



投資アドバイス	買い
適当な株価(ドン/株)	16.600
市場株価(2015 年 6 月 10 日)	13.900
1 ヶ月の見通し	増
3 ヶ月の見通し	増
6 ヶ月の見通し	増

取引情報

流行株式数(100 万株)	1.159
時価総額(10 億ドン)	15.652
帳簿価額(10 億ドン)	16.116
外国人保有率(%)	30%*
現値(ドン/株)(2015 年 6 月 10 日)	13.900
10 日間の平均売買高(1,000 株)	3.068.049
52 週間の安値(ドン)	12.262
52 週間の高値(ドン)	15.100
直近 7 日間の増減率	+0,72%
直近 1 ヶ月の増減率	+2,96%

アナリスト

Tran Thi Hong Tuoi

Email: tuoith@bsc.com.vn

Tel: 84.39352722

投資ハイライト

弊社は MBB を目標価格 16,600 ドンで購入することをお勧めします。MBB の現在の P/E や P/B は他の銀行株より良いである。同行の存続性格付の格付けは良く、貸倒引当金繰入率が高く、貸付金/調達資金が低い。

強固な利益成長があり、商業銀行トップである。2014 年の税引後利益は 2 兆 4,490 億ドン(前年比 8.06%増)、貸倒引当費用が 2 兆 190 億ドン、税引前利益と貸倒引当金の 39%ほど占めた。2015 年の税引後利益は 2 兆 5,540 億ドン、前年比 4.31%の見込みである。

①存続性格付が高い。MBB の ROE や ROA は商業銀行の中に最も高いである。

②資産の品質が良い。貸倒引当が高いレベルにあり、リスク管理政策が緊密である。

	2011	2012	20 3	2014	2015F
利息収益	5.222	6.603	6.124	6.540	6.897
前年比増減率	48%	26%	-7%	7%	5%
税引前利益+貸倒引	3266	5117	4914	5193	5435
税引後利益	2.338	2.292	2.266	2.449	2.554
前年比増減率	39%	-2%	-1%	8%	%
末期の EPS	3.203	2.292	2.013	2.136	2.070
株主資本	9.642	12.864	15.148	16.561	22.256
資本金	7.300	10.000	11.256	11.594	16.000
簿価	13.208	12.864	13.458	14.284	13.910
NIM	4,63%	4,52%	3,71%	3,81%	3,62%
ROA	1,71%	1,47%	1,28%	1,30%	1,21%
ROE	22,96%	20,49%	16,25%	15,62%	13,31%

(ソース: MBB の財務諸表、BSC)

概要

基本情報		No	子会社	資本金 (10 億ドン)	保有率
銀行名	軍隊商業銀行				
住所	21 Cat Linh, Dong Da Ward, Ha Noi	1	MB 証券株式会社 (MBS)	1.221	79.5%
Website	https://www.mbbank.com.vn/	2	MB 投資ファンド運用株式会社	200	84.7%
Tel	(84.4) 6266 1088	3	MB AMC アセットマネジメント会社	882	100%
Fax	(84.4) 6266 1080	4	MB ランド株式会社	653	66.1%
資本金	456 億ドン	5	ベト R.E.M.A.X 株式会社	100	80%
事業	定期預金・普通預金・譲渡性預金による短中期資金の調達、国内外機関より開発資本・投資委託資本引き受け、コマーシャルペーパー・社債・有価証券の割引、金の加工・販売など	5%以上を保有する株主			

沿革		No	会社名	保有株式数	保有率
年度	内容	1	VCB[ベトコムバンク]	107,934,750	9.5%
1994	設立		ベトナム軍隊通信グループ(ベテトル)	168,843,750	15%
2004	株式競売を行った最初の銀行	3	ベトナム航海銀行(マリタイムバンク)	111,951,379	9.9%
2005	ベトコムバンク(VCB)や Viettel と、ATM を通じて料金を支払うことに関する協定を署名し、シティバンクと提携した。		合計	388,729,879	34%
2006	Corebanking T24 を開始した。				
2010	ラオスでの支店をオープンした。				
2011	ホーチミン証券取引所 (HSX) へ上場した。				
2011	カンボジアでの支店をオープンした。				

株主構成(2013 年 12 月 31 時点)

No	株主	保有株式数	保有率	株主数
1	政府	0	0%	0
2	内部			
	・取締役会	2,594,949	0.2%	9
	・監査役	1,506,091	0.1%	4
	・理事会	2,466,066	0.2%	8
	・社員			
3	外部			
	・国内	731,656,250	65%	
	・海外	337,687,500	30%*	
	合計	1,125,625,000	100%	

(ソース:2013 年の年次報告書)

増資の変遷	
時点	資本金
1994	200 億ドン
2008	3 兆 4,000 億ドン
2009	5 兆 3,000 億ドン
2010	7 兆 3,000 億ドン
2012	10 兆ドン
2013	11 兆 2,560 億ドン
201	株式配当(3%)

MBB は陸軍省との緊密な関係がある雄一の上場商業銀行であり、取締役会 9 人の 4 人は陸軍省での大切な役職を務めたことがある。

同行は海外投資家の保有率が上限(30%)になっている銀行 2 行の 1 行である。その内、戦略的な海外投資家は 20%を占めている。そのため、投資家は戦略的な投資家への増資及び海外投資家の保有率の引き上げに注目している。

銀行業

銀行規模の比較

	国営商業銀行	商業株式銀行	外国、合併銀行
総資産	2,802,985	2,707,486	711,756
1行の平均総自己資本	560,597	82,045	12,941
1行の平均自己資本	169,696	203,154	106,004
1行の平均白資本金	33,939	6,156	1,927
1行の平均資本	134,206	191,115	87,215
1行の平均貸付	26,841	5,791	1,586

(ソース: 中央銀行, BSC)

