BSC RESEARCH

Vietnam Sector Outlook 2016
Quý 4

BSC

目次

注意した株式を評価 7
2016 年9ヶ月におけるセクター及び VN インデックスの成長 10
2016 年第 4 四半期における業界見通し 12
不動産業[ポシティプ] 12
建設業[ポシティプ] 15
タイル業[ポシティプ] 18
テクノロジー業の見通し[ポシティプ] 21
港湾業[ポシティプ] 24
電力業[ポシティプ] 25
鉄鋼業[中性] 29
乳製品業[中性] 33
肥料業 [中性] 34
セメント業 [中立] 38
自動車業[中立] 40
保険業 [中立] 42
プラスチック業 [中立] 44
精糖業 [中立] 47
タイヤ業 [中立] 1
銀行業 [中立] 3
製薬業 [中立] 7
天然ゴム業 [中立] 11
石油・ガス業 [中立] 14
繊維業[中立] 18
水産業[ネガテイプ] 21
海運業[非ポシティプ] 23

2016 年及び第 4 四半期における業界の見通し

- 私たちは以下ののセクターに対すポシティプに評価を維持します。これは不動産株、建設株、建設資材株、テクノロジー株、港湾株及び電力株である。不動産の下流部門は、近い将来に上昇力を維持すると予測された。港湾株、電力株などインフラ業は持続的な成長を維持すると期待されている。我々はまだこのレポートでアップデートされないものの、小売業も小幅成長すると期待された。
- 私たちは以下ののセクターに対す中立に評価しています。これはプラスチック株、鉄鋼株、精糖株、タイヤ株、セメント株、自動車株、保険株、銀行株、薬製品株、石油・ガス株及びゴム株である。繊維株及びミルク関連株の見通しはポシティプから中立に下げた。
- 私たちは以下ののセクターに対す弱気に評価しています。これは海運株、水産株である。

2016 年業界の見通しのアップデート

順番	業界	2016 年の評価	中長期推奨	観察
1	不動産業	ポシティプ	DXG, ITC	KDH, SCR, VIC
2	建設業	ポシティプ		CTD, HBC, FCN, CTI
3	タイル業	ポシティプ	TLT. TTC, VGC	VIT, CVT
4	テクノロジー業	ポシティプ	FPT, CMG, ITD	ELC
5	港湾業	ポシティプ	HAH, VSC, GMD, PHP	CDN
6	電力業	ポシティプ	SJD, CHP; REE	NT2, BTP, PPC
7	鉄鋼株	中立	HSG, HPG, NKG	SWC, VIS
8	ミルク	中立		VNM, HNM, VLC
9	肥料業	中立		BFC, DPM, LAS
10	セメント業	中立	BCC	HT1, BTS
11	自動車業	中立		SVC, HTL, TMT, HHS, HAX
12	保険業	中立		PGI, VNR, BMI, PVI, BIC
13	プラスチック業	中立	NTP	BMP, AAA
14	精糖業	中立	BHS	SBT, LSS, SLS, KTS
15	タイヤ業	中立		DRC, CSM
16	銀行業	中立	MBB	VCB, ACB
17	製薬業	中立		DHG, IMP, DMC
18	天然ゴム業	中立	TRC	DPR, PHR
19	石油・ガス業	中立	PGS, PGC	CNG, PXS, PVD, GAS
20	繊維業	中立	TNG, VGG	TCM, EVE
21	水産業	弱気		HVG, VHC, FMC
22	海運業	弱気	VTO, PVT	GSP, SKG, VIP

ソース: BSC Research

BSC

注意した株式を評価

	銘柄	2016年の収入	2016年の税引後利	2016年のEPS	P/E FW	P/B	ROE 2016	2015年12月31日の終値	2016年9月23日の終	増/減	目標価格
不動産業	VIC	53,000	4,100	2,110	26	2.03	24%	33,609	44,350	32%	53,000
	DXG	2,148	661	2,300	8.2	1.1	28%	14,574	11,412	-22%	22,800
	KDH	1,765	290	2,305	9.4	1.08	11%	21,040	27,100	29%	25,100
	ITC	450	20	289	31.8	0.43	1%	8,400	11,000	31%	14,443
	SCR	1,448	176	810	12.2	0.7	6%	8,700	9,800	13%	N/A
建設業	CTD	16,000	877	18,743	10.7	2.31	22%	148,191	242,000	63%	N/A
	HBC	6,500	175	2,300	8.3	1.15	17%	15,200	29,000	91%	N/A
	FCN	2,342	157	3,290	6.5	1.3	21%	19,414	21,400	9%	23,493
	CTI	1,405	107	2,521	11.6	1.44	13%	18,281	31,300	71%	31,800
タイル業	CVT	1,230	135	7,031	6.7	3.1	47%	21,299	47,400	123%	49,217
	VIT	920	52	3,400	8.9	2.4	27%	18,448	30,300	64%	25,642
	TTC	365	26	4,327	5.3	1.4	26%	12,446	22,900	84%	30,284
	VGC	8,250	448	1,694	9	1.3	14%	7,785	15,200	95%	19,696
	TLT	476	36	5,179	4	12.2	474%	12,000	20,700	73%	31,074
IT・通信業	FPT	42,514	2,678	4,618	10.3	2.03	22%	40,146	47,400	18%	51,000
	CMG	4,209	171	1,808	9	1.12	18%	14,078	16,300	16%	18,900
	ITD	740	52	2,694	8.5	1.91	23%	13,991	22,800	63%	25,500
港湾業	GMD	3,954	583	3,910	7.1	1.04	11%	26,949	28,400	5%	32,800
	PHP	2,531	741	1,385	15	1.73	12%	20,598	18,600	-10%	22,980
	VSC	1,391	381	7,005	9.3	1.62	15%	68,824	73,000	6%	86,208
	HAH	509	113	4,564	8.9	1.78	21%	42,133	39,800	-6%	47,419
	CDN	597	177	1,575	15.9	2.21	14%		25,000		N/A
電力業	NT2	5,902	1,204	4,016	9.1	1.67	17%	23,537	36,600	56%	36,400
	PPC	7,271	532	1,669	8.7	0.79	14%	15,892	14,600	-8%	15,700
	SJD	348	163	3,289	8.5	1.17	21%	25,900	27,800	7%	30,940
	CHP	527	208	1,581	13	0.81	20%	19,052	20,600	8%	23,200
鉄鋼業	HPG	32,417	5,940	7,041	6.5	1.9	29%	24,614	45,900	86%	53,866
	HSG	17,098	1,503	7,650	5.4	1.99	37%	19,688	41,500	111%	48,540
	NKG	7,946	583	7,955	3.8	1.72	46%	11,053	39,300	256%	47,680
ミルク業	VNM	45,016	8,823	7,353	19	7.54	41%	102,736	140,000	36%	N/A
	HNM	360	3	170	47.1	0.74	2%	8,900	7,800	-12%	N/A
肥料業	DPM	9,404	1,666	3,736	7.6	1.46	19%	27,669	28,450	3%	N/A
	LAS	3,547	128	1,132	11.4	0.87	7.6%	31,000	14,100	-54%	N/A
	BFC	6,050	267	4,205	8.9	2.03	23%	20,661	37,300	81%	40,000
セメント業	HT1	8,229	785	1,975	14	1.7	15%	26,800	27,700	3%	32,175
	BCC	4,384	257	2,689	7.1	0.95	13%	13,400	19,100	43%	25,487

Nguồn: BSC Research, *: EPS pha loãng cuối kỳ

	BTS	3,279	141	1,288	7.8	0.79	10%	9,000	10,000	11%	11,786
自動車業	SVC	11,000	160	3,778	12.1	1.2	10%	39,834	47,800	20%	52,000
	TMT	5,803	256.3	7,795	5.5	2.2	39.3%	44,160	24,500	-46%	N/A
	HTL	1,481	66	5,500	17.1	3.8	22%	96,940	64,000	-34%	N/A
	HAX	2,385	36	3,230	11.1	2.1	19.1%	17,600	33,300	-47%	N/A
	HHS	4000	398	1,475	6.7	0.7	10.8%	12,290	5,780	-53%	N/A
保険業	PGI	2,376	103	1,474	12.7	1.6	12%	16,700	22,700	36%	N/A
	BMI	3,590	134	1,578	15.1	0.9	6%	21,970	28,000	27%	31,800
	VNR	1,730	261	1,576	11.8	0.8	7%	19,915	21,800	9%	N/A
	PVI	10,367	249	1,117	22.1	0.8	4%	23,711	25,300	7%	N/A
	BIC	1,750	184	1,568	24.5	2.07	8.4%	18,000	38,500	113%	N/A
プラスチック業	BMP	3,525	689	15,141	12.8	4.18	31%	126,934	175,500	38%	N/A
	NTP	4,063	418	6,368	13.5	3.66	23%	48,199	81,000	68%	98,100
	AAA	2,100	121	1,497	20.5	1.84	6%	11,802	30,500	158%	N/A
精糖業	BHS	4,858	217	1,742	10.6	1.11	11%	19,500	17,300	-11%	22,023
	SBT	3,090	255	1,330	23.5	2.32	10%	24,100	30,900	28%	N/A
	LSS	1,697	75	1,066	16.1	0.73	5%	8,635	14,700	70%	N/A
	SLS	741	118	17,410	6.9	2.86	41%	49,534	136,400	175%	N/A
タイヤ業	DRC	3,774	455	3,551	11.3	2.02	26%	31,604	40,450	28%	N/A
	CSM	3,235	277	2,445	10.4	1.83	23%	16,673	22,800	37%	N/A
銀行業	VCB		8,491	2,060	18.4	2.26	18%	31,875	37,350	17%	N/A
	ACB		1,223	1,353	12.9	1.16	9%	19,800	17,400	-12%	N/A
	MBB		2,823	1,561	9.5	1	12%	14,600	14,750	1%	16,600
製薬業	DHG	3,530	695	7,196	15	4.01	22%	63,762	108,000	69%	N/A
	IMP	999	104	3,103	19.9	2.11	12%	35,873	61,800	72%	N/A
	TRA	2,100	210	7,829	14.3	4.8	22%	61,306	112,000	83%	N/A
	DMC	1,415	155	5,802	15.5	3.02	20%	30,970	90,000	191%	N/A
ゴム業	TRC	340	74.4	2,046	11.7	0.45	4%	19,701	22,800	16%	27,800
	DPR		120	2,990	11.2	0.64	5.7%	32,570	33,800	3.8%	N/A
	PHR		170	1,792	11.0	0.63	9.2%	15,871	18,400	16%	26,800
石油・ガス業	PGS	4,052	97	1,442	12.4	0.66	9%	15,663	16,500	5%	20,100
	CNG	900	123	4,600	8.7	0.85	15%	29,928	40,300	35%	N/A
	PXS	1,900	116	1,837	7.6	1.02	7%	11,344	12,500	10%	N/A
	PGC	2511	111	1600	7.2	0.98	14%	11,100	11,450	3%	13,200
	PVD		100	287	89.1	0.69	0.07%	26,500	25,600	-3.4%	N/A
	GAS		5,800	3,060	22.2	3.3	14.8%	34,420	68,130	100%	N/A
繊維業	TNG	2,021	101	2,930	4.9	1	18%	17,273	14,200	-18%	21,128
	TCM	2,980	113	2,300	8.2	1.1	13%	30,256	18,900	-38%	N/A
	VGG	7,166	350	8,327	7	2	35%		58,300		70,333
	EVE	801	90	2,130	11.9	0.8	10%	17,253	25,500	48%	N/A
水産業	HVG	23,994	349	1,537	6.2	0.75	12%	11,000	9,560	-13%	N/A
	VHC	7,500	340	3,696	16.8	2.49	15%	28,074	58,500	108%	N/A
	FMC	3,176	105	3,500	6.2	1.4	22%	20,844	21,650	4%	24,000
港湾業	PVT	6,747	507	1,794	8	1.1	13%	8,815	14,400	63%	17,900
	GSP	1,132	71	1,922	7.1	1.06	20%	13,976	13,600	-3%	15,200

SKG	382	218	8,921	10.1	5.55	37%	62,374	90,200	45%	100,400
VTO	1,428	105	1,288	7.7	0.8	8%	6,385	9,790	53%	12,800
VIP	625	106	1,561	5.6	0.53	N/A	8,879	8,690	-2%	N/A

2016 年第 3 四半期の株式トップ

VN 指数へ積極的な影響を及ぼすトップ 5

銘柄	2016 年9月 23 日の株価	変動率	指数
GAS	68,600	+89.5%	+31.2
VNM	140,000	+31.2%	+23.8
VIC	44,350	+31.9%	+13.1
VCB	37,350	+14.8%	+8.8
HPG	45,900	+80.7%	+8.5

HNX 指数へ積極的な影響を及ぼすトップ

銘柄	2016 年9月 23 日の株価	変動率	指数
VCS	146,500	+147.4%	+1.95
NTP	81,000	+61.5%	+1.66
VCG	15,900	+40.7%	+0.66
AAA	30,500	+147.9%	+0.46
TV2	123,400	+191.4%	+0.38

VN 指数へ消極的な影響を及ぼすトップ 5

銘柄	2016 年 9 月 23 日の株価	変動率	指数
HNG	5,420	-81.2%	-8.4
BID	16,050	-22.1%	-7.8
CTG	16,900	-9.1%	-3.1
STB	9,500	-27.5%	-2.7
MSN	71,000	-8.4%	-2.1

HNX 指数へ消極的な影響を及ぼすトップ 5

銘柄	2016 年9月 23 日の株価	変動率	指数
ACB	17,400	-12.12%	-1.2
OCH	4,200	-66.4%	-0.98
SHB	4,700	-27.7%	-0.88
MBG	3,300	-79.5%	-0.63
PLC	27,500	-23.8%	-0.43

HSX で急激な上昇トップ 5

銘柄	2016 年 1 月 4 日の終値	2016 年9月 23 日の株価	%増／減
NKG	11,228	39,300	250%
DMC	30,746	90,000	193%
VHC	26,440	58,500	121%
C32	33,200	72,600	119%
NNC	44,225	95,045	115%

HNX で急激な上昇トップ 5

銘柄	2016 年 1 月 4 日の終値	2016 年9月 23 日の株価	%増／減
VCS	57,282	146,500	156%
AAA	12,090	30,500	152%
DNP	12,243	28,000	129%
CVT	21,206	47,400	124%
VC7	12,775	26,500	107%

HSX で急激な下落トップ 5

銘柄	2016 年 1 月 4 日の終値	2016 年9月 23 日の株価	%増／減
HNG	29,000	5,420	-81%
TNT	25,000	5,620	-78%
TSC	13,700	3,490	-75%
TTF	28,700	9,320	-68%
BCG	17,870	5,900	-67%

HNX で急激な下落トップ 5

銘柄	2016 年 1 月 4 日の終値	2016 年9月 23 日の株価	%増／減
SGO	10,300	1,700	-83%
MBG	15,400	3,300	-79%
OCH	11,300	4,200	-63%
TFC	20,933	7,900	-62%
DPS	11,200	6,200	-45%

