



2019 年第 2 四半期
セクター投資見通し

科目

.....	Error! Bookmark not defined.
各セクターの 2019 年及び 2019 年第 2 四半期の見通し.....	3
損害保険業[有望]	6
港湾業 [有望].....	8
情報通信業 [有望]	11
繊維・アパレル業[有望].....	12
電力業[有望]	16
自動車業[有望]	18
消費財業 [有望]	19
銀行業[中立]	22
石油・ガス業[中立]	27
不動産業[中立]	29
建設業 [中立].....	35
鉄鋼業[中立]	37
タイル業[中立]	39
プラスチック業[中立]	41
セメント業 [中立].....	43
医薬品業 [中立]	46
輸送業 [中立].....	49
ゴム業 [中立]	52
タイヤ業 [中立].....	55
肥料業[中立]	58
水産業 [中立].....	61
精糖業 [弱気].....	64

各セクターの 2019 年及び 2019 年第 2 四半期の見通し

- BSC は損害保険、港湾、テクノロジーポスト、繊維・アパレル、電気、自動車、消費者の投資見通しを「有望」と評価を維持しています。
- BSC は銀行、石油・ガス、不動産、建設、鉄鋼、タイル、プラスチック、セメント、医薬品、肥料、海運、タイヤ、ゴム、水産などの投資見通しを「中立」と評価しています。
- BSC は精糖業の投資見通しを「弱気」と評価しております。

順番	業界名	2019 年見通しの 評価	中長期的な投資の推奨	観察
1	損害保険	有望	PVI, BMI	
2	港湾	有望	VSC	GMD
3	テクノロジーポスト	有望	FPT	CMG, VTP
4	繊維・アパレル	有望	MSH, VGG	TCM, TNG, VGT
5	電気	有望	POW, PC1, GEX	REE
6	消費者	有望	MWG, PNJ	VNM
7	自動車	有望		VEA
8	不動産	中立	VHM, NLG, HDG, KBC, LHG	
9	石油・ガス	中立		GAS, PVD, PVS
10	医薬品	中立	PME	IMP, DBD, DHG
11	タイル	中立		VGC, CVT
12	銀行	中立	ACB, MBB, TCB	VCB
13	プラスチック	中立	BMP	NTP, AAA
14	肥料	中立	BFC	DPM, DCM, LAS
15	タイヤ	中立	DRC	
16	鉄鋼	中立	HPG	HSG, NKG
17	水産	中立		VHC, MPC
18	海運	中立	PVT	
19	建設	中立	CTD	HBC
22	セメント	中立	HT1	BCC
20	テ年ゴム	中立	PHR	
21	精糖	弱気		SBT, QNS

2019 年の注目銘柄

銘柄	2019 年売上 高(10 億ドン)	2019 年 税引後 利益(10 億ドン)	2019 年 EPS (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標価 格
GAS	82,443	10,913	6,793	14.4	3.5	17%	21%	98,200	91,700
PVS	14,740	1,091	2,012	10.2	0.8	5%	9%	20,600	24,800
PVD	5,370	350	912	19.6	0.5	2%	3%	17,900	18,900
PVI	9,000	910	3,080	10.4	1.1	N/A	11.0%	32,000	41,751
BMI	4,386	343	3,740	5.6	0.7	N/A	13.4%	20,800	33,195
VSC	1,608	304	5,459	8.2	1.1	12.0%	15.0%	41,300	46,400
GMD	2,762	577	1,980	14.1	1.2	5.8%	8.6%	26,500	29,100
VTP	6,023	350	8,459	23.4	5.4	9.2%	36.4%	198,000	N/A
FPT	26,180	3,883	4,702	9.6	1.7	13.4%	21.5%	45,500	59,100
CMG	5,255	258	2,700	11.1	1.3	8.6%	20.6%	29,900	27,000
VGG	10,845	538	9,762	6.7	1.4	10.8%	28.5%	65,800	68,300
MSH	4,472	420	8,170	6.2	1.9	16.0%	36.7%	51,000	60,500
TNG	4,366	231	3,492	6.4	1.5	7.9%	25.2%	22,500	22,700
TCM	3,778	250	4,148	7.4	1.3	8.3%	18.1%	30,600	29,036
STK	2,571	227	3,313	6.7	1.3	10.1%	21.6%	22,200	23,000
GEX	15,524	1,453	5,114	4.9	0.9	N/A	16.0%	25,150	33,400
POW	32,155	3,428	1,462	10.4	1.2	N/A	12.0%	15,200	17,830
REE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	N/A	18.0%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	N/A	11.0%	23,400	36,566
VEA	7,424	8,288	6,913	7.6	2.8	33.0%	21.0%	52,560	N/A
PNJ	14,573	1,291	7,730	17.8	4.7	17.6%	28.5%	99,500	143,700
MWG	86,516	3,566	8,040	11.0	4.5	11.5%	39.1%	84,800	119,700
VNM	55,125	10,577	5,476	26.0	9.3	29.5%	36.4%	134,800	142,400
VCB	44,988	16,592	4,563	14.8	3.5	1.4%	26.1%	67,600	66,616
TCB	21,145	8,900	2,545	10.0	1.5	2.7%	15.8%	25,550	31,180
VPB	35,089	7,254	2,867	7.1	1.2	2.1%	18.9%	20,250	24,905
MBB	23,057	7,480	3,062	7.3	1.2	1.9%	19.1%	22,450	28,413
HDB	11,081	4,499	3,193	8.9	1.5	1.4%	17.4%	28,700	33,351
STB	13,227	2,100	1,046	11.6	0.8	0.5%	8.0%	12,200	14,722
TPB	6,354	2,087	2,413	9.2	1.6	1.4%	18.5%	22,250	21,567
ACB	15,968	5,765	3,948	7.7	1.7	1.7%	24.7%	30,300	32,686
VIB	7,286	2,562	3,202	6.0	1.2	1.7%	21.6%	19,200	21,597
LPB	5,464	1,393	1,130	8.1	0.7	0.6%	10.3%	9,200	11,120
VHM	80,063	18,412	5,579	13.3	4.7	34.7%	10.3%	91,500	92,700
NLG	3,063	930	4,209	8.0	1.3	17.0%	8.0%	27,500	36,285
HDG	5,543	689	7,253	5.7	2.1	8.1%	13.8%	41,200	58,000

銘柄	2019 年売上 高(10 億ドン)	2019 年 税引後 利益(10 億ドン)	2019 年 EPS (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標価 格
KBC	3,226	1,263	2,657	7.6	1.1	12.8%	7.5%	14,500	20,120
LHG	633	189	3,773	5.2	1.1	16.0%	9.0%	20,500	25,506
CTD	30,568	1,427	17,343	8.2	1.4	8.4%	18.0%	143,400	153,600
HBC	19,404	614	3,099	6.3	1.2	4.0%	18.0%	18,750	20,100
HPG	73,486	9,964	4,745	7.1	1.5	N/A	21.0%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.5	N/A	8.0%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.5		10.0%	6,620	N/A
VGC	9,247	924	1,242	16.5	1.2	3.7%	8.5%	20,500	18,510
CVT	1,556	174	4,413	5.5	1.3	12.5%	25.0%	24,650	27,000
BMP	3,984	417	4,590	10.6	1.4	13.9%	15.8%	48,550	63,140
NTP	4,682	351	3,558	10.7	10.7	7.1%	14.6%	38,000	N/A
AAA(*)	10,000	510	2,550	6.6	N/A	N/A	N/A	16,850	N/A
HT1	8,758	721	1,702	8.9	1.1	7.3%	13.7%	13,700	18,400
BCC	3,898	111	892	8.9	0.5	2.3%	5.8%	7,900	N/A
DHG	4,411	679	4,678	25.3	5.6	15.5%	21.8%	118,300	N/A
PME	1,919	318	4,247	13.6	2.2	12.0%	15.0%	58,000	N/A
PVT	8,113	611	2	8.7	0.9	6.0%	11.6%	17,000	19,200
HVN	101,204	3,419	2,410	16.7	3.0	2.8%	13.0%	41,000	N/A
PHR	1,531	1,189	8,644	6.1	2.9	48.3%	23.0%	52,600	N/A
DRC	3,700	157	1,110	20.6x	1.74x	5.7%	10.1%	22,400	27,180
BFC	6,843	225	3,938	6.4	1.2	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
VHC	9,988	1,257	13,569	6.6	1.7	19.0%	29.0%	89,900	108,552
SBT	10,301	316	567	32.4	1.5	1.7%	4.1%	18,350	N/A

(*) 企業の計画

ソース: BSC Research

損害保険業[有望]

- 損害保険市場は 2018 年に 10%以上の成長率を維持した。
- 2019 年第 1 四半期に保険料による収入の成長率は前年同期比 9%増となった。
- 損害保険の保険給付金の支払いは、ホーチミン市とベトナム中部での 2 回の洪水により、年末に急増した。
- 元受保険事業と投資の業績は区別されています。

損害保険市場は 2018 年に 10%以上の成長率を維持し、2019 年にこの成長率を引き続き維持すると期待された。統計総局によると、2018 年には、生命保険料による収入は前年比 32.8% 増の 88 兆ドンとなり、損害保険料による収入は前年比 9.9%増の 45 兆 7,000 億ドンとなった。2019 年には、保険業の保険料収入の成長率は 25%増と目標にし、そのうち生命保険の成長率は 35%増となり、損害保険の成長率は 10%増となる見込みだ。

2019 年第 1 四半期に保険料による収入の成長率は前年同期比 9%増となった。統計総局のレポートによると、2019 年第 1 四半期の保険料による収入成長率は前年同期比 17%増となり、そのうち、生命保険事業による収入成長率が 23%増となり、損害保険事業による収入成長率が 9%増となった。

損害保険の保険給付金の支払いは、ホーチミン市とベトナム中部での 2 回の洪水により、年末に急増した。損害保険事業の元受保険補償総額は前年同期比 21.19%増の 19 兆 4,760 億ドンと推定されている。しかし、

元受保険事業と投資の業績は区別されています。損害保険業界の成長率は 10%と低い水準で維持し、競争性は引き続き高まっている。そのために、BVH(生命保険事業がある)及び PTI (一連の新規保険プログラムを展開した、結果は、収益が急増したが、それに応じて補償率及び合算比率も増加した)の以外、損害保険企業の収益成長率は低い水準で引き続き留まっている。

	BVH	PVI	BMI	PTI	MIG	BIC	PGI
2018 年元受保険料収入	31,348	6,872	3,530	4,159	1,924	2,072	2,809
前年比	22.8%	2.7%	3.9%	29.7%	0.2%	12.5%	7.6%
2018 年補償比率	33.7%	40.4%	41.2%	44.7%	39.6%	41.8%	48.8%
2017 年補償比率	31.9%	47.6%	42.1%	56.8%	32.2%	39.8%	52%
2018 年合算比率	121.6%	94.7%	98.9%	100.0%	99.5%	102.6%	94.6%
2017 年合算比率	111.1%	98%	99.7%	99.5%	105.3%	101.2%	96.7%
2018 年財務利益	7,327	473	133	13	118	239	55
2018 年財務利益	4,338	589	176	152	130	199	76
前年比	68.9%	-19.7%	-24.7%	-91.3%	-9%	19.9%	-26.8%
2018 年税引前利益	1,366	745	218	28	136	144	175
2018 年税引前利益	1,945	683	198	154	56	143	156
前年比	-29.8%	9%	9.8%	-81.5%	144.2%	0.6%	12%

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点- 有望

BSC は損害保険業の投資見通しを「有望」と評価を維持しております。この評価は(1)金利の上がりが財政利益を向上させる;(2) 健康保険事業及び財産保険事業の成長;(3) ERP テクノロジーを適用することで、保険企業は販売費用と管理費用を節約でき、保険業務の効率性を向上させるという要素に基づいております。ただし、保険業界の成長率には大きな変化はなく、保険会社の見通しは、投資回収或いは保有率の引上げに依存するとご注意してください。BSC は大手な保険企業の投資見通しを中長期的な購入と推奨しております。

2019 年には、政府は BMI と PVI における保有株式を売却する予定。現在、PVI と BMI の PB はそれぞれ 1.1x、0.74xである。

銘柄	2019 年の収入	2019 年の利益 (10 億ド	2018 年の EP	P /E F	P/ B	ROE (2019 年)	2019 年 3 月 31 日の終値	目標価格
PVI	9,000	910	3,080	10.39	1.1	11%	32,000	41,751
BMI	4,386	343.3	3,740	5.56	0.74	13.4%	20,800	33,195

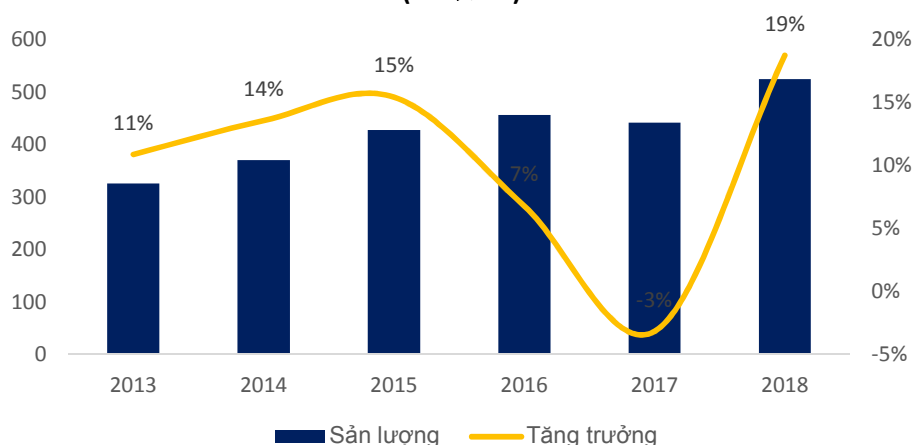
ソース: BSC Research

港湾業 [有望]

- 2018 年には、港湾を通じる総商品量は前年比 18.7%増の 5 億 2,400 万tとなった。
- ダナン港は日本に直行する国際海運ルートを持っています。
- 2018 年の業績は輸入出量の増加で好調に成長した。

2018 年には、ポートを通じる商品産量は前年比 18.7%増の 5 億 2,400 万tとなった。ベトナム海事管理局によると、2018 年には、ベトナム港湾システムは活発に活動し、ベトナム港湾を通る商品総量が前年比 18.7%増の約 5 億 2,400 万t、港湾を通じるコンテナ量が前年比 20%増の 1,770 万 TEUs と推定されています。ベトナム海事管理局はベトナム港湾を通じる商品産量が引き続き増加し、前年比 7.2%増の 6 億 4,000 万tに達することを目標とした。そのうち、コンテナ産量は約 1 億 9,000 万tになる。

2013年～2018年の期間における港湾を通じる商品産量
(100万 t)



ソース: CHHVN, BSC.

ダナン港は日本に直行する国際海運ルートを持っています。SITC 船社は、新市場研究時間を経て、Lantau Beach 船でダナン - 寧波 - 上海 - 博多 - 門司(日本)のルートで、ダナン港を経由する 3 番目の輸送サービスを正式に開始しました。Lantau Beach 船の積載量は 12,400 DWT で、長さは 140mであり、通航可能量は 1,000 TEUs である。そのために、中部地域における港湾を通じる商品量の成長を支えています。

2018 年業績は、輸出入量の増加のおかげで順調に成長した。HSX 市場、HNX 市場と UPCOM 市場で上場港湾企業 19 社の売上高と税引後利益の合計はそれぞれ、前年比 2.7%減の 11 兆 9,030 億ドン、同 50.1%増の 3 兆 7,740 億ドンとなった。しかし、GMD の特別利益の 1 兆 5,790 億ドンを除くと、港湾業のコア税引後利益は前年比 0.1%減の 2 兆 1,950 億ドンとなっ

た。2018 年の売上総利益率は前年比 1.5%増の 21.7%となった。コア利益率は 18.4%となった。

BSC は 2018 年港湾業の経営が本当に繁栄していなかったと評価しております。原因は以下の通り。

- (1) ハイフォン港湾地域での激しい競争により、荷役価格は船社を誘致するために急激に低下した。
- (2) Cam 川の BachDang 橋は 2018 年に完成し、大型船が深く侵入することができないため、上流の上にある港連携は貨物量を減らしなければならない。

2018 年業績の概要

銘柄	2018 年売上 高(10 億ドン)	前年比	2018 年売 上総利益 率	2017 年売 上総利益 率	2018 年税 引後利益 (10 億ドン)	前年比
GMD	2,686	-32.6%	36.0%	25.8%	1,900	227.0%
PHP	2,045	-1.2%	31.8%	34.7%	516	7.1%
VSC	1,694	30.0%	29.3%	31.3%	354	34.1%
SGP	1,079	-7.1%	43.1%	37.7%	187	-56.8%
HAH	1,054	35.5%	20.8%	26.2%	159	3.9%
CDN	695	15.6%	33.8%	35.6%	148	12.1%
PDN	667	29.0%	29.9%	29.5%	111	46.1%
DVP	639	1.9%	49.6%	49.4%	288	0.3%

ソース: BSC Research

投資観点 - 有望

BSC は港湾業の 2019 年投資見通しを「有望」と評価しております。理由は以下の通り。

- (1) 港湾サービスの価格枠組みを適用します。それによると、新港湾サービス価格は 10%に上げる。
- (2) CPTPP と EVFTA などの貿易協定のおかげで、港湾を通じる年間処理能力は良く増加する。
- (3) 中米貿易戦争は物資を東南アジア、特にベトナムに移すだろう。