銀行業の概要

銀行業の規模は差異がある。最も大きい総資産や株主資本がある銀行は国営商業銀行である。国営商業銀行1行の平均総資産や資本金はそれぞれ561兆ドン(商業株式銀行1行の6.8倍)、27兆ドン(商業株式銀行1行の4.6倍)である。そのため、倒産リスク防衛能力はより高い、貸付規模や支店網の拡大での利点を持っている。

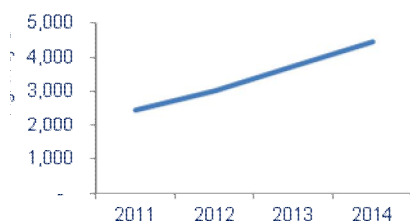
MBBはベトナム証券市場に上場している商業銀行の中で最大規模である。

調達資金は大幅に成長している。2014年の調達資金は前年比19.37%増だった。調達資金の成長は高いレベルで維持すると期待している。

貸付は安定的に成長し続けている。貸付成長率は2011年～2012年まで、大幅に下落していたが、直近2年間に増加している。2014年の貸付成長は前年比14.16%増で、中央銀行の目標を上回った。

2013年や2014年の貸付成長動向に反して、2015年年初4ヶ月の貸付は大幅に2.78%増加した。これは積極的な信号で、持続的な資金需要を反映した。

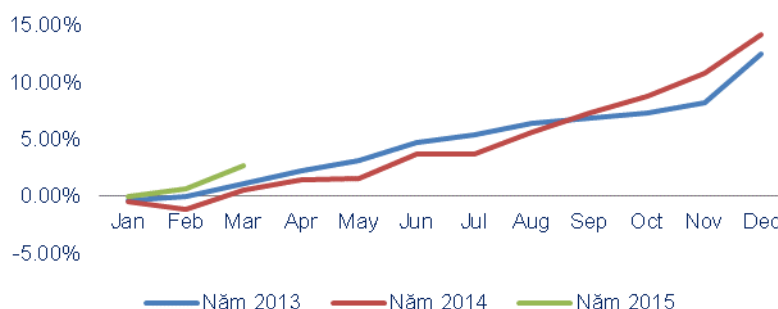
2011年～2014年の調達資金



(ソース: 中央銀行)

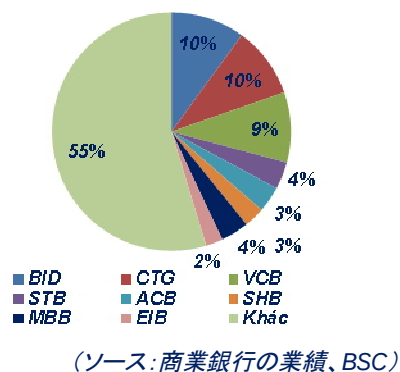
2014年調達資金のシェア

日刊累積貸付成長の動向



(ソース: 中央銀行, BSC)

銀行業の貸付成長率は維持すると期待している。中央銀行は銀行業の2015年貸付成長率が13%～15%設定している。



①世界銀行や IMF はベトナム経済の成長率を 6%に引き上げた。HSBC や ANZ のベトナムの 2015 年ベトナム経済の成長率はそれぞれ 6.1%、6.5%である。

②資金需要を後押しするため、貸出金利は 1%～1.5%下落すると予想されている。

③不動産セクターへのリスク割合を低減しつつ、中長期ローンのための短期資金を 30%から 60%まで引き上げる許可された第 36 号通達は不動産セクターの貸付や長期貸付の需要を後押しさせる。

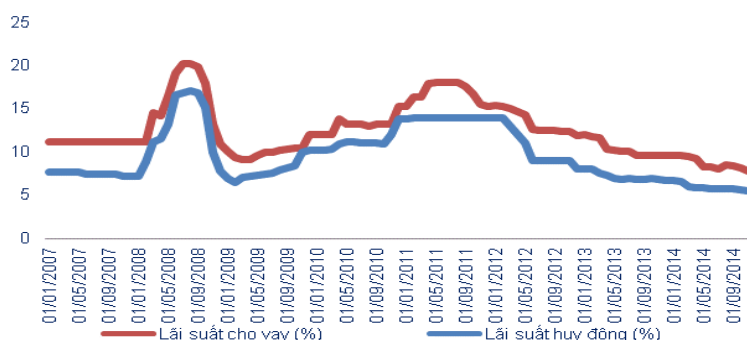
金利は低下し続けた。中央銀行は 2014 年 3 月と 10 月に 2 回政策金利を低下させた。市場の金利は 2013 年末に比べて、年 1.5%～2%減少した。

2015 年の目標は、中期ローンの金利が年 1%～1.5%、預金金利が年 1.5%～2%減少する。

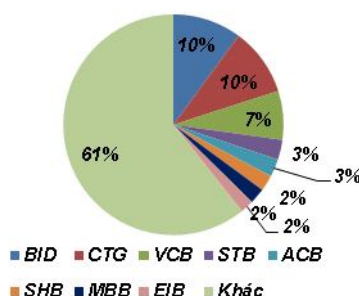
2005 年～2014 年の貸付成長



2007 年～2014 年の金利変動



貸付シェア

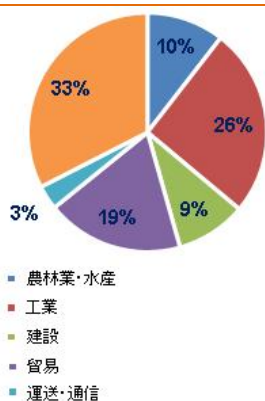


純金利マージン(NIM)は低下している。

流動性は改善されている。

- 預金貸付率(Loan/Deposit ratio - LDR)は下落する。資金調達勘定残高は大幅に増加したが、貸付活動は困難に陥っていたため、預金貸付率は 2014 年に 90%を達した。これは 5 年間で最低レベルである。
- 中長期の貸付に対する短期資金比率は低い、2014 年の比率は 20.15%に達した。国営商業銀行の比率は 25.02%、商業銀行の比率は 21.35%である。
- 国債への投資や保有率を引き上げる。
- 銀行間金利は安定的に低いレベルに維持している。

