

2018年第4四半期 セクター投資見通し レポート

科目

.....	1
2018 年初 9 ヶ月間の証券市場の全体	1
2018 年初 9 ヶ月で各業界の成長と VN インデックス推移の比較	5
注目銘柄のパフォーマンス.....	7
2018 年の各業界に及ぼす情報と政策.....	10
地域における証券市場との比較	11
2018 年第 4 四半期の投資見通し.....	12
2018 年第 4 四半期及び 2018 年度の各セクターの投資見通し	14
2018 年第 4 四半期及び 2018 年における各セクターの投資展望の概略.....	16
2018 年の注目銘柄	22
銀行業 [有望].....	25
石油・ガス業 [有望].....	31
電力業 [有望].....	34
IT 業 [有望].....	38
損害保険業 [有望]	39
不動産業 [有望]	41
消費財業 [有望]	44
建設業 [中立].....	47
鉄鋼業 [中立].....	50
タイル業 [中立].....	53
プラスチック業 [中立]	56
医薬業 [中立].....	60
繊維・アパレル業「中立」	62
港湾「中立」	65
海運業 [中立].....	68
ゴム業 [中立].....	71

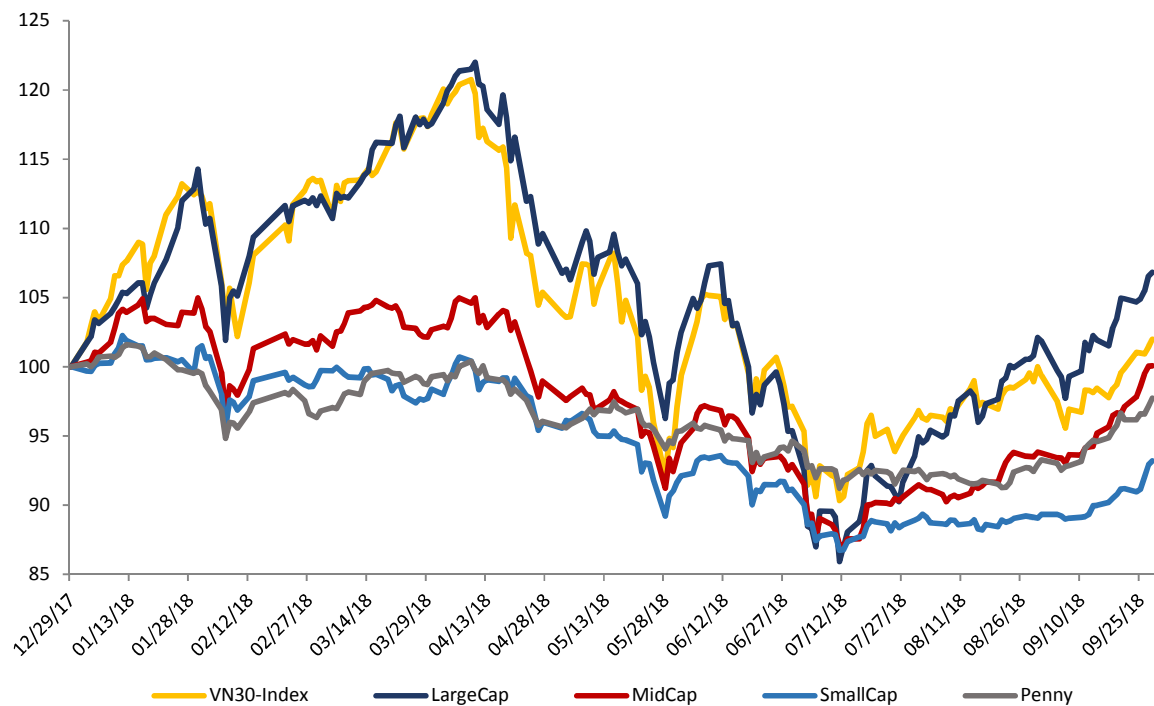
タイヤ業[中立].....	73
肥料業[中立].....	76
水産業[中立].....	79
精糖業[弱気].....	83
セメント業[弱気].....	85

2018 年初 9 ヶ月間の証券市場の全体

- **市場指数について**、6 月末から 7 月初めにかけて最低値を作った後 2018 年第 3 四半期に市場指数は早く回復した。この回復は HAG と HNG を初め、次に VN30 と大型株の主力株に広がった。2018 年 9 月の終わりまでに VN インデックスは年初より 32.89 ポイント(+3.34%) 高の 1,017.13 で引け、HNX インデックスは年初より 0.58 ポイント(-0.5%) 安の 116.28 で引けた。
- **市場の動きについて**、主力株は下落後、早く回復し、市場全体に影響を与え、9 月の小型株 及びペニー株の回復に繋がった。VN インデックスの上昇に最も寄与した銘柄は VIC (+40 ポイント, 年初より+53.87%相当)、GAS (+15.1 ポイント, 年初より+23.92%相当)、BID (+11.6 ポイント, 年初より+38.04%相当)、VCB (+10.4 ポイント, 年初より 16%相当) だった。その一方、指数を主に引き下げたのは ROS -73.38% (-22.5 ポイント, 年初より-73.38%相当)、VNM (-22.2 ポイント, 年初より-19.3%相当)、TCB (-6.4 ポイント, 年初より-14.6%相当)、SAB (-4.9 ポイント, 年初より-9.5 %相当)、VHM (-3.9 ポイント, 年初より-4.07%相当) だった。
- **株式グループについて**、2018 年 9 月の終わりまでに時価総額の異なる株式グループは違う増減を持つ。小型株の成長率が年初より-6.8%減と最も下落し、次はペニー株の成長率が-2.3%減となり、その一方、大型株の成長率が年初より 6.8%増となり、次 VN30 が 2%増、中型株は 0.06%増となった。2018 年初 9 ヶ月では、18 セクターのうち、10 セクターのみが上昇した。最も上昇したグループは次の通りである。
 - (1) 保険株の成長率は BVH の寄与で引き上がり、29.29%増となったこと。
 - (2) 不動産株は VIC の寄与で引き上がり、27.75%増となったこと。
 - (3) 水産株
- 最も成長率が下落したグループ株は ROS と CTD などの建設・建材株(詳細に-35.7%減)、次にメディア株が YEG のせいで-33.31%減となったこと。
- 2018 年第 3 四半期に VN インデックス及び証券市場に影響した情報について。証券市場は国内外のマクロ経済の要素から強い影響を受けた。マクロの要素では(1)米中貿易戦争;(2)イラン及び北朝鮮は地政学的な不安定があること;(3)FED が金利を 2~2.25%に引き上げた為、米ドルの為替レートが引き上がった;(4)FTSE がベトナム証券市場を「第二新興国市場」昇格のウォッチリストにリストアップしたこと。2018 年初9ヶ月の市場に影響を与えた内部要素では、(1)VN インデックスの P/E 及び P/B が世界より高く、主力株の価格が割高になっている;新規上場主力株の価格が割高になった為、市場が歪まれた(3)マクロ経済が安定で、成長率が高いベトナムは年始めに設定したマクロ経済の指標を達成・上回る事を目指している。投資家に「FTSE の第二新興国市

場」昇格のウォッチリストにリストアップされたベトナム証券市場の影響について、新しい見通しを提供する為、ベトナムを「新興国市場」昇格にというレポートを公布した。

● 株式グループの動き



ソース: Bloomberg, BSC Research

年中の事業

月	日	国際的な行事
1 月	9	Fed の会議
	18	ETF VFM VN30 レビュー
	24	ECB の理事会
	30	米国の金利調整
2 月	20	Fed の会議
	25-28	Ishares MSCI レビュー
3 月	7	ECB の理事会
	20	米国の金利調整
	11-15	ETF VNM, FTSE レビュー
4 月	10	ECB の理事会
5 月	1	米国の金利調整

6 月	27-31	Ishares MSCI レビュー
	6	ECB の理事会
	17-21	ETF VNM, FTSE レビュー
	全月	第7回の国家定例会議
	19	米国の金利調整
7 月	6	米国は中国製品に輸入税を課す
	23	VN30 レビュー
	16-20	ETF VFM VN30 レビュー
	30-31	BOJ の会議
	31-01/8	FED の会議
8 月	27-31	ETF Ishare MSCI レビュー
	21-10	ベトナム ETF FTSE レビュー
	13	ECB の理事会
9 月	17-21	ETF VNM レビュー
	18-19	BOJ の会議
	25 - 26	FED の会議
	7 - 28	ブラジル選挙会議
10 月	18	Brexit についてのEU首脳会議
	19	VN30 割合レビュー
	20/10-22/11	第6回の国家定例会議
	25	ECB の理事会
	30 - 31	BOJ の会議
11 月	6	米国における中間選挙
	8	FED の会議
	13	ECB の理事会
	17-18	Brexit 首脳会談
	21	ETF FTSE レビュー
	26-30	ETF ishare MSCI レビュー
	13	ECB の理事会
12 月	3	OPEC の会議
	12-13	Brexit の最終合意期限
	17-21	ETF VNM レビュー
	18 - 19	FED の会議
	19-20	BOJ の会議

ソース: BSC Research

2018 年第 3 四半期に注目すべき銘柄トップ

VN 指数プラス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 9 月 25 日の終値	年第 3 四半期での変動率(%)	Index pt
GAS	118,500	36.8	19.4
VCB	65,000	20.2	12.4
BID	35,250	20.5	6.4
PLX	73,500	24.4	5.9
MSN	94,600	16.8	5.03

VN 指数マイナス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 9 月 25 日の終値	年第 3 四半期での変動率(%)	Index pt
VHM	102,900	-10.6	-10.6
TCB	28,000	-18.0	-7.7
SAB	218,500	-9.0	-4.6
ROS	40,800	-32.7	-3.6
VRE	39,400	-8.4	-2.0

VN 指数の上昇率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 1 日の終値	2018 年 9 月 25 日の終値	%増減
DAT	9,630	23,750	147%
HNG	7,500	16,400	119%
VHC	52,801	93,300	77%
HVG	2,990	5,260	76%
CIG	2,500	4,240	70%

VN 指数の下落率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 1 日の終値	2018 年 9 月 25 日の終値	%増減
CMV	23,001	10,500	-54%
KAC	17,200	7,900	-54%
STT	9,210	5,070	-45%
HOT	48,003	28,250	-41%
ROS	60,696	40,800	-33%

HNX 指数プラス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 9 月 25 日の終値	年第 3 四半期での変動率(%)	Index pt
PVS	24,100	41.76	1.61
NVB	8,900	18.67	0.38
DBC	29,500	32.29	0.30
VCS	98,000	5.06	0.27
TNG	17,200	66.45	0.25

HNX 指数マイナス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 9 月 25 日の終値	年第 3 四半期での変動率(%)	Index pt
SHB	8,900	-4.3	-0.5692
DL1	33,500	-11.61	-0.2941
VGC	18,800	-14.03	-0.2345
NTP	50,000	-5.66	-0.1394
CEO	14,000	-6.38	-0.11

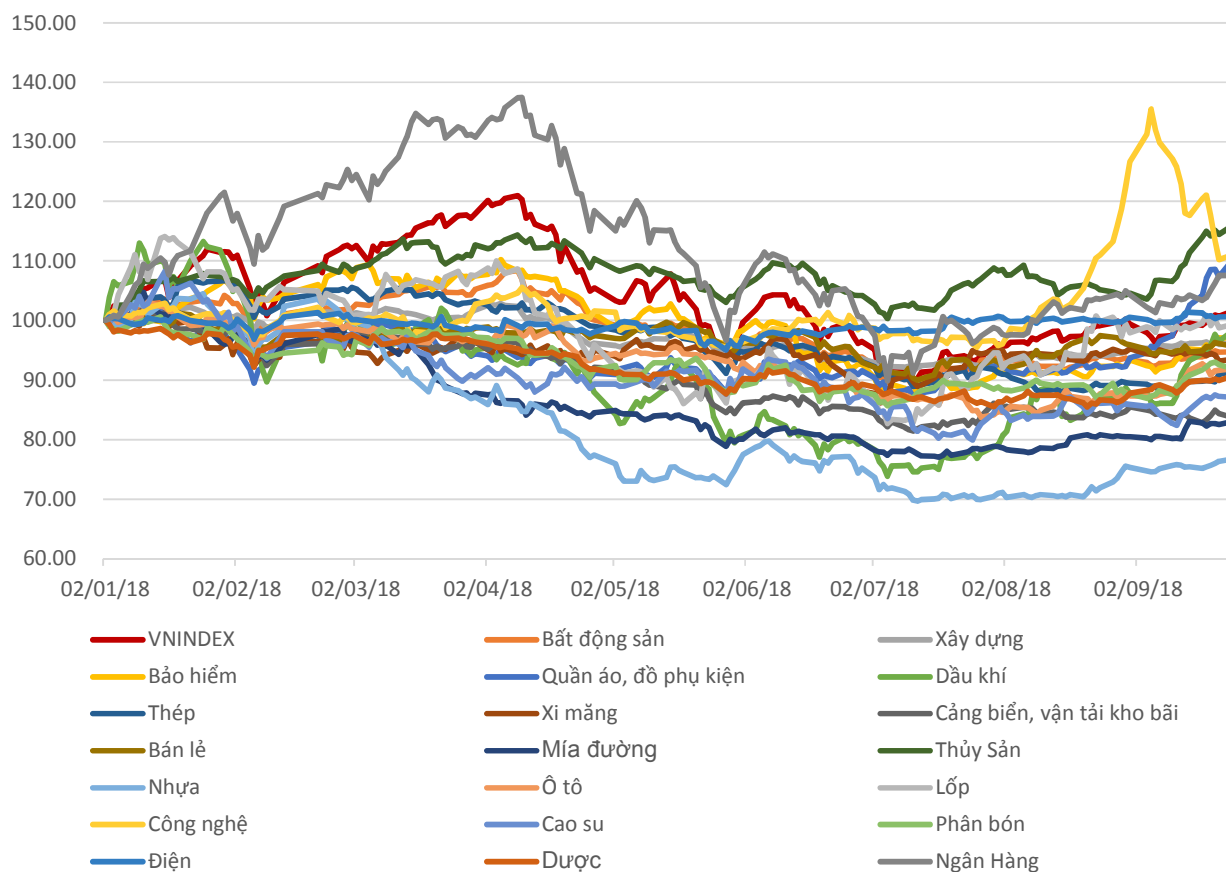
HNX の上昇率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 1 日の終値	2018 年 9 月 25 日の終値	%増減
SRA	11,500	35,000	204%
MBG	2,190	5,900	169%
BST	11,200	26,500	137%
BIT	600	1,400	133%
SDD	1,800	3,800	111%

HNX の下落率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 1 日の終値	2018 年 9 月 25 日の終値	%増減
CMV	23,001	10,500	-54%
KAC	17,200	7,900	-54%
STT	9,210	5,070	-45%
HOT	48,003	28,250	-41%
ROS	60,696	40,800	-33%

ソース: Bloomberg, BSC Research

2018 年初 9 ヶ月で各業界の成長と VN インデックス推移の比較

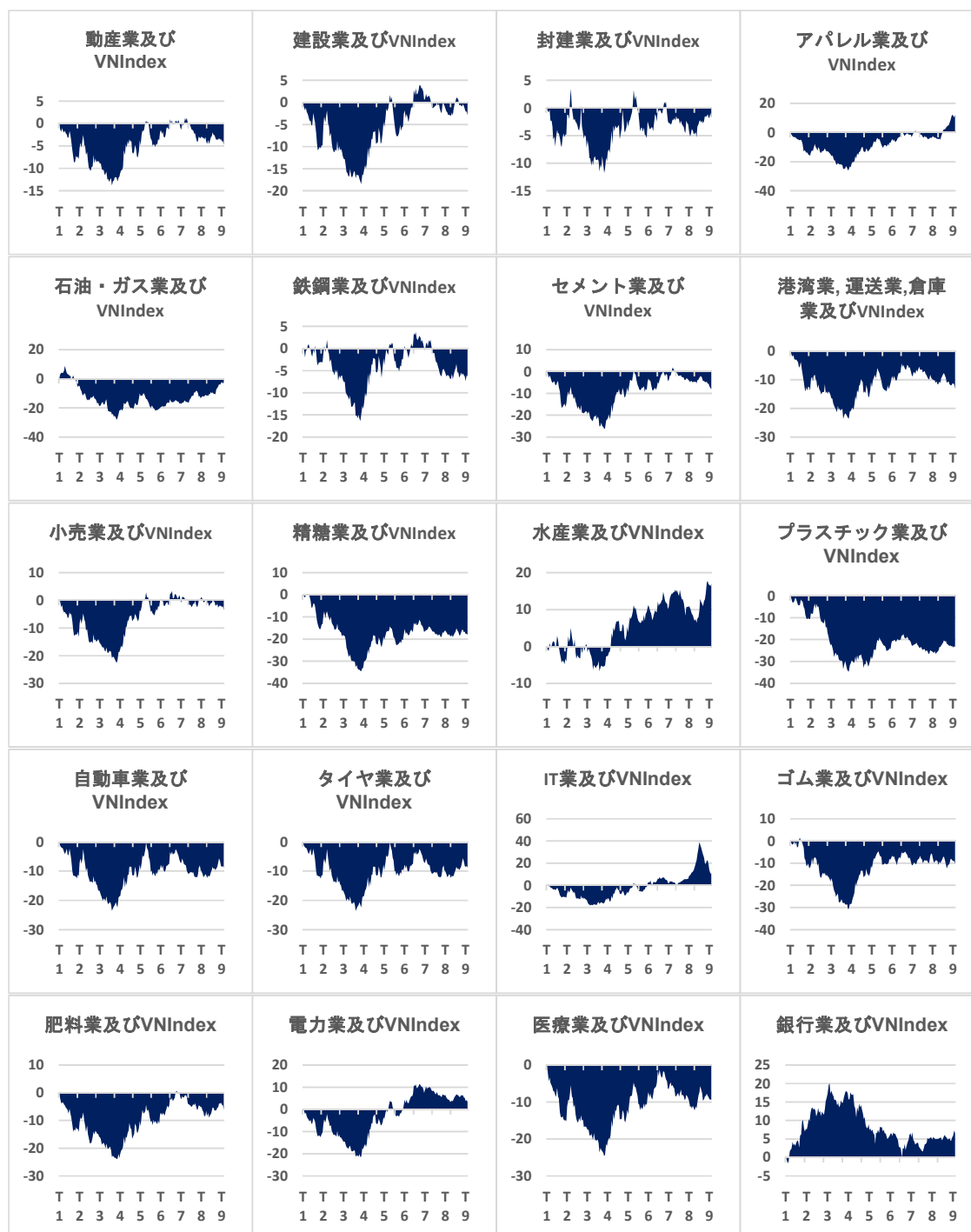
各業界及び VN インデックスの動き



ソース: Bloomberg, BSC research

多数の業界の成長は VN インデックスより下落した。好調な業績のおかげで、銀行業の成長は市場全体のより上回った。電力業や情報技術業など保守セクターの株式グループ、また水産業や繊維製品・衣料品など貿易戦争から恩恵を得る業界は好調な業績を達した。逆に、プラスチック業、精糖業、自動車業、ゴム業及びタイヤ業の成長が VN インデックスのより大幅に下落した。

2018 年 9 ヶ月における各業界と VN インデックスの成長率



ソース: Bloomberg, BSC research

注目銘柄のパフォーマンス

		2018 年 2 月	2018 年 4 月	2018 年 7 月	2018 年 9 月	増/減	2018 年上半期
	銘柄	1 日の終値	2 日の終値	2 日の終値	21 日の終値	(HPR)	の平均売買高
銀行	ACB	30,673	42,784	28,958	34,400	12%	4,466,049
	BID	27,000	45,000	24,750	35,300	31%	3,028,762
	CTG	24,950	36,200	23,100	28,100	13%	5,960,598
	HDB	0	43,990	36,200	38,850	-12%	2,322,027
	LPB	12,243	15,126	11,021	10,110	-17%	2,613,487
	MBB	21,844	30,086	20,884	22,950	5%	5,962,068
	STB	13,400	15,800	11,100	12,700	-5%	5,909,535
	VCB	55,000	74,000	58,100	64,600	17%	2,642,097
	TCB (**)	0	0	29,297	28,300	-3%	2,068,728
	VPB	26,759	42,024	27,700	26,300	-2%	4,747,438
保険	BMI	34,400	31,000	21,200	24,050	-30%	92,832
	MIG	11,943	13,394	13,020	12,940	8%	43,197
	PVI	30,366	36,971	29,000	33,000	9%	273,862
石油・ガス	BSR	0	26,359	17,489	19,268	-27%	1,742,852
	GAS	91,349	130,457	86,659	115,900	27%	644,044
	PVD	23,000	19,000	13,250	17,800	-23%	2,085,695
	OIL	0	21,166	15,954	16,250	-23%	886,760
	PVB (**)	19,800	15,300	14,800	21,300	8%	146,224
	PVS	22,471	21,500	16,700	23,200	3%	5,037,509
電力	NT2	27,477	24,786	24,954	25,700	-6%	406,844
	PPC	22,057	17,869	17,000	18,700	-15%	220,698
	POW	0	16,550	12,830	15,918	-4%	1,669,673
	REE	41,468	38,200	30,650	36,000	-13%	673,233
不動産	DIG (*)	19,623	24,953	15,660	17,700	-29%	1,926,103
	DXG	19,601	33,095	26,300	29,800	52%	3,691,098
	HDG	27,944	40,352	28,823	38,800	-4%	190,889
	NLG	25,371	34,322	28,100	32,400	28%	520,021

		2018 年 2 月	2018 年 4 月	2018 年 7 月	2018 年 9 月	増/減	2018 年上半期
	銘柄	1 日の終値	2 日の終値	2 日の終値	21 日の終値	(HPR)	の平均売買高
	KBC	13,650	13,750	11,600	12,450	-9%	2,769,451
商品	PNJ	88,000	134,640	81,000	101,600	15%	509,664
	MWG	130150	108560	107000	126000	-3%	571,138
	FRT	-	-	78000	75000	-15%	12,996
	VNM	172500	162880	140680	137800	-20%	849,495
建設	CTD	220,266	152,007	143,294	167,000	-24%	237,305
	HBC	28,247	30,053	23,200	24,450	-13%	1,528,858
	LCG (**)	10,480	8,987	8,560	9,290	-11%	172,846
	FCN	21,653	20,900	16,500	16,450	-21%	524,341
鉄鋼	HPG	34,072	42,144	38,400	41,300	21%	5,494,126
	HSG	21,184	20,031	11,300	12,350	-42%	3,454,504
	NKG	29,286	23,322	15,050	15,200	-48%	364,724
タイル建材	CVT	40,512	38,352	25,950	27,500	-32%	418,175
	VGC	25,937	24,138	19,595	19,000	-27%	2,079,076
セメント	BCC	7,800	7,300	6,600	6,800	-13%	43,625
	HT1	15,850	14,600	11,400	13,650	-14%	252,387
プラスチック	AAA	24,199	18,102	18,250	17,150	-29%	1,593,308
	BMP	83,630	67,628	57,500	60,200	-28%	252,665
	NTP	65,676	60,146	44,700	51,500	-22%	11,653
肥料	BFC	31,625	32,765	25,800	26,850	-15%	35,545
	DPM	20,477	20,571	16,800	17,950	-12%	697,341
	LAS	13,127	12,749	11,700	11,400	-13%	45,011
	SFG	11,762	12,238	11,950	11,700	-1%	12,972
ゴム	PHR	26,174	27,284	19,600	26,400	1%	295,892
	DRI	11,334	9,679	7,710	6,702	-41%	54,136
	TRC	26,143	25,870	23,137	24,200	-7%	48,602
タイヤ	CSM	15,751	13,953	13,950	14,050	-11%	198,173
	DRC	24,239	29,840	23,300	27,400	13%	377,926

		2018 年 2 月	2018 年 4 月	2018 年 7 月	2018 年 9 月	増/減	2018 年上半期
	銘柄	1 日の終値	2 日の終値	2 日の終値	21 日の終値	(HPR)	の平均売買高
IT	CMG	25,617	28,559	18,828	23,000	-10%	64,528
	FPT	49,531	50,939	39,283	45,900	-7%	1,486,444
繊維・アパレル	TCM	27,919	22,953	18,850	28,800	3%	345,975
	TNG	11,668	11,751	10,100	15,200	30%	367,224
	VGG	53,528	53,203	49,413	56,784	6%	10,914
医薬	DBD	52,523	48,009	41,900	37,800	-28%	44,427
	DHG	113,349	110,294	99,000	96,900	-15%	260,648
	IMP	56,959	54,785	55,500	52,900	-7%	28,220
	PME	74,275	71,819	73,500	70,400	-5%	11,460
精糖	LSS	11,001	8,850	7,640	7,080	-36%	58,696
	SBT	20,400	17,400	14,450	21,000	3%	4,242,511
港湾	GMD	31,667	28,335	23,046	27,300	-14%	805,205
	VSC	39,431	37,064	32,773	43,200	10%	171,016
運送	GSP	12,586	12,451	12,300	13,050	4%	7,611
	PVT	17,860	19,604	14,043	17,950	1%	378,583
水産	HVG	7,860	5,200	2,590	5,190	-34%	299,729
	VHC	51,992	68,300	57,500	93,500	80%	288,697
	FMC	22,156	29,478	20,100	26,400	-10%	176,621
(*)2018 年第 2 四半期のセクター見通しレポートのポートフォリオに追加されたばかりの銘柄							
(**)2018 年第 3 四半期のセクター見通しレポートのポートフォリオに追加されたばかりの銘柄							

