 土木建設株式会社（交通運輸省）	100%	18,42%

ソース: BSC Research

第 5 のテーマは、中型株が 2019 年に他のシナリオにより注目される。政策変更、貿易戦争、貿易協定からの恩恵を受ける銘柄は、安値になっている。2018 年に、すべての中型株の業績は VN インデックスほど好調ではなかった。但し、2018 年第 3 四半期からの業績の改善は、中型株と VN インデックスのギャップを縮小した。また、BSC の評価によると、貿易戦争、貿易協定からの恩恵を受ける企業の中では、業種のリード銘柄は殆どに中型株である。例えば、TCM、TNG、VGT など繊維業、VHC、MPC など水産業、PTB など木材、KBC、NTC、LHG など工業団地、DRC、CSM、BFC、DGC、CSV など Vinachem の資金回収の銘柄グループである。中型株の平均 P/E が 15.4xだった。P/E が 50xである株式を除いたら、中型株の平均 P/E が 12.1xだった。そのうち、VN30 の平均 P/E が 14.7xだった。P/E が 50xである株式を除いたら、中型株の平均 P/E が 20.1xだった。また、中型株の平均 EPS は前年比 17%増となり、VN30 の平均 EPS は前年比 10%増となった。これは、中型株の価格が業績の改善と資金回収により魅力的になることを示した。2019 年に、中型株がよく注目されるだろう。

肥料業界は 5%の VAT 税率の承認を待ち続けている。2019 年 6 月に国会に提出される予定がある。承認されれば、肥料会社は税金の取り戻しで、投入コストを削減することができる。これにより、売上総利益率が改善されるだろう。BSC の評価によると、恩恵を受ける企業は DPM、DCM、LAS、SFG、DGC である。



ソース: *Bloomberg, BSC Research*

第 6 のテーマは、配当率が高くて成長が安定している保守的な銘柄は、危険性が高い期間に安全な選択肢になる。複雑な世界情勢の背景では、配当率が高くて国内需要が安定している保守的な銘柄（電力、小売、消費など）は 2019 年の安全な選択肢になる。国家金融監督委員会によると、ベトナムの 2018 年 GDP の成長率が 7%に達して、過去 10 年間での最高レベルである。BSC の評価によると、2019 年 GDP は下落するが、高水準である 6.7%に達せるだろう。他方、東南アジアの中流階級が最も成長して、2016 年～2020 年に 18.5%に達して、保険業や小売業（PNJ、MWG、FRT、DGW）や消費（VNM、MSN、SAB）の成長のための確固な基盤になるだろう。

2019 年の電力消費の成長率は引き続き 10%以上と見込まれ、発電所の成長原動力とである。エルニーニョ現象が戻る可能性が高いので、火力発電企業の業績が改善されるだろう。主には（1）発電容量の増加；（2）売電価格の上昇；（3）貸付金の減少から来た。高い電力需要も、送電プロジェクトや変電所における公共投資活動を後押しする。これは、GEX、PC1 など電気設備・建設企業のチャンスである。特に、過去 2 年間に、多くの電力産業プロジェクトが延長されていた。

第 7 のテーマは、公共投資が 2019 年に推進される政府の主要計画。財務省の 2019 年国家予算見積もりによると、政府は開発投資に 86 兆 4,000 億 VND を費やすと予想している。注力される 2 つの業界は以下の通り。

- 交通運輸省：2019 年の総支出額は前年比 46.4%増の 41 兆 1,710 億 VND と推定され、投資総額の 47.7%を占める。2019 年、交通運輸省は 6 つの提案を提供して、輸送インフラを改善して、国家主要プロジェクトを促進する。特には Long Thanh 空港、北南高速道路である。
- 農業・農村開発省：総支出額は 15 兆 VND と推定され、投資総額の 17.3%を占める。

前述の電気設備・建設業のほかに、BSC も建設材料（HT1）、建設石（KSB、CTI）、インフラ構築（CII、VCG）を高く評価している。これらの企業はインフラ構築プロジェクトに参加し、原材料を提供している。

2. 2019 年のセクターに影響する国内外情勢及び政策

国内外の情報や法律の改正・修正及び FTAs の進展は証券市場と各企業に様々な影響を与える。BSC は 2019 年の注目内容を次のようにまとめた:

順番	情勢や各政策	有効日	影響	影響度	2018 年 12 月 25 日の状態
	国際情勢及び各政策				
	金融政策				
1	FED:金利の引上政策、米ドル高		マイナス	超強い	影響中
2	PCB:中国経済成長が減速する(RMB 安)		マイナス	超強い	影響中
3	ECB: 金融引き締め政策(ユーロ高)		マイナス	強い	影響中
4	GBP:Brexit でポンドが安となり	29/03/2019	マイナス	強い	影響中
5	原料価格の下落(原油、鋼鉄、ゴム)		絡み合い	超強い	影響中
	地域のマクロ政策				
6	米中貿易戦争	03/01/2019	絡み合い	超強い	影響中
8	トラムプ大統領の経済政策	20/01/2017	絡み合い	超強い	影響中
11	フランス大統領の経済政策	05/07/2017	プラス	強い	影響中
7	ロシアと西洋の緊張関係		マイナス	適当	影響中
12	アジア経済のポジティブな成長		プラス	強い	影響中
13	タイ総選挙	24/02/2019	絡み合い	弱い	まだ影響していない
9	G7 首脳会談	25-27/06/2019	絡み合い	適当	まだ影響していない
10	G20 首脳会談	28-29/06/2019	絡み合い	適当	まだ影響していない
	国内情勢及び各政策				
	法律改正				
1	公共投資法の改正		絡み合い	強い	まだ影響していない
2	投資法、事業法の改正		プラス	強い	まだ影響していない
3	証券法の改正		プラス	適当	まだ影響していない
5	経済特別区の法案の議決		プラス	強い	まだ影響していない
4	ベトナムが FTSE Russell の二次新興国市場にアップグレードする		プラス	強い	まだ影響していない
8	国有企業の株式会社化の強化		中立	適当	影響中
9	所有省庁、SCIC よりの資本回収		プラス	超強い	影響中
	金融政策				
6	米ドルの為替レートの上昇		マイナス	超強い	影響中
7	公債の高額な残高		マイナス	強い	影響中
10	FDI、PMI、外貨準備金、貸付、輸入出の成長		プラス	適当	影響中
	自由貿易協定				
1	跨太平洋夥伴全面進歩協定(CPTPP)(*)	14/01/2019	マイナス	強い	まだ影響していない
2	EU・ベトナム自由貿易協定	2019	プラス	強い	まだ影響していない
3	RCEP ASEAN	交渉中	プラス	強い	まだ影響していない

ソース: BSC Research, (*)TPP はカナダ抜きで署名される可能性が高い

世界経済日程

月	日	ベトナムの出来事	日	国際の出来事
1	17	先物取引契約の最終期限	29-30	FED 会議、金利・金融の政策の発表。

	18	ETF VN30 のレビュー	24	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表。
	25	ETF VFM VN30 のポートフォリオの変更		
	20	第 4 四半期業績報告書の提出期限の締切日		
2	4-8	旧正月の連休	24	タイ総選挙
	21	先物取引契約の最終期限		
	28	Ishare MSCI レビュー		
3	1	米中貿易戦争：中国製品の 2,000 億 USD に課されている 10%の関税率を 25%に引き上げる	21-22	ETF VNM、ETF FTSE のレビュー
	21	先物取引契約の最終期限	25-29	FTSE の市場ランキング
			7	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表。
			19-20*	FED 会議、金利・金融の政策の発表。
			29	英国の EU 離脱
4	15	フン王の命日	10	ECB 理事会
	18	先物取引契約の最終期限	4～5 月中	インド総選挙
	20	第 1 四半期業績報告書の提出期限の締切日	4 月 30 日～5 月 1 日	FED 会議
	19	ETF VFM VN30 のポートフォリオの変更		
	29-30	南部解放記念日		
	30	アンニュアルレポートの提出期限の締切日		
5	1	メーデー		
	16	先物取引契約の最終期限		
	31	Ishare MSCI レビュー		
	5月中	第 9 回党中央会議		
6	21-22	ETF VNM、 ETF FTSE のレビュー	6	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表。
	20	先物取引契約の最終期限	18-19	FED 会議、金利・金融の政策の発表。
	6月中	国会会議	20	MSCI の市場ランキング
			28-29	G20 首脳選挙
			6 月中	デンマーク総選挙
7	18	ETF VN30 のレビュー	25	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表
	18	先物取引契約の最終期限	30-31	FED 会議、金利・金融の政策の発表
	19	ETF VFM VN30 のポートフォリオの変更		
	20	第 2 四半期業績報告書の提出期限の締切日		

8	15	上半期業績報告書の提出期限の締切日	25–27	G7 首脳会談
	15	先物取引契約の最終期限		
	30	Ishare MSCI レビュー		
9	1	建国記念日	12	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表
	18–19	ETF VNM、ETF FTSE のレビュー	17–18*	FED 会議、金利・金融の政策の発表
	19	先物取引契約の最終期限	23–27	FTSE の市場ランキング
10	17	先物取引契約の最終期限	24	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表
	18	ETF VFM VN30 のポートフォリオの変更	27	アルゼンチン総選挙
	20	第 3 四半期業績報告書の提出期限の締切日	29–30	FED 会議、金利・金融の政策の発表
	10 月中	第 10 回党中央会議		
11	21	先物取引契約の最終期限		
	29	Ishares MSCI レビュー		
	11 月中	国会会議		
12	19	先物取引契約の最終期限	10–11*	FED 会議、金利・金融の政策の発表
	20–21	ETF VNM、ETF FTSE のレビュー	12	ECB 理事会、金利・金融の政策の発表

ソース: BSC Research

3. 各業種の経済サイクルと見通し

2018 年内に、(1)貿易戦争、(1)原油価格の急変、(3)FED の金融引締政策など不安的なマクロ要素は、ベトナム経済に好影響を及ぼした。インフレ率の上昇傾向、債券価格の下落、短・長期金利の上昇、2018 年 4 月の株価ピークは、**ベトナム経済の高度成長の後期**を示した。

経済サイクル	インフレ率	経済政策	市場の状態
復旧 の初期 (Initial Recovery)	インフレ率が低下する	刺激	短期金利は下がる、長期金利が底につく 債権はピークになる 株価は上昇し始める
高度成長の前期(Early Upswing)	経済成長が好調が、インフレ率が下がる	刺激を手加減	短期金利は上がる長期金利は底につくか、上昇するか。 債券は下がり始める 株価は上昇する
高度成長の後期 (Late Upswing)	**インフレ率が上がり始める**	**引き締め**	**短・長期金利は上がる 債券は下がる 株価はピークで移動する**
減速期 (Slowdown)	インフレ率が上がる	引き締めを手加減	短・長期金利はピークになり、低下し始める。 債券は上昇する。 株価が低下する
後退期 (Recession)	インフレ率がピークになる	緩和	短・長期金利は低下する。 債券は上昇する。 後退期末に株価が上昇し始める。

ソース: BSC Research

BSC の予測では、2019 年の GDP 成長率が 6.7%に達す(2014 年～2017 年の平均 6.4%より高い)。これは、輸出入と個人消費の成長率が 10%以上に達したのから来た。為替レートが引き続き制御され、変動幅が低水準で安定になる。BSC の評価によると、2019 年の為替レートは 1.7%～3%の辺りで移動するだろう。為替レートに影響する要素は、(1)貿易戦争の状況;(2)人民元の切り下げ率;(3)FED の利上げである。2019 年の貿易黒字は 76 億 7,000 万 USD になって、2018 年の 78 億 7,000 万 USD より若干に減少する。

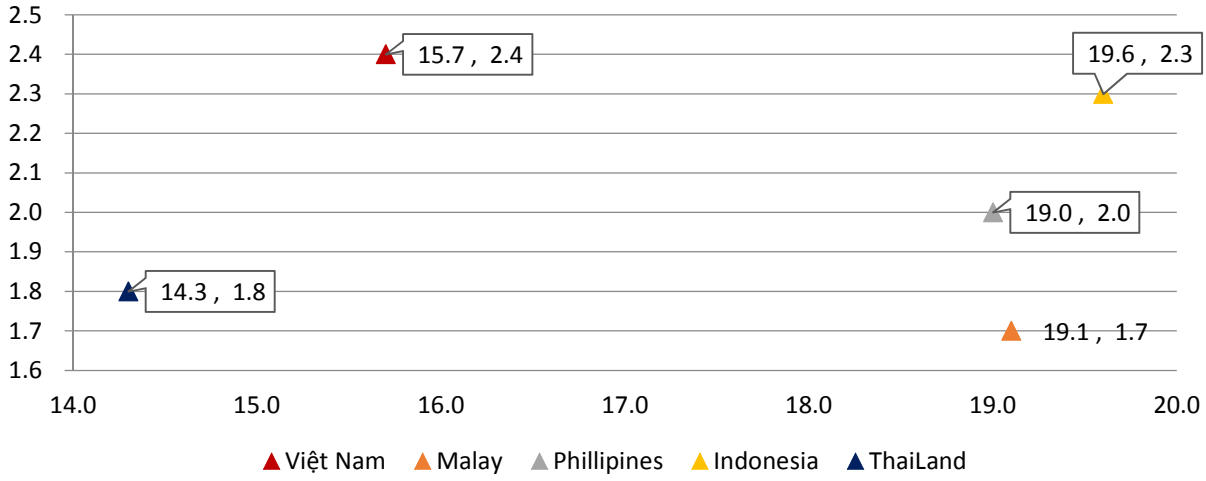
1)Brent の原油価格が 65～68USD/バレルで維持される;(2)FED と ECB が金融政策を引き締める;(3)電気料金、食品、医療サービス、教育サービスの価格が上昇する、そのため、2018 年のインフレ率が 4.0%と見込みだ(2018 年:3.5%、2017 年:3.6%)。2019 年の金利が上がる。(1)FED が金利を 0.25%から 2.5%に引きあがる、その後、金利を 2 回引き上げる。これはベトナムの金利に圧力をかける。(2)銀行間金利の高水準が市場の預金金利に圧力をかける。(3)通達第 19 号/2017/ TT-NHNN が 2019 年 1 月 1 日から、短期資金での長期貸付比率を 45%から 40%に引き下げる。現在のベトナムと世界のマクロ経済情勢によると、BSC は、株投資の収益性が他の投資より高いと考えている。しかし、潜在的なリスクのため、投資家はマクロ状況を観察し、取引戦略を練るすべきだ。業種のリード銘柄、基本的な銘柄、競争

的な銘柄、成長の可能性がある銘柄、貿易戦争の恩恵を受けている銘柄、資金回収の銘柄は引き続き国内外のキャッシュフローの焦点である。

地域の証券市場との比較

PE、PB での比較では、ベトナム証券市場は地域と比べ、合理的である。それに、国有企業の株式会社化の促進や成長性や市場アップグレードの可能性からの投資チャンスを分析すれば、ベトナムは非常に魅力的な市場である。しかし、業種別で比較すれば、利益性が異なる。インドネシア、マレーシア、フィリッピン、タイランドのアセアン地域国の中間値と比較すれば、ベトナム証券市場は割安になっている。

ベトナムと地域の PE、PB の比較



ソース: Bloomberg, BSC Research

国別の各セクターの PE、PB

	ベトナム		中間値		インドネシア		マレーシア		フィリッピン		タイ	
	P/E	P/B	**P/E**	**P/B**	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
金融	15.8	1.4	**16.9**	**1.5**	36.9	1.8	15.5	1.3	17.1	1.8	16.7	1.2
消費財	16.9	1.6	**22.6**	**2.5**	24.5	3.2	26.1	7.5	18.8	1.8	20.7	1.5
工業	22.7	1.1	**20.8**	**1.8**	17.2	2.0	24.2	2.0	17.5	1.6	50.3	1.6
石油・ガス	11.2	1.2	**12.0**	**1.1**	11.9	0.6	24.0	4.3	8.2	0.8	12.1	1.3
サービス	11.9	1.9	**24.0**	**3.2**	372.5	2.8	20.1	4.2	27.4	3.6	20.7	1.5
基本資材	26.3	0.8	**13.8**	**1.8**	14.1	1.4	18.6	2.9	10.5	2.2	13.5	1.1
公共	10.5	1.6	**16.6**	**2.0**	9.0	0.9	20.9	1.6	12.4	2.4	24.0	5.2
テクノロジー	12.0	1.5	**31.8**	**2.4**	43.4	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	20.2	1.5
健康	18.9	1.8	**31.0**	**3.1**	23.8	3.1	333.5	2.1	n/a	n/a	31.0	3.7
通信	7.8	2.1	**23.8**	**3.4**	29.8	2.8	23.8	3.5	23.8	3.5	15.0	3.3

ソース: Bloomberg, BSC Research

4. 2019 年セクター別の展望

損害保険業—有望

2018 年のポジティブな展望によると、BSC は損害保険業の投資見通しを**「有望」**と評価している。(1)利上げが金融利益を改善する;(2)健康保険と資産保険が成長している、(3)技術導入は販売・管理コストを削減して、活動効率を改善する。しかし、成長率が顕著に上昇すらず、資金回収と株式保有率の引き上げの時にだけ、保険会社の見通しが大きく改善するだろう。業種のリード銘柄の価格がかなり安くなる場合は、投資家は中・長的に購入するべきだ。

買い注文を推奨する銘柄:PVI、BMI

港湾業—有望

EU・ベトナム自由貿易協定(EVFTA)及び跨太平洋夥伴全面進歩協定(CPTPP)はベトナムの輸出入を促進する、そのため、BSC は港湾業の投資見通しを**「有望」**と評価している。他方、港湾サービスの価格枠を引き上げる新しい通達も、企業の 2019 年収益を支える。

買い注文を推奨する銘柄:VSC

「観察」を推奨する銘柄:GMD

テクノロジー業ー有望

BSC は IT—通信の投資見通しを**「有望」**と評価している。ソフトウェアの輸出と通信サービスの成長可能性で、FPT と CMG の見通しが有望になっている。他方、ベトナムの IT 企業の株価が地域の同業他社より魅力的である。

買い注文を推奨する銘柄:FPT

「観察」を推奨する銘柄:CMG、VTP

繊維業—有望

世界と大規模輸入市場における繊維需要及びベトナム繊維業の利点を分析したら、BSC は 2019 年が繊維業の繁栄年だと評価した。原動力は自由貿易協定と中米貿易戦争から来る。2018 年で成長率が高水準に達したため、2019 年成長率は 2018 年より下落する可能性があるが、まだ高いレベルを維持できる。そのうち、2018 年業績に見られるように、人件費の上昇は企業にとって大きなリスクではない。従って、BSC は繊維業の投資見通しを**「中立」**から**「有望」**に引き上げた。

買い注文を推奨する銘柄:MSH、VGG

「観察」を推奨する銘柄:TNG、TCM、VGT

電力業 –有望

BSC は電力業の投資見通しを**「有望」**と評価している。電気の需要と料金の安定な上昇は引き続き電力業界の企業の成長を確保する。2019 年の悪天候のため、水力発電企業は困難を抱えるだろう。しかし、水力発電所の 2019 年上半期業績はまだ安定だと予測された。2019 年～2020 年に、発電容量の増加及び外貨建て貸付残高の減少により、火力発電企業がよく成長する。南部の高需要及び多数の太陽光発電所の稼働のため、送電と大型変電所の建設に関する公共投資プロジェクトは促進される。そのため、BSC も、電気工事建設企業と電気設備企業を高く評価している。

買い注文を推奨する銘柄：POW、PC1、GEX

「観察」を推奨する銘柄：REE

消費財ー有望

BSC は飲食業の投資見通しを**「中立」**、小売業のの投資見通しを**「有望」**と評価している。飲食業について、売上高は年末に改善される、税引後利益は大きな広告宣伝費により変わらないかまたは僅かに減少するだろう。それで、BSC は飲食業の最も低い成長率が 5%～10%だと予測している。小売業について、2019 年に安定的に成長して、11%を超える。理由では、（1）一人当たりの平均所得が 2018 年に 6.7%増となった；（2）1 ヶ月の所得が 1,500～2,000USD である中流階級の人口が急増して、2020 年にベトナム総人口の 33%に達す。

買い注文を推奨する銘柄：MWG

「観察」を推奨する銘柄：VNM

不動産業—中立

BSC は不動産業の投資見通しを**「有望」**から**「中立」**に引き下げた。原因では、（1）案件の進捗が遅れた；（2）貸付金利が上がる可能性がある；（3）不動産企業の信用を引き締める。2019 年に、企業を選択する基準は次の通りだ。（1）土地基金が大きくて、2019 年に売り始まって、2020～2022 年の利益を確保できる。（2）2019 年に引き渡せる案件のおかげで、利益は成長する。

買い注文を推奨する銘柄：VHM、NLG、HDG、KBC

石油・ガスー中立

（1）供給過剰の圧力及び（2）世界成長の減速が需要を低めるから、2019 年の原油価格が約 60～70USD と予測された。そのため、BSC は石油・ガス業の投資見通しを**「中立」**と評価している。しかし、2019 年下半期に原油価格の改善及び延長している案件の促進により、BSC も企業の業績が好調になると期待している。

2018 年に気にしている銘柄：GAS、PVD、PVS

医薬品業—中立

BSC は医薬品業の投資見通しを「中立」と評価している。BSC の評価によると、医療用医薬品（ETC）の市場で、製薬企業の業績が業界の平均レベルより高くなる。（1）健康保険料の上昇が病院での薬の需要を高める；（2）入札案が承認された際に国内企業が優先される；（3）ETC の企業は良い販売価格で高品質の製品に向けて工場に投資している。ところが、国内製薬企業の株価は地域より安いが、ベトナム証券市場の株価より高い。

買い注文を推奨する銘柄：IMP、DBD、DHG

タイル業ー中立

BSC の評価によると、2019 年は引き続きタイル業の困難な時期であり、供給がまだ多いが、総需要が減速すると予想された。投入燃料の値下りは各企業の利益率を向上する。地域と比べて、ベトナム企業の株価はかなり低かったが、高度成長時期を過ぎたので、現在 P/E の改善可能性が低い、また上昇企業の規模も小さい。従って、BSC はタイル業の投資見通しを**「中立」**と評価している。

「ホールド」を推奨する銘柄：VGC、CVT

銀行業—中立

2019 年に、貸付成長見通しの下方修正と共に、より安全なシステムの運用は、各銀行の売上高と利益の成長率を引き下げるだろう。非利息事業と、バーゼルⅡの運用での健全化に対する期待のおかげで、銀行の税引後利益が 10%～12%増となる。しかし、ベトナム銀行の株価は地域より高かった。そのため、BSC は銀行業の投資見通しを**「中立」**に引き下げ、MBB、ACB、TCB など資産質が健全で、利益率が良い銀行を推奨している。

買い注文を推奨する銘柄：ACB、MBB、TCB

「観察」を推奨する銘柄：VCB

プラスチック業—中立

成長が減速し、競争が激化している背景で、BSC はプラスチック業の投資見通しを**「中立」**と評価している。しかし、原油価格の下落傾向に応じるプラスチック樹脂の値下がりは、プラスチック企業の利益のための支持要素となり、企業の位置は、2017 年～2018 年の期間よりも良くなる。従って、BSC はプラスチック企業の動きを引き続き観察してアップデートしている。

買い注文を推奨する銘柄：BMP

「ホールド」を推奨する銘柄：NTP

「観察」を推奨する銘柄：AAA

肥料業—中立

2018 年末の原油価格の下落によると、BSC は DPM、DCM など肥料会社の業績が 2019 年第 1 四半期に大幅に改善すると予測している。その上、5%の肥料の付加価値税（VAT 税）は

2019 年 6 月の議会で承認される可能性が高い。そのため、肥料企業が投入税金を払い戻されて、売上原価を削減する。企業の業績は 2019 年改善されるが、競争はまだ厳しくて、値上げと産量増加を影響するだろう。従って、BSC は肥料業の投資見通しを**「中立」**と評価している。現在、P/E と P/B はそれぞれ 10.2x、1xでおり、地域より低かった。また、高配当支払い履歴がある。そのため、BSC は肥料業のリード銘柄を「観察」及び中・長期的な買い注文を推奨している。

買い注文を推奨する銘柄：BFC

「観察」を推奨する銘柄：DPM、DCM、LAS

タイヤ業—中立

2019 年に、原材料の価格は上がる可能性があって、タイヤ企業の売上総利益率を改善するが、厳しい競争のため、ラジアルタイヤの国内消費が有望ではない、割高になっている。従って、BSC はタイヤ業の投資見通しを**「中立」**と評価している。

買い注文を推奨する銘柄：DRC

鉄鋼業—中立

BSC は鉄鋼業の 2019 年見通しを**「中立」**と評価している。2019 年には、鉄鋼業は(1) 経済成長の低迷による激しい競争圧力、(2)貿易戦争から影響という困難を直面するだろう。亜鉛メッキ鋼鉄企業にとって、業績は債務圧力と関税障壁による輸出の困難さのために回復しにくいと見込まれた。建設用鋼消費量の成長率は 10%に維持すると予測されているが、2019 年には生産能力の大幅な増加及び価格値下がりの圧力は建設業用鉄鋼生産企業特に小型な規模企業の生産に影響を与えるだろう。鉄鋼企業トップである HPG では、業界をリードする利得、生産能力の引き上げ、好調な業績のおかげで、BSC は HPG の中長期的な投資評価を「観察」と推奨している。

「観察」を推奨する銘柄：HPG、HSG、NKG

水産業—中立

BSC は水産業の 2019 年見通しを**「中立」**と評価している。BSC は、中国市場での消費需要は高い水準で維持すると考えている。また、特にベトナム水産物製品が米国と中国で減税される時に、貿易戦争はベトナムの水産物製品のための機会であるだろう。それでも、輸出価格が歴史的な最高値で留まり、2018 年のように大幅に上げるのは難しいため、2019 年にはチャー魚事業は多くのリスクに直面するだろう。BSC は、チャー魚販売価格が 2019 年に 7%に減少すると予想している。チャー生産企業の成長は販売価格からの成長ではなく、生産能力を拡大するプロジェクトのおかげで生産量成長に由来するだろう。

「観察」を推奨する銘柄：VHC、MPC

海運業—中立

BSC は海運業の見通しを**「中立」**と推奨している。BSC は、海運業界の業績が税引後利益からの損失を減らすことによって改善していると評価します。さらに、2018 年 9 ヶ月における多くの企業が黒字利益を計上し始めた。また、世界の原油価格は約 45%も大幅に下落し、ガソリンやディーゼルなどの原油価格が 2018 年第 4 四半期に 21～23%に上がった。それで、海運会社の燃料費の削減により、利益率が大幅に改善されます（燃料費の割合は総費用の約 20～35%を占めます）。従って、2019 年に海上運賃が安定的に成長し、運輸省からの海上運送料の支援を受ける場合は、業界の経営成長が安定的に上昇するだろう。しかし、業界のリスクもある。現在、ベトナム貨物船がかなり小さくて（12 万 DWT）、コスト削減のために 14 万 DWT を超える貨物船を利用している海運会社と競争できない。また、いくつかの貨物船が古すぎるので、貨物を拾うようにいくつかの国に入れない。

買い注文を推奨する銘柄：PVT

建設業—中立

BSC は建設業の 2018 年と 2019 年投資見通しを**「中立」**と評価している。理由は(1)不動産業の成長が 2019 年に減速する；(2) 建設企業の激しい競争；(3)貸付金利が 2019 年に引き上げるのは負債/自己資本の高い比率を有する建設会社に金融コスト圧力をかかる。BMI の予測によると、2019 年～2022 年に、建設業は平均成長率が 7.16%から 6.89%に段々減少し、インフラ建設の価値が 5.5%と横に推移する。

買い注文を推奨する銘柄：CTD

「観察」を推奨する銘柄：HBC

天然ゴム業—弱気

ゴム企業は高い配当率と低い評価（ゴム業の P / E = 5 倍）を持っているが、ゴム販売価格は利益に影響することにより、ゴム業は 2019 年に成長すると予想していない。ゴム木材の売却面積が大きく、資本回収と土地補償による特別な利益を計上する可能性が高い PHR の場合を除く。そのために、BSC はゴム業の 2019 年見通しを**「弱気」**と評価している。

買い注文を推奨する銘柄：PHR

精糖業—弱気

2018 年～2019 年度収穫は精糖企業にとって困難な年であり続けると考えている。原因は（1）2018 年～2019 年度収穫におけるベトナムでの供給過剰は依然として非常に大きく、価格を引き下げるよう圧力をかけている、（2）密輸精糖を管理する厳密な方法はまだないということから由来した。経営活動では、売上高は改善されることができるが、精糖価格が低くなる可能性のため、2018 年～2019 年の利益が急増するのは困難だ。BSC は精糖業の 2019 年見通しを**「弱気」**と評価を維持して、SBT と QNS の投資評価を「観察」と推奨している。

「観察」を推奨する銘柄：SBT

セメント業ー弱気

BSC はセメント消費量は 2019 年に増加し続けるが、成長率は減速すると評価している。供給過剰の状況、投入要素の増加傾向に伴う価格競争は、企業の収益性に悪影響を及ぼす。そのため、BSC はセメント業の 2019 年見通しを**「弱気」**と評価している。現在、ベトナムのセメント企業は、地域の他の企業と比べて比較的魅力的なＰ／ＥとＰ／Ｂで取引されている。

買い注文を推奨する銘柄：HT1

「観察」を推奨する銘柄：BCC

2019 年の各セクターの投資展望

BSC の評価によると、2019 年は市場の困難な時期になるが、いくつかの業界、銘柄にはまだ機会がある。各業界の 2019 年要素を評価してから、BSC は以下の通りに 20 つのセクターの投資展望を出した。