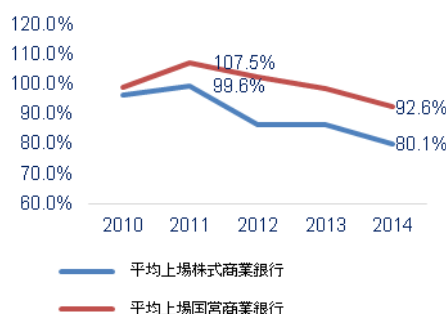
銀行間金利の動向



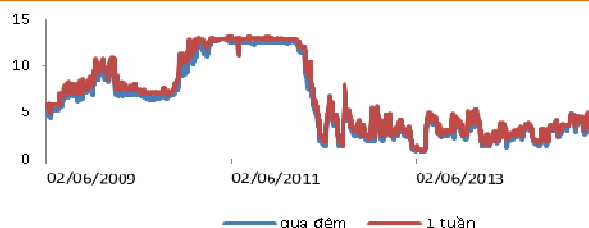
純金利マージン(NIM)



預金貸付率(LDR)



(ソース: 上場銀行の財務諸表、BSC)



(ソース: 中央銀行、ブルームバーグ)

不良債権比率は減少傾向にある。不良債権比率は年ごとに減少していた。銀行システムの 2012 年不良債権比率は 4.08% だったが、2013 年に 3.61% に減少し、2014 年年末に 3.25% だった。不良債権比率は、毎年 6 月や 12 月に大幅に減少する傾向がある。不良債権比率が減少させた原因は下記のとおり。

- ① 貸付成長率が高いこと。
- ② 各銀行は VAMC へ負債を販売していること。

2015 年不良債権の評価:

- 2015 年年初 9 ヶ月に増加する。債権格付けに対する要求はより緊密になっている。
- 2015 年第 4 四半期に減少する。各銀行はベトナム債権回収公社(VAMC)への債権売却を強化する。
- 不良債権が 3% 以下の目標は 2015 年末に達成できる。

不良債権比率は増加するため、不良債権に対する貸倒引当金も増加する。MBB は債権を緊密に格付けしたため、同行の不良債権比率や貸倒引当金は小幅に増加すると予測している。

各銀行がお互いの株を保有することが減少させる。①各銀行の企業への出資金が当行の資本金の 40% を超えることはできない。②各銀行は最大金融機関 2 社しかの株を保有できない。③各銀行の金融機関での保有率は 5% を超えることはできない。

各銀行はお互いの株を保有することを解決できる。

①他の銀行への M&A

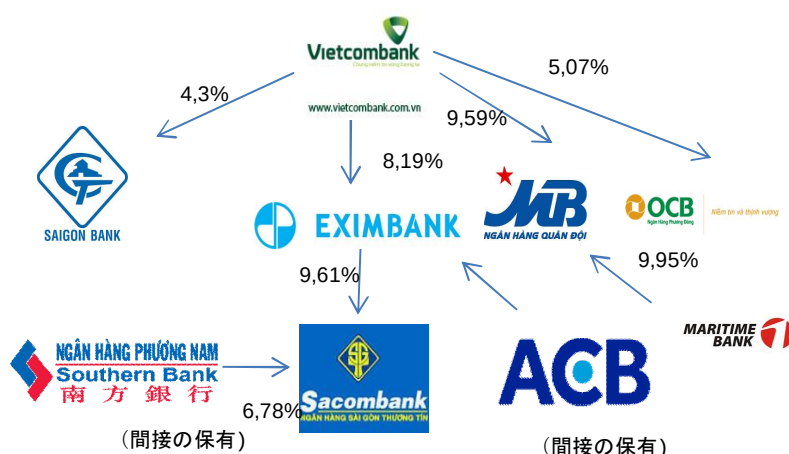
②出資金の回収

弊社は MBB が VCB やベトナム航海銀行(マリタイムバンク)からの出資金回収圧力を直面すると考えている。

銀行間の M&A は刺激的になる。年初 4 ヶ月には、中央銀行

はベトナム建設銀行(Vietnam Construction Bank=VNCB)及びオーシャンバンク(Ocean Bank)の2行を1株0ドンで買収したことを正式に発表した。また、ベトナム投資開発銀行[BID](BIDV)はメコン住宅開発銀行(Mekong Housing Bank=MHB)を吸収合併し、ベトインバンク[CTG](Vietinbank)もPGバンク(PGBank)と合併した。他の合併案は発表されたが、中央銀行からの承認を待っている。

上場商業銀行の間のお互い直接保有



(ソース:BSC)

2012年～2014年の不良債権



(ソース: 中央銀行、BSC)

銀行業の見通し

弊社は2015年以降、銀行業の見通しが重要な変化があると予測している。刺激の要素は経済景気の回復、銀行リソースが向上することだろう。

経済が回復する。

- 経済成長はもっと積極的になると予測されている。生産業は20ヶ月連続拡大されており、インフレ率が低いレベルに維持し、2015年のインフレ率の目標が4%となっている。
- TPPやFTAなどの自由貿易協定への大期待。

各銀行の能力

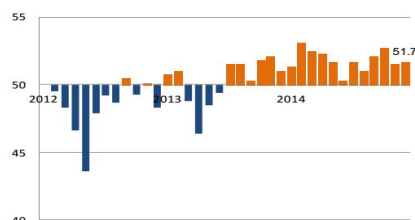
- 銀行の規模や財力はM&Aや増資の実施を通じて、向上する。低能力の金融機関を合併し、或いは再構成する。
- 債権を緊密かつきっぱりと格付けする。
- 銀行業の流動性は改善される。