2018 年の各業界に及ぼす情報と政策

国内外のマクロ情報と各規定の改正・補充・加筆と各自由貿易協定は証券市場特に各企業に様々な影響を与える。BSC は下記の通り、2018 年に注目すべきな政策と大きな行事を纏めました。

順	内容	有効日	ベトナム経済への影響	影響度	2018 年 9 月 30 日時点の影響
マクロ政策と国際経済情勢					
1	FED の金利の引上, 米ドル高		ネガティブ	超強い	既に影響した
2	Brexit で (ポンド安となり)		ネガティブ	強い	影響している
3	ECB は通貨政策を緩和 (EUR 高となり)		ネガティブ	適当	まだ影響していない
4	日本のアベノミクス政策(円安)		ポジティブ	強い	既に影響した
5	アジアの各経済の積極的な成長		ポジティブ	強い	影響している
6	中国の経済成長率が遅い (RMB 切り下げ)		ネガティブ	超強い	既に影響した
7	原料の価格水準の上昇 (原油価格など)		絡み合い	超強い	影響している
8	トランプ大統領の保護主義的な経済政策		ネガティブ	超強い	影響している
マクロ政策と国内経済情勢					
1	不良債権の処理の決議第 42 号	15/8/2017	ポジティブ	強い	影響している
2	2017 年の国家銀行の通達第 19 号	12/2/2018	ポジティブ	強い	影響している
3	通産省の決定第 3610a 号	20/9/2017	ポジティブ	超強い	影響している
4	2017 年の国家銀行の通達第 21 号	02/04/2018	ポジティブ	適当	まだ影響していない
5	特別経済行政特区法の導入	2018	絡み合い	強い	まだ影響していない
6	対 VND の資出金利の引き下げ	2018	ポジティブ	強い	影響している
7	インフレの上昇の可能性		ネガティブ	強い	まだ影響していない
8	金利の引き上げの可能性		ネガティブ	強い	影響している
9	VND 対 USD 為替レートの引き上げの可能性		ポジティブ	強い	影響している
10	国家債務残高が多い		ネガティブ	強い	影響している
11	国有企業の株式化の促進		中立	適当	影響している
12	SCIC や省庁よりの資本回収		中立	超強い	影響している
13	GDP, FDI 額, PMI 指数、外貨準備, 信用, 輸入出額を増加		ポジティブ	適当	影響している
14	ガソリンに対する環境保護税の増加提案	01/07/2018	ネガティブ	強い	まだ影響していない
15	政令第 04 号/2018/NĐ-CP	20/02/2018	ポジティブ	強い	影響している
16	2018 年自動車輸入者に厳しい条件を課す通達第 3 号	01/03/2018	ポジティブ	強い	影響している
17	デリバティブ市場		絡み合い	強い	影響している
各自由貿易協定 (FTAs)					
1	ベトナム- ユーラシア経済連合の FTA	2016	ポジティブ	適当	影響している
2	包括的および先進的環太平洋連携協定 CPTPP	2018	絡み合い	適当	まだ影響していない
3	ベトナム-EU の FTA	06/2018	ポジティブ	強い	まだ影響していない
4	東アジア地域包括的経済連携	交渉中	ポジティブ	強い	まだ影響していない

(ソース: BSC Research)

地域における証券市場との比較

2018 年 9 月 25 日	ベトナム		平均		インドネシア		マレーシア		フィリピン		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
金融業	15.15	1.62	17.67	1.55	42.64	1.72	14.80	1.36	17.05	1.81	18.30	1.37
商品	14.56	1.78	22.69	3.10	23.88	4.23	23.45	7.78	19.91	1.96	21.93	1.89
工業	11.18	1.17	18.10	2.16	18.10	2.22	23.62	2.10	17.33	1.62	18.10	2.22
石油・ガス業	10.66	1.22	17.14	0.76	17.14	0.72	23.02	4.47	7.81	0.80	17.14	0.72
消費サービス	12.75	2.24	42.45	3.27	57.72	3.01	19.38	5.28	27.17	3.53	57.72	3.01
基本的な材料	13.64	0.91	19.45	2.07	19.45	1.60	19.67	3.00	9.11	2.54	19.45	1.60
ユーティリティ＝	9.75	1.74	12.61	1.40	12.61	1.02	22.94	1.79	11.82	2.21	12.61	1.02
テクノロジー	12.57	1.70	42.64	3.50	42.64	3.50	N/A	N/A	N/A	N/A	42.64	3.50
健康管理	18.87	2.06	131.98	2.22	175.65	4.94	131.98	2.02	N/A	N/A	18.10	2.22
通信	9.11	2.42	17.95	3.49	17.02	3.00	18.87	3.98	18.87	3.98	17.02	3.00

(ソース: Bloomberg, BSC research)

(注意: Bloomberg の割付により、金融が不動産を含んでいる)

P/E 及び P/B の平均値から見ると、周辺国と比べ、ベトナム証券市場の価格が割と安いとわかるようになった。多数の業界の割引率が周辺国の同業より高いということ。

2018 年第 4 四半期の投資見通し

2018 年初の 2 四半期にアジア地域における近隣の市場と同様して変動した後、第 3 四半期にベトナム証券市場の構造的な変化が進行していると示し始めた。これらの相違点の基礎は、ベトナムのマクロ条件が近隣諸国よりも好調な状態にあることである。外部要因から見ると、上記でも述べた通り何とも判断できなく悪化する可能性が高い。次の要因の為世界株式市場はより反応し始めた。(1)貿易戦争(2)一部の新興市場では不安定(3)各中央銀行の金融引き締め政策。2018 年第 4 四半期のベトナムでは、企業の基本的な要素が全体的に改善されて、2017 年に比べ業績の成長がかなり伸びると期待されている。しかし、ベトナム株式市場は以前のように大きな変動を直面する可能性が高く、投資機会の探索はこれまで以上に困難になる事に繋がる。以下の通り投資テーマを念のため復唱する。

第 1 のテーマは株式化及び新規上場の調整。2016 年から 2018 年第 2 半期にかけて、市場は連続で大手な企業の初売出し(IPO)、第三者割当、新規上場などの事業を迎えた。価格は 1 年以上上昇して、2018 年第 3 四半期には徐々に合理的な価格へ再調整した。2018 年第 4 四半期には、この株式グループは基本的な改善レベル及び資本回収や上場転換などによってさらに明暗で分かれる。

第 2 のテーマは大手な企業から国家資本回収のチャンス。以前の視点と同様として、証券市場の明暗で分かれる事で、各企業の資本回収価格がより合理的なレベルに戻る。注意すべきリストが 2018 年第 3 四半期と同じく、PVI (保険), CSM, DRC, CSV (化成品), VGC (建設材), SCIC の各会社及び商業銀行における株式売出可能が慎重にフォローする必要がある。第 4 四半期の最初の資本回収競売がこの投資テーマの明るい兆候になる。

第 3 のテーマは好調な業績で銀行業の回復。前四半期に示されているように、銀行業は引き続き業績が伸びる一年を迎えるだろう。殆どの銀行株が上場して、VN インデックスを占めている割合が益々大きくなっている。株価が大きく上昇した時期後、2018 年第 2 四半期末に株価の急落が多数の銀行株の価格を長期投資家にとって魅力的な株価に返した。しかし、銀行株の価格は 2018 年第 1 四半期のように早めに最高値になる事は期待するべきではない。その上、銀行株の価格は業績が年初の四半期と同じではない場合、明暗で分かれるだろう。

第 4 のテーマは不動産業の業績成長が引き続き上昇していることだ。2018 年～2019 年の期間には、業績の成長が引き続き顕著に上昇する。しかし、投資主は以前より中位所得者層向け不動産案件に集中し、しかも許可の申請続きが遅い事で、中期的な売上・利益への期待は以前比あまり楽観的ではなく、不動産株の見通しに影響を及ぼす。不動産は上流業であるため、建設や資材などの下流行の見通しにも影響を与える。

第 5 のテーマは外部の不安定及び防御的なセクター。ベトナム証券市場は様々な騒動から回復しているアジア地域にある。大きな国の金融引き締め政策及び貿易戦争が火を付けた為、

今後の不安定を避けられない。我々は投資家が、電気(POW、NT2)、小売(MWG、PNJ)、食品(VNM)などの国内市場を好む高度防御なセクターへ焦点を当てる事ができると判断している。これらのセクターは経済の内部ニーズによる恩恵を受け、安定した成長を維持している。

第6のテーマは新しい傾向から恩恵を受けるセクター(前のレポートに追加)。経済見通しの迅速な変更及び不明なグローバル地政学及びITの急速な発展は生産と消費の両方をシフトさせている。そのうち1つは、数年進行していた中国+1と言う傾向であり、現在貿易戦争の影響を受け、さらに強くなっている。貿易戦争の良影響は、ある場合業績に反映する時間が必要な為、遅くなることに注意する必要がある。一方、悪影響は、通常、心理的な影響で急速に広がる。同時に、受益セクターは、高循環グループ(短期受益グループ)と低循環グループによって異なる。メリットを恵まれるセクターは輸出産業(繊維・アパレル、水産業...)、輸出サービス(ロジスティック、港湾、航空、工業団地...)である。

各セクターに対するマクロ要素の影響

	貿易戦争	原油価格回復	FEDの利上げ	米ドル高	ヨーロッパの不景気 / Brexit / ユーロ安	円高	国内での金利の上昇	中国の経済の成長の減速	TPP失敗	自由貿易協定 FTAs
海運	(+/-)	(+/-)		(-)	(+)	(-)	(-)		(-)	(+)
不動産							(-)			
建設							(-)			
セメント				(-)	(+)		(-)			
繊維	(+/-)	(-)		(+)	(-)	(+)	(-)		(-)	(+)
電力		(+)		(-)	(+)	(-)	(-)			
医薬品				(-)	(+)		(-)			
プラスチック		(-)		(-)			(-)			
タイヤ	(+)	(-)		(+)		(-)		(+)		
銀行	(-)								(-)	(+)
鉄鋼	(-)						(-)	(-)		
水産	(+)			(+)			(-)	(-)		
精糖							(-)	(-)		
石油・ガス		(+/-)		(-)			(-)			
肥料		(-)		(-)			(-)	(+)		
ゴム		(+)		(+)		(-)		(-)		
セラミック		(-)					(-)			
IT		(-)								(+)
港湾	(+/-)			(-)			(-)			
自動車										
保険	(-)						(-)			

小売		(-)		(+/-)
食品	(+)	(-)	(-)	(+/-)

ソース: BSC Research

2018 年第 4 四半期及び 2018 年度の各セクターの投資見通し

- BSC は銀行業、石油・ガス業、電力業、IT 業、非生命保険業、不動産業、商品業の投資見通しを「有望」と評価し続けている。その評価は安定的な企業内部のマクロ要素及び資本回収・増資・上場などの要素に基づいている。しかし、我々は不動産業が今年の初めのように利点がなくなったという事をご注意させていただきたく存じます。石油・ガス業が 2018 年第 3 四半期に石油価格の回復期待に対す早く反映した。
- BSC は建設業、医薬品業、鉄鋼業、プラスチック業、セラミックタイル業、繊維・アパレル業、港湾業、海運業、ゴム業、タイヤ業、肥料業、水産業の投資見通しを「中立」と評価している。このグループはメリット・デメリットの両方持ち、好悪の絡み合いのせいで、全業界ではなくトップ企業のみ機会が恵まれる。また、このグループのうち、幾つかの業種が景気循環及び不動産業を初めにし成長の減速から影響を受けている。
- BSC はセメント業、精糖業の投資見通しを「弱気」と評価している。我々は悲観的ではないが、最近の価格の変動が各基本要素にあまりにも迅速に反応していると思う。最新情報があり次第、再度の判断を行うようにする。この 2 つのセクターでは、セメント業が輸出市場で好調な動きを示す。

順	セクター	2018 第 3 四半期の評価	中長期投資の銘柄	ホールド銘柄
1	銀行	有望	ACB, MBB, LPB, TCB	VCB, VPB, HDB, STB, BID, CTG
2	石油・ガス	有望	GAS	PVB, PVD, PVS
3	電力	有望	PC1, GEX, REE	NT2, PPC, POW
4	IT	有望	FPT, CMG	
5	不動産	有望	VHM, DXG, NLG	KDH
6	非生命保険	有望	PVI, BMI	MIG
7	商品	有望	PNJ, MWG, FRT	VNM
8	建設	中立	CTD, FCN	HBC
9	医薬品	中立	PME	DHG, DBD
10	鉄鋼	中立	HPG	HSG, NKG
11	セラミック タイル	中立	CVT	VGC
12	プラスチック	中立		NTP, BMP, AAA
13	繊維・アパレル	中立	VGG	TCM, TNG
14	港湾	中立	GMD, VSC	
15	海運	中立	PVT	

16	ゴム	中立	DPR	PHR, DRI
17	タイヤ	中立	DRC	CSM
18	肥料	中立	BFC, LAS	DPM
19	水産	中立		VHC, FMC, MPC
20	セメント	弱気	HT1	
21	精糖	弱気		SBT

ソース: BSC research

2018 年第 4 四半期及び 2018 年における各セクターの投資展望 の概略

銀行業 — 有望

BSC は銀行業の投資見通しを「有望」と評価している。(1) 非利息事業の活動を促進していることで、コア事業の業績が好調となると予測される。現在、非利息事業にはまだ成長の余地がある。(2) 不良債権の処理と不良金融機関の再構成が強化されている。銀行は徐々に健全化し、世界の厳しい基準に沿って運営している。VCB、ACB、MBB、TCB など多くの銀行は 2018 年の引当金費用が前年より低くて、引当金戻入益または不良債権の処理によりの他の収入を計上すると期待された。(3) バーゼル II に沿って自己資本比率を引き上げたことにより、市場指数構成のうちの銀行グループの割合と規模が増した。しかし、いくつかのリスクがある。(1) 銀行間金利と預金金利が上がる。(2) 2018 年下半期の貸付成長率は減速する可能性がある。(3) 世界マクロ経済の動きは予測不可能になって、ベトナム市場に影響する。(4) 現在、ベトナムの各銀行の P/B は 1.75x であり、地域の P/B の 0.92x より高かった。

買い注文を推奨する銘柄: TCB、MBB、ACB、LPB。

石油・ガス業 — 有望

BSC は石油・ガス業の投資見通しを「有望」と評価している。イランに対する米国の経済制裁のため、原油の供給が削減されて、価格が現在のレベルに維持して、将来に上昇するだろう。業界の特徴により、石油・ガス上流企業の業績は 2019 年に改善される。他方、2019 年に、PVN は引き続き 3 つの主要案件を展開する。これは Sao Vang Dai Nguyet 案件 (第 2 Nam Con Son)、Su Tu Trang 案件第 2 段階、Lo B O Mon 案件である。ところが、第 3 四半期に、石油・ガス株の成長は実際の運行状況より早くなっている。そのため、石油・ガス株の価格は割高になって、魅力だと評価されない。

「観察」を推奨する銘柄: GAS、PVD、PVS、PVB、BSR、PLX、OIL。

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。電力企業は安定し、ベータ版が低い、そのため、電力企業の各株式が保守になる。電気需要と価格の上昇は今後の電力企業の成長の要因である。他方、南部の高需要のため、送電プロジェクトが連続で展開されている。そのため、発電所の株式以外、電気工事の建設資材に関する株式も好影響を受けるだろう。

買い注文を推奨する銘柄: PC1、GEX、REE。

「観察」を推奨する銘柄: POW、NT2、PPC、PPC、NT2。

テクノロジー業—有望

BSC はテクノロジー業の投資見通しを「有望」と評価している。2018 年上半期に、IT 業の売上高は前年同期比 16.15%増の 1,026 兆ドンとなった。中に、ハードウェアの売上高は 912 兆 8,000 億ドンとなった。ソフトウェアの輸出の売上高は前年同期比 16.21%増の 918 兆 3,840 億ドンとなった。2018 年上半期、通信業の売上高は前年早期費 4.83%増の 181 兆 9,480 億ドンとなり、年間計画の 49%を達成した。携帯電話加入者数は前年同期比 10.28%増の 1 億 3,600 万人となった。中に、4G 加入者数は同比 53%増となった。ソフトウェアの輸出及びブロードバンドの成長潜在のため、FPT と CMG の見通しが有望になっている。

買い注文を推奨する銘柄:FPT、CMG。

不動産業—有望

2018 年第 4 四半期がアパートを引き渡して利益を計上する時期であるので、BSC は不動産業の投資見通しを「有望」と評価している。しかし、第 2・3 四半期の供給が下落し、不動産の成長が減速し、貸付金利が上昇傾向がある。BSC では、VHM、KDH、DXG、NLG、HDG などゼネコンの投資見通しを有望と評価している。又、BSC も VPI、Cenland、HPX など新規上場銘柄を観察している。売上高の計上が遅いため、2018 年第 4 四半期の業績が好調なでも、不動産株の魅力が新案件の展開進捗に伴う下落するだろう。次の四半期に、BSC は引き続き不動産業をよく観察する。

買い注文を推奨する銘柄:DXG、NLG、VHM。

損害保険業—有望

BSC は損害保険業の投資見通しを「有望」と評価している。経済の高い成長率のおかげで、損害保険業の成長率が引き続き 10%以上に達した。特に、健康保険と金融保険の成長率が 20%となった。保険株の時価はかなり安い(現在、簿価以下で引き取っている)。2018 年下半年と 2019 年に、預金金利と債券利率の上昇傾向は保険企業の債務収入に好影響を与える。

買い注文を推奨する銘柄:PVI、BMI。

消費財業—有望

BSC は消費財業の投資見通しを「有望」と評価している。2018 年の GDP(国内総生産)が 6.7%~7%増となり、インフレ率が 4%以下であり、IIP(鉱工業生産指数)が 11%となることを仮定とする所で、消費財業の成長は 7%~15%増となると見込みだ。飲食業については、市場が飽和していて、2018 年の成長が 6%~8%増となる。2018 年下半年に、原料コストが下落傾向があるから、利益率が改善される。小売業について、業績が好調で、成長率が 11%~15%となる。しかし、成長余地があまり多くないため、電子品消費成長を減速させている。

買い注文を推奨する銘柄:PNJ、MWG、FRT。

「観察」を推奨する銘柄:VNM。

建設業—中立

前四半期から、BSC は建設業の投資見通しを「有望」から「中立」に引き下げた。建設業が最も成長する時期が過ぎて、低迷時期に入ったため。(1)新規契約の価値が僅かに上昇するか変わらないかと予測される。(2)激しい競争のため売上総利益率が急減し、不動産業が高級な物件から手頃な物件に移動し、原料価格が上昇している。(3)金利の急増は負債比率が高い企業に影響する。(4)建設業は住宅の契約から交通インフラ、工業団地、オフィス、リゾートのプロジェクトを集中する。建設業の平均 P/E が 8.8x である。

買い注文を推奨する銘柄:CTD、LCG、FCN

鋼鉄業—中立

BSC は鋼鉄業の投資見通しを「中立」と評価している。消費量が成長しているが、業界の競争が激化している、特に亜鉛メッキ鋼板生産企業である。鋼鉄価格の成長が減速していることで、2018 年下半期の鋼鉄業の利益が影響される。鋼鉄生産企業、亜鉛メッキ鋼板生産企業と商売企業の見通しは引き続き明暗で分けている。理由は鋼鉄業が不動産の下流産業であり、鋼鉄の輸出活動が順調にならなかったから。2018 年第 4 四半期に、そのリスク要素を観察するべきだ。

買い注文を推奨する銘柄:HPG。

タイル業—中立

BSC はタイル業の投資見通しを「中立」と評価している。年末の時点で建設工事を完了しなければならないため、第 4 四半期のタイル業の業績がより良くなるだろう。そのため、タイル企業はプロモーションを削減し、販売価格を引き上げる。しかし、投入燃料価格の上昇と共に供給過剰のため、困難がまだある。鋼鉄業と同様して、タイル業の見通しは次の四半期に不動産業の動きに依存している。

買い注文を推奨する銘柄:CVT。

「ホールド」を推奨する銘柄:VGC。

プラスチック業—中立

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。2018 年上半期、プラスチック建築材料の業績が不振した。しかし、2018 年下半期に、建設活動が活発になるため、消費量が上昇するだろう。包装用プラスチック事業では、家庭や飲食店の消費需要のおかげで、消費量が伸びると予測された。プラスチック樹脂価格成長の減速も各企業の利益を改善する。

「ホールド」を推奨する銘柄:NTP。

「観察」を推奨する銘柄:BMP、AAA。

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。業界での競争が激化しているが、成長潜在がある。理由はベトナムでの低い医療品需要、安い人件費、国内の医療品業に対する政府の優待は医療品株のハイライトであるから。現在、医薬品業の株価は一般市場より割高になったが、地域よりずっと低かった。これはプラスなポイントである。特に、企業は外国人投資家の保有率を 100%に引き上げた。

買い注文を推奨する銘柄:PME。

繊維業—中立

BSC は繊維業の投資見通しを「中立」と評価しているが、評価を引き上げることにに対する考慮している。繊維業の業績は短中期的に好調になると考えている。但し、繊維株の価格は高くない(平均 P/E が 7x~9xだ)、繊維業は国際商売に関するリスクを抱えている。しかし、貿易戦争の緊張と共にベトナムと EU 間の自由貿易協定(EVFTA)が有効になることで、市場の姿勢がポジティブになって、繊維株の価格をサポートするだろう。

買い注文を推奨する銘柄:VGG。

「ホールド」を推奨する銘柄:TCM、TNG。

海港業—中立

BSC は海港業の投資見通しを「中立」と評価しているが、ポジティブな要素が多くなっている。新規自由貿易協定(FTAs)が正式に締結されたことで、海港を通じて輸入出貨物量が顕著に増加する。他方、米中貿易戦争は海港業に様々な影響を与えるだろう。一般に、ハイフォン港での企業は引き続き激しい競争で困難を抱えている。特に、取扱能力が 100 万 TEUs である Lach Huyen 港は 2018 年 5 月から稼働した。そのため、BSC は海港業の投資見通しを「中立」と評価している。P/E は 5.6xであり、ROA と ROE はそれぞれ 4.03%、11.85%だった。

買い注文を推奨する銘柄:GMD、VSC

海運業—中立

BSC は海運業の投資見通しを「中立」と評価している。この業界は明暗で良く分けている。新規稼働製油所のサポートのおかげで、液体輸送企業の成長がより安定になっている。しかし、バルク輸送企業はまだ多くの困難がある、物流サービスがある外国企業と価格及びサービスに対する競争のため。液体輸送事業とバルク輸送事業を別々に評価したら、バルク輸送企業の見通しはかなり困難である。

買い注文を推奨する銘柄:PVT

ゴム業—中立

BSC は天然ゴム業の投資見通しを「中立」と維持している。同業のゴム企業の大部分は高配当率(約 40~50%)を維持した。しかし、ゴム企業の業績はゴム価格の動きに依存している。一般的なゴム価格は底値に打ったことから、長期的に追加値下がるにくいと考えている。また、いくつかの企業はゴム木の売却或いは土地譲渡による大きな利益があることで、今後の 1~2 年間に安定的な利益を維持できるだろう。

買い注文を推奨する銘柄:DPR

タイヤ業—中立

2018 年第 4 四半期、ゴム価格の下落と共にラジアルの輸出からの成長によると、BSC はタイヤ企業の業績の回復を期待している。しかし、原料価格の変動で、ベトナムでの自動車の傾向がはっきりしない、また、株式の価格が割高になっている。そのため、BSC はタイヤ業の投資見通しを「中立」と評価している。資金回収からのポジティブな要素は短期的に影響するだろう。

買い注文を推奨する銘柄:DRC

肥料業—中立

税政策の変更と共に PVN と Vinachem の資金回収計画によると、BSC は肥料業の投資見通しを「中立」と評価している。しかし、競争が激化し、供給が過剰し、需要の成長が遅く伸びることは消費量と販売価格に影響した。肥料業の VAT に関する法案は国会に検討されているが、結果は 2019 年まで出る。

買い注文を推奨する銘柄:BFC、LAS

水産業—中立

BSC は水産業の投資見通しを「中立」と評価している。中国や日本など新輸出市場の大きな消費需要は次の 1~2 年に水産企業の成長原動力になるだろう。現在、各企業の業績は顕著に成長している。BSC はこの高い成長率が 2018 年下半年に維持されると期待している。しかし、循環性が高く、多くの要素に依存している水産業はあまり投資金を誘致できない。