- BSC は**電力業、テックのロジー・通信業、損害保険業、繊維業、消費財、港湾業**の投資見通しを**「有望」**と評価している。これらの業界は、持続的成長の需要や製造業をベトナムにシフトする傾向からの恩恵や米中貿易戦のサポートのおかげで、2019 年に顕著に成長すると予測されている。
- BSC は**銀行業、不動産業、建設業、鉄鋼業、石油・ガス業、タイル業、プラスチック業、医薬品業、肥料業、海運業、タイヤ業、水産業**の投資見通しを**「中立」**と評価している。建設企業、不動産企業、建設材料企業は、利益の成長が減速している。プラスチック企業、肥料企業、海運企業は原油の値下がりからの恩恵を受けている。
- 供給過剰と共に商品価格がまだ回復しないので、BSC は**精糖業、ゴム業、セメント業**の投資見通しを**「弱気」**と評価している。

セクター別の評価

順番	セクター	2019 年の評価	中長期投資の銘柄	観察するべき銘柄
1	損害保険	有望	PVI, BMI	
2	港湾	有望	VSC	GMD
3	IT－通信	有望	FPT	CMG, VTP
4	繊維	有望	MSH, VGG	TCM, TNG, VGT
5	電力	有望	POW, PC1, GEX	REE
6	小売	有望	MWG, PNJ	VNM
7	不動産	中立	VHM, NLG, HDG, KBC	
8	石油・ガス	中立		GAS, PVD, PVS
9	医薬品	中立	PME	IMP, DBD, DHG
10	タイル	中立		VGC, CVT
11	銀行	中立	ACB, MBB, TCB	VCB
12	プラスチック	中立	BMP	NTP, AAA
13	肥料	中立	BFC	DPM, DCM, LAS
14	タイヤ	中立	DRC	
15	鉄鋼	中立	HPG	HSG, NKG
16	水産	中立		VHC, MPC
17	海運	中立	PVT	
28	建設	中立	CTD	HBC
19	天然ゴム	弱気	PHR	
20	精糖	弱気		SBT, QNS
21	セメント	弱気	HT1	BCC

ソース: BSC Research

5. 2019 年の注目銘柄

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
GAS	82,443	10,913	6,793	15.3	3.3	17%	21%	90,800	91,700
PVD*	4,534	-76	N/A	N/A	3.6	N/A	N/A	15,850	N/A
PVS	14,885	808	1,673	12.1	0.8	3.00%	7.00%	19,300	22,300
GEX	15,524	1453	5,114	4.9	0.89	8.40%	16.00%	25,150	33,400
POW	32,155	3428	1,462	10.4	1.15	5.72%	12.00%	15,200	17,830
REE	5,414	1985	6,593	4.9	0.9	11.40%	18.00%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	5.30%	11.00%	23,400	36,566
FPT	26,180	3616	4,951	8.7	1.6	15.00%	19.90%	42,900	59,100
CMG	5,225	320	2,700	7.2	0.85	9.50%	24.40%	19,500	27,000
PVI	9,000	910	3,080	10.39	1.1	3.67%	11.00%	32,000	41,751
BMI	4,386	343.3	3,740	5.56	0.74	5.20%	13.40%	20,800	43,195
VGG	9,903	420	9,521	5.7	1.4	7.60%	21.10%	54,300	63,500
MSH	4,331	374	7,848	6.4	1.7	15.10%	32.20%	50,520	59,400
TNG	3,986	201	3,536	4.9	1.2	7.00%	20.10%	17,500	21,220
TCM	3,753	207	3,249	7.1	1	6.50%	15.20%	23,100	26,600
VGT	20,726	391	782	15.5	0.8	1.80%	5.90%	12,100	N/A
VSC	1,775	397	7,226	5.85	1.07	13.92%	20.18%	42,100	50,580
GMD	2,981	621	2028	14.25	1.3	5.00%	9.70%	27,700	32950
PNJ	17,625	1215	6,935	13.9	3.4	18.00%	27.00%	92,100	128,300
MWG	103,553	3406	8,023	10.8	3.3	10.00%	31.00%	84,500	122,500
VNM	55,829	10505	5,404	23.7	7.6	29.10%	28.90%	128,000	135,100
ACB	15,702	5,513	5,037	6.5	1.35	1.52%	23.26%	32,800	43,850
MBB	19,142	7,043	3,100	7.18	1.16	1.9%	18.4%	22,250	34,094
TCB	20,724	9,092	2,587	11.09	1.64	2.56%	16.09%	28,700	31,423
VCB	40,240	15,121	4,158	13.9	2.43	1.24%	19.54%	57,600	57,984
VHM	15,869	5647	5,161	14.1	2.8	12.80%	26.80%	77,800	92,700
NLG	3,067	947	4,285	6.6	1.1	8.00%	18.00%	28,300	33,900

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
HDG	5,543	689	7,253	5	1.26	8.10%	13.80%	36,800	54,700
KBC	2,700	1062	2,260	5.6	1.5	5.60%	25.10%	12,700	18,300
CTD	29,580	1636	1,8658	8.3	1.1	10.10%	20.20%	155,500	177,200
HPG	73,486	9964	4,745	7.1	1.48	11.30%	21.00%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.45	3.07%	8.00%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.51	1.14%	10.00%	6,620	N/A
VGC	9,317	619	1,233	14.4	1.19	3.74%	8.80%	17,800	17,600
CVT	1,487	184	4,760	4.6	1.04	14.00%	26.00%	22,100	23,800
BMP	3,964	445	4,894	11	1.6	13.50%	16.00%	53,760	64,400
NTP	4,782	331	3,333	12.9	1.65	8.10%	14.20%	43,000	47,740
DHG	4,411	679	4,678	17.5	3.9	15.50%	21.80%	82,000	89,000
PME	1,919	318	4,247	16.3	2.6	12.00%	15.00%	69,200	76,500
DBD	1,458	186	3,551	11.3	2.6	13.10%	19.40%	40,200	N.a
BFC	6,843	225	3,938	6.4	1.18	7.20%	23.10%	25,200	30,777
DPM	9,658	844	2,156	9.7	2.1	7.00%	17.50%	21,000	21,600
PVT	7,045	785	2,088	8.14	0.99	6.60%	13.10%	16,000	21,764
DRC	3,700	157	1,110	20.6	1.74	5.71%	10.10%	22,850	27,180
VHC	9,988	1257	13,569	7.3	1.96	19.00%	29.00%	99,800	108,552
SBT	10,301	590	1,100	19.1	1.8	3.10%	7.50%	21,100	N/A
PHR	1,443	725	4,741	6.4	1.4	16.40%	24.50%	30,200	36,385
HT1	8,625	655	1,716	8.9	0.91	6.60%	10.35%	15,250	17,200

ソース: BSC Research

2019 年の各セクターの投資展望

損害保険業[有望]

- 保険料の売上高は前年比 10%～13%増となる。
- 2018 年～2019 年の利上げのおかげで、投資利益が改善されると見込みだ。
- 2019 年に PVI、BMI など保険会社における資金を回収し続ける。
- 損害保険会社の株価が魅力的なレベルに達した、平均 P/B が 1.07 だった。
- BSC は損害保険業の投資見通しを「**有望**」と評価している。PVI、BMI の買い注文を推奨している。

保険料の売上高は前年比 10%～13%増となる。保険監督管理局によると、損害保険料の売上高は 2013 年から現在までの間で成長率が 11%に達した。若年人口では、総人口の 50%が就業年齢者で、腕前と所得が段々向上していることで、損害保険は 2019～2020 年に 2 桁成長率を維持すると予想された。

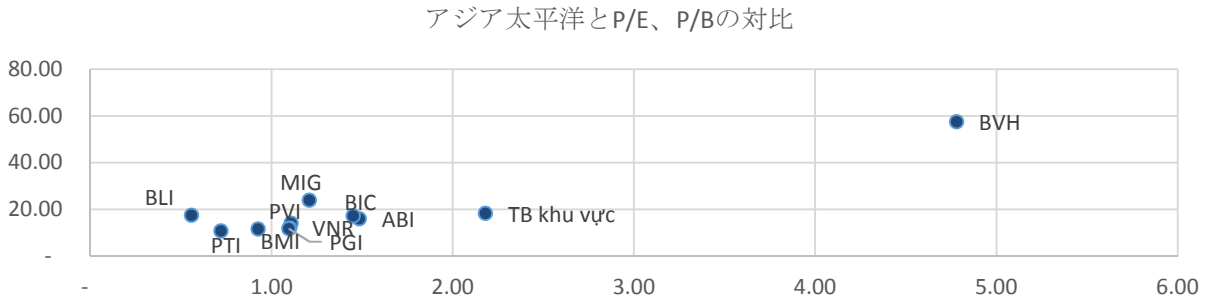
預金金利は僅かに高まって、金融利益をプラスに影響するだろう。預金金利は 2019 年上半期に安定になって、下半期に 0.5%～1%増となる。損害保険会社では、投資額の 70%が預金だから、BSC の予測では、金利が 1%増となったら、税引前利益が 10%～13%増となる。

2019 年に保険会社における資金を回収し続ける。2018 年に、PVI の資金回収は PVN の計画にあったが、まだ実行されていない。そのため、PVN は 2019 年に PVI における資金回収に注力するだろう。また、SCIC からスーパー委員会に譲渡された後の BMI も、2019 年資金回収計画に含まれるだろう。損害保険業は成長率が高くて、成長の余地がまだ多いので、損害保険会社における資金回収は投資家に注目されるだろう。

損害保険会社の株価が魅力的なレベルに留まっている。保険会社の平均 P/B は 1.07 で、地域の平均レベルの 2.18 より低かった。資産が主に現金で、投資金と未収金の流動性が高くて、負債が主に引当金である企業にとって、これは魅力的になった。

投資観点—有望

2018 年のポジティブな展望によると、BSC は損害保険業の投資見通しを「**有望**」と評価している。(1)利上げが金融利益を改善する;(2)健康保険と資産保険が成長している、(3)技術導入は販売・管理コストを削減して、活動効率を改善する。しかし、成長率が顕著に上昇すらず、資金回収と株式保有率の引き上げの時にだけ、保険会社の見通しが大きく改善するだろう。業種のリード銘柄の価格がかなり安くなる場合は、投資家は中・長的に購入するべきだ。



ソース: Bloomberg, BSC research

PVI – 買い –目標価格:37,713 ドン／株 –時価より 18%上回り–予想 PE:10.39–予想 PB:1.1

PVI は損害保険市場における大きなシェアを持っており、特に資産保険事業における権力がある。2018 年 9 ヶ月の総売上高は前年同期比 19%増の 8 兆 570 億 VND となって、9ヶ月計画の 123%を達成し、年間計画の 89%に相当した。税引前利益は前年同期比 14%増の 5,980 億 VND となって、9ヶ月計画の 162%を達成し、年間計画の 102%に相当した。原油価格の回復は PVI の業績が顕著に成長した原因だった。9ヶ月に、PVN の子会社からの保険料は 33%増となった。これは引き続き PVI の 2019 年の成長原動力だと考えている。合理的な再保険ポリシーのおかげで、PVI の 9 ヶ月支払い率は 38%から 34%に下がった。これも、企業の利益を引き上げる要素である。BSC の期待では、2019 年、PVI の保険料の年売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 8%増の 9 兆 VND、9,100 億 VND に達す。2019 年 EPS は 3,080 ドン/株、2019 年簿価は 29,010 ドン/株、予想 P/E は 10.39、予想 P/B は 1.1 と見込みだ。BSC は目標価格の 37,713VND で PVI の投資評価を「買い」と推奨している。

BMI– 買い –目標価格:43,195 ドン／株 –時価より 21.6%上回り–予想 PE:16.6–予想 PB:1.5

BMI – 買い –目標価格:43,195 ドン／株 –時価より 21.6%上回り–予想 PE:16.6–予想 PB:1.5

市場より遅い成長の長期の後、BMI は、2017 年以来金融機関と協力して個人傷害保険と信用保険を開拓することによって、新しい成長原動力を発見しました。2018 年上半期に、信用保険が 700%増となって、BMI の主な成長原動力になった。2019 年、SCIC の売却は、特に SCIC の資本が保険分野の長期の外国パートナーに売却された場合に、BMI の事業戦略に対する積極的な変化を支援する。BSC の期待では、BMI の保険料の年売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 12.4%増の 4 兆 3,860 億 VND、同 15%増の 3,433 億 VND に達す。2018 年 EPS は 3,740 ドン/株、2018 年簿価は 27,950 ドン/株、予想 P/E は 5.83、予想 P/B は 0.78 と見込みだ。BSC は目標価格の 43,195VND で PVI の投資評価を「買い」と推奨している。

ソース: BSC Research

銘柄	2019 年の売上高(10 億ドン)	2019 年の税引後利益(10 億ド	2019 年の EPS (ドン/	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
PVI	9,000	910	3,080	10.39	1.1	3.67%	11%	32,000	41,751
BMI	4,386	343.3	3,740	5.56	0.74	5.2%	13.4%	20,800	43,195

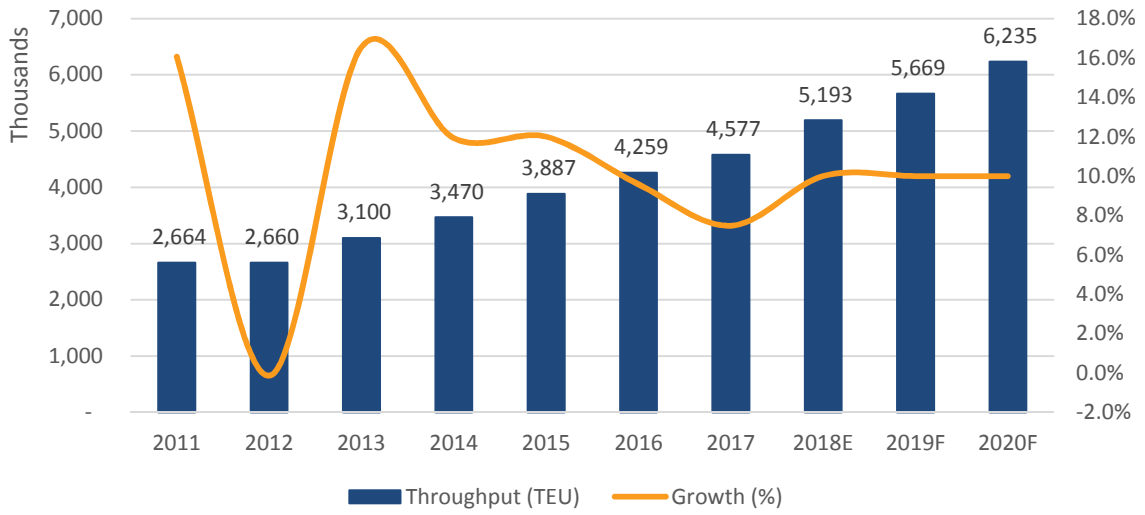
港湾業[有望]

- ベトナム港のの貿易貨物量は 2019 年に前年比 10～13%増となる。
- 交通運輸省は、コンテナー荷役料の 10%上昇について通達第 54/2018 を発行した。
- EU・ベトナム自由貿易協定(EVFTA)、跨太平洋夥伴全面進歩協定(CPTPP)がベトナムの輸出入活動を促進するので、BSC は港湾業の投資見通しを「有望」と評価している。VSC の買い注文を推奨している。

ベトナム港の貿易貨物量は 2019 年に前年比 10～13%増となる。2019 年の港湾業の展望は次の要素によるポジティブになるだろう。(1)ベトナム政府が地域及び国際自由貿易協定(CPTPP、ECFTA)を締結したことで、関税障壁を削減して、輸出入を促進する。(2)ベトナムは多い投資金を誘致した所になって、最も注目されている。海外直接投資額(FDI)は、2018 年 11 月まで 158 億 USD に達した、年末に 170 億 USD に達して東南アジアでの最も高い FDI 額を持っている上位 3 カ国になると予測される。(3)中米貿易戦争の影響のために中国から東南アジア諸国へ産業をシフトしている背景で、ベトナムは政府の市場開放政策により、多くの外国企業に選ばれるだろう。

Hai Phong 港の貿易貨物量は 2019 年に前年比 10～15%増となる。Sam Sung 工場、Vinfast 工場など主要工業団地及び、中国からベトナム北部への産業シフトの傾向のおかげで、Hai Phong 港のの貿易貨物量は 2019 年に前年比 10%増の 570 万 TEUs となる。しかし、上流港湾では、Bach Dang 橋に遮って、貨物船が入れないので、貿易貨物量が減少する。そのため、下流港湾はその貿易貨物量からの利を得る。

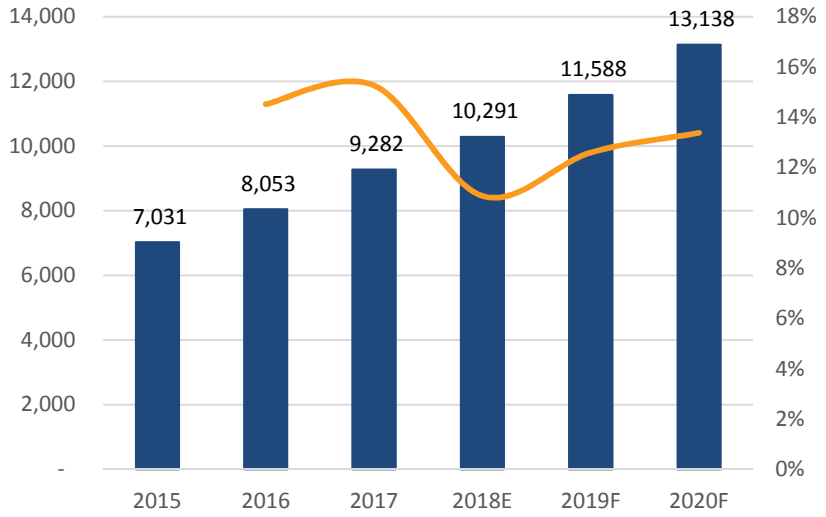
Hai Phongの貿易貨物量(TEUs)



ソース: BSC Research, HAH, GSO.

南部港の貿易貨物量は 2019 年に前年比 10～14%増となる。BSC は、2019 年の貿易貨物量が 12.6%増となると考えている。Cai Mep－Thi Vai 港では、14 万 DWT 以上の母船が港湾に入れること及び、貨物を効果的に受け取る衛星 ICD 港のシステムのおかげで、最も強く成長して 25～30%増となるだろう。現在、交通運輸省はホーチミン市内の港を移転して、Hiep Phuoc で ICD 港を開発して、物流効率を改善し、Cat Lai 港の過負荷を減らす。

南部港の貿易貨物量(TEUs)



ソース: BSC Research, BGTVT, GSO.

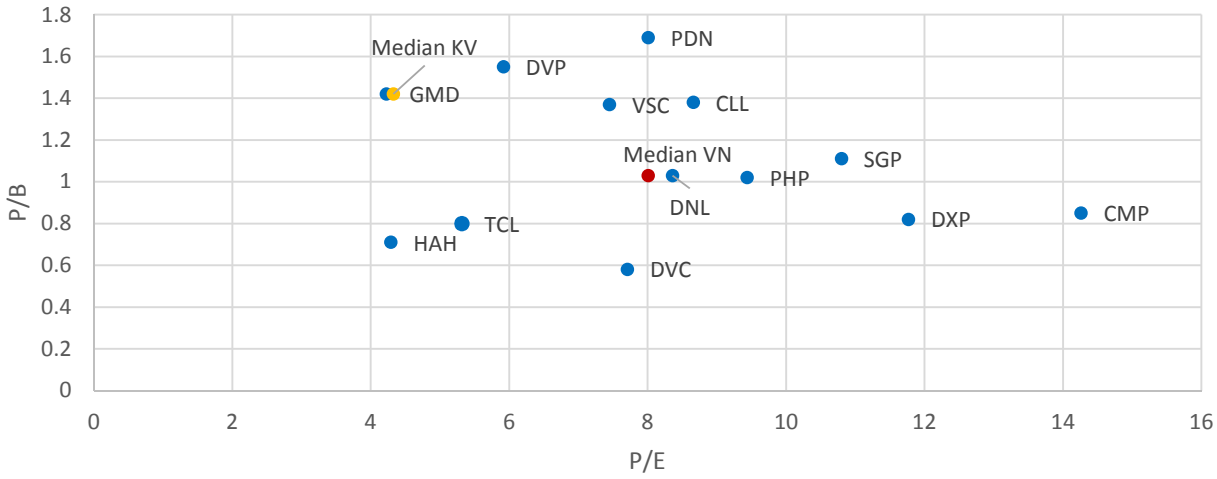
交通運輸省は、コンテナー荷役料の 10%上昇について通達第 54/2018 を発行した。具体的には、第1ゾーンで、輸出入・経由するコンテナの荷役料を 10%以上引き上げる。しかし、国内コンテナ（サイズ：20～40 ft）の荷役料が 4%～17%減となる。Cai Mep-Thi Vai で、すべてのコンテナの取扱サービスの最低価格は 10%増となる。2019 年 1 月 1 日から、この通達を実施して、決定第 3863/QD-BGTVT と決定第 3946/QD-BGTVT を廃止する。

政府の新規則の逆効果。現在、供給は依然として需要よりも大きい、また、港湾サービスの料金を引き上げて多くの海運会社を引き付けることで、競争が激化している。それによって、各港湾はサービス料を引き下げてパートナーに利益を分けるか、または海運会社は海上運賃を引き上げて輸出入者へ荷役料の増加分を回す可能性もあるだろう。

投資観点—有望

EU・ベトナム自由貿易協定（EVFTA）及び跨太平洋夥伴全面進歩協定（CPTPP）はベトナムの輸出入を促進する、そのため、BSC は港湾業の投資見通しを**「有望」**と評価している。他方、港湾サービスの価格枠を引き上げる新しい通達も、企業の 2019 年収益を支える。

東南アジアと**P/E**、**P/B**の対比**(**新興市場**)**



ソース: Bloomberg, Fiinpro.

GDM—観察

2019 年、GMD Shipping と GMD Logistics cho CJ における資金を回収してから、GDM はコア事業である港湾運営（売上高の 80%を占め）及びロジスティクス（売上高の 20%を占め）に注力するだろう。そのため、GDM の港湾運営が成長する。理由では、（1）港湾サービス料金が 5%～10%増となる。ところが、港湾はサービス料を引き下げて、海運会社に利益を分ける可能性もある。（2）Nam Dinh Vu 港の貿易貨物量が前年比 50%増の 30 万 TEUs となり、GMD 港は資金額の 7,500 万 USD で第 2 段階を展開して、貿易貨物量が 50 万 TEUs となるだろう。従って、BSC の予測によると、GDM の 2019 年売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 18%増の 2 兆 9,810 億 VND、同 68%減の 6,210 億 VND となる。2018 年金融利益の 1 兆 5,160 億 VND を除いた場合は、税引後利益が前年比 3.17%増となる。2019 年予想 EPS が 2,028 ドン/株、予想 P/E が 14.25x、予想 P/B が 1.3xと見込みだ。仮定は、（1）Nam Dinh Vu 港の貿易貨物量が前年比 50%増の 30 万 TEUs となって、港湾運営の収入が前年比 22%増の 2 兆 5,040 億 VND となる。（2）Bach Dang 橋に遮っているので、Nam Hai 港の貿易貨物量が 20 万 TEUs から 15 万 TEUs に減少する。（3）政府の新しい通達により、コンテナの荷役料が平均に 5%増となる。

VSC—買い

VSC の 2019 年の業績が好調になる。理由では、(1)Green 港と VIP Green 港での便数が増加して、それぞれ 7 便/週、11-12 便/週である。(2)GMD は、PTSC Dinh Vu 港を採用して、より多くの貨物船を奉仕して、Lach Huyen 港の稼働のための潜在顧客を探している。(3)港湾サービスの料金が 10%増となる。従って、BSC の予測によると、2019 年、VSC 港の貿易貨物量は 100 万 TEUs を超し、売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 5.9%増の 1 兆 7,550 億 VND、同 3.93%増の 3,970 億 VND となり、2019 年 EPS が 7,226VND/株と見込みだ。

銘柄	2019 年の売上高(10 億ドン)	2019 年の税引後利益(10 億ドン)	2019 年の EPS(ドン/株)	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
VSC	1,775	397	7,226	5.85	1.07	13.92	20.18%	42,100	50,580
GMD	2,981	621	2,028	14.25	1.3	5%	9.7%	27,700	32,950

ソース: BSC Research

IT 業[有望]

- デジタルトランスフォーメーションはソフトウェアを輸出する企業に好影響する。
- サイバーセキュリティ法は2019年1月1日から実施されて、電気通信サービス、インターネット、その他の付加価値サービスを提供する企業に影響を与える。

- BSCはITの投資見通しを「有望」と評価している。購入を推奨する銘柄はCMG、FPTである。

需要が非常に大きくて、**デジタルトランスフォーメーションはソフトウェアを輸出する企業に好影響する。**IDC によると、第 3 のプラットフォーム（ビッグデータ、クラウド、モバイル、ソーシャル）の年平均成長率（CAGR）は 2016 年～2020 年に 27%と見込みだ。IDC の予測によると、世界は 2018 年にデジタルトランスフォーメーションに 11 兆米ドルを費やして、2017 年の 9,580 億米ドルと比べて 16.8%増加する。そのうち、APAC 市場は 3,860 億ドルを費やして、2017 年の 3,348 億ドルより 15.3%増となる。

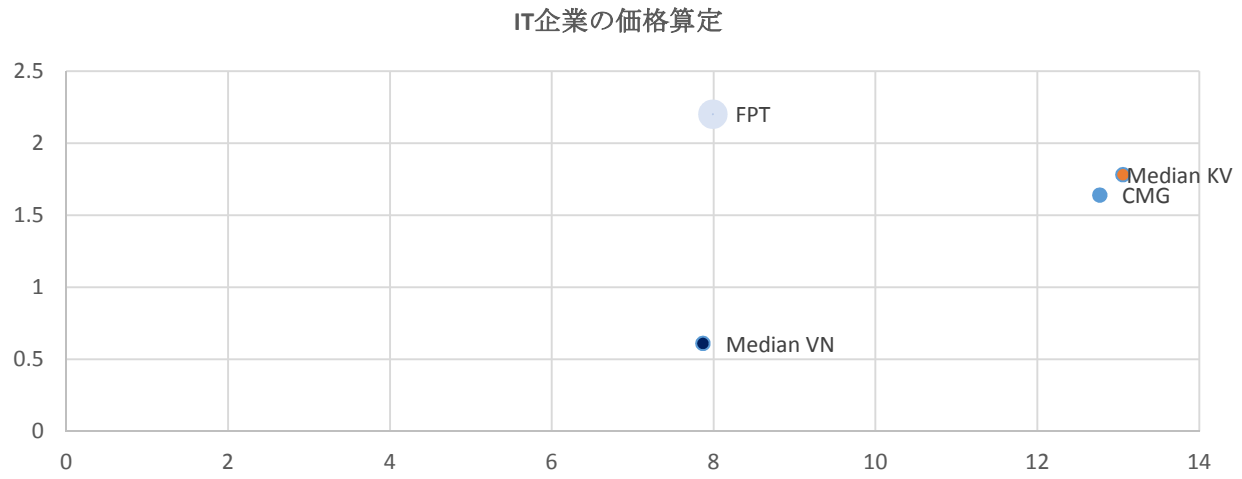
行政機関でテクノロジーを利用するのを促進する。電子政府の全国委員会は 2018 年 8 月 28 日に樹立されて、管理機関における IT を展開して、政府デジタルサービス、デジタル経済、デジタル社会に向かっている。

情報セキュリティに対する意識と需要の高まりは、セキュリティサービスを提供する企業にとって利点になる。2018 年ベトナムの情報セキュリティデの国際展示会で、情報通信省の副大臣である Nguyen Thanh Hung 氏は、現在、インターネットで一般公開されている約 35 万の IoT デバイスがあると発表した。その中に、40%は既知の情報セキュリティホールの影響を受ける可能性がある。セキュリティの必要性及びインターネットユーザーの意識の高まりは、情報セキュリティ製品の需要を後押しするだろう。

サイバースペースにおける国家安全保障と社会保障に関するサイバーセキュリティ法は 2019 年 1 月 1 日から実施される。メディアー情報技術協会の代表者ぼ発表によると、インタネット安全に関する規制は、電気通信サービス、インターネット、ソーシャルネットワーク、その他の付加価値サービスを提供する会社に影響する可能性があるだろう。理由は、広い影響範囲と共に、情報セキュリティを確保するための企業に対する当局の要件である。

投資観点—有望

BSC は IT—通信の投資見通しを**「有望」**と評価している。ソフトウェアの輸出と通信サービスの成長可能性で、FPT と CMG の見通しが有望になっている。他方、ベトナムの IT 企業の株価が地域の同業他社より魅力的である。



ソース: Bloomberg

FPT – 買い –目標価格:59,100ドン／株 –時価より37.7%上回り–予想 PE:8.7

流通 – 小売事業と連結決算をしてないで、FPT の 2018 年 11 ヶ月の売上高が前年同期比 48%減の 20 兆 4,870 億 VND となったが、ソフトウェアの輸出と電気通信のおかげで、税引前利益が同比 20%増の 3 兆 130 億 VND となった。2018 年 11 ヶ月、ソフトウェア輸出の事業では、売上高及び税引前利益はそれぞれ前年同期比 35%増の 7 兆 4,680 億 VND、同 33%増の 1 兆 1,970 億 VND となり、各市場の成長率が軒並み前年同期比 27%増となった。電気通信サービスの事業は、ブロードバンド加入者が 13%増となったことで、売上高及び税引前利益はそれぞれ前年同期比 17%増の 7 兆 5,800 億 VND、同 1 兆 1,120 億 VND となった。