ベトナムの2015年GDP成長予測

機関	予測
World bank	6%
IMF	6%
HSBC	6.1%
ANZ	6.5%
BSC	6-6.2%

(ソース:WB、IMF、HSBC、ANZ、BSC)

ベトナム購買担当者指数(PMI)



(ソース:Markit、HSBC)

MBB の地位

MBB は規模別で商業銀行トップである。

業界全体では商業銀行 37 行があるが、上場している銀行が 8 行しかない。本レポートは MBB、CTG、BID、VCB、EIB、STB、SHB 及び ACB に注目する。

- 株主資本は 2014 年に 16 兆 6,000 億ドンを達成し、商業銀行で第 2 位になっている。
- 総資産は 200 兆ドんで、商業銀行で最大の銀行である。
- 利益や収入については商業銀行で最大の銀行である。
- ROE は銀行業で 率い、純金利マージン(NIM)が STB[サコムバンク]を次いでに第 2 位になっている。
- 海外投資家の保有率が上限 30%になっている銀行は MBB や ACB しかない。その内、戦略的な投資家が 20%、普通の海外投資家が 10%である。

上場銀行 8 行の重要指標

指標	MBB	平均	国営商業銀行			株式商業銀行			
			BID	CTG	VCB	ACB	SHB	STB	EIB
流行株式数(万株)	1 159	1,910	2,811	3,723	2,665	9 1	886	1,143	1,229
株主資本(10 億ド)	16,561	26,802	33,367	55,013	44,181	12,397	10,516	18, 69	14,068
海外保有率(%)	*10%	18.6%	0.7%	29%	21%	30%	17.4%	6 3%	25.6%
取引拠点	208	501	576	1,152	440	345	373	416	204
総資産	200.489	369.376	650.364	661.132	574.260	179.610	169.363	189.803	161.104
貸付金残高	104.956	234.925	445.69	439.869	323.332	116.324	104.094	128.015	87.147
収入総額(10 億ド)	8.307	11.574	22.187	21. 31	17.273	6.056	3.280	8.249	2.943
税引後利益 (10 億ド)	2.476	2.757	4.9 5	5.712	4.51	952	818	2.212	56
EPS	2.136	1.281	1.763	1.534	1.723	1.045	924	1.936	4
BVPS	13.879	12.715	11.857	11.905	13.627	14.230	11.734	14.351	11.301
株価(2015 年 6 月 9 日時点)	13.800		21.200	19.600	44.200	21.900	7.900	18.100	13.600
P/E	6,46	14,42	11,25	12,54	23,85	20,25	9,12	9,5	
P/B	0,97	1,46	1,71	1,3	2,65	1,55	0,66	1,2	1,15

(ソース: 各銀行の財務諸表, ブルームバーグ, BSC)

MBB・存続性格付が高い、リスク管理が厳密

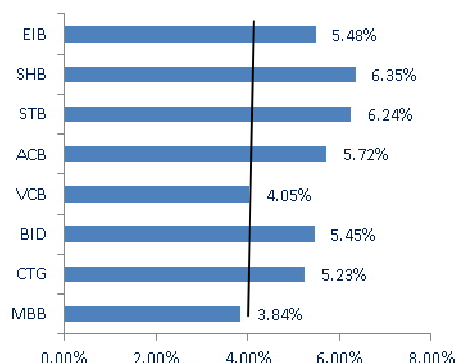
上場銀行の 2014 年平均資金調達費用

存続性格付が高いの貸付活動

資金調達費用が低い、資産構成が利益を与えるため、純金利マージン(NIM)が高いである。預金比率や銀行間貸付を減少し、リスク率が低い金融機関への投資を許可する。

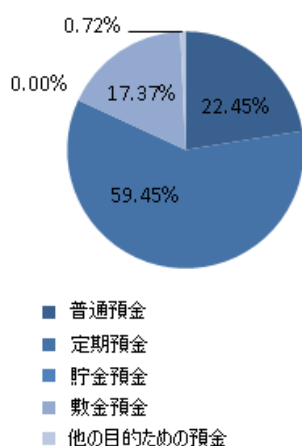
資金調達費用が低い。

➤ MBB の平均資金調達費用は上場銀行の中で最も



(ソース:各銀行の財務諸表、BSC)

顧客の預金構成



2011 年～2014 年の証券投資・貸付

	2011	2012	2013	2014
貸付	59	74	88	101
前年比加減率(%)	21,00%	26,14%	17,81%	14,62%
債券への投資	19	41	45	50
前年比加減率(%)	25,24%	117,59%	10,57%	10,68%
他の貸付	1	25	20	11
前年比加減率(%)	11876,25%	3957,64%	-19,06%	- 6 34%

銀行預金利息による収益及び同様の収益

低い(3.84%)である。大規模企業の預金は合計の60.48%を占めている。

- 預金成長率は前年比 11.34%増だった。その内、顧客預金は 168 兆ドン、前年比 23.16%増、預金構成の 91.42%を占めている。
- 将来的には、経済が回復すれば、同行の成長は遅くなる可能性があると考えている。同時に、資金調達費用は引き続き低いレベルに維持する。

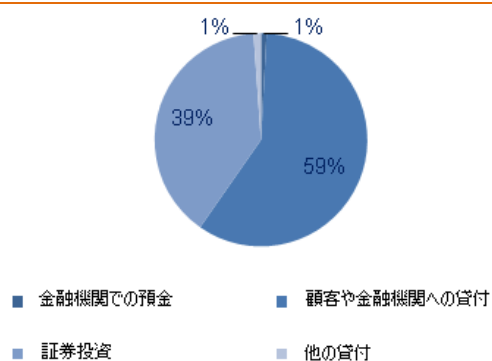
国営企業や顧客向けの貸付を強化する。

- 顧客向けの貸付は前年比 14.62%増、全体の成長率(14.16%)に相当する。
- 国営企業向けの貸付に強みがある。国営企業向けの貸付はいつも同行の貸付構成に高い比率をしめており、2010 年～2014 年まで平均 16.08%を占めていた。2014 年には、23 兆ドンを達成し、貸付構成の 23.1%を占めた。
- 顧客向けの貸付を強化する。南部での活動を拡大した後、顧客向けの貸付残高は大幅に増加し、同行の総金融負債残高の 20.61%を占めている。