セメント業—弱気

投入原材料価格が引き上げたが、競争性が生産能力の過剰に激しくなって、セメント生産企業が低販売価格を維持しているのは収益低下につながった。そのため、BSC はセメント業の投資見通しを「弱気」と評価している。EUR 建て貸付残高が高い企業では、対 EUR 為替レートは収益を改善する要素の一つである。現在、セメント輸出は多くの楽観的な兆しを示している。

砂糖業－弱気

2018 年～2019 年度の供給過剰が 1,065 万tと見込まれることで、BSC は砂糖業の投資見通しを「弱気」と評価している。この過剰状態も世界での砂糖価格に圧力をかける。他方、タイからの砂糖の密輸と共に需要成長の減速は 2018 年～2019 年の砂糖業の見通しに影響するだろう。

2018 年の注目銘柄

銘柄	2018 年の 売上高(10 億ドン)	2018 年 の税引 後利益 (10 億ド ン)	2018 年 の EPS (ドン／ 株)	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年 の ROE	2018 年 9 月 21 日 の終値	目標価 格
ACB	13,420	4,875	4,449	7.73	1.79	1.58%	26.43%	34,400	50,830
MBB	16,909	5,782	2,516	9.12	1.53	1.75%	18.66%	22,950	26,000
LPB	5,721	1,536	1,962	5.15	0.75	0.88%	15.72%	10,100	13,536
TCB*	17,954	8,115	2,321	12.19	1.91	2.73%	20.58%	28,300	32,800
VCB	34,370	12,117	2,914	22.17	3.86	1.13%	21.50%	64,600	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	15.03	1.54	0.74%	12.76%	28,100	27,413
VPB	30,075	8,640	5,501	4.78	1.25	2.91%	28.36%	26,300	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	13.56	2.45	1.35%	17.80%	38,850	N/A
STB	N/A	1,212	571	22.24	1.01	0.71%	5.18%	12,700	N/A
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	115,900	N/A
PVD	4,085	(322)	N/A	N/A	0.40	0.20%	0.34%	17,800	N/A
PVS	17,039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	23,200	23,155
PVB	207	20	935	16.47	0.78	4.60%	4.90%	21,300	19,600
BSR	113,789	5,425	1,761	10.95	1.73	8.62%	15.86%	19,300	N/A
PLX	158,000	5,000	4,317	16.4	4.38	7.48%	23.3%	70,800	N/A
OIL	66,267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,400	N/A
PPC	6,613	877	2,688	6.98	1.00	11.46%	15.90%	18,750	21,202
NT2	8,071	849	2,958	8.99	2.09	7.74%	14.80%	26,600	30,200
PC1	5,838	558	4,140	6.84	1.10	7.18%	17.26%	28,300	37,280
GEX	13,757	1,340	3,300	8.42	1.61	7.95%	17.53%	27,800	40,000
POW	32,383	2,659	1,221	13.02	1.48	4.76%	8.75%	15,900	N/A
REE	5,060	1,611	5,196	6.93	2.01	9.95%	15.13%	36,000	40,195
FPT	22,095	3,042	4,593	11.49	2.62	11.72%	22.40%	45,900	52,819
CMG	5,008	205	2,853	8.06	1.33	12.28%	20.10%	23,000	27,103
DXG	5,027	1,314	3,919	6.60	1.30	24.00%	10.00%	29,800	38,460
VHM	72,640	17,686	6,550	16.00	1.96	14.20%	33.10%	104,000	142,000
NLG	3,874	792	3,253	10.80	0.90	17.90%	7.10%	32,400	38,250
KDH	3,854	742	1,915	16.20	1.62	8.11%	5.17%	33,200	N/A
CTD	28,832	1,549	18,601	9.50	1.69	17.00%	9.00%	162,500	190,300
HBC	19,900	953	4,526	5.30	1.80	30.00%	6.00%	23,950	NA
FCN	3,500	250	2,808	5.80	0.88	12.00%	4.30%	16,300	19,320
LCG	2,487	95	954	9.80	0.66	6.90%	2.20%	9,260	10,900
DHG	4,150	730	5,583	20.30	3.70	17.60%	22.80%	96,900	N/A

銘柄	2018 年の 売上高(10 億ドン)	2018 年 の税引 後利益 (10 億ド ン)	2018 年 の EPS (ドン／ 株)	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年 の ROE	2018 年 9 月 21 日 の終値	目標価 格
PME	1,859	335	5,135	14.70	2.40	17.60%	19.50%	70,400	83,915
DBD	1,584	162	3,092	11.99	2.38	10.40%	20.40%	37,100	N/A
PVI	7,471	617	2,632	12.35	1.12	3.00%	8.33%	32,500	37,830
BMI	4,165	243	2,098	11.30	0.96	4.42%	9.21%	23,700	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.75	1.06	2.10%	8.60%	12,700	16,393
HPG	54,634	9,382	4,419	9.26	2.37	15.10%	24.70%	40,900	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.60	0.84	5.58%	18.05%	14,550	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.28	0.87	3.99%	14.53%	12,500	N/A
PNJ	14,160	1,000	5,730	17.7	3.9	27%	18%	101,600	128,500
MWG	89,782	2,921	9,215	13.7	4.7	34%	11%	126,000	162,200
FRT	7,448	183.1	8,887	8.4	4.7	34%	38%	75,000	84,000
VNM	55,748	10,178	7,012	22.9	8.9	28.4%	43%	137,800	141,870
VGC	9,415	680	1,353	14.03	1.31	4.26%	10.00%	19,000	18,400
CVT	1,470	180	4,654	5.90	1.52	13.00%	30.00%	27,500	32,580
NTP	4,636	329	3,320	15.51	2.08	7.80%	15.00%	51,500	49,070
BMP	4,072	438	4,872	12.36	1.92	14.40%	17.90%	60,200	N/A
AAA	6,000	330	2,632	6.51	1.29	N/A	N/A	17,150	N/A
BFC	6,831	301	3,715	7.5x	1.26x	7.70%	25.10%	27,800	29,252
VGG	9,873	408	6,825	8.21	1.53	8.70%	26.10%	56,000	63,000
TNG	3,453	141	2,388	6.36	1.29	5.20%	17.00%	15,200	15,400
TCM	3,467	253	4,180	6.89	1.49	8.10%	18.70%	28,800	29,300
GMD	3,981	585	2,031	12.24	2.14	5.00%	7.00%	27,300	31,000
VSC	1,354	310	5,628	7.70	1.27x	11.90%	17.30%	43,200	47,101
PVT	7,256	529	1,694	9.89	0.97	5.80%	11.10%	17,700	20,615
PHR	1,290	268	1,751	14.20	1.38	7.70%	11.20%	24,900	N/A
DPR	946	216	4,553	8.82	0.72	6.10%	7.90%	39,200	40,997
DRI	604	102	1,324	5.14	0.58	6.94%	10.98%	6,800	9,837
DRC	4,270	169	1,283	18.60	1.82	5.95%	11.00%	23,850	27,707
LAS	4,000	163	1,355	8.50	0.98	5.20%	12.39%	11,300	13,200
DPM	8,577	371	948	18.93	1.12	6.90%	9.94%	17,950	22,800
IMP	1,447	173	3,115	16.98	1.62	6.00%	10.00%	52,900	71,500
HT1	8,289	596	1,563	8.74	0.91	5.65%	10.36%	13,650	16,500
VHC	9,000	600	6,500	12.40	2.50	12.50%	19.70%	93,500	67,350
FMC	3,700	120	2,985	9.04	1.82	7.50%	24.10%	27,000	N/A
SBT	8,659	576	1,084	37.00	1.60	2.30%	11.20%	21,000	17,350

ソース: BSC Research

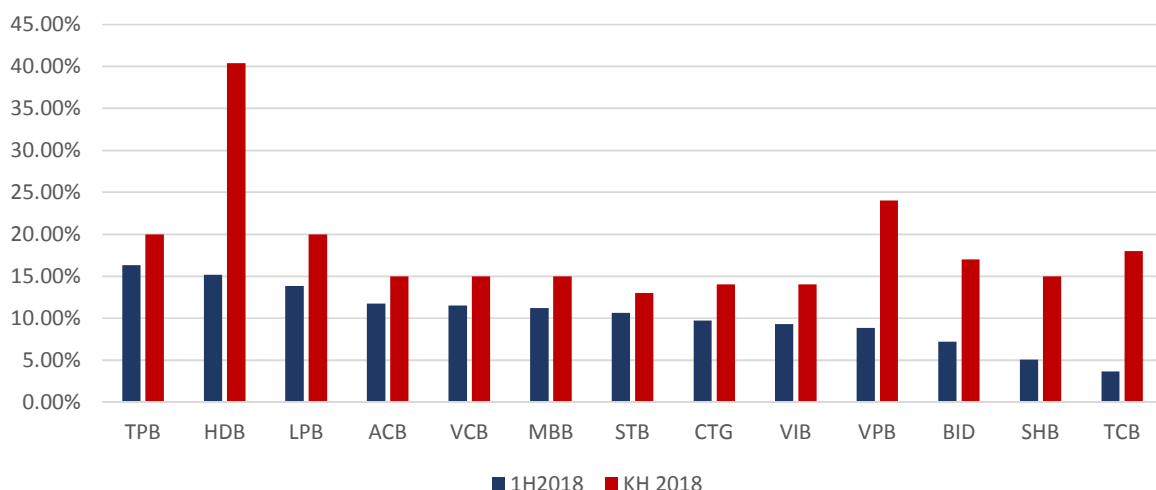
銀行業 [有望]

- 2018年9月20日の時点で貸付成長率は年初より9.15%増となり、前年同期の11.02%より低くなった。
- 2018年9月20日の時点で預金成長率は年初より9.15%増となった。2018年7月末までに預貸率が高くて、87.57%となった。
- 貸付金利が安定したがち、多くの銀行が預金金利を引き下げた。
- 2018年第3四半期に、銀行間金利が上昇した。翌日物金利、1週間物金利、1ヶ月物金利はそれぞれ2.89%、3.07%、3.43%となった。
- 上場銀行16行の税引後利益が前年同期比53.82%増となった。

2018年第3四半期の状況

統計総局によると、2018年9月20日の時点で貸付成長率は年初より9.15%増となり、前年同期の11.02%より低くなった。2018年8月に、ベトナム国家銀行は2018年の各銀行の貸付成長率上限を引き上げないことに関する指示第4号を発行した。そのうち、2018年第2四半期に、多くの銀行の貸付成長率がこの上限に打った寸前だった。そのため、各銀行の収益成長率が減速するだろう。活動収益の70%~80%は金融事業から来たから。BSCの評価によると、2018年貸付成長率は17%であり、ベトナム国家銀行の目標水相当と考えております。各銀行がBasel IIの要求を満たすために資金を十分に引き上げなければ、長期的な貸付成長は減速する可能性がある。

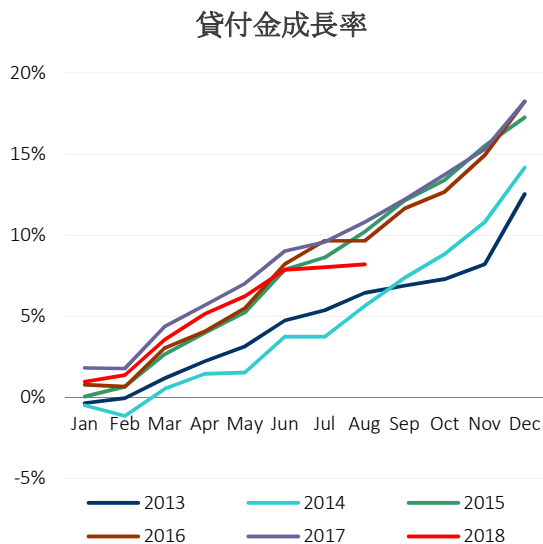
いくつかの銀行の2018年上半期貸付成長の実績と年間計画



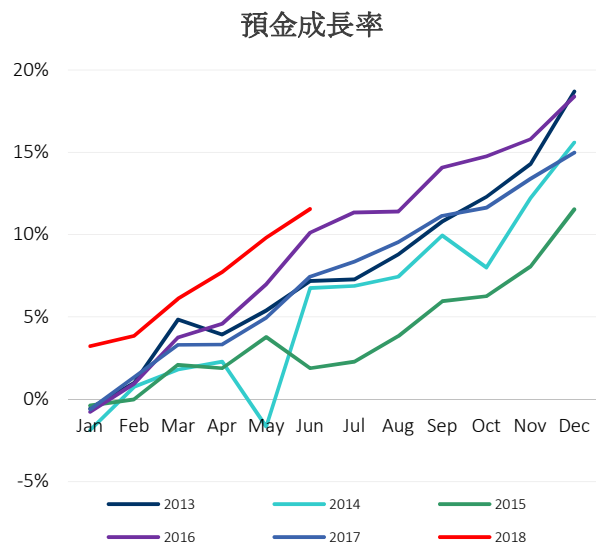
ソース: BSC

2018年9月20日の時点で預金成長率は9.15%増となった。2018年7月終わりに、預貸率が87.57%と他界水準で維持した。中に、国家商業銀行と株式商業銀行の預貸率がそれぞれ

93.7%、81.65%となって、国家銀行の許可レベルより高かった。そのため、通達第 36 号と第 06 号の要求の通りに安全率を確保するため、各銀行は預金成長率を強化するか貸付成長目標を厳しく管理するべきだ。



ソース: SBV

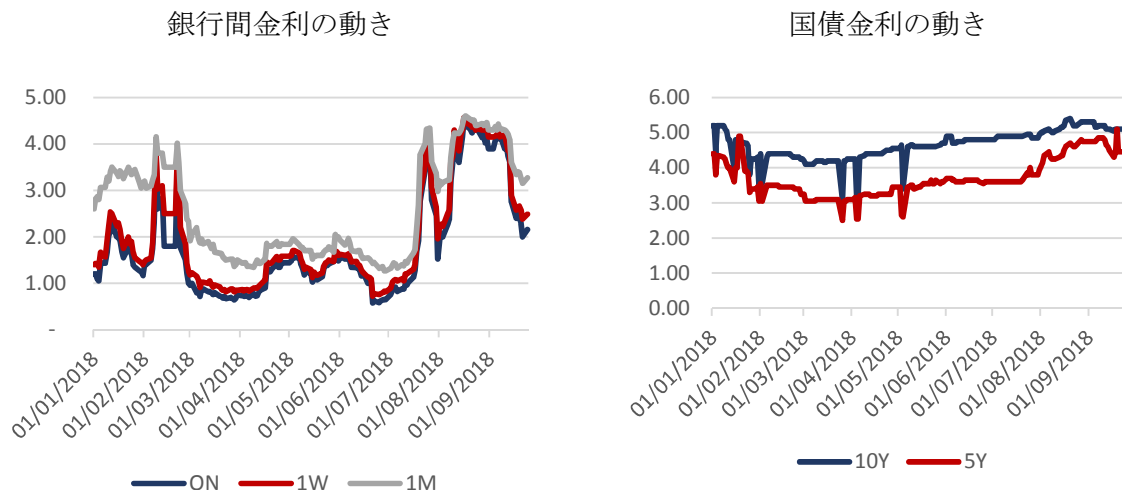


ソース: SBV

2018 年第 3 四半期の預金金利は引き上げた。最も引き上げたのは長期物金利だった。(1) 上記したように、預貸率を確保するために、各銀行は預金成長率を上昇した。(2) 中長期貸付用短期資金の利用割合は 2019 年年初に 40%に引き下げ、現在の割合より 5%低い。具体的には、ベトインバンク(CTG-Vietinbank)は各物金利を引き上げて、特に、8ヶ月以上物金利が 0.6%~1.4%増となり、24ヶ月以上物金利が 7.2%~8.6%増となった。BID の 1ヶ月物金利、2ヶ月物金利、5ヶ月物金利、6ヶ月物金利は 0.2%増となった。Vietcombank の 12ヶ月以上物金利は 0.1%増となった。The Capital Bank の 24ヶ月以上物金利は 1.4%増の 8.6%となった、これも市場の最も高いレベルだった。また、8ヶ月以上物金利は 0.6%~1.4%増となった。Seabank の 14ヶ月物金利は 8.2%増となった。SHB の 6~11ヶ月物金利は 0.2%増となった。額 10 億ドン以下の金額に対する、Techcombank の 1ヶ月物金利と 12ヶ月以上物金利は 0.1%増となった。第 3 四半期に、MBB のみは 1~3ヶ月物金利を 0.2%~0.6%引き上げた。預金金利を引き上げるが、貸付金利が相当に引き上げないことは短期的に銀行の NIM や利益に悪影響するだろう。従って、政府と国家銀行の買付金利を引き下げる目標は実施しにくいだろう。

銀行間金利、国債金利が引き続き上昇している。(1) 2018 年第 3 四半期の前半に、銀行間金利が顕著に上昇して、翌日物金利が 4.53%に引き上げた局面もあった。これは、USD の値

上がり(売値)と VND 建ての金利の上昇のため、国庫は商売銀行から資金を引き出した。9 月の第 2 週に以降銀行間金利が下落を戻った。2018 年第 3 四半期に、翌日物金利、一週間物金利、1 ヶ月物金利はそれぞれ 2.89%、3.07%、3.43%となって、第 2 四半期の平均レベルより高かった。(2)第 3 四半期、国債 5 年物金利と国債 10 年物金利はそれぞれ 3.71%、4.66% となって、第 2 四半期の平均レベルの 3.42%、4.55%より高かった。銀行間金利及び国債金利の上昇は各銀行の金庫事業の利益を減少させた。



ソース: Bloomberg

各銀行の戦略的なパートナーについて。前回のレポートで述べたように、各銀行が資本金を引上げるのは必要だ。多くの銀行は資本金を引き上げるために外国人投資家である第三者割当への新株発行予定がある。VCB は外国人投資家の 10 人以下である第三者割当への新株発行計画を促進し続けている。BIDV は一生懸命に戦略的な株主を探している。2018 年 9 月後半に、VCB は資本金を 39 兆 6,000 億ドン(10%相当)に引き上げる計画に関する国家銀行の許可を受けた。しかし、BSC が受けた情報によると、VCB と金融機関は価格の合意に達しておらず、譲渡制限時間も 1 年であるため、戦略的なパートナーを探す期間がかかるだろう。

いくつかの銀行は今後新規上場する計画がある。これは OCB(資本金 4 兆ドン)、Maritimebank(資本金 11 兆 7,500 億ドン)、Seabank(資本金 5 兆 4,660 億ドン)、ABBank(資本金 5 兆 3,190 億ドン)、Saigonbank(資本金 3 兆 800 億ドン)、Nam A Bank(資本金 3 兆 210 億ドン)、Viet A Bank(資本金 3 兆 5,000 億ドン)である。

2018 年上半期の業績は好調だった。2018 年上半期に、上場銀行 16 行の税引後利益合計は前年同期比 53.82%増の 34 兆 2,460 億 VND となった。殆どの銀行の業績成長が上昇したが、LPB の税引後利益のみは前年同期比 22.77%減となった。収益成長率が高かった銀行は

VIB(同 200.98%増)、ACB(151.22%増)、HDB(141.52%増)、TPB(112.18%増)、TCB(90.02%、資金回収からの異常な利益を除く場合はTCBの税引前利益が57.31%増となった)、STB(65.52%増)、MBB(+54.79%増)、VCB(53.32%増、資金回収からの利益を除く場合はVCBの税引前利益が21.7%増となった)、BAB(47.26%増)、BID(45.14%増)である。

	CTG	VCB	BID	MBB	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
規模												
資本金(10 億ドン)	37,234	35,978	34,187	21,605	18,852	34,966	24,963	11,259	9,810	7,500	5,842	5,644
株主資本	68,042	58,603	53,097	31,331	23,649	47,429	32,989	18,319	16,576	9,787	9,657	9,663
総資産(10 億ドン)	1,140,081	977,682	1,268,549	333,203	400,686	300,404	293,112	309,968	191,293	175,881	126,533	127,238
株主資本／総資産	5.97%	5.99%	4.19%	9.40%	5.90%	15.79%	11.25%	5.91%	8.67%	5.56%	7.63%	7.59%
成長率												
資産	4.11%	-5.56%	5.51%	6.16%	8.74%	11.51%	5.53%	9.02%	1.03%	7.62%	1.94%	3.31%
貸付	9.72%	11.52%	7.18%	11.21%	10.65%	3.64%	8.87%	11.76%	15.16%	13.82%	16.31%	9.29%
預金	13.22%	7.90%	12.16%	6.64%	11.25%	8.96%	13.29%	10.94%	5.18%	14.06%	6.93%	10.17%
普通預金	13.50%	28.34%	17.01%	30.46%	14.47%	22.35%	11.52%	15.36%	8.53%	21.57%	14.38%	15.01%
貸付／預金	101.77%	79.27%	96.33%	87.24%	69.32%	89.49%	131.44%	82.85%	94.92%	78.27%	98.14%	115.87%
資産質												
不良債権比率	1.29%	1.15%	1.49%	1.29%	3.70%	2.04%	4.07%	0.78%	1.43%	0.98%	1.17%	2.33%
VAMC へ売却した不良 債権を含む不良債権比	1.29%	1.15%	2.51%	1.29%	17.51%	2.04%	5.39%	0.78%	2.08%	1.72%	1.73%	3.14%
貸倒引当金／総負債 残高	1.44%	1.62%	1.26%	1.37%	1.27%	1.51%	1.79%	1.02%	1.14%	1.11%	1.15%	1.24%
貸倒引当金／総不良 債権	111%	141%	85%	106%	34%	74%	44%	131%	80%	113%	99%	53%
末金利／総貸付	1.69%	1.08%	1.24%	1.41%	9.64%	2.80%	2.00%	1.07%	2.59%	3.31%	1.56%	1.36%
疑問がある資産												
税引後利益(10 億ドン)	4,237	6,431	3,942	3,040	768	4,150	3,501	2,462	1,495	546	819	921
% yoy	8.53%	52.32%	45.14%	54.79%	65.52%	90.02%	34.34%	151.22%	141.52%	-22.77%	112.18%	200.98%
NIM (TTM)	2.66%	2.54%	2.98%	4.41%	2.09%	3.79%	9.00%	3.39%	4.22%	3.50%	3.39%	3.48%
CIR (TTM)	41.06%	41.35%	31.69%	39.28%	-29.94%	27.94%	32.31%	44.74%	45.19%	62.28%	47.26%	48.70%
ROA (TTM)	0.70%	1.15%	0.61%	1.44%	0.39%	3.13%	2.65%	1.24%	1.41%	0.93%	1.07%	1.38%
ROE (TTM)	11.94%	20.26%	14.52%	15.06%	6.33%	25.60%	24.06%	21.51%	18.16%	15.92%	17.38%	19.06%
EPS (ドン／株) (TTM)	2,085	3,140	2,378	2,102	819	2,563	3,069	3,320	2,797	1,701	2,215	3,197
希薄化後の EPS (TTM)	18,191	16,261	14,628	16,384	12,544	13,564	21,006	16,270	15,886	12,878	14,374	17,120
簿価(ドン／株)												
P/E	13.48	20.57	14.84	10.92	15.51	11.04	8.57	10.36	13.89	5.94	11.85	8.88
P/B	1.54	3.97	2.41	1.40	1.01	2.09	1.25	2.11	2.45	0.78	1.83	1.66

ソース: BSC research

投資観点—有望

BSC は銀行株の投資見通しを「有望」と評価した。その理由は(1)非利息事業の活動を促進していることで、コア事業の業績が好調となると予測される。現在、非利息事業にはまだ成長の余地がある。(2)不良債権の処理と不良金融機関の再構成が強化されている。銀行は徐々に健全化し、世界の厳しい基準に沿って運営している。多くの銀行は引当金費用が 2018 年より下がる、引当金を戻し入れする、不良債権の処理からの収入を得る。(3)バーゼルⅡに沿って自己資本比率を引き上げたにより、市場指数構成のうちの銀行銘柄の割合が増した。(4)多くの銀行は 2018 年内に新規上場する計画がある。しかし、いくつかのリスクがある。(1)銀行間金利と預金金利が上昇する。(2)2018 年下半期の貸付成長率は減速する可能性がある。(3)世界マクロ経済の動きは予測不可能になって、ベトナム市場に影響する。