2019 年、ソフトウェアの輸出は引き続き FPT の成長原動力である。BSC は、多い需要と高い売上増利益率により、デジタルトランスフォーメーションがまだ顕著に成長すると考えている。2017 年9ヶ月、デジタルトランスフォーメーション案件の収入が 40%増の 1 兆 1,780 億 VND となった。そのうち、伝統的な案件が 33%増となった。他方、BSC も、Intellinet との合併が共鳴力を生み出して、FPT のサービスを補完すると期待している。FPT の 2019 年売上高と税引後利益はそれぞれ 26 兆 1,800 億 VND、3 兆 6,160 億 VND となり、EPS は 4,951 ドン/株であり、2019 年予想 P/E は 8.7 と見込みだ。

CMG – 買い –目標価格:27,000ドン／株 –時価より38.4%上回り–予想 PE:7.2

BSC の評価によると、ソフトウェアの輸出を展開し、大口顧客にサービスするためにデータセンターに投資することで、CMG が次の数年で高い成長率を維持するだろう。

ソフトウェアの輸出については、CMG は市場開拓に注力し、外国企業と長期的な契約を締結し、日本、韓国、ヨーロッパに集中している。2021 年には、プログラマーの数を 600 人から 1,700 人に増やす予定がある。それで、CMG は、ソフトウェアの輸出の分野での規模が大きなベトナム企業のトップ 3 社に入ると述べた。2018 年 6 月に、CMG が Samsung SDS と戦略的な契約を締結した。これにより、CMG は、6～12 ヶ月で Samsung の MES スマートファクトリーを運営

するためのソリューションの展開を担当する。他方、CMC は今後ベトナムで Samsung に電気通信インフラを提供し始める。BSC の予測によると、CMG の 2019 年売上高と税引後利益はそれぞれ 5 兆 2,250 億 VND、3,200 億 VND に達し、EPS が 2,700VND/株となり、2019 年予想 P/E が 7.2 と見込みだ。

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
FPT	26,180	3,616	4,951	8.7	1.6	15.0%	19.9%	42,900	59,100
CMG	5,225	320	2,700	7.2	0.85	9.5%	24.4%	19,500	27,000

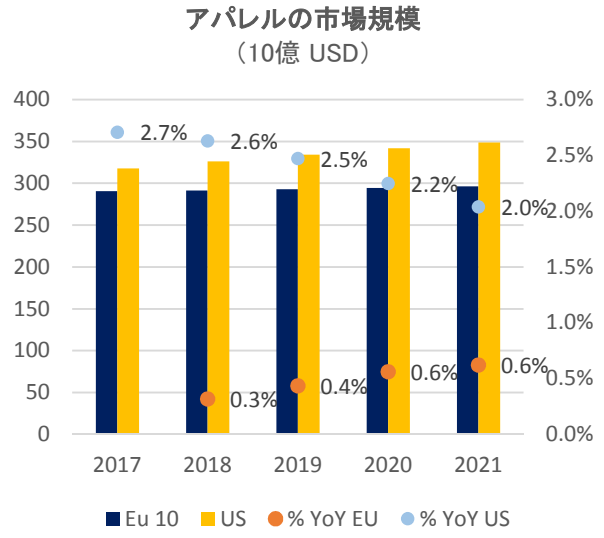
ソース: BSC research

繊維・アパレル業[有望]

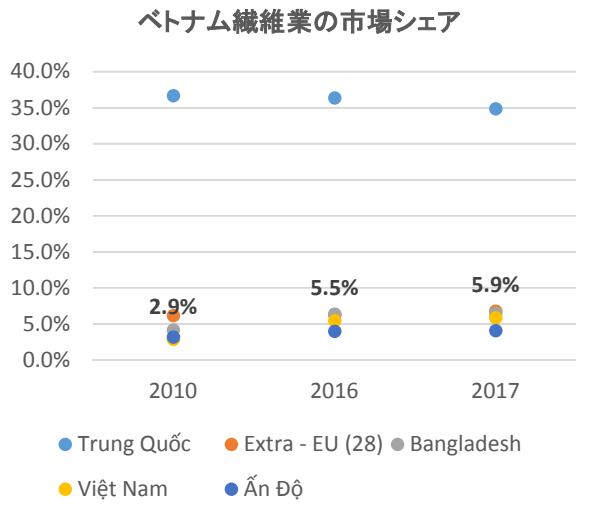
- 世界の繊維需要が 2019 年～2020 年に 3.5%/年 増となって、ベトナム繊維業の成長をサポートする。
- 他の市場からシェアを獲得したことで、繊維業の輸出の成長率が高いレベルで維持されている。市場シェアは 2010 年の 2.9%から 2017 年の 5.6%に上がった。成長の余地がまだある。
- EVFTA 協定、CPTPP 協定、米中貿易戦争のおかげで、ベトナム繊維業がより多くのシェアを獲得できる、特にはアメリカとヨーロッパ市場である。
- リスク：人件費（2019 年基本給が 7%増となる）、輸出に依存していること。

BSC の評価によると、2019 年に、成長機会がリスクを相殺する、株価が地域より魅力的である。そのため、繊維業の投資見通しを**「有望」**と評価し、MSH、VGG を「買い」と推奨し、TNG、TCM、VGT を「観察」と推奨している。

世界の繊維需要が 2019 年～2020 年に 3.5%/年 増となって、ベトナム繊維業の成長をサポートする。Statista によると、世界の繊維需要が 2020 年に 1 兆 6,500 億 VND に達する。米国など大市場の売上高が前年比 2.5%増の 3,342 億 VND に達し、ヨーロッパの大市場トップ 10 の売上高が前年比 0.4%増の 2,915 億 USD に達す。ベトナム繊維製品の 90%は輸出に向けるので、繊維業の成長は世界の繊維需要と密接な関係がある。



ソース: Statista

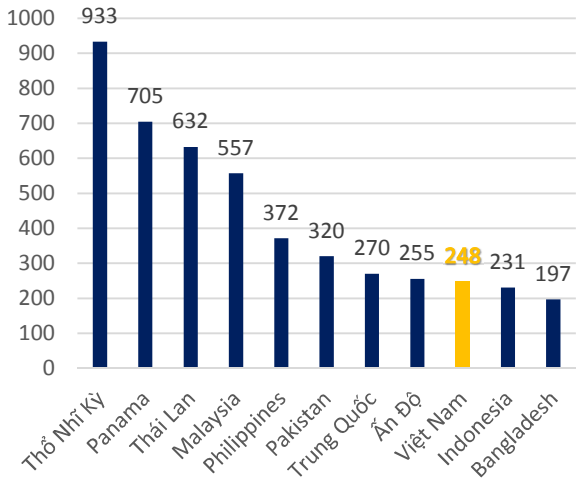


ソース: International Trade Statistics (WTO)

他の市場からシェアを獲得したことで、繊維業の輸出の成長率が高いレベルで維持されている。ベトナム繊維業のシェアが 2010 年の 2.9%から 2017 年の 5.6%に上がった。理由では、（1）社内競争力を向上した、（2）世界の繊維工場である中国の経済再編による生産をシフトしている。BSC は、世界の繊維市場シェアを獲得する余地がまだあると考えている。（1）人件費

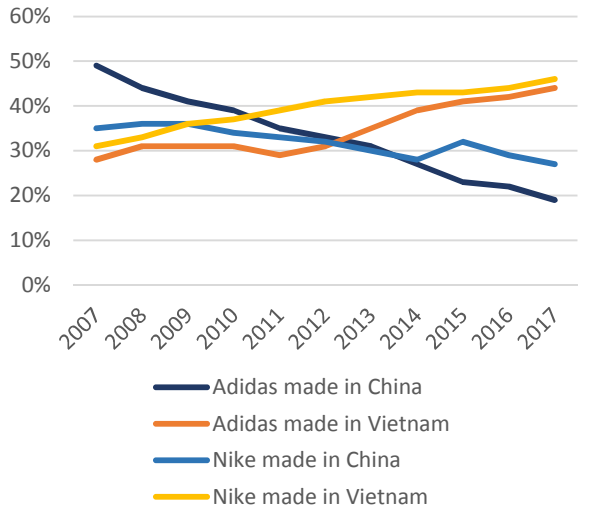
が安い国と、ベトナムの人件費の差が縮小されている。(2)いくつかの市場で、ベトナム繊維製品と、バングラデシュやカンボジアなどの税率の違いは、FTA によって削除された。(3)ベトナムの投資環境が段々に改善され、中国が近くて、生産シフトのに便利である。

繊維労働者の2017年の最低月給
(10億USD)



ソース: *Statista*

中国とベトナムで生産される履物の対比



ソース: *The Atlas*

EVFTA 協定、CPTPP 協定、米中貿易戦争は、ベトナム繊維業に機会を与える

- **CPTPP 協定は 2019 年 1 月 14 日から実施されて、短期的にわずかな影響を及ぼすが、長期的な機会を創出する。**ヤーンフォワード・ルールの難しさ及び、10 か加盟国のうちの7か国がもうベトナムと貿易協定を締結したことで、CPTPP の影響は少ないと評価された。しかし、CPTPP は、繊維プロジェクトの再開の機会を開いて、前期に TPP を歓迎することと共にカナダ市場への輸出を準備するだろう。
- **EVFTA 協定は中・長期的に影響に及ぼすと評価された。**EVFTA は法的審査を完了した、加盟国の内部承認プロセスを経ている。2019 年 6・7 月の国会会議で承認されて、1 か月後に発効すると予想された。ヨーロッパはベトナム繊維業の 2 番目に大きい輸出市場である。EVFTA が効力になったら、繊維製品の税率が 42.5%から 0%に下がり、残りの製品の税下げが 3～7 年間で実行して、カンボジアやバングラデシュよりもベトナム製品の競争力を強化する。EVFTA のヤーンフォワード・ルール及び、ベトナムと EU の両方と共通の FTA を締結している第三国からの原材料を含む原産地計算方法は、CPTPP より有利である。
- **米中貿易戦争は直接的な原因ではないが、中国からベトナムへの繊維製品の生産シフトを支える。**中国繊維製品の輸出額、特に米国へのは、2016 年以降減少し続けている(2016 年:8.6%減;2017 年:3.2%減;2018 年8ヶ月:1%減)。これは、貿易緊張の一時的な影響ではなく、基本的な要素による中国からのシフトのシグナルである。中国に次いで、ベトナムは米国企業のアウトソーシングの一番望ましい選択になった。予測によ

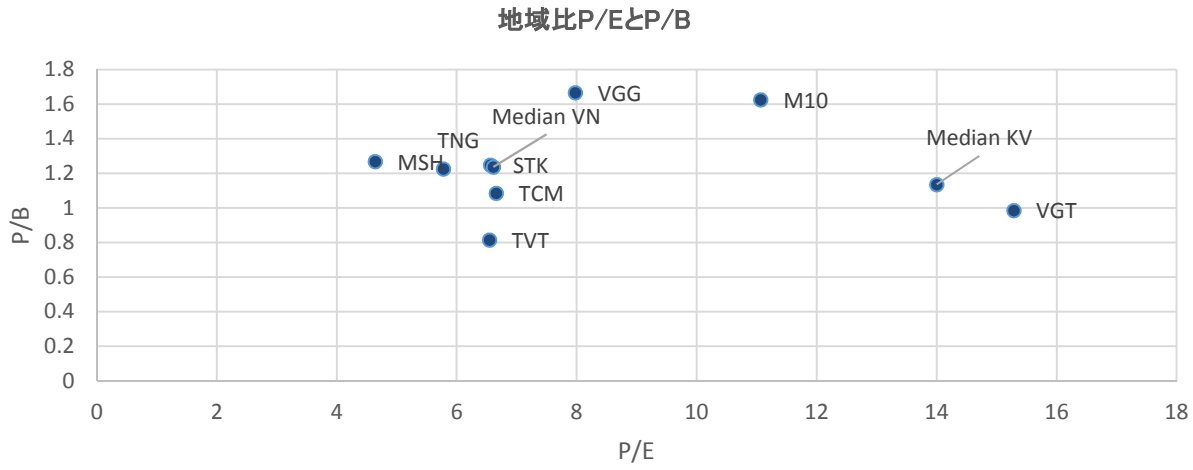
ると、米国へ輸出する中国製品の市場シェアの 1%を獲得したら、ベトナムの輸出額が 70%増となる。

しかし、企業は依然として人件費の上昇や輸出への依存度の高さという既存のリスクに直面している。人件費の面では、2019 年、基本給が 7%増となり、地域の最低賃金が 5%～6%増となることで、企業に圧力をかける。輸出受注の面では、輸出受注は現状で増加し続ける。しかし、米国市場におけるベトナムの貿易黒字が比較的に高い、特に繊維だった、そのため、米国はベトナムに貿易防衛策を実施する可能性がある。他方、現在、国内のファブリック染色がまだ十分に開発されていない。そのため、ベトナムが原産地規則を満たしなければ、これはリスクになって、貿易協定の利点を逃すだろう。

投資観点—有望

世界と大規模輸入市場における繊維需要及びベトナム繊維業の利点を分析したら、BSC は 2019 年が繊維業の繁栄年だと評価した。原動力は自由貿易協定と中米貿易戦争から来る。2018 年で成長率が高水準に達したため、2019 年成長率は 2018 年より下落する可能性があるが、まだ高いレベルを維持できる。そのうち、2018 年業績に見られるように、人件費の上昇は企業にとって大きなリスクではない。従って、BSC は繊維業の投資見通しを**「中立」**から**「有望」**に引き上げた。

現在、ベトナム繊維企業は、株価が地域より魅力的だった、平均 P/E が 6.6xだった。繊維企業の株価算定は、過去 1～2 年間の業界の成長と比べて、あまり変わらない。そのため、BSC は、今後株価算定の変更を期待している。



ソース: BSC Research

しかし、すべての企業は機会があるわけではない。上場企業に対しては、BSC は、生産能力が大きくて、繊維からの製造プロセスを所有して、顧客が良くて、拡張プロジェクトを予定している企業を高く評価している。

MSH – 買い –目標価格:59,430ドン／株 –時価より18.1%上回り

MSHは2018年11月28日にHOSEに上場したばかりで、上場繊維企業の中で4番目に大きな売上高を得ている。90%の売上高はアパレルの輸出から、残りの 10%は国内の寝具製品から来た。

MSNを「買い」と推奨するための観点は:

(1)民間繊維企業の中で4番目に大きい規模を所有している。Song Hong 10が稼働したら、生産能力が20%増と見込みだ。

(2)Haddad、LuenThai など新顧客及び、ベトナムへの受注のシフトにより、受注数が増加している。

(3)FOB 受注の割合を2017年の 62%から2020年に 80%を引き上げて、売上総利益率を17.2%から19%に引き上げた。

(4)利益率が良くて、財政が健全で、配当率が高い。

2018 年の業績:売上高及び前引後利益がそれぞれ前年比 19.2%増の 3 兆 9,110 億 VND、64.5%増の 3,300 億 VND となり、EPS が 6,920 ドン/株と見込みだ。

2019 年の業績予想:BSC は、2019 年の輸出受注が前年比 11.8%増の 1,600 億 VND となり、寝具製品の事業が 2018 年より成長しないことで、売上高が前年比 10.7%増の 4 兆 3,300 億 VND となると予測した。税引後利益が前年比 13.4%増の 3,740 億 VND であり、EPS が 7,848 ドン/株と見込みだ。

VGG – 買い –目標価格:63,530ドン／株 –時価より17%上回り

VGGは上場繊維企業の中で2番目に大きな規模を所有している。80%の売上高がアパレルの輸出から来た。残りは、Viet Tien、Viet Longブランドでの国内市場の消費である。

VGGを「買い」と推奨するための観点は:

(1)企業は規模が大きい、売上高の成長率が2013～2017年の間で15%に達した。売上高の50%以上を寄与する大口顧客は、South Island Garment SDN、BHD(マレーシア)、Mitsubishi Corp(Uniqlo)である。

(2)Viet Long Hung工場により生産能力を引き上げる可能性。第1期工場は2,200人の従業員で2018年に稼働した。次の期に入ると、生産能力を2倍にするだろう。

(3)財政が健全だ。負債率が低くて3%のみを占め、長期の負債がない、現金残高が高くて1兆1,000億VND以上である。

2018 年の業績。VGG の売上高及び税引後利益がそれぞれ前年比 17.2%増の 9 兆 9,030 億 VND、同 13.2%増の 4,280 億 VND となり、EPS が 9,708 ドン/株であり、予想 P/E が 5.6xと見込みだ。

TNG –観察

BSC は TNG の生産能力及び顧客基盤を高く評価している。10 つの工場、209 つの繊維ラインを持っており、上場繊維企業の中で 2 番目に大きな規模を所有している。Decathlon（EU）、The Children's Place（米国）、Haddad はそれぞれ売上高の 40%、22%、7%を寄与した。

TNG の原動力は Dong Hy 工場の生産能力を 2019 年に高めることと共に、Vo Nhai 工場を 2020 年に建設するのから来る。また、ヨーロッパ市場のための受注の割合が 56%に達したので、EVFTA が承認されて効果になったら、TNG は恩恵を受けるだろう。

しかし、TNG もリスクを抱えている。（1）財務レバレッジは高い、営業活動によるキャッシュフロー（CFO）は 0 を下回って、利上げの時に大きな圧力を受ける。（2）投資拡大が急激になっているが、受注の増加率が適わない、そのため、利益率に圧力をかける。（3）労働力のリスク：Thai Nguyen 省での労働力及び人件費に関するリスクである。（4）不動産及び工業団地の案件からのリスクである。（5）転換社債の希薄化からのリスクである。従って、TNG の株価は業界の平均的なレベルより、ディスカウントされることがよくある。

2018 年の業績。TNG の売上高及び税引後利益がそれぞれ前年比 41%増の 3 兆 5,080 億 VND、同 51.5%増の 1,742 億 VND となり、EPS が 3,284 ドン/株と見込みだ。

TCM –観察

自由貿易協で原産地証明の要件があるので、ヤーンフォワードのクローズド生産チェーンは TCM の有利である。TCM 製品は、ファブリックと繊維の使用率がそれぞれ 50%、70～80%ので、原産地証明の要件を適えるだろう。

今後の生産能力を高める。2019 年、取引先の受注を満たすために、TCM はファブリック事業の生産能力を 17%引き上げ、縫製事業の生産能力を 7%引き上げるだろう。

利益率を改善する可能性。（1）縫製事業の生産能力を引き上げる；（2）ファブリック事業の割合を引き上げる；（3）繊維事業の売上総利益率を維持する。

しかし、TCM の顧客のせいで、BSC は来年の成長とキャッシュフローに懸念している。理由では、（1）Sear 企業が破産を申請して、事業再編を行って、店数を引き下げるのは、TCM の成長及び 900 億 VND を回収する可能性に影響する。（2）最も大きな顧客である Eland では、利益とキャッシュフロー減少のシグナルも出たが、そのうち、TCM における負債が引き続き増加している。これも TCM のリスクである。そのため、BSC は TCM を「観察」と推奨している。

2018 年の業績。BSC の評価によると、2018 年売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 9.8%増の 3 兆 5,250 億 VND、同 22.5%増の 2,350 億 VND と見込みだ。EPS が 3,800 ドン/株、予想 P/E が 6.7xである。これは、土地譲渡と資産売却によりの利益 500 億ドンを計上し、Sear 社からの未収金のための 300 億ドン(130 万米ドル相当)を繰入れする仮定により計算された。

VGT –観察

VGT は、ホールディングスモデルで運営されており、繊維産業で効果的に活動している企業に投資している。VGT の利益は主に子会社(Phong Phu、Hoa Tho)及び合併している会社(Viet Tien、Nha Be、Viet Thang、May10)から来た。そのうち、合併している会社よりの収入が税引後利益の 70%を寄与した。そのため、特に業界の見通しが有望と評価されている時に、ンバー企業への VGT の投資は今後も大きな利益をもたらすと考えている。現在、VGT の株価が額面価格を下回っている(P/B が 0.77x)。次の数年、政府の所有率を 53.49%から 0%に引き下げるだろう。

2018 年の業績。VGT の売上高(連結)と税引後利益はそれぞれ前年比 10%増の 19 兆 1,910 億 VND、同 13.7%増の 4,390 億 VND と見込みだ。EPS は 880 ドン/株と見込みだ。

銘柄	2019 年の売上高(10 億ドン)	2019 年の税引後利益(10 億ドン)	2019 年の EPS(ドン/株)	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
VGG	9,903	420	9,521	5.7	1.4	7.6%	21.1%	54,300	63,500
MSH	4,331	374	7,848	6.4	1.7	15.1%	32.2%	50,520	59,400
TNG	3,986	201	3,536	4.9	1.2	7.0%	20.1%	17,500	21,220
TCM	3,753	207	3,249	7.1	1.0	6.5%	15.2%	23,100	26,600
VGT	20,726	391	782	15.5	0.8	1.8%	5.9%	12,100	N/A

ソース: BSC Research

電力業 [有望]

- 2019 年に、降雨量の減少と水文観測によると、中部と南部の水力発電所が困難に直面する、そのうち、火力発電所が恩恵を受ける。
- 電気の需要は 2019～2020 年の間で、引き続き 10%上昇すると予測されている。
- 太陽光発電は多く投資されているが、不適切な送電システムにより問題が発生した。
- BSC は、電気料金の上昇のおかげで、電力業の投資見通しを**「有望」**と評価している。GEX、PC1、POW、REE を「買い」と推奨している。

2019 年に、降雨量の減少と水文観測によると、中部と南部の水力発電所が困難に直面する、そのうち、火力発電所が恩恵を受ける。2019 年上半期、エルニーニョ現象が続ける可能性は 89～90%と見込みだ。それで、降雨量も年々の平均レベルより低いと予想された。特に、乾季で、中部の降雨量が年々の平均レベルより 20～30%下落する。水文観測も同様だ。一部の河川地域では、流量が 15～50%欠くと予測されている。これは中部の水力発電所の発電容量に悪影響を及ぼすだろう。それで、南部と中部の火力発電所の発電容量は 2019 年に 10～15%増加すると予想されている。

電気の需要は 2019～2020 年の間で、引き続き 10%上昇すると予測されている。ベトナム電力グループによると、2020 年と 2030 年の電気需要はそれぞれ 2,650～2,780 億 kWh、5,720～6,320 億 kWh と見込まれた。2016～2020 年と 2020 年～2030 年の成長率がそれぞれ 10.3～11.3%/年、8.0～8.5%/年に相当する。高い需要と安定的な成長は発電企業の強みである。

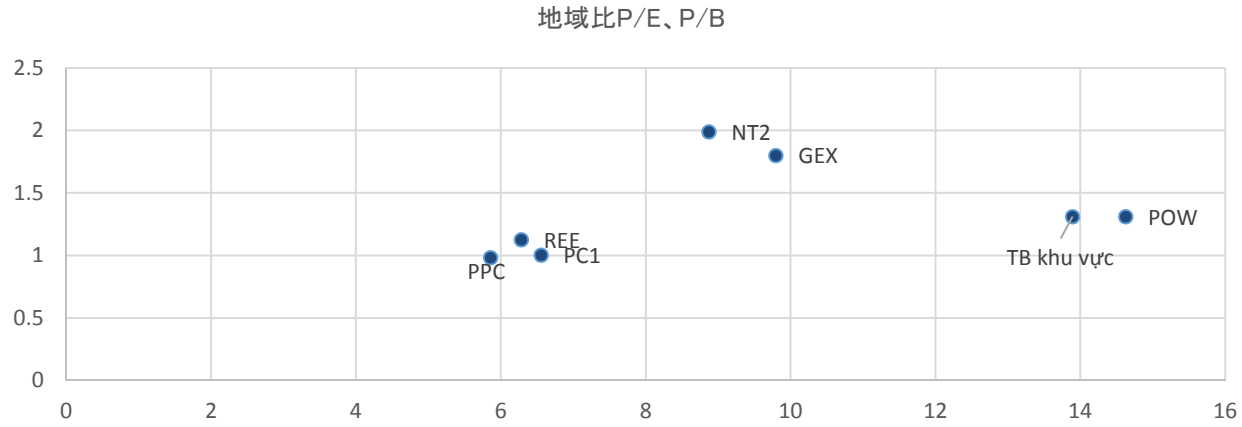
太陽光発電は多く投資されているが、不適切な送電システムにより問題が発生した。2018 年 9 月末まで、9.5 セント/ kWh の優遇価格により、121 つのプロジェクトは承認されて、全国の電力計画に追加されて、2020 年の総発電容量に 6,100 MW を寄与する。また、221 つのプロジェクトは承認待ちで、予想発電容量が 13,000 mW に達す。太陽光発電の発電容量は 26,000 mW に達して、国内総発電容量の 60%に相当する。既存の原材料が不足している背景で、これは避けられない傾向だろう。

しかし、太陽光発電プロジェクトへの大規模な投資は、中部の送電システムに大きな圧力をかけている。殆どの伝送システムは、主に地域のニーズに応じて設計された。具体的には、中部はソーラープロジェクトの焦点領域であるが、低い需要のために中部の送電システムがまだ弱い。これは、送電プロジェクトを待つために容量を完全に運用できないというリスクにつながる可能性がある。現在、多くの必要な手続きのために、送電プロジェクトを迅速に展開することができない。減価償却費が多いし、貸付金利が高い場合は、これはプロジェクトの有効性と業績に影響するだろう。

投資観点—有望

BSC は電力業の投資見通しを**「有望」**と評価している。電気の需要と料金の安定な上昇は引き続き電力業界の企業の成長を確保する。2019 年の悪天候のため、水力発電企業は困難を抱えるだろう。しかし、水力発電所の 2019 年上半期業績はまだ安定だと予測された。2019 年

～2020 年に、発電容量の増加及び外貨建て貸付残高の減少により、火力発電企業がよく成長する。南部の高需要及び多数の太陽光発電所の稼働のため、送電と大型変電所の建設に関する公共投資プロジェクトは促進される。そのため、BSC も、電気工事建設企業と電気設備企業を高く評価している。



ソース: Bloomberg

GEX – 買い –目標価格:35,158 ドン／株 –時価より 39.8%上回り–予想 P/E:9.54

GEX は電気機器分野で権力がある会社である。GEX が所有している子会社は電力ケーブル、変圧器などを販売する分野での大きな会社でる。GEX は、子会社における所有率を引き上げて再構築を行うのを促進して、電気機器の事業の運用効率を向上している。2018 年、売上総利益が 2015 年の 7.61%から 12.77%に上がった。2019～2020 年、多数の太陽光発電所が稼働するから、送電網と変電所を建設する必要がある。そのため、BSC は、この事業の成長率が今後 15%を維持すると期待している。

GEX は太陽光発電プロジェクトにも投資している。既存の関係を利用して、GEX の電力プロジェクトは 2019 年 6 月中旬に発電すると見込まれ、優先的な電気料金で発注契約を締結している。Song Da 水工場は、安定的な操業を確実するために、発電容量を 30 万 m^3/日に引き上げ、パイプラインシステムの能力をアップグレードしている。水質が良いし、地下水の使用を制限するという政策の恩恵を受けるから、Song Da 水工場は、GEX に安定的なキャッシュフローをもたらすだろう。

Tran Nguyen Han 不動産案件（総面積 1ha）は、2019 年第 3 四半期に展開され、2 つの高級ホテルを建設する予定がある。ハノイの中心部で高級ホテルが不足しているため、このプロジェクトは安定的なキャッシュフローをもたらすと期待されている。

GEX の 2019 年売上高と税引後利益はそれぞれ 15 兆 5,760 億 VND、1 兆 670 億 VND と見込まれ、2019 年 EPS が 2,630 ドン/株に達し、予想 P/E が 9.56 に相当する。そのため、BSC は GEX の投資評価を目的価格の 35,518 ドン/株で「買い」と推奨している。

PV Power – 買い –目標価格:17,830 ドン／株 –時価より 18.87%上回り–予想 P/E:10.26

PV Power はベトナムで 2 番目に大きな発電企業である。総発電容量は 4,208MW である、その中には、汽力発電、石炭火力発電、水力発電の発電容量はそれぞれ 64.2%、28.5%、7.3%を占めている。

POW の短期的な成長原動力は、(1)第 1＆2 Ca Mau 工場の原価償却が終わって、1 兆 VND/年を節約できる;(2)支払利息は徐々に減って、約 2,000 億 VND/年である。長期的な成長原動力は、1500MW の総発電容量で第 3 Nhon Trach プロジェクト と第 4 Nhon Trach プロジェクトから来る。予定によると、第 3 Nhon Trach 工場が 2022 年から稼働し、第4 Nhon Trach 工場が 2023 年から稼働する。

2019 年売上高及び税引後利益はそれぞれ 32 兆 1,550 億 VND、3 兆 4,280 億 VND と見込まれた。2019 年 EPS が 1,462 ドン/株に達す。BSC は POW の投資評価を目的価格の 17,830 ドン/株で「買い」と推奨している。

REE – 買い –目標価格:38,195 ドン／株

不動産市場の回復と空港の拡大により、M＆E セグメントは顕著に成長した。2017 年からの受注残は約 5 兆 4,000 億ドンで、M＆E 事業の収益が 2018～2020 年で成長を続けるのに好都合だろう。