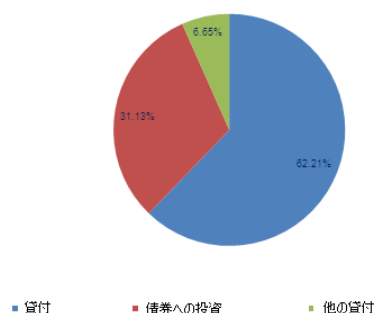
債券への投資: 高くて安定的な金利は NIM を高いレベルに維持させることに寄附した。

- 他の商業銀行と比べると、MBB は債券への投資比率が高く、2014 年の比率が 31.13%だった。2012 年には、銀行金利が急増した時、同行の債券への投資比率が 117.59%増だった。その内、国債への投資が 74.65%を占めた。
- 債券投資向けの平均金利が高い。2014 年証券投資向けの平均金利は 10.76%、顧客向けの平均貸付金利よりも高かった。
- 債券利息による収益は増加し、全体の利息による収益の 12%(2011 年)を占めたが、2014 年に 39%に増加した。

政府は銀行間活動の管理を強化していたため、銀行間貸付は 2012 年から大幅に減少している。



2014年の貸付構成



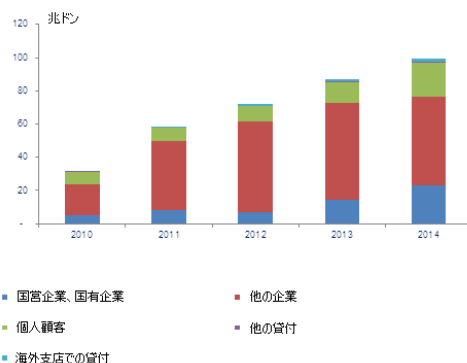
(ソース:MBBの財務諸表)

MBBの投資や貸付の平均金利

平均金利	2011	2012	2013	2014
金融機関での預金	9.93%	6.94%	1.30%	0.47%
顧客及び金融機関への貸付	15.33%	11.85%	8.0%	7.06%
証券投資	9.78%	10.14%	10.09%	10.76%

(ソース:MBBの財務諸表、BSC)

2010年～2014年の顧客別貸付構成



サービス活動:引受けサービスは強みだ。

サービスによる純収益は 2010 年～2014 年まで平均 17.63%増加し、無利息収益の 54%を占めている。

2010 年～2014 年までのサービス活動による収益

サービスによる純収益	2010	2011	2012	2013	2014
引受け	08.621	373.348	452.280	471.05	495.902
前年比加減率 (%)		78,96%	21,14%	4,21%	5,22%
現金での決済	118.256	129.323	112.202	123.548	217.303
前年比加減率 (%)		9,36%	-13,24%	10,11%	75,89%
証券サービス	217.399	37.113	41.505	6.126	120.396
前年比加減率 (%)		-82,93%	11,83%	-85,24%	1865,33%
ファンド管理	16.91	42.728	27.287	16.111	19.935
前年比加減率 (%)		155,99%	-36,14%	-40,96%	23,74%
ホテル運営	21.740	(367.253)	8.933	5.417	5.281
前年比加減率 (%)		-1789,30%	102,43%	-39,36%	-2,51%
資産の売買・回収・査定	(3.460)	387.386	(11.080)	1.460	1.34
前年比加減率 (%)		11296,13%	102,86%	1,18%	-1,78%
プロジェクト管理・レンタルサービス	(8.239)	34.577	37.825	21.671	(77.867)
前年比加減率 (%)		-519,67%	9,39%	-42,71%	459,32%
その他	17.828	5.429	63.758	93.122	207.372
前年比加減率 (%)		-69,55%	174,40%	46,06%	122,69%
合計	588.836	642.651	732.710	738.760	989.755
前年比加減率 (%)		9.14%	14,01%	0,83%	33,98%

(ソース:各銀行の財務諸表、BSC)

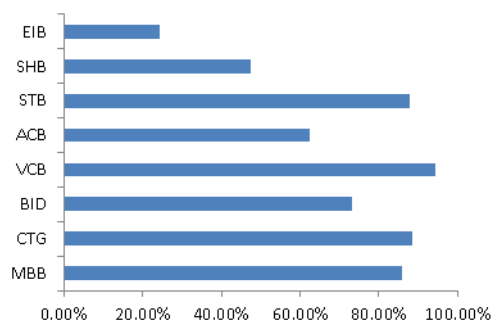
引受けによる収益は最も大切な費用による収益であり、費用による純収益の 50%～60%を占めている。引受けによる収益の比率が銀行業の平均比率より非常に高いのはこのサービスが MBB の強みである。

決済費用は直近 2 年間で大幅に増加したため、決済による純収益／決済による収入の比率は大幅に 80%から 33%に減少した。

リスク管理が厳密。

信用リスク

不良債権損失引当金／上場商業銀行の 2014 年不良債権の合計



- リスクを最小化させるため、貸付契約をチェックする際、経営機能やリスク管理や内部監査を隔絶することを行う。
- 中央銀行が承認された内部信用格付のシステムを使用する。データ及び顧客の評価結果は本社で一元管理される。
- 債権分類は定量的方法と定性的方法を結合する。
- 急激に貸倒引当金に繰入れる。貸付リスク引当金は不良債権の 86.06%を占める。