BSC は GMD と VSC の投資評価を「観察」と推奨しております。

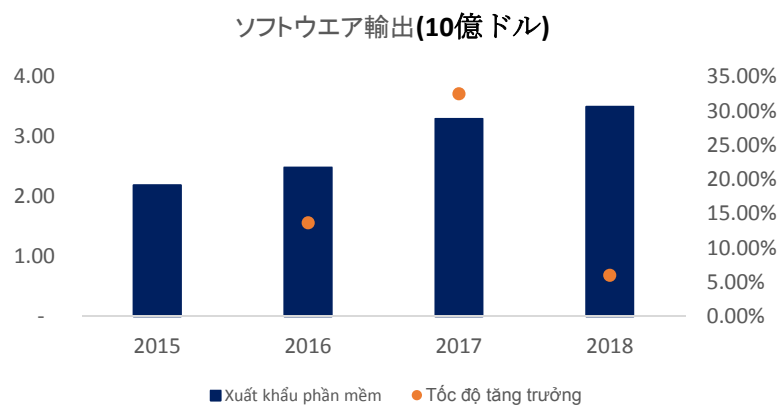
銘柄	2019 年 収入 (10 億ド ン)	2019 年 税引後 利益 (10 億ド ン)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 31 日の終 値	目標 価格
VSC	1,608	304	5,459	8.2	1.1	12%	15%	41,300	46,400
GMD	2,762	577	1,980	14.14	1.2	5.8%	8.6%	26,500	29,100

ソース: BSC Research

情報通信業 [有望]

- 2018 年には、ICT 事業の収入は前年比 8%増の 989 億ドルとなった。そのうち、ソフトウェア事業の収入は前年比 13.8%増の 43 億ドル、通信事業は同 6%増の 150 億ドルとなった。
- デジタル経済とスマート産業の発展は、高いがある効率的と質で経済成長を促進するための重要な課題です。
- 2018 年には、情報通信業の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 24.5%減の 70 兆 3,500 億ドン、同 11.7%減の 4 兆 5,060 億ドンとなった。

2018 年には、ICT 事業の収入は前年比 8%増の 989 億ドルに達した。そのうち、そのうち、ソフトウェア事業の収入は前年比 13.8%増の 43 億ドン、ソフトウェア輸出は同 6.06%増の 35 億ドル通信事業は同 6%増の 150 億ドルとなった



ソース: BSC Research

日付	出来事	ノート
28/8/2018	電子政府に関する全国委員会	新しい電子政府への構築と提出
2018	国内番号変換プロジェクトを開発する	全国デジタル変換プロセスのロードマップを構築する
1/2/2019	科学技術企業に関する議定	科学技術企業への恩恵
3/2019	ICT 工業局の設立	4.0 工業担当(他の IT と共に)

ソース: BSC Research

情報通信業の中に上場企業 29 社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 24.5%減の 70 兆 5,300 億ドン、同 11.7%減の 4 兆 5,060 億ドンとなった。業績の減少は主に FPT と VGI から由

来した。FPT では、FRT の回収からの特別利益を計上しなかったことで、FPT の税引後利益は前年比 8.5%減の 3 兆 2,280 億ドンとなった。2018 年に新規上場企業である VGI の収益は 7,970 億ドンの赤字となった。重要な原因は USD の値上がりから由来した。

銘柄	2018 年 売上高 (10 億ド ン)	%YoY	2018 年 売上総 利益率	2017 年 売上総 利益率	2018 年 税引後 利益(10 億ドン)	%YoY	EPS T12M (VND/株)
VGI	16,862	-11.4%	29.6%	23.6%	(797)		(339)
VTP	4,923	22.1%	11.1%	8.6%	278	63.5%	6,219
FPT	23,213	-45.5%	37.6%	22.7%	3,228	-8.5%	3,897
CMG*	3,911	2.2%	15.8%	15.2%	171	4.9%	1,907

*: 2018 年～2019 年度の 9 ヶ月の業績

ソース: BSC Research

投資観点 - 有望

BSC は情報通信業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。

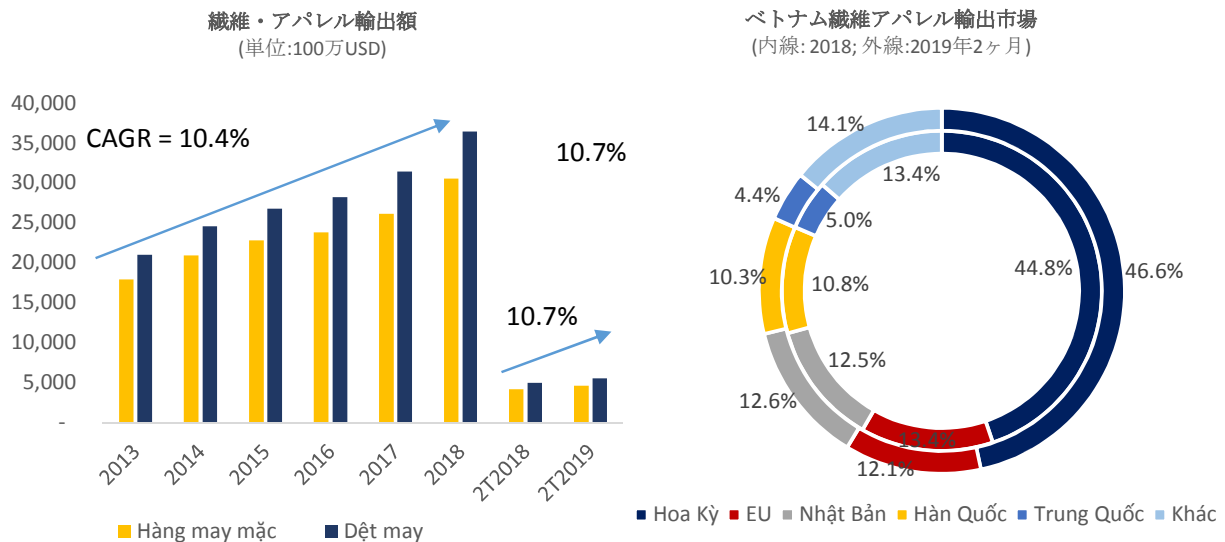
銘柄	2019 年売 上高 (10 億 ドン)	2019 年税 引後 利益 (10 億 ドン)	2019 年 EPS	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標 価格	Upside
VTP	6,023	350	8,459	23.4	5.4	9.2%	36.4%	198,000	N/A	N/A
FPT	26,180	3,883	4,702	9.6	1.7	13.4%	21.5%	45,500	59,100	29.9%
CMG	5,255	258	2,700	11.1	1.3	8.6%	20.6%	29,900	27,000	-9%

ソース: BSC Research

繊維・アパレル業[有望]

- 2019 年 2 ヶ月の繊維・アパレル輸出額は前年同期比 11.7%増の 46 億ドルとなった。
- 米国はベトナムの最大繊維輸出市場であり、シェアの 46.6%を占めている。
- 2019 年 2 ヶ月の中国への輸出額の成長率は 16%増となった。
- ベトナム・ヨーロッパ自由貿易協定(EVFTA)は、中長期的なプラスの影響度があると評価されており、2019 年 6 月或いは 7 月にかけて欧州議会によって承認される予定です。
- BSC は繊維・アパレル業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。

ソース: 税関総局, BSC Research



2019 年 2 ヶ月の繊維・アパレル輸出額は前年同期比 11.7%増の 46 億ドルとなった。この成長率は 2018 年 2 ヶ月の 16.8%の成長率より低いですが、BSC はこれが最初 2019 年年初の 2 ヶ月に高い成長率であると評価しております。わずかにしか成長していない EU を除く、ベトナム繊維・アパレル業の主要輸出市場は、7%~15%と高い成長率を維持している。

ベトナム・ヨーロッパ自由貿易協定(EVFTA)は、中長期的なプラスの影響度があると評価されており、2019 年 6 月或いは 7 月にかけて欧州議会によって承認される予定です

2018 年には、繊維・アパレル業の収入は前年比 14.1%増の 76 兆 4,890 億ドンとなった。成長の原動力は DGC(前年比 54%増)、TNG(同 45.2%増)、GMC(同 27%増)などの繊維・アパレル企業から由来した。各繊維・アパレル企業の税引後利益は同 28.4%増の 3 兆 7,440 億ドンとなった。繊維企業の大部分は約 0.5%~2%と売上総利益を改善した。

銘柄	2018 年売上高 (10 億ドン)	% YoY	2018 年売上総利益率	2017 年売上総利益率	2018 年税引後利益 (10 億ドン)	% YoY
VGT	19,418	11.0%	9.0%	9.0%	728	6.3%
VGG	9,704	15.0%	12.0%	12.0%	492	24.2%
HTG	4,344	12.0%	9.0%	9.0%	100	26.4%
MSH	3,951	20.0%	20.0%	17.0%	370	84.6%
TCM	3,662	14.0%	19.0%	16.0%	260	35.2%
TNG	3,613	45.0%	18.0%	18.0%	181	57.1%

銘柄	2018 年売上高 (10 億ドン)	% YoY	2018 年売上 総利益率	2017 年売上 総利益率	2018 年税 引後利益 (10 億ドン)	% YoY
PPH	3,499	16.0%	8.0%	10.0%	208	11.2%
MGG	3,120	54.0%	0.0%	11.0%	48	82.1%
M10	2,981	-2.0%	16.0%	15.0%	56	6.8%
HSM	2,556	9.0%	10.0%	9.0%	52	-12.4%
STK	2,408	21.0%	14.0%	11.0%	180	80.3%
TVT	2,357	-7.0%	11.0%	11.0%	102	13.1%
GMC	2,039	27.0%	18.0%	16.0%	135	108.5%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 有望

BSC は繊維・アパレル業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。

BSC は MSH の投資評価を「買い」と、VGG、TNG、TCM、VGT と STK の投資評価を「観察」と推奨しております。

VGG - 観察 - 目標価格: 63,530VND/株

2018 年業績: 売上高は前年比 14.8%増の 9 兆 7,040 億ドンとなった。売上総利益率は 11.7% から 12%と僅かに増加した。販売費用は削減されたことで、経營業務による利益は前年比 30.25増の 4,710 億ドンとなった。営業利益からのキャッシュフローは良好となり、長期借入金が無い、短期借入が資本の 1.7%だけ占めた。Viet Tien の財務コストは非常に低かった。連結業務による利益は前年比 30.2%増となった。親社株主税引後利益は前年比 23.7%増の 4,680 億ドンとなった。2018 年の EPS は 8,237VND/株である。2019 年 3 月 29 日での PE は 8xであり、業界の平均 PE の 7xより高かった。

VGT- 観察

2018 年業績: 売上高は前年比 11.3%増の 19 兆 4,180 億ドンとなった。管理費用の効果は改善され、とりわけ、売上総利益率は 9.1%から 9.4%に僅かに増加し、販売・管理費用収入の割合は 8.1%から 7.3%に引き下げた。連結会社からの収益は前年比 19.55増となり、税引前利益(連結)に 81%を寄与した。親会社株主税引後利益は前年比 13.8%増の 4,393 億 5,000 万ドンとなった。

銘柄	2019 年売上	2019 年 税引後	2019 年 EPS	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	2019 年 3 月 29	目標価 格
----	-------------	---------------	------------------	-----------	-----------	-------------	-------------	------------------	----------

	高(10 億ドン)	利益(10 億ドン)						日の終 値	
VGG	10,845	538	9,762	6.74	1.39	10.8%	28.5%	65,800	68,300
MSH	4,472	420	8,170	6.24	1.89	16.0%	36.7%	51,000	60,500
TNG	4,366	231	3,492	6.44	1.50	7.9%	25.2%	22,500	22,700
TCM	3,778	250	4,148	7.38	1.27	8.3%	18.1%	30,600	29,036
STK	2,571	227	3,313	6.70	1.30	10.1%	21.6%	22,200	23,000

ソース: BSC Research

電力業[有望]

- 生産と商業用電気生産量の成長率は前年同期比 10%増となった。
- 小売電気価格は四半期末から 8.36%と大幅に増加した。
- 新たな電気販売価格は上場電気企業にあまり影響しなかった。

商業用電気生産量は 10%以上年間成長率を維持している。2018 年には、EVN の商業用電気生産量は前年比 10.36%増の 2,129 億 kWh となった。2019 年には、EVN の電気生産量は前年比 9.2%増の 2,325 億 kWh となる見込み。2019 年には、電気消費需要の成長率は前年比 10%以上増加する見込みだ。しかし、太陽光発電プロジェクトからの電気供給は、2019 年に生産と生活用電気需要を確保するために 2019 年第 2 四半期に完了する予定です。

2019 年初 3 ヶ月の商業用電気生産量は 9.58%増となった。そのうち、石炭で火力発電所は大きな割合を占めた。2019 年初 3 ヶ月の電気生産量及び電気輸入量は前年同期比 9.58%増の 536 億 5,000 万 kWh となった。EVN の商業用電気生産量は前年同期比 9.25%増の 461 億 9,000 万 kWh となり、そのうち、国内商業用電気生産量は同 9.2%増となった。第 1 四半期には、ガスタービンで火力発電所及び石炭で火力発電所は需要を満たすために非常に活用されて、そのうち、ガスタービンで火力発電所と石炭で火力発電所は EVN が生産・購入する電気のそれぞれ 21.75%、50.25%を占めており、南部の電気供給に大きく貢献しています。

小売電気価格は第 1 四半期末から 8.36%と大幅に増加した。具体的には、調整済み平均小売電気価格は、VND 1,864.44 / kWh (VAT を除く)であり、前年同期 (1,720.65VND / kWh)と比較して 8.36%増となった。この値上げにより、EVN は毎年 2000 億ドンの収入を得ると予想されています。この金額は、EVN が石炭ガス供給企業及び VN に売却した発電所に支払う予定です。

新たな電気価格帯は上場電気企業に大きな影響を与えなかった。

2018 年業績: 発電企業では、殆どの企業は電気需要に応じて生産及び販売価格の上昇により、収益が大幅に伸びています。水力発電企業は、収益が大幅に伸びていなかった。原因はラリナ現象が弱まる傾向があってエルニーニョ現象が出る傾向がある時に、電気発電量は天候により影響されたことから由来した。水力発電生産量の減少は、火力発電生産量の好調な成長をサポートし、これらの火力発電企業の収益が順調に成長するための条件となるだろう。電気設備企業と建設企業の収益成長率が低かったことで、物流事業、不動産事業などの他の事業に依存しなければならない。

2018 年の業績

銘柄	事業	2017 年売 上高	2018 年売 上高	+yoy	2017 年売 上総	2018 年売 上総	2017 年税 引後 利益	2018 年税 引後 利益	+yoy
----	----	------------------	------------------	------	------------------	------------------	------------------------	------------------------	------

					利益 率	利益 率			
POW	火力発電	29,710	32,663	9.9%	16.6%	12.9%	2,602	2,052	-21.1%
NT2	ガスタービンで火力発電	6,761	7,670	13.4%	20.6%	13.2%	810	782	-3.5%
VSH	水力発電	527	564	7.0%	59.2%	61.9%	284	306	7.7%
SJD	水力発電	495	496	0.2%	57.2%	55.2%	193	191	-1.0%
PPC	石炭で火力発電	6,236	7,117	14.1%	12.7%	16.1%	854	1,122	31.4%
CHP	水力発電	861	470	-45.4%	65.6%	43.6%	410	96	-76.6%
GEX	電気設備	12,095	13,828	14.3%	16.4%	16.0%	906	1,283	41.6%
PC1	電気工場建設	3,161	5,085	60.9%	15.2%	16.9%	256	486	89.8%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は電力業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。電気需要と価格は電力企業の成長を確保するために安定的に成長している。

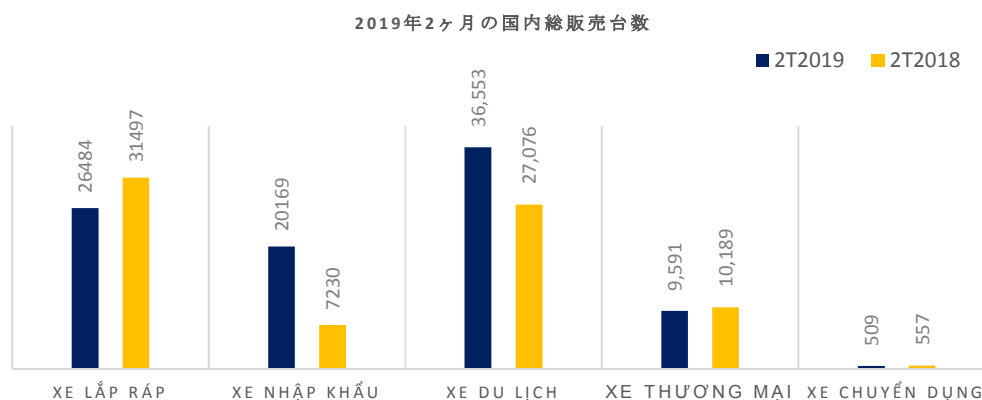
銘柄	2019 年 収入	2019 年税引 後利益	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROE 2018	2019 年 3 月 31 日の終値	目標 価格
GE	15,524	1453	5,114	4.9	0.89	16%	25,150	33,400
X								
PO	32,155	3,428	1,462	10.4	1.15	12%	15,200	17,830
W								
RE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	18%	32,400	38,195
E								
PC	6,208	414	3,118	7.5	0.8	11%	23,400	36,566
1								

ソース: BSC Research

自動車業[有望]

- 2019 年 2 ヶ月における輸入車台数が再び急増し、前年同期比 4 万 6,653 台に達した。
- 2018 年業績: 企業 9 社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 0.4%増の 34 兆 1,410 億ドン、同 35.5%増の 8 兆 566 億ドンとなった。
- 政策: ベトナムへの完成車に対すして輸入税の免除及び小型トラックの手数料と税率の引き上げ。