電力会社からの利益は 2018 年～2019 年に順調に成長すると予想される。VSH(REE が 20.71%を所有している)は、Upper Kon Tum プロジェクトが 2019 年 3 月に 220MW の発電容量で稼働することで、総発電容量を 356MW に引き上げて、有権がある水力発電企業の 1 つになる。PPC(REE が 23.36%を所有している)は債務の再編を完了した、JPY 建ての貸付残高が 60 億 VND のみで、2018 年に返済される予定です。

2019 年売上高及び利益はそれぞれ 5 兆 4,140 億 VND、1 兆 9,850 億 VND と見込まれた。2019 年 EPS が 6,593 に達す。そのため、BSC は REE の投資評価を目的価格の 38,185 ドン/株で「買い」と推奨している。

PC1 – 買い –目標価格:36,566 ドン／株 –時価より 56.33%上回り

2018 年には、PC1 の建設事業の売上高が 1 兆 8,000 億 VND となり、売上総利益率が 4～4.5%に達すと見込みだ。新規契約の総売上高は 3 兆 3,290 億に達し、2008 年からの受注残が前年比 187%増の 2 兆 8,000 億 VND となった。2019 年の売上高は 3 兆 6,000 億 VND と見込まれている。

工業事業について、2018 年の売上高が 4,000 億 VND を超し、売上総利益率が 4%に達した。2019 年売上高が 1 兆 1,000 億 VND と見込まれている。

水力発電の事業について、第 2Song Nhiem プロジェクト(発電能力:6MW)は 2018 年末に着工される予定がある。水力発電の成長可能性が低くなったため、PC1 は風力発電の投資チャンスを探している。水力発電の事業は、回避可能費用で電気を売っているので、売上総利益率が高くて 30%に達した。

不動産の事業について、Thanh Xuan 案件の進捗が遅くなったので、2019 年に収入を計上しない。重複するプロジェクトについて、PC1 は PCC1 Vinh Hung 案件と PCC1 Thang Long 案件を展開している。

BSC の評価によると、PC1 の株価が魅力的で、予想 P/E が 7.76 である。PC1 のような市場シェアの有利がある企業の成長可能性を考えて、このレベルは比較的に低いと思っている。水力発電の事業は、価格優位が利益をもたらし、キャッシュフローが安定する。そのうち、過去 2 年間の電力網企画が実施されれば、建設の事業が大きく成長するだろう。2019 年売上高と利益はそれぞれ 6 兆 2,080 億 VND、4,140 億 VND と見込まれ、2019 年 EPS が 3,118 ドン/株に達す。そのため、BSC は PC1 の投資評価を目的価格の 36,566 ドン/株で「買い」と推奨している。

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
GEX	15,524	1453	5,114	4.9	0.89	8.4%	16.1%	25,150	33,400
POW	32,155	3,428	1,462	10.4	1.15	5.72%	11.15%	15,200	17,830
REE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	11.4%	17.8%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	5.3%	10.6%	23,400	36,566

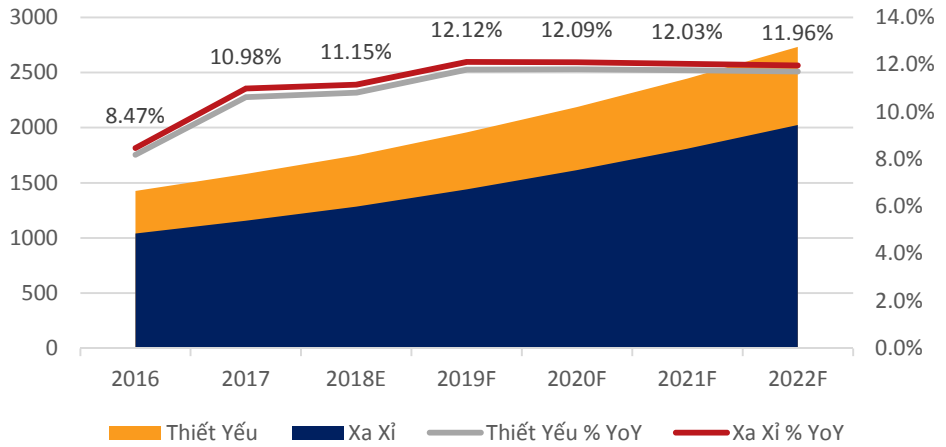
ソース: BSC の推定

消費財業 ［有望］

- ベトナムの 2019 年消費支出額は前年比 11.9%増の 3 兆 3,968 億 VND と見込まれている。
- 技術の発達のおかげで、電子商取引は 2 年間で急成長して、2018 年に前年比 38.7%増となった。2019～2020 年の年平均成長率（CAGR）が 31.3%/年と予想されている。
- Z 世代（1996 年～2005 年の間に生まれた世代）は消費企業の次のターゲット顧客になる。
- BSC は小売の投資見通しを「有望」と評価している。（1）一人当たりの平均所得が 2018 年に 6.7%増となった；（2）中流階級の人口が急増して、2020 年にベトナム総人口の 33%と見込みだ。しかし、BSC は飲食業の投資見通しを「中立」と評価している。「買い」と推奨する銘柄は PNJ、MWG、「観察」と推奨する銘柄は VNM である。

ベトナムの 2019 年消費支出額は前年比 11.9%増の 3 兆 3,968 億 VND と見込まれている。BMI の調査によると、消費支出は主に必需品や高級品だった。食品、飲料、家具などの必需品については、2019 年の消費支出額は前年比 11.8%増の 1 兆 9,560 億 VND と見込まれ、総額の 57.6%を占める。一方、2019 年～2022 年、国民の所得が改善すると、必需品の支出額が減少して、2022 年の割合が 57.4%に下がる。高級品については、2019 年の消費支出額は前年比 12.1%増の 1 兆 4,406 億 VND と見込まれ、総額の 42.4%を占める、2022 年の割合が 42.6%に上がると予想されている。

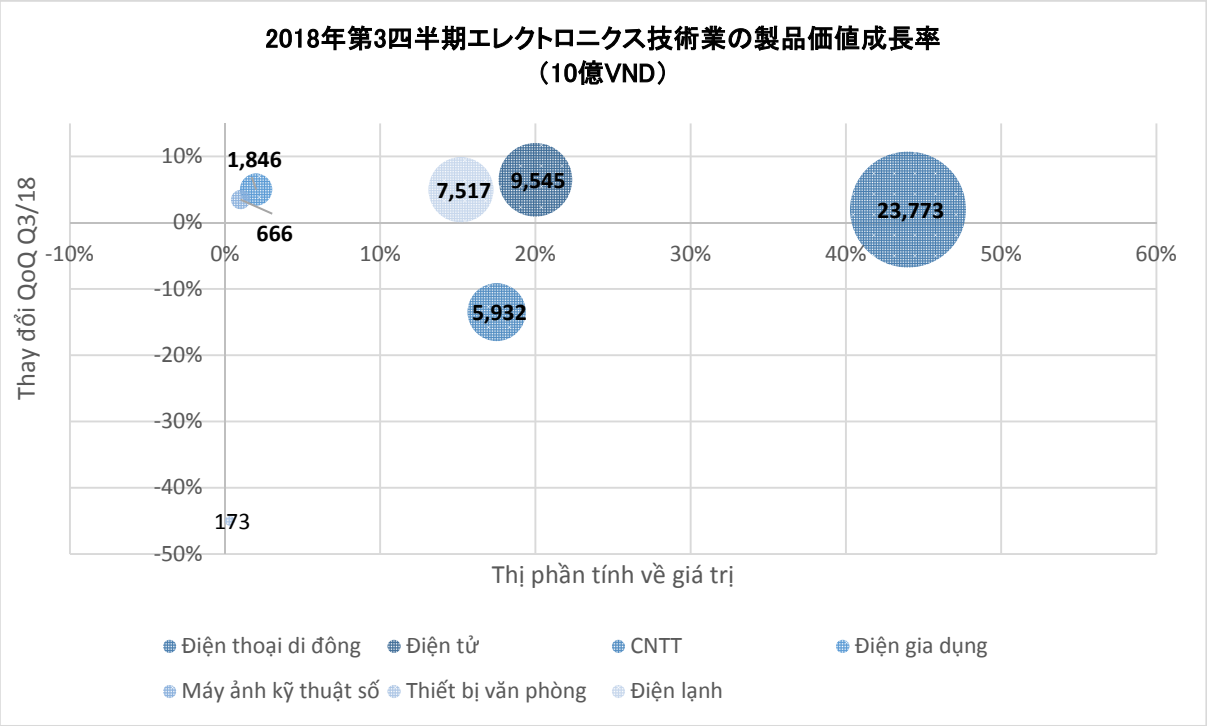
2019年～2022年のベトナムの消費支出成長率11.9%増加予測



ソース: BMI

技術の発達のおかげで、電子商取引は 2 年間で急成長して 2018 年に前年比 38.7%増となった。2019～2020 年の年平均成長率（CAGR）が 31.3%/年と予想されている。Nelson の調査によると、情報技術とモバイル製品の需要は過去 2 年間で 11%/年増となって、オンラインショップにおける消費者の要求を満たした。特に 2018 年第 3 四半期には、携帯電話の価値は前四半期より 5%増の 23 兆 7,730 億 VND となった。それで、電子商取引市場の総価値は 2018 年

に 29 億米ドルに達し、31.3%/年の CAGR で 2020 年に 50 億米ドルに達すると予測されている。従って、電子商取引市場の競争はより激化になっている。VNM、MWG、PNJ などの伝統的消費企業は、マルチチャンネル（オムニチャネル）を通じて電子商取引市場に参加して、複数のチャネルで新規顧客にリーチして、収入を増やす。

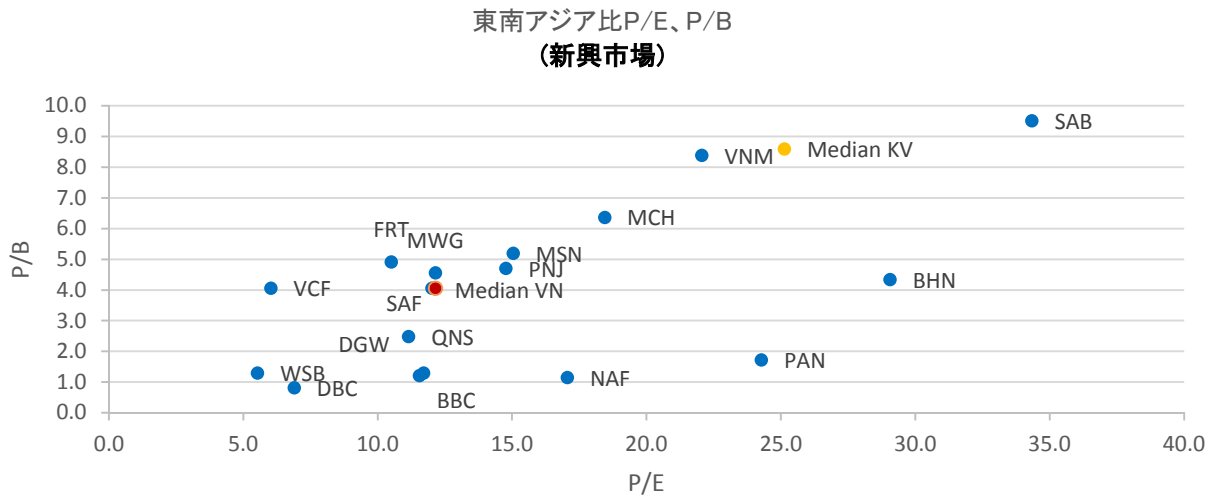


ソース: GFK.

Z 世代は消費企業の次のターゲット顧客になる。Z 世代は 1996 年～2005 年の間に生まれ、国の経済的繁栄の時期に育った世代である。さらに、彼らは若い頃からテクノロジーを使用して、ソーシャルメディアネットワークに多くの時間を費やす。ベトナムでは、2025 年まで、Z 世代が 1,470 万人に達して、総人口の 21%をしめる。それで、彼らは消費企業の次のターゲット顧客になる。BSC の評価によると、消費者の需要と習慣を研究・分析して新しいビジネス戦略を立てれば、Z 世代は多くの収入を企業にもたらすだろう。

投資観点—有望

BSC は飲食業の投資見通しを「**中立**」、小売業のの投資見通しを「**有望**」と評価している。飲食業について、売上高は年末に改善される、税引後利益は大きな広告宣伝費により変わらないかまたは僅かに減少するだろう。それで、BSC は飲食業の最も低い成長率が 5%～10%だと予測している。小売業について、2019 年に安定的に成長して、11%を超える。理由では、（1）一人当たりの平均所得が 2018 年に 6.7%増となった；（2）1 ヶ月の所得が 1,500～2,000USD である中流階級の人口が急増して、2020 年にベトナム総人口の 33%に達す。



ソース: Bloomberg, Fiinpro.

PNJ –買い

2019 年の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 22.9%増の 17 兆 6,250 億 VND、同 30%増の 1 兆 2,150 億 VND だと予測されている。2019 年予想 EPS が 6,588 ドン/株で、2019 年予想 PE が 13.2xである。BSC は PNJ の投資見通しを「有望」と評価している。（1）既存店舗での収益成長率は高水準で維持している。ゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率は 2018 年に 23%に達した、2019 年に 15%と見込まれている。（2）新規店舗開設は安定している。2018 年 9 ヶ月には、PNJ は 44 店舗をオープンして、店舗数を 308 に引き上げて、2018 年計画を達成した（当初計画が 40 店舗である）。それで、PNJ は 2019 年に 40 店舗をオープンして、店舗数を 428 に引き上げだろう。

MWG –買い

2019 年の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 17.3%増の 105 兆 6,740 億 VND、同 18.5%増の 3 兆 4,360 億 VND だと予測されている。2019 年予想 EPS が 7,789 ドン/株である。これは次の仮定を通りに算定された。（1）2019 年に、Dien May Xanh の新店舗数が 128 店である、その中に、31 店は The Gioi Di Dong から変換される。Bach Hoa Xanh の新店舗数は 215 店である。The Gioi Di Dong の新店舗がない。（2）Dien May Xanh と The Gioi Di Dong の平均成長率が 8%に達す。（3）Bach Hoa Xanh の業績はに損益分岐点に達した、2019 年の利益率が 0.9%に達す。（4） 販売・管理費用/売上方の比率は 12.9%に達す。

VNM –観察

BSC は VNM の投資見通しを「観察」と推奨している。さらに、2019 年のベトナムから中国への牛乳輸出貿易協定のおかげで、2019 年の輸出収入が 14.9%増となって、約 2,190 億 VND に達すだろう。VNM は 2019 年～2020 年の間でのハノイでの 3,828 兆 1,000 億 VND の「スクールミルク」とうい入札で勝った。これは VNM の収入の 3.58%に相当し、VNM の成長の大事な

原動力になる。2018 年下半期、ニュージーランドから輸入された原材料の価格は 16.15%減となった。そのため、VNM の 2019 年売上総利益率は 2018 年の 46.12%から 47～47.2%に上昇する。それで、VNM の成長率が 4%～8%/年と見込まれている。2019 年の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 4.14%増の 55 兆 8,290 億 VND、同 4.7%増の 10 兆 5,050 億 VND だと予測されている。2019 年予想 EPS が前年比 4.7%増の 5,404 ドンである。予想 PE と予想 PB はそれぞれ 23.7x、7.6xである。

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
PNJ	17,625	1,215	6,935	13.9x	3.4x	18%	27%	92,100	128,300
MWG	103,553	3,406	8,023	10.8x	3.3x	10%	31%	84,500	122,500
VNM	55,829	10,505	5,404	23.7x	7.6x	29.1%	28.9%	128,000	135,100
SAB	40,748	5,767	8,464	29.5x	7x	26.6%	32.7	250,000	262,384

ソース: BSC research

不動産業 ［中立］

- 法的問題に関する客観的要因のせいで、供給はホーチミン市を中心に制限されている、そのうち、需要はまだ高い。信用は通達第 16/2018/TT-NHNN のせいで引き締めるられている。
- 案件の進捗が当初計画より遅くなっている。2019 年～2020 年の業績の成長が減速する傾向がある。
- FDI 額の成長が減速して、前年同期比 14.2%減となったが、FDI 実行額が引き続き増加して、前年同期比 3.1%増となった。
- FDI額はまだ高水準に維持している。工業団地は貿易協定、中国からのシフト、米中貿易戦争により恩恵を受ける。
- BSC は不動産業の投資見通しを**「有望」**から**「中立」**に引き下げた。原因では、（1）案件の進捗が遅れた;（2）貸付金利が上がる可能性がある;（3）不動産企業の信用を引き締める。BSC は、VHM、NLG、HDG、KBC を「買い」と推奨している。

法的問題に関する客観的要因のせいで、供給はホーチミン市を中心に制限されている、そのうち、需要はまだ高い。BSC の評価によると、上場会社では、法的問題のせいで、引渡しが 2018 年で行わずに 2019 年まで延長されている。2019 年に引き渡す案件は、Vincity Grand Park－VIC（第1四半期）、Gem Riverside－DXG（第1四半期）、Hermosa－KDH（第 2 四半期）、Akira —NLG（第 1 四半期）である。他方、通達第 16/2018/TT-NHNN のせいで、不動産市場の貸付資本は制限される。具体的には、商業銀行は、2018 年の 45%ではなく、中・長期貸付に短期預金の 40%のみを使用する。ベトナム投資家は銀行と顧客の貸付金に依存しているため、投資家の資金調達が困難になるだろう。

中位所得者層分区は引き続き主な分区であるが、2019 年に、供給の急増により市場の競争がもっと厳しくなる。CBRE のデータによると、2018 年9ヶ月、中位所得者層分区では、ホーチミン市とハノでそれぞれ 57%と 61%の新築物件が引き渡される。分区の間の競争がもっと厳しくなる。現在の供給不足で、法的に新築物件を販売できる不動産企は利を得るだろう。さらに、2018 年に販売される新築物件の大きな数は Vincity 案件から来る。現在、VHM は 3 つの案件を展開している、2019 年～2020 年の物件数が 132,500 戸である。その中、ハノイでの 2 つの案件（89,000 戸）は最初の段階で販売し始めた、ホーチミン市での案件は 2019 年に販売される。

案件の進捗が当初計画より遅くなっている。2019 年～2020 年の業績の成長は減速する傾向がある。BSC は、不動産業の成長率が 2018 年より下落すると予測している。（1）2019 年～2020 年の間で引き渡す案件が不足である、（2）利益の成長は、主に譲渡案件よりの異常な収入に大きく依存する、（3）貸出金利の上昇及び信用引き締めは投資家と住宅購入者に圧力をかける。

FDI 額の成長が減速して前年同期比 14.2%減となったが、FDI 実行額が引き続き増加して前年同期比 3.1%増となった。JLL のデータによると、2018 年 11 月 20 日まで、FDI の新規と追加の認可額は前年同期比 14.2%減の 308 億 USD となった。FDI 額の急減は 2017 年

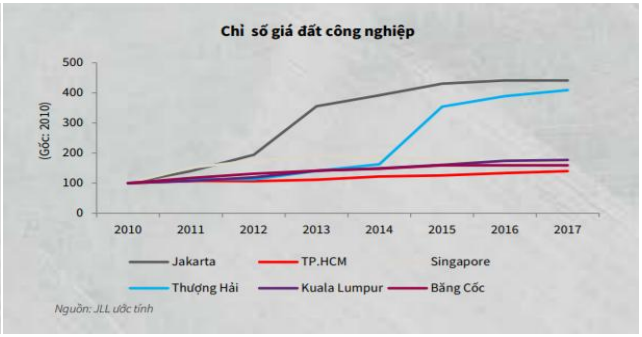
11 月のように総額が 10 億ドル以上である案件がないから。しかし、FDI 実行額は前年同期比 3.1%増の 165 億 USD となった。BSC の評価によると、2018 年 11 ヶ月の FDI 額の成長はマイナスだったが、絶対数は前期と比べてまだ高水準だった。

FDI 額はまだ高水準に維持している。工業団地は貿易協定、中国からのシフト、米中貿易戦争により恩恵を受ける。JLL のデータによると、中国から東南アジア国への生産シフトの理由は以下の要素である。

(1)中国での営業費用が急増した。モーターズ アジア(IMA Asia)のデータによると、中国での人件費は 2010 年の 2USD/時から 2016 年の 3.9USD/時に上がって、ベトナムの 1～1.4 USD/時より高い。

(2)工業団地の土地賃貸料が大きく上がった。上海などの大都市では、土地賃貸料が 180USD/ m2 を超える、そのうち、ハノイ、ホーチミン市などのベトナムの大都市では、土地賃貸料が安くて 100～140USD/ m2 だけである。

(3)中国からのシフトはより高い価値のある輸出品の開発に注力することから来た、そのうち、ベトナムへ工場を移転するのは米中貿易戦争の課税から来た。現在、ベトナムの工場は織物、家具、自動車組み立てなどの低付加価値で外注の製品に焦点を合わせている



ソース：JLL

投資観点—中立

BSC は不動産業の投資見通しを**「有望」**から**「中立」**に引き下げた。原因では、(1)案件の進捗が遅れた;(2)貸付金利が上がる可能性がある;(3)不動産企業の信用を引き締める。2019 年に、企業を選択する基準は次の通りだ。**(1)土地基金が大きくて、2019 年に売り始まって、2020～2022 年の利益を確保できる。(2)2019 年に引き渡せる案件のおかげで、利益は成長する。**BSC は、**VHM、NLG、HDG、KBC** を「買い」と推奨している。

VHM-2018 年 11 月 30 日の終価:77,800 ドン・株- 買い -目標価格:92,700 ドン／株 -時価より 19.2%上回り—予想 P/E:14.1x—予想 P/B:2.8x

2018 年9ヶ月の業績は、成長がプラスになり、税引前利益が前年同期比 147%増の 15 兆 1,000 億 VND となった。これは、(1)Vinhomes 案件(8 兆 8,050 億 VND)及び BCC 案件(7 兆 160 億 VND);(2)Lotus 案件(2 兆 VND)の譲渡から来た。2018 年 11 月まで、販売した物件の総額が約 25 億 USD、物件数が 15,000 戸だった。2019 年に販売する物件の総額が約 55 億

USD（60,000 戸）と見込まれ、主に Vincity Ocean Park、Vincity Sportia、Vincity Grand Park から来る。

BSC の評価によると、2019 年～2023、Vincity 案件は VHM の成長可能性の重要な原動力で、132,500 戸のアパート及び 4,000 軒の一軒家がある。Vincity のプラスなシグナルは、（1）供給が少なくなる；（2）Vinncity は、需要が高い中位所得者層分区を狙っている；（3）VHM が完全な生態系及び優先的な貸付方針を持っている。

Vincity Ocean Park と Vincity Ocean Park の低層物件と共に Vinhome Greenbay、Vinhome Metropolis、Vinhome Skylake の残りの物件を計上することで、BSC は VHM の 2019 年売上高及び税引後利益がそれぞれ前年比 200%増の 62 兆 630 億 VND、同 13%増の 18 兆 1,580 億 VND と予測している。

NLG-2018 年 11 月 30 日の終価：28,300 ドン・株- 買い -目標価格：33,900 ドン／株 -時価より 19.8%上回り—予想 P/E：6.6x－予想 P/B：1.1x

開発を待っている 539.3 ヘクタールの大規模できれいな土地基金を所有しているため、2019 年に販売を開始できるだろう。NLG は多様な分区を持って、高く評価されている。この強みのおかげで、NLG は市場の需要に応じて柔軟にプロジェクトを開発できる、例えば、（1）Ehome（低位所得者層分区）；（2）Flore（中位所得者層分区）；（3）Valora－villas（高位所得者層分区）である。2019 年に販売を開始する大きな案件は、（1）Akari City、（2）Mizuki Park、（3）Water Point、（4）第 3Nam Long（Can Tho 市）である。

2019 年9ヶ月、計上されている契約総額は前年同期比 5.1%減の 2 兆 5,980 億 VND に達した。2019 年に、NGL は、Akari City の 1,800 戸と Mizuki Park の 1,000 戸、第 3Nam Long の土地、Water Point の 500～600 軒を販売し始める。

他方、2019 年に、NLG は Akari City 案件の 50%と Water Point 案件の残りの譲渡からの収入を計上して、9,000 億 VND を見込まれて、2,000～3,000 億 VND の売上総利益と相当する。**BSC の評価によると、2019 年売上高及び親会社株主利益はそれぞれ前年比 7.4%減の 3 兆 670 億 VND、同比 25%増の 9,470 億 VND となり、2019 年予想 EPS が 4,285 ドン/株と見込まれている。**

HDG-2018 年 11 月 30 日の終価：36,800 ドン・株- 買い -目標価格：54,700 ドン／株 -時価より 43.9%上回り—予想 P/E：5.0x－予想 P/B：1.26x

2019 年～2020 年の間の利益成長は 10 兆 7,000 億 VND の Centrosa Gaeden 案件から来る、2019 年売上高が 4 兆 VND と見込まれている。2019 年～2020 年の間で、不動産事業は HDG の重要な成長原動力となるだろう。そのうち、収益は主に Hà Đô Centrosa Garden 案件、Hà Đô Dragon City 案件及び Hà Đô Green Lane 案件から来る。また、Nongtha Central Park 案件は 2018 年第 4 四半期に販売を開始する予定がある。

土地面積の増加は HDG の長期発展を確保することができるだろう。国防省が HDG における保有株式を売り出した後、HDG は M&A を促進し、Dich Vong- Cau Giay ビル(1 ヘクタール)、HaDo Gren Land(2～3 ヘクタール)、62 Phan Dinh Giot(2.23 ヘクタール)、Alila Bao Dai 案件(8.92 ヘクタール)などの新土地を追加買収していた。

水力発電事業よりの安定しているキャッシュフローは、2019 年～2020 年の間で、3 つの新しい発電所のおかげで、大きく成長すると予測された。それによると、Nhan Hac 水力発電所(発電能力の 59MW)が 2018 年第 3 四半期から稼動したのは、HDG の水力発電能力を 60 MWh から 119 MW に引き上げた。

- 第 4Hong Phong 太陽光発電プロジェクトは、9.35 セントである優先的な電気料金を受するために、2019 年 6 月 30 日の前に稼動する予定です。年間発電能力は 48 MWp～40MWac で、9,100 万 kWh／年と相当すると見込まれた。総投資額が 1 兆 1,000 億ドンである、2018 年 10 月から着工する予定がある。
- 第 1Tien Thanh 風力発電所は 2019 年第 4 四半期から稼動する。年間発電能力は 60MW である、総投資額は 2 兆 1,000 億ドンである。HDG は 2019 年 3 月から法的な手続きを完了してから、2019 年 6 月から建設を開始する予定がある。

BSC は、HDG の 2018 年売上高及び親会社株主利益がそれぞれ前年比 28.9%増の 5 兆 5,430 億 VND、同 32.7%増の 6,890 億 VND と見込み、予想 EPS が 7,253 ドン/株と予想している。

KBC-2018 年 11 月 30 日の終価:12,700 ドン・株- 買い -目標価格:18,300 ドン／株 -時価より 44.1%上回り一予想 P/E:5.6x－予想 P/B:1.5x

2018 年に 100 ヘクタールの工業団地を引き渡す計画を達成する。2018 年 9 ヶ月、KBC は 85 ヘクタールの工業団地を引き渡して、年間計画の 85%を達成した。土地賃貸よりの売上高は前年同期比 176.4%増の 1 兆 4,270 億ドンに達した。第 4 四半期に、KBC が引き続き Que Vo 工業団地を引き渡して、100 ヘクタールの 2018 年間計画を達成して、2017 年に比べて 2.5 倍増となる。

2019 年の売上高の増加は、主に工業団地の新規契約と Phuc Ninh 案件から確保される。BSC の予測によると、KBC の 2019 年売上高と利益はそれぞれ前年比 16.5%増の 2 兆 7,000 億 VND、同 45.5%増の 1 兆 620 億 VND となり、予想 EPS が 2,260 ドン/株と見込まれている。

(1)工業団地:2018 年第 4 四半期、新規契約の工業団地面積は最高記録である 100 ヘクタールに達した、主に Quang Chau 工業団地から来た。この案件の売上高と利益は 2018 年第 4 四半期と 2019 年に計上される。従って、BSC の予測によると、2019 年に引き渡す土地の面積は前年比 20%増の 120 ヘクタールとなる。

(2)Phuc Ninh 案件：第 2 段階、10.5 ヘクタールの売却可能土地の 60%が販売開始された。案件は進行されている、2019 年に収入を計上する。現在、契約の前受総額は 1 兆 3,000 億ドンだった、原価が 500 万ドン/m2 だった、販売価格が 2,000 万ドン/m2 である。それで、第 2 段階の売上高は 2 兆ドン、売上総利益率が 70%となると予測されている。

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
VHM	62,063	18,158	5,161	14.1	2.8	12.8%	26.8%	77,800	92,700
NLG	3,067	947	4,285	6.6	1.1	8%	18%	28,300	33,900
HDG	5,543	689	7,253	5.0	1.26	8.1%	13.8%	36,800	54,700
KBC	2,700	1,062	2,260	5.6	1.5	5.6%	25.1%	12,700	18,300

ソース :BSR Research

石油･ガス業 ［中立］

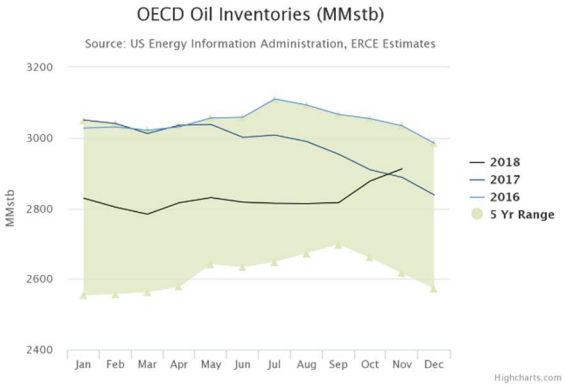
- 2018 年第 4 四半期、供給の増加のため、原油価格が急減したが、そのうち、世界的な経済成長の鈍化のため、需要が減少すると予測されている。
- OECD と米国の原油埋蔵量は 2018 年第 2 四半期から再び増加し始め、原油価格に強い圧力をかけた。
- 原油価格は、現在の供給過剰圧力により下落し、2019 年下半期の需給が均衡した時に回復すると予想される。
- 2019 年には、Sao Vang Dai Nguyet を除いて、多くの大きなプロジェクトは実施される。
- 2019 年の原油価格が約 60～70USD と予測されたため、BSC は石油･ガス業の投資見通しを**「中立」**と評価している、（1）供給過剰の圧力及び（2）世界成長の減速が需要を低めるから。

2018 年第 4 四半期、供給の増加のため、原油価格が急減したが、そのうち、世界的な経済成長の鈍化のため、需要が減少すると予測されている。OPEC の 2017 年 12 月報告によると、原油供給は 2018 年第 3 四半期から需要を上回り始める、2018 年第 3 四半期の原油の需要量が 9,932 万バレル／日であるが、そのうち、原油の供給量が 9,940 万バレル／日である。OPEC データによると、現在、需要と供給のバランスがとれているが、2018 年第 3 四半期から供給が大幅に増加する傾向がある、主に米国、カナダ、ロシア、カザフスタンなどの Non-Opec グループである。

OECD と米国の原油埋蔵量は 2018 年第 2 四半期から再び増加し始め、原油価格に強い圧力をかけた。2018 年第 3 四半期まで、OECD の原油埋蔵量が 29 億 1,000 万バレルとなって、年初より 8400 万バレルが増えた。米国は現在世界最大の石油埋蔵量を持っている。2018 年 11 月 31 日まで、原油埋蔵量が 2018 年年初より 5.5%増の 4 億 4,320 万バレルとなった。

世界第 2 位の石油埋蔵量である中国について、埋蔵量も増加している。2018 年 10 月まで、原油埋蔵量は先月より 21.3%増の 4 億 1,596 万バレルとなった。2018 年9ヶ月、中国の石油埋蔵量は 2 億 9,700 万バレルを増やしたが、2017 年同期より増加率が低かった。

OECD の原油埋蔵量（100 万バレル）

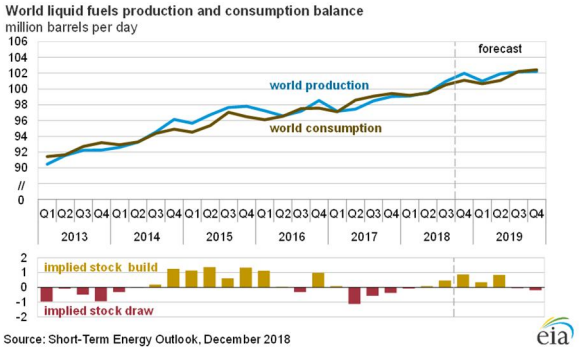


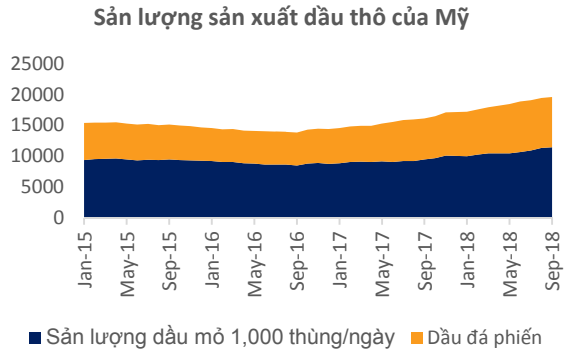
米国の原油埋蔵量（100万バレル）

ソース: OPEC, EIA.