HSX で最高売買高と売買代金トップ 5

銘柄	平均売買高/日
FLC	6,539,118
KBC	5,698,335
DLG	3,925,090
HPG	3,919,210
ITA	3,541,431

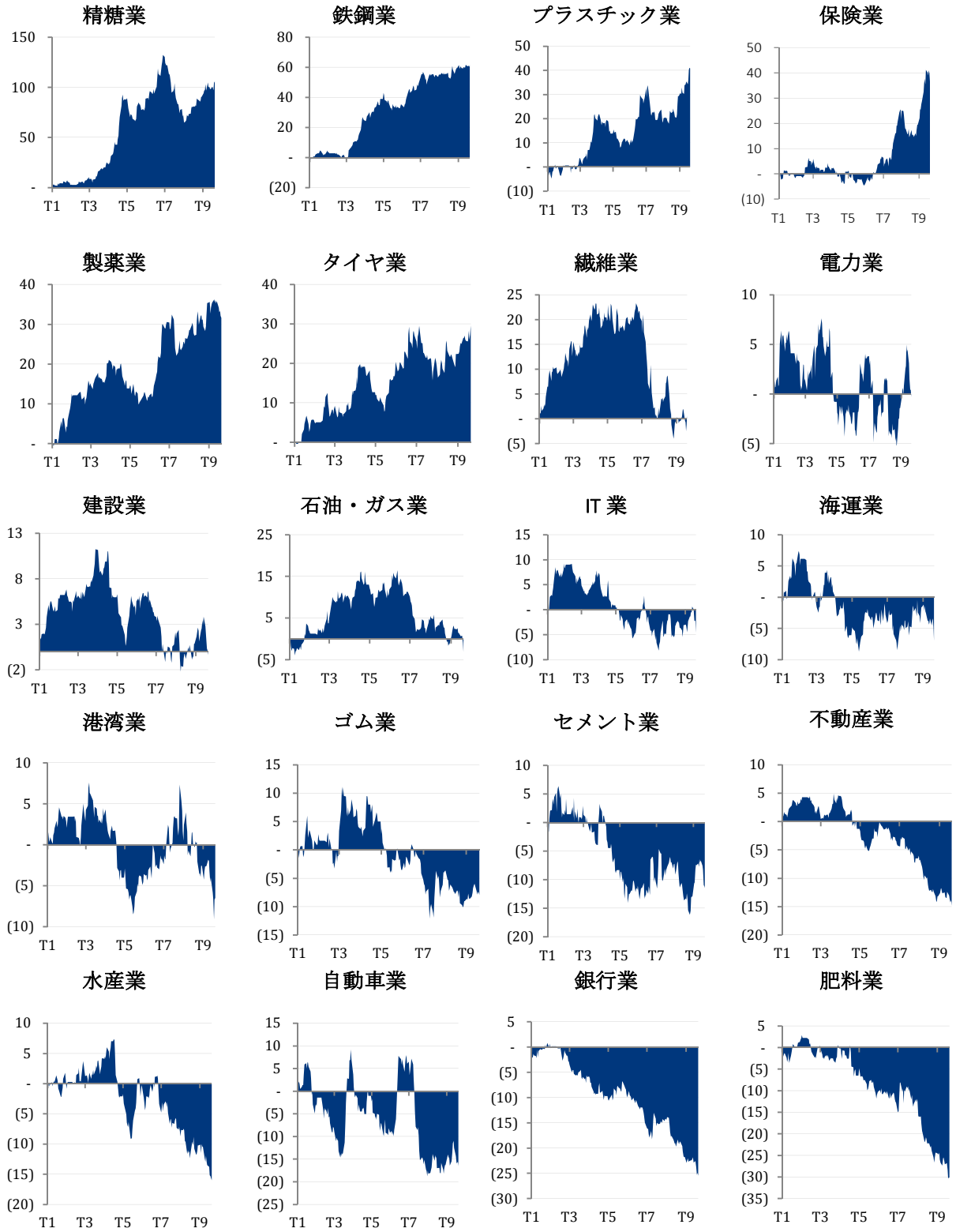
N ソース: BSC Research

HNX で最高売買高と売買代金トップ 5

銘柄	平均売買高/日
HUT	2,312,316
VCG	2,270,031
PVS	2,012,530
KVC	753,001
VGS	701,151

ソース: BSC Research

2016 年9ヶ月におけるセクター及び VN インデックスの成長



2016 年 9 ヶ月における最も成長した業界は精糖業、鉄鋼業、プラスチック業、保険業、製薬業、タイヤ業である。

2016 年 9 ヶ月における最も変動した業界は繊維業、電力業、建設業、石油・ガス業、IT 業である。

2016 年第 3 四半期に下落した業界は銀行業、肥料業、自動車業である。

2016 年第 3 四半期における多くの困難を直面している業界は海運業、天然ゴム業、水産業である。

2016 年第 4 四半期における業界見通し

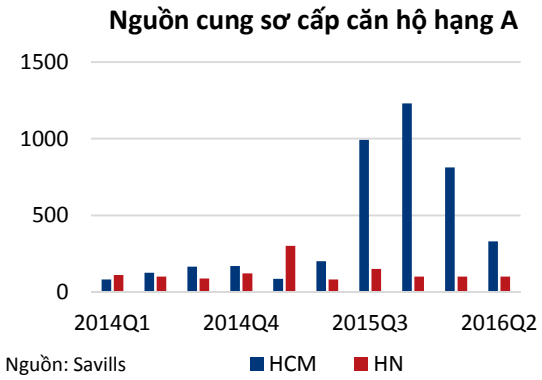
不動産業[ポシティプ]

- 不動産市場向け信用は 416 兆ドンである。
- 2016 年第 4 四半期及び 2017 年における不動産業の見通しはポシティプと予測された。
- 2016 年上半期における収入及び利益の成長率はそれぞれ、前年同期比 55%、27%増加した。
- ポシティプな見通しを持っている株式は VIC、KDH、DXG、SCR、ITC である。

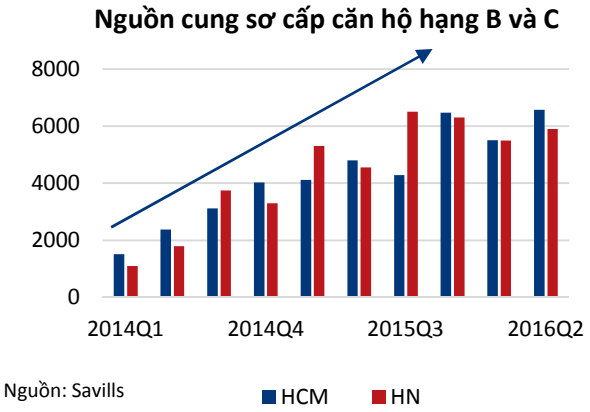
2016 年 9 ヶ月の状況

不動産市場向け貸付が成長している。2016 年第 2 四半期の時点で、貸付残高は 2016 年年初に比べて 5.76%増の 416 兆ドンに達した。そのうち、ホーチミン市場に貸付残高は 171 兆 6,000 億ドンを占めた。

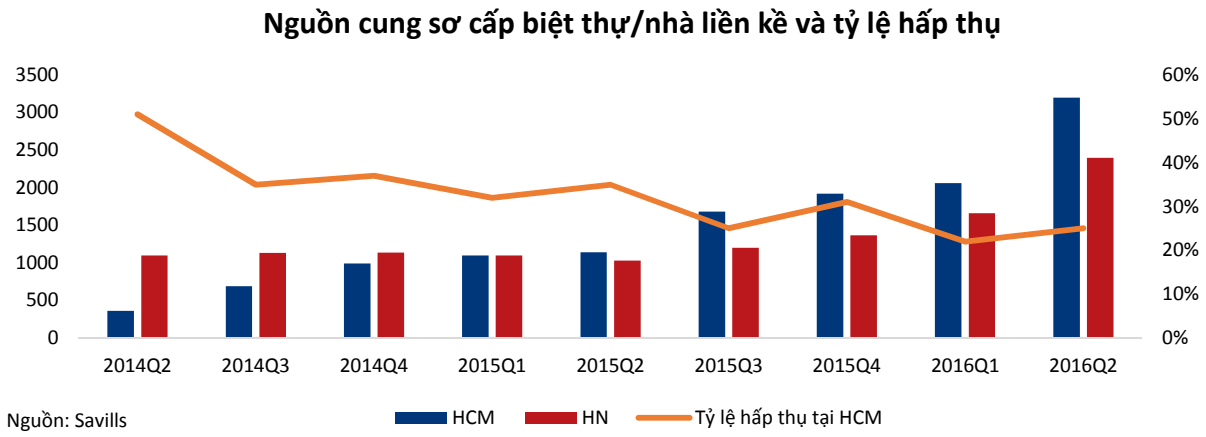
供給は上昇し続けている。2016 年第 2 四半期には、ハノイで販売済マンションは前年同期比 34%増の 1 万 7,370 戸で、ホーチミンで同比 54%増の 4 万 100 戸だった。今後販売を開始するいくつかの大きな案件は RiverCity（4,800 戸）、Venice City（3,100 戸）、Sunrise Riverside（2,200 戸）である。連結住宅・別荘セグメントでは、第 2 四半期におけるハノイで販売済マンションは前年同期比 133%増の 2,396 戸で、ホーチミンで同比 180%増の 3,200 戸だった。



Nguồn: Savills



Nguồn: Savills



2016 年第 4 四半期及び 2017 年に業績の見通しはポシティプであると予測された。

2016 年上半期の収入及び利益はよく成長した。2016 年上半期における不動産企業の収入は前年同期比 55%増の 15 億 7,000 万ドルに達し、税引後利益は同比 27%増の 3 兆 2,120 億ドンに達した。不動産企業 60 社うちの 10 社の業績は赤字を計上した。2016 年上半期における高利益を達した企業は VIC（1 兆 5,440 億ドン）、KDH（2,000 億ドン）、SJS（1,630 億ドン）だった。

銘柄	2015年上半期に収入(10億ドン)	2015年上半期に利益(10億ドン)	2016年上半期に収入(10億ドン)	2016年上半期に利益(10億ドン)	収入の増減(%)	利益の増減(%)	売上総利益率	前受金額(10億ドン)	在庫額(10億ドン)	前受金額／在庫額
VIC	12.426	717	24.005	1.544	93%	115%	30%	28.015	33.629	83%
DXG	384	153	1.087	149	183%	-3%	32%	416	939	44%
KDH	480	102	1.251	201	161%	98%	38%	480	5976	8.3%

ソース: 企業の財務諸表, BSC Research

投資アドバイス

我々は不動産業に対して**「ポシティブ」**の評価を維持し続けている。

いくつかの注意べきな株式:

- 好調な販売状況で収入及び利益を成長する株式：KDH、VIC、DXG、HDG。同企業の製品は通常、高品質を持っており、大手な案件で販売を順調に開始した。同企業はまた、巨大な土地と多くの展開中プロジェクトを有しています。
    - 簿価よりも高割引を持っている株式：ITC、SCR。これらの企業は良地位で設置されているプロジェクトを所有しているが、法律に関する手続きに影響されたので、進捗状況が計画の通りに展開しなかった。これは割引が帳簿価額より高くなり、大きな在庫につながった。現在、法律に関する手続きが解決された後、これらの企業は在庫をクリアするために現在のプロジェクトを立ち上げています。

VIC –動きを引き続き観察する。

2016 年の税引後利益は前年比 167%増の 4 兆に達すと見込まれた。2016 年の EPS は 1,161VND／株である。高見通しを持っているし、今年に計上される案件は Central Park, Park Hill (Times City), Nguyen Chi Thanh 及び Vinpearl Villas である。小売分野では、VIC は、新しい店の増加の代わりに、現在の店の業務効率の向上を集中していることから、この分野の赤字額は急増しない可能性がある。現在、VIC の現値は 44,700VND／株であり、PEFW は 38.5xである。

ITC –購入、目標価格 15,443VND／株。

ITC の業績は 2017 年に、Intresco Plaza 案件の展開及びいくつかの不動産案件の譲渡のおかげで、大幅改善すると予測された。企業計画によると、2016 年の税引後利益は前年同期比 170%増の 200 億ドンに達す。2016 年 9 月 23 日の時点で終値は 11,000VND／株である。PB は 0.51xだった。

HDG 動きを引き続き観察する。

私たちは、HDG は 2017 年に、Z756 プロジェクトの展開のおかげで魅力的な投資機会であると考えております。また、HDG は Za Hung 水力発電所で保有率を高めた後、水力発電分野の業績を連結し始めている。水力発電分野から安定的なキャッシュフローは今後引き続き増加するだろう。建設分野は安定的に維持している。

SCR –動きを引き続き観察する。

2017 年～2018 年における SCR は展開中案件からの収入や利益を計上する。2016 年の税引後利益は前年比 11%減の 1,760 億ドンに達すと見込まれた。2016 年 9 月 23 日の時点で SCR の終値は 9,800VND／株だった。PB は 0.7xだった。

銘柄	2016 年の収入（予測）	2016 年の税引後利益（予測）	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	2016 年 9 月 23 日の時点で終値	目標価格	レポートのリンク
VIC	53,000	4,100	2,110	26.00	2.03	23.50%	44,350	53,000	Link
DXG	2,148	661	2,300	8.22	1.10	28.20%	14,800	22,800	Link
KDH	1,765	290	2,305	9.37	1.08	11.30%	27,100	25,100	Link
ITC (*)	450	20	289	31.8	0.43	1.3%	11,000	14,443	Link
SCR (*)	1,448	176	810	12.2	0.7	5.5%	9,800		

(*) 企業の計画
ソース: BSC Research

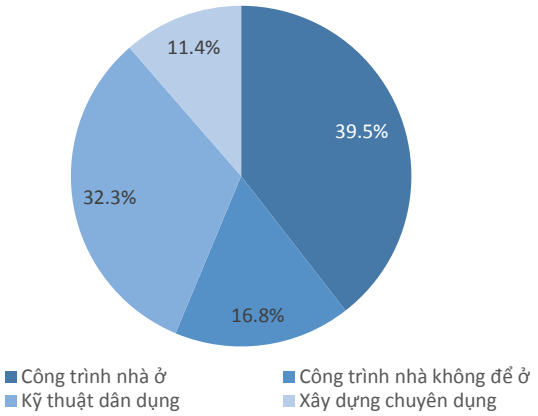
建設業[ポシティプ]

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

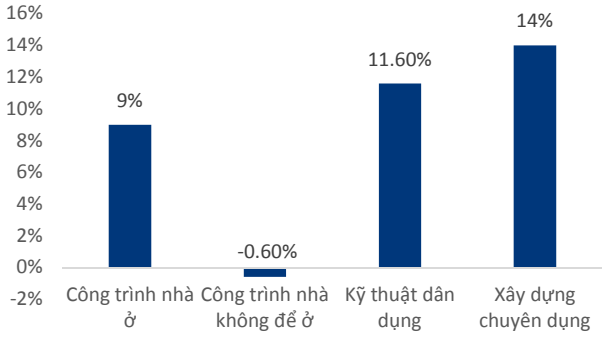
- 建設総額は前年同期比 8.7%増の 456 兆ドンに達した。
- 2016 年第 2 四半期に建設企業の業績はポシティプだった。
- FDI の実行額が大きく上昇した。
- 通達第 6 号の改正は不動産市場におけるキャッシュ・フローを緩めました。
- 2016 年下半期に建設業は安定的に成長シ続くと予測された。

建設総額は大幅に増加した。2016 年上半期における建設総額は前年同期比 8.7%増の 4,560 億ドンに達した。ほとんどの建設分野がよく成長している。

2016年上半期に建設業の比率



前年同期比成長率



ソース: 統計総局

不動産市場の回復のおかげで、上場不動産企業の業績がポシティプだった。2016 年上半期には、建設企業の総収入は前年同期比 14.6%増の 41 兆 4,790 億ドンに足した。税引後利益は同比 9.7%増の 2 兆 120 億ドンに達した。建設業の好調な業績は不動産市場の回復のおかげで。そのうち、不動産在庫額は 2015 年 12 月に比べて 26.33%減の 37 兆 4,890 億ドンに急落した。

	2016 年6 ヶ月	収入（億ドン）	10前期比	年税引後利益	前年期比	2015 年配当(支払い済)	ノート
CTD		8,145	+86.2%	595	+176.5%	55% tiền	上総利益率は 7.7%から 9%へ増加した。
HBC		4,061	+74%	137	+205%	15% cp	工業団地区インフラ分野（売上総利益率 51%）が総収入に2,110億ドンを貢献し始めたことから、売上総利益率は 5.9%から 9.8%へ増加した。

VCG	3,246	+0.1%	274	20.6%	7% tiền	売上総利益率は 16%から 17.5%へ増加した。
FCN	644	+18.6%	45.3	−14.8%	10% tiền	財務費用が 53%増加して、管理費用が 44.1%増加したことによる、利益が減少した。
HUT	1,186	+160.6%	159.4	+560%	12% tiền	不動産分野から収入は前年の 48 億ドンから 9,760 億ドンへ急増した。
CTI	562	+64.77%	55	+100%	16% tiền	国道 91A 有料道路料金所から売上高を計上し始めた。

ソース:企業の財務諸表, BSC Research

建設業は 2016 年下半期に安定的に成長し続けると予測された。主な原動力は新たな不動産案件の急増から来た。2016 年第 2 四半期末の時点で建設用貸付残高は前年同期比 25.62%増の 88 兆 3,760 億ドンに達した。

投資アドバイスーポシティブ

我々は建設業の見通しに対して**「ポシティブ」**の評価を維持している。現在、建設行の PE や PB はそれぞれ、8.9、1.1 である。

CTD:観察し続ける。

2016 年第 2 四半期までに、CTD は収入計画の 49.4%及び利益計画の 74%を達成した。CTD によると、第 3 四半期に経営状況は順調に行っている。また、D' Capitale Tran Duy Hung 案件(4 兆ドン), Diamond Lotus 案件 (1 兆 3,000 億ドン), サイゴンサービスアパート案件(1 兆 3,680 億ドン)など多くの大手な案件が締結された。そのため、CTD は 2016 年の収入計画(16 兆 5,000 億ドン)を達成し、税引後利益計画(1 兆ドン)を上回ると予測しております。2016 年の EPS は 20,326VND／株である。P/E forward は 12.1 である。