買い注文を推奨する銘柄:TCB、MBB、ACB、LPB

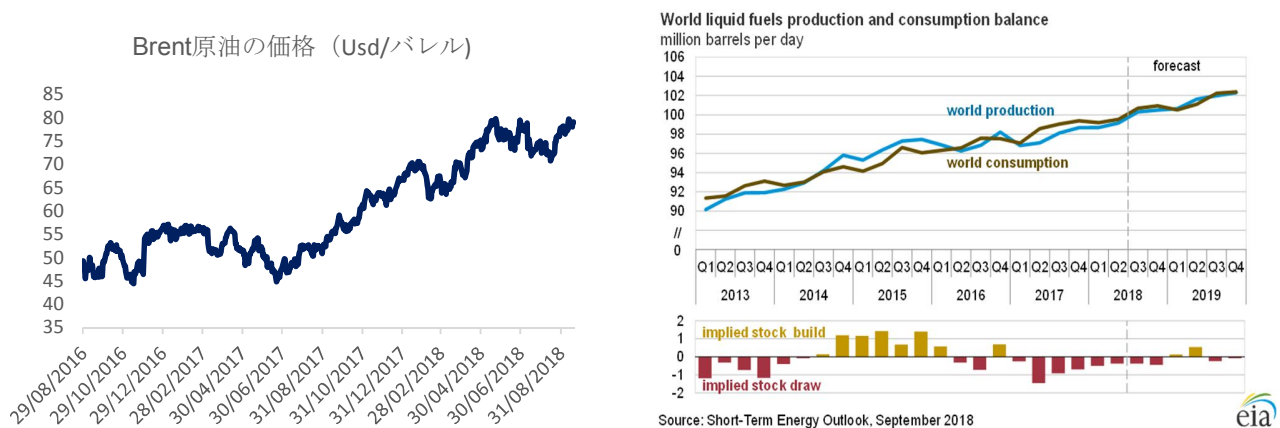
銘柄	2018 年の 売上高(10 億ドン)	2018 年の 税引後利 益(10 億ド ン)	2018 年の EPS(ドン/ 株)	予想 P/E	P/B	2018 年 の ROA	2018 年 の ROE	2018 年 9 月 21 日の終値	目標価格
ACB	13,420	4,875	4,449	7.73	1.79	1.58%	26.43%	34,400	37,100
MBB	16,909	5,782	2,516	9.12	1.53	1.75%	18.66%	22,950	26,000
LPB	5,721	1,536	1,962	5.15	0.75	0.88%	15.72%	10,100	13,536
TCB*	17,954	8,115	2,321	12.19	1.91	2.73%	20.58%	28,300	32,800
VCB	34,370	12,117	2,914	22.17	3.86	1.13%	21.50%	64,600	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	15.03	1.54	0.74%	12.76%	28,100	N/A
VPB	30,075	8,640	5,501	4.78	1.25	2.91%	28.36%	26,300	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	13.56	2.45	1.35%	17.80%	38,850	N/A
STB		1,212	571	22.24	1.01	0.71%	5.18%	12,700	N/A

ソース: BSC research, VCB: MBB と EIB における保有株式売出しにより収益を含まない

石油・ガス業 [有望]

- 2018 年第 2 四半期の Brent 原油の平均価格が前年同期比 47.8%増、前四半期より 11.5%増となった。
- EIA(環境影響評価)の予測によると、Brent 原油の価格は 2018 年に 73 ドル/バレルとなり、2019 年に 74 ドル/バレルとなる。
- 多くの新案件が展開された: Sao Vang Anh Nguyet 案件、Lo B O Mon 案件、Su Tu Trang 案件第 2 段階。
- ガス販売・運送企業の業績は好調だった(税引後利益が 42%増となった)。そのうち、その他の企業の業績は顕著に下落した(税引後利益が 78.1%減となった)。

Brent 原油の平均価格は前年同期比 47.8%増、前四半期より 11.5%増となった。Brent 原油価格は第 1 四半期末からの成長を維持して、第 2 四半期に値上がり傾向を続けた。2018 年第 2 四半期に、Brent 原油の平均価格は前年同期比 47.8%増、前四半期より 11.5%増となった。現在の価格は約 78.1 ドルとなった。



ソース: Bloomberg, EIA

EIA(環境影響評価)の予測によると、Brent 原油の価格は 2018 年に 73 ドル/バレルとなり、2019 年に 74 ドル/バレルとなる。これは 2018 年 9 月のエネルギー業の見通しに関する報告書の内容である。イランの石油・ガス業に対する米国の経済制裁が 11 月から有効になることで、一部の供給が削減されて、エネルギー業の見通しがポジティブになるだろう。イランからの原油の輸出量は 19%減となると予測された。

多くの新案件が展開されている。2018 年 7 月末に、PV Gas と油田主は Sao Vang – Dai Nguyet の発展について契約を締結した。2020 年第 3 四半期から、石油とガスを開拓し始める。また、2018 年～2019 年に、展開される案件は(1)Lo B O Mon 案件;(2)Su Tu Trang 案件—第 2 段階である。他方、PVN の上級スタッフの再構成は殆どに終わって、石油・ガス業の業績を改善するだろう。

2018 年上半期の業績は改善されたが、明暗でよく分けている。ガスの配布・運送企業の業績は好調になり、原石価格の上昇からの利を得た。投資探鉱プロジェクトの進捗が遅くなっているから、上流企業は引き続き困難を抱えている。2018 年上半期の石油・ガス業の売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 16%増の 61 兆 6,720 億 VND、4%増の 6 兆 1,340 億 VND となった。しかし、現在、業界は、明暗でよく分けている。典型的には、GAS の税引後利益が顕著に上昇して、前年同期比 42%増となったが、その他の企業の業績がマイナスになった。理由は(1)原油価格上昇の遅れ；(2)新案件の進捗が遅くなっているから。

	銘柄	2018 年上半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引後利益(10 億ドン)	
	GAS	38,188	18%	23.0%	19.2%	5,679	42%
	PVG	1,963	-62%	12.4%	4.7%	6	-99%
	PVS	7,665	180%	5.3%	18.3%	489	-56%
	PVD	2,730	88%	0.2%	11.4%	(308)	N/A
	PGS	3,013	5%	17.1%	19.8%	50	-8%
	PVC	1,137	-31%	7.4%	9.5%	(9)	N/A
	PGC	1,570	12%	20.5%	22.0%	78	18%
	PXS	61	-92%	-49.6%	6.5%	(47)	N/A
	CNG	813	29%	12.4%	18.7%	46	-8%
	PVE	751	-18%	9.4%	8.6%	8	-35%
	PGD	3,782	19%	11.2%	11.3%	142	79%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点

BSC は石油・ガス業の投資見通しを「有望」と評価している。価格が現在のレベルに維持して将来に上昇する展望と共に業界の特徴により、石油・ガス上流企業の業績は 2019 年に改善されるとだろう。他方、2019 年に、PVN は引き続き 3 つの主要案件を展開する。これは Sao Vang Dai Nguyet 案件(第 2 Nam Con Son)、Su Tu Trang 案件第 2 段階、Lo B O Mon 案件である。これらの案件は順調に進捗したら、各石油・ガス企業は利を得る。

「観察」を推奨する銘柄: GAS、PVD、PVS、PVB、BSR、PLX、OIL。

銘柄	2018 年の売上高(10 億ドン)	2018 年の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (ドン/株)	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 9 月 21 日の終値	目標価格
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	115,900	N/A
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.40	0.20%	0.34%	17,800	N/A
PVS	17039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	23,200	23,155
PVB	207	20	935	16.47	0.78	4.6%	4.9%	21,300	19,600
BSR	113,789	5,425	1,761	10.95	1.73	8.62%	15.86%	19,300	N/A

PLX*	158,000	5,000	4,317	16.4	4.38	7.48%	23.3%	70,800	N/A
OIL	66,267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,400	N/A

ソース: BSC research, *2018 年経営計画

電力業〔有望〕

- 8ヶ月の電気生産量は前年同期比 10.62%増の 1,260 億 5,000 万 kWh に達した。
- 電力業は電力伝送案件に集中している。
- EVN は引き続き株式会社 5 社における資金を回収し、GENCO1 と GENCO2 という 2 子会社の株式化を展開している。
- 売上高は大幅に上昇して、平均成長率が前年同期比 33.8% 増となった。

8ヶ月の電気生産量は前年同期比 10.62%増の 1,260 億 5,000 万 kWh に達した。8ヶ月の商業用電気生産量が前年同期比 10.62%増の 1,260 億 5,000 万となった。中に、国内分は 10.69%増となった。

電力業は電力伝送プロジェクトに投資集中している。8月に、EVN は 10 つの新電力網プロジェクトを開始し、9 つの 110-500 kV 伝送プロジェクトを導入した。8ヶ月に、74 つの新電力網プロジェクトを開始し、106 つの 110-500 kV 伝送プロジェクトを導入した。南部での電力需要の急増と共に南部での多くのプロジェクトの遅れのため、伝送のプロジェクトが積極的に展開されるだろう。

EVN は引き続き 5 社における資金を回収し、GENCO1 と GENCO2 の株式会社化を展開している。EVN が保有株式を売り出した 5 社は電力機械株式会社、電力金融株式会社、第 1 電力建設コンサルティング株式会社、第 2 電力建設コンサルティング株式会社、第 3 電力建設コンサルティング株式会社である。他方、商工省は政府に 2019 年 1 月 1 日からの GENCO1 と GENCO2 の株式化について提案した。現在、GENCO1 と GENCO2 の電気発電能力はそれぞれ全国の 9.45%、12.54%を占めている、ベトナムの最大の 2 つの発電企業 2 社である。

業績について。CHP(第 1 四半期にメンテナンスしたため)及び SBA(天気に影響されたため)を除いて、殆どの企業の業績は 2018 年上半期に好調で、業績の平均成長率が前年同期比 33.8%増となった。特に BTP の場合は、臨時販売価格が高くて、2018 年為替差損が急減するため、売上高と利益は顕著に上昇した。水力発電所の売上高及び売上総利益率は天気の恩恵を受けたから、引き続き伸びた。ガス、炭など燃料の価格が大きく上昇したので、火力発電所の電気価格が上がった。

銘柄	コア製品	2018 年上半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引総利益(10 億ドン)	前年同期比
POW	火力発電	17,822	15.0%	13.9%	14.4%	1325	25.5%

銘柄	コア製品	2018 年上半期 の売上高(10 億 ドン)	前年同 期比	2018 年 上半期 の売上 総利益 率	2017 年 上半期 の売上 総利益 率	2018 年上半 期の税引総 利益(10 億 ドン)	前年同 期比
NT2	火力発電	4,030	13.5%	15.5%	22.3%	504	10.4%
PPC	火力発電	4,017	27.2%	15.3%	15.9%	715	20.5%
BTP	火力発電	790	105.0%	11.8%	-4.9%	116	N/A
NBP	火力発電	342	7.0%	5.3%	7.4%	4	-18.4%
VSH	水力発電	411	28.9%	72.0%	66.8%	262	33.3%
TMP	水力発電	406	12.4%	65.3%	59.6%	210	29.4%
TBC	水力発電	193	45.4%	67.4%	60.1%	106	60.9%
SEB	水力発電	182	-5.1%	73.1%	74.7%	110	-6.0%
SBA	水力発電	118	-15.8%	71.9%	68.4%	46	-15.7%
SJD	水力発電	213	-0.3%	58.9%	61.0%	94	6.4%
SHP	水力発電	210	-5.3%	34.5%	37.8%	17	-14.3%
HJS	水力発電	93	-1.1%	47.7%	45.5%	29	19.4%
PIC	水力発電	61	36.7%	66.1%	72.8%	28	-4.1%
CHP	水力発電	155	-62.3%	21.5%	66.4%	-19	-1

ソース: FiinPro, BSC research

投資観点一有望

BSCは電力業の投資見通しを「有望」と評価している。電力企業は営業活動が安定し、配当が安定し、業界のベータが低いことから、電力業の各株式が坊守株式である。電気需要の高めと電気販売の値上がりは今後の電力企業の重要な成長原動力である。また、南部の高需要のため、送電プロジェクトが連続で展開されている。そのため、発電企業の株式の以外、電気建設及び建設資材に関する株式も好影響を受けるだろう。

PC1—買い—目標価格 37,280 ドン／株, 時価より 30.45%上回り。

- PC1 は電力建設分野における権力があり、太陽光発電所と電力網を建設する傾向から恩恵を受けている。8ヶ月の総売上高は 2 兆 3,000 億 VND となった。中に、80%は EVN 外のプロジェクトから来た。特にハノイでの太陽光発電プロジェクトと地下ケーブルプロジェクトである。電力建設事業よりの税引後利益率は約 9%に留まっている。
- PC1 も電柱生産分野における権力があり、生産能力が全国の最大である 5 万tとなった。PC1の製品は国内で消費されるだけでなく、輸出されている。現在、PC1 は製品をバングラデシュに輸出し、インドネシアへの輸出契約を準備している。

- 水力発電事業について。PC1の発電所の売上総利益率と純利益率はそれぞれ 64%、40%となった、業界の平均レベルより高かった。2018 年に、Mong An 案件が稼働して、水力発電事業の成長率が 120%となると見込まれた。PC1 は引き続き発電能力が 100MW である発電所を建設している。そのため、この成長率は将来に、維持されるだろう。
- 不動産事業について。PC1 のコア事業は不動産事業ではないが、PC1 は毎年、1 つの案件を完成することを目標にします。2018 年に、My Dinh 案件の売上高と利益はそれぞれ 1 兆 2,000 億 VND、2,000 億 VND となる。現在、Trieu Khuc 案件は展開されていて、顧客の注目を受けている。

GEX—買い—目標価格 40,000 ドン／株, 時価より 44%上回り

多くの活動分野で優れた立場と長期的な収益性のおかげで、BSC は GEX の投資見通しを高く評価している。

- 電気設備事業について。電気設備事業の利益成長率は以下の要素に基づく 10%～15%/年増となると見込みだ。(1)電力伝送網の投資の需要がかなり大きい。(2)GEX は電気設備会社における保有率を 100%に引き上げて、集中的に管理して、管理コストを削減できるだろう。
- 物流事業について。GEX が倉庫、港湾、船で水路運送など物流チェーンを有している。短期間に、GEX 物流事業の成長は運送ニーズ及び経済の成長に依存する。長期間に、多くの物流案件が展開される。
- 発電・給水事業について。2 つの太陽光発電プロジェクト(発電能力:50 mW;総資金:4,600 万 USD)は順調に展開されている、2019 年 6 月から導入される。他方、給水事業について、GEX の水工場(VCW)の第 1 段階が完成し、日給水能力を 30 万 m³に引き上げた。次の数年に、日給水能力は段々に 60 万 m³、100 万 m³ 以上となると見込みだ。地下水利用の減少傾向によると、VCW は好影響を受ける。BSC の評価によると、次の数年に、発電・給水事業は GEX に安定なキャッシュフローをもたらすだろう。
- 不動産事業について。電気設備会社の工場を移動したことで、GEX は不動産案件の展開のための重要な位置である土地基金を所有している。安定なキャッシュフローをもたらすように、GEX はホテル、オフィス、商業センターを建設する予定がある。これらの案件は 3 年以内に建設される。いくつかの潜在的な案件は Tran Nguyen Han 通り 10 号でのホテル案件(2019 年第 3 四半期から展開される、総資金が約 2 億 USD である);東部 Sowaco での商業センター案件、Nam Ky Khoi Nghia 通りでのオフィスビル案件である。

POW—観察

- 全国電気消費量の成長率が10%以上増となった。2018年年初の8ヶ月には、全国電気消費量は堅実に成長して、前年同期比10.62%増となった。特に南部の電気需要の30%は北部及び中部からの電力供給に依存している。エネルギー協会の予測によると、2020年～2021年の期間における、南部は負荷要求が満たされないから、深刻な電力不足状態に直面して、年間不足分が12億～16億kWhとなるだろう。POWの殆どの案件は南部にあるから、これはPOWの大きな利点である。
- 第3 Nhon Trach 案件と4 Nhon Trach 案件の発電能力の増加。2017年に、PVNはPOWに第3 Nhon Trach 案件と4 Nhon Trach 案件を引渡した。2つの案件の発電総能力が1,500MW(2x750mW)となることで、POWの発電総能力が35%増の5,700MWとなるだろう。2つの案件の工場はOng Keo工業地域に建設される予定がある。ここは東南部の大負荷エリアであるホーチミン市とドンナイ県とバリア・ブンタウ県のセンタである。BSCの評価によると、重要な位置により、2つの案件の効率が高い、そのため、POWが全国トップの位置を維持できるだろう。
- 第1 Ca Mau 工場と第2 Ca Mau 工場はそれぞれ2019年、2020年に完全に減価償却される。各工場の減価償却費は約5,000億ドンとなる。電力売買契約はまだ有効だったから、コストが削減されて、その分が利益として計上される。EPSは320ドン／株上がると見込まれた。
- 次の数年に、借入コストは顕著に下落する。POWが4兆7,000億ドンを返済することで、借入コストが2,000億～3,000億ドン／年(平年借入コストの25%に相当する)に減少するだろう。しかし、2つの新案件の展開のため、POWは8億4,000万米ドルを追加借り入れする。そのため、3年～4年後に、POWの借入コストは再び上昇するだろう。

銘柄	2018年の 収入	2018年の税 引後利益	2018年 のEPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018年9 月21日の 終値	目的価 格
PPC	6,613	877	2,688	6.98	1.0	11.46%	15.90%	18,750	21,202
NT2	8,071	849	2,958	8.99	2.09	7.74%	14.80%	26,600	30,200
PC1	5,838	558	4,140	6.84	1.1	7.18%	17.26%	28,300	37,280
GEX	13,757	1,340	3,300	8.42	1.61	7.95%	17.53%	27,800	40,000
POW	32,383	2,659	1,221	13.02	1.48	4.76%	8.75%	15,900	N/A
REE	5,060	1,611	5,196	6.93	2.01	9.95%	15.13%	36,000	40,195

ソース: BSC Research

IT 業[有望]

- 2018年上半期、通信事業の売上高は前年同期比4.83%増の182兆ドンとなった。携帯電話加入者数と固定電話加入者数はそれぞれ1億3,600万人、500万人となった。
- 2018年上半期、IT事業の売上高は前年同期比16.15%増の1,026兆ドンとなった。中に、ソフトウェアのアウトソーシングの売上高は同比16.21%増の918兆ドンとなった。

情報通信省により、2018 年上半期、IT 事業の売上高は前年同期比 16.15%増の 1,026 兆ドンとなった。中に、ハードウェアの売上高は 912 兆 8,000 億ドンとなり、ソフトウェアのアウトソーシングの売上高は同比 16.21%増の 918 兆 3,840 億ドンとなった。

情報通信省により、2018 年上半期、通信事業の売上高は前年同期比 4.83%増の 182 兆ドンとなり、年間計画の 49%達成した。携帯電話加入者数は前年同期比 10.28%増の 1 億 3,600 万人となった。中に、4G 加入者数は同比 53%増となった。固定電話加入者数は 500 万人となった。

2018 年 8 月 28 日に、首相は電子政府の全国委員会の樹立について決定をサインした。これは政府デジタルサービス、デジタル経済、デジタル社会に向けて、第 4 目産業革命の展開にメリットをもたらすだろう。

2018 年上半期の業績。税引後利益の成長率が高い FPT リテール株式会社と Synnex FPT 株式会社と合併していないから、FPT の成長率がマイナスになった。ソフトウェアを日本へ輸出することについて、競争が少なくなっている。これは中国会社が国内市場に集中しているから。

銘柄	主要製品	2018 年上半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引総利益 (10 億ドン)
FPT	10,225	-47.2%	37.7%	23.3%	1,412	16.6%
CMG	2,247	6.7%	17.4%	14.3%	78	34.8%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点一有望

BSC は通信・IT 業の投資見通しを「有望」と評価している。ソフトウェアの輸出及びブロードバンドの成長潜在のため、FPT と CMG の見通しがポジティブになっている。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の終値	目的価格
FPT	21,900	3,042	3,994	11.49	2.62	11.7%	22.4%	45,900	52,819

CMG	5,008	205	2,853	8.06	1.33	12.3%	20.1%	23,000	27,103
-----	-------	-----	-------	------	------	-------	-------	--------	--------

ソース: BSC research

損害保険業[有望]

- 2018 年上半期の損害保険料からの売上高は前年同期比 13%増となった。
- 健康保険の成長は前年同期比 24%増となって、総売上高の 30%を占めていて、引き続き損害保険業の主な成長動機である。
- 各銀行の預金金利が上昇したら、金融事業によりの利益は改善される。
- 業績は明暗で分けている。

2018 年上半期の保険業は顕著に成長した。2018 年上半期の保険料からの売上高は前年同期比 23%増となった。中に、損害保険料と生命保険料からの売上高はそれぞれ 13%増、32%増となった。

健康保険は引き続き損害保険業の主な成長動機である。高いシェアを占めている自動車保険の売上高は 7%増の 7 兆 880 億ドンとなって、総売上高の 32.5%を占めている。次には、健康保険の売上高は 24%増の 6 兆 5,230 億ドンとなった。経済の成長に従って、健康保険が顕著に上昇した。また、保険会社も様々な商品を提供した。そのため、BSC は健康保険が引き続き損害保険業の主な成長動機だと考えている。他方、財産保険の売上高は 5%減の 2 兆 8,770 億ドンとなり、全部の 13.2%を占めている。火災保険の売上高は 7%増の 1 兆 7,860 億ドンとなり、全部の 8.2%を占めている。貨物保険の売上高は 1%減 1 兆 1,470 億ドンとなり、全部の 5.3%を占めている。船舶保険の売上高は 3%増の 1 兆 200 億ドンとなり、全部の 4.7%を占めている。

銀行の預金金利が上昇したら、金融事業によりの利益は改善される。多くの銀行の預金金利が 0.1%~0.2%を上昇した。BSC は、今後、預金金利の上昇傾向が引き続き維持されると考えている。銀行の資金需要によって、預金金利が違う。預金が投資ポートフォリオの 70%以上を占めているから、これは損害保険会社の利益に好影響を受けるだろう。

業績は明暗で分けている。保険企業の 2018 年上半期業績が好調になったが、企業間の成長率は隔たりがあった、主には販売ポリシーの違いから来た。テクノロジーを導入したことで、多くの企業が各契約のリスクをより正確に評価し、コストを削減できる。そのため、2018 年の損害率と複合比率は改善される。第 2 四半期の証券市場が顕著に下落したから、殆どの企業が資産運用に対する引当金を繰入れて、2018 年の金融事業よりの利益が悪影響された。そのため、損害保険企業の 2018 年上半期業績は明暗で分けた。

	PVI	BMI	PTI	MIG	BIC	PGI
2018 年上半期保険料の収入	3,623,429	1,665,213	1,920,213	792,390	1,009,542	1,352,108
前年比	2.17%	2.77%	28.34%	-13.19%	10.64%	11.73%
2018 年上半期損害率の増減	32.00%	39.98%	49.95%	47.28%	36.49%	52.02%
2017 年上半期損害率の増減	39.40%	40.24%	61.75%	29.30%	32.68%	51.80%
2018 年上半期混合率	98.30%	97.71%	99.45%	97.50%	100.80%	93.44%
2017 年上半期混合率	98.20%	99.95%	101.36%	98.37%	99.89%	99.99%
金融活動による利益	223,019	74,813	25,225	64,107	130,360	21,705
前年比	-7.64%	-25.00%	-63.08%	4.61%	44.53%	-77.30%
2018 年上半期税引前利益	307,576	166,043	40,321	92,444	125,987	91,181
前年比	-4.77%	50.37%	-34.17%	24.59%	37.50%	-6.22%

ソース: 各企業の財務諸表、BSC Research

投資観点一有望

BSC は損害保険業の投資見通しを「有望」と評価している。経済の高い成長率のおかげで、損害保険業の成長率が引き続き 10%以上に達した。特に、健康保険と金融保険の成長率が 20%となった。保険株の時価はかなり安い(現在、簿価以下で引き取っている)。2018 年下半期と 2019 年に、預金金利と債券利率の上昇傾向は保険企業の債務収入に好影響を与える。

銘柄	2018 年の 収入	2018 年の 税引後利 益	2018 年 の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の 終値	目的価 格
PVI	7,471	616.6	2,632	12.35	1.12	3%	8.33%	32,500	37,830
BMI	4,165	243.3	2,098	11.3	0.96	4.42%	9.21%	23,700	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.75	1.06	2.1%	8.6%	12,700	16,393

ソース: BSC Research

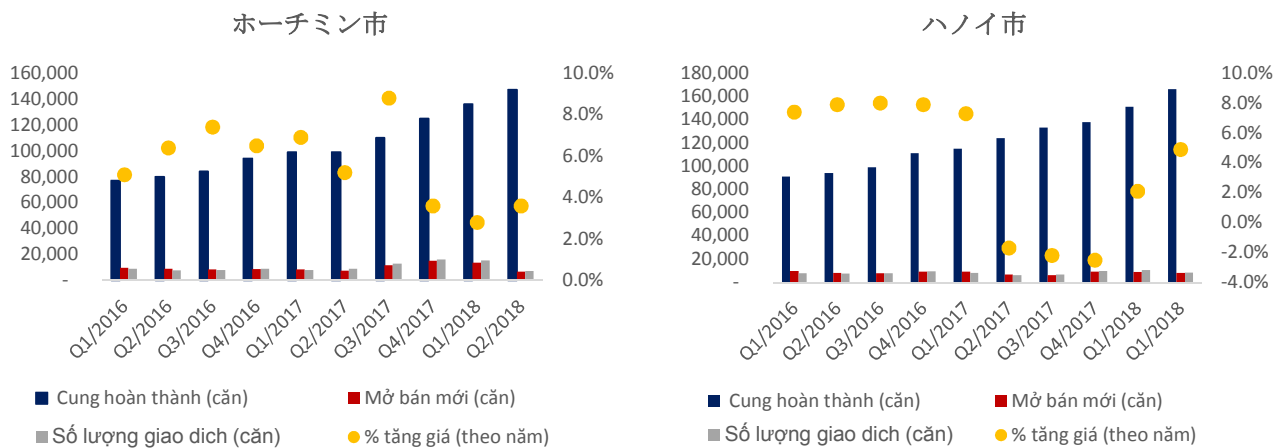
不動産業[有望]