原油価格は、現在の供給過剰圧力により下落し、2019 年下半期の需給が均衡状態になった時に回復すると予想される。12 月 7 日、OPEC（石油輸出国機構）と Non-Opec は、2019 年 1 月から 6 か月以内に、毎日 120 万バレルの産量を引き下げると発表した。これは、2019 年に市場が供給過剰状態に戻る可能性があることを示している。そのため、BSC は、（1）原油価格の急減及び（2）OPEC の供給を削減する発表によると、供給と需要の差が縮小されて、バランスが取れる。

また、原油価格が変動する可能性を留意するべきだ。理由は、（1）世界経済成長の鈍化の背景での燃料消費需要の減少に関する懸念；（2）高い原油埋蔵量のために供給過剰が長く続く可能性である。また、（3）原油供給量が予測より急激に増加している、特にサウジサウジ（1,130 万バレル／日）、ロシア（1,140 万バレル/日）、米国（1,150 万バレル／日）だった。これは、イラン及びベネズエラでの採掘量の減少を補った。





ソース: Baker Hughes, EIA

従って、ブルームバーグの統計によると、2018 年の原油価格は約 71.8 USD /バレルで、2019 年の平均価格は 72.5 USD /バレルと見込まれている。それで、BSC は、2019 年のブレント油価格は、65～66 米ドル/バレルと推定されて、石油・ガス業の業績を予測するための基準価格だと仮定している。

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	予報時点
Bloomberg	71.8	72.5	72.5	72	69	11/18
Reuter Poll	74	74.5				11/18
BMI	75	80				07/18
Goldman Sachs	75	70				11/18
EIA	73	61				12/18
World Bank	72	74	69	69	69	10/18
Morgan Stanley	73	68.5				12/18
J.P Morgan	70	73	64			11/18
Average	73	72	69	71	69	

ソース: BSC Research

2019 年には、Sao Vang Dai Nguyet を除いて、多くの大きなプロジェクトは実施される。PVN の上級スタッフの再構成は 2018 年末殆どに終わった。これは石油・ガス業の業績を改善すると期待されている。それに、進捗が遅れている大きなプロジェクトが 2019～2020 年に再び実施されるだろう。現在、Dai Nguyet Sao Sao プロジェクトのみは展開を始めた、2020 年に稼働されるだろう。その上、BSC が早く実施されると期待されている主要なプロジェクトは、(1)Lo B O Mon プロジェクト、(2)第 2 段 Nam Con Son プロジェクト、(3)Ca Voi Xanh プロジェクトである。

投資観点—中立

BSC は石油・ガス業の投資見通しを**「中立」**と評価している。理由は(1)供給過剰の圧力及び(2)世界成長の減速が需要を低めるから、2019 年の原油価格が約 60～70USD と予測されたということから由来した。しかし、2019 年下半期に原油価格の改善及び延長している案件の促進により、BSC も企業の業績が好調になると期待している。2018 年に気にしている銘柄は GAS、PVD、PVS である。

GAS – 観察

原油価格の大きな回復のおかげで、2018 年の業績が前年同期より顕著に改善された。2018 年9ヶ月の売上総利益は前年同期の 20.3%から 24 に上がった。従って、GAS の 2018 年作業量は次のように推定されます。96 億 m3 のガス、160 万tの LPG(液化石油ガス)、95,000tのコンデンセートを生産して販売する。平均原油価格が 73USD/バレルという仮定で、2018 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 21.8%増の 78 兆 9,470 億 VND、同 24%増の 11 兆 9,910 億 VND と予測されている。2019 年に、65USD/バレルの基本的な原油価格で、BSC は GAS の売上高と税引後利益がそれぞれ 82 兆 4,430 億 VND、10 兆 9,130 億 VND と見込んだ。他方、PVN が GAS における保有率を 65%に引き下げる計画は 2020 年まで延長された。そのため、BSC は、資金回収について情報が株式に好影響をもたらすと期待している(PVN の現在保有率が 95.8%)。

PVD –観察

2018 年、すべての掘削リグ（第 5 掘削リグ抜き）は操業を維持している。これは事業のキャッシュフローを生み出す。2018 年の掘削リグの平均稼働率は 80%と見込みだ（1,460 日に相当）。現在、深海プロジェクトだけにに適する構造のため、第 5 掘削リグはまだ稼働しない。2017 年末以降の原油価格の回復により、掘削リグのリース料金も大幅に改善された。HIS Petrodata のデータによると、2018 年第 3 四半期、リフトプラットフォームのリース料金が 55,000～57,000 に上がった。PVD の推定損益分岐点のリース料金は約 65,000 USD /日です。

原油価格が 70USD/バレルであるシナリオに基づくと、2019 年の PVD の稼働率は 84%と推定される。2019 年の平均リース料金が 2018 年より 5%増となって、60,000USD／日に達す。他方、原油価格のほかに、掘削リグのリース料金は、掘削リグの需給と展開される石油・ガスのプロジェクト数にも大きく依存する。そのため、プロジェクトのリース料金の上昇は原油価格より 6 ヶ月～12 ヶ月遅れる。

PVEP の債務回復の進捗はポジティブなシグナルがある（総債務 8,000 億 VND）。PVD は 6,400 億 VND の売掛金のうち、4,420 億 VND を繰入れた。しかし、2018 年第 3 四半期、PVEP は 2,000 億 VND を返済した、総債務の 25%に相当した。2018 年第 4 四半期に 30%を返済、2019 年に残りを返済する予定がある。他方、貸倒引当金戻入のおかげで、PVD は 2018～2019 年に赤字が免れられるだろう。

PVS ー観察

2019 年の展望:

• M&C 事業：総売上高が 8 兆 1,550 億 VND と予測されている。そのうち、主には Sao Vang Dai Nguyet プロジェクト（約 1 億 6,000 万 USD）から来た、残りは Al Sharren プロジェクト（8,000 万 VND）、Long Son プロジェクト（5,000 万 USD）と他の小規模プロジェクトから来た。

石油・ガス技術船サービス：困難に直面する可能性があり、2017 年のパフォーマンスと同様になる。

FSO/FPSO：FPSO Lam Sơn と FPSO Biển Đông での価格下落のため、売上高が若干に減少する。総売上高が 1 兆 8,140 億 VND と見込みだ。

• 調査サービスは 2018 年に解散される、そのため、PVS の 2019 年業績に損失をもたらすことはもない。

港湾サービス：業績が好調で、2018 年より 5%増の 1 兆 5460 億 VND となる。

O&M 事業：変動しないと予測される。

2019 年の業績予測：売上高と税引後利益はそれぞれ 14 兆 8,850 億 VND、8,080 億 VND と見込み、2019 年予想 EPS は 1,673 ドン/株であり、予想 P/E は 12.1xとなる。

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
GAS	82,443	10,913	6,793	15.3	3.3	17%	21%	90,800	91,700
PVD*	4,534	(76)	N/A	N/A	3.6	N/A	N/A	15,850	N/A
PVS	14,885	808	1,673	12.1	0.8	3%	7%	19,300	22,300

医薬品業[中立]

- 国内製薬企業の2018年のマイナス成長もかまわず、BSCは、自然的な成長及び高齢化する人口構造によると、医薬品業の長期的成長の余地がまだあると考えている。
- 法改正は製薬企業の運営に影響を与える
- BSCは、医療用医薬品（ETC）の市場で、製薬企業の業績が業界の平均レベルより高くなると考えている。

- BSCは医薬品業の投資見通しを**「中立」**と評価している。「買い」と推奨する銘柄：PMEで、「観察」と推奨する銘柄はDHG、DBDである。

（1）BMI のデータによると、成長率が 10.6%/年に維持することと共に（2）ベトナム人口が高齢化していることで、**医薬品業の長期的成長の余地がまだある。**

> BMI のデータによると、製薬市場規模は 2019 年に 65 億 USD に達すると予測され、2019 年～2022 年の期間の平均成長率は 10.6%/年である。そのうち、OTC 市場規模は 2019 年に 16 億 USD に達すると予想され、2019 年～2022 年の期間の平均成長率は 9.5%/年に達して、業界平均より低い。
> 一般統計局の予測によると、2049 年の 65 歳以上の人口の割合は 18.1%で、2017 年年初の 5.5%より 3 倍増となる。これは、将来に医療サービスと医薬品の需要を高めるだろう。

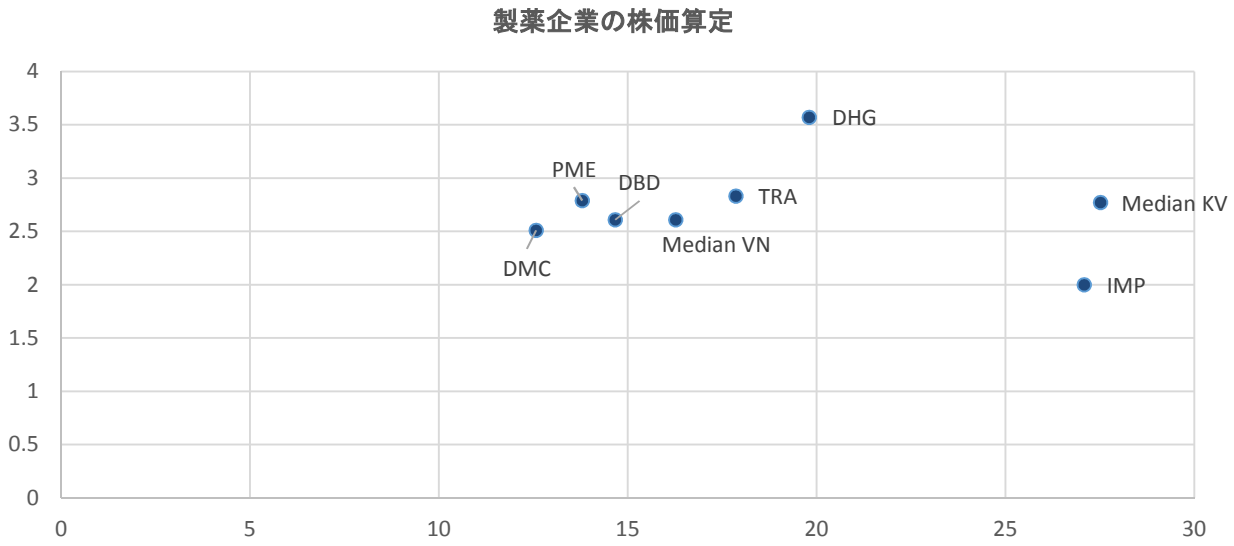
しかし、2013 年～2017 年の間で、15 社の上場製薬会社の CARG（年平均成長率）が 2.3%のみに達して、BMI の過去データより低かった。それで、国内企業は、品質を投資して製品構造の違いを生まなければ、市場全体の成長を利用するのが困難だ。

医薬品の入札に関する法案は承認されており、次の数年で入札プロセスに影響を与える。法案は、請負主の選択における国内製薬企業に対する優先事項を示している。そのため、いくつかの製薬企業、特に高品質の製品を持って、第 1 グループと第 2 グループの入札に参加する企業は、2019 年に ETC 入札を改善するだろう。

処方箋の管理及び処方薬の販売に関する法案を承認した保健省の決定第 4041 号によると、2019 年に、処方薬の販売が大きく変更される。具体的には、薬局は保健省に報告し、医師の処方箋がある場合にのみ抗生物質が販売できる。保健省によると、処方箋なしで販売されている抗生物質は都市部で 88%、農村部で 91%を占めている。そのため、BSC は、この法案が人々の薬購入の習慣や OTC 市場における企業の経営に大きく影響すると考えている。しかし、現在、政府の具体的なガイドラインがないため、法案の展開が遅れる可能性にも留意するべきだ。

投資観点—中立

BSC は医薬品業の投資見通しを**「中立」**と評価している。BSC の評価によると、医療用医薬品（ETC）の市場で、製薬企業の業績が業界の平均レベルより高くなる。（1）健康保険料の上昇が病院での薬の需要を高める；（2）入札案が承認された時に国内企業が優先される；（3）ETC 企業は良い販売価格で高品質の製品に向けて工場に投資している。ところが、国内製薬企業の株価（17x）は地域（27x）より安いが、ベトナム証券市場の平均株価（15.7x）より高い。



ソース: Bloomberg

DHG－観察—目標価格：89,000 ドン／株 –時価より 8.5%上回り—予想 P/E：17.5x

DHG は医薬品の生産・流通の分野における大手製薬会社である。しかし、2018 年の業績は、成長が減速し、2018 年第 3 四半期売上高と税引後利益がそれぞれ前年同期比 1.5%減、9.9%減となった。これは OTC 市場での厳しい競争を反映した。そのうち、製品構造が違わない、流通システムが飽和点に達した。

BSC の評価によると、これらの困難は 2019 年に引き続き DHG の経営に影響するだろう。また、保健省による承認された処方箋の管理及び処方薬の販売に関する法案は、DHG の売上高に大きく寄与している抗生物質製品の消費に影響を与える。しかし、長期的に、大正製薬との関係のおかげで、DHG は大正製薬の品質を向上し、製造・加工の工程を改善し、輸出市場を拡大する。BSC の予測によると、2019 年の売上高と税引後利益はそれぞれ 4 兆 4,110 億 VND、7,020 億 VND となり、2019 年 EPS が 4,678 ドン/株であり、2019 年予想 PE が 17.5 である。

PME－買い—目標価格：76,500 ドン／株 –時価より 10.5%上回り—予想 P/E：16.3x

PME は ETC を通じて入札活動を行っている企業の 1 つである。PME は EU—GMP 基準を満たす抗生物質チェーンとセファロスポリン注射チェーンを持っている。2019 年第 3 四半期、PME の売上高と税引後利益は 15 社の上場製薬会社より高くて、それぞれ 2.7%増、6%増となった。

2018 年の全国入札価格は 2017 年と比べて 20%減少したが、BSC は第 2 グループでの入札製品の販売価格があまり下落しないと評価している。また、抗生物質チェーンとセファロスポリン注射チェーンが EU—GMP 基準を満たすのは、業績の成長に好影響を与えるだろう。

2019 年には、国内製薬企業の優先事項のおかげで、入札法案は PME の入札事業を改善すると期待されている。他方、PME は、2019 年 5 月に 12 億ユニットの生産能力で Non-beta 工場を完了して、総生産能力を 20 億 3,700 万ユニットに引き上げる。また、EU—GMP 認証は、基準を満たして第 1 グループと第 2 グループの入札に参するのに多くの時間がかかる。BSC の予測によると、2019 年の売上高と税引前利益はそれぞれ 1 兆 9,170 億 VND、3,950 億 VND に達し、EPS が 4,855 ドン/株であり、2019 年予想 P/E が 14.2 である。

DBD – 観察

Bidiphar は、抗がん剤や凍結乾燥剤などの強力な製品を所有している製薬会社である。2018 年第 3 四半期、DBD の売上高及び税引後利益の成長率はそれぞれ 1.2%、6.6%で、15 社の上場製薬会社より高かった。2019 年、BSC は、入札法案が効果になったら、DBD の入札事業がポジティブになると期待している。しかし、DBD の第 3 グループの製品は外国からの安い医薬品と厳しく競争している。2019 年第 4 四半期に工場の建設が完了してから、DBD の業績が 2019 年末顕著に改善されるだろう。BSC の予測によると、2019 年の売上高と税引前利益はそれぞれ 1 兆 4,580 億 VND、1,860 億 VND に達し、EPS が 3,551 ドン/株であり、2019 年予想 P/E が 11.3 である。

銘柄	2019 年の売上高（10 億ドン）	2019 年の税引後利益（10 億ドン）	2019 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2019 年の ROA	2019 年の ROE	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
DHG	4,411	679	4,678	17.5	3.9	15.5%	21.8%	82,000	89,000
PME	1,919	318	4,247	16.3	2.6	12.0%	15.0%	69,200	76,500
DBD	1,458	186	3,551	11.3	2.6	13.1%	19.4%	40,200	N.a

ソース: Bloomberg, BSC Research

タイル業 [中立]

- 建設需要の低迷により、消費の伸びは減速すると予想される（BSC は消費成長率を 5～6%と見込む）。
- 供給過剰状況が続き、競争が激化します。
- ガス価格は原油価格と共に引き下げるが、石炭価格は供給の制限により上昇し続けておりと予測されている。それは企業の利益に影響を与えるだろう。
- BSC はタイル業の 2019 年見通しを「中立」と推奨しております。ホールド銘柄：VGC、CVT。

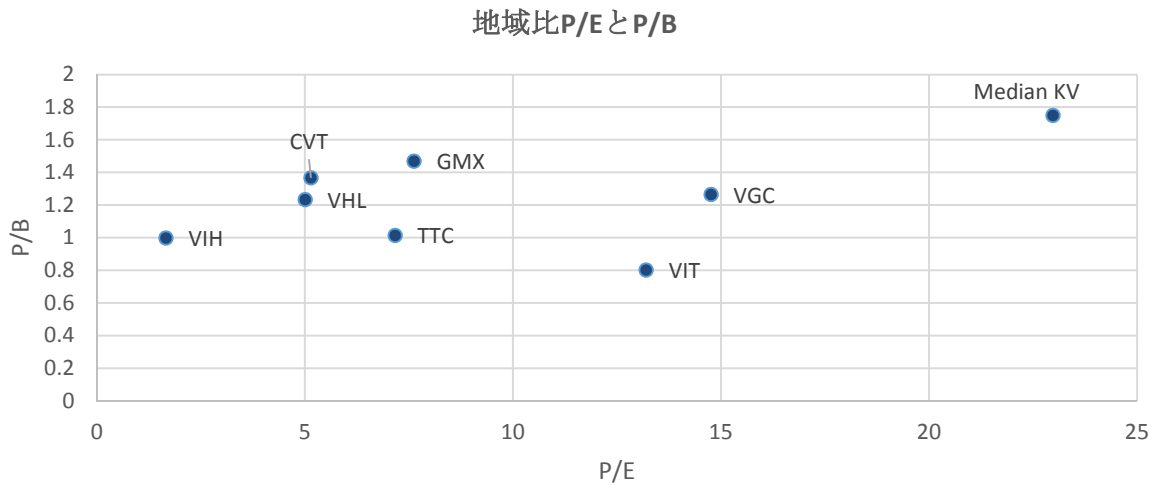
建設需要の低迷により、消費の伸びは減速すると予想される（BSC は消費成長率を 5～6%と見込む）。BMI によると、2019 年の住宅及び非住宅の成長率は 7.8%に達すると予測されており、2017 年の 10.2%から大幅に減少しています。その中で、住宅事業の成長率は 5.8%までに減少し、不動産供給は不動産向け信用（不動産ローンリスク比率を 150%から 200%に高める）が厳格に制御されているために不足している。そのために、BSC は、2019 年には、消費量成長率は約 5～6%に増加し、高品質の磁器、花崗岩、大型タイルを中心にすると予測しています。

供給過剰は続けていることで、競争が激しくなる。2017 年末の時点でのベトナムのタイル供給の総量は 7 億 m2／年だったが、消費量は年間 5 億～5 億 5,000 万 m2 となった。過剰供給が続いて、低品質のセラミックス特に小サイズのレンガセグメントに集中した。現在、製品の販売価格を上げる能力は制限されます。企業が消費者の美学に従って適切なデザインを変え、製品質を改善する場合にのみ平均販売価格は上がることができます。

ガス価格は原油価格と共に引き下げるが、石炭価格は供給の制限により上昇し続けておりと予測されている。それは企業の利益に影響を与えるだろう。OPEC、IEA、Morgan Stanley などの機関の予測によると、2019 年のブレント原油価格は前年比 5～6%減の 66 米ドル/バレルまで下落すると、ガス価格も下落するだろう。これは VHL、VIT、TLT などの燃料としてガスを使用するように変換したタイル企業の利益率を改善させるだろう。CVT のようなガス燃焼石炭ラインをまだ使用している企業にとって、国内および世界の石炭供給の制限及び東南アジアとインドの需要の増加は 2019 年に石炭価格の値上がりを招き、生産コストを増加させるだろう。

投資観点 – 中立

BSC は 2019 年には、供給過剰が続けているが、需要が減速すると予想されることで、セラミック業が困難を引き続き直面するとと考えております。投入燃料の値下がりは、企業の利益率を向上させるだろう。企業の現評価は地域より比較的低いですが、タイル業界が強い成長の期間を過ぎたので上場企業の規模がかなり小さいので、現在の P / E が改善されにくいと考えております。そのために、BSC はタイル業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。



ソース: Bloomberg, BSC Research

VGC – ホールド – 目標価格 17,600VND／株

今後数年間に VGC の成長原動力は工業地帯インフラリースから由来する、とりわけ、1,560 ヘクタールの広大な空き地面積及び Yen Phong（220 ヘクタール）、Dong Van IV（320 ヘクタール）などの拡張プロジェクトだった。建設用資材に関しては、2019 年～2020 年の期間における拡張プロジェクトのおかげで、ガラス・衛生陶器事業の地位を維持しております。

建設省が 2019 年に出資金を回収するのは VGC の原動力となる。建設省は 2018 年に出資金を最低価格の 26,000VND／株で 36%に引き下げる計画を実施しなかった。そのために、出資金を回収するのは 2019 年に実施され、保有率を 53.975から 0%に引き下げるだろう。

2018 年業績見込み。BSC は、2018 年には、VGC の売上高を前年比 1.9%減の 9 兆 190 億ドン、税引後利益を同 2.9%増の 6,178 億ドン、EPS を 1,231VND／株と推定しております。

2019 年業績予想。BSC は 2019 年には、VGC の売上高を前年比 3.3%増の 9 兆 3,170 億ドン、税引後利益を同 0.2%増の 6,190 億ドンと予想しております。

CVT – ホールド – 目標価格 23,800VND／株

CVT の 2018 年業績は計画を達成しなかった。原因は、(1) マイクロガラス結晶被覆及び塩溶融花崗岩生産ライン：マーケティング活動と消費は予想より遅い；大規模な試作及び広告宣伝費；(2)石炭燃料及び LPG が大幅に値上がったが、いくつかの製品の販売価格が下落したことにより、2019 年 9 ヶ月には、収入が前年同期比 15.5%増加したものの、税引後利益は前年同期比 12%減の 1,135 億ドンとなった。

BSC の推定によると、CVT の 2018 年消費量は前年比 18.3%増の 1,700 万 m2 であり、そのうち、マイクロガラス結晶被覆及び塩溶融花崗岩消費量は 1 億 3,000 万m2 だった。BSC は 2018 年には、売上高を前年比 20%増の 1 兆 4,155 億ドン、税引後利益を同 12%増の 1,533 億ドン、EPS を 3,970VND／株、PE を 5.57xと予想しております。

2019 年業績の予想：BSC は、2019 年には、売上高を前年比 5%増の 1 兆 4,870 億ドン、税引後利益を同 19.9%増の 1,838 億ドン、EPS を 4,760VND／株と予想しております。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
VGC	9,317	619	1,233	14.4	1.19	3.74%	8.8%	17,800	17,600
CVT	1,487	184	4,760	4.6	1.04	14%	26%	22,100	23,800

ソース: BSC Research

銀行業 [中立]

- 2019 年の貸付成長率は 14～15%に上昇すると予想された(2018 年の貸付成長率は 17%だった)。
- 銀行業の NIM(純金利マージン)は 2019 年に 3.4～3.5%に下落すると予想された。
- フィンテックが銀行の伝統的な事業モデルを変える可能性がある。
- 各銀行は、バーゼル2の基準に沿って自己資本比率の引き上げ、外国パートナーよりの増資を引き続き行う。
- **各銀行は運営体制の健全化及び安全化を促進している。**理由は(1)不良債権処理の政令、及び指示第6号及び金融機関に関する改正法案;(2) 2020 年にバーゼルⅡの適用の方針から由来した。
- OCB、MSB、Seabank などのいくつかの銀行は新規上場を予定している。
- BSC は銀行業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は ACB、MBB と TCB の投資評価を「買い」、VCB の投資評価を「観察」と推奨しております。

2019 年の貸付成長率は 14～15%に上昇すると予想された。理由は(1)貸付需要は高い水準で留まっている。BSC の予想によると、2019 年には、GDP 成長率の 6.7%であり、インフレ率の 4%と共に民間セクターからの成長を受け、生産・経営を発展するために資金を借りる需要が高まるだろう;(2) 信用供給は持続可能な成長と安全性を確保するために厳しくなる傾向にあり、再構成の遅れは成長を減速させる。BSC の評価によると、2019 年の貸付成長率は約 14～15%に推移するだろう。

銀行業の NIM(純金利マージン)は 2019 年に 3.4～3.5%に下落すると予想された。2018 年第 3 四半期末の時点で各銀行の平均 NIM は前年同期比 0.44%増の 3.59%である。原因は(1)貸付金利は預金金利より高い;(2)ベトナム銀行(中央銀行)の許可金利上限を超える預金/貸付比率を引き上げる。2019 年には、BSC の評価によると、FED が引き続き金利を引き上げるとの懸念から、銀行金利は現在高水準にあり、流通市場における金利の引上げ圧力をかけていることにより、預金金利は 0.25%から 0.5%に引き上げるだろう。貸付金利については、現在の NIM を維持するために中央銀行は各銀行が貸付金利を引き上げないように、貸出金利の引き上げを管理する。それによると、各銀行は、TCB、MBB などの低コストの資金源、デジタル銀行(貸付金利の節約に役立つ)を活用し、より高い金利で個人向け融資を振り向けることに重点を置いて、変化しなければならないでしょう。BSC の評価によると、2019 年に銀行業の NIM は 02019 年に 3.4～3.5%に下落する可能性がある。