HBC:観察し続ける。

HBC は 2016 年末～2017 年初の期間に大幅成長し続けると予測されております。現在まで契約額は 19 兆ドンに達した。2016 年第 2 四半期までに、HBC は収入計画の 56%及び利益計画の 55%を達成した。HBC によると、第 3 四半期に HBC の収入及び利益はそれぞれ、2 兆 5,000 億ドン及び 800 億ドンに達す。工業インフラ分野からの 400 億ドンを今年に計上する予定。HBC は 2016 年の収入 9 兆ドン及び税引後利益 2,900 億ドンを計上すると予測しております。2016 年の EPS は 3,072VND／株である。P/E forward は 9.96 である。

FCN: 買いー目標価格 23,493VND/株, Upside 9.7%

2016 年の収入は前年同期比 41.1%増の 2 兆 3,427 億ドンに達し、税引後利益は前年同期比 10.4%増の 1,570 億ドンに達すと期待しております。2016 年の EPS は 3,290VND／株である。P/E forward は 6.5 である。

CTI: 保持 – 目標価格 31,800VND／株

CTIドンナイ省や東南アジア地域の他の都市におけるいくつかの BOT 案件を投資して営業をしている。CTI はホーチミン市 – ロンタイン –ジャウジャィ高速道路の交差点 319 接続案件（7,000 億ドン）、Tam Hoa 公営住宅案件（3,250 億ドン）及び他の案件を実施している。CTI もドンナイにある大手な採石場 3 ヶ所を保有している。第 4 四半期には、国道 91B で有料道路料金所は営業を開始する予定で、同社の収入に 220 億ドンを貢献すると見込まれた。

銘柄	2016 年の収入（推定）（10 億ド	2016 年の利益（推定）（10 億ド	2016 年の EPS（推	2016 年の PE（推定）	2016 年の PE（推	2016 年の PE（推定）	2016 年配当	23/09/2016 で終値	目標価格
CTD	16,500	1,000	20,326	12.1	3.3	28.3%	30% tiền	242,000	n/a
HBC	9,000	290	3,072	9.96	2.38	22.4%	15% tiền	29,000	n/a
FCN	2,342	157	3,290	6.5	1.3	20.9%	10% tiền	21,400	23,493
CTI	1,405	107	2,521	11.1	1.44	14.4%	16% tiền	31,300	31,800

ソース: BSC Research

タイル業[ポシティプ]

- 魅了的に評価され、平均 PE は 6.8xである。
- 第 3 四半期にタイル販売価格は前四半期に比べて 2-3%減少した。
- 2016 年上半期における上場タイル企業の業績はポシティプだ。
- 第 4 四半期には、タイル販売価格は前四半期に比べて 3-5%増加すると予測された。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

第 3 四半期におけるタイル販売価格は前四半期比 2～3%小幅減少した。2016 年第 3 四半期におけるタイル生産量が引き続き増加した。タイル需要が増加したが、市場の供給を吸収しなかった。そのために、販売価格が引き下げた。

2016 年上半期におけるタイル企業の業績はポシティプだ。CYC、TCR の以外、CVT、VIT、VHL、VTA など他のタイル生産企業の業績はよく成長した。VIT、TLT の以外、2016 年上半期における他の企業の売上総利益は前年同期比大幅改善されたことがら、税引後利益はよく成長した。

銘柄	2016 年上半期の売上高	増減（%）	2016 年上半期の売上総利益率	2015 年上半期の売上総利益率	2016 年上半期の税引後利益	増減（%）	12 ヶ月の EPS	P/E	P/B	2016 年の計画		
										2015 年に配当率	2016 年の収入	2016 年の税引前利益
VIT	389.2	27.9%	13.4%	16.7%	18.7	18.4%	2,680	11.3	2.4	15% cash	1020	70.5
CVT	449.7	42.4%	24.8%	17.8%	59.0	116.4%	4,930	9.6	3.1	25% cash	1000	90
TLT	206.0	+4.0%	18.7%	20.02%	17.7	+5.4%	4,854	4.26	12.2	0	476	43
TTC	184.7	-2.7%	16.6%	13.5%	13.0	33.5%	4,200	5.5	1.4	10% cash	n/a	15
TCR	808.3	-19.5%	21.5%	14.8%	23.9	n/a	1,940	4.0	0.5	n/a	1490.1	60.1
VHL	872.5	20.7%	22.3%	17.2%	57.4	17.4%	6,820	7.3	1.6	20% cash	1682.6	138.2
VTA	177.0	23.8%	12.3%	12.5%	8.2	44.3%	1,680	4.3	1.5			

ソース: BCTC, BSC Research

第 4 四半期には、タイル販売価格が前四半期比 3 '5%増加すると予測しております。

投資アドバイス

我々はタイル業の見通しに対して**「ポシティブ」**の評価を維持している。

BSC は VGC、TTC、TLT の購入で、CVT、VIT、TCR の動きの観察をお進めております。

VGC – 購入– 19,696 VND/株

2016 年 9 ヶ月における税引前利益は 5,992 億ドンに達し、年間計画の 87%を達成した。

私たちは、VGC の 2016 年税引前利益が前年同期比 36.4%増の 4,480 億ドンに達すと期待しております。また、2016 年の EPS は 1,694VND／株である。2016 年の希薄化 EPS は 1,459VND／株である。2016 年 9 月 23 日時点での終値は 15,200VND／株である。P/E forward は 8.99x だった。

増資のために新株発行、国営の保有率の低下、取引所の転換。VGC は 2017 年に、建設省の保有率を 78.8%から 69.1%へ低下するために 4,300 万株を発行する予定。VGC は 2017 年に資本金を 4 兆 7,000 億ドンへ引上げる。新株発行の前に HNX に転換する。

TTC – 購入 – 30,284 VND/株

2016 年には、収入が 3,645 億ドンを達し、税引後利益が 257 億ドンに達すと期待しております。2016 年の EPS は 4,327VND／株である。2016 年 9 月 23 日の時点で終値は 22,900VND／株であり、PE trailing は 5.45x và P/E F =は 5.29x だった。

TLT – 購入– 31,074 VND/株

TLT の主な製品は壁タイル及びエナメルレンガである。2016 年における TLT の経営・生産活動はかなり安定している。第 3 四半期に平均消費量は月間 60 万 m2 だった。投入費用及び販売価格が少し減少した。2016 年の税引前利益が 362 億ドンに達す見込まれた。2016 年の Eps は 5,179VND／株である。2016 年 9 月 23 日の時点で終値は 20,700VND／株であり、PE trailing は 4.16x và P/E fw3.99x だった。

しかし、2016 年 6 月 30 日の時点で TLT は 463 億ドンにの赤字となった。

CVT – 保持– 49,217 VND/株

CMC2－2 工場が 2016 年第 1 四半期に稼動した後、設計上の最大生産能力が 50%増の 1,500 万 m2 に達した。第 3 四半期に販売量がよく成長し、前四半期比 18%増の月間 130 万 m2 に達した。弊社の推定によると、CVT の 2016 年税引後利益は 1,350 億ドンに達す。2016 年の Eps は 7031VND／株である。2016 年 9 月 23 日の時点で終値は 47,400VND／株であり PE trailing は 9.61x, PE fw は 6.74x だった。

CVT はエナメルレンガ工場を建設する予定。同工場の生産能力は年間 1,500 ユニットである。投資額は約 3,000 億～5,000 億ドンである。同工場は 2016 年 10 月～11 月に建設着工する予定。

VIT – 観察

第 3 四半期には、平均消費量は月間 65 万～70 万 m2 に達した。

2016 年の売上高が約 9,197 億ドンで、税引後利益が 520 億ドンに達すと見込まれた。2016 年の EPS は 3,400VND／株である。2016 年 9 月 23 日の時点で終値は 30,300VND／株であり、PE trailing は 11.3x, PE fw は 8.9x だった。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	2015 年配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	リンク

CVT	1,230	135	7,031	6.74	3.1	46.5%	Cash Div 5%; Share Div 10 : 2	47,400	49,217	
VIT	919.7	52	3400	8.90	2.4	26.8%	Cash Div 12%; Share Div 100 : 15	30,300	25,642	Link
TTC	364.5	25.7	4,327	5.29	1.4	26.2%	Cash Div 8%	22,900	30,284	Link
VGC	8,250	448	1,694	8.99	1.3	13.6%	Cash div 4%	15,200	19,696	
TLT	476	36.2	5,179	3.99	12.2	473.8%	0 (do còn lỗ lũy kế)	20,700	31,074	

ソース：企業の財務諸表, BSC Research

テクノロジー業の見通し[ポシティブ]

- 国営企業から成長率はポシティブになる。
- 通信業が成長し続ける。
- ベトナムでソフトウェアアウトソーシングはまだ魅了だ。
- 魅了な平均 PE は 9.2xである。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

国営企業から成長率はポシティブになる。

通信業が成長し続けている。Internet World Stats によると、2016 年 6 月末時点でのベトナムでインターネット普及率は 51.5%であり、アジア(44.2%)より高くて、発展ポテンシャルが極めて大きい。

ベトナムでソフトウェアアウトソーシングはまだ魅了だ。Global Services Location Index (GSLI)の 2016 年レポートによると、ベトナムのソフトウェアアウトソーシングは第 11 位である。日本はベトナムの最大なソフトウェアアウトソーシング市場である。

企業の業績のアップデート:

	2016 年上半期の売上高	2015 年上半期の売上高	前年同期比	2016 年上半期の税引後利益	2015 年上半期の税引後利益	前年同期比
FPT	17,425.04	17,970.02	-3.03%	1,076.70	1,137.86	-5.37%
ELC	359.71	258.75	39.02%	30.08	7.83	283.96%
CMT	196.38	127.19	54.40%	1.63	3.66	-55.55%
	2016 年第 1 四半期の売上高	2015 年第 1 四半期の売上高	前年同期比	2016 年第 1 四半期の税引後利益	2015 年第 1 四半期の税引後利益	前年同期比
CMG	987.31	756.78	30.46%	28.24	19.41	45.48%
ITD	101.75	55.60	82.99%	7.04	2.31	204.20%

ソース:企業の財務諸表

投資アドバイス

我々は、IT・通信業の 2016 年第 4 四半期見通しに対して**「ポシティブ」**の評価を維持する。

FPT – 購入–目標価格 51.000VND／株 (link)

2016 年には、税引後利益は前年比 9.85%増の 2 兆 6,780 億ドンに達すと推定しております。親会社株主帰属利益は 2 兆 1,210 億ドンに達す。2016 年の EPS は 4,618VND／株である。

2016 年 8 ヶ月の業績はポシティプではなかった。2016 年 8 ヶ月には、売上高は前年同期比 6%減の 24 兆 5,440 億ドンに達した。親会社株主帰属利益は同比 2%減の 1 兆 1,190 億ドンに達した。EPS は同比 2%減の 2,441VND／株だった。現在、FPT はインタネット回線の 150 万を持っている。

販売・小売部門で回収はまだ改善されていなかった。

CMG – 購入– 目標価格 18.900VND／株 (link)

2016 年の収入が 4 兆 2,000 億ドンで、税引後利益が 1,710 億ドンに達すと予測しております。それによると、2016 年の EPS は 1,808VND／株である。目標価格は 18900VND／株である。

通信分野：データ伝送サービス及び企業向け FTTx ビジネス分野は大きく成長した。特に、海底ケーブルシステム APG は 9 月に稼動する。15 年間に原価償却される APG システムは競争力を強化し、事業活動によりアクティブになる。しかし、このシステムは他の分野によって使用されているので、収入及び利益の急激な変化を生成しないだろう。

また、APG システムが完成した後、CMG は今年末に北南通信軸を建設する予定。投資額は 2,000 億ドンの予定。建設期間は 1 年間予定。原価償却期間は 10 年間である。

ソフトウェアサービス：2016 年の収入計画は 1,770 億ドンに達す。

システムインテグレーション：現在、ハードウェアからの収益はシステムインテグレーション分野の収益の大部分を貢献している。しかし、ハードウェア分野の税引前利益率はかなり低くて、約 5%である。そのため、CMG の主方向は付けられたサービスやソリューションを開発することだ。

ITD – 購入 – 目標価格 25.500VND／株(link)

2016 年～2017 会計年度には、ITD の連結売上高が 7,400 億ドンに達し、連結親会社株主帰属利益は 470 億ドンに達すと推定しております。それによると、2016 年の EPS は 2,454VND／株である。

2016 年～2017 会計年度には、弊社の推定によると、ITD の連結親会社株主帰属利益は 516 億ドンに達すと推定しております。それによると、2016 年の EPS は 2,694VND／株である。2016 年 10 月 4 日の時点で終値は 21,500VND／株であり、PE FW は 7,98x だった。

スマート交通案件のアップデート：ITD の成長の原動力はスマート交通技術分野から来ている。

ITD は国道 1 の 19 ヶ所及びホーチミンルートで自動料金徴収システムを展開するためタスコと EPC 契約（設計・調達・建設）を締結した。2016 年の収入は 1,950 億ドンに達すと見込まれた。売上総利益率は約 22～23%である。

銘柄	2016 年上半期の売上高	2015 年上半期の売上高	2016 年の EPS	2016 年の PE	2016 年の PB	2016 年の ROE	2016 年の配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格
FPT	42,514	2,678	4,618	10.26	2.03	21.57%	30%	47,400	51,000
CMG	4,209	171	1,808	9.02	1.12	17.82%	N/A	16,300	18,900
ITD	740	52	2,694	8.46	1.91	23.09%	12%	22,800	25,500

ソース: BSC の予測

港湾業[ポシティプ]

- 2016 年 8 ヶ月における**港湾システムを通じた貨物量は 19%成長した。**
- Hai Phong 港で企業の第 2 四半期業績が小幅上昇した。南部港で企業の第 2 四半期業績が大幅上昇した。
- 第 4 四半期は港湾企業が収入を計上する期間である。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

最初 8 ヶ月における港湾システムを通じた貨物量は前年同期比 10%増の 3 億 600 万トンに達した。そのうち、コンテナが前年同期比 19%増の 880 万 TEU に達した。輸出コンテナが FDI 登録や FDI 実行額の増加のおかげで、前年同期比 16%増加した。

第 2 四半期の業績:北部にある港湾企業の収入が小幅成長したが、南部にある港湾企業が大きく成長した。

2016 年第 2 四半期の業績

	収入		売上総利益率		税引後利益			
	2016 年第 2 四半期	前年同期比	2016 年第 2 四半期	2015 年第 2 四半期	2016 年第 2 四半期	前年同期比	P/E	P/B
GMD	1,799	4%	29%	27%	188.03	−8%	13.56	1.00
PHP	1,179	2%	43%	36%	268.32	38%	18.06	1.70
VSC	503	11%	36%	39%	124.57	−8%	10.75	2.60
TCL	376	−7%	18%	21%	43.26	−7%	7.95	1.20
DVP	310	−4%	53%	47%	143.51	8%	10.33	3.40
TMS	277	16%	28%	25%	82.43	3%	12.22	1.60
PDN	186	21%	32%	35%	30.81	18%	11.46	2.10
DXP	69	−27%	36%	35%	25.40	5%	6.99	1.60
HAH	230	−23%	40%	35%	72.00	−9%	5.88	1.63
CLL	147	16%	42%	43%	44.72	26%	9.53	1.65
平均			36%	34%			11.42	1.85

ソース:企業の財務諸表

破綻が明らかになった韓国海運最大手韓進(ハンジン)海運(Hanjin Shipping)を一切利用しておらず、港湾企業などへの影響はあまり大きくなかった。

第 4 四半期は港湾企業が収入を計上する期間である。2016 年にハイフォンポートを通じる**貨物取扱量の成長率は約 13～14%上昇することから、PHP、VSC、GMD といった港湾企業が恩恵を受けると考えております。また、投資家は TMS、SWC、TCL、STG、GMD などホーチミン市にある倉庫企業、ICD 企業に関することができる。**

投資アドバイス

我々は、港湾業の株式に対して「**ポシティブ**」の評価を維持し、港湾株式が魅力的な株式であると評価している。また、投資家は VSC、HAH を購入し、PSP、CDN、PHP、GMD を保持すると進めております。

GMD- 保持-目標価格 30.503VND／株。
最近、GMD は弊社が推奨した目標価格の周りに取引している。しかし、投資家は以下の通りに注意するべき。

(1)弊社は評価モデルに Gemadept tower における保有率 15%を反映しなかった。

(2) Hau Giang に設置されている冷蔵庫は 2016 年第 4 四半期初に稼動を開始する。

(3)GMD は Nam Dinh Vu ポート株式会社を設立するために 3,600 億ドンを投資する。

VSC- 購入-目標価格 86,206VND／株
現在、Vip-green ポートで QC4 埠頭の組立はまだ完成しないので、第 2 号埠頭はまだ稼動しない。これらの埠頭は 2016 年 10 月半から稼動される予定なので、第 4 四半期に収入及び利益が成長するだろう。

HAH-購入-目標価格 47,419 VND／株。
HAH は、ハイフォンポートで最も効率的な港湾企業の一つであるであると考えられています。HAH の利益率は高水準で維持している。2016 年上半期におけるコンテナ海運活動の成長率は 24%に達した。2016 年第 4 四半期には、コンテナ海運活動は原油価格が低レベルで維持しているので、良成長率を維持できると考えております。