ベトナムへの輸入完成車の割合(CBU)は大幅に増加し、2019 年年初 2 ヶ月の総販売台数は前年同期比 23%増の 4 万 6,653 台となった。ベトナム自動車生産協会の統計によると、2019 年年初の 2 ヶ月では、総販売台数は、36,533 台のツーリスト用車が前年同期比+ 35%増の 3 万 6,533 台、商業用車が同-6%減の 9,591、専用車が同-9%減の 509 台となった。原産地では、輸入車販売台数が前年同期比 179%増の 2 万 169 台、生産車販売台数は同 16%減の 2 万 6,484 台となった。



ソース: VAMA, BSC Research

2018 年業績。自動車業の企業 9 社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 0.4%増の 34 兆 1,408 億ドン、同 35.5%増の 8 兆 566 億ドンとなった。そのうち、SVC と HAX という小型車販売企業 2 社は利益を増えした。貨物自動車(トラック)販売企業では、TMT の収入は前年比 48.2%減となり;HHS のトラック事業の収入が同 57%減となったが、利益が同 111%増となった。しかし、VEA の場合では、トラックと農業用機械というコア事業は効率がなかったが、ホンダ、トヨタ、FORD という大手な企業における株式を保有していることで、業績が好調となった。

銘柄	2018 年売上高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年 売上総 利益率	2017 年売 上総利益 率	2018 年税 引後利益 (10 億ドン)	%YoY
VEA	7,073	7.8%	8.5%	9.4%	7,130	40%

SVC	14,857	7.8%	6.9%	5.2%	300	116%
HAX	4,756	24.1%	4.8%	3.8%	98	17%
TMT	1,209	-48.2%	13.8%	10.4%	1	-91%
HHS	1,152	-6.7%	13.7%	1.1%	194	111%
HTL	786	-2.5%	6.7%	10.0%	6	-78%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 有望

BSC は自動車業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2019 年 収入 (10 億ド ン)	2019 年 税引後 利益 (10 億ド ン)	EPS F 2019	P/E fw 2019	P/B fw 2019	ROE 2019	ROA		
							2019	2019 年 3 月 29 日の終 値	目標価格
VEA	7,424	8,288.2	6,913	7.6	2.83	33%	21%	52,560	#N/A

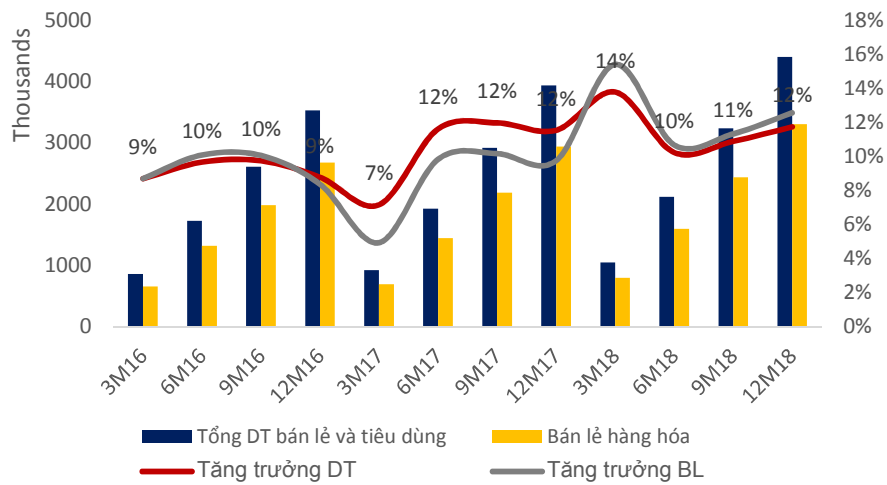
ソース: BSC Research

消費財業 [有望]

- 2018 年に小売・サービス業の総額は前年比 11.7%増の 4 兆 3,957 億ドンとなった。
- 日用消費財 (FMCG) の成長は都市で減速している傾向があるが、農村で順調になっている。
- 2018 年の業績では、小売企業の業績は順調に成長したが、食品・飲料企業の業績はゆっくり成長した。

2018 年に小売・サービス業の総額は前年比 11.7%増の 4 兆 3,957 億ドンとなった。統計総局によると、小売業の売上高は前年比 12.4%増の 3 兆 3,061 億ドンとなり、総売上高に 75.2%を寄与した。これを見ると、小売・サービス業の成長率は前年比 12%増となった。そのうち、小売業は最も寄与した。2018 年に最も上昇した品目は食料・食料品(前年比 12.6%増)、家庭用品(同+12.3%増)、繊維・アパレル(同 12.1 増)だった。

2018年小売・消費財業の総額(1兆ドン)

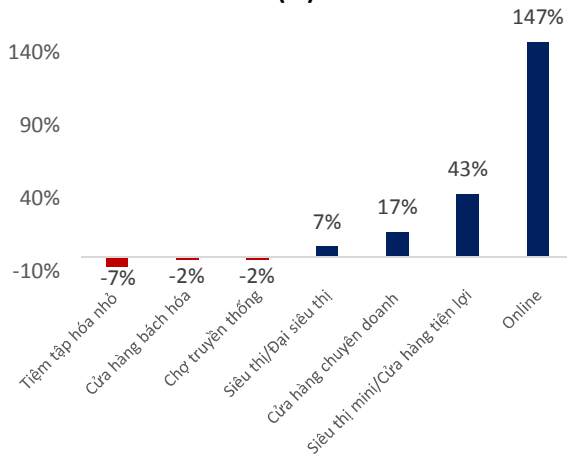


ソース: BSC Research, GSO.

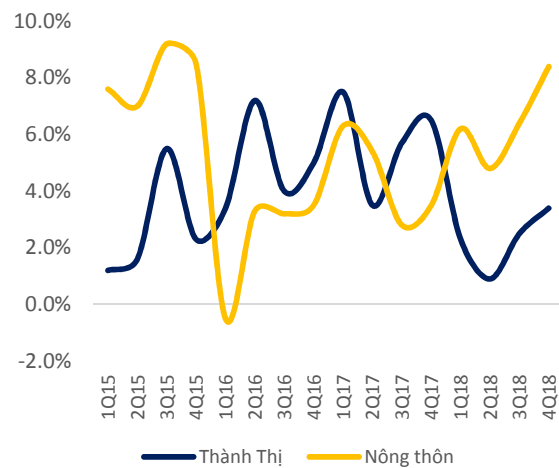
日用消費財(FMCG)の成長は都市で減速している傾向があるが、農村で順調になっている

さらに、オンラインショッピング及びミニスーパーマーケット/コンビニエンスストアが引き続き成長しており、それぞれ前年比 147%、43%増となった。BSC は、近代的なショッピングチャネルの成長傾向が引き続き強く成長し、伝統的なチャネルに取って代わると考えています。

ショッピングチャネルの成長率 (%)



FMCG市場の成長率 (%)



ソース: Kantar, BSC Research

小売企業の 2018 年業績が好調となったが、食品・飲料企業の業績はゆっくり成長した。HSX、HNX と UPCOM で上場している消費財業の企業 94 社は 2018 年財務諸表を公表した。食料・

飲料業では、売上高と税引利益はそれぞれ、前年比 8.6%増の 309 兆 9,740 億ドン、同 15.5%増の 33 兆 6,970 億ドンとなった。MSN の特別利益(2017 年に 9,380 億ドン、2018 年に 1 兆 5,110 億ドンを除くと、食品・飲料業の 2018 年税引後利益は前年比 10.4%増の 32 兆 1,860 億ドンとなった。2018 年の売上総利益率は前年比 0.46%減の 25.8%となった。純利益率は前年比 0.5%増の 10.4%となった。

小売業では、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 22.5%増の 158 兆 2,090 億ドン、同 20.1%増の 5 兆 1,298 億ドンとなった。そのうち、MWG、PNJ と FRT という企業 3 社の売上高は前年比 28.7%増の 116 兆 3,870 億ドンとなった。売上総利益率は 15.41%となり、2017 年より僅かに増加した。

2018 年の業績

銘柄	製品	2018 年 売上高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年 売上総利 益率	2017 年 売上総利 益率	2018 年税 引後利益 (10 億ドン)	%YoY
PNJ	小売	14,573	32.8%	19.1%	17.4%	960	32.5%
MWG	小売	86,516	30.4%	17.7%	16.8%	2,880	30.5%
FRT	小売	15,298	16.4%	13.4%	13.8%	348	20.0%
VNM	牛乳	52,562	3.0%	46.8%	47.5%	10,206	-0.7%
GTN	牛乳	3,008	-20.4%	15.5%	11.6%	104	-31.5%
SAB	ビール	35,949	5.1%	22.5%	25.9%	4,400	-11.1%
BHN	ビール	9,311	-5.0%	24.2%	26.2%	519	-21.2%
MSN	消費財	38,188	1.5%	31.1%	30.9%	5,622	55.8%
KDC	食用油	7,607	8.4%	17.0%	20.7%	163	-63.0%

ソース: BSC researchs

投資観点-有望

BSC は飲食料品業の 2019 年見通しを「中立」と、小売業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。BSC は PNJ、MWG と VNM の投資評価を「買い」と推奨しております。

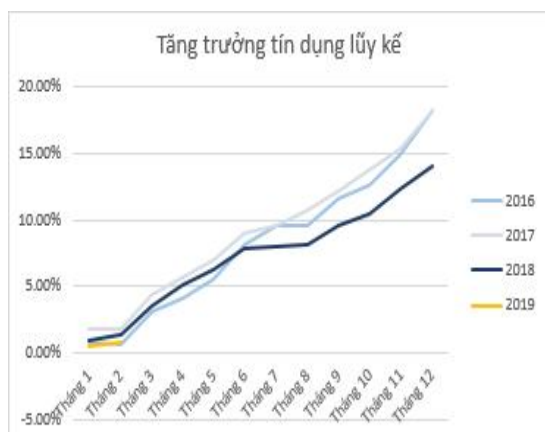
銘柄	2019 年収 入(10 億ドン)	2019 年 税引後 利益(10 億ドン)	2019 年 EPS (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 31 日 の終値	目標価 格
PNJ	14,573	1,291	7,730	17.79	4.66	17.55%	28.5%	99,500	143,700
MWG	86,516	3,566	8,040	11.0	4.45	11.5%	39.1%	84,800	119,700
VNM	55,125	10,577	5,476	25.97	9.29	29.5%	36.4%	134,800	142,400

ソース: BSC research

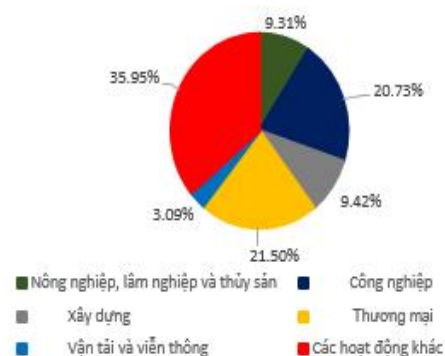
銀行業[中立]

- 2019 年第 1 四半期の信用成長率は 2.28%となり、前年同期の 3.5%より減少した。
- 2019 年第 1 四半期の預金成長率は前年同期比 1.23%減となった。そのために、貸付預金の割合は 90.28%となった。
- BSC の評価によると、銀行業の NIM は 3.5%と僅かに減少した。
- 各銀行はバーゼル II の条件を満たす資本金を引き上げる。
- 各銀行は不良債権の処理を引き続き強化している。
- 新規上場するいくつかの銀行は OCB, MSB, Seabank である。
- BSC は銀行業の 2019 年見通しを「中立」に引き下げる。BSC は ACB と MBB の投資評価を「買い」と、VCB の投資評価を「観察」と推奨しております。

2019 年第 1 四半期の信用成長率は 2.28%となった。2018 年には、信用成長率は 14%となり、主に工業及び商業に集中した。工業と商業の成長率は最も高い、それぞれ 10%と 18%増となった。2019 年には、ベトナム国家銀行(中央銀行)は信用成長率を 14%と目標にした。BSC の評価によると、2019 年の信用成長率は約 14~15%に推移するだろう。



Đư nợ tín dụng theo ngành nghề



ソース: SBV, BSC Research

2019 年第 1 四半期の預金成長率は前年同期比 1.23%減となった。そのために、国営商業銀行の貸付預金の割合は 90.28%と高い水準で留まっている。株式商業銀行の貸付預金の割合は 86.16%となり、中央銀行の許可水準を超えた。貨幣供給量(M2)の成長率は 9.8%増となり、銀行間金利圧力を減らした。また、第 1 次市場で預金金利上げの圧力を減らした。



ソース: SBV

銀行業の 2019 年 NIM は僅かに減少する可能性がある。2018 年末の時点で、各上場銀行の NIM は 3.53%だった。

金融以外事業の収益成長率は 2019 年に 20%~30%に増加する見込みだ。2018 年には、金融以外事業の収益成長率は前年比 26.7%増となった。この増加は(1)サービス手数料が前年比 21.1%増となった;(2)バランス外不良債権を積極的に回収した;(3)銀行チャンネルを通じる保険品の抱き合わせ販売による収益から由来した。2019 年には、BSC は銀行業の金融以外事業の収益成長率は前年比 20%と大幅に増加すると期待しております。

各銀行は不良債権の処理を引き続き強化している。バーセル II を順調に適用している。国家財政監視委員会(NFSC)によると、信用機関の 2018 年不良債権は約 163 兆であり、貸倒引当金は前年比 30.1%増となり、不良債権の引当率は 78.2%となった。2018 年 12 月末の時点までに、各金融機関は不良債権の 149 兆 2,200 億ドンを処理し、不慮債権比率は 1.89%であり、前年同期の 1.99%より減少した。現在、VCB と VIB はバーセル II の適用が完成したために、中央銀行によると、別の信用成長メカニズムがあるだろう。

各銀行は(1)株式配当で支払う、(2)VCB と BID などの外国人投資家への有償増資を実施ということを通じ、バーセル II の資本に関する条件を満たすために資本金を引き上げる。2019 年第 1 四半期には、VCB は戦略株主である GIC への新株(資本金の 2.55%相当)を発行した。同行は 2019 年中に新株を引き続き発行する予定。

今後に新規上場する予定がある銀行: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)である。

2018 年の好調な業績。2018 年には、銀行業の総収入及び税引後利益はそれぞれ、前年比 18%増の 244 兆 3,600 億ドン、同 31%増の 83 兆 9,090 億ドンとなった。営業収益の成長率は前年比 15%増となった。収益構成は金融以外事業の収益にシフトしている。金融以外事業の収益成長率は前年比 27%増となった。貸倒引当金に繰入れる前利益は前年比 22%増となった。銀行資産質が改善され、貸倒引当金費用が前年比 10%増となった。業界の不良債権は 1.65%であり、不良債権の引当率は 80%となった。しかし、CTG、VPB などの多くの銀行は 2018 年第 4 四半期から困難を直面し、収益計画を達成しなかった。

投資観点 - 中立

2019 年には、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 MBB、ACB、TCB などの良い資産質及び高い利益性がある銀行に投じると推奨しております。

銘柄	2019 年 収入(10 億ドン)	2019 年 税引後 利益(10 億ドン)	2019 年 の EPS (VND/株)	P/E FW	P/ B FW	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 30 日の終 値	目標価 格
VCB	44,988	16,592	4,563	14.8	3.45	1.42%	26.12%	67,600	66,616
TCB	21,145	8,900	2,545	10.0	1.48	2.67%	15.84%	25,550	31,180
VPB	35,089	7,254	2,867	7.06	1.22	2.11%	18.90%	20,250	24,905
MBB	23,057	7,480	3,062	7.33	1.19	1.90%	19.09%	22,450	28,413
HDB	11,081	4,499	3,193	8.9	1.46	1.37%	17.37%	28,700	33,351
STB	13,227	2,100	1,046	11.6	0.83	0.49%	8.02%	12,200	14,722

TPB	6,354	2,087	2,413	9.22	1.60	1.42%	18.50%	22,250	21,567
ACB	15,968	5,765	3,948	7.67	1.67	1.66%	24.66%	30,300	32,686
VIB	7,286	2,562	3,202	6.00	1.16	1.69%	21.64%	19,200	21,597
LPB	5,464	1,393	1,130	8.14	0.68	0.57%	10.34%	9,200	11,120