- 限られた供給のせいで、ホーチミン市とハノイ市での取引物件の数はそれぞれ前四半期より 52.7%減、同比 9.1%減となった。
- ホーチミン市での平均販売価格が前年同期比 3.6%増となったが、ハノイ市での平均販売価格が同比 4.9%減となった。
- 2018 年第 2 四半期の業績が好調だった。売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 79%増、同比 120.5%増となった。
- 業界での明暗が明らかになっている。

限られた供給のせいで、不動産市場の成長は減速する傾向がある。JLL のデータによると、2018 年第 2 四半期、ホーチミン市での取引物件の数は前年同期比 19.4%減、前四半期比 52.7%減の 7,374 戸となった。そのうち、ハノイ市での取引物件の数は前年同期比 22%増、前四半期比 9.1%減の 8,549 戸となった。供給が限定された理由は(1)不動産市場が下火となる傾向、(2)2018 年 3 月末に Carina マンションの火事によりの慎重な姿勢から来た。第 3 四半期に、ホーチミン市とハノイ市での取引物件の数はそれぞれ前四半期より 49%減の 6,947 戸、同比 8%減の 8,180 戸となった。中に、中位所得者層区分は 70%(ホーチミン市で)及び 56%(ハノイ市で)を占めた。しかし、限定供給のため、取引物件の成功率が上昇するだろう。

取引物件の供給は締結した売買契約の数により計算される。BSC は不動産市場の成長が減速していると考えている。(1)新案件について公布する時間が延びた。(2)貸付金利が上昇傾向がある。(3)建設許可申請の進捗が遅くなり、火災安全の問題が優先されている。

ホーチミン市及びハノイ市での二次市場の平均価格の動きが違った。具体的には、ホーチミン市での二次市場の価格は前四半期より 0.8%増、前年同期比 3.6%増となった。ハノイ市での二次市場の価格は前四半期より 0.8%減、前年同期比 4.9%減となった。



ソース: JLL, BSC Research

2018 年第 2 四半期の業績が好調だった。売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 54.1% 増、同比 139% 増となった。BSC の統計により、2018 年第 2 四半期、不動産業の総売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 54.1% 増の 50,847 兆ドン、同比 139% 増の 12,958 兆ドンとなった。VHM と VRE は引き続き業界の成長の要因であり、売上高と税引後利益がそれぞれ 37%、71% を占めた。VHM と VIC を除いた場合は、売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 28.3% 増の 12 兆 7,640 億ドン、同比 5.9% 増の 3 兆 7,580 億ドンとなった。

業界での差別化が明らかになっている。2018 年第 2 四半期に、業績が伸びた企業の割合が 55% に達し (65 社うちの 36 社)、2018 年第 1 四半期の 63% より低かった。BSC の評価によると、業績の下落は一部に引き渡し時期から来た。ところが、2018 年下半期に、Jamila 案件 (KDH)、Mizuki 案件 (NLG)、Opal Garden & Lux Garden 案件 (DXG)、The Sun Avenue & Sunrise Riverside & Richstar 案件 (NVL) など大案件が引き渡されるから、業績がより好調になるだろう。

銘柄	2018 年上半期の売上高 (10 億ドン)	2017 年上半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の税引後利益 (10 億ドン)	2017 年上半期の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期比	在庫 (10 億ドン)	前受金額	前受金額 / 在庫
VIC	60,692	35,194	72%	1,094	1,846	-41%	54,358	39,251	72%
VHM	15,527	5,173	200%	8,039	775	937%	36,789	18,674	51%
VRE	3,134	2,734	15%	1,161	1,100	6%	2,294	2,228	97%
NVL	4,290	3,333	29%	723	834	-13%	31,448	11,278	36%

KDH	929	1,955	-53%	236	233.6	1%	5,269	1,264	24%
PDR	443	589	-25%	241	126	92%	6,451	50	1%
KBC	1,004	484	107%	269	414	-35%	8,265	356	4%
DXG	1,947	879	121%	432	203	113%	3,698	1,329	36%
NLG	1,410	1,262	12%	215	310	-31%	3,665	806	22%
DIG	997	586	70%	73	8	852%	3,297	960	29%
HDG	649	755	-14%	36	(20)	-280%	3,684	3,900	106%
SCR	1,841	550	235%	179	68	165%	4,495	2,071	46%
TDH	1,175	754	56%	75	87	-14%	523	34	7%

ソース：FiinPro, BSC Research

投資観点－有望

2018 年第 4 四半期がアパートを引き渡して利益を計上する時期であるので、BSC は不動産業の投資見通しを「有望」と評価している。しかし、第 2・3 四半期の供給が下落し、不動産の成長が減速し、貸付金利が上昇傾向がある。BSC では、VHM、KDH、DXG、NLG、HDG などゼネコンの投資見通しを有望と評価している。又、BSC も VPI、Cenland、HPX など新規上場銘柄を観察している。

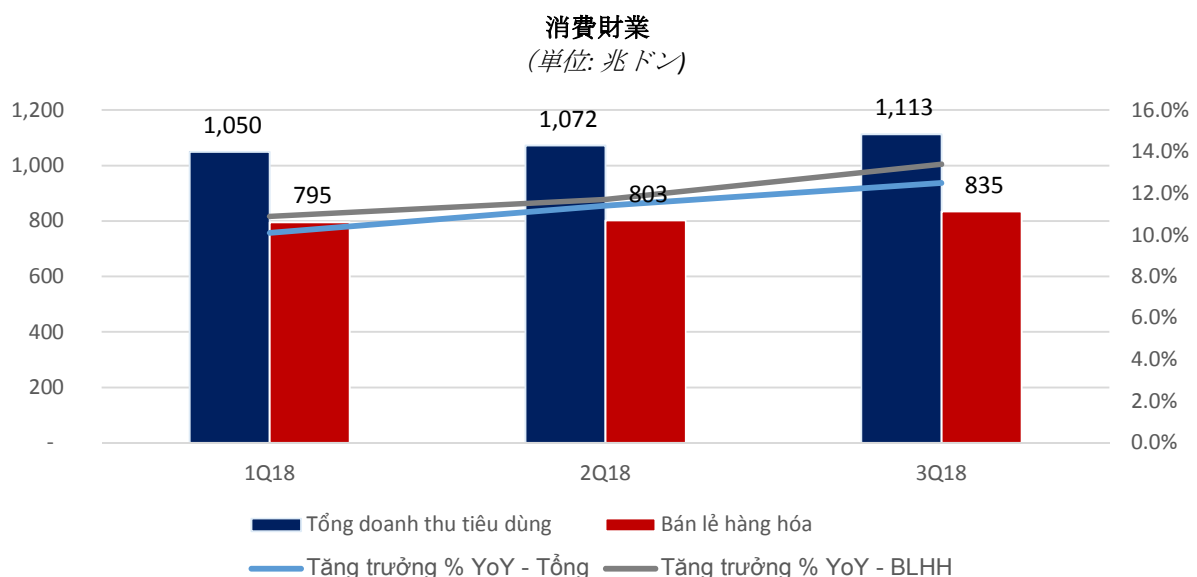
銘柄	2018 年 の収入	2018 年の税 引後利 益	2018 年の EPS	PE 201 8	PB 201 8	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日 の終値	目的価 格
DXG	5,027	1,314	3,919	6.6	1.3	24%	10%	29,800	38,460
VHM	72,640	17,686	6,550	16.0	1.96	14.2%	33.1%	104,000	142,000
NLG	3,874	792	3,253	10.8	0.9	17.9%	7.1%	32,400	38,250
KDH	3,854	742	1,915	16.2	1.62	8.11%	5.17%	33,200	N/A

ソース：BSC Research

消費財業[有望]

- 9ヶ月の商売・サービスの成長は前年同期比 12%増となった。
- 2018 年上半期の日用消費財(FMCG)の成長は前年同期比 0.8%~1.3%減となった。
- BSC は消費財業の投資見通しを「有望」と評価している。買い注文を推奨する銘柄は PNJ、MWG、FRT である。

消費者購買力の上昇のおかげで、9ヶ月の商売・サービスは引き続き好調だった。小売の売上高は前年同期比 12%増の 2,433 兆 1,000 億ドンとなり、小売・サービス業の総売上高の 75.2%を占めた。ベトナム経済がより改善されていることで、消費財業は引き続き成長したと考えている。(1)9ヶ月に、ベトナムの一人当たり GDP は前年同期比 5.54%増の 1,621.2 米ドルとなった。(2)世界銀行のレポートにより、2016 年の中流階級は 2014 年の 42.2%から 42.5%に上昇した。



ソース: GSO, BSC Research

2018 年上半期の日用消費財(FMCG)の成長は前年同期比 0.8%~1.3%減となり、東南アジアでの 2017 年上半期の 1 位から 3 位に下がった。中に、ベトナム都市と田舎での FMCG の成長率はそれぞれ前年同期比 3.6%増、同比 4.1%増となった。最も上昇したのは飲料(前年同期比 10.4%増)であり、最も下落したのは牛乳(前年同期比 3.7%減)である。FMCG の成長が減速している理由は、(1)現在、ベトナム人口増加率が段々下落していること;(2)世界金融危機の懸念の為、ベトナム人がより節約しがちである。

東南アジアの 2018 年 第 2 四半期の消費状 態の概要(% YoY)	ベトナム(都 市)	ベトナム(田 舎)	インドネ シア	フィリピン	マレーシ ア	タイ
日用消費財	3.6	4.1	4.2	3.9	1.3	3.9
食品	2.3	0.5	5.1	3.8	4.1	3.8
飲料	10.4	6.3	7.5	-0.9	-1.2	-0.9
牛乳	-3.7	1.4	-1.8	7.8	-3	7.8
住宅用品	6.2	7.5	3.5	5	2.2	5
トイレタリー	10.2	12	4.9	4.6	0.3	4.6

ソース: Kantar World Panel

2018 年上半期の消費財業の業績が改善された、特には飲食企業だった。飲食市場は飽和しつつある、成長が段々減速している。地域での自由貿易協定(FTA)と共に輸入税率がもうすぐ0%になることで、東南アジアの国々と価格競争がより激しくなっている。VNM、MSN、SAB、MCHなど飲食企業の売上高は前年同期比 4.35%増の 68 兆 4,000 億ドンとなり、全部の 26.3%を占め、最多だった。飲食企業の税引後利益は前年同期比 18%増の 11 兆 3,000 億ドンとなった。次には、MWG、FRT など小売業の売上高は前年同期比 38.17%増の 52 兆 4,000 億ドンとなり、全部の 20.15%を占め、税引後利益は前年同期比 42.6%増の 1 兆 7,000 億ドンとなった。2018 年上半期に、上場会社 243 社の消費財業の総売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 14.13%増の 259 兆 9,660 億ドン、同比 23.65%増の 22 兆 6,965 億ドンとなった。しかし、MSN の金融事業よりの利益の 1 兆 4,770 億ドンを除いたら、消費財業の税引後利益は前年同期比 26.3%増の 21 兆 2,190 億ドンのみとなった。

銘柄	商品	2018 年上半 期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年上 半期の売 上総利益 率	2017 年上 半期の売 上総利益 率	2018 年上半期 の税引後利益 (10 億ドン)	前年同 期比
PNJ	小売	7,357	34.3%	18.4%	17.4%	517	36.8%
MWG	小売	44,570	42.7%	17.6%	16.9%	1540	43.9%
FRT	小売	7,448	17.2%	13.2%	13.3%	147	29.8%
VNM	牛乳	25,823	1.7%	46.3%	48.7%	5361	-8.4%
GTN	牛乳	1,535	-26.1%	17.5%	12.1%	92	-3.4%
SAB	ビール	16,980	8.5%	23.8%	27.4%	2447	-4.7%
BHN	ビール	4,338	2.6%	24.9%	27.0%	325	3.8%
MSN	消費	17,458	-3.1%	31.9%	29.6%	3418	560.2%
KDC	食用油	3,781	28.4%	17.7%	21.7%	48	-88.3%

ソース: BSC, Bloomberg

投資観点

BSC は消費財業の投資見通しを「有望」と評価している。2018 年の GDP(国内総生産)が 6.7%~7%増となり、インフレ率が 4%以下であり、IIP(鉱工業生産指数)が 11%となることを

仮定とすることで、消費財業の成長は 7%~15%増となると見込みだ。飲食業については、市場が飽和していて、2018 年の成長が 6%~8%増となる。2018 年下半期に、原料コストが下落傾向があるから、利益率が改善されるだろう。小売業について、業績が好調で、成長率が 11%~15%となる。しかし、成長する余地があまり多くないため、電子品消費の成長は減速している。BSC は PNJ、MWG、FRT を「買い」、VNM を「観察」と推奨している。

銘柄	2018 年 の収入	2018 年の 税引後利 益	2018 年 の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日 の終値	目的価 格
PNJ	14,160	1,000	5,730	17.7	3.9	27%	18%	101,600	128,500
MWG	89,782	2,921	9,215	13.7	4.7	34%	11%	126,000	162,200
FRT	7,448	183.1	8,887	8.4	4.7	34%	38%	75,000	84,000
VNM	55,748	10,178	7,012	22.9	8.9	28.4%	43%	137,800	141,870

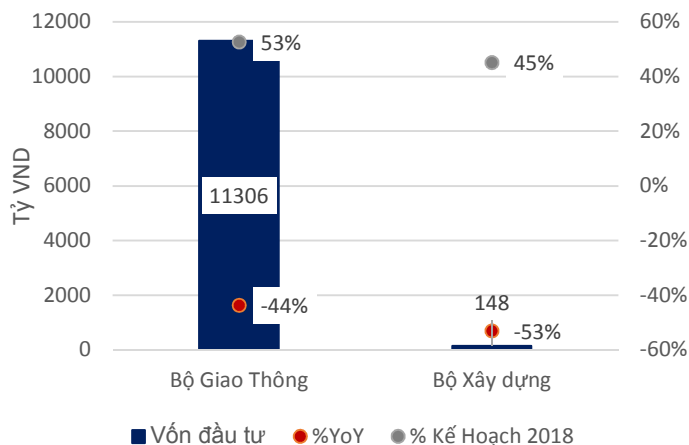
ソース: BSC Research

建設業 [中立]

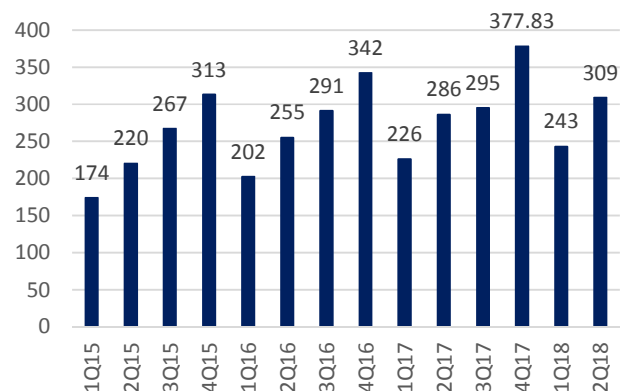
- 2018 年上半期の建設業の成長率は前年同期比 7.93% 増となった。
- 建設業の業績成長は減速傾向がある。税引後利益は前年同期比 44% 増となった。
- BSC は建設業の投資見通しを「中立」と評価している。

2018 年上半期の建設業の業績は引き続き好調だった。総合統計局により、2018 年上半期の建設の成長は前年同期比 7.93% 増となった。投資総額は前年同期比 25% 増の 3 兆 8,170 億ドンとなった。具体的には、(1) 政府からの投資額は前年同期比 14.7% 増の 1 兆 2,940 億ドンとなって、全部の 33.9% を占めた。(2) 政府以外からの投資額は前年同期比 9.6% 増の 2 兆 130 億ドンとなって、全部の 52.7% を占めた。(3) 海外直接投資額は前年同期比 469% 増の 5,120 億ドンとなって、全部の 13.4% を占めた。これでは、BSC の投資観点は下の通り：

2018年8ヶ月の交通省&建設省の投資額



建設省の価値 (兆ドン)



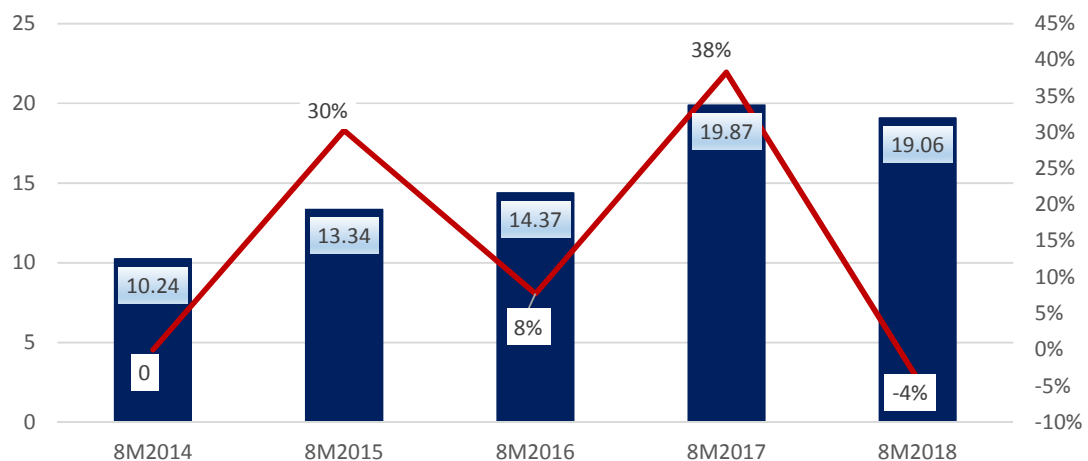
ソース: Vietdata、統計総局

- (1) 交通インフラの資本金投入が遅い。8ヶ月に、国庫金の投資実行額は前年同期比 7.6% 減の 33,800 兆ドンとなった。中に、交通インフラの投資実行額はまだ少なく、43.7% 減の 11,300 兆ドンとなって、全部の 33.45% を占めた。必要な案件は：(1) ハノイ市では Long Bien のベルトロードとを拡張する案件；(2) ホーチミン市では Cat Lai 港での

陸橋を建設する案件；(2)ダナンでは投資額の 13 兆 6,950 億ドンでロジスティクスを集中する案件である。

- (2) **工業団地投資について。**工業団地の成長の要因では、(1)中米貿易戦争により、課税されている中国の工業はベトナムに集中するから、工業団地の供給は顕著に上昇するだろう。(2)過去 5 年にわたって、2018 年 8 ヶ月の FDI 額は高い水準に留まって、4% 減の 190 億 6,000 万 USD となった。

2018年8ヶ月のベトナムの海外直接投資額（10億USD）



ソース:統計総局

- (3) **中価格帯アパートの分区が成長する。**中価格帯アパートの分区での供給はどんどん成長して、国民の実質需要を満たす。これでは、建設企業が高価格帯アパートの分区から中価格帯アパートの分区に変更すると考えている。そのため、建設企業の利益率が改善されないで、6.5%～7%に留まるだろう。

建設業の業績の成長は減速傾向がある。2018 年上半期、上場会社 115 社の売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 8.81%増の 59 兆 6,000 億ドン、同比 44%減の 2 兆 6,580 億ドンとなった。2017 年第 2 四半期に、CII の金融事業よりの収入は建設業の税引後利益に顕著に寄与した。この収入を除いたら、税引後利益は前年同期比 20.9%減となった。BSC の評価によると、業績の成長は顕著に減速している。115 社うちの 40 社のみの業績が伸びた。激しい競争のため、建設の市場は困難な時期に入っている。しかし、堅実な資産構成及び大きなシェアがあり、高く評価されている企業は小型企業からのシェアを取るチャンスがある。

銘柄	2018 年上半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売	2017 年上半期の売	2018 年上半期の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期比
----	---------------------------	-------	-------------	-------------	-----------------------------	-------

			上総利益 率	上総利益 率		
CTD	12,613	19.6%	6.7%	8.3%	718	0.7%
HBC	8,080	19.6%	9.6%	10.9%	302	-20.1%
VCG	4,159	-0.7%	11.1%	15.3%	133	-51.6%
PC1	2,446	77.1%	19.5%	17.8%	280	129.0%
ROS	1,618	0.3%	5.4%	11.6%	79	-46.2%
CII	1,588	59.8%	23.7%	13.4%	41	-97.4%
FCN	976	38.5%	18.0%	19.5%	66	13.2%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点—中立

建設業が最も成長する時期が過ぎて、低迷時期に入ったため、BSCは建設業の投資見通しを「中立」と評価している。(1)新規契約の価値は僅かに上昇するか変わらないかと予測される。(2)売上総利益率は下落傾向がある。建設企業の平均 P/E は 8.8xである。BSC は CTD、FCN、LCG を「買い」、HBC を「観察」と推奨した。

銘柄	2018 年の 収入	2018 年の 税引後利 益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の終値	目的価 格
CTD	28,832	1,549	18,601	9.5	1.69	17%	9%	162,500	190,300
HBC	19,900	953	4,526	5.3	1.8	30%	6%	23,950	N/A
LCG	2,487	95	954	9.8	0.66	6.9%	2.2%	9,260	10,900
FCN	3,500	250	2,808	5.8	0.88	12%	4.3%	16,300	19,320

ソース: BSC Research

鉄鋼業 [中立]

- 2018 年初の 8 ヶ月における建設用鉄鋼の消費量は前年同期比 11.13%増の 650 万t となった。
- カンボジアはベトナムの最大の鉄鋼消費市場になって、全の 40%を占めている。カンボジアでの消費量と消費額はそれぞれ 49%増、78%増となった。
- ベトナム鉄鋼は 40 件の反ダンピング事件で訴訟された。
- 原材料価格は安定傾向がある。鉱石価格は 67ドル/tに留まっている。

国内鉄鋼の消費量は引き続き増加している。ベトナム鉄鋼協会のレポートによると、2018 年 8 ヶ月における鉄鋼の消費量は前年同期比 11.13%増の 650 万tに達した。鉄鋼パイプの消費量は前年同期比 16.82%増の 158 万tに達した。亜鉛メッキ鋼板及び熱延鋼板の消費量はそれぞれ、前年同期比 13.08%増の 250 万t、同比 171.01%増の 360 万tに達した。

カンボジアはベトナムの最大の鉄鋼消費市場になった。税関総局により、2018 年年初の 7 ヶ月に、カンボジアへの輸出量と輸出額はそれぞれ前年同期比 49.1%増の 718,000t、同比 78%増の 4 億 6,300 万 USD となり、輸出総額の 40%を占めている。カンボジアでは、現在、建設業が成長しているが、鉄鋼業がまだ建設業の需要を満たせないから、カンボジアがベトナムの重要な鉄鋼消費市場になった。

ベトナム鉄鋼は引き続き訴訟される。8 月に、ベトナム鉄鋼は 7 つの異なる市場からの 8 件の反ダンピング事件があった。2018 年に 40 件の反ダンピング事件があったことで、ベトナム鉄鋼は輸出に関する困難を抱えている。原因では、ベトナム鉄鋼輸出が顕著に成長しているから、他の国は注目して、国内鉄鋼業を護衛するための措置を取った。ベトナム鉄鋼輸出は、2017 年に前年同期比 30%増となり、2018 年 8 ヶ月に同比 38%増となった。多くの鉄鋼案件が展開されたら、輸出が顕著に成長するだろう。

原料価格が僅かに変動した。6 月の下落の後で、鉱石価格は回復して、67ドル/tとなった。供給の増加のため、コークス石炭、電極、スクラップ鋼など原料の価格は安定して、小幅に下落する傾向がある。鉄鋼価格が僅かに下落したが、まだ高い水準にとまっている。そのため、鉄鋼企業の業績が好調だった。

2018 年上半期の業績。2018 年上半期、鉄鋼価格が高い水準に留まっていることで、各企業の売上高が顕著に成長して、前年同期比 22%増となった。しかし、鉱石と他の原料の価格が複雑に変動し、業界での競争が激化しているから、売上総利益率が下落した。そのため、殆どの企業の業績は前年同期より減少した。