銘柄	2016 年の収入（10 億ドン）	2016 年の税引前利益（10 億ドン）	2016 年の EPS	P/EF 2016	P/BF 2016	ROEF 2016	2016 年の配当	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	減増
GMD	3,954	583	2,858	9.93	1.09	10.64%	Cash:20%	28.400	32,800	13.40%
PHP	2,531	741	1,385	13.43	1.54	12%	Cash:3%	18.600	22,980	9%
VSC	1,391	381	7,005	10.42	1.82	14.8%	Cash:10%	73.000	86,208	33%
HAH	509	113	4,564	8.72	1.76	21%	Cash: 30%	39.800	47,419	17.7%
PSP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Cash: 5%	10.800	N/A	N/A
CDN	597	177	1,575	15.87	2.21	14%	Cash: 10%	25.000	18,801	N/A

電力業[ポシティブ]

- EVN の 2016 年年初 6 ヶ月の自己発電量や外部調達量は前年同期比 10.75%増加した。

- エルニーニョと為替レートの変動は、2016 年年初 6 ヶ月に電力企業の業績に影響を与える 2 つの主要な要因でした。
- ラニーニャは水力企業に影響をポシティプに与えた。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

EVN の 2016 年年初 6 ヶ月の自己発電量や外部調達量は前年同期比 10.75%増の 847 億 5,000 万 kWh に達した。特に、2016 年第 2 四半期には、エルニーニョに影響されたので、競争市場で販売された発電量は変動した。

2016 年上半期における火力発電企業の業績は為替レートの変動に分かれた。NT2、BTP は対 EUR や KRW の下落により恩恵を受けた。一方、PPC は日本円の急増に為替差損 6,720 億ドンを計上した。

2016 年 9 ヶ月には、エルニーニョに影響されたので、水力発電企業は困難を直面したが、火力発電企業が恩恵を受けた。

2016 年第 2 四半期の業績

	タイプ	発電能力	地位	2016 年第 2 四半期の収入	前年同期比	2016 年第 2 四半期の税引後利益	前年同期比	P/E	P/B
NT2	ガスタービン	750	Đồng Nai	2,951.19	−21%	695.40	12%	7.5	1.9
VSH	水力発電	136	Bình Định	222.82	−18%	145.44	−16%	14.1	1.1
KHP				1,609.54	13%	25.83	−52%	8.6	0.7
SJD	水力発電	104	Bình Phước, Gia Lai, Điện Biên	136.71	−14%	60.10	−23%	7.7	1.1
PPC	火力発電	1040	Hải Dương	3,222.58	−24%	(349.59)	−195%	0.0	1.0
HJS	水力発電	12	Hà Giang	81.73	0%	18.98	30%	8.2	1.4
TBC	水力発電	120	Yên Bái	138.94	−13%	72.55	−15%	13.8	1.7
BTP	ガスタービン	388	Vũng Tầu	788.82	−7%	44.18	−198%	5.0	0.9
TMP	水力発電	150	Bình Phước	201.13	−40%	27.89	−79%	18.1	2.1
NBP	火力発電	100	Ninh Bình	352.82	1%	16.62	214%	4.3	1.0
CHP	水力発電	170	Huế	175.04	−45%	1.77	−99%	14.2	1.8
SHP	水力発電	123	Lâm Đồng	130.60	−28%	(53.17)	N/A	14.4	1.7
DRL	水力発電	16	Đắc Nông	38.62	57%	22.45	84%	10.5	3.1
SD3	水力発電		Pleiku	317	N/A	21	N/A	24.43	0.62

ソース:企業の財務諸表

2016 年第 4 四半期に水力発電企業の業績が大幅上昇する可能性が高い。

為替レートの動きは火力発電企業の未知である。

投資アドバイス

我々は電力業の株式に対して「**ポシティブ**」の評価を維持しております。2016 年第 4 四半期には、水力発電企業の活動は他の四半期及び前年同期比よりよくなると考えております。そのため、第 4 四半期には、投資家は CHP、VSH、SHP、SJD など水力発電企業に注意することができる。

NT2– 保持– 目標価格 36,045VND／株

2016 年には、NT2 の収入が 5 兆 9,020 億ドンで、税引後利益が 1 兆 2,040 億ドンに達すと予測しております。2016 年の EPS は 4,016VND／株である。

BTP– 観察

2016 年上半期における電気販売価格は 2015 年の販売価格のように計算されている。2016 年上半期には、BTP は KRW の下落のおかげで、赤字 234 億 6,000 万ドンがけ計上した。弊社は電力生産量が年末の四半期に改善されると考えております。対 KRW 為替レートが 2016 年第 4 四半期に安定すると考えております。

PPC– 観察

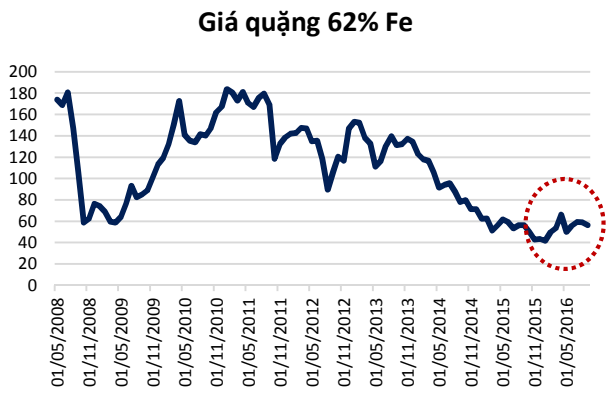
銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E fw	P/B	2016 年の ROE	2016 年の配当	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格
NT2	5,902	1,204	4,016	9.11	1.67	17%	現金 22%,株式 7%	36.600	36,400
PPC	7,271	532	1,669	8.74	0.79	14%	現金 12%	14.600	15,700
SJD	348	163	3,289	8.45	1.17	21%	現金 25%	27.800	30,940
CHP	527	208	1,581	13.03	0.81	20%	現金 9%,株式 5%	20.600	23,200

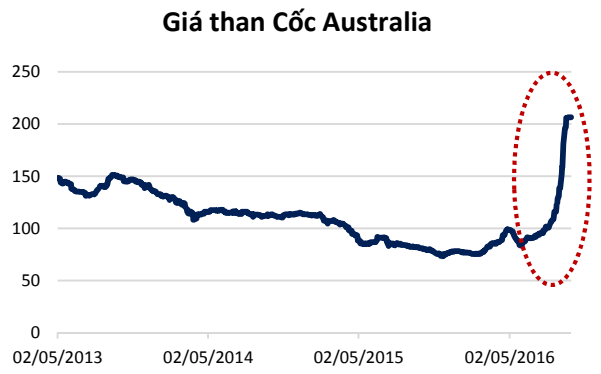
ソース: BSC

鉄鋼業[中性]

- 中国が鉄鋼生産量を削減したことはポシティプな信吾である。
- ベトナムの亜鉛めっき鋼反がダンピング税に適用された。
- 国内に鉄鋼消費量の成長率は焼く 26～33%増となった。
- 魅了な評価がある。平均の PE forward は 5.24xである。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価





Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

国内に鉄鋼消費量の成長率は良くなった。鉄鋼協会のレポートによると、2016 年 8 ヶ月には、建設用鉄鋼消費量は前年同期比 26.75%増の 516 万tで、鉄管消費量は同比 31.3%増の 120 万tで、メッキ鋼板屋根シート消費量は同比 33.94%増の 175 万tに達した。特に、8 月（Ngau 月）に鉄鋼販売量が前年同期比 36.05%増の 67 万 6,099tで、鉄管消費量が同比 42.07%増の 17 万 3,470tで、メッキ鋼板屋根シート消費量が同比 36.44%増の 22 万 9,796tに達した。

企業の業績のアップデート：市場の動きがポシティプだった。鉄鋼原材料の価格が上げた。在庫量が低かった。そのため、鉄鋼企業の利益率が改善された。また、国内に鉄鋼消費量が大きく増加した。

	2016 年上半期の売上高	2015 年上半期の売上高	前年同期比	2016 年上半期の税引後利益	2015 年上半期の税引後利益	前年同期比
HPG			12.64%			60.37%

HSG	−1.42%	140.89%
NKG	59.07%	368.32%
SMC	−19.42%	N/A
VIS	−16.70%	N/A

ソース:鉄鋼企業の財務諸表

投資アドバイス

我々は 2016 年に鉄鋼業に対して「**中立**」の評価を維持し、NKG、HSG、HPG を中長期的に購入することをお勧めております。また、投資家は VIS、SMC を注意するべきだ。

HPG –購入 – 目標価格 53,866VND／株 (link)

2016 年には、収入が前年比 18.08%増の 32 兆 4,170 億ドンで、税引後利益が同比 69.49%増の 5 兆 9,400 億ドンに達すと推定しております。2016 年の EPS は 7,041VND／株である。2016 年 9 月 30 日の時点で HPG の終値は 45,700VND／株であり、PE FW は 6,49x だった。

消費量がよく成長し続けている。鉄鋼価格が上げた。2016 年 8 ヶ月には、建設用鉄鋼消費量は前年同期比 20.12%増の 107 万tに達した。鉄管消費量は同比 45.39%増の 29 万 7,900tに達した。そのうち、8 月（Ngau 月）に建設用鉄鋼販売量が前年同期比 37.46%増の 14 万 6,485tで、鉄管消費量が同比 53.22%増の 4 万 5,200tに達した。また、第 3 四半期には、HPG は鉄鋼販売価格を 40 万ドン引上げた。第 3 四半期には、売上高が 8 兆 5,910 億ドンに達し、税引後利益が 1 兆 7,340 億ドンに達すと推定しております。

石炭価格が大きく上昇し、第 4 四半期に利益率を影響するだろう。コークス価格と原炭は 2016 年 8 月初から増加した。HPG の在庫日は 4 ヶ月だった。そのため、原炭価格の急増は第 4 四半期の業績に反映して、利益率に悪く影響するだろう。

家畜飼料生産工場は安定的に稼動している。

不動産案件のアップデート：第 2 Mandarin Garden 案件は 30%販売された。平均販売価格は 2,600 万ドン／m2 だった。

HSG – 購入 – 目標価格 48.540VND／株 (link)

2016 年には、税引後利益が 1 兆 5,030 億ドンに達すと推定しております。2016 年の EPS は 7,650VND／株である。2016 年 9 月 29 日の時点で HSG の終値は 42,000VND／株であり、PE FW は 5,49x だった。

2015 年～2016 年度の業績：2016 年には、HSG の消費量は前年比 18%増の 128 万tに達すと推定された。完成品量は前年比 19%増の 121 万tに達する。そのうち、亜鉛めっき鋼量が同比 14%増の 85 万 4,000tであり、鉄管消費量は同比 29%増の 32 万 8,000tに達する。プラスチック管消費量は同

比 44%増の 31 万tに達する。輸出量は同比 21%増の 49 万 4,000 万に達した。国内消費量は同比 17%増の 71 万 8,000tに達す。

2015 年～2016 年度における収入は前年比 1%増の 17 兆 5,730 億ドンに達し、税引後利益が同比 106%増の 1 兆 3,500 億ドンに達すと推定された。

2016 年～2017 年度の業績計画：総消費量は前年比 23%増の 158 万tに達す。収入は同比 22%増の 21 兆 4,950 億ドンに達し、税引後利益が同比 4%増の 1 兆 4,000 億ドンに達すと推定された。冷間圧延ライン（年間生産能力 40 万t）が 2017 年 6 月から稼動することのおかげで、2017 年の利益率が改善されると間が考えております。

NKG – 購入 – 目標価格 47.680VND／株 (link)

弊社は NKG を中長期的に購入することをお勧めております。NKG の目標価格は 47,680VND／株である。2016 年の税引後利益は 5,830 億ドンに達すと推定された。流行株数は 7,324 万 1,233 株である場合（戦略パトーなーへ 500 万株を発行して、株式配当 20%であると仮定する）、2016 年の EPS は 7,955VND／株である。現在の流行株数は 5,603 万 4,361 株である場合は、2016 年の EPS は 10,404VND／株である。

2016 年第 3 四半期の業績：第 3 四半期の税引後利益は 1,200 億～1,500 億ドンに達すと推定された。亜鉛めっきライン（年間生産能力の 30 万t）は月間 2 万tで稼動している。輸出受注は 11 月まで完了した。冷間圧延ライン（年間生産能力 45 万t）は 2016 年 12 月に完了してから、2017 年 1 月から稼動すると見込まれた。

2016 年第 4 四半期には、NKG は株式配当 20%を発行する予定。ESOP への新株発行（額面比 2%）は 2016 年 12 月或いは 2017 年に実施する予定。

SMC の経営状況のアップデート

2016 年の税引後利益は 3,161 億 8,000 万ドンに達すと推定された。2016 年の EPS は 10,508VND／株である。2016 年 10 月 4 日の時点での SMC の終値は 18,100VND／株だった。PEFW は 1.72x だった。

SMC のハイライトは(1)市場の肯定的な状況のおかげで業績の驚き要素及び、(2) 収益性を向上させ、安定性を高めるために生産に集中する。

2017 年の税引後利益は 900 億ドンに達すと見込まれた。2017 年の EPS は 3050VND／株である。

業績のアップデート：第 3 四半期には、税引後利益が 600 億ドンに達すると推定された。2016 年の消費量は 78 万tに達した。SMC は全国の鋼材シェア 6～7%、南部の鋼材シェア 14～14%を占めている。

HANWA への新株発行。割当比率が資本金の 15%である。取引はまだ交渉中であり、2017 年第 1 四半期に完了する可能性がある。

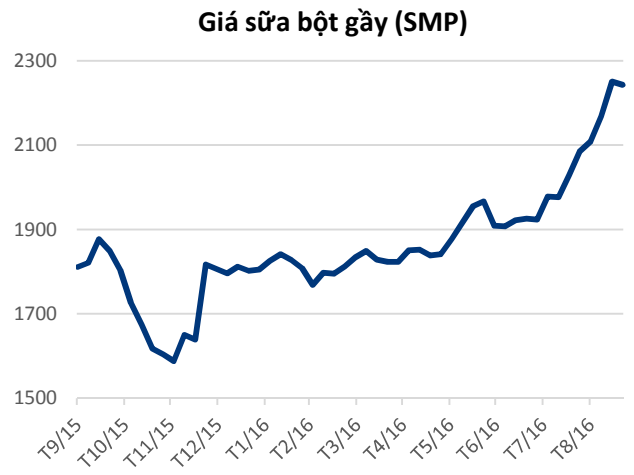
銘柄	2016 年の収入（10 億ドン）	2016 年の税引後利益（10 億ドン）	2016 年の EPS	2016 年の PE	2016 年の PB	2016 年の ROE	2016 年の配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格
HPG	32,417	5,940	7.041	6.52	1.90	29.20%	30%	45,900	53,866
HSG	17,098	1,503	7,650	5.42	1.99	36.76%	N/A	41,500	48,540
NKG	7,946	583	7,955	3.78	1.72	45.45%	N/A	39,300	47,680

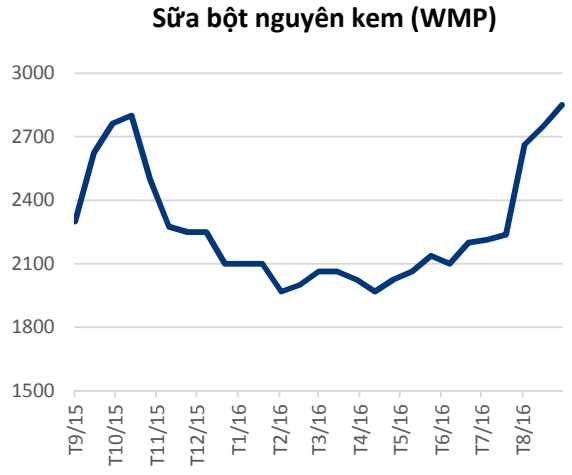
ソース: BSC の予測

乳製品業[中性]

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

- 粉乳価格は、生産量の減少のおかげで、回復している：SMP が前年同期比 +13.9%増となり、WMP が同比 +33%増となった。
- 米国の乳製品輸出会議は粉乳価格が 2016 年末にわずかに上昇すると予測している。
- 2016 年第 2 四半期に牛製品企業の業績が大きく分かられた。
- VNM、VLC や HNM の動きを観察し続けるべきだ。





Nguồn: Bloomberg

投資アドバイス– 中性

弊社は 2017 年に投入粉体価格の大幅な上昇の懸念により、牛乳品業の見通しを「中性」に引き下げた。

VNM – 観察

投入費用が 2017 年に大幅上昇したり、販売費用も収入より大きく上昇することという懸念があるので、VNM の動きを観察するとお勧め手下ります。また、SCIC は VNM における保有率 45%うちの 9%を回収するとご注意してください。