ソース: BSC Research

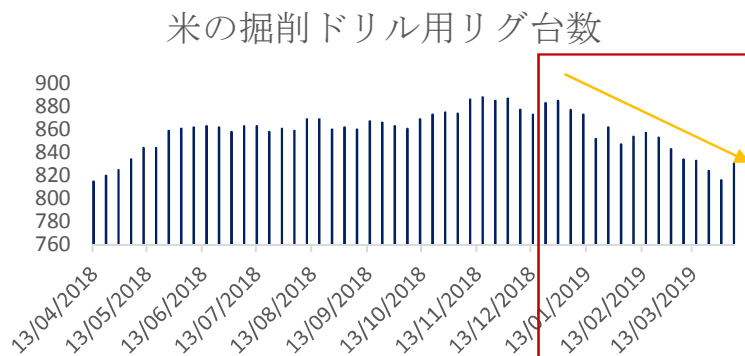
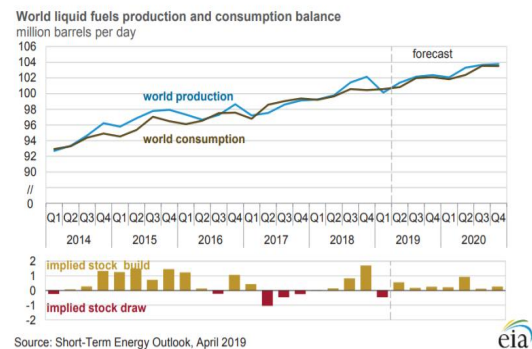
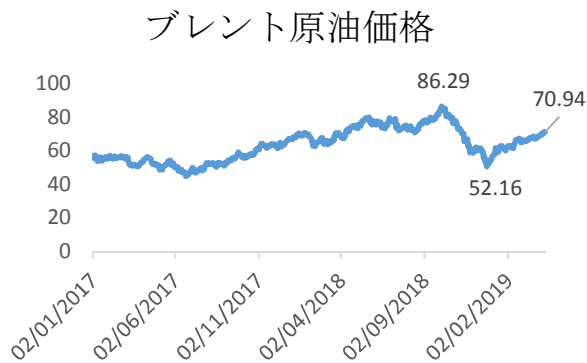
	MBB	CTG	VCB	BID	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
規模												
資本金(10 億ドン)	21,605	37,234	35,978	34,187	18,852	34,966	25,300	12,886	9,810	7,500	8,566	7,835
株主資本(10 億ドン)	34,173	67,469	63,889	54,693	24,632	51,783	34,750	21,018	16,828	10,201	10,642	10,667
総資産(10 億ドン)	362,361	1,164,318	1,072,983	1,313,038	406,041	321,049	323,308	329,333	216,107	175,095	136,179	139,000
株主資本／総資産	9.43%	5.79%	5.95%	4.17%	6.07%	16.13%	10.75%	6.38%	7.79%	5.83%	7.81%	7.67%
成長(年初比)												
資産	15.45%	6.32%	3.64%	9.21%	10.20%	19.18%	16.40%	15.83%	14.14%	7.13%	9.72%	12.86%
貸付	16.16%	8.89%	16.26%	14.12%	14.94%	-0.89%	21.38%	15.92%	17.86%	18.43%	21.59%	20.71%
預金	8.99%	9.68%	13.23%	15.08%	9.17%	17.84%	27.93%	11.85%	6.24%	-2.59%	8.31%	24.11%
CASA	33.48%	15.02%	28.27%	16.35%	14.85%	27.14%	13.25%	16.67%	8.35%	18.18%	18.16%	14.29%
貸付／預金	88.13%	103.16%	77.58%	98.65%	72.48%	78.20%	127.53%	84.44%	95.11%	94.21%	100.21%	112.25%
資産質												
不良債権	1.34%	1.59%	1.00%	1.71%	2.14%	1.78%	3.56%	0.73%	1.55%	1.43%	1.13%	2.54%
VAMC への売却する 不良債権を含む不 良債権比率	1.34%	1.59%	1.00%	1.71%	2.14%	1.78%	3.56%	0.73%	1.55%	1.43%	1.13%	2.54%
貸倒引当金／債務 残高	1.52%	1.53%	1.65%	1.27%	1.39%	1.51%	1.64%	1.12%	1.10%	1.26%	1.17%	0.92%
貸倒引当金／不良 債権の総額	113%	96%	165%	74%	65%	85%	46%	152%	71%	88.25%	103%	36%
未収金利息／貸付	1.33%	1.86%	1.40%	2.12%	2.35%	2.17%	2.42%	1.50%	2.58%	3.46%	1.76%	1.53%
経営効率(年初比)												
営業収益成長率	74.64%	78.34%	72.31%	78.57%	65.37%	60.64%	79.46%	73.85%	80.99%	102.89%	77.80%	79.78%
貸倒引当金前純 利益(10 億ドン)	10,805	14,490	25,679	28,366	3,839	12,507	20,452	7,321	4,999	1,831	2,780	3,362
前年比	37.33%	-17.44%	46.40%	20.64%	66.31%	7.40%	26.78%	40.21%	45.59%	-20.02%	66.66%	91.57%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	(3,038)	(7,748)	(7,379)	(18,894)	(1,592)	(1,846)	(11,253)	(932)	(994)	(618)	(522)	(620)
貸倒引当金前利 益	28.11%	53.47%	28.73%	66.61%	41.47%	14.76%	55.02%	12.74%	19.89%	33.77%	18.79%	18.46%
税引後利益(10 億ド ン)	6,190	5,428	14,658	7,542	1,790	8,474	7,356	5,137	3,202	960	1,805	2,193
前年比	77.34%	-27.23%	60.89%	8.58%	51.51%	31.47%	14.20%	142.53%	63.81%	-29.83%	87.29%	95.09%
NIM (TTM)	4.56%	2.08%	2.78%	2.98%	2.34%	4.13%	8.81%	3.56%	4.05%	3.50%	3.69%	3.79%
CIR (TTM)	44.70%	49.59%	34.64%	36.24%	67.12%	31.84%	34.21%	47.83%	47.05%	62.47%	50.59%	44.45%
ROA (TTM)	1.83%	0.48%	1.39%	0.61%	0.46%	2.87%	2.45%	1.67%	1.58%	0.93%	1.39%	1.67%
ROE (TTM)	19.41%	8.27%	25.18%	14.52%	7.48%	21.53%	22.83%	27.73%	20.27%	15.92%	20.84%	22.55%
EPS (VND／株) (TTM)	2,865	1,456	4,070	2,152	950	2,420	2,907	3,987	2,897	1,280	2,107	2,800
簿価(VND／株)	15,109	18,040	17,739	15,109	13,066	14,790	13,735	16,311	15,938	13,601	12,424	13,615
評価	22,100	21,100	59,800	32,500	13,000	27,550	21,650	30,400	31,200	9,000	21,300	17,700
P/E	7.71	14.49	14.69	15.10	13.69	11.38	7.45	7.63	10.77	7.03	10.11	6.32
P/B	1.46	1.17	3.37	2.15	0.99	1.86	1.58	1.86	1.96	0.66	1.71	1.30

ソース: BSC Research

石油・ガス業[中立]

- 2019 年年初から原油価格は原油需給のバランスにより、大幅に回復し、1 バレル当たり 71.15 USD となり、年初より 29.6% 増となった。
- BSC は石油・ガス株の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。石油・ガス業の 2019 年見通しは前年より僅かに改善されるが、各新規案件は 2020 年から楽観的なシグナルをもたらすと期待されております。

2019 年年初から原油価格は原油需給のバランスにより、大幅に回復している。EIA の 2017 年 4 月レポートによると、2019 年第 1 四半期に原油供給量は 2018 年第 4 四半期より大幅に減少し、とりわけ、1 日当たり 1 億 10 万バレルとなった。2019 年 4 月 15 日の時点で、ブレント原油価格は 2019 年初比 29.6% 増の 71.15 ドル/バレルとなった。



ソース: BSC Research, Bloomberg, EIA

BSC は、2019 年のブレント石油価格が、石油・ガス業の業績予想のための基本価格として 65 ~ 66 ドル/バレルであると推定されると仮定している。

投資観点 - 中立

BSC は石油・ガス業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。ベトナム石油ガス業の 2019 年見通しは前年より僅かに改善されるが、各新規案件は 2020 年から楽観的なシグナルをもたらすと期待されております。また、2020 年から展開される Sao Vang Dai Nguyet 案件を除く、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 Lo B O Mon プロジェクト、第 2 段 Nam Con Son プロジェクト及び Ca Voi Xanh プロジェクトである。BSC の評価によると、エネルギーとガス供給が 2023 年から不足になると予想される背景には、PVS, PXS, PVD, PVB などの各上流企業はプロジェクトを再展開する圧力により恩恵を受ける企業である。

銘柄	2019 年売上高 (10 億 ドン)	2019 年 税引後 利益(10 億ドン)	2019 年の EPS (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日の終 値	目標 価格
GAS	82,443	10,913	6,793	14.4	3.5	17%	21%	98,200	91,700
PVS	14,740	1,091	2,012	10.2	0.8	5%	9%	20,600	24,800
PVD	5,370	350	912	19.6	0.5	2%	3%	17,900	18,900

ソース: BSC Research

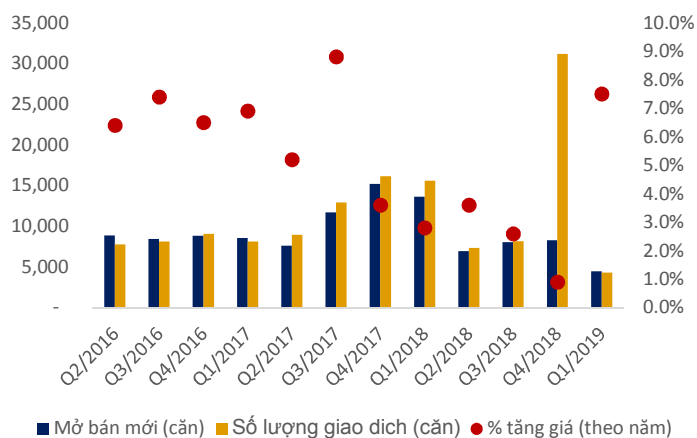
不動産業[中立]

- ホーチミン市場における不動産供給は前回の予測通りに大幅に減速した。しかし、ハノイ市場では、市場は Vincity プロジェクトのおかげで引き続き活発となった。
- ホーチミン市場とハノイ市場における不動産業の 2019 年見通しは明暗で分かれた。
- 上場不動産企業はホーチミン市に隣接する近郊或いは地方地域で土地面積を増加する傾向がある。
- 不動産業の 2018 年業績は高い成長率で維持しあ。全業界の総収益の成長率は前年比 111%増となった。
- 工業用不動産事業は、(1)米中貿易交渉と(2)FDI 資本が CPTPP 自由貿易協定を通じたベトナムへの大幅に増加したことで、大きな恩恵を受けた。
- 2019 年工業団地市場供給は既存工業団地の拡大から由来する予定。
- 工業団地事業関連企業の成長原動力は(1)土地面積の拡大、及び(2)賃貸価格の引上げから由来した。

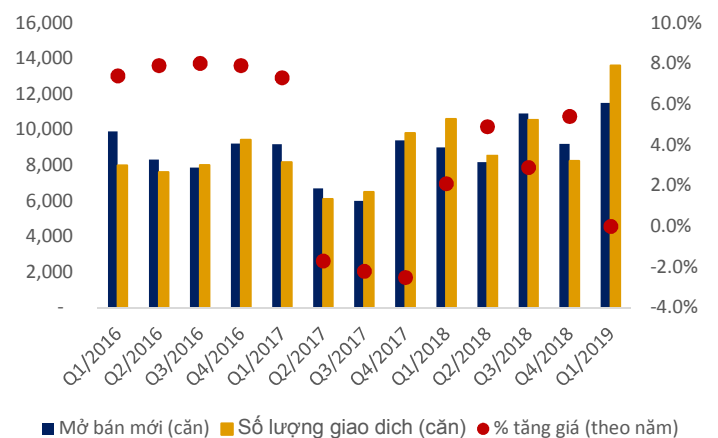
ホーチミン市場における不動産供給は前回の予測通りに大幅に減速した。JLL のデータによると、2019 年第 1 四半期の引渡し物件数は前年同期比 72%減、前四半期比 51%減の 4,300 戸となった。2019 年第 1 四半期の新規販売物件数は前年同期比 67%減、前四半期比 46%減の 4,500 戸となった。

一方、ハノイ市場での不動産供給は VINCITY 案件のおかげで、活発に取引した。JLL のデータによると、引渡し物件数は前年同期比 28.3%増、前四半期比 64.8%増の 1 万 3,600 戸となった。2019 年第 1 四半期の新規販売物件数は前年同期比 25%増、前四半期比 27%増の 1 万 1,500 戸となり、5 年ぶり最高レベルを記録した。そのうち、Vincity Ocean Park 案件と Vincity Sportia 案件の新規販売物件数は総新規販売物件数の 75%を占めた。これは、ハノイの不動産市場はまだ Vinhomes プロジェクトの販売進捗に大きく依存していることを示しています。ハノイにおける第 2 次市場での平均販売価格は中位所得者層で 1.6%と僅かに増加した。

2018年にホーチミン市場



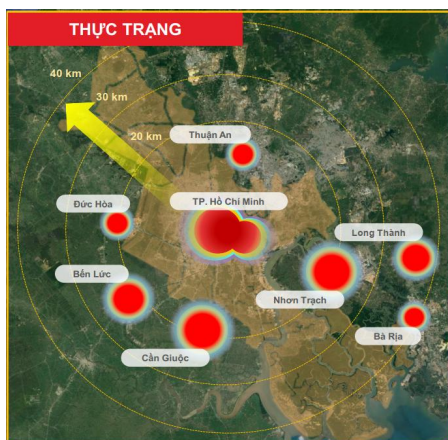
2018年にハノイ市場



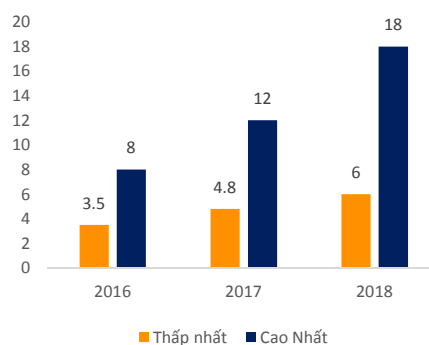
ソース: JLL, BSC Research

ホーチミン市場とハノイ市場における不動産業の 2019 年見通しは明暗で分かれた

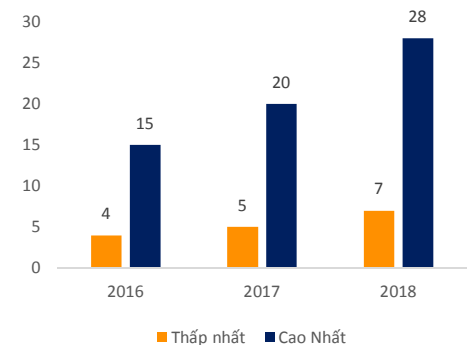
上場不動産企業はホーチミン市に隣接する近郊或いは地方地域で土地面積を増加する傾向がある。



Giá đất nền bình quân tại Long An



Giá đất nền bình quân tại Nhơn Trạch



ソース: DKRA Report

不動産業の 2018 年業績は高い成長率で維持した。全業界の総収益の成長率は前年比 111%増となった。BSCの統計によると、不動産業の総収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 40.2%増の 254 兆 9,810 億ドン、同 111%増の 37 兆 2,630 億ドンとなった。VHM は不動産業の収入成長に大きく寄与し、収入の 37%と税引後利益の 71%を占めた。税引後利益が子会社とまだ連結しない VHM を除ければ、不動産業の税引後利益の合計は前年比 14.7%増の 18 兆 6,720 億ドンとなった。不動産市場は明暗で分かれた。そのうち、業界の成長原動力は

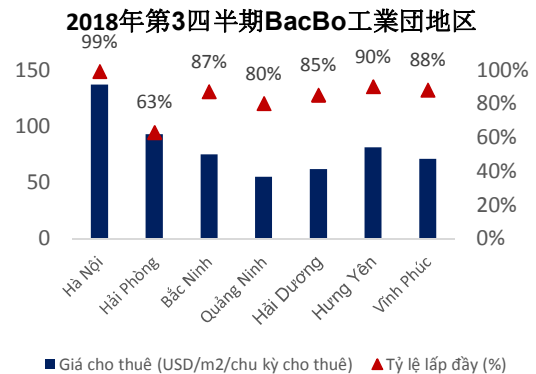
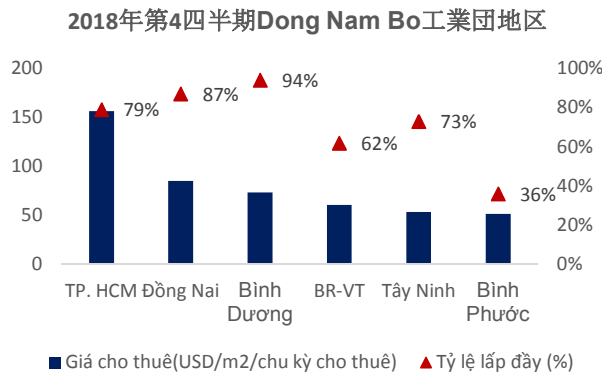
DXG (前年比+57%増), NVL (同+59%増), KDH (同+61%増), NLG (同+43%増)などの大規模で地位が高く、重要な案件を展開する可能性がある大手な不動産企業から由来している。

銘柄	2018 年 売上高 (10 億ド ン)	前年 比	2018 年売上 総利益 率	2017 年売上 総利 益率	2018 年税引 後利益 (10 億 ドン)	前年比	受取金/在 庫 (2018 年 第 4 四半期)	受取金/ 在庫(2018 年第 34 犯期)
VIC	121,894	36%	23.7%	29.7%	3,777	-15%	45.7%	84%
VHM	38,664	153%	26.0%	33.8%	14,284	913%	38.5%	52%
VRE	9,124	65%	39.9%	50.8%	2,404	19%	98.5%	110%
NVL	15,290	31%	33.7%	28.0%	3,227	59%	23.7%	34%
KDH	2,917	-5%	42.5%	33.9%	808	61%	23.5%	26%
PDR	2,148	62%	31.7%	39.1%	643	46%	0.2%	1%
DXG	4,645	61%	56.3%	60.1%	1,178	57%	22.3%	21%
NLG	3,480	10%	43.2%	41.0%	763	43%	33.1%	24%
DIG	2,345	47%	24.1%	24.6%	324	65%	32.5%	33%
HDG	3,221	40%	38.6%	34.0%	633	255%	50.4%	8%
VPI	258	-70%	170.6%	52.2%	422	0%	6.2%	0%
HPX	2,020	87%	24.5%	26.2%	452	39%	85.4%	55%
SCR	2,929	60%	21.8%	30.1%	215	-6%	41.4%	84%