フィンテックが銀行の伝統的な事業モデルを変える。商業銀行が同業相手だけではなく、銀行サービス(決済、貸付等)に進入している IT 企業にも競争する。これで、銀行の利益性と成長性が影響され、銀行が顧客の多様なニーズに応えるためのサービス、IT を継続に更新することも要求される。これらの IT 会社との連携または競争する戦略は銀行の事業モデルに変化をもたらす。

各銀行は、バーゼル2の基準に沿って自己資本比率の引き上げ、外国パートナーよりの増資を引き続き行う。

各銀行は運営体制の健全化及び安全化を促進している。理由は(1)不良債権処理の政令、及び指示第6号及び金融機関に関する改正法案;(2) 2020 年にバーゼルⅡの適用の方針から由来した。国家金融監督管理委員会(NFSC)によると、2018 年の信用機関の不良債権は約 163 兆 VND で、貸倒引当金は前年比 30.1%増加し、不良債権に対する引当金の割合は前年同期比 65.4%比 78.2%に改善された。不良債権処理活動は、主に顧客からの負債回収及び貸倒引当金のおかげで、迅速に推進されている。2019 年には、BSC は、(1) 不良債権処理の決議、指令第 6 号、2018 年の改正各金融機関法と最も最近では、2018 年～2525 年の期間における銀興業の方向性に関する政令台 986 号は、システムの流動性を確保しながら、不良債権に対処する銀行の支援を継続する。;(2) 2020 年からバーゼルⅡを適用するロードマップ(現在、VCB と VIB は順調に適用している)は安定的かつ低リスクの活動をしている銀行グループを対象とし、銀行の資本能力を向上させる。;(3) 短期資金での長期貸付比率は 40%に引き下げ、不動産用信用供給は引き締められた(2019 年から不動産貸付リスク比率は 250%に引き上げた)ということの時に、各銀行は引き続き不良債権の取り扱いを促進し、健全かつ安全に運営すると考えています。

今後に新規上場する予定の銀行:OCB(資本金 4 兆 VND)、Maritimebank(資本金 11 兆 7,500 億 VND)、Seabank(資本金 5 兆 4,660 億 VND)、ABBbank(資本金 5 兆 3,190 億 VND)、Saigonbank(資本金 3 兆 800 億 VND)、Nam A Bank(資本金 3 兆 210 億 VND)、Viet A Bank (3 兆 5,000 億 VND)。

	CTG	VCB	BID	MBB	STB	TCB	VPB	ACB	TPB	VIB	HDB	LPB
規模												
資本金(10 億ド、ハ	37,234	35,978	34,187	21,605	18,852	34,966	25,300	11,259	6,718	5,644	9,810	7,500
株主資本(10 億ド、ハ	69,915	61,526	53,720	33,208	23,781	49,481	31,987	19,519	10,202	10,119	15,955	10,067
総資産(10 億ド、ハ	1,172,517	995,111	1,268,413	343,850	403,602	311,796	296,216	312,778	126,912	132,507	199,380	167,328
株主資本／総資産	5.96%	6.18%	4.24%	9.66%	5.89%	15.87%	10.80%	6.24%	8.04%	7.64%	8.00%	6.02%
成長(年初比)												
資産	7.07%	-3.88%	5.50%	9.55%	9.54%	15.74%	6.65%	10.01%	2.25%	7.59%	5.31%	2.38%
貸付	12.76%	15.55%	11.75%	11.24%	13.66%	3.79%	9.53%	11.30%	16.37%	13.63%	15.69%	14.48%
預金	9.67%	9.16%	10.88%	5.66%	11.68%	13.23%	17.14%	11.01%	-0.20%	16.38%	7.82%	-0.57%
CASA	13.77%	28.02%	16.53%	32.86%	14.56%	22.60%	11.76%	15.28%	13.44%	14.20%	8.10%	15.91%
貸付/預金	107.98%	81.19%	101.60%	88.07%	70.93%	86.24%	127.89%	82.45%	105.20%	114.04%	93.02%	90.32%
資産質												
不良債権	1.36%	1.18%	1.76%	1.57%	3.18%	2.05%	4.70%	0.84%	1.24%	2.50%	1.50%	1.32%

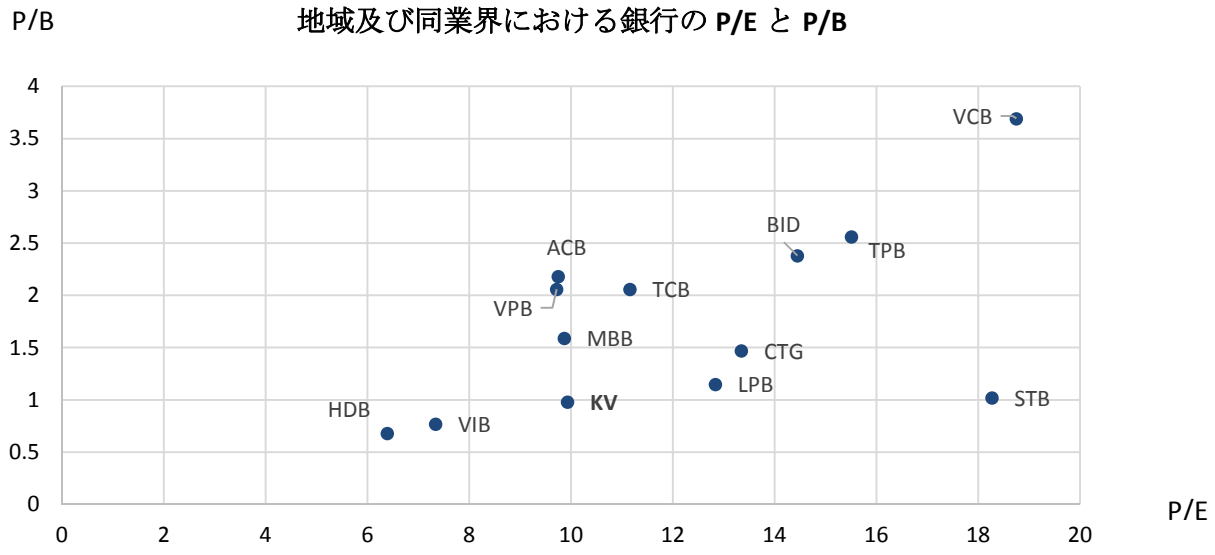
VAMC への売却する不良債権を含む不良貸倒引当金/	1.36%	1.18%	1.76%	1.57%	3.18%	2.05%	4.70%	0.84%	1.24%	2.50%	1.50%	1.32%
貸倒引当金/	1.77%	1.84%	1.53%	1.66%	1.52%	1.59%	1.96%	1.08%	1.23%	1.17%	1.09%	1.12%
不良債権の総	130%	155%	87%	106%	48%	77%	42%	130%	99%	47%	73%	85%
未収金利息／貸付	1.72%	1.30%	1.23%	1.73%	9.46%	3.62%	2.24%	1.31%	1.78%	1.64%	2.77%	3.21%
経営効率(年初比)												
税引後利益(10億ドン)	6,126	9,378	5,817	4,801	931	6,209	4,900	3,772	1,290	1,376	2,309	826
前年同期比	4.31%	47.01%	34.97%	50.41%	20.74%	59.60%	8.87%	147.02%	81.28%	176.02%	50.20%	-26.60%
NIM (TTM)	2.69%	2.70%	2.98%	4.49%	2.15%	4.01%	8.89%	3.41%	3.53%	3.67%	4.02%	3.50%
CIR (TTM)	40.18%	41.67%	34.22%	39.92%	68.68%	28.08%	35.24%	44.91%	49.05%	47.69%	48.02%	60.68%
ROA (TTM)	0.68%	1.21%	0.61%	1.55%	0.34%	3.04%	2.38%	1.45%	1.24%	1.54%	1.25%	0.93%
ROE (TTM)	11.48%	21.00%	14.52%	16.16%	5.65%	21.71%	21.65%	24.56%	18.24%	21.23%	15.61%	15.92%
EPS (VND/株)	2,064	3,359	2,435	2,341	739	2,611	2,757	3,498	2,517	2,652	2,504	1,417
(TTM)												
簿価(VND/株)	18,694	17,078	14,792	14,554	13,185	14,151	13,020	15,651	15,322	13,464	15,162	13,423
評価												
P/E	13.35	18.75	14.45	9.87	18.27	11.16	9.72	9.75	10.41	11.12	15.51	7.34
P/B	1.47	3.69	2.38	1.59	1.02	2.06	2.06	2.18	1.71	2.19	2.56	0.77

ソース: BSC Research

投資観点 – 中立

2019 年には、貸付成長率の低下及びより安全なシステムでの運用への期待は、各銀行の収益と利益成長率を減少させるでしょう。来年の税引後利益の成長率は約 10～12%増となるだろう。しかし、ベトナムでの各銀行は現在地域に比べて高い評価を得ています。そのために、BSC は銀行業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は ACB、MBB と TCB の投資評価を「買い」、VCB の投資評価を「観察」と推奨しております。

地域及び同業界における銀行の **P/E** と **P/B**



ソース: FiinPro, BSC Research

ACB – 買い – 目標価格 36,542 VND/株 – Upside 19%

ACB は、コア事業の好調な業績、良好な性質を持っている銀行であり、我々の選好している銘柄である。不良債権は 0.84%であり、業界の平均水準（1.76%）より低かった。現在、ACB は ACB は 2017 年から G6 グループ及び VAMC の債務に対して貸倒引当金を繰り入れており、G6 グループの担保資産の売却によるその他の収益を計上する予定です。収益性指標については、ACB の NIM は 3.41%、ROE と ROA はそれぞれ 24.56%、1.45%であり、業界の平均水準（NIM：3.46%、ROA0.96%、ROE15.61%）より高かった。BSC は、2019 年には、(1)貸付成長率が 14%、NIM が 3.61%である；(2)不良債権が 0.26%、不良債権の引当率が 135%、LDR が 76%；(4)G6 グループの担保資産の売却によるその他の収益が 1 兆 VND であるという仮定を基づくと、税引後利益を前年比 23.5%増の 5 兆 6,470 億ドン、1 株当たり利益(EPS)を 5,161VND／株、簿価を 24,371VND／株と予想しております。

MBB – 買い – 目標価格 34,094 VND/株 – Upside 53.2%

BSC は PB 方法を基づく MBB の投資評価を理論価格の 34,094VND／株で「買い」と推奨しております。優れた資産品質、高い収益性、そして重要なことに、MBB は現在 1.5 倍の P / B で上場銀行よりも低価格であるため、MBB は中長期な投資に適しています。2018 年 9 月末時点で普通預金/預金比率は 32.86%、上場銀行の中で最も高い、MBB は Viettel と New Port からの顧客のおかげで低い金利で貸付している。そのおかげで、MBB の NIM は VPB だけより低く 4.49%であり、ROA が 1.55%、ROE が 16.16%（業界の平均 ROA と ROE がそれぞれ 0.93%、16.61%である）。資産品質は優れた（不良債権が 1.57%、不良債権回収比率が 106%）。また、2019 年には、MCredit は今後規模を拡大し MBB の売上と利益に大きく貢献することで、MBB の NIM を向上させると期待しております。また、MBB は MBland における保有株式を売り出し、保有率を 65.29%から 11%に引き下げる。BSC は(1)2019 年の貸付成長率は 14%となる；(2)不良債権は 1.21%である；(3) 不良債権の引当率は 100%である；(4)NIM は 4.51%であるという仮定を基づくと、2019 年には、MBB の税引後利益を前年比 16.8%増の 7 兆 430 億ドン、1 株当たり利益（EPS）を 3,100VND／株、簿価を 19,192VND／株と予想しております。

TCB – 買い – 目標価格 31,423 VND/株 – Upside 9.5%

BSC は PB 方法を基づく、TCB の投資評価を目標価格の 31,423VND／株で「買い」と推奨しております。TCB は（Vingroup、Masan などの大規模な顧客を持ち、成長率の高い多くの事業で先駆的な銀行であり、とりわけハノイとホーチミン市における自宅購入ローン市場シェアの 31%、債券仲介市場シェアの 77%、Manulife を通じる保険市場シェアの 21%である。BSC は、(1) 1)2019 年の貸付成長率は 14%となる;(2)不良債権は 1.87%である;(3) 不良債権の引当率は 100%、LDR は 80%である;(4)NIM は 39.98%であるという仮定を基づくと、2019 年には、TCB の税引後利益を前年比 11%増の 9 兆 920 億ドン、EPS を 2,587VND／株、簿価を 17,457VND／株と予想しております。

VCB – 観察

BSC は VCB の投資評価を目標価格の 57,984VND／株で「観察」と推奨しております。VCB は BSC のお気に入る銀行の 1 つであり、とりわけ、良い資産品質（不良債権は 1.18%、業界平均の 1.76%より低い、不良債権の引当率は 155%）、高い収益性（NIM が 2.7%、ROA が 1.21%、ROE が 21%、業界平均水準の NIM3.46%、ROA 0.93%、ROE 15.61%より高い）である。2019 年には、VCB が GIC とみずほバンクである戦略的株主への発行計画を継続するのは多くの投資家の注目を集めた。BSC は、2019 年には、VCB の税引後利益を前年比 7.7%増の 15 兆 1,210 億ドン、EPS を 4,158VND／株、簿価を 23,696VND／株と予想しております。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
ACB	15,702	5,513	5,037	6.5	1.35	1.52%	23.26%	32,800	43,850
MBB	19,142	7,043	3,100	7.18	1.16	1.9%	18.4%	22,250	34,094
TCB	20,724	9,092	2,587	11.09	1.64	2.56%	16.09%	28,700	31,423
VCB	40,240	15,121	4,158	13.9	2.43	1.24%	19.54%	57,600	57,984

ソース: BSC Research

プラスチック業 [中立]

- プラスチック業は、建設用プラスチック及び包装用プラスチックからの成長原動力のおかげで、2019年に約6～7%に成長すると予測されています。
- プラスチック樹脂の価格は、石油価格の下落動向を応じる下落すると予想されております。そのために、プラスチック企業の利益率が改善されるだろう。
- BSCはプラスチック業の2019年見通しを「中立」と評価しております。購入銘柄：BMP、ホールド銘柄：NTP、観察銘柄：AAA。

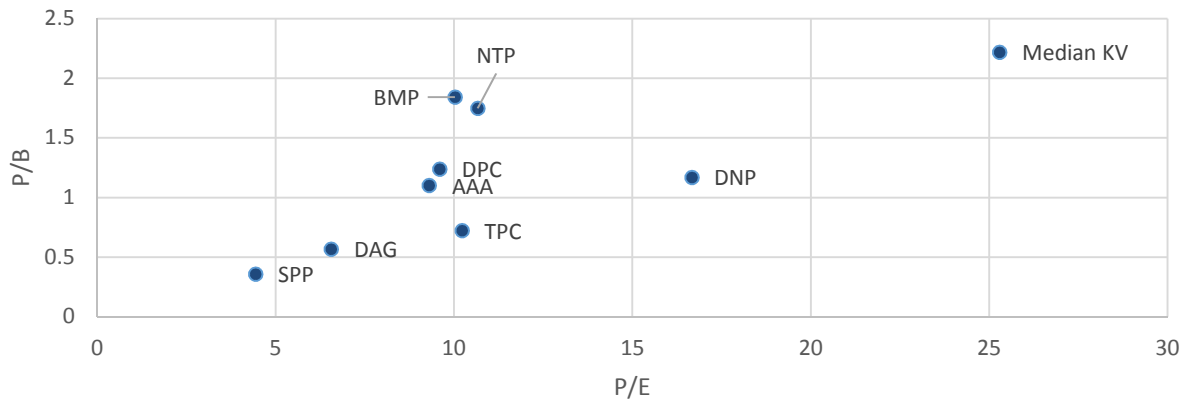
プラスチック業は、建設用プラスチック及び包装用プラスチックからの成長原動力のおかげで、2019 年に約 6～7%に成長すると予測されています。建設用プラスチック事業（2017 年の消費量に 24%を寄与）では、消費は、水インフラへの新規投資だけでなく、住宅や住宅建設の成長によって支えられていますが、成長率が減速して、競争がより厳しいと評価されている。包装用プラスチック事業（2017 年の消費量に 35%を寄与）では、食品及び小売食品の需要は、2019 年に 10%を超えて増加し続けると予想されている。

プラスチック樹脂の価格は、石油価格の下落動向を応じる下落すると予想されております。OPEC、IEA、Morgan Stanley などの機関の予想によると、2019 年のブレント原油価格は前年比 5～6%減の 1 バレル 64～66 米ドルとなる。理由は（1）供給量の増加：米国は生産量を 1 日当たり約 1,210 万バレルに増加しています；米国が 2019 年 4 月 4 日まで輸入を許可された主要 8 カ国を放棄した場合にはイランに対する米国の制裁は機能しない；ロシアと米国は OPEC の生産削減により生産量を増加した。(2) 世界的な経済成長の及び製造業の減速成長見通しにより需要が増加した。プラスチック樹脂価格（特に PE と PP）は石油価格と高い相関があり、一方、PVC は石油価格と低い相関があるが 2018 年 10 月のピーク以来下落する傾向にある。そのために、2019 年には原油価格は下落すると予想されるため、プラスチック樹脂の投入価格が下がると見込まれ、プラスチック企業の利益改善に貢献します。

投資観点 – 中立

BSC はプラスチック業特に建設用プラスチックの成長減速と競争の激化という背景には、プラスチック業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。原油価格の下落傾向に応じるプラスチック樹脂の値下がりは、プラスチック企業の利益のための支持要素となり、企業の位置は、2017 年～2018 年の期間よりも良くなります。そのために、BSC はプラスチック企業の動きを引き続き観察してアップデートしております。

地域におけるプラスチック企業比 P/E, P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

BMP – 買い – 目標価格: 64,400VND/株 – Upside: +19.8%

BMP の建設用プラスチック事業は第 1 位となり、市場シェアの 28%を占めている。BMP は、全国最大なプラスチック企業であり、プラスチック管と部品生産能力の年間 13 万tである。特に南部市場（50%の市場シェアを獲得）で高い知名度を持っていることは、BMP の消費に対す利点です。

高い収益性、健全な財務状況。2015 年～2017 年の期間における平均営業利益率（EBIT）は 21.6%で、同じ業界の NTP（11.7%）より高いです。短期借入金は総資本の約 2%を占め、長期借入金はない。更に、BMP は大きな開発投資資金残高（総資産の 46%を占め）があるので、将来の拡大に十分な資本を確保しています。

投入原材料の大部分は国内企業から提供されているので、為替リスクを最小限に抑えようとするだろう。他のほとんどのプラスチック企業は北東アジアまたは中東諸国からの一次プラスチックペレットを輸入しなければなりませんが、BMP は国内で生産されたプラスチック樹脂を使用している。

投入プラスチック樹脂の価格は下がると見込まれ、BMP の利益率を向上させるだろう。プラスチック樹脂価格は 5%に下がれば、原材料費用の 1,100 億ドンを節約すると推定しております。

2018 年の業績：BSC は投入プラスチック樹脂費用の増加により売上高を前年比 2.1%増の 3 兆 9,030 億ドン、税引後利益を同 6.8%減の 4,332 億ドン、1 株当たり利益を 4,762VND／株と推定しております。

2019 年業績の予想：BSC は。2019 年には、売上高を前年比 1.6%増の 3 兆 9,640 億ドン、税引後利益を同 2.8%増の 4,450 億ドン、EPS を 4,894VND／株と予想しております。この予想は（1）2019 年の消費量は前年比 1.6%増の 97,500tとなる；（2）販売価格と恒常割引ポリシー；（3）投入プラスチック樹脂価格は 2018 年の平均水準と変わらないという仮定を基づいた。

NTP – ホールド – 目標価格 47,800 VND/株 – Upside: +11%

NTP は、国内最大なプラスチックパイプ生産企業であり、年間生産能力が 12 万tに達し、北部市場シェアの 60%を占めている。

NTP の流通システムと高い割引ポリシーは、NTP の営業利益率が BMP の営業利益率よりも高い理由である。NTP と BMP の割引費用／総収入はそれぞれ 12.8%、8.6%である。そのために、今後の NTP の割引方針が企業と代理店の利益を調和させる方向に変わらなければ、この利益レベルを改善するのは難しいでしょう。

投入プッラスチック樹脂の価格は下がると見込まれ、NTP の利益率を向上させるだろう。プラスチック樹脂価格は 5%に下がれば、原材料費用の 1,300 億～1,400 億ドンを節約すると推定しております。

政府が保有している株式の売却は 2018 年に完了できなかった。政府は NTP における保有株式を 2017 年に売出した計画があるが、NTP における現保有率は 25.77%のままです。

2018 年業績：BSC は売上高を前年比 4.7%増の 4 兆 6,360 億ドン、税引後利益を同 33.2%減の 3,288 億ドン、EPS を 3316VND／株と予想しております。

AAA – 観察

プラスチック袋の生産能力は 96,000t／年である。2017 年の消費量は 10 万 4,383tであり、2015 年～2017 年の期間における CARG は 40%増となった。重要な輸出市場は EU（輸出量の 60%を占め）、日本（輸出量の 22%を占め）である。2018 年 9 ヶ月における消費量は前年同期比 28%増の 6,135 万tであり、主に買い物袋（同 49%増）、ゴミ袋（同 35%増）から由来した。今後のプラスチック袋の成長見通しは、生分解性プラスチック袋と、EVFTA が発効になった時の EU への輸出の促進にから由来します。

プラスチック穀物取引からの収入は 2018 年収入の 50%以上を占めたが、Dung Quat 製油所の生産量の 35%という消費目標を達成するために PP 樹脂の市場を後押しすることによって損失を記録した。これまで、BSR の石油精製製品販売代理店である企業からの不合意があったため、両当事者間の売買契約は実施されていない。しかし、現時点で PVN は販売代理者と契約を再交渉することができるため、この問題は 2019 年に解決されると考えています。

成長を維持するためにに新しい事業を開始する。

- プラスチック部品の製造：An Trung 工場(年間生産能力の 300 万製品)は 2018 年第 3 四版期から稼動し、Panasonics と Daiwa の受注を満たし、第 1 位の供給社となり、Samsung Vietnam にプラスチック部品を供給することを目標とする。
- 工業用包装生産：An Vinh 工場（月間生産能力の 1,200t）は生産能力の 15%で第 1 期に入り、日本市場を目標とする。
- 壁板と傍流の生産：An Cuong 工場(年間生産能力の 100 万製品)は輸出市場に向け生産し、2018 年 8 月半から稼動してみて、現生産能力の 70%となっている。

ワラント権付け 4,000 億債券の発行。

銘柄	2019年の売上予想（10億ドン）	2019年の税引後利益予想（10億ドン）	2019年のEPS予想（VND/株）	P/Efw	P/Bfw	ROA2019	ROE2019	2018年11月30日の終値	目標価格
BMP	3,964	445	4,894	11.0	1.60	13.5%	16%	53,760	64,400
NTP	4,782	331	3,333	12.9	1.65	8.1%	14.20%	43,000	47,740

ソース: BSC Research

肥料業 [中立]

- 国内競争は依然として高い水準で維持している。
- 2019 年の肥料価格は約 2～3%と小幅に下落すると見込まれた。
- 投入ガス価格は約 8%下落すると予想された。
- 国会は肥料製品を非課税製品から 5%の税率付け製品に改正する提案を 2019 年半に承認すると、DPM、LAS、SFG などの肥料企業の売上総利益率が改善されると期待しております。
- DPM、DCM、VFG、LAS などの多くの肥料企業は 2019 年に資本回収を実施すると見込まれた。
- BSC は肥料業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。買い：DPM、BFC。観察：LAS。

国内競争は依然として高い水準で維持している。国内肥料需要は 1,100 万tで安定しており（そのうち無機肥料は 90%を占めていました）、年間成長率は 0.5～1%となった。供給面では、現在、全国の肥料生産工場は 706 ヵ所、総生産量は 2,850 万t（無機肥料は 91%を占め）、実際の需要を上回っています。また、不十分な技術と管理による高い国内生産費は、海外（主に中国）からのより安価な輸入肥料を促進し、国内肥料市場をより競争力のあるものにする。

2019 年の肥料価格は約 2～3%と小幅に下落すると見込まれた。世界銀行の予測によると、2019 年には、供給（尿素はインドとロシアのプロジェクトであるが、DAP はモロッコとサウジアラビアのプロジェクトである）が大幅に増加すると、肥料価格は上昇した後 2018 年と相当する価格で維持するだろう。BSC の予想のよると、国内肥料価格は年初の高値で推移し、世界価格の影響と原料ガスの価格の下落により若干下落する。

投入ガス価格は原油価格に応じて約 8%下落すると予想される。EIA、Morgan Stanley …などの多くの大手な機関の予測によると、2019 年の原油価格は 1 バレル当たり 68 米ドルであり、2018 年の 74 米ドル/バレルと比べて約 8%下落すると予想されています。肥料企業の投入ガス価格も石油価格に応じて下落すると予想され、それによって肥料企業の売上総利益率が改善されます。BSC は、ガス費用が原材料コストの 80%を占め、ガス価格が 1%下がると、DPM が約 300 億ドンの売上原価を節約できるとと推定しています。

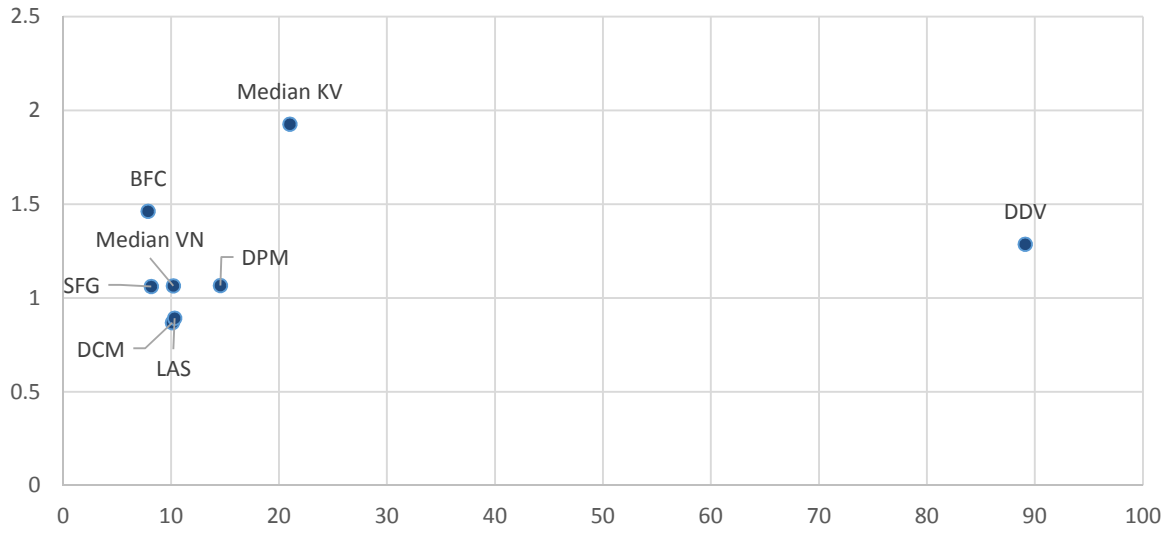
国会は肥料製品を非課税製品から 5%の税率付け製品に改正する提案を 2019 年半に承認すると、DPM、LAS、SFG などの肥料企業の売上総利益率が改善されると期待しております。投入コストが現在約 10%の VAT で課されていることで、LAS、DPM、VAF、SFG などの単一肥料生産企業は恩恵を受けると予想された。

DPM、DCM、VFG、LAS などの多くの肥料企業は 2019 年に資本回収を実施すると見込まれた。現在、ペトロベトナムグループ(Vietnam National Oil and Gas Group＝PVN)は 2019 年に DPM と DCM を合併してから、両企業における株式保有率を 51%未満に引き下げる計画。PVN の株式保有率は DPM と DCM におけるそれぞれ 60%と 75%である。ベトナム化学グループ（Vinachem）は 2019 年～2020 年の期間における株式保有率を 36%未満に引き下げる計画だ。

投資観点 – 中立

2018 年末には原油価格が急激に下落したため、DPM や DCM などの肥料生産企業の業績は 2019 年第 1 四半期に大幅に改善すると予測しています。肥料製品に対す 5%の付加価値税は 2019 年 6 月に開催される国会で承認される可能性があり、肥料企業が投入税の払い戻しを受け、売上原価を削減するのに役立ちます。そのために、肥料業界の経営状況は 2019 年には大幅に改善される可能性があると予想されていますが、業界の競争は依然として激しいことで、販売値上がりや生産量に影響を与えているだろう。BSC は肥料業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。肥料業の各企業の PE と PB はそれぞれ 10.2x、1xであり、地域の平均水準より低くくて、高い配当率という歴史で、BSC はいくつかの大手な肥料企業の投資評価を [中長期的な購入・観察]と推奨しております。

地域における各企業比 P/E と P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

DPM – 目標価格 21,600 VND/株 – Upside 2.9%

DPM はシェアの 40%を占めている大手な窒素肥料企業であり、2018 年第 2 四半期以来高品質の NPK 生産工場を稼動させています。原油価格が下落すると予測を受け、DPM の売上原価は削減されるだろう。理由は、原材料費用の約 80%～85%を占めているガス価格の下落が肥料事業の利益を改選することから由来した。NPK 肥料については、DPM は 2018 年に 5 万t を生産した。BSC によると、2019 年には、DPM は NPK 肥料の 12 万tを販売する可能性がある。理由は(1)自己取引肥料量を減らす、(2) 高品質の肥料に移行する傾向から由来した。しかし、低い販売価格（約 850 万 VND /t）で NPK 工場を稼働させると、年間の減価償却費が約 5,000 億 VND に増加するだろう。また、VAT が承認されると、DPM は投入税金の払い戻しを受け、税引後利益を約 3,500 億ドンに増加する。将来には、PVN も DPM における保有株式を売り出し、保有率を 51%未満に引き下げる。