2016 年 9 月 26 日の時点で VNM の終値は 141,400VND／株だった。PE forward は 22.1 及び P/B は 7.5 だった。

HNM – 観察

2016 年 9 月 26 日の時点で HNM の終値は 7,500VND／株だった。PE forward は 44.1 及び P/B は 0.74 だった。

VLC – 観察

2016 年上半期における収入は前年同期比 3.4%増の 1 兆 3,640 億ドンに達した。そのうち、牛乳品から収入は同比 7.4%増の 9,987 億ドンに達した。弊社は VLC の動きを観察するとお勧めしております。

銘柄	2016 年の収入推定（10 億ドン）	2016 年の利益推定（10 億ドン）	2016 年の EPS	2016 年の P/E	2016 年の P/B	2016 年の ROE	2016 年の配当率	2016 年 9 月 26 日で終値	目標価格
VNM	45,016	9,228	6,359	22.1	7.5	38.45%	40%（đợt 1）	141,000	n/a
HNM	360	3.4	170	44.1	0.7	1.6%	0	7,500	n/a
VLC	550(*)	51(*)	n/a	n/a	n/a	n/a	6.5% tiền	16,000	n/a

ソース: BSC Research

肥料業 [中性]

- 肥料在庫量は高い水準で継続した。
- 2016 年 9 月初の時点で肥料価格は 2015 年末に比べて 6～15%減少した。
- 2016 年 9 ヶ月における投入原料価格が下落した。そのうち、ガス価格が前年比 23%減少し、硫黄価格が同比 405減少した。
- 肥料生産企業の業績が引き続き減少した。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

過剰供給、低需要、在庫は高い水準で継続した。Agromonitor によると、2016 年第 2 四半期末の時点で尿素肥料、リン酸肥料及び DAP 肥料の在庫量は高水準で留まり、それぞれ 56 万 4,000t、35 万 4,000t及び 15 万tだった。

- **生産量が減少した。2016 年 7 ヶ月には、DAP 肥料の生産量は前年同期比 35.5%減の 16 万 2,000tに達した。NPK 肥料の生産量は同比 7.6%減の 136 万 1,000tに達した。**尿素肥料の生産量は同比 3.1%減の 85 万 1,000t に達した。
- **肥料輸入量が減少した。2016 年 7 ヶ月における肥料輸入量が前年同期比 8.9%減の 229 万 4,000tに達した。しかし、**尿素肥料の輸入量が増加して、同比 57%増の 31 万 9,000tに達した。

- 北部の寒さ、Tay Nguyen の干ばつ、南部の塩水の侵入に低消費量だ。DPM によると、2016 年上半期における肥料消費量が前年同期比 5%減となった。

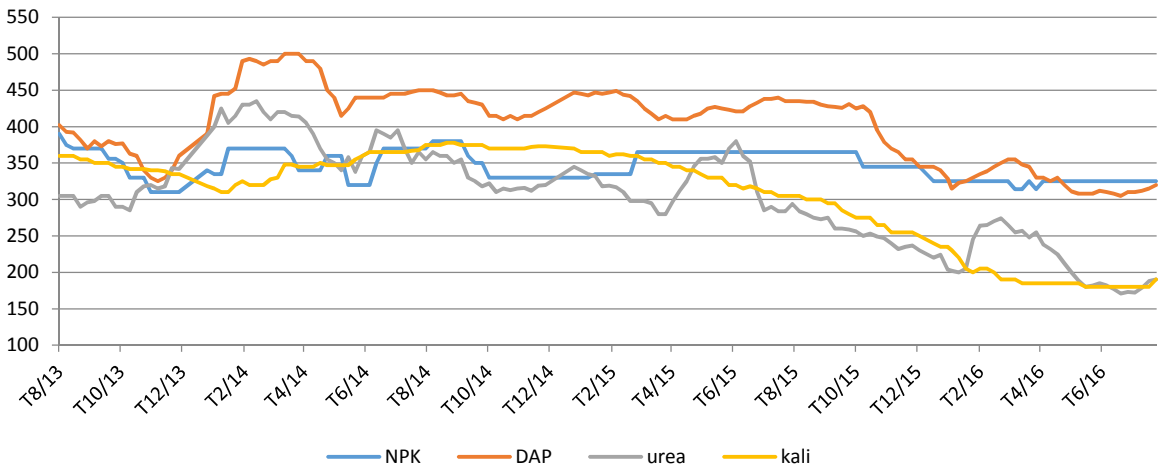
単位:t	Ure		NPK		DAP	
	2015 年	2016 年上半期	2015 年	2016 年上半期	2015 年	2016 年上半期
初期在庫量	150,000	361,412	320,000	250,000	50,000	145,000
需要量	2,846,547	1,304,000	4,186,995	2,117,000	1,482,306	632,000
国内生産量	2,259,072	1,033,000	3,800,000	1,945,000	468,608	213,000
輸入量	587,475	271,000	386,995	172,000	1,013,698	419,000
供給	2,647,920	1,101,000	4,249,373	2,013,000	1,399,299	627,000
種苗	2,100,000	830,000	3,900,000	1,840,000	980,000	400,000
NPK 肥料の生産量	300,000	210,000	349,373	173,000	180,000	120,000
輸出量	247,920	61,000	349,373	173,000	239,299	107,000
後期在庫量	**361,412**	**564,412**	**257,622**	**354,000**	**133,007**	**150,000**

ソース: Agromonitor,

生産能力、特に NPK 肥料の生産能力が引き続き増加している。現在、NPK 肥料の生産能力は年間 400 万tである。

肥料価格が大幅減少した。

世界肥料価格の動き



ソース: Bloomberg

投入原材料価格が安い。

投入ガス価格の動向

Vancouver 硫黄価格の動向

肥料生産企業の業績が減少した。上場企業の売上高が前年同期比 6.3%減の 22 兆ドンで、税引後利益が同比 11.4%減の 1 兆 6,000.億ドンに達した。ほとんどの肥料生産企業の業績が減少した。しかし、BFC の業績しか上昇しなかった。BFC の税引後利益は前年同期比 23%上昇した。

銘柄	コア製品	売上高	前年同期比	売上総利益率 (%)	利益率	税引後利益	前年同期比
DPM	尿素肥料	4,424	−14%	32%	20%	786	2%
DCM	尿素肥料	2,309	−19%	26%	15%	347	−23%
LAS	リン酸肥料	2,034	−26%	21%	5%	61	−65%
VAF	リン酸肥料	642	−9%	25%	5%	34	−21%
NFC	リン酸肥料	347	4%	20%	5%	14	0%
SFG	リン酸肥料,	1,232	1%	9%	5%	54	−9%
BFC	NPK	3,030	−2%	13%	9%	129	23%
QBS	貿易	2,687	67%	6%	3%	7	−84%
PCE	貿易	1,234	−6%	3%	1%	13	6%
PSE	貿易	1,197	−10%	4%	1%	9	−23%
PSW	貿易	1,139	−16%	3%	1%	14	−3%
PMB	貿易	764	−7%	5%	2%	16	−12%
PCN	貿易	130	61%	5%	0%	(0)	−118%

ソース: BSC research

投資アドバイス：

我々は第 4 四半期に肥料業に対して「**中立**」の評価を維持し続ける。 DPM、DCM、LAS などの企業の第 4 四半期業績は成長し続けると期待している。肥料企業は高競争性、販売価格の減少など多くの困難を直面することができる。ハイライトはエルニーニョが終わった後、肥料消費量が増加すると予想されているといことだ。国内肥料企業の PE と PB はそれぞれ、8.74x、1.04xである。

BFC – 保持 – 目標価格 40.000 VND／株

年間生産能力は 92 万 5,000tであり、南部市場でシェア 28%を、北部市場でシェア 10%を、中部市場でシェア 10%を占めている。弊社の予測によると、2016 年の NPK 肥料消費量は 64 万 7,000tに

達し、収入及び利益がそれぞれ、6 兆 500 億ドン及び前年比 17%増の 2,670 億ドンに達す。2016 年の EPS は 4,205VND／株である。

DPM – 観察

年間生産能力は 80 万tに達した。消費量が増加すると期待されている。弊社の予測によると、2016 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 4%減の 9 兆 4,040 億ドン及び同比 12%増の 1 兆 6,660 億ドンに達す。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	2016 年の P/E FW	P/B	2016 年の ROE	配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	リンク
BFC	6,050	267	4,205	8.87	2.03	23%	無償増資 20% 現金配当 20%	37,300	40,000	Link
DPM	9,404	1,666	3,736	7.62	1.46	19%	現金配当 30%	28,450		Link
LAS	3,547	128	1,132	11.4	0.87	7.6%	現金配当 15% 株式配当 45%	14,100	N/A	

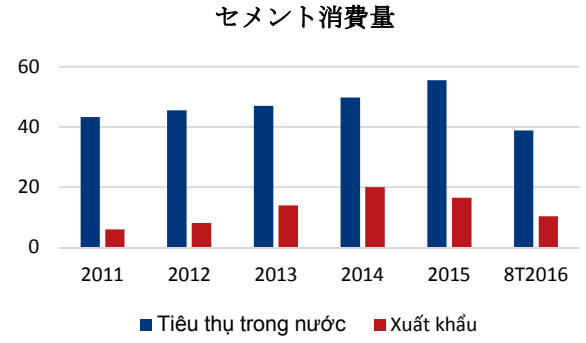
ソース: BSC Research

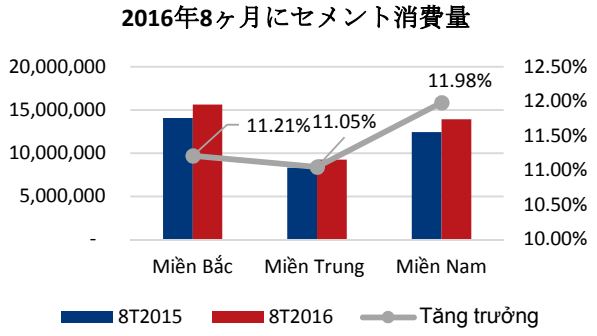
セメント業 [中立]

- 国内消費量の成長率は 11～12%に達した。南部市場の消費成長率は北部市場や中部市場よりもプラスです。
- 2016 年第 3 四半期にセメント輸出が回復して、為替差損を計上した。
- 2016 年第 4 四半期にシーズンへの期待、ベトナムセメント総公社（VICEM）の IPO による短期投資機会

2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

セメント業の成長の主な原動力は国内消費から来た。セメント業協会の報告によるとお、2016 年 8 ヶ月における国内セメント消費量は前年同期比 10%増の 3,881 万tに達し、輸出量が 1,039 万tに達した。北部市場には、消費成長率は 2016 年初 6 ヶ月の 15.36%から 2016 年 8 ヶ月の 11.21%に低下した。中部市場には、消費成長率は 2016 年初 6 ヶ月の 14.78%から 2016 年 8 ヶ月の 11.05%に低下した。南部市場には、消費成長率は 2016 年初 6 ヶ月の 14.07%から 2016 年 8 ヶ月の 11.98%に低下した。現在、南部市場の消費成長率は北部市場や中部市場よりもプラスです。
輸出量は前年同期比減少した。





ソース: BSC, セメント協会

2016 年第 3 四半期に為替差損を計上した。2016 年 9 月 30 日の時点で HT1、BCC、BTS の為替差損額はそれぞれ、5,550 万ユーロ、1,961 万ユーロ及び 2,670 万ユーロだった。

銘柄	2016 年上半期の売上高（10 億ドン）	2015 年上半期の売上高（10 億ドン）	前年同期比	2016 年上半期の EBITDA	2015 年上半期の EBITDA	前年同期比
HT1	3,928	3,663	7.24%	946	937	0.99%
BCC	2,200	1,932	13.82%	356	381	−6.52%
BTS	1,640	1,415	15.89%	289	301	−4.17%

ソース: 企業の財務商標, BSC

投資アドバイス

我々は建設シーズンにかけているため、2016 年第 4 四半期にセメント業に対して**「中立」**の評価を維持している。我々は、HT1 に対す**保持及び BCC に対す購入**をお勧めし続ける。

HT1 – 保持– 目標価格 32,175VND／株 (link)

2016 年の税引後利益が 7,850 億ドンに達すと推定しております。2016 年の EPS は 1,975VND／株である。流行株数は 3 億 1,795 万 2,000 株である。

2016 年第 3 四半期の業績の推定：国内消費量が前年同期比 17%増の 162 万tで、輸出量が 7 万 2,533tに達すと推定された。弊社の推定によると、第 3 四半期におけるコア活動の税引前利益は 2,578 億 6,000 万ドンに達す。

BCC – 購入 – 目標価格 25.487VND／株 (link)

2016 年の税引後利益は 2,570 億ドンに達すと推定された。2016 年の EPS は 2,689VND／株である。流行株数は 9,566 万 1,397 株である。

2016 年第 3 四半期の業績：国内セメント消費量が 78 万 1,954tに達し、輸出量が前年同期比 43%増の 14 万 2,637tに達する。コア事業の税引前利益が 500～600 億ドンに達すと推定された。

セメント研削ラインの投資計画：投資額が約 8,000 億ドンの予定。同案件向けの資金は自己資金 25%、借入資金 75%。借入金利が約 8～8.5%である。同案件は 2016 年末或いは 2017 年初から建設着工する予定。

配当：株式配当率が 15%であり、基準日は 2016 年第 4 四半期の予定。

BTS – 保持 – 目標価格 11.786VND／株 (link)

2016 年の税引後利益は 1,410 億ドンに達すと推定された。2016 年の EPS は 1,288VND／株である。

2016 年第 3 四半期の業績のアップデート：2016 年 9 月 15 日の時点でセメント消費量が前年同期比 25.05%増の 224 万tに達した。

銘柄	2016 年の収入 (10 億ドン)	2016 年の税引後利益 (10 億ドン)	2016 年の EPS	2016 年の PE	2016 年の PB	2016 年の ROE	2016 年の配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格
HT1	8,229	785	1,975	14.03	1.70	15.06%	N/A	27,700	32,175
BCC	4,384	257	2,689	7.10	0.95	13.41%	株式配当 10%	19,100	25,487
BTS	3,279	141	1,288	7.76	0.79	10.21%	5%	10,000	11,786

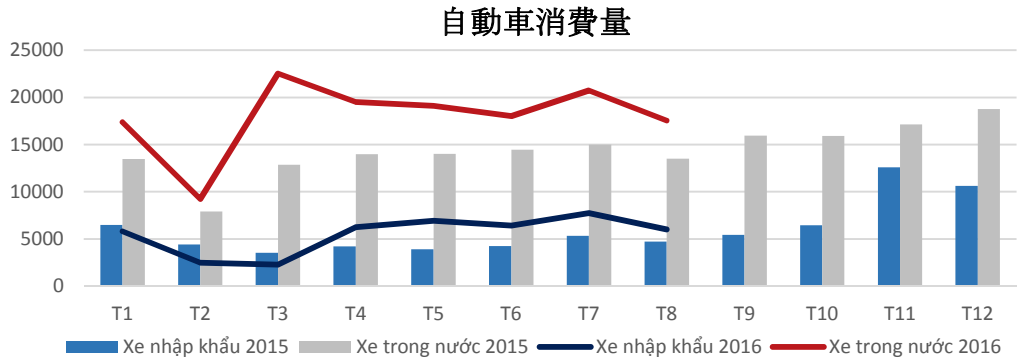
ソース: BSC の予測

自動車業[中立]

- 2016 年年初の 8 ヶ月における自動車消費量は前年同期比 32%上昇した。
- 上場企業は 2016 年上半期に困難を直面した。
- 弊社は自動車業に対す「中立」の評価を維持して、消費量が第 4 四半期に増加すると期待しております。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

2016 年年初の 8 ヶ月における自動車消費量の成長率が良くなった。ベトナム自動車生産協会の統計によると、2016 年年初の 8 ヶ月におけるベトナムの自動車消費量が前年同期比 32%増の 18 万 7,853 台に達した。輸出車の成長率が前年同期比 19%増となり、国内生産車の成長率が同比 37%増となった。



ソース: VAMA, BSC

2016 年 7 月 1 日には、消費税政策が有効になって、主に中・大容量タイプに影響を与えている。

しかし、上場自動車企業の業績は 2016 年上半期に困難を直面した。上場自動車企業の利益が前年同期比 60%減となった。自動車関連企業の自動車販売価格が下落したので、利益率も下落した。特に、HHS の販売価格が前年同期比 4%減となった。

2016 年上半期 (10 億ドン)	収入	前年同期比	税引後利益	前年同期比	ノート
SVC	6,039	+48%	68.8	+2.6%	自動車販売及びサービス事業からの利益が前年同期比 7%減となった。不動産事業からの利益が同比 37%増となった。
HAX	1,299	+75%	33.6	+119%	2016 年上半期の利益が 293 億ドンに達した。
TMT	1478	−24%	47.4	−65.8%	販売価格は中国からの供給過剰の圧力を受け、下落した。
HTL	691	−12%	39.6	−36%	