ソース: FiinPro, BSC Research

工業用不動産事業は、(1)米中貿易交渉と(2)FDI 資本が CPTPP 自由貿易協定を通じたベトナムへの大幅に増加したことで、大きな恩恵を受けた。北部及び南部地域における工業団地セグメントは良い成長兆候を示しています

- 賃貸需要が高まっているが、利用可能な土地資源の供給が制限されている背景には、強い平均賃貸料は大きく上がった。具体的には、北部と南部における賃貸価格はそれぞれ、2018 年第 1 四半期比 11%増の 82ドル／m2、2018 年第 2 四半期比 10.9%増の 80.3ドル／m2 となった。
- 居住率は引き続き改善されている。BacBo 工業団地区では、2018 年第 3 四半期の居住率は年初比 7%増の 85%となった。Dong Nam Bo 工業団地区では、居住率は 66%となった。
- リースと販売用既製工場の需要が高まった。



ソース: JLL, BSC Research

2019 年工業団地市場供給は既存工業団地の拡大から由来する予定。現在、北部と東南部地域におけるリース工業団地の総面積はそれぞれ、2018 年第 2 四半期比 5.4%増の 3 万 9,036 ヘクタール、2018 年第 1 四半期比 16%増の 1 万 8,126 ヘクタールだった。現在、新供給は Binh Phuoc と Ba Ria-Vung Tau から来ている。これは現在の土地基金がそれほど多くないため、工業地帯が近隣の地域に移動する傾向があると示しています。2020 年までに、新供給は工業団地の拡大で、大幅に増加する見込みだ。具体的には、東南部と北部における工業団地区の面積はそれぞれ 1 万 1,940 ヘクタール、1 万 9,322 ヘクタールを追加拡大するだろう。

工業団地事業関連企業の成長原動力は(1)土地面積の拡大、及び(2)賃貸価格の引上げから由来した。BSC は、新たな供給がより豊富になると予測されるながら、Samsung、LG、Foxconn などの大手企業のからの強い需要のおかげで、工業団地区事業は引き続き恩恵を受けると考えています。

銘柄	2018 年売上高 (10 億ドン)	2017 年売上高 (10 億ドン)	前年比	2018 年売上 総利益率	2017 年売上 総利益率	2018 年税引後 利益(10 億ドン)	2017 年税引後 利益(10 億ドン)	前年比
KBC	2506	1260	99%	59%	52%	810	619	31%
NTC	532	146	264%	92%	69%	470	142	231%
LHG	430	488	-12%	57%	56%	181	166	9%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点- 中立(商業用不動産)及び有望(工業用不動産)

BSC は商業用不動産の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は VHM、NLG と HDG の投資評価を「買い」と推奨しております。

銘柄	2019 年 売 上 高 (10 億 ドン)	2019 年 税 引 後 利 益 (10 億 ドン)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目 標 価 格	Upside
VHM	80,063	18,412	5,579	13.3	4.7	34.7%	10.3%	91,500	92,700	1.13%
NLG	3,063	930	4,209	8.0	1.3	17%	8%	27,500	36,285	28.2%
HDG	5,543	689	7,253	5.7	2.1	8.1%	13.8%	41,200	58,000	40.7%

ソース: BSC Research

BSC は工業団地区用不動産業の 2019 年見通しを「有望」と評価しております。BSC は KBC と LHG の投資評価を「買い」と推奨しております。

LHG – 買い – 目標価格 25,506VND/株 – Upside 25.8%

2018 年業績:売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 11.84%減の 4,300 億ドン、同 9.1%増の 1,808 億 4,000 万ドンとなった。

(1)工業団地区賃貸事業による収益は前年比 39.78%減の 3,890 億ドンとなり、売上総利益率は 68%となった。

(2)工場と居住の賃貸による収入は前年比 23%増の 840 億ドンとなった。

(3)財務による 2018 年収入は 450 億ドン、前年より 3.46 倍増となり、主に預金から由来した。

(4)2018 年現金配当率は 16%予定。

2019 年業績の予想。BSC は LHG の 2019 年収入と税引後利益をそれぞれ前年比 47.1%増の 6,332 億ドン、同 7.53%増の 1,887 億ドンと予想しております。

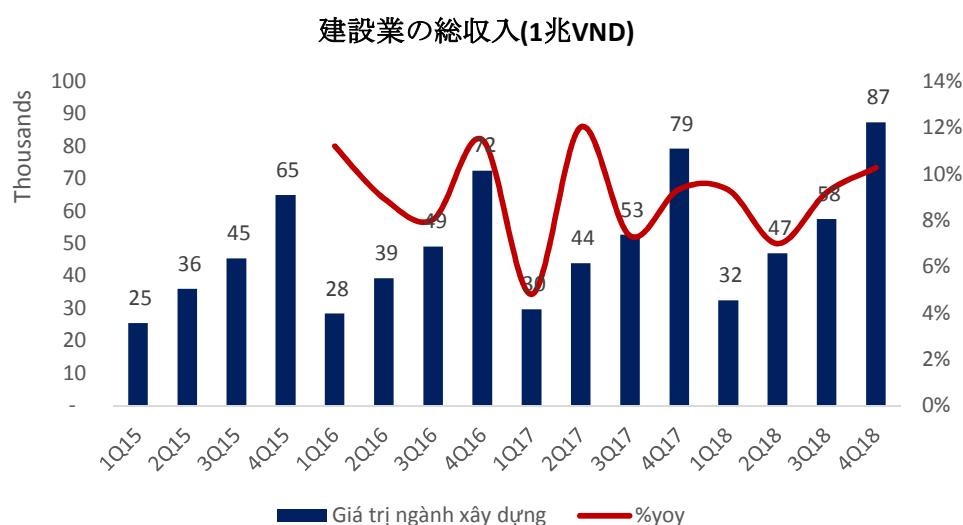
銘柄	2019 年 売 上 高 (10 億 ドン)	2019 年 税 引 後 利 益 (10 億 ドン)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROE 2019	ROA 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目 標 価 格	Upside
KBC	3,226	1,263	2,657	7.6	1.05	12.8%	7.45%	14,500	20,120	25.8%
LHG	633.2	188.7	3,773	5.2	1.11	16%	9%	20,500	25,506	24.4%

ソース: BSC Research

建設業 [中立]

- ベトナム GSO によると、建設業の収入は前年比 9%増の 224 兆 4,640 億ドンとなった。ホーチミン市は公共投資実行について 2019 年計画の 95%を達成するように努力しています。
- 建設業の 2018 年業績は一般的に挑戦的なことを残っている。

統計総局によると、建設業の収入は前年比 9%増の 224 兆 4,640 億ドンとなった。2018 年第 4 四半期単位では、建設業の収入は是年同期比 10.28%増の 87 兆 4,010 億ドンとなり、直近の 4 四半期での最高水準となった。



ホーチミン市は公共投資実行について 2019 年計画の 95%を達成するように努力しています

建設業の 2018 年業績は一般的に多くの挑戦を依存している。建設業の概要では、HSX、HNX と UPCOM で上場している建設企業 186 社は 2018 年財務諸表を公表し、そのうち、総収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 7.11%増の 208 兆 5,310 億ドン、同 25.76%減の 9 兆 4,700 億ドンとなった。2018 年の売上総利益率と純利益率はそれぞれ、前年比 0.2%減の 11.8%、同 2.01%減の 4.54%となった。インフラ建設に関しては、2018 年には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 4.2%減の 120 兆 6,400 億ドン、同 36%減の 5 兆 6,920 億ドンとなった。また、売上総利益率と純利益率はそれぞれ、前年比 0.67%減の 13.8%、同 2.38%減の 4.7%となった。

BSC は、建設業の成長は一般的に上昇しているが、建設企業の業績は減少している傾向があり、とりわけ、CTD(前年比 8.6%減)、HBC(同 27.9%減)だった。この減少は(1) 不動産業界の引渡し物件が締められた;(2) 公共投資実行の進捗は遅くて、2018 年計画の 59.94%を達成した;(3) 材料費と金利の上昇は、企業の純利益を低下させたということから由来した。

2018 年業績

銘柄	2018 年売上 高(10 億ドン)	%YoY	2018 年売 上総利益 率	2017 年売 上総利益 率	2018 年税引 後利益 (10 億ドン)	%YoY
CTD	28,561	5.2%	6.4%	7.4%	1,510	-8.7%
HBC	18,201	13.5%	9.3%	10.5%	627	-27.2%
VCG	9,721	-10.8%	12.5%	16.2%	636	-61.0%
PC1	5,085	60.9%	16.9%	15.2%	486	89.8%
CC1	5,948	-2.63	8.04%	6.89%	230	494.9%
SNZ	4,315	13.9%	30.98%	30.6%	794	35.36%
ROS	3,463	-21.6%	6.6%	9.3%	185	-78.2%
CII	2,708	32.7%	28.4%	19.5%	207	-87.2%
C4G	3,313	-18.2%	12.7%	12.6%	171	27.6%
FCN	2,859	23.2%	14.9%	14.5%	252	41.6%

ソース: BSC research

投資観点- 中立

BSC は建設業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は建設業の 2019 年平均成長率を 7.2%~9.2%と予想しております。BSC は CTD と HBC の投資評価を「観察」と推奨しております。

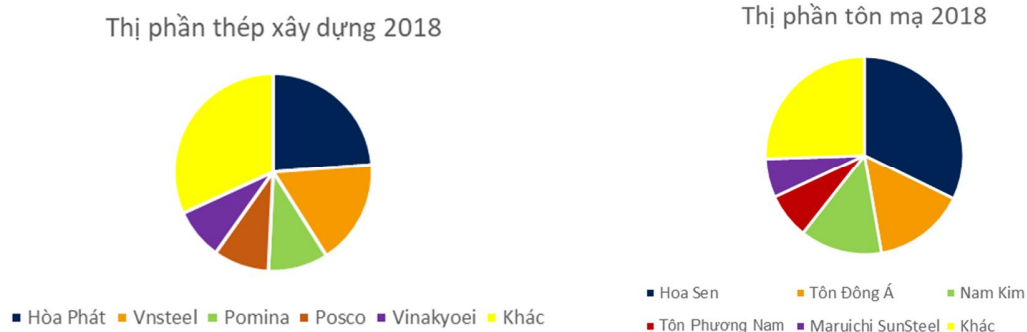
銘柄	2019 年 収 入 (10 億ド ン)	2019 年 税 引 後 利 益 (10 億 ドン)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 31 日の 終値	目標価格
CTD	30,567.5	1,427	17,343	8.2	1.4	8.4%	18%	143,400	153,600
HBC	19,404	613.6	3099	6.3	1.2	4%	18%	18,750	20,100

ソース: BSC research

鉄鋼業[中立]

- 2018 年国内鉄鋼消費量は 2,180 万t、成長率の 21%を維持した。
- 鉄鋼石価格は 2019 年初から 30%以上大幅に上げ、電気価格は 8.36%に上げた。
- 販売価格は 2 月から 8%に増加し、3 月に 1,300 万 VND/tとなった。

2018 年国内鉄鋼消費量は前年比 21%増となり、成長率を維持できた。2018 年には、鉄鋼総消費量は前年比 21%増の 2,180 万tとなった。そのうち、建設用鉄鋼消費量は前年比 9%増の 1,000 万tとなった。鉄鋼パイプ製品には、消費量は前年比 8%増の 230 万tとなった。亜鉛メッキ鉄鋼消費量は前年比 9.6%増の 380 万tとなった。鉄鋼業のシェアは主に HPG と HSG に集中した。



ソース: 鉄鋼協会のレポート, BSC Research

2019 年初から鉄鋼石価格は 2018 年末比 30%増となった。電気の値上がりは電気炉企業に大きく影響している。

2018 年の鉄鋼石価格は安定的な水準で維持したが、2019 年第 1 四半期に供給量により大幅に上げた。

電気の値上がりは電気炉企業に大きく影響している。電気小売価格は第 1 四半期から正式に 8.63%に引き上げている。電気価格関連費用は製品販売価格の 20%を占めているので、電気炉企業は 2019 年末の 3 四半期に経営生産活動に困難を直面するだろう。

建設用鉄鋼販売価格は2月から 8%増の 1,300 万 VND/tとなった。1 月の鉄鋼販売価格は中国鉄鋼販売価格の下落から影響を受けて引き続き下落し 2018 年の平気水準比 8%減の 1,200 万 VND/tとなった。しかし、中国政府が 2 月末に経済を支える政策を打ち出した時に、この国の鉄鋼価格は急増した。現在の中国建設用鉄鋼価格は 1t当たり 1,300 万 VND である。鉄鋼企業の利益率は減少を申し込む。原材料の値上がりは第 2 四半期から鉄鋼企業の原価に大きく影響する。鉄鋼製品の販売価格は原材料価格に応じて上昇していますが、その上昇は依然として低く、約 8%であり、現在の水準よりも大幅に上昇すると予想される。そのために、業界の売上総利益率は 2019 年第 2 四半期から減少する予想されます。

鉄鋼企業の業績。鉄鋼企業の収入は、生産量の増加と国内の鉄鋼の値上がりのおかげで順調に伸びています。鉄鋼価格は高い水準で維持しているが、競争性は供給の急増により高まったため、企業の売上総利益率は減少した。利益率の減少と共に多くの鉄鋼企業が新規案件へ投資しているために借入比率が大幅に増加した。そのために、多くの鉄鋼企業の利益は大幅に減少した。

銘柄	主な事業	2017 年 売 上 高	2018 年 売 上 高	前 年 比	2017 年 売上 総 利益 率	2018 年 売上 総 利益 率	2017 年 税 引 後 利益	2018 年 税 引 後 利益	前年比
HPG	建設用鉄鋼	46,855	56,580	20.8%	22.7%	20.6%	8,015	8,601	7.3%
HSG	メッキ亜鉛鉄鋼	28,474	34,198	20.1%	16.0%	10.0%	1,225	136	-88.9%
NKG	メッキ亜鉛鉄鋼	12,638	14,861	17.6%	10.8%	5.3%	708	57	-91.9%
VIS	建設用鉄鋼	6,150	5,314	-13.6%	3.4%	-3.0%	43	(326)	-858.1%
POM	建設用鉄鋼	11,384	13,468	18.3%	9.7%	5.7%	698	434	-37.8%
SMC	商業用鉄鋼	12,665	16,473	30.1%	5.5%	4.0%	276	168	-39.1%

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点- 中立

BSC は鉄鋼業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2019 年 売上高 (10 億ド ン)	2019 年 税引後利 益 (10 億 ドン)	2019 年 EPS (VND/ 株)	P/E fw	P/B 2018	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	21%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.45	8%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.51	10%	6,620	N/A

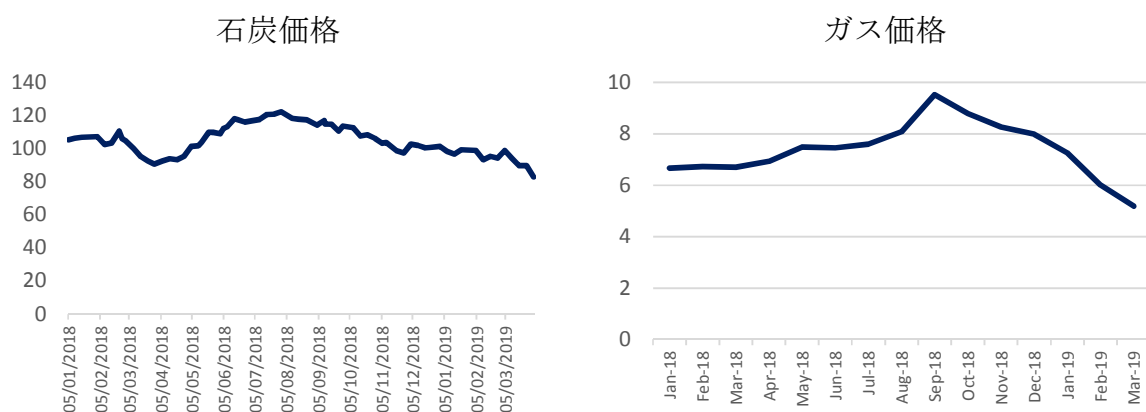
ソース: BSC Research

タイル業[中立]

- 燃料価格が下落した。2019 年第 1 四半期には、ガス価格は年初比 23%減となり、石炭価格は年初比 6.9%減となった。
- タイル企業の 2018 年業績は明暗で大きく分かれた。
- BSC はタイル業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。

タイル業は供給過剰で、販売価格は下がり続けています。建築材料研究所によると、2017 年の総生産量は 8 億 2,100 万 m² /年となったが、総消費量は約 5 億 m² /年でした。供給過剰の状況と共に中国及び一部のヨーロッパ諸国から輸入されたタイルも続いたため、多くの企業が販売価格を引き下げ、利益が減少した。

燃料価格は 2019 年に引き下げる傾向がある。2019 年第 1 四半期には、ガス価格は年初比 23%減となり、石炭価格は年初比 6.9%減となった。2019 年のガス価格が下がり、企業の原価にプラスの影響を与え、売上総利益率を改善すると考えています。



ソース: BBG, Indexmundi, BSC Research

2018 年業績は明暗で分かれた。花崗岩生産企業の収入は上昇し、とりわけ、CVT の収入が前年比 23%増となり、消費量が前年比 20%増の 1,600 万tとなった; VIT と TTC の収入がそれぞれ、前年比 28%増、16%増となった。VGC、VHL、TCR などのセラミック及びクレイ瓦生産企業の収入は減少した。タイル企業の 2018 年売上総利益率は約 1~3%に減少した。この減少は投入原材料の値上がり及び販売価格の下落から由来した。