銘柄	コア製品	2018 年上半期の売上高(10億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引後利益(10億ドン)	前年同期比
HSG	亜鉛メッキ鋼板	1807	+33%	11.4%	16.5%	170	-75%
NKG	亜鉛メッキ鋼板	7,877	43.6%	7.7%	11.7%	230	-34.5%
DTL	亜鉛メッキ鋼板、鉄鋼パイプ	1,543	7.5%	10.7%	14.9%	69	-41.1%
HPG	建設用鉄鋼、鉄鋼パイプ	27,262	30.6%	21.4%	22.3%	4425	27.4%
POM	建設用鉄鋼、鉄鋼パイプ	6,636	30.0%	8.4%	8.5%	374	41.3%
TVN	建設用鉄鋼	13,045	43.4%	5.5%	6.8%	734	196.6%
TIS	建設用鉄鋼	5,802	34.6%	5.1%	7.0%	42	-43.5%
TLH	建設用鉄鋼	3,058	35.3%	9.6%	12.7%	142	-22.3%
VIS	建設用鉄鋼	2,674	-10.4%	0.6%	4.1%	-66	-271.0%
HMC	建設用鉄鋼	1,868	59.0%	5.7%	5.6%	49	72.4%
DNY	建設用鉄鋼	886	-14.4%	4.8%	7.2%	-11	-153.9%
VGS	鉄鋼パイプ	3,509	18.5%	3.0%	3.1%	33	29.3%
SMC	商売、加工鋼	8,156	40.5%	5.2%	5.9%	161	3.4%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点—中立

BSC はに鋼鉄業の投資見通しを「中立」と評価している。消費量が成長しているが、業界の競争が激化している、特に亜鉛メッキ鋼板生産企業である。鋼鉄価格の成長が減速していることで、2018 年下半期の鋼鉄業の利益が影響される。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年のEPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の終値	目的価格
HPG	54,634	9,382	4,419	9.26	2.37	15.1%	24.7%	40,900	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.60	0.84	5.58%	18.05%	14,550	N/A

HSG	31,065	909	2,367	5.28	0.87	3.99%	14.53%	12,500	N/A
-----	--------	-----	-------	------	------	-------	--------	--------	-----

ソース: BSC Research

タイル業[中立]

- タイル業は供給過剰になっている、いくつかの種類の販売価格は下落傾向がある。
- 燃料価格の値上がり: 石炭価格が年初より 11% 増、ガス価格が変動しなかった。
- 2018 年上半期の業績: 利益が減少した。
- BSC はタイル業の投資見通しを「中立」と評価している。

タイル業は供給過剰になっている、いくつかの種類の販売価格は下落傾向がある。設計上の生産能力が 7 億 m² となったが、消費需要が 5 億～5 億 5,000 万 m² だったから、タイル業の効率が 75%～80% のみに達した。激しい競争のため、いくつかの企業の販売価格は下落傾向がある。VGC の花崗岩のタイル及びセラミックタイルの平均販売価格が前年同期比 2%～6% 減となった。CVT の大型花崗岩のタイルの販売価格が同比 5%～15% 減となった。

燃料価格の値上がり: 石炭価格が年初より 11% 増、ガス価格が変動しなかった。タイル業の利益率が 3%～5% 減となった。BSC の評価によると、石炭価格の上昇は石炭ガスを使用する企業の利益に影響するだろう。そのうち、VIT、TLT など天然ガスを使用する企業に対する影響が少ない。

2018 年上半期の業績: 利益が減少した。売上高が増加した企業は CVT (消費量が前年同期比 22% 増となった); VIT (消費量が同比 18% 増となった)。そのうち、テラコッタタイル及びセラミックタイルの企業の売上高が減少した。VGC について、不動産事業の成長もテラコッタタイル事業、セラミックタイル事業、ガラス事業の欠損を補えなかった。燃料価格の上昇と共に販売価格の下落により、タイル企業の税引後利益は減少した。特に、CVT は製品試用コストがかかったから (約 150 億～200 億ドン)、売上高の増加はコストを補えなかった。

銘柄	2018 年上半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期比
VGC	4,104	-4.3%	22.8%	24.5%	361	-12.3%
VHL	982	-2.8%	14.2%	17.5%	61	-9.5%
CVT	580	17.6%	22.2%	26.1%	73	-3.6%
TCR	575	-5.8%	13.2%	13.2%	-43	N/A
VIT	479	14.7%	9.4%	14.3%	3	-86.0%
TTC	180	12.4%	13.5%	15.1%	7	-28.3%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

年末の時点で建設工事を完了しなければならないため、第 4 四半期のタイル業の業績がより良くなるだろう。需要の増加により、タイル企業はプロモーションを削減し、販売価格を引き上げる。そのため、投入燃料価格が上昇しているのに、利益率が改善されるだろう。

BSC は CVT を「買い」、VGC を「ホールド」を推奨している。

CVT- 買い - 目標価格: 32,580VND/株 - Upside 20%

BSC の評価によると、2018 年下半期に、売上の促進のため、特に 2 つの新製品の消費は第 1 四半期の製品試用コストを補うだろう。

- タイル業界の競争性が激化している背景には、2018 年上半期の消費量が 22%増となった。主要な製品は床用 600 角平タイル、床用 800 角平タイル、壁用 400x600 タイルなど大型製品である。BSC の評価によると、CVT の売買活動の柔軟性が高いので、2018 年上半期の平均価格が下落したても、割引サービスの削減のため、2018 年下半期の平均価格が上昇して利益を改善するだろう。
- 新製品の投資を注力している。塩溶融花崗岩及びマイクロ・ガラス・クリスタルカバーは中高級な分区を向けて、販売価格が 30 万～50 万ドン/ m2 となって、売上総利益率が 40%～50%に達して、既存製品より優秀であるだろう。CVT は北部の各県の 5～10 代理店で新製品の販売を開始する予定がある。CVT は代理店を広告掲示板と共に製品展開活動で支援する。また、CVT もマス広告を促進する。CVT が向けている分区の容量が大きい、市場シグナルがポジティブになっている。そのため、2018 年第 4 四半期の消費状態が好調になると考えている。

BSC の予測によると、CVT の 2018 年売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比 24.5%増の 1 兆 4,690 億ドン、同比 3.2%増の 1,800 億ドンとなる。2018 年予想 EPS が 4,654 ドン/株、予想 P/E が 5.4xである。

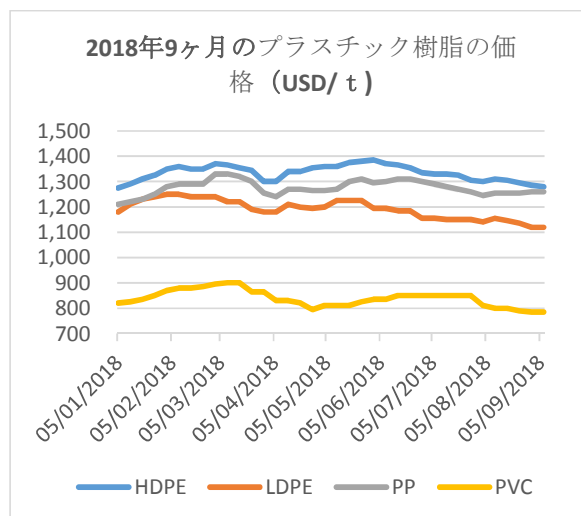
銘柄	2018 年の 収入	2018 年の税 引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の 終値	目的価格
VGC	9,415	680	1,353	14.03	1.31	4.26%	10.0%	19,000	18,400
CVT	1,470	180	4,654	5.90	1.52	13.0%	30.0%	27,500	32,580

ソース: BSC Research

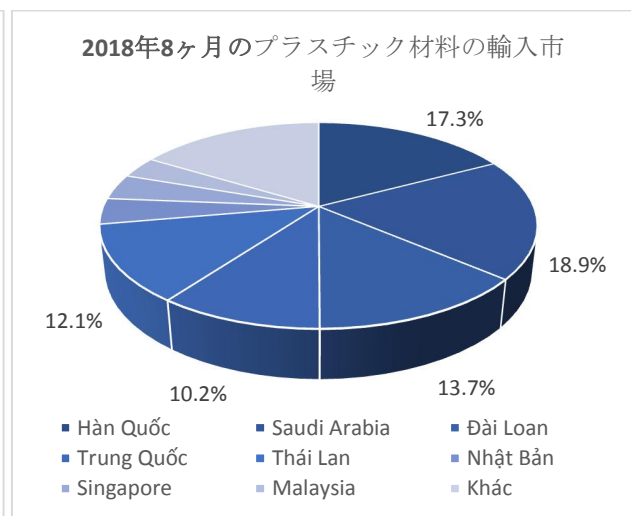
プラスチック業 [中立]

- 2018 年 9 ヶ月には、プラスチック樹脂の価格は横ばいになった。とりわけ PP が年初より 4.1%増, PVC が同比 4.3%減, LDPE が同比 5.1%減となった。
- プラスチック材料の輸入量は前年同期比 8.5%増の 358 万 7,000tとなった。
- プラスチック企業の業績は明暗で分かれた。2018 年上半期に、包装用プラスチックと建設材料プラスチックの売上高はそれぞれ前年同期比 26.3%増、同比 3.1%増となった。
- BSC はプラスチック業の投資見通しを「中立」と維持している。

プラスチック樹脂の価格上昇が止まった。2018 年上半期に、原石価格の上昇のため、プラスチック樹脂の各種(PVC 以外)の価格は軒並み大きく上昇した。しかし、2018 年第 3 四半期に、中国、インドなど大市場での需要が減少したから、PP の価格のみは年初より 4.1%増となったが、PVC の価格は前年同期比 4.3%減となった。HDPF の価格が変わらなかった。LDPE の価格は年初より 5.1%減となった。第 2 四半期の売上総利益率が第 1 四半期よりと前年同期より下落した。しかし、第 2・3 四半期の原料価格の上昇が売上原価に計上されることで、2018 年下半期の利益が改善されるだろう。



ソース: Bloomberg



ソース:税関総局

プラスチック材料の輸入量は前年同期比 8.5%増の 358 万 7,000tとなった。主な市場はサウジアラビア(総額の 19.6%占め、前年同期比 5%増);韓国(総額の 18.1%占め、同比 3.6%増);台湾(総額の 13.4%占め、同比 11.3%増)である。平均輸入価格は前年同期比 10.5%増となった。最も上昇したのは中国からの輸入価格だった(前年同期比 16.3%増)。これは環境保護政策で、石炭供給が減少したからだ。

プラスチック企業の業績は明暗で分かれた。建設材料プラスチック業界で、DNP のみは清水とラスチックパイプの供給により、業績が顕著に上昇して、前年同期比 33%増となった。その他の企業の業績は横ばいか下落かとなった。一方、原料価格の上昇のため、利益率が下落したが、包装用プラスチック企業の業績がよく成長している。

銘柄	製品	2018 年第 1 四半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
NTP	プラスチックパイプ	2,071	0.9%	31.0%	34.3%	150	-25.9%
BMP	プラスチックパイプ	1,731	-0.4%	24.2%	24.5%	225	-1.3%
DNP	プラスチックパイプ,水	899	33.0%	15.1%	18.4%	29	-51.3%
DAG	プラスチックドア	752	-8.8%	10.3%	8.5%	34	7.1%
AAA	包装用プラスチック	3,616	128.5%	8.8%	14.2%	111	-8.2%
HII	包装用プラスチック	2,164	456.1%	4.7%	10.9%	34	36.5%
RDP	包装用プラスチック	607	0.4%	10.6%	10.2%	9	-57.5%
SPP	包装用プラスチック	567	13.8%	9.7%	11.1%	6	12.9%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点- 中立

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。2018 年上半期、プラスチック建築材料の業績が不振した。しかし、2018 年下半期に、建設活動が活発になるため、消費量が上昇するだろう。包装用プラスチック事業では、家庭や飲食店の消費需要のおかげで、消費量が伸びると予測された。プラスチック樹脂の成長の減速も各企業の利益を改善する。

BSC は NTP を「ホールド」、BMP と AAA を「観察」と推奨している。

NTP- ホールド(HOLD) - 目標価格: 49,070VND/株 - Upside 1.2%

2018 年の消費状態が期待通りにポジティブになっていないから、BSC は NTP の業績予測を低下した。(2018 年上半期の売上高が前年同期比 1.1%増となった。2018 年下半期の消費量によると、2018 年の消費量が前年同期比 3.5%増となることを仮定とする)。他方、原料価格の上昇と共に米ドル対ドンの為替レートの動きにより、NTP は価格政策と割引サービスを変動しなければ、利益が減少するだろう。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
NTP	4,636	329	3,320	15.51	2.08	7.8%	15.0%	51,500	49,070
BMP	4,072	438	4,872	12.36	1.92	14.4%	17.9%	60,200	N/A
AAA (*)	6,000	330	2,632	6.51	1.29	N/A	N/A	17,150	N/A

ソース: BSC Research, (*) 企業の計画

医薬業[中立]

- 2018年8ヶ月の医薬業の成長が前年同期比16.2%増となった。
- 2018年第2四半期、外国人投資家の保有率を引き下げするため、Pymepharcoは臨時株主総会を行うことについて公表した。
- 2018年上半期、製薬企業15社の売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比3.2%減の10兆8,900億VND、同比8.4%減の1兆900億VNDとなった。

2018年8ヶ月の医療品業の成長が前年同期比16.2%増となった。総合統計局のデータによると、医療品業の成長は前年同期比17.5%増、先月より4.6%増となった。これは高い成長率であり、製薬企業の生産量が増加していることを示した。

保有率を引き上げることが続いている。2018年9月5日に、PMEは外国人投資家の保有率を100%に引き上げるための臨時株主総会を行うことについて公表した。BSCの評価によると、この行動は大口株主であるStadaの保有率を100%に引き上げることを狙った。外国人投資家にとって、低い人件費と共に国内の医療品業に対する政府の優待は医療品業のハイライトである。

2018年上半期の業績の成長が減速した。2018年上半期に、上場製薬企業15社の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比3.2%減の10兆8,900億VND、同比8.4%減の1兆900億VNDとなった。成長率の下落は(1)入札方法の変更のための入札価格の下落;(2)OCT市場での競争の激化から来た。

銘柄	2018年上半期の売上高(10億ドン)	前年同期比	2018年上半期の売上総利益率	2017年上半期の売上総利益率	2018年上半期の税引後利益(10億ドン)	前年同期比
DVN	2,855	-15.3%	8.4%	9.4%	111	-16.5%
DHG	1,842	1.9%	44.2%	45.2%	310	-13.9%
PME	829	0.4%	48.1%	48.0%	157	6.0%
DHT	767	15.5%	14.8%	15.2%	40	36.7%
TRA	798	-7.1%	50.9%	56.2%	62	-47.5%
DBD	644	-0.9%	35.3%	37.3%	82	7.8%
DMC	640	4.7%	37.4%	40.1%	108	0.7%
OPC	514	4.8%	46.0%	44.1%	50	10.1%
IMP	514	2.7%	40.9%	42.7%	64	6.9%
DCL	381	3.5%	26.7%	33.5%	9	-77.5%
DBT	377	-5.7%	22.9%	21.6%	9	27.6%

DP3	235	39.9%	66.2%	56.5%	53	190.3%
PMC	222	6.8%	39.3%	41.6%	37	4.4%
LDP	210	-18.8%	13.2%	14.8%	-6	-169.0%
PPP	62	-8.2%	22.0%	19.0%	4	5.8%

ソース: FiinPro, BSC Research

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。業界での競争が激化しているが、成長潜在がある。理由はベトナムでの低い医療品需要、安い人件費、国内の医療品業に対する政府の優待は医療品株のハイライトであるから。

銘柄	2018 年 の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の 税引後利 益(10 億ド ン)	2018 年 の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日 の終値	目標価 格
DHG	4,207	693	4,774	20.3	3.7	17.1%	22.6%	96,900	N/A
PME	1,919	320	4,910	14.3	2.4	14.9%	18.1%	70,400	84,500

ソース: BSC research

繊維・アパレル業「中立」

- 2018 年初 7 カ月の繊維製品の輸出額は前年同期比 17%増の 166 億 5,000 万米ドルだった。
- ベトナム・EU 自由貿易協定(EVFTA)の法的確認が完了した。しかし、同協定は発効まで各国・地域の国会での批准手続きを経つ必要である。
- 2018 年上半期の上場企業の売上合計が前年同期比 16.2%増の 30 兆 1510 億米ドルとなり、税引き利益が前年同期比 34.2%増の 1 兆 5170 億米ドルに達した。
- BSC は繊維・アパレルセ業の投資見通しを「中立」と評価しております。

2018 年初 7 カ月の繊維物輸出額は前年同期比 17%増の 166 億 5,000 万米ドルだった。下記の東北アジア市場へは、輸出金額の成長率が大幅に上昇した。中国(前年同期比 44.8%増)、韓国(前年同期比 24.9%増)、日本(前年同期比 24%増)。韓国への輸出額は継続的に増加して(2017 年 15.7%増;2016 年 7.3%増)、徐々に中国との格差を縮小して行く(市場シェアがそれぞれ 32.7%と 34.5%で;VKFTA の有効前それぞれ 29.5%と 40.2%であった)。最近 2 年間のベトナムの繊維・アパレル輸出額の 4.8%を占めている中国への輸出額が急速に上昇した(繊維分野の CAGR が 28.3%、糸分野のは 22.3%)。この結果は、安い人件費を活用するきっかけで中国からの生産拠点をベトナムへ移動する傾向に理由している。しかし、BSC は、中国の繊維製品が米国で課税の対象となると、需要と供給に圧力をかける可能性がある、成長率が停止する事に繋がる恐れがあると判断する。生産拠点と投資資本の移動傾向及び各貿易協定の支援のおかげで、ベトナムの繊維・アパレルセクターが短期及び中期的に、引き続き成長が伸びて行くと考えております。

越 EU 間 FTA 自由貿易協定の法的確認が完了したが、まだ発効にならないこと。2018 年 6 月 26 日には EVFTA が(1)貿易協定(FTA)と(2)投資保護協定(IPA) の 2 つの独立した協定に分かれ、その結果、同協定の批准手続きが促進された。FTA の法的確認が完了したが各加盟国の立法府による内部批准を経るまで公式な締結を待っているところだ。ベトナム・ドイツ間の外交に関係する問題が EVFTA の締結及び批准を妨げる要因になる可能性がある。本協定は、加盟国全員の合意に達した時のみ発効する。それで、EVFTA は、2019 年中頃に開催する第 7 回国会総会の前にまだ発効で出来ていない。EU はベトナム繊維・アパレルセクターの 3 番目に大きなパートナーで(2018 年初 7 カ月の輸出額の 13.5%を占め);現在 EU がベトナム繊維製品に課す関税の 9.6%(カンボジアとバングラデッシュのは 0%)がすぐ撤廃され(撤廃率が 42.5%)、それとも段階的に 3 年目から 7 年目までに撤廃される。それがベトナム繊維・アパレルセクターの競争優位性を高めるようになる。

2018 年上半期の各上場企業の売上高合計が前年同期比 16.2% 増の 30 兆 1510 億 VND になり、税引後利益が前年同期比 34.2% 増の 1 兆 5170 億 VND になった。売上の成長が大幅に上昇した企業は次の通りである。TNG (前年同期比+49%), EVE(同 +34.4%), STK(同 +30%), VGG(同 +23%)だった。その一方、伝統的な繊維企業の一部は売上高が下落した。売上高が前年同期比 8% 減の 1 兆 2690 億 VND だった M10 及び売上高が前年同期比-5.4% 減の 1 兆

2340 億 VND だった TVT である。TCM、GMC、STK を除く、殆どの繊維企業の売上総利益率は入力要素（原材料、人件費）の増価により、0.5% から 2%まで減少した。

銘柄	2018 年上半期 の売上高 (10 億 VND)	%YoY	2018 年上 半期の売上 総利益率	2017 年上半 期の売上総 利益率	2018 年上半 期の税引後利 益(10 億 VND)	%YoY
VGT	9,392	13.4%	9.8%	10.2%	458	50.8%
VGG	4,612	22.7%	11.5%	12.3%	224	21.2%
TCM	1,648	6.5%	17.7%	16.4%	117	-1.4%
PPH	1,680	20.7%	9.5%	11.7%	142	3.2%
TNG	1,488	49.0%	16.8%	17.5%	67	61.1%
STK	1,192	29.9%	13.6%	11.2%	84	72.0%
EVE	502	34.4%	32.1%	32.5%	33	42.4%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点—中立

中期・短期の繊維・アパレルセクターの成長見通しと業績に「楽観」を判断するが、本セクターの投資見通しを「中立」と維持しております。繊維セクターの株に対する投資家の評価が高くない(P/E の平均値は 7x-9x の間変動する)、又国際貿易に関するリスクを抱えているからだ。しかし、EV-FTA 協定が有効になると市場姿勢が良くなって、本セクターの各株式の価格を支持する事を投資家に注意したい。

BSC は VGG 株の投資評価を「買い」と、TCM 及び TNG の投資評価を「ホールド」と推奨しております。

TCM – ホールド – 目標価格: 29,300VND／株

- 主要な活動の成長が徐々に伸び、利益率が改善された。2018 年 8 カ月の売上が前年同期比 14.1% 増の 1045 億 8700 万米ドル(2 兆 4670 億 VND 相当)、年間計画の 76% を達成した。税引後利益は 790 万ドル(1,856 億 VND 相当)。繊維事業から収益の 70% が来た。最初の 8 ヶ月間の繊維・アパレルセクターの売上総利益率平均は綿の値段上昇傾向から恩恵を受ける紡績糸事業(売上に 14%を寄与)のおかげで、前年同期の 16.7%より増の 18%となったと。逆に、2017 年初 6 カ月では、紡績糸事業の収益は赤字を計上した。生産ラインのおかげで、縫製事業は良好な利益率を維持した。
- 2018 年の他の利益は 600 億を計上すると推定された。2018 年上半期、TCM は第 3 号紡績糸工場の財産売却から別の利益の 270 億 VND を計上した。2018 年下半期に Thanh Quang 子会社を解散する手続きを完了、土地及び財産譲渡から利益の 220 億 VND を計上する予定だ。また、同社は Trang Bang 工業団地区の 2 ヘクタールの土地を譲渡する事により、110 億 VND を追加計上するとお知らせした。

BSC は TCM の 2018 年売上高が前年比 8% 増の 3 兆 4,670 億に達し、営業活動による税引後利益が 2,030 億で、EPS が 1 株あたり 3,350 VND 相当、予測 P/E が 7.6 だと予測した。土

地譲渡及び財産売却から取得する別の利益を加算したら、税引後利益が前年比 32.2%増の 2,530 億ドンとなり、EPS が 1 株あたり 4,180 VND 相当、予測 P/E が 6.2 だと見積もられる。

銘柄	2018 年の 売上だか (10 億 VND)	2018 年の税 引後利益 (10 億 VND)	EPS 2018 (1 株あた り価格)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 20 日の修値	目標価格
VGG	9,873	408	6,825	8.21	1.53	8.7%	26.1%	56,000	63,000
TNG	3,453	141	2,388	6.36	1.29	5.2%	17%	15,200	15,400
TCM	3,467	253 (*)	4,180	6.89	1.49	8.1%	18.7%	28,800	29,300

(*)土地譲渡及び財産清算から取得する別の利益を含む

ソース: BSC research

港湾「中立」

- 2018 年上半期におけるコンテナ産量は全国の輸出が 14.5%増、輸入が 11.6%増の為、前年同期比 28%増加し、870 万の TEU に達した。
- Cai Mep (カイメープ)– Thi Vai(ティーヴァイ)湾連携の総品量は前年同期比 40%増加した。
- 「中立」的な観点を維持している。推奨購入: GMD 及び VSC.