HHS	950.2	−54%	81.6	−76%

投資アドバイス – 中立

弊社は 2016 年第 4 四半期に自動車業に「中立」の評価を保持しております。2016 年 9 月 23 日の時点で PE trailing は 9.3xだった。

SVC – 観察

弊社の評価によると、SVC の強みは販売システムがあるので、自動車消費の増加から恩恵を受ける。しかし、販売価格の圧力及び利益率の圧力が 2016 年第 4 四半期に保持されているだろう。SVC の株価がよく上昇している。2016 年 9 月 23 日の時点で SVC の終値は 47,800VND／株だった。PE E trailing は 12x 及び P/B は 1.5x だった。

TMT – 観察

TMT の拡大計画が計画より遅くなっている。Sinotruk 組立ラインは計画の通りに第 2 四半期の代わりに第 3 四半期に完了した。また、南にある貯蔵庫の建設もまだ完成しないので、企業の拡大に影響した。2016 年 9 月 23 日の時点で TMT の終値は 24,500VND／株だった。PE E trailing は 8.6x だった。

HTL – 観察

HTL はベトナム市場でシェア 5%を占めている日本ヒノのベトナムでの最大な代理店である。2016 年年初の 8 ヶ月におけるヒノ販売量は全国で前年同期比 27%減の 2,588 台に達した。そのうち、7 月や 8 月には、ヒノ販売量は前年同期比 56%減の 388 台に達した。そのため、2016 年下半期における HTL の業績は困難を直面した。2016 年 9 月 23 日の時点で TMT の終値は 64,000VND／株だった。P/E trailing は 6.8x、P/B trailing は 3.1x だった。

単位：10 億ドン	銘柄	2016 年の収入計画	2016 年の税引後利益計画	2016 年の EPS（計画）	2016 年の PE	2016 年の PB	2016 年の ROE	2016 年の配当率	2016 年 9 月 23 日の時点で終値	目標価格	リンク
	TMT	5,803	256.3	7,795	5.5	2.2	39.3%	50%	24,500	N.A	
	SVC	11,000	160	3,778	11.6	1.2	10%	14%	47,800	N.A	link
	HTL	1,481	66	5,500	17.1	3.8	22%	50%	64,000	N.A	
	HAX	2,385	36	3,230	11.1	2.1	19.1%		33,300	N.A	
	HHS	4000	398	1,475	6.7	0.7	10.8%	15%	5,780	N.A	

ソース: BSC Research

保険業 [中立]

- 元受保険料の成長率は 2016 年上半期に前年同期比 15%増となった。特に、車両元受保険料の成長率は同比 23.6%増となった。健康元受保険料の成長率は同比 315増となった。
- 保険金請求比率は 43%から 30.2%に減少した。
- 2016 年上半期の業績がポシティプとなった。収入及び利益の平均成長率はそれぞれ 24%及び 25%増加した。
- 2016 年第 4 四半期に保険業の見通しは中立である。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

損害保険の成長率が 2016 年上半期によく成長した。2016 年上半期における保険業の元受保険料は前年同期比 15.3%増の 17 兆 6,230 億ドンに達した。小売分野の成長率が良く維持している。車両元受保険料の成長率は前年同期比 23.6%増となった。健康元受保険料の成長率は同比 15.3%増となった。保険企業の販売チャネルを促進する努力と共に、保険企業の強力な成長を貢献したいくつかの市場要素は(1)自動車消費量が高くなっている、(2)人民の収入も高くなっている、(3) 保険に対する人々の意識向上である。

2016 年上半期における補償の総額は 5 兆 3,270 億ドンに達した。補償率は 30.2%であり、前年同期の 43.9%より低かった。

2016 年上半期の業績が好調だった。利益の平均成長率は 25%だった。BMI, PTI, BIC, PVI の利益成長率が良くとなり、中でも PGI が元受保険の活動のおかげで大きく成長した。

2016 年上半期 10 億ドン	BVH (*)	PVI	VNR	BMI	PTI	PGI	BIC
保険引受収益	2,958	3,538	887	1,396	1,470	1,183	816.7
前年同期比	+6.9%	-3.8%	+8.3%	+5.6%	+32.9%	+8.8%	+10%
補償(%)	53.9%	51.2%	52.4%	43.5%	43.8%	50.8%	39.5%
前年同期比	0.3%増	2.2%増	15%減	7%増	7%増	3%減	6%増
合算比率	96.1%	94%	93%	101%	100.2%	98%	99.3%
前年同期比	−3%	−3.8%	−5.3%	+2.4%	+2.3%	+0.8%	+2.3%
投資活動							
投資額	56,469	8,589	3,342	2,740.3	3,118.9	2,077	3,008
前年同期比	2.3%	+12%	+3.2%	+0%	+3.8%	+8.4%	3.1%
売上総利益	1,684.5	47.7	79.4	124.3	88.7	56.6	88.8
前年同期比	11.4%	-77.1%	-25.6%	86.4%	116.4%	9.5%	48.5%
投資比率	6.0%	1.1%	4.8%	9.1%	5.7%	5.5%	5.9%
2016 年上半期の税引前利益	954.9	193.7	133.1	122	93.3	80.4	93.6
前年同期比	+5.4%	-15%	+0.2%	25.4%	49%	22.6%	25.9%

2016 年第 4 四半期に見通しは中立である。

投資アドバイス:中立

我々は保険業に[**中立**]と評価している。保険株は第 3 四半期によく上昇し、弊社が推奨した目標価格を上回った。現在、保険株の平均 PE や PB は 14.9 及び 1.73 である。投資家は国家資本投資経営総公社(State Capital Investment Corporation＝SCIC)が出資金回収する株式（VNR, BMI）及び海外戦略株主から期待を持っている PGI を注意するべきだ。

BMI – 購入 – 目標価格 31,800 VND/株

2016 年には、BMI は投資ポートフォリオの再構成を実施した。具体的には、BMI は PTI における株式を売却した。回収額は 600 億ドであり、第 2 四半期に計上した。また、BMI もバオミン証券会社における株式を売却した。回収額が 200 億ドンであり、第 2 四半期に計上する。回収は簿価を向上されて、投資額を増加させる。しかし、BMI の保険業務は第 2 四半期に合算比率の 101%であまり明るくなかった。2016 年 9 月 23 日の時点で BMI の終値は 28,000VND／株であり、P/E trailing は 11.4x 及び P/B は 1.1 だった。

PGI – 観察

PGI は戦略的パートナーのない最後の保険会社です。PGI は 2016 年に、戦略パートナーへ株式 20%を売却する予定。戦略パートナーへ株式 20%を売却するのは簿価を向上されて、投資額を増加させる。PGI のコア事業について、PGI は保険業に最低の合算比率で効果的にリスク管理手続きを実施している。2016 年 9 月 24 日の時点で PGI の終値は 22,700VND／株であり、P/E trailing は 15x 及び P/B は 1.5 だった。

VNR –観察

弊社は、VNR が損害保険業の好調な成長から恩恵を受けると期待しております。SCIC も VNR における株式を売却する。2016 年 9 月 23 日の時点で VNR の終値は 21,800VND／株であり、P/E trailing は 11.8x 及び P/B は 1.0x だった。

PVI – 観察

PVI は PVI Sunlife における株式 25%を譲渡したばかり、利益 4,500 億ドンをもたらした。この金額は 2016 年第 4 四半期に計上する予定。また、PVI は PVI Tower を譲渡する予定。PVI の回収は簿価を向上されて、投資額を増加させる。2016 年 9 月 23 日の時点で PVI の終値は 25,300VND／株であり、P/E trailing は 10.3 及び P/B は 0.85x だった。

	2016 年の収入	2016 年の利益	2016 年 EPS	P/E F	P/B F	ROE	配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	Link
PGI	2,376	102.6	1,474	12.7	1.6	12.1%	14%– 現金	22,700	N/A	Báo cáo
BMI	3,590	134.1	1,578	15.1	0.9	5.9%	10%	28,000	31,800	Báo cáo
VNR	1,730	260.5	1,576	11.8	0.8	7.1%	15%	21,800	N/A	Báo cáo
PVI	10,367	608	2,732	9.2	0.8	8.6%	12%	25,300	N/A	Báo cáo
BIC	1,750	184	1,568	24.5	2.07	8.4%	8%	38,500	N/A	

プラスチック業 [中立]

- 2016年年初の7ヶ月におけるプラスチック製品生産量は前年同期比12.2%増となった。
- プラスチック消費量は高くなった。プラスチック管生産企業が20%増加した。2016年9月15日の時点で輸出量が5%増となった。
- **プラスチック粒の価格が急落した。**
- プラスチック企業の業績がポシティプだ。

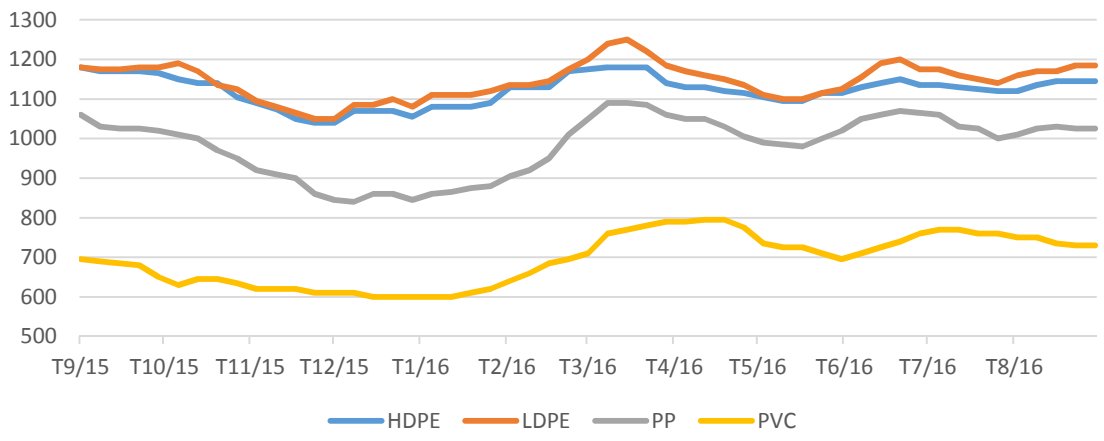
2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

プラスチック製品生産量が急増した。2016 年年初の 7 ヶ月には、プラスチック製品製造指数は 12.2%上昇した。ほとんどのプラスチック樹脂は輸入されています。2016 年 9 月 15 日の時点で、樹脂輸入量は 17.8%増加し、310 万tに達した。これはプラスチック製品生産が 2016 年第 3 四半期に高い成長を維持するという兆候である。

プラスチック製品消費量は上昇し続けている。上場プラスチック企業のコア事業は建設用プラスチック及び包装用プラスチックである。建設用プラスチックは不動産市場の回復のおかげで、よく成長すると期待されている。BMP と NTP のプラスチック管消費量が急増し、それぞれ前年同期比 29.5%増の 3 万 9,800t及び同比 21%増の 4 万tに達した。プラスチック包装の需要は小売市場の成長及び輸出成長と共に成長する。

樹脂価格が低い。2016 年第 3 四半期には、PE 価格は限られた供給及び多くのヨーロッパの工場の維持のために、わずかに上昇した。一方、PP 価格や PVC 価格は下落した。しかし、樹脂価格は 2016 年の初めに比べて小幅上昇したが、昨年よりも低い水準に留まった。樹脂価格は供給量の増加と世界的な需要の低迷により、来期に低水準を維持すると考えられます。2016 年～2025 年の期間における PE 生産能力は 830 万tを増加すると予測された。2016 年～2025 年の期間における PP 生産能力は 115 万tを増加すると予測された。

樹脂価格の動き



ソース: Bloomberg

業績がポシティプ。2016 年上半期には、消費量が増え、プラスチック樹脂の価格が下がり、コストが削減されたことのおかげで、プラスチック企業の総収入は前年同期比 18.3%増の 7 兆 8,796 億ドンであり、税引後利益が同比 37.8%増の 7,577 億ドンに達した。いくつかのプラスチック企業の利益が大きく上昇した。これは DPC (+182%), DNP (+115%), 及び DAG (+45.4%), AAA, TPC (+3.1x), TPP (+51%), BMP (+26%) SPP (21.1%), RDP (+14.4%) NTP (+12%) 及び VBC(+8.2%)だった。

2016 年上半期における企業プラスチック企業の業績

銘柄	主な製品	売上高(10 億ドン)	前年同期比	売上総利益率	2016 年上半期に税引後利益(10 億ド	前年同期比
NTP	プラスチックパイプ	1,994.1	21.9%	36.8%	196.7	12.1%
BMP	プラスチックパイプ	1,599.1	22.6%	34.3%	345.4	26.0%
DNP	プラスチックパイプ	691.8	78.6%	22.4%	44.2	114.8%
DPC	プラスチックパイプ	35.8	−6.3%	19.2%	1.4	181.6%
DAG	プラスチック窓	681.7	10.0%	8.9%	29.6	45.4%
AAA	包装	940.6	36.8%	13.3%	62.0	n/a
RDP	包装	583.2	10.0%	14.3%	32.4	14.4%
TPP	包装	276.3	−33.5%	21.7%	14.9	51.0%
SPP	包装	384.7	−4.3%	13.6%	5.0	21.1%
VBC	包装	344.9	8.2%	11.4%	15.2	8.2%
TPC	包装	347.3	7.7%	6.8%	10.8	210.2%
	合計	**7,879.6**	**18.3%**	**18.4%**	**757.7**	**37.8%**

ソース: BSC research, Bloomberg.

2016 年下半期にプラスチックの業績は高プラスチック消費量のおかげで好調だと期待された。

投資アドバイス– 中立

我々はプラスチック業に対して**「中立」**の評価を維持する。我々は BMP の保持、NTP の購入及び AAA の観察をお勧めする。

NTP – 購入 – 目標価格 **98.100VND／株, 21%増**

NTP は現在ベトナムで最大のプラスチックパイプ生産企業です。NTP の年間生産能力は 12 万tに達した。北部にシェア 57%を占めている。NTP は、不動産の回復及び中部 NTP 工場からの税制優遇措置から直接利益を得ている。販売量が連続で増加し、2014 年に 21%増加し、2015 年に 20%増加し、2016 年上半期に 21%増の 6 万tに達した。2016 年には、減価償却費が 530 億ドンを増加すると見込まれた。NTP の平均割引率は BMP（約 15%）よりもはるかに高く 25～30%であり、最高の割引率は 65%である。2016 年上半期における販売代理店への費用は 930 億ドン増加した。そのため、NTP の売上総利益率は BMP のものより高くなった。NTP の売上総利益率は 12.48%だけ達したが、BMP の売上総利益率が 26.57%に達した。弊社は、この差が縮小すると期待しております。また、SCIC が回収した後、経営生産の効果が向上されると期待された。

BMP – 保持

弊社は BMP の保持をお進めております。業績は、消費量の急増（2016 年に 20%増）、低樹脂価格及び優れた効率のおかげで大幅成長すると期待された。同社は、健全な財政状態、高い配当、透明なマネージメントを保有しています。BMP は多くの投資家の注意を誘致している。2016 年年初の 7 ヶ月における消費量及び収入はそれぞれ、23%及び 29%急増した。2016 年上半期における税引後利益は 26%上昇した。また、BMP も 2017 年に外国人投資家の保有率を引き上げ、SCIC が BMP における株式を売却する計画。弊社は、2016 年に BMP の売上高及び税引後利益がそれぞれ 3 兆 5,250 億ドン及び 6,890 億ドンに達すと期待されております。2016 年の EPS は 15,141VND／株である。

AAA– 保持

業績が大きく上昇した。(1)消費量が急増して、2016 年の 9 ヶ月に 37%増の 5 万 1,122t に達し、2016 年第 4 四半期に 2 万 454tに達す計画。(2)2016 年の税引後利益が 1,213 億ドンに達す計画。2016 年の希薄化 EPS は 1,497VND／株である。2017 年以来、ビニール袋の生産能力を月間 8,000 tに引き上げた後、日本と米国への輸出量が急増して、収入及び利益が大きく上昇する。ヨーロッパ市場への輸出額は BREXIT の影響及びヨーロッパ諸国の環境に優しいビニール袋の需要により減少する可能性がある。

業界	銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	Link
プラスチック	BMP	3,525	689	15,141	12,80	4.18	31%	現金 45%	193,800		Link
	NTP	4,063	418	6,368	13.51	3.66	23%	現金 35% 株式 20%	86,000	98,100	Link
	AAA	2.100	121	1,497	20.51	1.84	6%	現金 7%	30,700		Link

ソース: BSC research

精糖業 [中立]