銘柄	2018 年売上高 (10 億ドン)	2017 年売上高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年売上総利益率	2017 年売上総利益率	2018 年税引後利益 (10 億ドン)	2017 年税引後利益 (10 億ドン)	%YoY
VGC	8984.1	9196.5	-2%	22%	23%	667.4	722.1	-8%
VHL	2011.2	2039.6	-1%	0%	0%	145.3	155.7	-7%

CVT	1448.7	1181.1	23%	20%	24%	168.1	173.8	-3%
TCR	1349.3	1357.9	-1%	11%	13%	-109.3	-71.8	52%
VIT	1244.9	970.7	28%	11%	13%	44.0	36.5	21%
TTC	398.3	344.3	16%	13%	16%	15.1	19.7	-23%

ソース: FinnPro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC はタイル業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は、タイル業は供給過剰により困難を直面し続けると考えております。しかし、投入原材料の値下がりには 2018 年に比べてタイル企業の利益を改善させるだろう。BSC は VGC と CVT の投資評価を「観察」と推奨しております。

CVT - 観察 - 目標価格: 26,500 VND/株 - Upside: +8%

2018 年業績:

- タイル消費量は前年比 20%増の 1,672 万 1,339m² となった。瓦消費量は前年比 19%増の 54 万 6,632m² となった。平均販売価格はゼネンひ 3%増となった。
- 総収入は前年比 23.5%増の 1 兆 5,530 億ドンとなった。割引率は 6.58%と僅かに増加した。売上総利益率は 24.3%から 19.7%に減少した。税引後利益は前年比 7%増の 1,620 億ドンとなった。2018 年の EPS は 4,194VND/株だった。
- 2018 年利益配分。配当率は現金で額面比 25%である予定。賞与福利積立金と投資開発積立金は税引後利益の 5%に相当する。

2019 年業績計画。消費量は前年比 7.65%増となる。収入は同 9.47%増の 1 兆 7,000 億ドンとなる。利益は同 8.3%増の 2,200 億ドンとなる。配当率は額面比 25~30%予定。

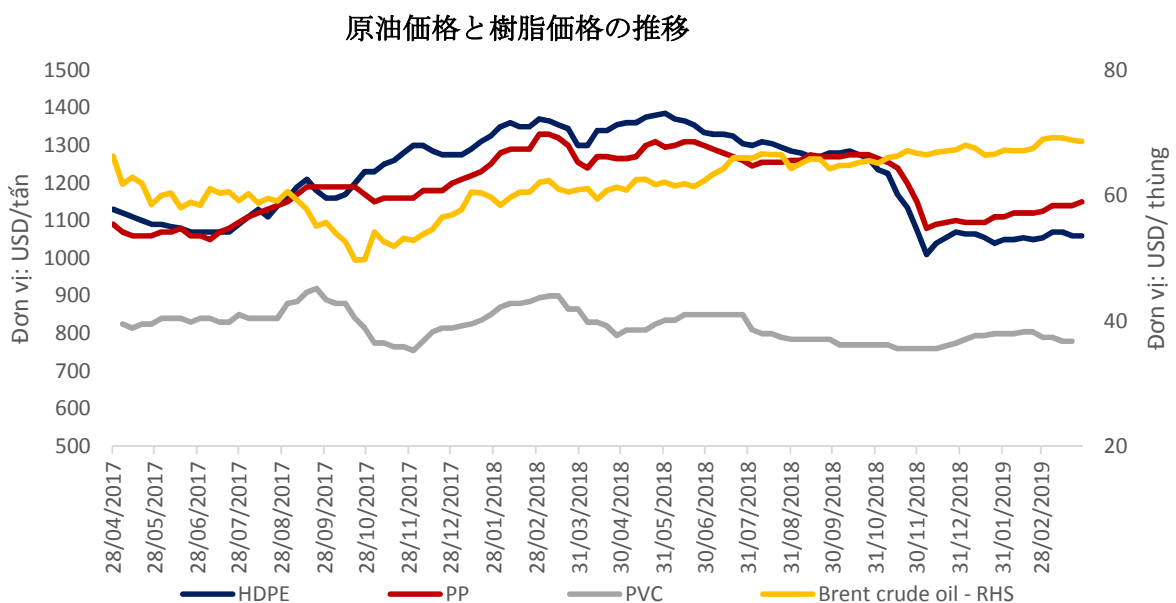
銘柄	2019 年 売上高 (10 億ド ン)	2019 年 税引後 利益(10 億ドン)	EPS 2019 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日の終 値	目標価 格
VGC	9,247	924	1,242	16.51	1.24	3.7%	8.5%	20,500	18,510
CVT	1,556	174	4,413	5.48	1.26	12.5%	25.0%	24,650	27,000

ソース: BSC Research

プラスチック業[中立]

- プラスチック樹脂価格は原油価格と共に下落した。とりわけ、PVC 価格は前年比 8.6%減となり、HDPE 価格は同 20.7%減となり、PP 価格は同 12.2%減となった。
- 2019 年 2 ヶ月のプラスチック材料輸入量は前年同期比 11.3%増の 93 万 3,000t となった。これはプラスチック製品利用の需要は増加していると示した。
- プラスチック業の総収入は前年比 23.9%増の 29 兆 7,850 億ドンとなった。上場プラスチック企業の税引後利益は前年比 0.2%増の 1 兆 6,010 億ドンとなった。
- 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。

プラスチック樹脂価格は原油価格と共に下落した。とりわけ、PVC 価格は前年比 8.6%減となり、HDPE 価格は同 20.7%減となり、PP 価格は同 12.2%減となった。2019 年初から、ブレント原油の平均価格が前年同期比 5.2%減の 63.5 ドル／バレルの辺りに推移したのはプラスチック樹脂価格特に HDPE 或いは PP 価格を大幅に下落させた。原油価格は最近上昇の兆しを見せているが、多くの機関は原油の平均価格は 2019 年に 1 バレル当たり 70 米ドルの以下推移するという見解を保持している。原油価格や樹脂価格の下落傾向はプラスチック企業、特に建設用プラスチック企業の収益性を向上させる要因となると考えています。



ソース: Bloomberg

2019 年 2 ヶ月のプラスチック材料輸入量は前年同期比 11.3%増の 93 万 3,000t となった。これはプラスチック製品利用の需要は増加していると示した。プラスチック製品輸出量は前年比 52.3%増の 18 万 5,900t となった。

2018 年の全業界の収入は前年比 23.9%増の 29 兆 7,850 億ドンとなった。そのうち、収入が最も上昇したのは AAA(前年比 96.9%増)であり、この成長がプラスチック樹脂経営事業の拡大から由来した;PLP(同 65.3%増)、TPP(同 42.3%増)だった。上場プラスチック企業の売上総利益の合計は原材料の値上がり、利益率の減少により前年比 1.53%減の 4 兆 5,040 億ドンとなった。

銘柄	主な製品	2018 年売上高 (10 億ドン)	% YoY	2018 年売上総利益率	2017 年売上総利益率	2018 年税引後利益 (10 億ドン)	% YoY
AAA	包装用プラスチック	8,012	96.9%	8.4%	13.5%	212	-19.4%
NTP	プラスチックパイプ	4,520	2.0%	29.4%	33.2%	332	-32.7%
BMP	プラスチックパイプ	3,920	2.5%	22.2%	24.1%	428	-7.9%
DNP	プラスチックパイプ	2,181	44.9%	16.3%	19.2%	14	-80.6%
RDP	包装用プラスチック	1,552	17.4%	8.9%	8.2%	7	-112%
DAG	プラスチック製のドア、プロファイルバー	1,541	-6.4%	9.3%	8.5%	54	-9.1%
SPP	包装用プラスチック	1,105	5.5%	11.1%	11.6%	22	3.2%

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点- 中立

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。

BSC は BMP の投資評価を「買い」、NTP と AAA の投資評価を「観察」と推奨しております。

銘柄	2019 年売上高	2019 年税引後利益 (10 億ドン)	EPS 2019 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日の終値	目標価格
BMP	3,984	417	4,590	10.58	1.41	13.9%	15.8%	48,550	63,140
NTP	4,682	351	3,558	10.68	10.68	7.1%	14.6%	38,000	N/A
AAA(*)	10,000	510	2,550	6.61	N/A	N/A	N/A	16,850	N/A

ソース: BSC Research; (*):企業の計画

セメント業 [中立]

- 2019 年 3 ヶ月のセメント消費量は前年比 4%増の 2,308 万tとなり、成長原動力が国内市場から由来した。
- 多くのセメント企業は販売価格を 3 万～5 万 VND/tに引き上げた。
- フィリピンは、2019 年 1 月 18 日から 200 日以内に、ベトナムから輸入されたセメントに 4 USD /tの一時的な自衛税を課した。
- 中国への輸出は急激に増加し、産業の競争力を向上させている。
- 上場セメント企業の 2018 年総収入は前年比 5.9%増の 23 兆 3,450 億ドンとなった。税引後利益は同 75.5%増の 9,900 億ドンとなった。
- BSC はセメント業の 2019 年見通しを「弱気」から「中立」に引き上げた。

2019 年 3 ヶ月のセメント消費量は前年比 4%増の 2,308 万tとなり、成長原動力が国内市場から由来した。そのうち、国内での消費量は前年同期比 5.9%増の 1,452 万tとなった。セメント輸出量は同 0.93%増の 85 万 6,000tとなった。

多くのセメント企業は電気価格が 2019 年 3 月 20 日から 8.36%に引き上げる前に販売価格を 3 万～5 万 VND/tに引き上げた。

フィリピンは、2019 年 1 月 18 日から 200 日以内に、ベトナムから輸入されたセメントに 4 USD /tの一時的な自衛税を課した

中国への輸出は急激に増加し、産業の競争力を向上させている。中国へのセメント輸出量は前年同期比 6.6 倍増の 98 万 9,000tとなった。BSC は、中国への輸出の伸びが 2019 年に業界の競争状況を改善するための好ましい要素であると評価しております。しかし、また、中国への輸出の時にリスクにも注意してください。

(1)建設需要及び重要なインフラプロジェクトは減速しております。

(2)環境規制が緩和されている時に国内生産量が増加しているのは輸出量を劇的に減少させ、業界全体の消費に影響を及ぼするだろう。

上場セメント企業の 2018 年総収入は前年比 5.9%増の 23 兆 3,450 億ドンとなった。収入の成長は HOM(前年比 1.4%増)、CCM(同 1.2%増)、VCX(同 1.1%増)から由来した。一方、TMX の下落が業界の成長率を 1.3%に引き下げた。いくつかのセメント企業の売上総利益率は、セメント消費量の増加で改善されています。多くのセメント企業がセメント販売価格を 2 万～5 万 /tに引き上げたのは石炭価格の上昇による悪影響を軽減させる。税引後利益は同 75.5%増の 9,900 億ドンとなった。税引後利益が最も増加した企業は HT1(前年比 1,590 億ドン増加、

+32.7%相当)、BCC(+927 億 9,000 万ドン)、VCX(1,006 億 1,000 万ドン、2017 年税引後利益比 6 倍増)だった。

	2018 年売上高 (10 億ドン)	% YoY	2017 年売上総利益率	2018 年売上総利益率	2018 年税引後利益(10 億ドン)	% YoY
HT1	8,878	0.3%	15.2%	15.8%	641	31.9%
BCC	3,681	5.9%	11.9%	12.3%	88	N/A
BTS	3,151	14.2%	14.0%	1957.0%	3	0.2%

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点 - 中立

BSC はセメント業の 2019 年見通しを「弱気」から「中立」に引き上げた

BSC は HT1 の投資評価を目標価格の 18,400VND/株で「買い」と推奨しております。

BCC - 観察

2018 年業績:

- 消費量は 437 万tであり、そのうち、セメント消費量はぜねんひ 17%増の 365 万t、クリンカー消費量は同 15%減の 73 万tとなった。
- 売上高は前年比 5.9%増の 3 兆 6,810 億ドンとなった。売上総利益率はセメント消費量の増加で 11.9%から 12.3%に増加した。税引後利益は 880 億ドンとなった。

2019 年業績計画:

- 消費量はぜねんひ 0.5%増の 440 万tとなり、そのうち、セメント消費量は是年費 12.3%増の 410 万tとなり、クリンカー消費量は同 58.8%減の 30 万tとなった。同社の戦略は、国内市場で消費を集中し、Thanh Hoa、Ha Tinh、Binh Tri Thien などの主要消費市場における市場シェアを維持しつつ、輸出受注を維持するということだ。
- 収入は前年比 8.9%増の 4 兆 50 億ドンとなる。税引前利益は同 51%増の 1,710 億ドンとなる。BCC は総消費量のうちにセメント粉砕の割合を増加するため、税引前利益は収入を上回る。
- 2019 年配当は額面比 7%予定。
- 新規投資:
 - (1)セメント破砕システム(投資総額 9,080 億ドン)は 2019 年第 2 四半期に完成する予定。
 - (2)材料庫(投資総額 3,840 億ドン)は 2020 年第 1 四半期に稼動する予定。

銘柄	2019 年 売上高	2019 年 税引後利 益(10 億 ドン)	EPS 2019 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標 価格
HT1	8,758	721	1,702	8.93	1.12	7.3%	13.7%	13,700	18,400
BCC	3,898	110.5	892	8.85	0.48	2.3%	5.8%	7,900	N/A

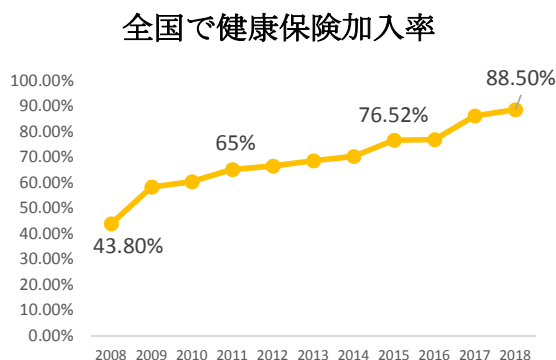
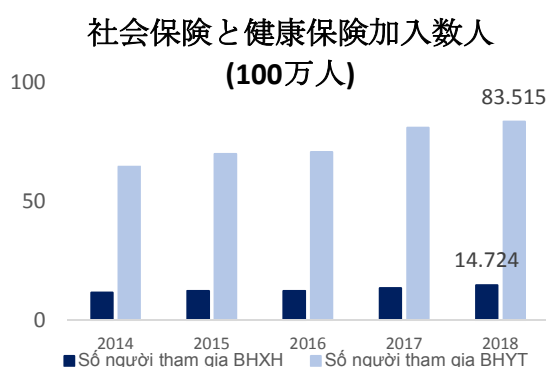
ソース: BSC Research

医薬品業 [中立]

- 2019 年 2 ヶ月の医薬品と医薬材料輸入額はそれぞれ、前年同期比 15%増の 4 億 200 万ドル、同 20%増の 6,500 万ドルとなった。
- 社会保険に加入している人々の割合が 2019 年に増加すると予想される場合、ETC 医薬品(医療用医薬品)チャンネルが恩恵を受ける。
- 2018 年には、医薬品業の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 2.2%減の 48 兆 7,970 億ドン、同 4.6%減の 2 兆 6,480 億ドンとなった。原因は OTC 医薬品(一般用医薬品)チャンネルの競争により大手な企業の業績が減少したということだ。

2019 年 2 ヶ月の医薬品と医薬材料輸入額はそれぞれ、前年同期比 15%増の 4 億 200 万ドル、同 20%増の 6,500 万ドルとなった。税関総局によると、医薬品輸入額は前年同期比 15%増の 4 億 200 万ドルとなった。医薬品輸入市場はフランス(5,500 万ドル、同 42%増)、ドイツ(4,500 万ドル、同 12%減)、インド(3,700 万ドル、同 7%減)だった。薬品材料輸入額は前年同期比 20%増の 6,500 億ドルとなった。ベトナムの重要な薬品材料輸入市場は中国であり、輸入額が前年同期比 14%増の 3,900 万ドルとなった。

ETC 医薬品卸業は社会保険に加入している人々の割合が 2019 年に増加すると予想される場合、恩恵を受ける。2018 年の終わり、社会保険によると、ベトナム全国は社会保険に加入している 1,472 万人(前年比 9%増)で、約 30.4%を占めています。健康保険については、全国で 8,350 万人が参加し、健康保険加入率が 88.5%である。



ソース

ス: BSC Research

2018 年には、医薬品業の企業 30 社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 2.2%減の 48 兆 7,970 億ドン、同 4.6%減の 2 兆 6,480 億ドンとなった。減収減益の原因は OTC チャンネルの競争から由来した。OTC チャンネルを通じる医薬品卸業の大部分は税引後利益が減少したか僅かに増加した、とりわけ、TRA(前年比 32.9%減)、DVN(同 11.7%減)、DHG(同 1.4%増)だった。一方、ETC チャンネルを通じる医薬品を販売する企業は、収入成長率が業界の平均

成長率より高い、とりわけ、IMP(前年比 18.2%増)、PME(同 8%増)だった。BSC は、この傾向は 2019 年も続くと考えております。

銘柄	2018 年 売上高 (10 億ド ン)	%YoY	2018 年 売上総 利益率	2017 年 売上総 利益率	2018 年 税引後 利益(10 億ドン)	%YoY	EPS(VND/ 株)
DVN	49	-43.6%	16.3%	12.6%	96	255%	405
DHG	3,882	-4.4%	44.2%	43.9%	651	1.4%	4,445
PME	1,675	3.2%	48.1%	48.1%	309	8.0%	4,084
TRA	1,798	-3.8%	52.0%	55.7%	175	-32.6%	3,352
DBD	1,401	0.9%	30.5%	35.4%	163	-0.6%	2,801
IMP	1,185	1.7%	39.6%	37.5%	139	18.8%	2,524