輸出入の増加により港湾業への支援。 ベトナム統計総局によると、2018 年 8 ヶ月における輸出累計総額が前年同期比 14.5%増の 1,554 億 1,000 万米ドルに達した。最大の輸出額は米国市場の前年同期比 10.2%増の 302 億米ドルである。輸入につきました、輸入累計総額が前年同期比 11.6%増の 1526.6 億米ドルに達した。最大の輸出額は又中国の前年同期比 12.8%増の 414 億米ドルだった。

貨物の 80%は船による運送の事を見たら、港湾業は経済状況から緊密な影響を受けると分るようになる。ベトナム海洋省によると、2018 年上半期における全国のコンテナ量は前年同期比 28%増の 870 万 TEU に達した、2020 年の平均コンテナ成長は、1,760 万～1,950 万万 TEU に達する可能性があると予測された。

Cai Mep (カイメープ)– Thi Vai(ティーヴァイ)複合湾が楽観的な成長を維持している。 2018 年上半期における Cai Mep (カイメープ)– Thi Vai(ティーヴァイ)複合湾に通じた船舶量が前年同期比 40%増加した、その内、50%以上は総積載量がある 8 万 DWT の船舶である。ポートを通じる総品量は前年同期比 20%増加した、その内、コンテナ総量は前年同期比 25%増の

120 万 TEU に達した。これらが 2018 年の南部港湾経済の発展を促進する肯定的な兆候であると評価している。

16 つの大手港湾企業の 2018 年上半期業績。2018 年上半期には、売上が前年同期比 4.6%減の 5 兆 5,860 億ドン、税引後利益が前年同期比 84.8%増の 2 兆 4,560 億ドンだった。GMD の子会社売却活動からの収益を除くと、税引後利益が前年同期比 29%減の 9,396 億ドンだった。その為、以下の点を注意させていただきたく存じる。

- **重要な位置がある港湾企業**: Bach Dang 橋の前の港が 11-12 船/週程度で、Green Port を通するコンテナ総量が前四半期比 20%増の 16,6 万 TEU に達したことのおかげで、VSC の VIP Green Port の産量は前年比 15%増の 100 万 TEU に達すると予測されていた。
- **港湾企業は現在再構成を行って、コア事業を集中している**: 再構成を行った GMD は、2 つの物流子会社の売却後の港湾事業の売上が総売上の 80%を占めたことで、売上総利益率が 38%と小幅に上昇した。その為、銀行利子が 38%に達成した。CLL は輸送サービスを削減した為、この分の収益を計上せず、収益が前年同期比 30.4%減の 975 億になった。

銘柄	2018 年上半 期の売上高 (10 億 VND)	%YoY	2018 年上半 期の売上総 利益率	2017 年上半期 の売上総利益 率	2018 年上半 期の税引後 利益 (10 億 VND)	%YoY
GMD	1,299	-30.4%	37.3%	25.0%	1,554	574.2%
PHP	981	-9.8%	34.2%	36.7%	234	-12.2%
VSC	796	31.2%	31.8%	31.2%	177	49.9%
SGP	525	-10.9%	44.9%	34.7%	104	-69.6%
TCL	436	9.9%	17.8%	18.4%	48	14.3%
DVP	310	-3.5%	53.6%	53.8%	134	-9.7%
CDN	330	15.2%	34.9%	36.5%	74	8.8%
PDN	321	33.1%	29.5%	31.5%	55	31.4%
DXP	39	5.1%	20.8%	28.9%	11	-6.8%
CLL	98	-30.4%	61.4%	38.2%	46	18.7%

投資観点- 中立

ベトナムの重要輸出品の関税の 42.5%を撤廃する EVFTA 協定のきっかけで、ポートに通じる商品輸出要求が急増となった。さらに、米国と中国の貿易戦争により、生産企業は近隣諸国に工場を移転させ、特にベトナムは港湾業における大きな可能性を持つ国だ。その為、当面

の機会を捕まえる為にベトナム港湾企業は主体的にホーチミン市、カイメップ市又はハイフォン市のように、拡大する必要があると考えている。

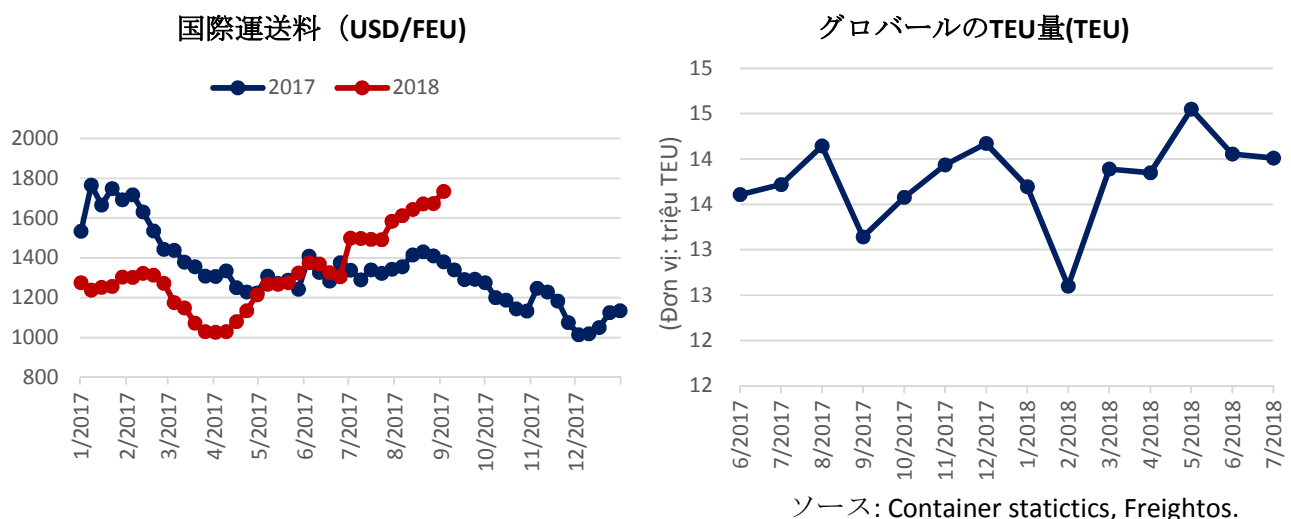
また、大量の商品をセンターや生産所に輸送する物流サービスも一括し、開発する必要がある。現在、積載量がある大きな船舶向け大型港湾の拡張は依然として遅く、港湾の株式化過程は未完成であり、物流分野は港湾分野と同期して発展していない為、港湾業の投資見通しを「中立」と評価している。

銘柄	2018 年 の売上 (億 VND)	税引後利 益 2018 (億 VND)	EPS 2018	P/E FW	P/B FW	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の終値	目的価格
GMD	3981	585	2,031	12.24	2.14	5%	7%	27,300	36,886
VSC	1354	310	5628	7.7	1.27	11.9%	17.3%	43,200	47,101

ソース: BSC research

海運業 [中立]

- 国際運賃指数は前年同期比+25.5%増の\$1735/FEU だった。
- 全国の運賃総額は前年同期比 9.1%、そのうち、船積みによる出荷は前年同期比 8.2%増加した。
- 2018 年初 6 カ月の終わりまでに、液体貨物運搬業者の税引後利益は前年同期比 27%増、その一方、バラ荷運搬業者の税引後利益は前年同期比-21%減となった。
- BSC は海運業の投資見通しを「中立」と判断している。



IFI (international freight index)指数は前年同期の\$1382/FEU から 25.5% 増の\$1735/FEU に達した。なぜ第 3 四半期には国際海運料金が急増したかと言えば、下記の理由が考えられている。第 2 四半期及び第 3 四半期は、中国と北米東海岸の貿易のピーク期間だ。(2) 太平洋横断貿易活動は通常より厳しくなる為、Maersk と MSC という 2 つの海運大手の合併はアジアと米西海岸の主要航路の 5 つうちの1つを停止した。その結果、国際運送料が上昇するにつれて、国際航海船舶事業のあるベトナム運搬企業は部分的に利益を得る。

ベトナムの海上輸送が改善された。2018 年初8ヶ月の商品輸送総額は前年同期比 9.1%増の 427 兆 7451 億 VND に達した。その中、海上貨物輸送額が 39.4%を占め、前年同期比 8.2%増の 16 兆 8399 億に達した。この実績は海上貨物輸送量の成長が上昇して、前年同期比 6.7%

増の 8,250 万tとなった為だ。しかし、BSC はドライ貨物輸送市場を「弱気」と判断しております。なぜかと言えば、ベトナム - 韓国/日本/中国と言った運賃の高いルートでは、ベトナム船舶がこれらの国の港に入る際の厳しい要件をまだ満たしていない。さらに、ベトナムー/タイ/ミャンマー/インドのルートは、価値が低く、港に並ぶ時間が長く、貿易競争の危険性が多い。又、港のインフラはまだ不安定で、出荷が遅くなって、又航行筋が狭くて、大型船が入れない事が、物流コストの上昇に繋がる。

2018 年 9 月 5 日にベトナム航海総公社 (Vinalines) が株式化を行い、売出し株式金額は資本金の 34.8%を占める 4 兆 888 億 VND となった。2018 年初6ヶ月の売上が 5330 億 VND、赤字が 1 兆 1400 億 VND で、Vinalines はベトナムの海運、物流、港湾業の大手企業だ。競売では、売出した株数は、544 万株、合計額は 540 億 VND 相当だった。つまり、Vinalines は売出した株式の 1.1%を売却した。Vinalines の株競売が成功しなかった理由は次の通り。(1) Vinalines の財務諸表では累積赤字が 3 兆 2,520 億 VND。(2) Vinalines は自社を立て直す財政的能力のある戦略的な投資家を見つからない。

2018 年上半期の業績。2018 年初6ヶ月、殆どの石油輸送企業の売上および税引後利益の成長が上昇した。Binh Son 製油所の原油生産量および完成品量は、2017 年に 52 日間の修理の後正常に戻り、石油・ガス輸送企業の出荷数が増加すると考えている。逆に、バルク輸送の状態は上記ほど多くの困難を直面している。更に、輸送契約を獲得する為の国内企業間の運賃競争は、低売上総利益率を引き下げる。

銘柄	2018 年上半期の売上 (10 億 VND)	%YoY	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引後利益 (億 VND)	%YoY
PVT	3,875	28.2%	11.8%	10.3%	388	99.6%
VTO	783	24.7%	16.1%	15.9%	53	17.7%
GSP	957	57.4%	6.0%	7.0%	35	36.0%
VIP	393	5.8%	27.1%	22.7%	49	49.6%
PJT	270	0.0%	15.5%	13.8%	21	26.0%
VOS	825	13.0%	2.8%	-9.3%	-52	-69.6%
VNA	361	43.0%	5.7%	-13.8%	-16	-77.3%
VFR	109	1.7%	7.0%	-7.2%	5	-77.3%
HTV	98	6.0%	21.6%	20.3%	11	-3.3%
TJC	87	-9.6%	6.4%	6.6%	0	-59.1%
TCO	77	-3.7%	21.7%	24.1%	6	-37.5%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は海運業の投資見通しを「中立」という判断を維持しております。BSC は 2018 年海運業で液体貨物輸送とドライ貨物輸送が著しく明暗で分かれると考える。液体貨物輸送については、次を予測する。

(1) Binh Son 製油所は、約 700 万tの原油と 650 万tの完成品を生産する。(2) Nghi Son 製油所は 2018 年第 4 四半期に正式に稼働する予定。その結果、液体貨物輸送業者は、2018 年の後半に、より多くの契約を締結すると期待される。ドライ貨物輸送につきまして、ベトナム海運業者は農産物、水産物、機械などベトナムの定期輸出契約を受注する為、積載量がより多い船舶を整えるべきだとする(現在殆ど中国の船舶が受注)。Vinh Tan、Tra Vinh、Song Phu、Long Hau など火力発電所用石炭と言った原材料の増加の需要は各業者のチャンスで、フーコック島の開発投資プロジェクトは、この業界の新たな成長原動力となる。

銘柄	2018 年の 売上 (10 億 VND)	2018 年の税 引後利益 (10 億 VND)	EPS 2018	P/E FW	P/B FW	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 9 月 21 日の 終値	目的価格
PVT	7,256	529	1,694	9.89	0.97	5.8%	11.1%	17,700	20,615

ソース: BSC Research

ゴム業[中立]

- 2018 年第 2 四半期には、ゴム価格は前四半期より 11.4%に引き続き下がった。
- 世界銀行によると、2018 年のゴム平均価格は供給過剰により前年比 10%減となる。
- ベトナムのゴム輸出量が前年同期比 9.2%増となったが、輸出額が同比 11.1%減となった。
- 2018 年第 1 四半期には、ゴム企業の税引後利益は 0.44%増となった。中に、ゴム樹脂は全部の 20%を占め、ゴム木の売却は全部の 50%～60%を占めた。

2018 年第 3 四半期には、ゴム価格は 11.4%に引き続き下げた。2018 年第 2 四半期より、2018 年第 3 四半期に平均ゴム価格は 11.4%減の 146 円／キロとなった。2018 年初の 9 ヶ月で、ゴム価格は供給過剰により前年同期比 25%減となった。



ソース: Bloomberg

ゴム輸出量が増加したが、ゴム輸出額が減少した。税関総局によると、2018 年 8 ヶ月でのゴム輸出量と輸出額は前年同期比 9.2%増の 87 万 7,644t、同比 11.1%減の 12 億 2,600 万ドルとなった。平均輸出価格は同比 18.6%減の 1,397 米ドル/tとなった。輸出量には、中国はベトナムで最大な輸入国であり、前年同期比 10%増の 56 万 570t、総輸出量の 63.4%を占めた。

2018 年上半期の業績はゴム販売価格の変動により減少した。2018 年第 1 四半期には、売上高と税引後利益の合計は前年同期比 9%減の 1 兆 3,730 億ドン、同比 0.44%増の 4,320 億ドンとなった。中に、PHR の税引後利益の成長はゴム木の売却から来た。PHR のゴム木の売却によりの収入は税引後利益の 60%を占めている。残りは、税引後利益の 20%～25%がゴム樹脂から来た。

銘柄	2018 年上半 期の売上高 (10 億ドン)	前年同 期比	2018 年上半期 の売上総利益 率	2017 年上半期 の売上総利益率	2018 年上半 期の税引後 利益(10 億ド ン)	前年同期 比
PHR	533	-19.0%	19.9%	19.1%	220	56.8%
DPR	392	-2.1%	45.7%	46.2%	144	-0.2%
TRC	142	-1.2%	15.4%	21.3%	46	-23.5%
DRI	268	-1.7%	31.2%	43.8%	20	-75.8%
HRC	38	10.3%	11.1%	26.2%	2	-27.3%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は天然ゴム業の投資見通しを「中立」と維持している。同業のゴム企業の大部分は高配当率(約 40~50%)を維持した。しかし、ゴム企業の業績はゴム価格の動きに依存している。一般的なゴム価格は底値に打ったことから、長期的に追加値下がるにくいと考えている。また、DPR と PHR はゴム木の売却による大きな利益があることで、今後の 1~2 年間に安定的な利益を維持できるだろう。

銘柄	2018 年の 売上高(10 億ドン)	2018 年の 税引後利 益(10 億ド ン)	2018 年 の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	2018 年お ROA	2018 年の ROE	2018 年 9 月 21 日の終 値	目標価格
PHR	1,290	268	1,751	14.2x	1.38x	7.7%	11.2%	24,900	N/A
DPR	946	216	4,553	8.82x	0.72x	6.1%	7.9%	39,200	40,997

Nguồn: BSC Research

タイヤ業[中立]

- 2018 年 7 ヶ月には、自動車消費量は前年同期比 5.04%減となった。
- 中国及び FDI 企業と激しく競争している。
- 2018 年 9 ヶ月には、世界ゴム価格は前年同期比 25%減となり、合成ゴム価格は少し変動し、化学の価格は同 15%～20%減少したことで、タイヤ企業の利益率が改善された。
- 売上総利益率は、投入原材料価格の値下がり及び 2018 年第 4 四半期に DRC のラジアル工場の生産能力が 2 倍増加することで、改善されるだろう。
- 2018 年第 2 四半期には、業績は大幅に改善されなかった。タイヤ企業の税引後利益は前年同期比 45.3%減となった。

2018 年 7 ヶ月には、自動車販売台数は前年同期比 5.04%減の 14 万 7,125 台だった。国内組立自動車台数は前年同期比 12%増の 12 万 4,713 台となった。輸入台数は急減し、同 48%減の 2 万 2,412 台だった。輸入台数の急減の原因は輸入期間と費用が高まっていることから来た。今後の自動車業の成長見通しは不透明であり、近い将来自動車業の移動を観察するべきだと評価しております。2018 年 7 ヶ月には、観光用自動車の販売台数は総販売台数の 78.7%を占め、前年同期より 8%上昇した。そのうち、トラック及び専用車の販売台数はそれぞれ 21%、42%と大幅に減少した。

高い競争力を有ります。現在、国内タイヤ企業は中国タイヤと激しく競争している。中国ラジアルタイヤは全市場のシェアの 50%を占めて、市場価格の 20%～30%より安く販売されている。Bridgestone（年間生産能力の 1,788 万 5,000 台）、Kumho（年間生産能力の 630 万台）などの高い生産能力を有する FDI 企業はベトナムでタイヤ販売台数を総生産台数の 15%～20%に増加していることで、競争圧力も高まっている。現在、Vinachem は、中国からの低品質タイヤの供給を減らすために、輸入タイヤの品質管理を強化することを商工省に提案している。

2018 年第 3 四半期には、世界ゴム価格は前四半期より 11.4%減となった。2018 年第 2 四半期には、世界ゴムの平均価格は 146 円／キロ、2018 年第 1 四半期比 11.4%より安かった。2018 年第 3 四半期末の時点で、世界ゴム価格は前年同期比 25%減となったことで、タイヤ企業の原材料(天然ゴムが原材料費用の 25%を占め)費用は減少があった。合成ゴム(原材料の 15%～20%を占め)価格はあまり変動しなかったが、化学の価格は同 15%～20%減少したことで、タイヤ企業の利益率が改善された。DRC の 2018 年第 2 四半期売上総利益率は 14.3%、第 1 四半期の 10.4%より増加した。

銘柄	主な製品	2018 年上半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期比
DRC	自動車用タイヤ, PCR	1,661	-5.8%	12.6%	13.8%	75	-28.7%
CSM	トラック用タイヤ, TBR	1,777	4.9%	10.5%	13.3%	10	-79.0%
SRC	自転車・バイク用タイヤ	460	2.4%	17.5%	19.1%	12	-51.1%

ソース: FiinPro, BSC Research

Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC và CSM, giảm tỷ lệ sở hữu xuống mức 36% trong quý 4 năm 2018. Điều này tạo được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư.

2018 年には、Vinachem は DRC と CSM における保有率を 36%に引き下げる予定。これは投資家の注意を誘致した。

投資観- 中立

Trong 4Q2018, chúng tôi kỳ vọng DN sản lốp sẽ có những phục hồi về KQKD khi giá cao su được kỳ vọng ở mức đáy và tiềm năng tăng trưởng đến từ xuất khẩu lốp Radial. Tuy nhiên, với việc biến động giá NVL như hiện nay, tình hình xu hướng ô tô tại Việt Nam chưa rõ ràng cùng việc đang bị định giá cao, chúng tôi giữ nguyên quan điểm TRUNG LẬP về triển vọng ngành sản lốp như báo cáo triển vọng ngành Quý 2.

2018 年第 4 四半期には、ゴム価格が最低値に下がって、成長潜在がラジアルタイヤ輸出から来ることで、タイヤ企業の業績が改善されると期待しております。しかし、現在のような原材料価格の変動及びベトナムでの自動車消費状況の不明により、BSC はタイヤ業の投資見通しを「中立」と評価しております。

DRC – 買い – 目標価格 27,707 VND/株 – Upside 16.2%

DRC là doanh nghiệp đầu ngành sản lốp với sản phẩm chính là lốp xe tải. Trong 2Q2018, DRC đã tiêu thụ được 287,083 lốp (-1.32% yoy), trong đó lốp Bias tiêu thụ đạt 197,917 lốp (-1.94% yoy) và Radial đạt 89,166 lốp (+0.07% yoy). Tiêu thụ lốp Radial không có biến động nhiều và chủ yếu xuất khẩu (2/3 sản lượng sản xuất), chủ yếu xuất khẩu sang các thị trường Brazil, Malaysia và Ấn Độ (70% sản lượng). Giá bán các sản phẩm đã tăng 5% từ 1Q2018, giá NVL giảm (so với 1Q2018, giá cao su tự nhiên -0.82%, cao su nhân tạo +0.79%, hóa chất -17%) đã giúp biên LNG cải thiện lên mức 14.28% (2Q2017: 12.97%). DRC cũng dự kiến sẽ đưa nhà máy Radial giai đoạn 2 vào 4Q2018 giúp tăng gấp đôi công suất hiện tại. Chúng tôi ước tính việc này sẽ giúp DRC giảm được chi phí khấu hao/sản phẩm hàng năm giảm 40% (tiết kiệm được 160 tỷ VND chi phí sản xuất hàng năm). Vinachem cũng dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong 4Q2018. Hiện nay, DRC đang được giao dịch với mức P/E = 25.12x và P/B = 2.2x.

DRC はベトナムの大手なタイヤ生産企業であり、主な製品はトラック用タイヤである。2018 年第 2 四半期には、DRC のタイヤ消費量は前年同期比 1.32%減の 28 万 7,083 台、そのうち、

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、前年同期比 1.94%減の 19 万 7,917 台、0.07%増の 8 万 9,166 台となった。各製品販売価格は 2018 年第 1 四半期から 5%に引き上げて、原材料価格が下落したことを受け、売上総利益率は 14.28%と改善された。DRC の第 2 ラジアルタイヤ生産工場の稼働は 2018 年第 2 四半期に開始する予定だ。

銘柄	2018 年の	2018 年の	2018 年の	2018 年		2018 年	2018 年	2018 年	2018 年
	売上高(10 億ドン)	税引後利益(10 億ドン)	の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	年お ROA	年の ROE	9 月 21 日の終値	目標価格
DRC	4,270	169	1,283	18.6x	1.82x	5.95%	11.0%	23,850	27,707

ソース: BSC Research

肥料業[中立]

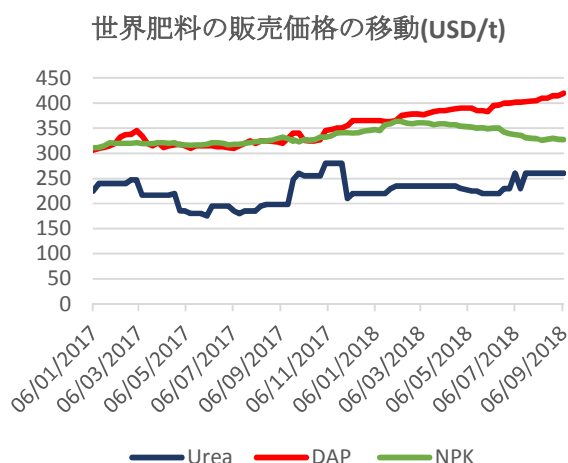
- 尿素肥料の価格、DAP 肥料の価格及び NPK 肥料の価格はそれぞれ 2018 年第 2 四半期より 13%増、5%増、6%減となった。
- 投入原材料価格は上げた。208 年第 2 四半期には、ガス価格、石炭価格及び H_2SO_4 価格は前四半期よりそれぞれ、6.8%増、13.7%増、3.48%増となった。
- 付加価値税(VAT)政策を引き続き待機しております(2018 年 11 月に国会で相談し続く)。
- ペトロベトナムグループ(Vietnam National Oil and Gas Group=PVN)とベトナム化学グループ(vinachem)の投資回収計画。
- 2018 年上半期には、総売上高及び税引後利益は前年同期比 2.93%減の 22 兆 5,250 億ドン、同 9.3%減の 1 兆 3,360 億ドンとなった。

2018 年第 3 四半期に肥料価格が上がった。

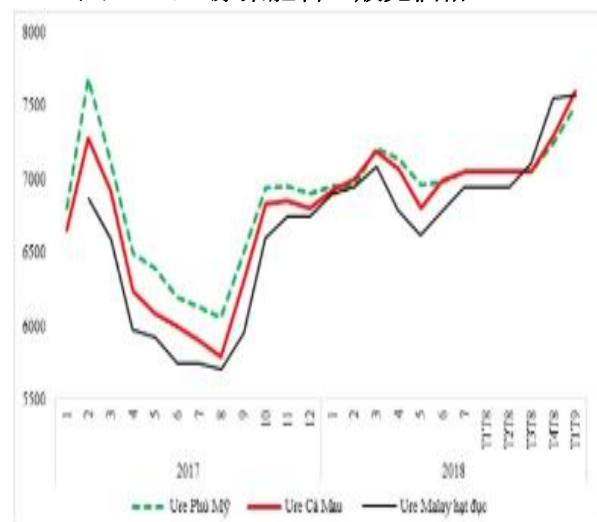
(1)2008 年第 2 四半期には、世界的な尿素肥料の平均販売価格は 257 ドル／tであり、2018 年第1四半期より 13%増となり、2017 年の平均水準より 17%増となった。

(2)DAP 肥料の販売価格は 408.6ドル／tと引き続き上げ、2018 年第 2 四半期より 5%増、2017 年の平均水準より 2%増となった。2018 年第 3 四半期から、ベトナムでの尿素肥料販売価格は 3～5%の辺りに上げている。

世界肥料販売価格



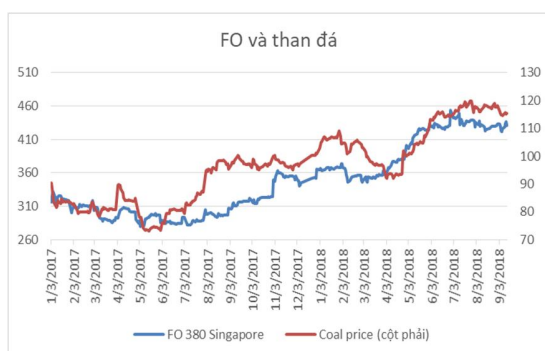
ベトナムでの尿素肥料の販売価格



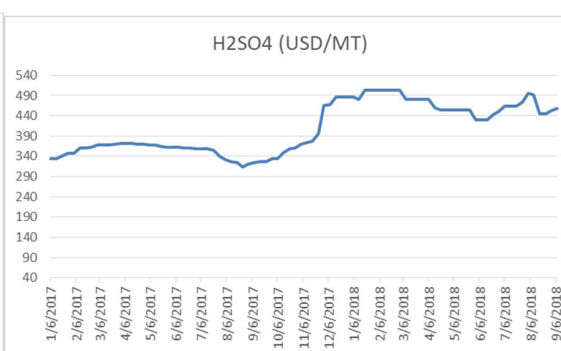
ソース: Bloomberg

投入原材料の価格は引き続き急増したことで、特に尿総肥料、肥料生産企業の利益率が減少する。2018 年第 3 四半期には、尿素肥料を生産するために重要な原材料である投入ガスの価格は前四半期より 6.8%増となり、2017 年の平均水準より 39.2%増となった。世界石炭価格は前四半期より 13.7%増となり、2017 年の平均水準より 33.7%増となった。また、H₂SO₄ 価格は 458 ドル/t であり、前四半期より 3.48%増となり、2017 年の平均水準より 27.68%増となった。そのために、2018 年第 2 四半期には、肥料生産企業の売上総利益率は前年同期比急減した、とりわけ、DPM の売上総利益率は 17.2%となり、前年同期の 25.8%より減少した；DCM の売上総利益率は 25.4%となり、前年同期の 34.6%より減少した。