BSC は、(1)ガス価格が前年比 5.6%減の 5.45USD／MMBTU、(2)尿素肥料生産量が前年比 3%増となり、NPK 肥料の生産量が同 300%増の 20 万tであると仮定すると、2019 年には、DPM の売上高を前年比 6.2%増の 9 兆 6,580 億ドン、税引後利益を同 36.3%増の 8,440 億ドン、1 株当たり利益(EPS)を 2,156VND／株と予想しております。

BFC – 目標価格 30,777 VND/株 – Upside 22.1%

BFC はベトナムでの大手 NPK 肥料生産企業の 1 つであり、生産能力が 97 万 5,000t、全国のシェアが 15%、とりわけ南部市場でのシェアは 28%、北部市場でのシェアは 17%、中部市場のシェアは 10%である。また、BFC は健全な財務と高い配当率歴（年間 30%以上）を持つ会社です。2019 年には、BFC が Ninh Binh 工場の生産能力を 2 倍（40 万t相当）に引き上げるの

は高品質がある NPK 肥料製品で北の市場シェアを拡大させ、コストを削減させるだろう。Vinachem は BFC における保有株式を売り出し、保有率を 36%に引き下げる計画。

BSC は 2019 年の肥料生産量が激しい競争性に前年比 2%増となり、NPK 生産量がほぼ成長しないし、2019 年には、BFC 親社の売上高を前年比 3.9%増の 6 兆 8,430 億ドン、税引後利益を同 7.11%増の 2,250 億ドン、EPS を 3,938VND／株と予想しております。

LAS – 観察

LAS は北部市場に消費者からの高い評価を得て、ブランドの認知度が高まっている大手な肥料生産企業である。しかし、現在、LAS は BFC などのりん酸肥料と NPK 肥料生産企業と激しい競争に直面しているので、LAS の販売量が連続で減少している。2019 年には、肥料に関する VAT ルールが承認されれば、LAS は税引前利益に 1,000 億ドンを計上するだろう。現在、LAS の PE と PB はそれぞれ、8.25x、0.86xだった。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
BFC	6,843	225	3,938	6.4	1.18	7.2%	23.1%	25,200	30,777
DPM	9,658	844	2,156	9.7	2.1	7.0%	17.5%	21,000	21,600

オース: BSC Research

タイヤ業 [中立]

- 2019 年のタイヤ生産量は前年比 9%増加すると予想された。
- タイヤ企業は中国のラジアルタイヤ及び FDI 企業との激しい競争に直面しています
- 原材料価格はタイヤ企業の売上原価下げをサポートするために減少すると期待されている（売上原価の 80%は材料から来ている）。
- 2019 年には、DRC は生産能力を引き上げるためにラジアル工場を稼働させて固定費/生産費を削減するだろう。 CSM は判鉄鋼ラジアル工場の生産能力を年間 70 万タイヤに引き上げた。
- ベトナム化学グループ（Vinachem）は 2019 年第 1 四半期に DRC、CSM と SRC におkる保有率を 36%に引き下げる予定。
- BSC はタイヤ業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。理由は⑴原材料の値下がりは売上総利益率を改善させる。、⑵ラジアルタイヤの生産能力を引き上げる、⑶タイヤ企業は激しい競争で販売価格を上げにくいから由来した。BSC は DRC の投資評価を「買い」と推奨しております。

BSC は 2019 年のタイヤ生産量は前年比 9%増加すると予想された。自動車輸入企業が通達第 116 号の問題を解決し、2018 年 8 月～2018 年 10 月の期間における輸入車の数がに急激に増加した。BSC は 2019 年の自動車消費量が再び増加すると予想しています。理由は（1）アジアン地域における輸入税率は 0%で、ベトナムでの自動車販売価格の引き下げに役立つ。(2) 輸入車は絡み合いの期間後に成長します、(3) 自動車の需要が高いため、組み立てられた自動車は順調に成長しています（2012 年～2018 年の期間では CAGR は 20%/年）、(4) ベトナムでの自動車の台数は依然として少なく（34 台/ 1,000 人）、国民の所得は改善を続けています。から由来した。BSC の予測によると、2019 年のタイヤ生産は将来の自動車生産の伸びから前年比 9%増となる。

競争が激しいため、販売価格を引き上げる能力は低い。現在、タイヤ生産企業は中国のタイヤ（中国はより 20%～30%の安い価格でラジアルタイヤの市場シェアの約 50%を占めています）及び FDI 企業と激しい競争に直面しています。競争により、タイヤ生産企業が原材料価格の変動を補うために販売価格を引き上げることは困難になります。

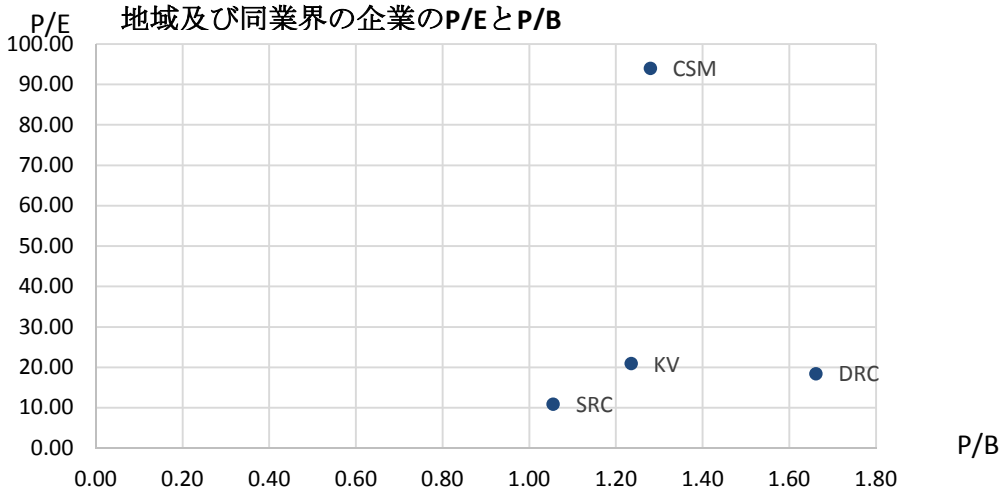
ゴム業界のレポートで分析されているように、ゴム価格は 2019 年に低ィ水準で維持すると予測されています。 また、原油価格は前年比 10%減の 64～67 ドル／バレルの当たりに移動することで、合成ゴム価格を下落させると予想された(天然ゴムと合成ゴムは売上原価の 40%を示した)。また、石油価格の下落により、化学と黒炭（売上原価の約 20%を占める）の価格も下落する可能性がある。これにより、企業の売上原価コストを削減し、売上総利益率を向上させることができます。

新たな成長原動力はラジアルタイヤグループの生産能力の拡大から由来する。2019 年には、DRC はラジアル工場を稼働させて生産能力を 60 万台に引き上げた。CSM は判鉄鋼ラジアル工場の生産能力を年間 70 万タイヤに引き上げた。しかし、激しい競争のため、タイヤ企業の国内タイヤ消費量は多くなくて生産量の 20～30%に相当しているが、輸出価格は国内価格の 70%に相当したり、減価償却費は急増したりしたために 新規プロジェクトからの利益はあまり大きくない。

- ベトナム化学グループ（Vinachem）は 2019 年第 1 四半期に DRC、CSM と SRC におk る保有率を 36%に引き下げる予定。

投資観点 – 中立

原材料価格の減少はタイヤ企業の売上総利益率を改善させると予想された。しかし、激しい競争および国内ラジアルタイヤ消費からの不明見通し、非常に高く評価されていることで、タイヤ業界の 2019 年見通しを[中立]と評価しております。



ソース: FiinPro, BSC Research

現在、タイヤ業の平均 PE は 18.49 であり、地域の PE（20.97）より低い。PB は 1.28 であり、地域の PB（1.24）より高い。

DRC – 買い – 目標価格 27,180 VND/株 – Upside 20.8%

DRC は 1 位タイヤ企業であり、主な事業はトラック用タイヤである。2018 年 9 ヶ月には、DRC バイアスタイヤ及びラジアルタイヤの消費量はそれぞれ前年比 15%減の 53 万 225 台、同 3.6%増の 25 万 4,595 台となった。バイアスタイヤ生産の減少はユーロ 4 基準要件を満たすために企業が生産タイヤの品質を向上させる原因となった。DRC が 2019 年に判鉄鋼ラジアルタイヤ生産工場を稼動させる時に生産量が再び増加すると予想されます。オール鉄鋼ラジアル

タイヤについては、DRC は国内で前年同期比 5.9%増の 83,022 本、輸出市場で同 2.47%増の 171,573 本を販売した。2019 年には、DRC の成長原動力は、ラジアル工場第 2 フェーズの稼働に由来します。半鉄鋼ラジアルタイヤ工場が年産能力の 20 万t、投資額の 500 億 VND で稼働し、将来的にバイアスタイヤを交換する需要に応えると期待されています。ベトナム化学グループ（Vinachem）は 2019 年第 1 四半期に DRC における保有率を 36%に引き下げる予定。現在の DRC の PE と PB はそれぞれ 19.5x、1.8xである。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
DRC	3,700	157	1,110	20.6x	1.74x	5.71%	10.1%	22,850	27,180

ソース: BSC Research

鉄鋼業 [中立]

- 世界銀行は、世界の鉄鋼価格が 2～3%に下落すると予測している。2019 年に国内鋼販売価格は前年比 8%減と予測している。
- 投入原材料価格はより安定的に推移する。
- 2019 年の鉄鋼消費成長率は約 10%に上昇すると予想された。
- BSC は鉄鋼業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。観察べきな銘柄：HPG、NKG、HSG。

2019 年に、世界銀行（WB）は世界鉄鋼価格を 2～3%に下落すると予想した。BSC は国内鉄鋼価格を前年比 8%に下落すると予想しております。世界銀行は、世界最大の鉄鋼消費生産国である中国の影響により世界の鉄鋼価格は比較的下落すると予測しています。これは、国内の鉄鋼価格、特に 2019 年の供給が大幅に増加する時の建設用鋼材価格に圧力をかけるでしょう。亜鉛メッキ鋼などの鋼板製品については、インドネシアやマレーシアなどの伝統的な市場がこの品目に保護税を課し、2019 年の輸出は困難になると予想される。そのために、国内の 2019 年鉄鋼販売価格は前年比 8%に減少し、2018 年のような高い水準を維持しいくいと予想しております。

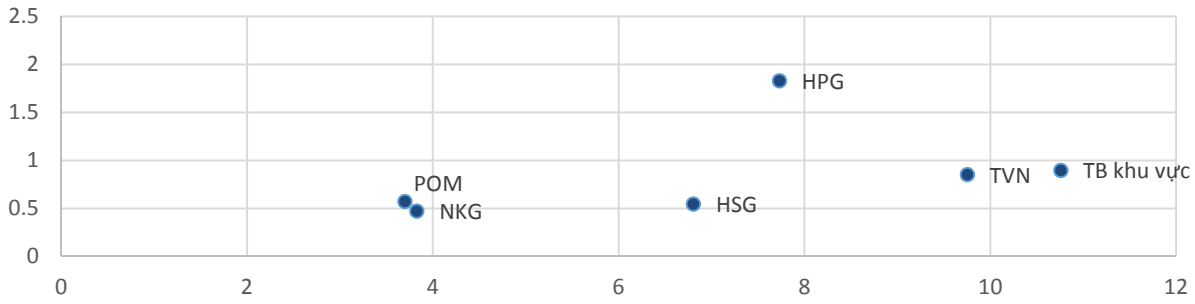
投入原材料価格は引き続き安定している。(1) 鉄鉱石：ブラジルからの生産量が 4～5%増加し続ける時に鉄鉱石の供給量が増加する一方、鉄鋼価格は下落すると予測されるため、BSC は鉄鉱石価格は前年比 4～5%減の 58～60 ドル／tに下落すると予想しております。(2) コークス：鉄鉱石と同様に、2019 年に原料炭価格が下落すると予想しております。原因は、需要の減少及びオーストラリアの多くの新しい炭鉱が 2018 年末から稼動を開始することから由来する。

鉄鋼消費は成長を維持し続けるでしょう。2019 年には、建設用鋼消費量は主に成長を続けると予想される。理由は(1)政府が投じるハノイとホーチミン市である 2 大都市での交通と公共インフラの建設；(2) 住宅と商業建設事業は外国投資によって支えられ続けています。ベトナムは低いコストとその地域における他の国々より高い水準がある開発のために魅力的な国のままです。

投資観点

BSC は鉄鋼業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。2019 年には、鉄鋼業は(1) 経済成長の低迷による激しい競争圧力、(2)貿易戦争から影響という困難を直面するだろう。亜鉛メッキ鋼鉄企業にとって、業績は債務圧力と関税障壁による輸出の困難さのために回復しにくいと見込まれた。建設用鋼消費量の成長率は 10%に維持すると予測されていますが、2019 年には生産能力の大幅な増加及び価格値下がりの圧力は建設業用鉄鋼生産企業特に小型な規模企業の生産に影響を与えるだろう。鉄鋼企業トップである HPG では、BSC は HPG の中長期的な投資評価を「観察」と推奨しております。

地域における平気水準比P/EとP/B



ソース:Bloomberg, BSC Research

HPG – 目標価格 38,100VND／株(+13%)

Dung Quat プロジェクトが計画の通りに展開した。第 1 号圧延工場が稼働し、ほぼ設計上生産能力に達した。第 1 高炉は 2019 年第 1 四半期或いは第 2 四半期初に稼動する予定。2020 年には、HPG は最初の HRC 製品販売を開始する予定。投資総額は 40 兆 VND、そのうち、HPG の自己資本は 20 兆 VND でり、残り分は借入資本である。

亜鉛メッキ工場案件は 2018 年第 4 四半期に完成した。HPG の亜鉛メッキ鋼製品は 2018 年下半期に市場に販売され、北部市場で探査し南部市場に発展してから輸出するという戦略である。

2018 年の販売量は前年比 11%に増加すると見込まれた。2018 年の建設用鉄鋼販売量は約 230 万となる見込みだ。2019 年には、消費量は約 150 万～170 万を追加増加し、前年比 70%増の 400 万tに達すと予想しております。市場シェアは 2018 年の 23%から 2019 年には約 35%に急増すると予想されています。

販売価格は 2018 年末から下落し、2019 年に約 8%に下落すると見込まれた。中国の経済が貿易戦争によりゆっくり成長した時に中国市場における鉄鋼需要の落ち込みに関する懸念は、世界と中国の鉄鋼製品に価格の下押し圧力となるだろう。HPG の鉄鋼価格も影響を受けており、直近 3 ヶ月間で前年同期比 4%減の 60 万 VND /tに低下した。Dung Quat 案件第 1 期からのすべての製品を消費できるようにするという目標と共に、2019 年にもこの圧力が続くことは 2019 年に HPG の販売価格に影響を与える可能性があると予想しております。BSC はの予想によると、HPG の 2019 年鉄鋼販売価格は前年比 8%減の 1,200 万 VND／tに下落するだろう。

鉄鋼販売価格は前年比 8%に減少し、総消費量は 440 万tと仮定すると、BSC は 2019 年に HPG の売上を 73 兆 VND、税引後利益を 10 兆 300 億ドン、EPS を 4,780VND／株と予想しております。BSC は PE 方法と FCFE 方法を基づく、HPG の理論価格を 38,000VND／株と予想しております。

NKG – 観察

第 3 号 NamKim 工場を稼動すると生産能力及び売上総利益率は増加すると見込まれた。第 3 号 NamKim 工場は稼動すると、亜鉛メッキ生産能力は 2 倍増加する。現在の亜鉛メッキ生産

能力は 120 万tである。NKG はまた、2017 年半ばに鉄鋼パイプの生産能力を年間 18 万tに増加した。

価格がある安い HRC 供給は為替レートのリスクを最小化する。Formosa Ha Tinh は稼動を開始し、現在 HRC の生産能力は 560 万t/年に増加しています。2020 年までに、HPG の Dung Quat 案件第 2 フェーズも年間約 200 万tの HRC を市場に提供し、それによって亜鉛メッキ鋼企業の輸入原材料への依存の大部分を制限し、為替レートのリスクを最小限に抑えることが期待されます。

借入金や貿易戦争による圧力は業績に大きな影響を与えます。NKG の重要な製品である亜鉛メッキ輸出は 2018 年に HRC 投入原材料価格の大幅な上昇と共に他国からの貿易保護主義で被害を受けたことで、NKG の売上総利益率に大きく影響した。新しいプロジェクトが導入された後流動資本が増加したことで、NKG は多くの債務、特に短期借入金を取った。現在、負債／株主資本は 1.74 であり、国内市場と輸出市場における亜鉛メッキ鉄鋼の競争性が高まっている背景には、これは比較的危険なレベルである。

HSG – 観察

HSG は亜鉛メッキ鉄鋼事業トップ及び第 2 位の鉄鋼企業である。2018 年 9 ヶ月における HSG の亜鉛メッキ鉄鋼シェアは 34%を占め、トップでり、鉄鋼パイプ事業のシェアは 18%を占め、第 2 位となった。

NKG のような他の亜鉛メッキ企業と同様に、HSG も、**Formosa と HPG の Dung Quat 鉄鋼案件から**価格が安い HRC 供給から恩恵を受けた。

しかし、債務と貿易から由来する HSG のリスクは他の企業比かなり大きくなると注意してください。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
HPG	73,486	9,964	4,745	7.1	1.48	11.3%	21%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.45	3.07%	8%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.51	1.14%	10%	6,620	N/A

ソース: *BSC Research*

水産業[中立]

- チャー生産企業の成長は生産量成長に由来する。
- POR12 期間中に米国に輸出されたエビの公式税率は 4.58%です。POR 14 の期間中に米国に輸出されたチャー魚の暫定税率は 0.41 USD / キロです。
- 貿易戦争、CPTPP 及び EVFTA 協定は、2019 年も引き続き影響を与えます。
- BSC は水産業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。観察銘柄：VHC。

チャー生産企業の成長は生産量成長に由来する。BSC は、水産企業が 2019 年に養殖場面積と処理能力を拡大する計画を実行していることを観察する。拡大は市場の高い需要を満たすが、供給が大量になることにより、販売価格が低下するだろう。

社名	拡大計画
ビンホアン株式会社(VHC)	養殖場: + 220 ha
	生産能力: + 150 tấn NVL/ngày
ナムベト株式会社(NAV)	養殖場: + 400 ha
国際投資開発株式会社(IDI)	養殖場: + 100 ha
	加工工場: + 450tの原材料/日(相談中)
Fatifishco	加工工場: + 200tの原材料/日
Hung Ca 有限会社	加工工場: + 50 – 40 foot

ソース: BSC Research

米国に輸出する反ダンピング関税は急激に下がる。チャー魚製品については、2018 年 9 月 13 日に、米国商務省はチャー魚の POR14 の予備結果を 1 キロ当たり平均 0.41 USD と発表した。これは、前期の 1 キロ当たり 3.87 USD より非常に低い値だ。エビ製品については、2018 年 9 月 10 日に、米国商務省は POR 12 の公式結果を 4.58%と発表し、これは予備結果の 25.39%よりはるかに低いです。2019 年には、低税率が水産業界にとってより好ましい環境を生み出すと考えています。

貿易戦争と貿易協定は 2019 年に影響を与えるでしょう。貿易戦争は米国と中国の 2 つの主要市場でベトナム水産業のチャンスであり続けると BSC は考えております。また、2 つの主要な貿易協定（CPTPP と EVFTA）は 2019 年から有効となる時に関税が大幅に引き下げられるため、ベトナム水産物製品特に EU と日本に輸出されるエビ製品が恩恵をうけるだろう。

投資観点 – 中立

BSC は水産業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は、中国市場での消費需要は高い水準で維持すると考えています。また、特にベトナム水産物製品が米国と中国で減税される時に、貿易戦争はベトナムの水産物製品のための機会であり続けます。輸出価格が歴史的な最高値で留まり、2018 年のように大幅に上げるのは難しいため、2019 年にはチャー魚事業は多くのリスクに直面するだろう。BSC は、チャー魚販売価格が 2019 年に 7%に減少すると予想しております。チャー生産企業の成長は販売価格からの成長ではなく、生産能力を拡大するプロジェクトのおかげで生産量成長に由来するだろう。

VHC – 観察 – 目標価格 108,552 VND/株 – Upside 8.7% – P/E fw = 7.3

VHC は弊社の年初予想を上回る 2018 年業績を計上した。2018 年 9 ヶ月には、売上及び税引後利益のそれぞれは前年同期比 6.6%増の 6 兆 4,650 億ドン、同 73.8%増の 1 兆 350 億ドンとなり、売上総利益率が 22.6%になった。2018 年 11 ヶ月には、VHC の輸出額は生産量がわずかに減少したことにより前年同期比 27%増の 3 億 4,800 万ドルに達した。米国市場では、POR 13 期間の税率が高いため、VHC と BienDong 社を除く水産企業が米国に輸出することが不可能になり、供給量が縮小される。そのことのおかげで、VHC は販売価格を 30%に引き上げ、市場シェアを 2017 年の 54%から 60%に増加した。また、中国、ASEAN などの他の新興市場は高水準で成長を続けており、国内供給は不足しているため、これら 2 つの市場の平均販売価格は 25～30%上昇しています。

しかし、2019 年には VHC は多くのリスクに直面するだろう。米国市場では、POR 14 の期間中に米国に輸出されたチャー魚の暫定税率は 0.41 USD / キロです。これは他の企業が米国への輸出を再開するよう奨励し、VHC の市場シェアを縮小する。VHC の輸出販売価格は現在歴史的な最高値で留まり、2019 年に上昇し続けることは難しいと思います。VHC の成長は来年の搾取会社 220 ヘクタールの養殖地域から由来すると予想されている。BSC は、2019 年には、VHC の売上を 9 兆 9,880 億ドン、税引後利益を 1 兆 2,570 億ドン、1 株当たり利益(EPS)を 13,569VND／株、PE 予想を 7.3 と予想しております。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
VHC	9,988	1,257	13,569	7.3	1.96	19%	29%	99800	108,552

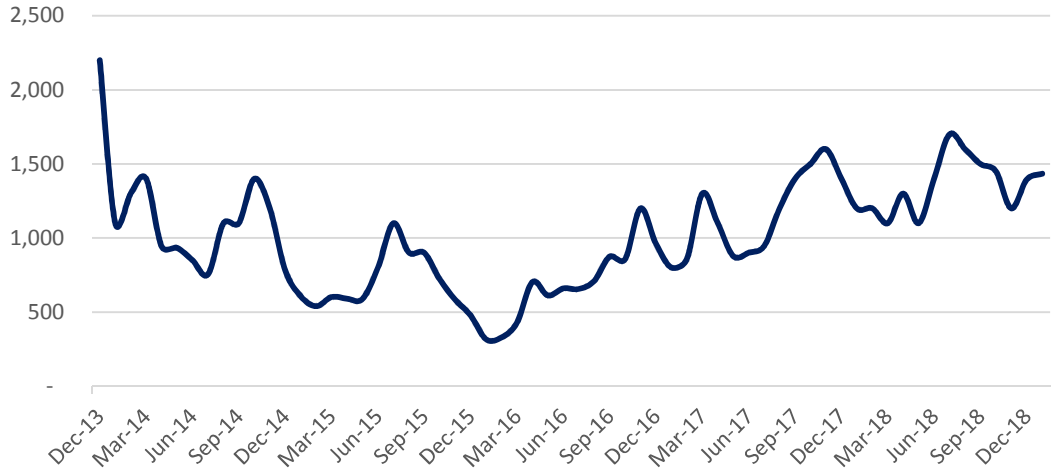
ソース: BSC Research

海運業 [中立]

- 2019 年 BDI インデックスは国際海運需要増加のおかげで前年比 2%増になると予想した。
- 硫黄分が 0.5%未満の船舶に燃料油を使用するという IMO の新規規制「IMO 2020 Low – 硫黄」は 2020 年 1 月 1 日から施行されます。
- BSC は多くの海運企業が赤字利益を計上していることにより海運業の 2019 年見通しを「中立」と推奨しております。しかし、原油価格が 2018 年第 4 四半期に 21～23%に引き上げたのは海運業の売上総利益率を増加させるだろう。買い銘柄:PVT。

2019 年 BDI インデックスは国際海運需要増加のおかげで前年比 2%増になると予想した。BIMCO の予測によると、2019 年の海上輸送の需要は前年比 2.8%増、世界の船隊は同 1.4%増となる。そのために、2019 年 BDI インデックスは前年比 2%増になる。BSC は、中国と米国の双方の輸出入貿易活動が活発になっていることで、海運業界が段々改善されていると評価しております。。中国は 2019 年 1 月 1 日から大豆の輸入を開始した。

2017年～2018年の期間におけるBDI指数の回復



ソース: BIMCO, Hellenicshipping.

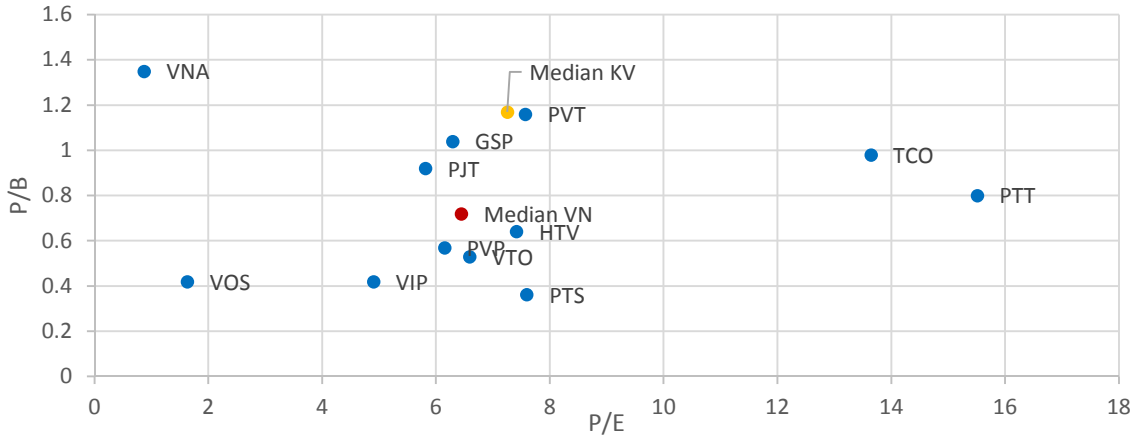
硫黄分が 0.5%未満の船舶に燃料油を使用するという IMO の新規規制「IMO 2020 Low - 硫黄」は 2020 年 1 月 1 日から有効となる。これまでのところ、世界の大手コンテナ船会社 20 社のうち 4 社のみが、上記の要件を満たすために「排気フィルター - スクラバー」を設置することを計画しています。具体的には、Alphaliner の統計によると、スクラバーの設置を計画しているのは 300 隻以上のパナマックスコンテナ船だけで、そのうち MSC は 120 隻の船、エバーグリーンが 70 隻、ヒュンダイが 27 隻、CMA CGM が 20 隻の設置を計画しています。COSCO、ONE などの残りの主要船会社はまだ計画がない。

投資観点 – 中立

BSC は海運業の見通しを「中立」と推奨しております。BSC は、海運業界の業績が税引後利益からの損失を減らすことによって改善していると評価します。さらに、2018 年 9 ヶ月における

多くの企業が黒字利益を計上し始めた。また、世界の原油価格は 45%近くも大幅に下落し、ガソリンやディーゼルなどの原油価格が 2018 年第 4 四半期に 21～23%に引き上げることにつながりました。これにより、海運会社の燃料費の削減により、利益率が大幅に改善されます（燃料費の割合は総費用の約 20～35%を占めます）。したがって、2019 年に海上運賃が安定的に成長し、運輸省からの海上運送料の支援を受ける場合は、業界の経営成長が安定的に上昇するだろう。海運業のリスク：現在、ベトナム船隊の積載量は 12 万 DWT 未満であるが、海外海運企業は輸送/コンテナのコストを削減するために積載量 14 万 DWT の船舶を使用している傾向がある。そのために、ベトナム海運企業は海外海運企業と競合することはできない。

アジアン地域比P/EとP/B(新興)



ソース: Bloomberg, Fiinpro.