ソース:企業

投資観点 - 中立

2019 年には、BSC は IMP、PME、DBD などの ETC の割合が高い企業が恩恵を引き続き受けるが、DHG、TRA などの OTC 企業が段々 ETC にシフトすると考えております。中位べきな銘柄は DHG、PME、IMP である。

IMP - 観察

IMP は高品質の製品と工場規格で ETC を通じる入札活動を行っている製薬企業の 1 つである。現在、IMP は 4 つの工場を所有しています。そのうち、IMP Binh Duong 工場及び CNC IMP Vinh Loc 工場という 2 つの工場が EU-GMP 水準に準拠しています。BSC は、2019 年 1 月に EU - GMP 認証を取得したため、CNC IMP Vinh Loc 工場(年間生産能力 2 億 5,000 万製品)が 2019 年に IMP の主な成長原動力となると考えています。

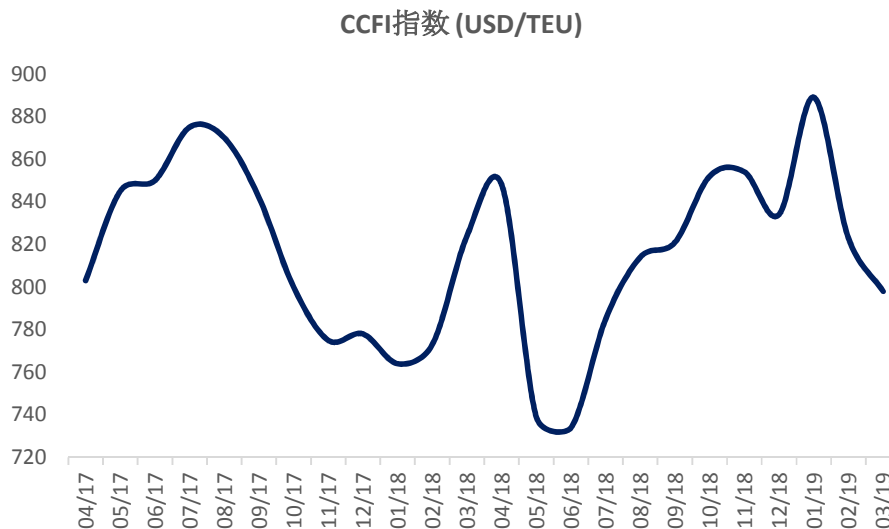
銘柄	2019 年 売上高	2019 年 税引後 利 益 (10 億ド ン)	EPS 2019 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目 標 価 格
DHG	4,411	679	4,678	25.3	5.6	15.5%	21.8%	118,300	N/A

PME	1,919	318	4,247	13.6	2.2	12.0%	15.0%	58,000	N/A
-----	-------	-----	-------	------	-----	-------	-------	--------	-----

輸送業 [中立]

- 2018 年の運賃は前年比 8.5%減となった。
- 高い燃料費も輸送業界の利益率を減少させ、前年比+ 31.5%増となった。
- 港を通過する乗客数は前年比 10.5%増の 1 億 400 万人となった。
- 海運業の 2018 年業績に関して、液体輸送事業が良く成長した。

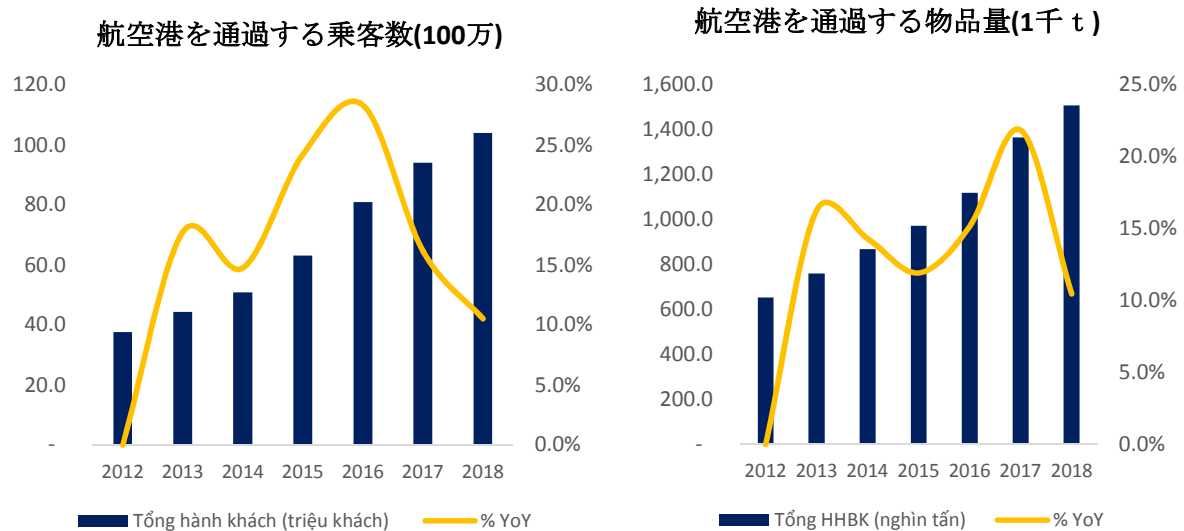
2018 年の運賃は前年比 8.5%減となった。2018 年の中国コンテナ貨物指数(CCFI)は前年比 8.57%減の 800 ドル/Teu だった。2019 年第 1 四半期には、CCFI は前年同期比 6.89%減の 800 ドル/TEU の下に下落した。この指数は引き続き下落する傾向がある。そのために、運賃が引き続き下落すれば、輸送企業の 2019 年第 2 四半期収入は減少する可能性がある。



ソース: SSE, BSC research

高い燃料費も輸送業界の利益率を減少させ、前年比+ 31.5%増となった。現在、海上輸送船は 2 つの主な油、FO と DO を使用していますが、ほとんどは DO 油です。2018 年には、DO 油は前年比 29%~34%増の 15,000~17,000VND/リットに推移していた。しかし、最近の石油の値下がり、船会社のストレスを軽減するでしょう。

航空港を通過する乗客数は前年比 10.5%増の 1 億 400 万人となった。そのうち、国内乗客数は前年比 5%増の 6,700 万人、国際乗客数は同 22.1%増の 3,700 万人となった。国内航空会社を通航する乗客数は前年比 14.7%増の 5,120 万人となった。



ソース: BSC research

海運業の 2018 年業績に関して、液体貨物輸送事業が良く成長したが、バラ貨物輸送事業は多くの困難を残った。海運業の HSX、HNX と UPCOM で上場海運企業 11 社の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 18.6%増の 15 兆 2,950 億ドン、同 36.9%増の 1 兆 9,970 億ドンとなった。BSC は海運企業の 2018 年経営状況は 2017 年より改善されたと評価しております。

銘柄	2018 年売上高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年売上総利益率	2017 年売上総利益率	2018 年税引後利益(10 億ドン)	%YoY
PVT	7,523	22.4%	14.4%	13.8%	780	46.1%
VTO	1,599	26.9%	15.2%	17.3%	97	3.2%
GSP	1,550	20.0%	7.3%	7.2%	64	20.8%
VIP	778	6.7%	25.7%	25.3%	81	3.8%
PJT	626	11.2%	12.8%	13.0%	36	5.9%
VOS	1,683	4.4%	3.1%	-7.6%	17	54.5%

VNA	765	36.9%	4.6%	-7.0%	33	-143.4%
VFR	217	1.9%	1.1%	-12.4%	-52	-240.5%

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点 - 中立

BSC は輸送業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は PVT と HVN の投資評価を「観察」と推奨しております。

銘柄	2019 年 売上高	2019 年税 引後利益 (10 億ドン)	EPS 2019 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標価 格
PVT	8,113	611	2,171	8.7	0.91	6%	11.6%	17,000	19,200
HVN	101,204	3,419	2,410	16.7	2.99	2.8%	13%	41,000	N/A

ソース: BSC research

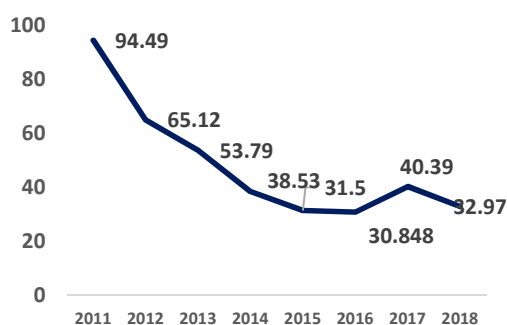
ゴム業 [中立]

- 供給過剰の状況は続いています。2019 年の供給は前年比 4.6%増、需要は同 4.2%増となるが、在庫は高水準で留まると予想しております。
- 2019 年 2.5 ヶ月のベトナムゴム輸出量及び輸出額はそれぞれ、前年同期比 28%増、同 13%増となったが、輸出価格が同 12%減となった。
- 2018 年業績:ゴム企業はゴム販売事業による収入が減少したが、PHR と DPR などのゴム企業 11 社の税引後利益がゴム木の売却により前年比+ 12%増となった。

ゴム価格は回復しにくいでしょう。BSC は、2019 年のゴム価格は以下の要素に基づく 2 横ばいに推移すると評価しております。(1)ARNP の予想によると、2019 年には、供給は 4.6%増、需要は 4.2%増となる。2019 年の在庫は前年同期比 6.8%増の 112 万 7000tと推定されているため、天然ゴムは依然として供給過剰になっています。(2)Goldman Sach 機関、BBG 及び EIA の予想によると、2019 年のブレント原油価格は前年比 14.5%減の平均 1 バレル当たり 60 ～61 ドルであり、合成ゴムの需要を促進するだろう。(3)天然ゴム消費量は減速しますが、ゴム価格が魅力的になれば、供給が増加し、直ちにゴム価格を押し下げます。

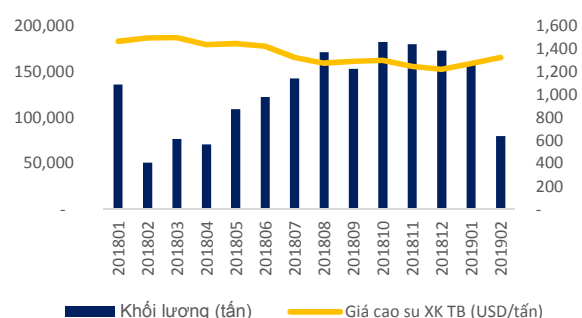
2019 年 2.5 ヶ月のベトナムゴム輸出量及び輸出額はそれぞれ、前年同期比 28%増、同 13%増となったが、輸出価格が同 12%減となった。関税総局によると、2019 年 2.5 ヶ月でのベトナムゴム輸出量及び輸出額はそれぞれ、前年同期比 28%増の 29 万 2,673t、同 13%増の 3 億 8,250 ドルとなった。しかし、ゴムの平均輸出価格は前年同期比 12%減の 1,307 ドル/tとなった。中国は依然としてベトナムの最大のゴム輸入国であり、総輸出量の 64%を占め、前年比 34%増の 1 億 9,580 万tに達した。次はインドと韓国の 2019 年 2 ヶ月の輸出量がそれぞれ、前年同期比 42.9%と 7.7%増となった。

ゴム価格の動き



ソース: PHR, BSC Research

ゴム輸出の動き



ソース: 税関総局, BSC Research

2018 年のゴムラテックス事業は好調ではなかった。ゴム企業 11 社の収入は前年比 4.1%減の 4 兆 9,181 億ドンとなった。この減少の原因は、ゴム平均価格が前年比 18%減の 4,200 万ドン/tから 3,290 万ドン/tに引き下げたが原価が前年比 8%減の 3,000 万ドン/tとなったために、ゴム事業の売上総利益率が減少したことから由来した。また、ゴムラテックスの販売は効果がなかった。

主な成長原動力はゴム木を売却することから由来した。ゴムラテックスの収入は減少したが、ゴム木の売却による収入のおかげで、ゴム企業の税引後利益は依然として 12%増加した。PHRと DPR の税引後利益はそれぞれ、前年比 93%増の 6,369 億ドン、同 5%増の 2,352 億ドンとなった。具体的には、2018 年に、PHR はゴム木面積の約 1,300 ヘクタールを売却し、DPR は 554 ヘクタール以上を売却した。ゴム木の平均販売価格は前年比 27.3%増の 2 億 8,000 万ドン/ヘクタールと急増した。

銘柄	2018 年			2017 年		2017 年		
	売上高 (10 億ドン)	売上高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年 売上総 利益率	2017 年 売上総 利益率	2018 年 税引後 利益 (10 億ドン)	2017 年 税引後 利益 (10 億ドン)	%YoY
PHR	1,561	1,654	-5,6%	16%	17%	637	330	93%
DPR	1,030	1,070	-3,7%	33%	30%	235	225	5%
TRC	354	405	-12,6%	16%	28%	120	145	-17%
DRI	518	583	-11,1%	34%	44%	51	145	-64%
HRC	178	170	5,1%	12%	16%	8	9	-7%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は天然ゴム業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。以下の要素に基づく。(1) 業界内の企業の配当率は年間 40%~50%の当たりで非常に高いです、(2)大きなゴム木を有している企業はゴム木の売却及び農業用から工業団地区用への土地使用目的変更のおかげで大きな収入源を持っています。しかし、ゴム販売価格は 2019 年に回復の兆しを見せていないので、BSC はゴム企業が短期的に特別な業績を達しないとと考えております。BSC は PHR の投資評価を「観察」と推奨しております。

銘柄	2019 年 EPS							2019 年 3 月 29 日の終 値
	2019 年 売上高	2019 年 税引後 利益 (10 億ドン)	2019 年 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	

PHR	1,531	1,189	8,644	6.1	2,9	48.3%	23%	52,600	#N/A
------------	-------	-------	-------	-----	-----	-------	-----	--------	------

ソース: BSC research

タイヤ業[中立]

- 2019 年のタイヤ生産量は前年比+ 9.6%増と予測された。
 - ・タイヤ製造企業は、中国のラジアルタイヤ及び FDI 企業に激しく競争しています。
 - ・売上原価の 80%を占めている原材料の値下がりにはタイヤ企業の売上原価を減少させると期待されています。
- 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/生産費を削減した。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。
- ベトナム化学グループ(Vinachem)は 2019 年第 2 四半期に DRC、CSM と SRC における保有率を 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(1)原材料の値下がりには売上総利益率を改善させる。(2)ラジアルタイヤの生産能力を引き上げる、(3)タイヤ企業は激しい競争で販売価格を上げにくいということから由来した。BSC は DRC の投資評価を「買い」と推奨しております。

BSC の予測によると、業界全体での 2019 年タイヤ生産量は前年比 9.6%増となる見込みだ。2019 年の 2 ヶ月には、自動車生産量は前年同期比 21.39%増の 46,653 台であり、そのうち輸入車量が同+ 181.73%増、国内組立車が同+ 15.31%増となった。BSC の評価によれば、輸入車量の増加は企業が通達第 116 号に関する問題を解決してから国内車販売量を削減し、輸入車量を増加したということから由来した。2019 年には、BSC は、車販売量が前年比 14.3%増と期待しております、理由は(1)アジア地域における輸入税率が 0%になるのはベトナムの自動車販売価格を引き下げる。(2)輸入車量は増加する。(3)自動車需要が高いため、組み立てられた自動車量が増加する。(4)ベトナムの自動車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る。BSC は 2019 年のタイヤ生産量は将来の自動車の伸びから 9.6%増となる見込みです

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。2018 年には、原材料の価格が大幅に変動し、企業の利益に影響を与えながら、企業の平均販売価格は約 3%~5%しか上昇しなかった。

2019 年には、(1)ゴム価格は 2019 年に低い水準で維持すると予測されています、(2)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ということを受け、売上総利益率が改善される可能性がある。BSC のマクロレポートによると、原油価格が前年比-10%減の 1 バレル当たり 64~67ドルで推移しているのは合成ゴム価格を下げるのに役立ちます。(天然ゴムと合成ゴムはタイヤ企業の資本コストの約 40%を占めています)。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

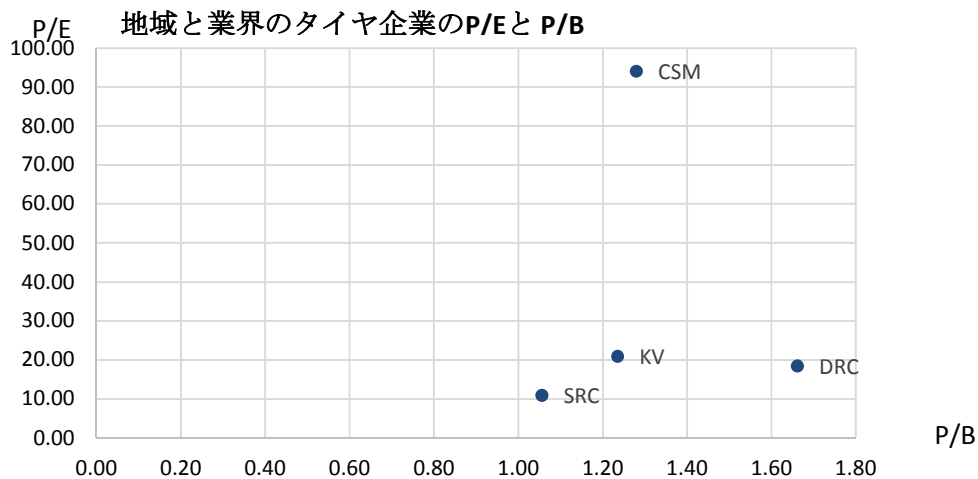
格も下落する可能性がある。これにより、企業の資本コストを削減し、売上総利益率を向上させることができます。