FO 原油価格及び石炭価格の移動(USD/t)



H₂SO₄ 価格の移動 (USD/t)



ソース: Bloomberg, BSC

肥料業が付加価値税の対象になることに関する情報を待っている。

PVN と Vinachem の資本回収計画。同計画によると、PVN は 2018 年に DPM と DCM における保有率を資本金の 51%に引き下げる計画。2017 年～2020 年の再構成提案では、Vinachem は BFC, SFG, VAF, DDV (DAP – Vinachem), DAP số 2-Vinachem などのメンバー社における保有率を引き下げる計画。

2018 年上半期の業績。上場肥料企業 14 社の売上高と税引後利益の合計はそれぞれ前年同期比 2.93%減の 22 兆 5,250 億ドン、同 9.30%減の 1 兆 3,360 億ドンだった。利益の減少は原材料費用の値上がり及び高い競争性のために肥料企業の生産量が減少され、販売価格の上昇率が原材料価格の上昇率より遅いことから来た。BFC と DCM の利益が大幅に減少した。原因は BFC は販売価格の成長率が原材料価格の成長率より遅くなり、生産量が前年同期比 2 万tを減少した、DCM は2018年上半期にガス価格を上方修正したことで、売上原価が前年同期比 22%と大幅に増加したということだ。

銘柄	重要な製品	2018 年上半期 の売上高 (10 億ドン)	前年同 期比	2018 年上半期 の売上総利益率	2017 年上半期 の売上総利益率	2018 年上半期 の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期比
DPM	尿素	4,783	9.9%	19.4%	27.6%	402	-13.1%
BFC	NPK	3,346	3.8%	13.5%	15.5%	144	-30.4%
DCM	尿素	3,244	6.8%	25.4%	34.6%	413	-26.9%
LAS	リン酸肥料	1,849	-11.3%	20.4%	19.7%	73	-22.9%
DDV	DAP	1,269	38.1%	16.0%	3.3%	145	N/A
QBS	貿易	1,247	-31.4%	5.7%	5.7%	23	-49.0%
PSW	貿易	1,191	7.2%	2.2%	3.0%	6	-17.1%
PSE	貿易	1,195	6.5%	2.7%	3.5%	5	-27.5%
PMB	貿易	932	13.6%	3.9%	5.2%	11	-3.6%
VAF	リン酸肥料	682	-3.0%	22.1%	23.7%	38	10.8%
PCE	貿易	1,087	-6.7%	2.1%	3.4%	5	-41.1%
NFC	リン酸肥料	410	11.2%	16.0%	17.1%	16	8.3%
SFG	リン酸肥料, NPK	1,272	11.3%	11.1%	12.5%	60	0.4%
PCN	貿易	18	-5.0%	3.5%	-2.4%	-5	9.2%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は肥料業の投資見通しを「中立」と評価しております。課税の政策及び PVN と Vinachem の回収計画は肥料業に対す明るい見通しであるが、高い競争力、供給過剰及び消費需要の低迷は、肥料企業の消費量と販売価格に影響を与えている。肥料業の PE と PB はそれぞれ 8.0x、0.68x である。

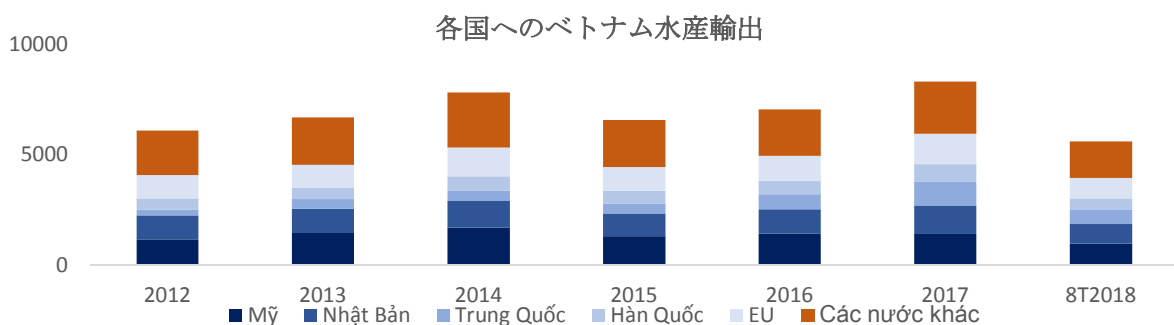
銘柄	2018 年の 売上高(10 億ドン)	2018 年の 税引後利 益(10 億ド ン)	2018 年 の EPS (VND/株)	予 測 P/E	P/B	2018 年お ROA	2018 年の ROE	2018 年 9 月 21 日の終 値	目標価格
BFC	6,831	301	3,715	7.5x	1.26x	7.7%	25.1%	27,800	29,252
LAS	4,000	163	1,355	8.5x	0.98x	5.2%	12.39%	11,300	13,200

(ソース: BSC Research, *計画)

水産業[中立]

- 2018 年 8 ヶ月には、水産輸出額は前年同期比 5.3%増の 55 億ドルとなった。
- 原材料チャー魚の価格は 24,000VND～26,000VND／キロの辺りに移動し、前年同期比 7%に減少した。しかし、養殖用小さな魚の価格は再上がりました。
- アメリカ商務省は前回調査 POR12(反ダンピング課税の見直し)にベトナムの輸出エビに適用する税率は 4.58%と発表した。ベトナムの輸出チャー魚に適用する価格は今回調査 POR14 に 2.39 ドル／キロである。
- 2018 年上半期には、水産企業 6 社の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 10.5%増の 17 兆 6,500 億ドン、同 138%増の 1 兆 3,760 億ドンに達した。

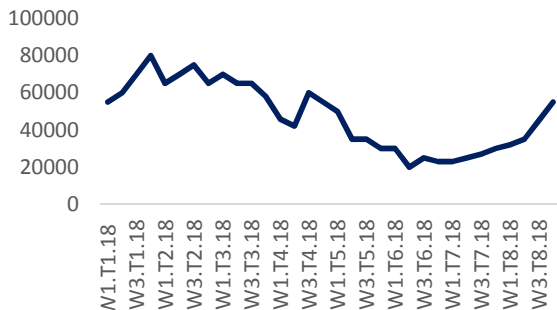
2018 年 8 ヶ月には、水産輸出額は前年同期比 5.3%増の 55 億ドルとなった。8 月単位には、全国の輸出額は 7 億 3,900 万ドルとなった。米国はベトナムの最大輸出市場であり、米国への輸出額は前年同期比 7.8%増の 9 億 8,300 万ドル、総輸出額の 17.6%を占めていた。



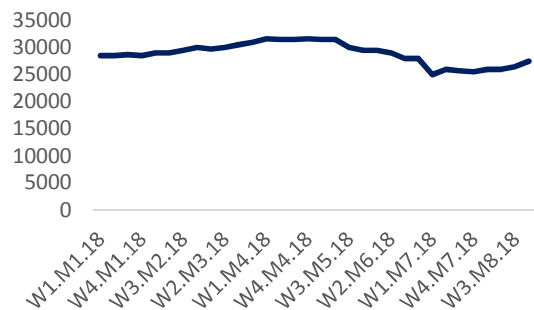
ソース:税関総局

原材料用チャー魚価格の変動。2018 年第 2 四半期には、養殖用小魚及び原材料用チャー魚の価格は大きく変動し、生産活動に大きく影響した。原材料用チャー魚の価格は 24,000VND～26,000VND／キロの辺りに移動し、前年同期の 27,000VND～28,000VND／キロより小幅に下落した。養殖用小魚の価格は 8 月に大幅に上げ、53,000VND～55,000VND／キロの辺りに移動し、最高値から 2 倍増となった。

2018年上半期の養殖用小魚価格
(VND/キロ)

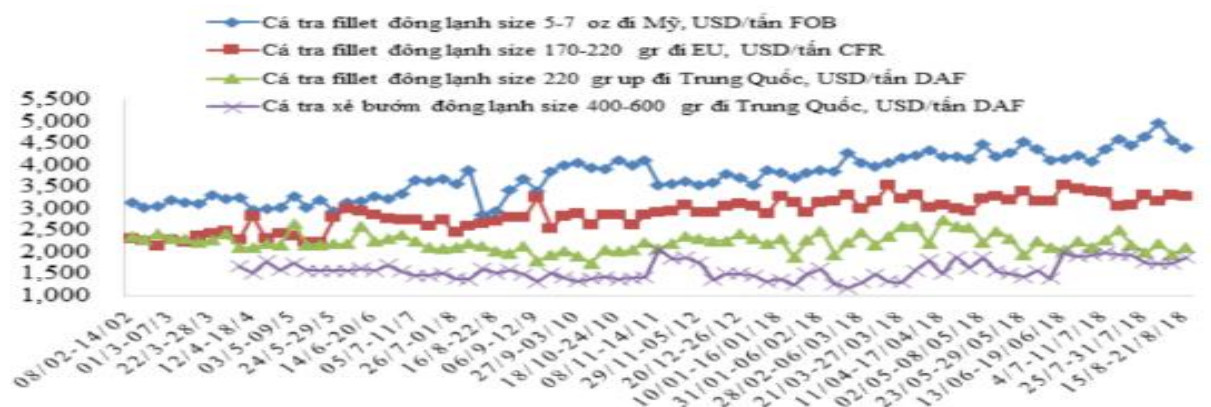


2018年上半期の原材料用チャー魚
価格(VND/キロ)



ソース:関税総局

2018 年 7 月～8 月の輸出チャー魚の価格は引き続き上げた。8 月末には、米国への輸出ベトナム製チャー魚冷凍切り身の価格は前年同期比 22%増の 4,520 ドル／tとなり、中国への輸出チャー魚冷凍チョウ形切り身の価格は前年同期比 25%増の 2,250ドル／tとなった。貿易戦争からのポジティブな影響及び中国市場における高消費量のおかげで、水産企業が恩恵を受けるだろう。販売価格が引き続き上げていることと共に投入費用が 2018 年第 2 四半期より低水準で維持していることを受け、水産企業の 2018 年第 3 四半期売上総利益率は高水準を記録すると期待しております。



ソース:関税総局

米国市場でのベトナム産に反ダンピング税率。2018 年 9 月 10 日の時点で、米商務省(DOC)は POR12 でベトナム産エビに反ダンピング税率を発表した。それによると、FMC、MPC などのベトナムエビ輸出企業は反ダンピング課税の対象となり、4.58%が課税されることになる。この税率は予備率の 25.39%より非常に低かった。チャー魚について、2018 年 9 月 13 日の時点で、DOC は POR14 でベトナム産チャー魚に反ダンピング税率を決定した。それにより、1 キロ当たり 2.39 ドルが課税されることになる。この税率は前回調査(POR13)の 1 キロ当たり 3.87 ドルより低下した。VHC (ビンホアン株式会社)とビエンドン水産(Bien Dong Seafood)の 2 社の

みは前回調査の反ダンピング税率を受けて、それぞれ、1キロ当たり0ドル、1キロ当たり0.19ドルだった。特に、HVG(フンブオン株式会社)、NTSF 水産(NTSF Seafoods)は特な税率を受け、それぞれ、1キロ当たり0ドル、1キロ当たり1.37ドルである。

2018 年上半期の業績。2018 年上半期には、水産企業の業績成長は軒並み上昇した。特に、売上の成長率は税引後利益の成長率より低かった。原因は、水産企業の売上総利益率は良好な輸出価格で大幅に上昇し、投入費用が前年同期比低かったということだ。米国、中国、アジアなどの輸出市場での消費需要は高まっているが、原材料用チャ魚の供給が不足となることで、販売価格の動きが順調に上がりました。

銘柄	2018 年上半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年上半期の売上総利益率	2017 年上半期の売上総利益率	2018 年上半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
MPC	6,616	4.3%	13.5%	10.6%	328	106.9%
VHC	4,044	1.9%	17.7%	13.3%	427	77.6%
IDI	2,836	23.5%	16.7%	9.1%	316	309.3%
FMC	1,750	26.1%	8.0%	6.8%	61	75.6%
ANV	1,683	23.2%	15.6%	13.8%	193	261.7%
ACL	721	20.0%	19.6%	16.1%	51	281.2%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は水産業の投資見通しを「中立」と評価しております。中国、日本などの新輸出市場の大きな消費需要は今後の 1~2 年間に水産企業の成長原動力である。2018 年上半期には、水産企業は好調な業績をたつた。BSC は、印象的な成長が 2018 年下半期に引き続き維持されると期待しております。

銘柄	2018 年の売上高(10 億ドン)	2018 年の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	2018 年お ROA	2018 年の ROE	2018 年 9 月 21 日の終値	目標価格
VHC	9,376	696	7,508	12.4	2.5	12.5%	19.7%	93,500	N/A

ソース: BSC research

精糖業[弱気]

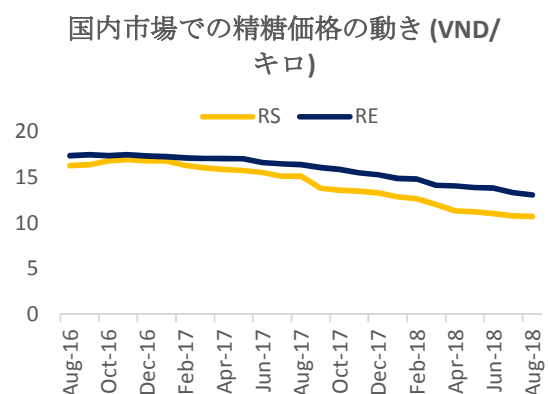
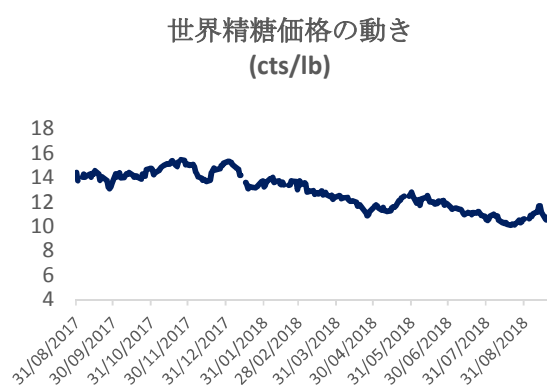
- 2017 年～2018 年度収穫の終わり、サトウキビ生産量は前年比 15%増の 1,500 万t、精糖生産量は同 17%増の 150 万tとなった。
- 米国農務省(USDA)は 2017 年～2018 年度収穫における世界砂糖の過剰は 1,065 万tになると予測している。
- 国内精糖価格は低い水準で留まり、10,500VND～12,400VND／キロのあたりに移動している。

2017 年～2018 年度収穫の終わり、サトウキビ生産量は前年比 15%増の 1,516 万 8,817t、精糖生産量は同 17%増の 144 万 4,325t、そのうち、RE 精糖生産量は 63 万 1,485tだった。8 月末の時点で、精糖生産工場の在庫量は 70 万t、精糖生産量の半分と相当した。

USDA の予測によると、2018 年～2019 年度収穫には、精糖供給過剰量は 1,065 万tとなる。イン及びタイの精糖生産量はそれぞれ、前年比 4.3%増の 3,380 万t、同 2.7%増の 1,410 万tとなる。一方、ブラジル、ヨーロッパ及びパキスタンの精糖生産量はそれぞれ、前年比 12%減の 3,420 万t、同 4%減の 2,030 万t、同 12.1%減の 650 万tとなる。

国内精糖価格は 8 月末に下落している傾向がある。RS 精糖価格は前年同期比 29.24%減の 10,500VND／キロの辺りに移動し、RE 精糖価格は前年同期比 20.12%減の 12,400VND／キロの辺りに移動している。国内で砂糖販売価格はタイの砂糖販売価格に近づいているが、2016 年～2017 年度収穫の在庫(約 55 万t)が高レベルで留まったのため、製糖生産工場の消費量は依然として低かった。その時、密輸砂糖量は引き続き増加している。

世界市場では、精糖価格は 8 月半の最低値から 9.7%に回復した。



ソース: BSC Research

2017 年～2018 年度収穫の業績。SBT は BHS との合併により業績が好調になったことを除き、残りの精糖企業の収益が大幅に減少した。これは業界の困難を示した。販売価格の下がり及び消費需要の減少は精糖企業の消費量にマイナス影響するだろう。

銘柄	2017 年～ 2018 年度収 穫の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2017 年～ 2018 年度 収穫の売 上総利益 率	2016 年 ～2017 年度収穫 の売上総 利益率	2017 年～ 2018 年度収 穫の税引後 利益(10 億ド ン)	前年同期 比
SBT	4,606	34.7%	12.4%	12.3%	549	79.4%
LSS	1,451	-38.8%	11.3%	13.8%	3	-97.8%
SLS	600	11.7%	26.2%	36.5%	115	-29.4%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 - 弱気

BSC は 2018 年～2019 年度収穫の供給過剰量が 1,065 万tとなるという過程を基づく精糖業の投資見通しを「弱気」と評価しております。これは世界精糖価格に圧力をかけるだろう。また、タイからの密輸精糖量と消費需要の下落は、2018 年～2019 年度収穫に精糖企業の展望に悪影響を及ぼします。

銘柄	2018 年 の売上高 (10 億ドン)	2018 年の 税引後利 益(10 億ド ン)	2018 年 の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	2018 年お お ROA	2018 年の ROE	2018 年 9 月 21 日 の終値	目標価 格
SBT	10,301	315.8	567	37.0	1.6	1.7%	4.1%	21,000	N/A

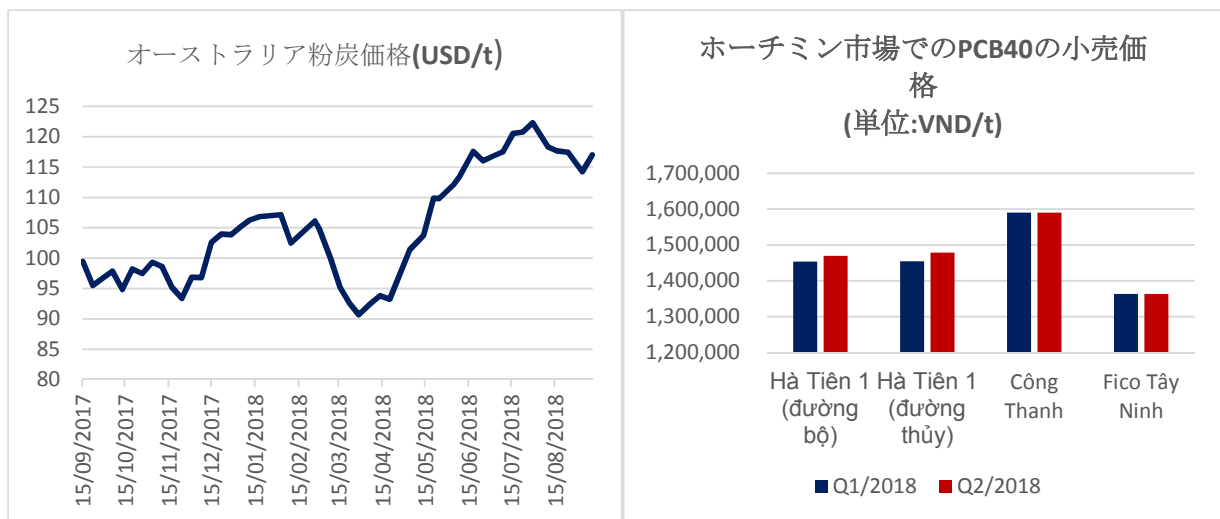
ソース: BSC Research

セメント業[弱気]

- 2018 年 8 ヶ月のセメント消費量は前年同期比 30%増の 6,385 万tとなtt。
- 2018 年第 2 四半期から南市場における石炭価各および電気価格がそれぞれ年初より 11.2%増、2～5%増となった背景には、セメント販売価格は小幅に引き上げた。
- 2018 年 6 ヶ月に上場セメント企業の総売上は前年同期比 2%増の 11 兆 7,720 億ドン、売上総利益は同 6%減の 1 兆 4,670 億ドンに達した。
- BSC はセメント業の見通しを「弱気」と評価しております。

2018 年 9 ヶ月のセメント消費量は前年同期比 30%増の 6,385 万t、年間計画の 76%を達成した。そのうち、国内市場でのセメント消費量は前年同期比 14.5%増の 4,376 万tとなった。セメント輸出量は中国が環境保護政策を強化したことで中国市場での好調な成長により、同 60.2%増の 2,009 万tとなった。

2018 年第 2 四半期から南市場における石炭価各および電気価格がそれぞれ年初より 11.2%増、2～5%増となった背景には、セメント販売価格は小幅に引き上げた。南市場では、セメント販売価格は 2%から 3%に引き上げたが、北市場及び中部市場でのセメント販売価格は安定している。セメント輸出価格は中国市場での消費量を強化したり、インドネシア市場と競争性を維持したりするために、引き上げた。BSC の評価によると、原材料石炭が上昇傾向を維持しながら、販売価格が不安定となっていることで、上場セメント企業の利益率が減少しにくいだろう。



ソース: Bloomberg

ソース: Vư VLXD

2018 年上半期には、上場セメント企業の総売上は前年同期比 2%増の 11 兆 7,720 億ドン、売上総利益は同 6%減の 1 兆 4,670 億ドンに達した。売上の伸びは特に南部市場で良好な消費量のおかげで前年同期比小幅に上昇したが、売上総利益率は販売価格の調整時間が投入原材料価格の上昇より遅いため大幅に減少した。売上総利益率の下落に反して、2018 年 6 月

30日の時点で対 EUR 為替レートが年初より 4.3%に下落したことにより金融費用（主に為替差損）のおかげで、いくつかの上場セメント企業の税引後利益も上昇した。対 EUR 為替レートは年初より 1.4%と小幅に下落している傾向がある。

銘柄	2018 年上半期の 売上高(10 億ドン)	前年同期 比	2018 年 上半期の 売上総利 益率	2017 年 上半期 の売上 総利益 率	2018 年上半期 の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期 比
HT1	4,045	-0.1%	17.2%	17.0%	324	44.6%
BCC	1,785	-6.5%	10.5%	11.0%	15	-161.9%
BTS	1,431	-9.4%	13.1%	14.8%	18	218.0%
HOM	819	19.3%	10.9%	13.2%	1	-28.9%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 弱気

BSC はセメント業の投資見通しを「弱気」と評価しております。理由は、生産能力の過剰化に競争性が高まっているし、多くのセメント企業は消費量を促進するために低販売価格を維持しなければならないために、投入原材料の上昇傾向は利益を損なっている。しかし、対 EUR 為替レートは、対ユーロ建て借入残高を持ついくつかのセメント企業の収益を支える要因となる可能性がある。

HT1 – 買い– 目標価格: 16,500VND／株 – Upside: 20.4%

BSC は以下の要素に基づく HT1 の投資評価を「買い」と推奨しております。

- 魅了な価格算定: 予測 PE は 8.8x、HT1 の 3 年間平均 PE (11.1x) より低かった。
- セメント業が困難を直面している背景には、セメント業の上位企業である HT1 は健全な資産質があり、良好な消費量を維持している。
- 2018 年には、BSC の評価によると、HT1 の収益は為替レート要素によりサポートされるだろう。BSC は、HT1 は 2018 年に為替差損 79 億 VND を計上すると推定しております。税引後利益は前年比 22.3%増の 5,964 億ドンに達すだろう。

業績の予測では、BSCはHT1の生産量成長予測を下方修正しております。それによると、2018年の売上高は前年比 1%増の 8 兆 2,890 億ドンに達す。2018 年の売上総利益率は投入原材料の続伸により減少し、15.9%に達すだろう。

銘柄	2018 年の 売上高(10 億ドン)	2018 年の 税引後利 益(10 億ド ン)	2018 年 の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	2018 年お ROA	2018 年 の ROE	2018 年 9 月 21 日の 終値	目標 価格
HT1	8,289	596	1,563	8.74	0.91	5.65%	10.36%	13,650	16,500

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 本社

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

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

Bloomberg: BSCV <GO>