低い流動性のリスク

- 長い貸付期間に対する短期資金の比率は 2014 年、19.03%であり、安全限界 (30%) より低いである。
- 資産の流動性が高い。2014 年末時点での現金、現金相当、他の金融機関の預金や貸付、国債の総額は 55 兆ドン、総資産の 27%を占める。

金利リスクが他の銀行より低い。

短期的には、

- 期間 1 ヶ月未満、3～6 ヶ月、6～12 ヶ月、1 年間以上の金利感応資産及び債権に対する金利が増加するリスクを受け、期間 1～3 ヶ月の金利感応資産及び債権に対する金利による利益を得た。
- 期間 1～3 ヶ月の金利感応資産及び債権に対する金利が下落するリスクを受け、残りの金利で利益を得た。

金利に対する感応度 (2014 年末時点)

単位:10 億ドン	返済期限経過	無利息	1 ヶ月以下	1～3 ヶ月	3～6 ヶ月	6 ヶ月～1 年間	1 年間以上	合計
金利感応資産	7.778	14.198	41.875	54.822	19.684	8.958	35.820	183.135
金利感応債権		5.204	65.045	42.141	34.737	12.686	4.640	164.453
金利感応の差	7.778	8.994	(23.170)	12.681	(15.053)	(3.728)	31.180	18.682

通貨危機について

米ドルやユーロは上昇すれば、MBB はリスクを直面する。弊社は米ドルがベトナムドンに比べ 2%増加し、同行の費用を約 190 億ドン増加させると推定している。

単位:10 億 ドン	VND	USD	EUR	ゴールド	他の外貨
資産	152.589	29.303	770	4	470
買掛金	133.403	30.123	778		149
貸借対照表	19.186	(820)	(9)	4	321
バランスシートのステータス		(122)	7		
通貨のステータス	19.186	(942)	(2)	4	321

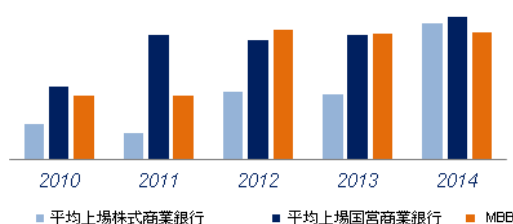
資産質が高く、財政指数が健全

上場銀行の 8 行の中に、MBB の P/E と P/B は業界の平均より低い。また、MBB の資産質が最も優れた。MBB の純金利マージン(NIM)及び株主資本利益率(ROE)は最も高いだ。

C.A.M.E.L 指数	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TB
1. 資本の安全							
株主資本の成長率	0.0%	29.0%	8.6%	33.4%	17.8%	9.3%	2.7%
株主資本／調達資本	15.4%	11.5%	8.4%	8.8%	8.5%	7.1%	8.1%
株主資本／総資産	8.9%	6.9%	5.4%	5.9%	6.4%	6.0%	5.9%
自己資本比率		12.9%	9.6%	11.2%	11.0%	10.2%	12.8%
2. 資産の質							
資産の成長率		58.9%	26.6%	26.5%	2.7%	11.1%	13.1%
引当金／金融負債残高	1.5%	1.5%	1.9%	1.8%	2.0%	2.4%	1.5%
引当金／不良債権	95.6%	120.4%	116.6%	95.7%	82.5%	86.1%	75.3%
引当金／回収遅延債権	34.8%	59.6%	32.7%	29.8%	29.3%	47.1%	38.9%
益回り／総資産の比率	94.1%	90.3%	86.3%	89.8%	90.2%	90.2%	89.8%
貸付／総資産	42.2%	43.8%	41.7%	41.7%	47.7%	48.9%	60.3%
3. 管理能力							
利息収益／社員		1.0	1.0	1.4	1.33	1.28	
経営活動費用／社員		0.19	0.25	0.34	0.47	0.42	
利息収益／取引拠点		29	29	43	37	40	
4. 利益生							
NIM		4.3%	4.63%	4.52%	3.71%	3.81%	2.9%
ROA		1.9%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	0.8%
ROE		21.7%	23.0%	20.5%	16.2%	15.6%	10%
YOEA		10.7%	12.6%	11.2%	8.4%	7.7%	7.6%
COF		6.7%	7.9%	6.5%	4.7%	4.0%	4.8%
CIR	29.5%	30.7%	36.5%	34.5%	35.9%	37.5%	49%
5. 支払い能力							
預貸率(貸付金残高／資金調達勘定残高)	74.0%	74.2%	65.9%	63.3%	64.5%	60.0%	83.3%
証券貸付金残高／資金調達勘定残高	26.5%	25.7%	23.5%	36.1%	36.8%	36.8%	20.4%

ソース: MBB の財務諸表、アンニュアルレポート、BSC

貸倒引当金／貸倒引当金前収入



ソース: 財務諸表

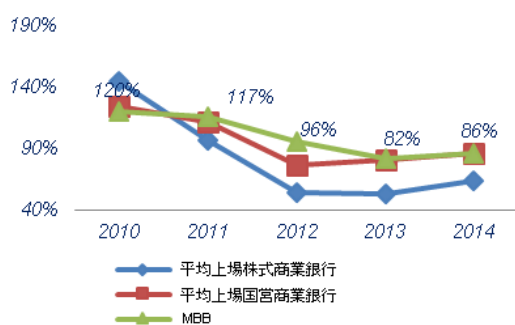
資産・資本の成長

総資産は 200 兆ドンで、総資産の成長率が 11%増となった。貸付金残高が 1,010 億ドンで、貸付金残高の成長率が 14%増となった。株主資本は 9%増の 17 兆ドンだった。その中、資本金は 3%増の 12 兆ドンだった。

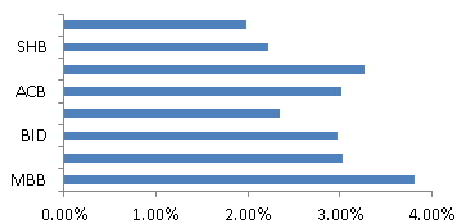
自己資本比率(CAR)は中央銀行の要求を対応したが、業界の平均より低かった。

貸付／総資産の比率は業界平均より低くて、42%の回りだ

引当金／不良債権残高(LLR)