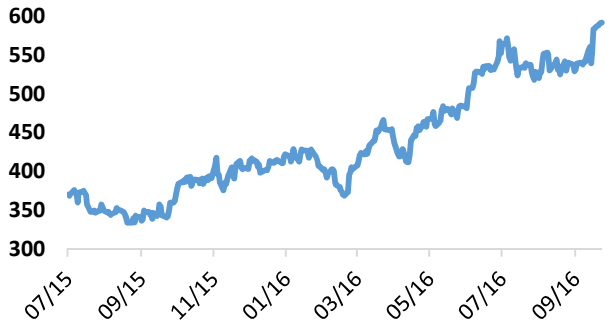
- 第 3 四半期に世界の白砂糖価格は国内価格に近くて上昇し続けた。
- 第 3 四半期に国内精糖価格が小幅上昇した。
- 砂糖輸入額に関する最初の試験的な競売砂糖輸入割当をうまく実施した。
- 2015 年～2016 年収穫期における上場企業の業績がよく成長した。
- 2016 年～2017 年収穫期には、国内精糖価格が小幅上げ、前収穫期に比べて 5～8%増加すると予測された。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

第 3 四半期に世界の白砂糖価格は国内価格に近くて上昇し続けた。世界の白砂糖価格は前四半期比 13.1%増となり、前年同期比 55.1%増の 544.6 ドル／tだった。2016 年 9 月 23 日の時点で白砂糖価格は 592.2 ドル／t(約 13,200VND／kg)だった。第 4 四半期には、精糖価格は前四半期比 10%増加すると予測された。

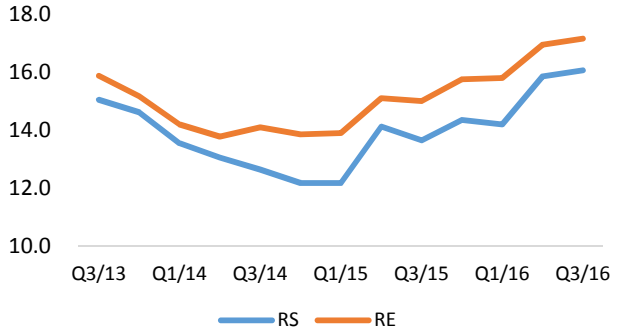
国内精糖価格が小幅上げた。第 3 四半期には、精糖価格が前四半期に比べて約 1.2%～1.4%増加した。そのうち、精糖価格は 7 月に上昇したが、8 月と 9 月に小幅減少した。

世界の白砂糖(USD/t)



ソース: Bloomberg, BSC Research

国内精糖(1,000VND/kg)



ソース:財務省, BSC Research

砂糖輸入額に関する最初の試験的な競売砂糖輸入割当をうまく実施した。

2015 年～2016 年収穫期における業績:

2015 年～2016 年収穫期は 4 収穫期ぶり砂糖価格が上昇した最初の物である。そのため、上場精糖企業の業績が印象的に成長した。収入が小幅下落した KTS の以外、精糖企業の業績がよく成長した。精糖企業の利益は大きく上昇した。精糖企業、特に SLS や KTS の売上総利益率が大きく上昇した。

銘柄	2015 年～2016 年収	前年同期比	2015 年～2016 年収	2014 年～2015 年収	税引後利益	前年同期比	EPS	P/E	P/B	2015 年の配当率	2016 年の計画	
											2016 年の収入	2016 年の

	穫期の収入		穫期の売上総利益率	穫期の売上総利益率								税引後利益
SBT	3,265.4	57.6%	15.2%	12.5%	270.7	66.2%	1,390	22.23	2.3	8%−10%	**3,306**	**220**(i)
BHS	4,371.4	46.9%	13.7%	11.7%	248.6	151.2%	1,919	9.01	1.1	8−10%	3,125	205 (i)
SLS	594.7	19.7%	25.9%	11.8%	136.5	193.4%	20,069	6.80	3.4	n/a	n/a	n/a
LSS	1,804.7	21.8%	13.0%	10.1%	89.1	138.9%	1,272	11.55	0.6	8.50%	1710	78
KTS	291.1	−4.7%	32.9%	10.4%	41.1	216.1%	8,113	7.95	2.3	20% cash	262.3	15.1

(i): 税引前利益

ソース:財務諸表, BSC Research

2016 年～2017 年収穫期には、国内精糖価格が小幅上げ、前収穫期に比べて 5～8%増加すると予測された。

投資アドバイス

我々は砂糖業に対して「中立」と評価し、BHS 株の購入及び SBT、LSS、SLS、KTS の観察をお勧めしております。

業界	銘柄	2016 年の収入（10 億ドン）	2016 年の利益（10 億ドン）	EPS	2016 年の P/EF	2016 年の P/BF	2016 年の ROE	2015 年の配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格
精糖業	BHS	4,858	217	1,742	10.62	1.11	10.5%	現金 5%	17,300	22,023
	SBT	3,090	255	1,330	23.5	2.32	9.9%	現金 7%	30,900	n/a
	LSS	1,697	74.6	1,066	16.1	0.73	4.5%	現金 1.5%	14,700	n/a
	SLS	741	118	17,410	6.9	2.86	41.4%	現金 65%	136,400	n/a

ソース: BSC Research

タイヤ業 [中立]

- 2016 年 8 ヶ月における自動車の消費量が前年同期比 32%増となったことで、タイヤ消費の需要が高まっている。
- 高競争、ラジアルタイヤの消費量が損益分岐点より低かった。
- 2016 年第 3 四半期にゴム平均価格がキロの当たり 1.68 ドルであり、前年比 14.7%増となった。
- 2016 年上半期の業績がポシティプではなかった。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

2016 年 8 ヶ月における自動車の消費量が前年同期比 32%増となったことで、タイヤ消費の需要が高まっている。2016 年上半期には、ベトナムの 3 タイヤ企業が自動車用タイヤの 123 万 5,000 ユニット及びバイク用タイヤ 350 万ユニットを販売した。2016 年 8 月末までに自動車の消費量が前年同期比 32%増となった。

ラジアルタイヤの消費量が低くて、DRC、CSM のラジアルタイヤ工場が赤字を引き続き計上するだろう。2016 年上半期には、DRC のラジアルタイヤの消費量は 10 万 1250 ユニットに達した。CSM のラジアルタイヤの消費量が 4 万 3,000 ユニットに達した。2016 年上半期における DRC のラジアルタイヤ事業の売上総利益率が-9%だった。

販売価格は高競争で引下げた。CSM のタイヤ販売価格が 2015 年半ばから 20%減となった。DRC のタイヤ販売価格が 2015 年半ばから 8～10%減となった

2016 年第 3 四半期におけるゴム価格が大きく上昇した。2016 年第 3 四半期にゴム平均価格がキロの当たり 1.68 ドルであり、前年比 14.7%増となった

業績が減少した。2016 年上半期には、タイヤ企業 3 うちの 2 社の業績が低消費量により減少した。3 上場タイヤ企業の売上高及び税引後利益の合計はそれぞれ、前年同期比 13%減の 3 兆 5,650 億ドン及び同比 10%減の 3,600 億ドンに達した。特に、CSM の収入及び利益が大きく減少して、それぞれ前年同期比 25%及び 23%減となった。

銘柄	売上高（10 億ドン）	前年同期比	売上総利益率	経営活動から売上総利益率	税引後利益(10 億ドン)	前年同期比	ROE (TTM)	ROA (TTM)
DRC	1,634	-3%	22%	17%	199	-3%	27%	12%

CSM	1,491	−23%	23%	12%	124	−23%	18%	8%
SRC	440	−6%	22%	12%	38	2%	22%	13%

ソース: Bloomberg, BSC research

2016 年下半期にタイヤ業の見通しがポシティプではない。

投資アドバイス– 中立

弊社はタイヤ業に対す「中立」の評価を保持しております。

DRC – 観察

DRC は大手なタイヤ生産企業である。同社は国内自動車組合社である多くの法人投資家を所有している。2018 年第 1 四半期から業績が改善されると期待しております。2016 年の配当率が高くて、現金 30%、株式 30%である。投資家はゴム価格の動きと DRC のラジアルタイヤの消費量を詳しく観察する必要があります。

CSM – 観察

Csm は大手なタイヤ生産企業である。CSM のコア製品はバイク用タイヤ及び自動車用タイヤである。財政状態は健全で、配当率は高い（現金の 20%、株式の 40%）だ。しかし、高競争力であり、低ラジアルタイヤ消費料とゴム価格の下落を受け、CSM の利益があまり積極的ではないと評価しております。BSC 証券の予測によると、2016 年には、CSM の収入は 3 兆 2,350 億ドンに達す。CSM の税引後利益が前年比 4.6%減の 2,770 億ドンに達す。2017 年には、同社は半鋼タイヤ 50 万ユニットのを米国に輸出することおかげで、同社の収入に 2,000 億ドンを貢献すると期待された。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	Link
DRC	3,774	455	3,551	11.83	2.74	26.06%	現金 30% 株式 30%	42,000		Link
CSM	3.235	277	2,445	9.49	1.71	24.02%	現金 20% 株式 40%	23,200		Link

銀行業 [中立]

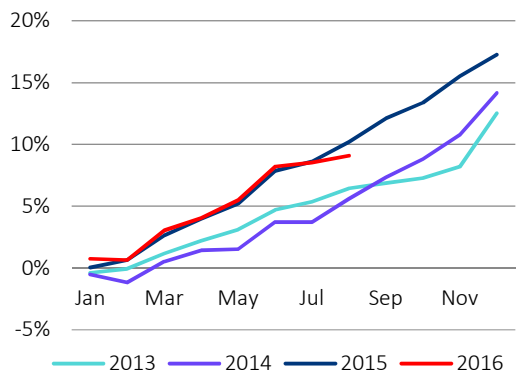
- 2016 年第 3 四半期に貸付成長率が遅くなった。2016 年 9 月 20 日の時点で貸付成長率が 10.46%増となった。
- 2016 年 9 月 20 日の時点で調達成長率は 12.02%増となった。
- 豊富な流動性、銀行間金利は 2009 年以来の最低水準に落ちた。
- 預金金利は商業銀行で地元の増加後に減少した。
- 収益は相違しており、貸倒引当金費用が銀行の利益を悪化させた。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

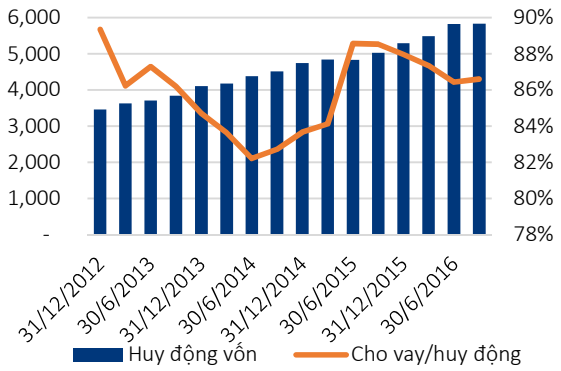
2016 年第 3 四半期に貸付成長率が遅くなった。2016 年上半期に貸付成長率が 8.21%に達した後、2016 年 9 月 20 日の時点で貸付成長率が 10.46%に達した。2016 年上半期には、不動産用貸付成長率が 4.1%に達した。

銀行システムの流動性が豊富になった。2016 年 9 月 20 日の時点で M2 は 11.76%増の 6 兆 7,282 億 VND に達した。2016 年 9 月 20 日の時点で預金成長率が 12.02%に達した。2016 年 7 月末での貸付／預金の比率は 86.61%に達した。銀行システムの流動性が豊富なので、銀行間金利が大きく下落した。2016 年 9 月 20 日の時点で翌日物金利は 0.54%であり、1 週間もの金利が 0.58%だった。

貸付成長率



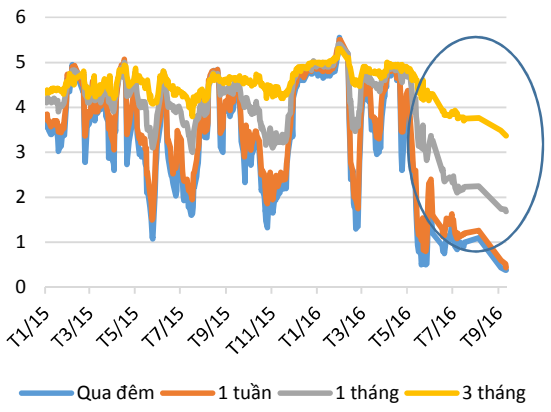
ベトナム銀行の貸付／預金の比率



ソース: 中央銀行, BSC research

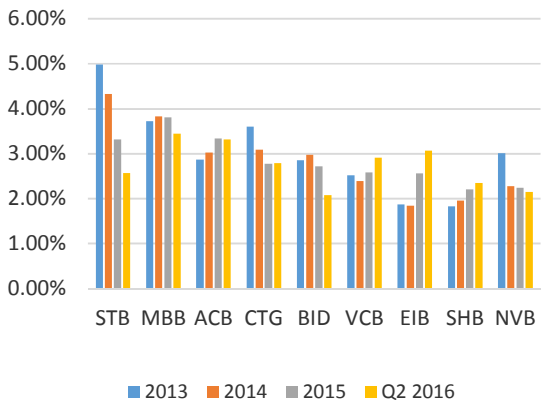
ソース: Bloomberg, BSC research

銀行間金利の動き



ソース: Bloombergs

上場銀行の NIM

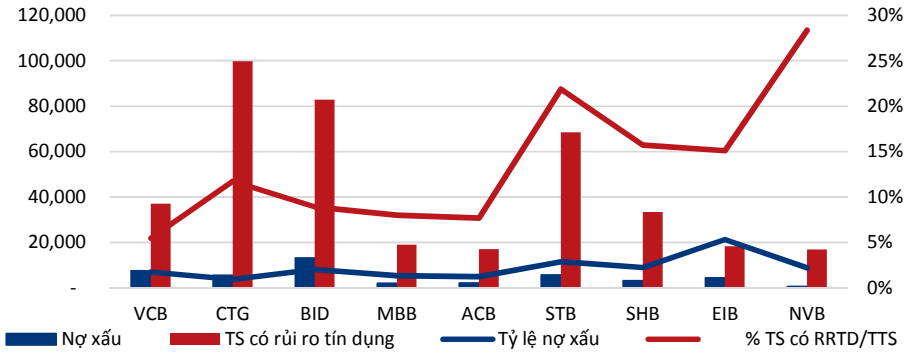


ソース: BSC research

預金金利が引下げている。2016 年には、商業銀行の金利が引上げた後、2016 年 9 月 26 日の時点で VCB、BID、CTG およびベトナム農業農村発展銀行が軒並み 12 ヶ月未満物金利を 0.2～0.5%引下げた。

不良債権の解決は重要な課題である。これは銀行の金利をを悪化させるだろう。2016 年 6 月末の時点で銀行システムの不良債権の比率は 2.58%である。2016 年 6 月末の時点で銀行システムの不良債権は 130 兆ドンに達した。2016 年 8 月末の時点でベトナム債権回収公社(VAMC)へ売却した不良債権は 217 兆ドンに達した。そのため、VAMC へ売却した不良債権を含む全銀行システムの不良債権は 347 兆ドンに達した。債権及び VAMC へ売却した不良債権の解決の圧力が高く、引当金は銀行の収益性を低下させる可能性がある。

上場銀行の不良債権及び潜在的な**信用リスクがある資産**



ソース: BSC research

国内銀行における外国人投資家の最大保有率が 30%以上引き上げた。これは CTG, VCB, ABBank, SCB などの多くの銀行が中央銀行に提案したものであり、首相が香港を訪問した際に言及されたものである。VCB は香港 GIC(7.73%)お呼びミズホ(2.27%)である第三者割当への新株発行を実施する予定。

収益は相違しており、貸倒引当金費用が銀行の利益を悪化させた。2016 年上半期には、上場銀行 9 行の税引後利益の合計は前年同期比 4%増の 12 兆 4,440 億ドンに達した。銀行の成長原動力は貸付活動から来た。貸倒引当金費用は利益の 465を占め、13 兆 2,210 億ドンに達した。2016 年上半期に税引後利益を増加したいくつかの銀行は VCB(+39.49%増の 3 兆 4,210 億ドン)、ACB(+16.19%増の 6,630 億ドン)、MBB(+4.58%増の 1 兆 5,040 億ドン)、BID(+7.42%増の 2 兆 6,550 億ドン)ある。一方、EIB 及び STB の業績が減少した。