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 における保有率を 36%に引き下げる予定。

投資観点 - 中立

BSC はタイヤ業の 2019 年見通しを「中立」と維持しております。理由は(1)原材料の値下がり
は売上総利益率を改善させる。(2)ラジアルタイヤの生産能力を引き上げる、(3)タイヤ企業は
激しい競争で販売価格を上げにくいということから由来した。BSC は DRC の投資評価を「買い」
と推奨しております。



ソース: FiinPro, BSC Research

銘柄	2019 年 売上高	2019 年税引後利益 (10 億ドン)	EPS 2019 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標価格
DRC	3,700	157	1,110	20.6x	1.74x	5.71%	10.1%	22,400	27,180

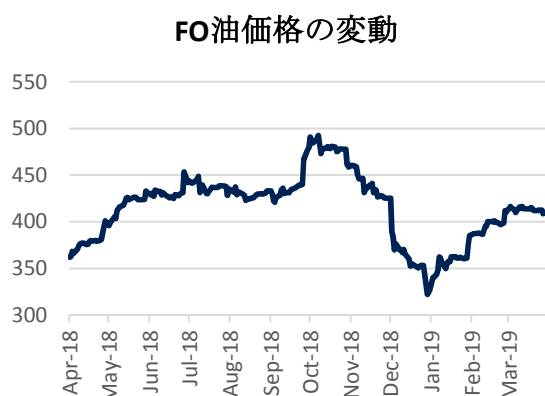
ソース: BSC Research

肥料業[中立]

- 2019 年第 1 四半期の肥料価格は約 7～10%と下落した。
- 投入ガス価格の急上昇は肥料企業の利益率に影響した。
- 企業の売上総利益率を改善するために品質の高い製品に移行する傾向
- 多くの肥料企業は 2019 年に投資資本を回収する予定。

第 1 四半期には、肥料価格は明暗で分かれた。2019 年第 1 四半期に尿素肥料の平均価格は 2018 年第 4 四半期比 12%減の 253 ドル／t となったが、DAP 価格は上昇傾向があり、前四半期比 45 増の 390 ドル／t となった。ベトナム市場では、2019 年第 1 四半期の尿素肥料価格は前四半期比 7%減(−600VND／t 相当)の 7,900 ドン／キロとなった。

投入ガス価格の急上昇は肥料企業の利益率に影響した。2019 年第 1 四半期の原油価格が、2018 年末比+ 27.8%と大幅に増加したのは単一の肥料生産企業、特に尿素生産企業の利益率に大きな影響を与えた。さらに、酸性硫酸、石炭などの他の材料の価格もわずかに上昇する傾向があり、2019 年第 1 四半期に肥料企業の売上総利益率に影響を及ぼした。



ソース: Bloomberg, BSC

品質の高い NPK 肥料への移行の傾向。現在、DPM は生産揚力の 25 万tで品質の高い化学 NPK 製品を生産している NPK-NH₃ 複合工場を稼働させています。さらに、DGC は現在 10 万の年間生産能力持つ工場を建設することを計画しています。30 万tの年間生産能力を持つ DCM の溶融尿素工場も 2019 年第 2 四半期に稼働する予定です。肥料業界における競争の激しさから、品質の高い製品へのシフトは、肥料企業がより良い市場シェアを求めて競い合い、利益率を向上させるのに役立ちます。

肥料企業における保有株式の売却進展。2019 年には、現在、ペトロベトナムグループ(Vietnam National Oil and Gas Group=PVN)は 2019 年に LAS における株式保有率を 51%に引き下げる計画。また、PVN も BFC と SFG における保有率を 36%に引き下げる計画がある。現在、PVN は Ninh Binh 肥料プロジェクトから大きな借入額を返済するよう圧力をかけられているため、

PVN の資本回収は 2019 年に完了すると期待しております。さらに、DPM と DCM は現在 PVN の売却リストに含まれていますが、ガス価格メカニズムの障害はこれら 2 つの事業に投資家を引き付ける大きな障壁となるでしょう。

2018 年の業績は前年比小幅に上昇した。肥料企業の収益は前年比 3% 増となった。殆どの肥料企業の収益は 販売価格の小幅な上昇及び生産量の僅かな減少で成長した。肥料企業の売上総利益率の減少は、投入材料の価格が大きく上昇したことで、肥料企業の利益をわずかに増加させたということだ。

銘柄	主な事業	2017 年 売上高	2018 年売上 高	+yoy	2017 年 売 上 総 利 益 率	2018 年売上 総利益 率	2017 年税 引後 利益	2018 年 税 引 後 利益	+yoy
DPM	NPK, 尿素	8,102	9,395	16.0%	26.1%	20.2%	708	712	0.6%
DCM	尿素	5,833	6,827	17.0%	23.7%	21.0%	641	659	2.8%
BFC	NPK	6,428	6,500	1.1%	15.7%	12.9%	349	253	-27.5%
LAS	りん 酸 肥 料	4,100	3,800	-7.3%	19.1%	19.1%	152	123	-19.1%
DDV	DAP	2,011	2,346	16.7%	9.1%	15.3%	15	202	1246.7%
QBS	商業	3,495	2,187	-37.4%	5.1%	3.5%	23	59	156.5%
SFG	りん 酸 肥 料, NPK	2,392	2,265	-5.3%	9.7%	9.1%	92	67	-27.2%

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点- 中立

BSC は肥料企業の 2019 年見通しを「中立」と評価しております。税務方針が変更されれば、肥料企業の利益が成長すると見込まれる。また、PVN と Vinachem の売却計画に基づく肥料企業の評価価値が増加する可能性があるが、供給過剰により高い競争と消費の低迷と共に投入原材料の値上がりは肥料企業の消費量及び販売価格に影響するだろう。

銘柄	2019 年売 上高	2019 年 税引後利 益(10 億 ドン)	EPS 2019 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	2019 年 3 月 29 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

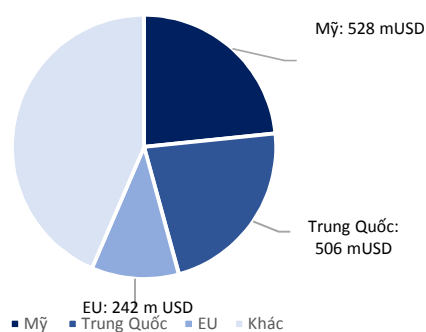
ソース: BSC Research

水産業 [中立]

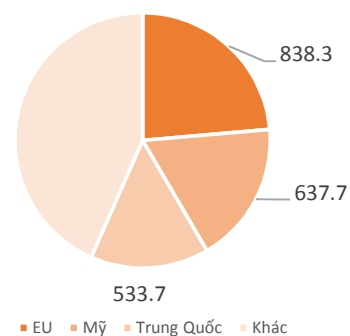
- 2018 年には、チャー魚の輸出額は前年比 26.5%増の 22 億 6,000 万ドルに達したが、エビの輸出額は前年比 7.8%減の 35 億 5,000 万ドルに達した。
- 2019 年の 2 ヶ月における水産物の輸出額は前年比 4%増の 11 億 2,000 万ドルに達し、そのうち、エビの輸出額が同 12%減の 3 億 8,900 万ドルとなり、チャー魚は同 8%増の 2 億 8,400 万ドルに達した。
- 2018 年には、水産企業 26 社の税引後利益は前年比 126.5%増の 4 兆 410 億ドンとなり、最も成長したのは VHC と HVG から由来した。

2018 年には、チャー魚とエビの輸出額成長は明暗で分かれた。チャー魚の輸出額は前年比 26.5%増の 22 億 6,000 万ドルとなった。2018 年には、消費需要が高い一方で供給は乏しいため、チャー魚の輸出価格が平均で 30~35%に増加した。一方、ベトナムエビの輸出は前年比 7.8%減の 35 億 5,000 万ドルとなった。インドと中国でのエビ供給の増加は、世界のエビ輸出価格に影響を与え、競争性が高まった。

2018年チャー魚輸出市場



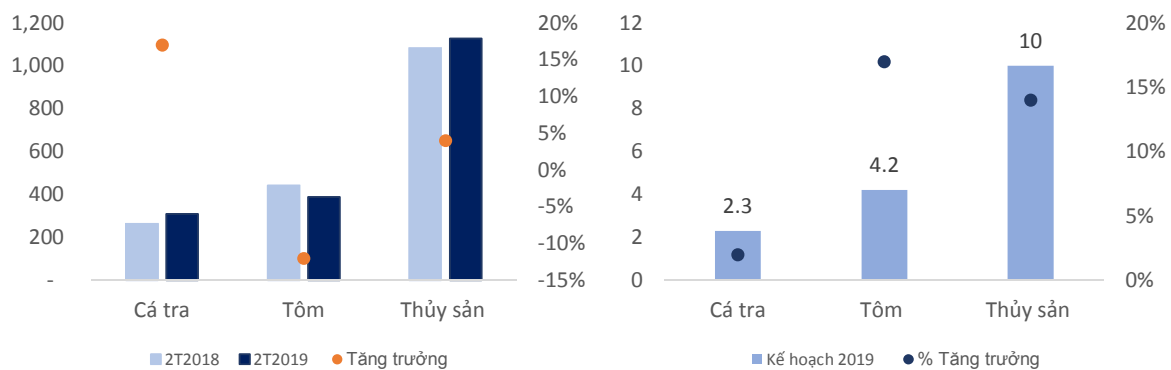
2018年エビ輸出市場



ソース: VASEP, BSC Research

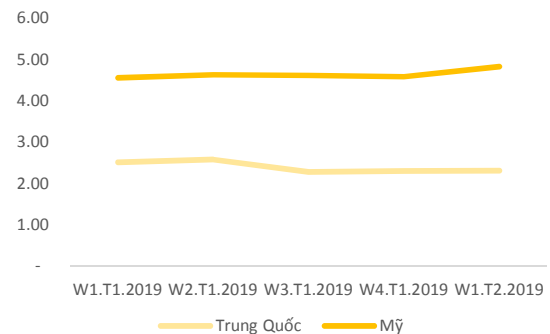
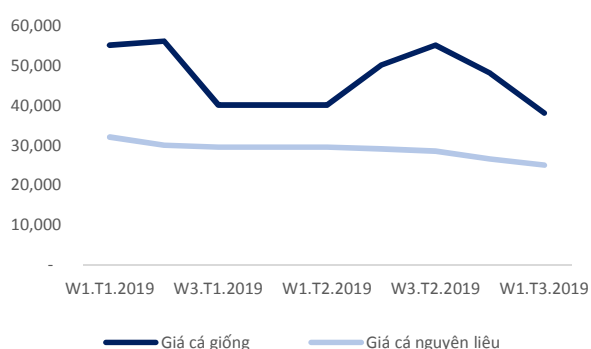
2019 年の 2 ヶ月のにおける水産物輸出額は前年同期比 4%増の 11 億 2,000 万ドルとなり、そのうち、エビの輸出額が同 12%減の 3 億 8,900 万ドルとなり、チャー魚は同 8%増の 2 億 8,400 万ドルに達した。

ベトナム水産業は 2019 年の水産物輸出額を前年比 14%増の 100 億ドルと計画する、そのうち、エビ輸出額が同 17%増の 42 億ドル、チャー魚が同 2%増の 23 億ドルとなる。



2019 年 2 ヶ月には、チャ種魚価格と材料価格は下落している傾向がある。

米国への輸出価格は高水準で留まっているが、中国への輸出価格は材料の値下がりと共に下落している。



ソース: BSC Research

2018 年には、水産業 26 企業の税引後利益は前年比 126.5%増の 4 兆 410 億ドンと覚しい成長を記録した。主な成長に最も寄与した企業は、VHC(税引後利益が同 140.2%増の 1 兆 4,520 億ドン)と HVG(300 億ドン)だった。2018 年には、チャ魚輸出企業は需要の増加と販売価格の上昇で約 25%～ 30%と著しい成長率を記録した、とりわけ、ACL(同 994.4%増)、AAM(同 747.6%増)、ANV(同 319.6%増)だった。一方、2018 年には、エビ輸出企業の成長率はより低かった、とりわけ、FMC(同 57.6%増)、MPC(同 15.3%増)だった。原因はインドでのエビの供給が豊富になり、ベトナムのエビの輸出価格に影響を与えたということから由来した。

銘柄	2018 年 売上高 (10 億ド ン)	%YoY	2018 年 売上総 利益率	2017 年 売上総 利益率	2018 年 税引後 利益(10 億ドン)	%YoY	EPS(VND/ 株)
MPC	16,925	8.0%	12.9%	11.9%	824	15.4%	5,110
FMC	3,807	8.8%	10.4%	7.8%	180	62.2%	3,888
VHC	9,323	14.4%	21.9%	14.4%	1,452	140.2%	15,585
IDI	7,001	31.4%	14.2%	12.1%	638	86%	3,423
ANV	4,118	39.6%	20.9%	14.6%	604	319.4%	4,811

ソース: BSC Research

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。

銘柄	201 9年売 上高 (10 億 ドン)	201 9年売 上高 (10 億 ドン)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	2019 年 3 月 29 日 の終値	目標価 格	Upside
VHC	9,988	1,257	13,569	6.6	1.7	19%	29%	89,900	108,552	20.7%

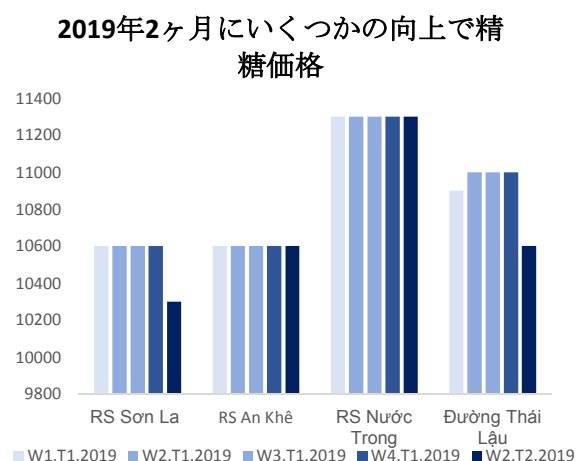
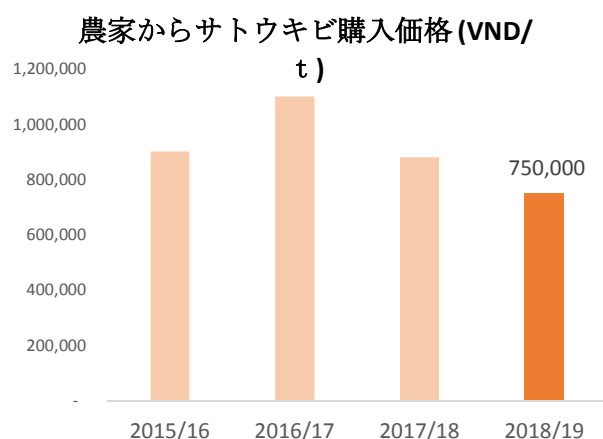
ソース: BSC Research

精糖業 [弱気]

- 2019 年 2 ヶ月には、国内精糖価格は供給の安定で前年同期比 16.8%減の 10,300～11,000VND/キロの辺りに推移した。
- 売上総利益率はサトウキビの購入価格が前年同期比 14.7%減となったことで、改善されると予想した。
- 2018 年～2019 年度 6 ヶ月における精糖企業 4 社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 6%増の 6 兆 7,450 億ドン、売上総利益率の急減に同 88.8%減の 370 億ドンとなった。

2019 年 2 ヶ月には、国内精糖価格は供給の安定で前年同期比 16.8%減の 10,300～11,000VND/キロの辺りに推移した。

売上総利益率はサトウキビの購入価格が前年同期比 14.7%減となったことで、改善されると予想した。サトウキビ購入価格は前年同期比 14.7%減の 75 万 VND/t に推移している。



ソース: BSC Research

2018 年～2019 年度 6 ヶ月における精糖企業 4 社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 6%増の 6 兆 7,450 億ドン、売上総利益率の急減に同 88.8%減の 370 億ドンとなった

銘柄	2018 年 ～ 2019 年度 6 ヶ 月の 売 上 高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年 ～ 2019 年度 6 ヶ 月の 売 上 総 利	2017 年 ～ 2018 年度 6 ヶ 月の 売 上 高 (10 億ドン)	2018 年 ～ 2019 年度 6 ヶ 月の 税 引 後 利	%YoY	6 ヶ月の EPS(VND /株)
----	---	------	---	---	---	------	-------------------------

			益 率 (10 億ドン)		益 (10 億 ドン)		
SBT	5,300	-3.1%	5.4%	11.1%	13	-95.9%	114
LSS	792	66.3%	7.4%	15.3%	(9)		(133)
SLS	447	82.4%	14.8%	28.3%	36	-37.9%	3,710

ソース: BSC Research

投資観点 - 弱気

BSC は精糖業の 2019 年見通しを「弱気」と評価しております。

銘柄	2018 年 売上高 (10 億ド ン)	2018 年 税引後 利益 (10 億ド ン)	2019 年 の EPS	P/E fw	P/B fw	2018 年 の ROA	2018 年 の ROE	2019 年 3 月 29 日 の終値	目 標 価 格
SBT	10,301	316	567	32.4	1.5	1.7%	4.1%	18,350	N/A

ソース: BSC Research

利用規約

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

BSC 証券・本社

10F, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hoan
Kiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 39352722
Fax: (84 4) 22200669

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru St.,
Dist. 1, HCMC
Tel: (84 8) 3 8128885
Fax: (84 8) 3 8128510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