上場商業銀行の2014年NIM



(ソース:商業銀行の財務諸表, BSC)

った。

流動性が豊か。 MBB の預貸率(貸付金残高／資金調達勘定残高=LDR)は低い(約 60%)だった。資産のポートフォリオは高流動性があるし、55 兆ドンに達して、総資産の 27%を占めている。

しかし、MBB は LDR を低い水準で維持すれば、貸付のシェアが狭くなるだろう。

不良債権が激しく処理した。 貸倒引当金は不良債権の 86.06%を占めている。2012 年～2014 年の期間における MBB の貸倒引当金費用は税引前利益及び引当金の 39%を占めていた。

利益生が高い。

- MBB の純金利マージン(NIM)は低いコストで高い。
- 経営活動費用が業界の平均より低い。2014 年の経営活動費用／収入の割合は 37.5%で、業界平均の 40%より低かった。これは MBB の費用管理能力が良いと表示した。

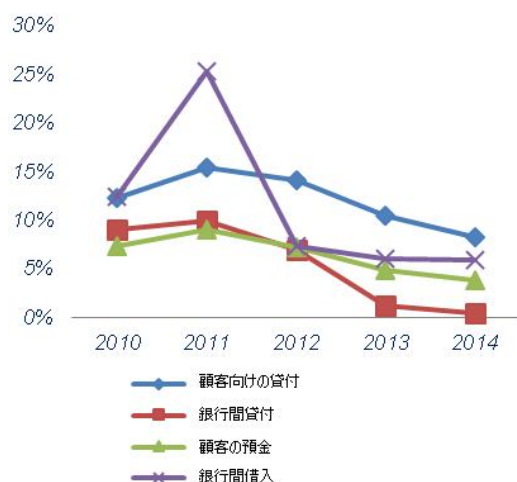
2015 年計画

MBB は資本金を 4 兆 4,040 億ドンへ引き上げるために、(1)株式配当の 3%を支払うと、資本金を 3,480 億ドン増加する。(2)従業員への新株発行すると、資本金を 1,520 億ドン増加する。(3)戦略パートナーへの新株発行。

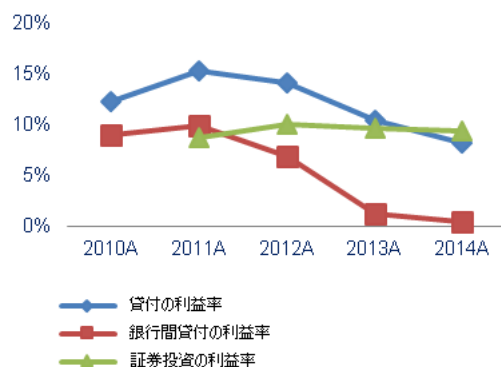
2015 年業績の計画: MBB の預金成長率の目標は 8%増となり、貸付成長率の目標は 13～15%増となる。不良債権は 3%未満である。税引前利益は前年比 2.45 倍の 3 兆 2,500 億ドンに達す目標である。

業績の予測

資産構成



利益の費用及び益回りの変動



(ソース: MBB の財務諸表)

私たちは以下の通りに MBB の基本的な点を予測しております。

預金成長率は 2015 年に 10.54% 増となる。2014 年～2019 年における CAGR は 11.97% に達した。MBB の顧客構成は法人顧客で、MBB の預金成長率は遅くなると予測された。

貸付成長率は 2015 年に 15.39% 増となる。2014 年～2019 年における CAGR は 15.76% に達した。私たちの予測は以下の通りに基づく。

- 経済が回復すると、借入要求が高めている。
- 南部に経営活動が 2015 年に MBB の経営活動の 30% を占める目標を設定した。
- 銀行間貸付活動は活発にならなかった。通達第 36 号の規定に基づく、債権投資も制限されていたので、MBB が貸付を強化する。
- MBB の現時点の預貸率(貸付金残高／資金調達勘定残高＝LDR)は低いので、MBB は、将来の融資能力を拡大する可能性がある。

債券を投資する。私たちは証券を投資し続けると考えております。2014 年～2019 年における証券への投資割合は平均 11.88% 上昇する。証券への投資成長率は減少している。原因は、(1) 規制は、中央銀行による国債の投資割合を制限することに関する規定、(2) 金利が上昇すると、債券投資があまり魅力的にならない。

金利: 私たちは、金利が 2015 年と 2016 年に低い水準で維持し、2017 年から引き上げると考えております。慎重レベルでは、私たちは、2015 年には MBB の預金金利は 0.55% 減となり、貸付金利は 0.6% 減となると考えております。

NIM は高い水準で維持しているが、低下する可能性がある。

- 預金顧客と貸付顧客は主な国防省から来ている。MBB の NIM は業界より高い水準に維持する可能性があると考えております。

- しかし、債券償還期限が来ると、MBB の NIM は将来的に低下する可能性がある。

利息収入は 2015 年に 5.46%増となり、2014 年～2019 年における 1.85%増となると予測された。

- 2014 年～2019 年における収入の成長率は信用引受活動及び決済サービスのおかげで、11.62%増となると予測された。
- 2015 年の貸倒引当金及び不良債権。MBB は前回のような貸倒引当金の原則を維持し続けると予測しております。引当金費用は債務分類が完全に実施されているので、引き続き上昇し、前年同期比 5.2%増の 2 兆 1,230 億ドンを達すと予測された。

2015 年の税引後利益は前年比 4.31%増の 2 兆 5,540 億ドンに達すると見込まれた。2015 年 EPS は 2,070VND/株である。2014 年～2019 年における平均成長率は 7.14%であり、2019 年に 3 兆 4,170 億ドンに達す。