PVT – 買い

BSC は PVT の液体輸送事業を高く評価しております。Nghi Son 製油所が 2019 年初に稼動を開始するのは石油ガス輸送企業が原油及び完成品石油輸送契約の数を増やすのを助けます。また、商工省は国内石炭供給量が不足になれば、電力を生産するために十分な石炭を確保するために石炭を輸入するという計画を政府に提出している。PVT は Duyen Hai、Vung Ang、Thai Binh など EVN の大規模火力発電所の主要な石炭輸送会社となることで、輸送契約の恩恵を受ける。BSC は、2019 年には、PVT の売上を前年比 20%増の 9 兆 3,210 億ドン、税引後利益を同 17.5%増の 8,540 億ドン、1 株当たり利益（EPS）を同 17.5%増の 2,405VND／株、PE を 6.7x、PB を 0.9xと予想しております。

銘柄	2019年の	2019年の	2019年の	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018年	目標

	売上予想（10億ドン）	税引後利益予想（10億ドン）	EPS予想（VND/株）					11月30日の終値	価格
PVT	9,321	854	2,405	6.7	0.9	6.6%	13.1%	16,000	21,700

ソース: BSC research

建設業[中立]

- 2018 年～2022 年の期間におけるインフラ建設は引き続き堅調になり、平均成長率が 5.9%になると予測された。
- 建設業界は、2019 年には不動産業の信用引き締めや建設承認規制により、多くの課題に直面するでしょう。
- BSC は 2019 年不動産業の継続的な困難により建設業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。買い銘柄：CTD。

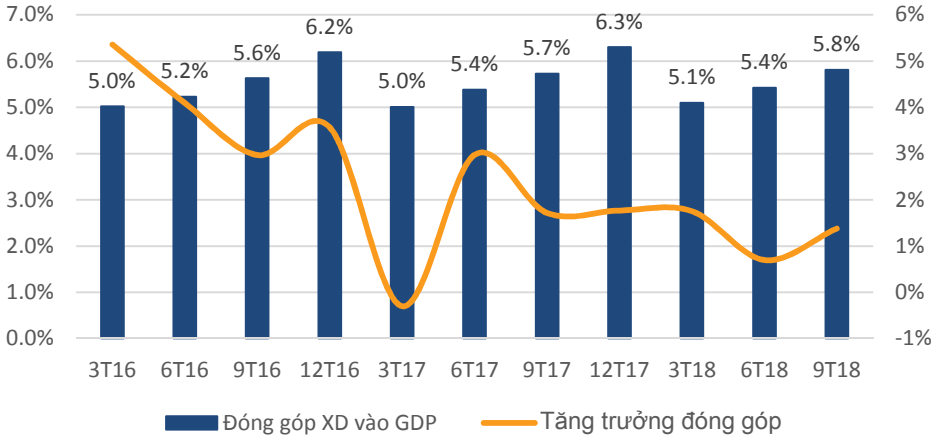
2018 年～2022 年の期間におけるインフラ建設市場は 5.9%と安定的に成長すると予想された。理由は(1)新規 FDI 額は減速しているものの、高水準で維持している：2018 年 11 ヶ月の FDI 実行額は前年比 3.1%増の 165 億ドル、主に製造業（124 億ドル）と不動産業（59 億 5,000 万ドル）に集中した。(2) 政府からの支援政策、具体的には、2018 年第 3 四半期に、ホーチミン市人民委員会は 2018 年～2022 年の期間におけるインフラ投資と社会経済開発向け多くの資源を調達するための解決策を提案し、調達総額は 2,870 兆 VND であるから由来した。ホーチミン市 – ロンタン – ダウジー、第 2 号地帯道路などのホーチミン市における高速道路プロジェクトなどのホーチミン市におけるいくつかの主要なインフラ案件が交通渋滞を解決するために実施されています。

建設業は 2019 年に多くの困難に直面するだろう。統計省によると、GDP に建設業界の貢献成長率は減速している、具体的には、2017 年同期比 1.4%だけわずかに増加した。これは、建設業界が冷え込んでいることを示している。BSC は建設業が 2019 年に多くの困難に直面する。明細は以下の通り。

(1) 高層ビルの承認と承認を厳しくし、規定要件を満たしていない場合防火対策と消火対策を追加する。
(2) 不動産業界は依然として法的問題を解決する上で多くの困難に直面しており、プロジェクトの進捗やプロジェクトの売却を遅らせることにつながります。不動産プロジェクトの主な資金源はより厳しく管理されるでしょう。原因は商業商業銀行が中期貸付に短期

調達資本の 40%（2018 年は 45%）しか使用せず、建設会社が締結した新規契約にも間接的に影響することから由来した。

2018年9ヶ月におけるGDPに建設業界の貢献成長率は減速している

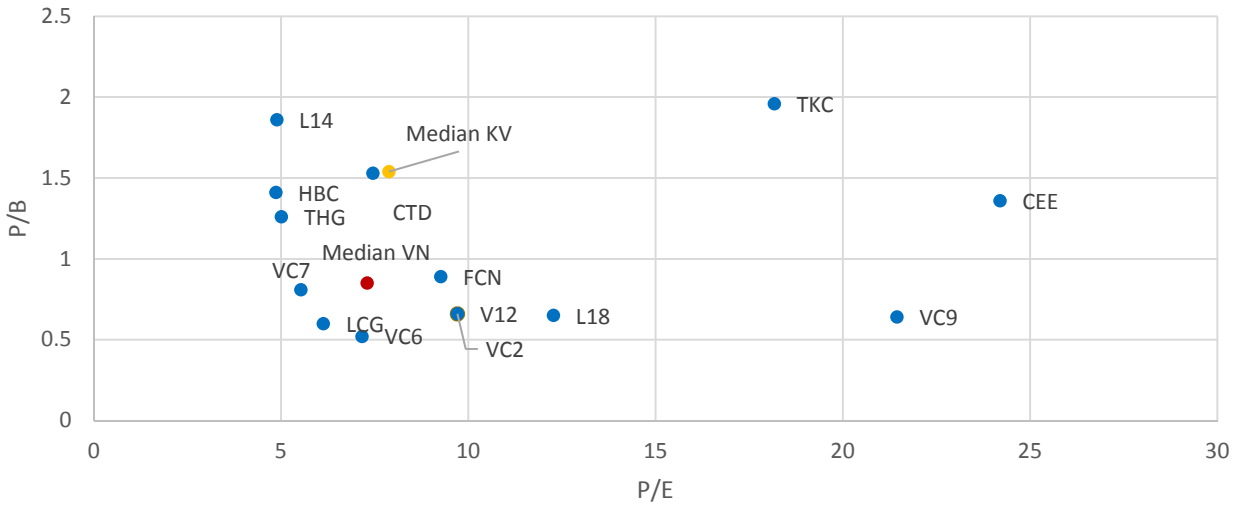


ソース: GSO

投資観点 – 中立

BSC は建設業の 2018 年と 2019 年投資見通しを「中立」と評価しております。理由は(1)不動産業の成長は 2019 年に減速する;(2) 業界の建設企業の激しい競争;(3)貸付金利が 2019 年に引き上げるのは現在高い負債/自己資本比率を有する建設会社に金融コスト圧力をかかる。BMI によると、2019 年～2022 年の期間における建設業は平均成長率が 7.16%から 6.89%に段々減少し、インフラ建設の価値が 5.5%と横に推移するでしょう。

アジアン地域に比べてP/E P/B(新興)



t

ソース: Bloomberg, Fiinpro.

CTD – 買い

BSC は CTD の投資見通しを「買い」と推奨しております。理由は(1)2019 年には、新規契約額と既存契約額はそれぞれ、前年比 3%増の 30 兆 5,890 億ドン、同 4%増の 24 兆 6,760 億ドンとなる;(2)借入を利用しない計画;(3) Ricons を含む子会社を合併する計画は、CTD の透明性を高め、中小規模の建設契約による収益成長を促進する;(4) 投資資本を中国からベトナムにシフトするのは CTD の工業建設事業を支援するだろう。そのために、BSC は 2019 年には CTD の売上を前年比 3%増の 29 兆 5,800 億ドン、税引後利益を同 5%増の 1 兆 6,360 億ドン、2019 年の 1 株当たり利益(EPS)を同 5%増の 18,658VND／株、PE を 8.3x、PB を 1.1xと予想しております。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
CTD	29,580	1,636	18,658	8.3	1.1	10.1%	20.2%	155,500	177,200

ソース: BSC research

天然ゴム業 [弱気]

- 2019 年のゴム価格は回復しにくくて、3,300 万 VND／tで維持すると予測された。
- 供給過剰の状況はゴム価格を引き下げ続けるだろう。ゴム供給は前年比 5.8%増となり、需要は米中貿易戦争の懸念により同 3.6%ぞうとなる。
- 2019 年には、中国での自動車消費量は減少し、ベトナムでのタイヤ消費量は前年比 9%増となると予測された。
- ゴム木販売価格が 2 億 8,000 万～3 億 VND／ヘクタールと高い水準で維持するのはゴム企業に安定的な利益をもたらすだろう。
- BSC は天然ゴム業の 2019 年見通しを「弱気」と評価しております。原因は(1)ゴム販売価格が 2019 年に回復しにくい、(2)主な収入がゴム木の売却から来ることから由来する。BSC は PHR の投資評価を「買い」と推奨しております。

2019 年には、ゴム価格は回復しにくいと予測された。原因は(1)供給過剰の継続及び高い在庫量、(2) 主要なゴム生産国の現地通貨の弱体化、(3)BSC の予想によると 2019 年石油価格が前年比 10.8%減の 66 ドル／バレルに引き下げることから由来する。これは天然ゴム販売価格に影響するだろう。

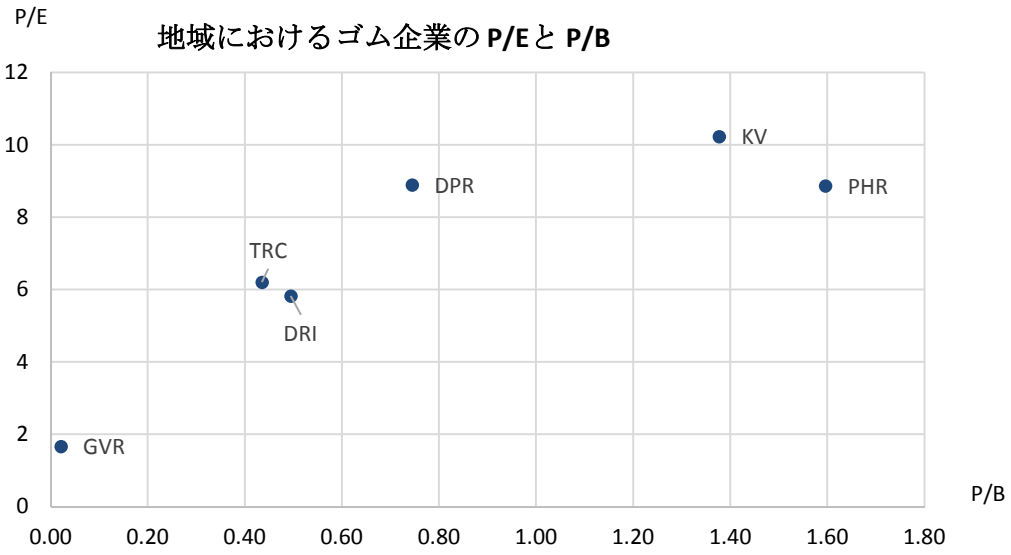
供給過剰の状況はゴム価格を引き下げ続けるだろう。ANRPC の予想によると、2019 年のゴム供給量は前年比 5.8%増の 1,469 万 6,000tとなるが、需要量は米国が中国のタイヤに高い税を果すことにより前年比 3.6%増の 1,473 万tとなる。しかし、2013 年以降の低販売価格によるゴム農園面積の減少により、供給過剰は 2021 年～2022 年の間に終了すると予想される。2016 年第 2 四半期末の時点での在庫量は 2,564 万tと高いレベルで留まっている。そのために、BSC はゴム販売価格が現在の低いレベル（約 3,300 万～3,400 万/t）になると予想しております。

中国での自動車消費量は縮小し、ベトナムの輸入ゴム需要に影響を与えると予想されます。中国自動車工業会（CAAM）によると、2018 年 9 ヶ月には、中国の自動車販売量は前年同期比 1.5%増の 2049 万台に達し、2017 年と 2018 年にはゆっくり成長した。原因は(1)経済成長の減速、(2) 大気汚染防止の強化、(3)米中貿易戦争の懸念から由来した。これは、中国へのゴム輸出の 60%以上がベトナムのゴム輸出に影響を与える可能性がある。ベトナムでのタイヤ消費が 2019 年に前年比 9%増となると予想されたのは国内ゴム消費にサポートするだろう（タイヤ生産用原材料費用の 35%が天然ゴムから由来する）。

ゴム木販売価格が 2 億 8,000 万～3 億 VND／ヘクタールと高い水準で維持するのはゴム企業に安定的な利益をもたらすだろう。ゴム木の売却から収入は PHR の税引前利益に 2,800 億ドン(約 1,000 ヘクタール)、DPR の税引前利益に 1,100 億ドン(約 300～400 ヘクタール)を寄与するだろう。また、PHR は、将来的に 10 億ドン／ヘクタールの補償を計上するために、NTC（350 ヘクタール）及び VSIP（691 ヘクタール）のために現在の面積の一部を工業地帯に移転する予定である。

投資観点 – 弱気

ゴム企業は高い配当率と低い評価（ゴム業の P / E = 5 倍）を持っていますが、ゴム販売価格は利益に影響することにより、ゴム業は 2019 年に成長すると予想していません。ゴム木材の売却面積が大きく、資本回収と土地補償による特別な利益を計上する可能性が高い PHR の場合を除きます。そのために、BSC はゴム業の 2019 年見通しを「弱気」と評価しております。



ソース: FiinPro, BSC Research

現在、ベトナムゴム業の PE と PB はそれぞれ 6.2 と 0.49 であり、地域の平均水準（PE＝10.23、PB＝0.49）より低かった。

PHR – 目標価格 36,385 VND/株 – Upside 14.8%

PHR は優れた地位と規模トップがある企業です（ベトナム+カンボジアで約 2 万 5,000 ヘクタール）。現在、カンボジアがある Kamthong Pong でのゴム農園は徐々に収穫されており、2020 年から生産量に大きく貢献すると予想されています。また、PHR の現在売却する必要があるゴム面積は 3,000 ヘクタールであり、売却価格は約 3 億ドン／ヘクタール以上である。これは PHR の安定的な利益を今後 2～ 3 年の間に確保できるだろう。特別利益については、PHR は 9 億 7,500 万ドン/ヘクタールの推定価格で土地を譲渡する予定（2 年間で 350 ヘクタール、約 350 ヘクタール）、2019 年に 3,400 億ドンの特別利益を計上する予定である。また、2019 年には、PHR は NTC における保有株式を売却し、現値（90000VND／株）を基づく、財政収入の 5,000 億ドンを計上する見込みだ。2019 年には、BSC はゴム価格が前年比 1.2%減の 3,300 万 VND／t、ゴム木販売価格が 3 億ドン／ヘクタールであると仮定すると、PHR の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 10%増の 1 兆 4,440 億ドン、同 7.2%減の 7,250 億ドン、2019 年の 1 株当たり利益（EPS）は 2,536VND／株であると見込まれた。NTC の売却による金融収益（約 4,200 億ドン）を計上した場合、PHR の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 10%増の

1 兆 4,440 億ドン、同 73.5%増の 7,250 億ドン、2019 年の EPS は 4,741VND／株となるだろう。土地補償に関しては、BSC は更に観察すべきと推奨し、まだ評価には含まれていません。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
PHR*	1,443	725	4,741	6.4x	1.4x	16.4%	24.5%	30,200	36,385

**資本回収の場合*

ソース: BSC Research

精糖業 [弱気]

- 2018 年～2019 年度収穫における世界精糖業の過剰量は 910 万tに達すと予測された。
- 国内精糖生産量は前年比 7.1%増の 150 万tに達すと予測された。
- 2018 年～2019 年度収穫精糖価格は低水準で維持すると予測された。
- 2018 年～2019 年度収穫における精糖業の見通しを「弱気」と評価しております。
- BSC は精糖業の見通しを「弱気」と評価しております。観察：SBT。

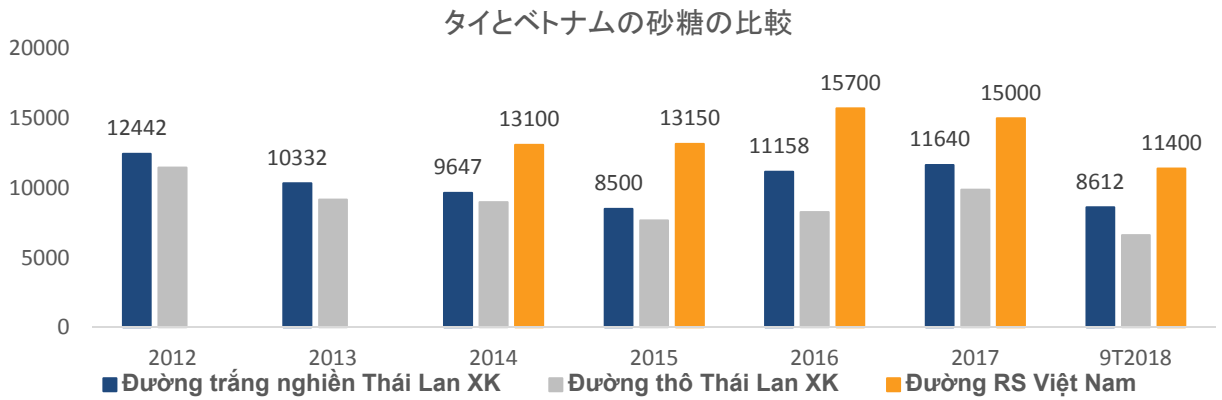
世界的な精糖市場

2018 年～2019 年度収穫には、世界的な精糖業の過剰は 910 万tに達すと予測された。世界銀行の予測によると、2018 年～2019 年度収穫における精糖価格は 15 cts/lb の辺りに推移し、2017 年～2018 年度収穫の平均水準比 19%増となるだろう。精糖生産量は前年比 4.5%減の 1 億 8,580 万tとなる。減少の原因はブラジルは深刻な干ばつとエタノール生産のための砂糖利用率の増加により生産量を前年比 21.3%減の 3,060 万tに削減する見込みから由来する。消費量は主にインド（+ 3.77%増）とインドネシア（+ 4.58%増）の消費量の増加のおかげで、前年比 1.63%増の 1 億 7,680 万tとなると予想された。

ベトナム精糖市場

2018 年～2019 年度収穫における供給過剰の状況は続いているだろう。ベトナム精糖協会の予測によると、2018 年～2019 年度収穫における精糖供給量は 220 万tである（年度収穫の精糖量 150 万t、前年度収穫の在庫精糖量 60 万t、割り当て精糖量 9 万tを含む）、タイと中国からの密輸砂糖は含まれない。そのうち、全国消費需要は 160 万tであることで、供給過剰は 60 万tである。この予測は、OECD – FAO の予測（供給過剰の 70 万t）と同等であり、USDA の予測（供給過剰の 50 万t）よりも高い。供給過剰の問題は依然として企業の消費状況と業績に悪影響を及ぼします。

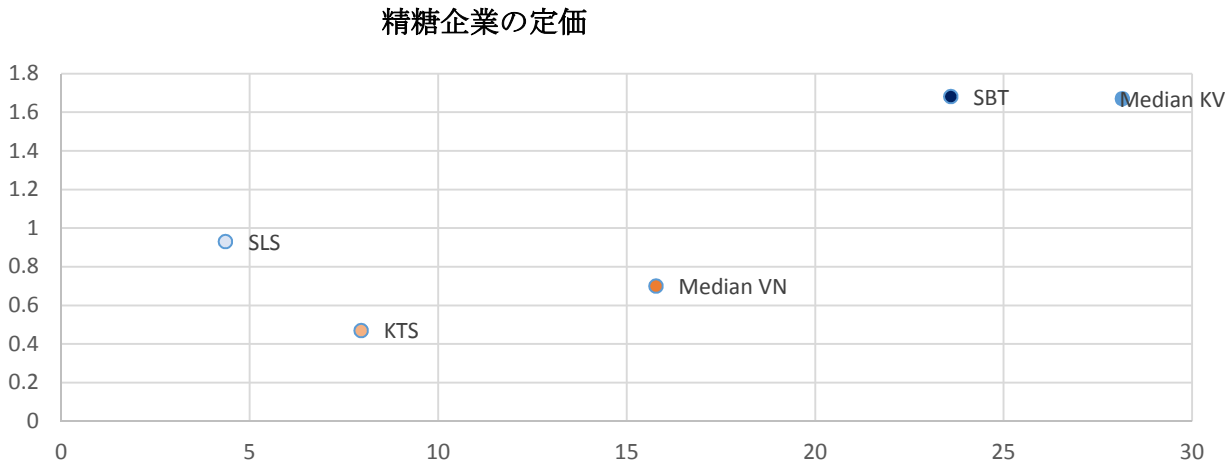
2018 年～2019 年度収穫精糖価格は低水準で維持すると予測された。2018 年 9 ヶ月には、ベトナム精糖価格は前収穫より 24%減少し、RS 精糖の 10,500VND／キロ、RE 精糖の 12,400VND／キロに移動している。しかし、この価格はまだタイから輸入された砂糖価格よりも約 32%（～3,000 VND / キロ）高いだ。その差は、2018 年～2019 年度収穫における国内精糖価格に依然として下向きの圧力をかけるでしょう。



ソース: BSC Research

投資観点 – 弱気

2018 年～2019 年度収穫は精糖企業にとって困難な年であり続けると考えています。原因は(1) 2018 年～2019 年度収穫におけるベトナムでの供給過剰は依然として非常に大きく、価格を引き下げるよう圧力をかけている、(2) 密輸精糖を管理する厳密な方法はまだないということから由来した。経営活動は依然として収入の面で改善することができますが、精糖価格が依然として低いとの予測では、2018 年～2019 年度収穫にかけて利益を急増するのは困難です。BSC は精糖業の 2019 年見通しを「弱気」と評価を維持して、SBT と QNS の投資評価を「観察」と推奨しております。



ソース: Bloomberg

SBT – 観察

2018 年～2019 年度第 1 四半期末の時点で、SBT の売上及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 61.5%増の 2 兆 5,230 億ドン、同 58.4%減の 370 億ドンに達した。売上総利益率は前収穫の費用がある高い在庫消費量(在庫額を 4 兆 90 億ドンから 2 兆 5,550 億ドンに引き下げ)

を強化したため 15%から 5%に急減した。また、輸出価格が国内価格より低いので、同社が精糖輸出を後押しするという事実はまた、売上総利益率を減少させる。

精糖業は依然として困難であると予測されていますが、SBT は精糖業の規模トップのおかげで 2019 年に観察すうべきな銘柄である。BSC は 2019 年には、SBT の売上を 10 兆 3,010 億ドン、税引後利益を 5,900 億ドン、1 株当たり利益を 1,100VND／株、PE 予想を 19.1 と予想しております。

銘柄	2019 年の売上予想（10 億ドン）	2019 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2019 年の EPS 予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018 年 11 月 30 日の終値	目標価格
SBT	10,301	590	1,100	19.1	1.8	3.1%	7.5%	21,100	N/A

ソース: BSC Research

セメント業[弱気]

- 2019 年のセメントン消費量は前年比 6～8%増の 9,800 万～9,900 万となる見込みだ。理由は国内消費量が前年比 5～9%増となり、輸出量が低販売で 2018 年の物と相当することから由来した。
- セメント生産能力は 1 億 174 万t、需要の 3.55を上回ると予想された。
- 石炭価格と電気価格は上げると予想されたことで、セメント生産企業の利益率に影響するだろう。
- BSC はセメント生産企業の投資見通しを「弱気」と評価しております。BSC は HT1 の投資評価を「買い」、BCC の投資評価を「観察」と推奨しております。

建設省によると、2019 年のセメントン消費量は前年比 6～8%増の 9,800 万～9,900 万となる見込みだ。理由は国内消費量が前年比 5～9%増の 6,900 万～7,000 万tとなり、輸出量が低販売で 2018 年と相当 2,900 万～3,000 万tとなることから由来した。来年の消費は建設需要に支えられていますが、成長率は 2018 年に比べて減速し、セメント輸出も 2018 年の高水準により減速するでしょう。また、VICEM を含む多くのセメント企業は輸出活動が国内市場での競争を減らすが、低い利益をもたらすか黒字となることによる焦点ではないと理解した。

建設省はセメント業の 2019 年生産能力は 1 億 174 万tとなると予想した。2019 年には、新規生産ラインの 2 つは導入する見込みだ。業界全体の生産能力は引き続き消費需要（3.5%）を上回り、競争が激しいため、投入価格の上昇に従って販売価格を調整することは困難です。

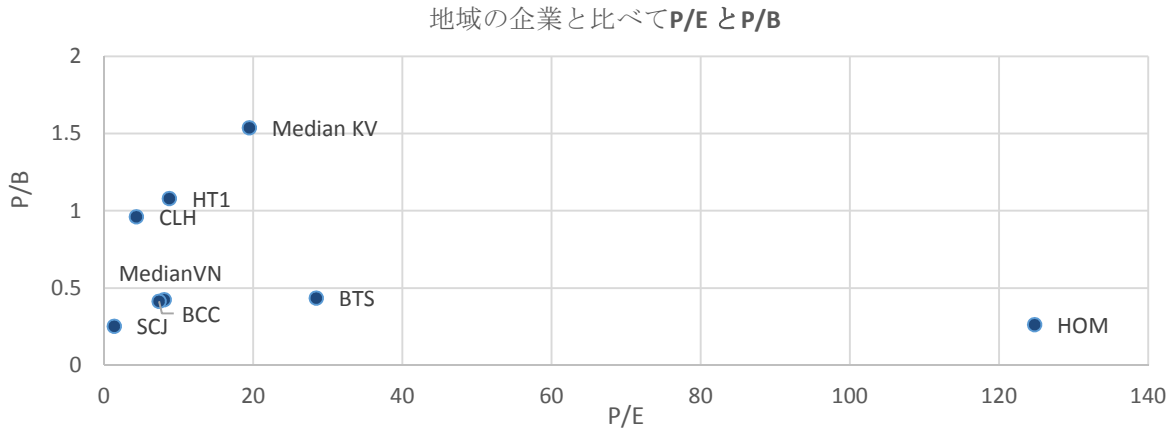
2019 年には、石炭価格と電力価格が上昇すると予測されており、企業の利益率に影響を与えている。石炭価格の上昇は以下の通りに原因から由来する。

(1) 国営ベトナム石炭鉱産グループ(ビナコミン＝TKV)と Dong Bac 石炭社の生産量は需要を満たすことができず、輸入石炭量を増加しなければならない。
(2) 世界炭塵の価格はインドと東南アジアで炭塵需要の増加により上昇を続けると予測されている。

2019 年の電力価格も、石炭とガスの生産に関連するコストが大幅に増加したため、2017 年末以降上げる可能性がある。競争のために販売価格をそれほど上げることはできないが、投入要素（石炭と電気がセメント企業の原価の 40～50%を占める）が急激に増加しているのは企業の利益を損なうことになります。

投資観点– 弱気

BSC はセメント消費量は 2019 年に増加し続けるが、成長率は減速すると評価しております。供給過剰の状況、投入要素の増加傾向に伴う価格競争は、企業の収益性に悪影響を及ぼす。そのため、BSC はセメント業の 2019 年見通しを「弱気」と評価しています。現在、ベトナムのセメント企業は、地域の他の企業と比べて比較的魅力的な P / E と P / B で取引されています。



ソース: Bloomberg, BSC Research

HT1－買い－ 目標価格: 17,200 VND/株 – Upside: +12.8%

2018 年 9 ヶ月の好調な業績。消費量は前年同期と同等です。売上は前年同期比 1.3%増の 6 兆 590 億ドン、売上総利益率は石炭費用や電気費用の増加により前年同期の 16.7%から 16.3%に小幅に減少した。税引後利益は前年同期比 39%増お 4,416 億ドンとなった。

BSC は HT1 の 2018 年売上を前年比 1.5%増の 8 兆 3,310 億ドン、税引後利益を同 24.6%増の 6,076 億ドン、2018 年の 1 株当たり利益（EPS）を 1,592VND／株と予想した。2018 年には、石炭と電気の価格が大幅に引き上げたが、ハロン粉砕所での外部粉砕速度の低下と為替レートの損失の減少（2017 年は 143.75 億ドンの赤字）を記録したことのおかげで、HT1 の利益は大幅に増加した。

BSC は HT1 の 2019 年消費量が一般的な業界の需要、強いブランド、そして南部市場における圧倒的な市場シェアのおかげで、依然として成長を維持していると評価しています。しかし、石炭と電気の価格は上がっているので、利益率が減少する可能性がある。USD と EUR の外貨建て債務は 2019 年と 2020 年に返済されると見込まれており、これは HT1 の為替差損の圧力を減らすことになる。地域の中位 7.8 倍に比べて P / E fw = 9.6 倍、EV / EBITDA = 4.8 倍に相当する現在の評価では、HT1 の現値は比較的魅力だろう。

BCC – 観察

2018 年消費状況はかなり優れている。セメントとクリンカーの消費量は前年比 7.7%増の 510 万tとなり、そのうち、バルクセメントとセメントの消費量はそれぞれ 45%と 55%だった。2018 年の売上及び税引後利益はそれぞれ、前年比 2.1%減の 3 兆 4,000 億ドン、900 億ドンとなり、2018 年の 1 株当たり利益（EPS）は 818VND／株、P/E 予想は 8.43 倍となる見込みだ。

新規粉砕所の投資状況。新規粉砕所は生産能力の 120 万t／年、投資総額ぼ 1 兆ドンで、2019 年 6 月初から稼動を開始すると、BCC お生産能力は 40%へ引き上げる。また、Dai Viet 粉砕所は再稼動できないので、BCC はまだこの工場での減価償却費（推定 100 億ドン/年）へのさらなる圧力を負うだろう。

銘柄	2019年の売上予想（10億ドン）	2019年の税引後利益予想（10億ドン）	2019年のEPS予想（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2018年11月30日の終値	目標価格
HT1	8,625	655	1,716	8.9	0.91	6.6%	10.3%	15,250	17,200

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。

BSC

BSC RESEARCH

Vietnam Sector Outlook 2019