株式評価及び投資アドバイス

私たちは MBB の株式を評価するために残余所得方法及び P/B、P/E 方法を利用しております。

1. 残余所得方法

ベーター	0.858
非リスク金利	6.05%
市場金利	11.75%
相対金利	11%

ソース: Bloomberg, BSC

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
税引後利益		2.554.453	2.869.645	3.073.744	3.275.612	3.417.340
価値	16.561.085	22.256.403	24.241.656	26.456.081	29.668.478	31.419.869
株主の要求金利	11%					
資本変更要求		1.811.882	2.434.984	2.652.183	2.894.454	3.245.909
残余所得		742.571	434.661	421.561	381.57	171.430
長期成長率	2%					
企業の価値	19.342.687					
平均流行株数	1.159.393.750					
株価	16.683					

(ソース: BSC)

残余所得方を基づく、MBB の株価は現在 16,683VND/株である。

2. P/B 方法



MBB の合理的な株価を計算するために ACB, STB, SHB 、EIB などの MBB と相当している資本規模がある銀行を選んだ。

P/B は 1.06x である。

流行株数は 116 万株で、MBB の簿価は 14,783VND／株である。

合理的な株価は 15,680VND／株である。

3. P/E 方法

P/B は 8,55x である。

流行株数は 116 万株で、2015 年 EPS は 2,070VND／株である。

合理的な株価は 17,697VND／株である。

方法	比率	株価
残余所得方	50%	16.683
P/B	30%	15.680
P/E	20%	17.697
合理的な株価		16.585

私たちは残余所得方と PE、PB 評価方法に基いて MBB の合理的な株価は 16,600VND／株であると推定しております。



バランスシート

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
A. 総資産	225,545	249,906	279,204	315,094	357,515
I. 現金、金など	3,346	2,706	1,171	2,335	2,634
II. 中央銀行での預金	6,707	7,447	8,342	9,422	10,767
III. 他の信用機関での預金及び貸付金額	21,858	21,858	21,858	21,858	21,858
IV. 証券トレーディング	12,059	13,909	16,044	17,751	19,650
V. 派生財政及び他の財政資産	5	0	0	0	0
VI. 貸付	112,911	129,131	149,910	173,916	203,846
VII. 証券投資	56,414	62,787	69,987	78,094	87,219
VIII. 出資、長期投資	1,460	1,460	1,460	1,460	1,460
IX. 公定資産	1,748	1,572	1,397	1,221	1,044
X. 投資不動産	273	273	273	273	273
XI. 他の資産	8,764	8,764	8,764	8,764	8,764
B. 買掛金及び株主資本	225,545	249,906	279,204	315,094	357,515
買掛金の合計	202,672	225,017	252,068	284,711	325,346
I. 政府と中央銀行の債務	0	0	0	0	0
II. 他の金融機関の預金及借入金	4,604	4,604	4,604	4,604	4,604
III. 顧客の預金	186,939	209,285	236,336	268,979	309,614
IV. 派生財政及び他の財政資産	0	0	0	0	0
V. 政府と他の金融機関の 支援資本、投資委託	225	225	225	225	225
VI. 有価証券発行	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
VII. 他の債務	8,903	8,903	8,903	8,903	8,903
VIII. 株主資本	22,256	24,242	26,456	29,668	31,420
IX. 少数株主持分	616	647	680	714	749

業績

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
I. 利息収入	6,897	6,932	7,125	7,036	7,071
II. サービス業務収支	1,194	1,347	1,535	1,767	2,055
III. 外貨・金取り扱い損益	90	90	90	90	90
IV. 証券トレーディング損益	114	131	151	170	188
V. 証券投資損益	-	-	-	-	-
VI. その他の活動損益	342	342	342	342	342
VII. 連結・合併企業関連収益	82	88	94	99	105
業務からの総収入	8,719	8,930	9,336	9,504	9,850
VIII. 活動費用	(3,284)	(3,301)	(3,393)	(3,350)	(3,367)
IX. 経常利益(引当金繰入れ前)	5,435	5,629	5,943	6,153	6,483
X. 貸倒引当金の費用	(2,124)	(2,002)	(2,059)	(2,014)	(2,164)
XI. 税引前利益	3,311	3,627	3,885	4,140	4,319
XIII. 税引後利益	2,583	2,901	3,108	3,312	3,455
XIV. 少数株主持分	(28)	(32)	(34)	(36)	(38)
純利益	2,554	2,870	3,074	3,276	3,417



BSC 証券のアドバイス及び株価評価システム

アドバイスシステム: 弊社のアドバイスシステムは現在の株価と 12 ヶ月の目標株価の間の差(各期の配当を含み、特別な場合)に基づいている。本アドバイスシステムは 2014 年 1 月 1 日から適用された。

株価評価方法: 株価評価方法を選択するのは業界、企業及び株式に依存する。各レポートは下記の 1 つの方法、或いはたくさん方法に基づける。

① 相関法(P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA)

② 割引法(DCF, DVMA, DDM)

③ 純資産価値法(NAV, RNAV)

強い買い	目標株価は市場株価より20%から高い場合。
買い	目標株価は市場株価より5%～20%高い場合。
持ち	目標株価は市場株価より5%未満高いか低いかの場合。
売り	目標株価は市場株価より最低5%低い場合。
評価しない	BSC証券は企業の戦略的な取引或いはM&A契約のコンサルタント役割を担う場合、BSC証券の政策に基づいて投資アドバイス及び目標価格が取り消しされる。その他、株価の評価を実施するためのデータは足りない場合、BSC証券は評価しない。



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。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）・分析部

投資コンサルタント

Le Hai Duong

（部長）

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

分析部長

Tran Thang Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 2220 6647
Fax: (84 4) 2220 0669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,
Dist.1, HCMC
Tel: (84 8) 3812 8885
Fax: (84 8) 3812 8510
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。