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB
規模									
資本金(10 億ドン)	26,650	46,209	34,272	17,140	9,377	18,167	9,582	12,449	2,981
株主資本(10 億ドン)	48,576	59,264	43,036	24,030	13,389	22,734	11,646	13,225	3,225
総資産(10 億ドン)	679,001	850,210	930,458	239,122	221,826	312,375	211,887	121,662	59,054
株主資本/総資産	7.2%	7.0%	4.6%	10.1%	6.0%	7.3%	5.5%	10.9%	5.5%
成長率(年初に比べて)									
資産の成長率	0.7%	9.1%	40.5%	8.2%	10.1%	6.8%	3.5%	-2.6%	22.4%
貸付の成長率	10.4%	10.2%	41.4%	16.6%	16.6%	7.1%	7.2%	-4.6%	7.4%
預金の成長率	7.0%	16.9%	49.5%	4.9%	8.9%	7.3%	7.0%	2.3%	14.3%
貸付／預金の成長率	79.8%	102.9%	94.9%	78.4%	82.0%	71.1%	88.5%	80.3%	55.6%
資産の質									

不良債権の比率	1.8%	0.9%	2.0%	1.3%	1.2%	2.9%	2.2%	5.3%	2.2%
不良債権の比率（VAMC へ売却した不良債権を含む）	3.2%	2.8%	5.2%	3.8%	2.9%	4.5%	7.5%	12.5%	2.2%
資産担保信用リスク/総資産	5.4%	11.7%	8.9%	8.0%	7.7%	21.9%	15.7%	15.1%	28.4%
資産担保信用リスク/株主資本	76.1%	168.3%	192.4%	79.3%	127.0%	300.8%	285.7%	138.9%	519.6%
貸倒引当金/債務残高	2.0%	1.0%	1.5%	1.5%	1.1%	1.4%	1.1%	1.3%	1.1%
貸倒引当金/ 不良債権の合計	113.1%	112.5%	75.4%	108.9%	90.2%	48.9%	49.3%	25.2%	49.6%
経営効果(2016 年上半期)									
経常利益(引当金繰入れ前)(10 億ドン)	7,283	7,282	7,822	2,444	1,199	1,094	820	741	68
前年同期比	12.1%	13.5%	12.9%	-18.9%	-1.9%	-50.8%	29.9%	1.0%	208.6%
貸倒引当金費用(10 億ドン)	3,004	3,009	4,494	582	370	731	311	661	58
%	41.2%	41.3%	57.5%	23.8%	30.9%	66.8%	37.9%	89.3%	86.3%
税引後利益(10 億ドン)	3,421	3,408	2,655	1,504	663	309	412	61	7
前年同期比	39.5%	-16.5%	7.4%	4.6%	16.2%	-73.8%	-18.5%	-86.3%	571.5%
NIM	2.9%	2.8%	2.1%	3.4%	3.3%	2.6%	2.4%	3.1%	2.2%
CIR	40.7%	43.7%	42.2%	42.5%	61.2%	71.3%	56.1%	61.8%	83.7%
ROA	1.00%	0.79%	0.73%	1.15%	0.54%	0.11%	0.43%	-0.27%	0.03%
ROE	13.3%	10.7%	15.3%	12.2%	8.7%	1.3%	7.4%	-2.5%	0.4%
EPS (VND/株)	1,913	1,056	1,359	1,386	1,239	-7	881	-278	43
簿価	18,227	12,825	12,557	14,020	14,939	12,604	12,283	10,757	10,833
評価									
P/E	19.52	16.01	11.81	10.65	14.04	-1,354.8	5.33	-38.18	139.73
P/B	2.05	1.32	1.28	1.05	1.16	0.75	0.38	0.99	0.55

ソース: BSC research

投資アドバイス– 中立

我々は、銀行業に対して「**中立**」の評価を維持し続ける。

VCB – 観察

VCB は経済の回復とグローバル統合の傾向から恩恵を受け続けた。良好な流動性、通達第 6 号を基づいている預貸率は次の期間に銀行の信用伸びを促進する可能性がある。NIM は高くて、上昇傾向がある。VCB の税引後利益は前年同期比 60%増の 8 兆 4,910 億ドンに達すと

期待された。2016 年の EPS は 2,060VND／株である。VCB の不良債権、社債規模及び資産が増加している。現在、VCB の価格は 37,900VND／株である。PEFW 及び PB はそれぞれ、18.4x、2.81xである。

MBB – 購入 – 目標価格 16.600VND/株, upside 11%.

MBB はベトナムで大手な銀行である。MBB の業績が改善されると期待された。(1) 銀行は、貸付/預金の率が低くて、2016 年第 2 四半期末に 78%に達したため、貸付成長率の余地が大きく残っている。(2) 2016 年上半期に 26%を占めている低金利で調達された原資は高い NIM をもたらした。(3) 貸倒引当金が厳しくなった。弊社は MBB の貸倒引当金が今後減少すると考えております。

ACB – 観察

ACB の業績は貸付成長率及びサービスから収入のおかげで改善されると期待された。Acb は 2012 年から生じたリスクに積極的に取り組んできた。2016 年には、ACB は 2 兆ドンを回収する目標がある。2016 年上半期には、ACB は 1,000 億ドンを回収し、5,000 億ドンを貸倒引当金に繰入れた。ACB の最大なリスクは G6 から債務を回収することである。投資家は G6 から債務の回収、処理のプロセスを観察する必要があるべきだ。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	2016 年の配当率	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	Link
MBB		2,823	1,561	9.45	1.00	12.1%	現金配当または株式回答 10%	14,750	16,600	Link
VCB		8,491	2,060	18.40	2.26	17.85%	10% cash 無償増資 35%	37,900		Link
ACB		1,223	1,353	12.86	1.16	8.54%	株式配当 10%	17,400		

ソース: BSC research

製薬業 [中立]

- 製薬品の輸入量が前年同期比 18%増となり、製薬品原材料の輸入量が 5%増加した。
- 製薬会社の利益成長を刺激するために PICs, EU- GMP へ標準化をアップグレーディングしている、製薬会社の利益成長が期待されます
- 製薬企業に M&A を実施し、外国人投資家の保有率の引き上げを期待している。
- 2016 年上半期に業績がポシティプだ。

外国企業との高競争性。2016 年 9 月 15 日の時点で製薬品の輸入額は前年同期比 18%増の 18 億ドルに達した。そのうち、製薬品原材料の輸入が同比 5%増の 2 億 5,400 万ドルに達した。BMI の予測によると、製薬品輸入用額は 2 兆 4,970 億ドンである。高品質の製品を供給している主な輸入市場はフランス（12%）、ドイツ（9%）、米国（6%）、イタリア（6%）、英国（5%）、スイス（4%）である。これらの製薬品は国内製品との直接的に競争しなかった。一方、インド（11%）と韓国（7%）から輸入されている製薬品が国内製薬品との競争性が高かった。

ETC 市場を参入する工場を向上する。

製薬企業に M&A を実施し、外国人投資家の保有率の引き上げを期待している。2016 年 6 月末の時点で、大正製薬株式会社は海外株主より DHG 株 24.4%を取得した。製薬大手の米アボット・ラボラトリーズ(Abbott Laboratories)は 2016 年 8 月にベトナムの主要製薬生産企業の 1 つである GLOMED 社を買取した。また、DMC の外国人保有比率上限撤廃が許可された翌日の 9 月 1 日、製薬大手の米アボット・ラボラトリーズ(Abbott Laboratories)傘下の CFR インターナショナル(CFR International SPA)が DMC 株の追加購入して、51.68%に引上げた。DMC は CFR International SPA の子会社になった。

2016 年第 2 四半期の業績がポシティプだ。国内企業の販売高は増加した。2016 年上半期における上場薬製企業の収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 6.3%と 16.3%増加した。一方、2016 年上半期に IMP の業績が前年同期比 23%急減した。製薬企業の 2016 年下半期業績は、医薬品の消費量が一般的に年末の数ヶ月で高くなるために増加し続けると予想される。

2016 年上半期の業績

	2016 年第 2 四半期の売上高	前年同期比	2016 年第 2 四半期の税引後利益	前年同期比	P/E	ROE
DHG	1,691	15%	306	17%	15.32	24.4%
TRA	1,019	6%	101	32%	20.87	23.8%
DMC	591	8%	81	21%	19.97	20.8%
IMP	429	−4%	41	−23%	23.40	8.5%
OPC	380	6%	38	−5%	12.77	13.5%

DCL	356	12%	41	38%	13.58	15.2%
PMC	198	9%	35	20%	8.62	30.1%
DHT	557	28%	18	21%	8.22	26.0%
LDP	248	9%	9	14%	12.32	22.8%
DP3	120	16%	15	60%	6.49	16.3%
DBT	271	2%	12	28%	9.03	22.2%
PPP	57	15%	4	−10%	13.69	7.0%
平均					13.69	18.6%

ソース:企業の財務諸表

投資アドバイス– 中立

弊社は薬製業に対す「中立」の評価を維持しております。2016 年には、回収、譲渡及び外国人保有比率上限撤廃などのポシティプな情報のおかげで、DMC (+2,92x), TRA (+2,01x), IMP (+1,8x) và DHG (+75%)などの薬製品関連株が大きく上昇した。現在の価格で、DHG, DMC, TRA, IMP などの製薬品関連株は高 PE で取引されている。製薬株は非常に守備的であると考えられております。投資家は DHG、IMP 及び DMC の動きを観察するべきだ。

DHG– 観察。

DHG は市場シェア、収益および利益及び独占的な国内流通チャネルについてリーダーしている企業である。DHG の業績は販売システムや製品ポートフォリオの再構成のおかげでポシティプになると期待された。2016 年 6 月末の時点で、大正製薬株式会社は海外株主より DHG 株 24.4%を取得した。そのために、大正社は(1)製品ポートフォリオの再構成、(2)新製品の発展・研究、(3)輸出に関する DHG の事業をサポートする。

IMP– 観察

2016 年 8 ヶ月における IMP の売上高は前年同期比 3.5%減の 5,640 億ドンで、税引前利益が同比 18%減の 690 億ドンに達した。2016 年 8 ヶ月に業績があまりポシティプではなかったものの、2017 年から ETC からの成長のおかげで改善されると期待された。

DMC – 観察

DMC は 2016 年に投資家に注目している株式である。原因は(1)外国人保有比率上限撤廃、(2)SCIC の出資金回収計画、(3)CFR が DMC における保有率の引き上げということだ。製品ポートフォリオの再構成は DMC の業績を大きく改善した。DMC は仲介業者を中止し、高競争力と高売上総利益率をもたらす製品ラインに集中しています。そのために、2016 年上半期に税引後利益の成長率が 21%上昇したが、売上高の成長率が 8%しか上昇しなかった。DMC は

2016 年 7 月に FDA フィリピンが発行した PIC 基準に準拠しています。これにより、DMC は付加価値の高い請負業者に参加し、業績の効果性を向上させることができます。年間生産能力 30 億ユニットを持っているドンタップで非ベタラクタム工場は投資額の 2,500 億～3,000 億ドンで 2017 年末に稼動する予定。同工場の稼動が同社の収入及び利益の成長に貢献する。投資家は DMC における CFR の保有率を高めるロードマップ、病院での落札結果、製品消費の伸びを深く監視するべきだ。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	2015 年の配当	2016 年 9 月 30 日の終値	目標価格	Link
DHG	3530	695	7,196	15.00	4.01	27%	30% cash div.	108.000		Link
IMP	999	104	3,103	19.92	2.11	11%	18% cash div.	61.800		Link
TRA	2100	210	7,829	14.31	4.80	33%	30% cash div.	112.000		Link
DMC	1415	155	5,802	15.51	3.02	19%	15% cash div.	90.000		Link

ソース: BSC Research

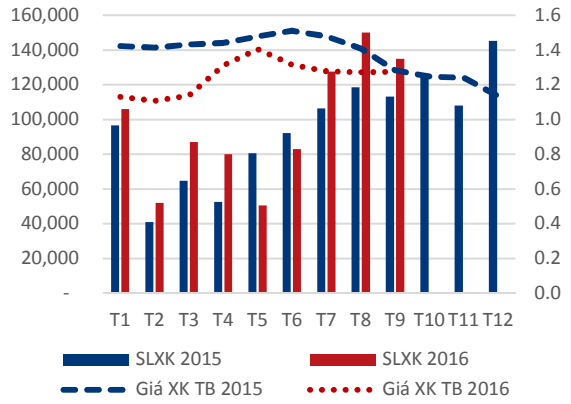
天然ゴム業 [中立]

- 2016 年 9 ヶ月におけるベトナムのゴム輸出量が前年同期比 14.2%増となり、輸出額が同比 1%増となった。
- 2016 年第 3 四半期における世界ゴム価格が大きく変動し、前年同期比 14.7%増となった。
- 業績があまりポシティプではなかった。収入の成長率が前年同期比 13%減となり、利益の成長率が同比 23%増となった。
- 2016 年第 4 四半期にゴム価格が横に動くと予測された。

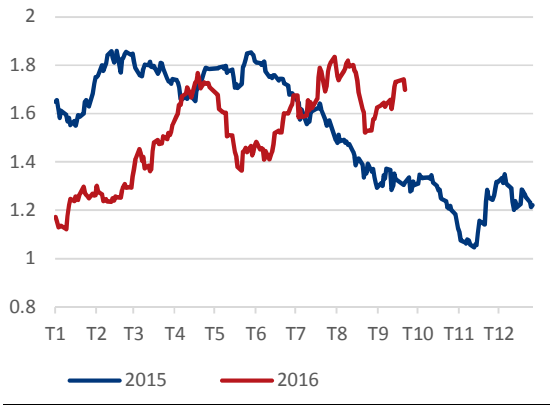
2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

ゴム輸出額は前年同期比 1%増となり、ゴム輸出量が同比 14.6%増となった。2016 年 9 ヶ月には、全国ゴム輸出量が前年同期比 14.6%増となり、ゴム輸出額が同比 1%増の 11 億ドルに達した。輸出用ゴム価格が 2016 年第 3 四半期に横に取引し、2016 年上半期に比べて 3.2%増の 1.28 ドル／キロだった。

ベトナムのゴム輸出状況



ゴム価格の動向(ドル/キロ)



世界ゴム価格が第 3 四半期に大きく変動した。2016 年第3四半期には、世界ゴム価格は 2016 年上半期に比べて 17%増の 1.68 ドル／キロだった。原因は、(1) 2016 値 9 ヶ月における天然ゴム生産国協会(ANRPC)のゴム生産量は昨年と同じ水準に留まったが、ANRPC の消費量が 3.5%増なった(ンド(+ 6.2%) インドネシア(+ 12.7%))だ。また、中国の自動車成長量の成長率が 10.7%増加した。(2) 国際三者ゴム協定(ITRC)の輸出削減政策。(3)原油価格が大きく変動した。

2016 年上半期におけるゴム企業の業績があまりポシティプではなかった。

2016 年上半期	収入（10 億ドン）	前年同期比	税引後利益	前年同期比	支払い済 2016 年配当
HRC	14.9	−56.8%	4.6	−83%	株式 25%
TNC	26.5	−33.6%	19.4	+133%	現金 5%
TRC	123	−18.9%	20.3	−8.4%	現金 7.5%
DPR	305.6	−2.6%	57.5	−44.2%	現金 35%
PHR	414.8	−20.9%	67.1	+13.7%	現金 5%

2016 年第 4 四半期にゴム価格が大きな問題に影響される。これは、(1) ITRC が 2016 年 11 月に開かれる総会で減産に合意することだ。(2)米国、中国などの経済の動き。(3)原油価格の動き。BSC は、中国、米国、インドなどの主要経済の回復のおかげで 2016 年第 4 四半期にゴム価格が現在の水準に留まると期待しています。それによると、2016 年第 4 四半期におけるゴム企業の業績が前年同期 h 大幅上昇すると推定しております。

投資アドバイス– 中立

弊社は、ゴム価格の動き及び展望に基づく、第 4 四半金にゴム業に対す「中立」の評価を維持しております。我々は供給削減がただ短期的要因であるので、需要の回復の持続可能性を懸念している。2016 年 9 月 23 日の時点で、ゴム関連株の PE と PB はそれぞれ、8.7x、0.55xだった。

TRC –購入 – 目標価格 27,800VND／株 – upside +21.9% (link)

BSC は、2016 年下半期に TRC の業績がよく成長すると期待しております。2016 年の税引後利益が前年同期比 30%増の 744 億ドンに達す。2016 年の EPS は 2046VND／株である。2016 年 9 月 23 日の時点で、TRC の終値は 22,800VND／株であり、PEFW が 11.2xであり、Pb が 0.4xだった。

PHR – 購入 **–目標価格 22,800VND／株 – upside +24.6%**

PHR は上場ゴム企業の中に最大の栽培面積をもっている企業である。しかし、PHR のゴム年齢構造は最適ではなく、古いゴム木が 60%を占めているので、ゴム伐採能力も不安定になった。伐採しするゴムの木の面積は今後 5 年間に 1,000 ヘクタールなので、伐採したゴムの木の売却による収入が年間 1,200 億～1,500 億ドンに達す。

2016 年の税引前利益が前年比 15.7%減の 2,200 億ドンに達すと推定しております。伐採したゴムの木の売却による収入は 2016 年に 1,200 億ドンだけ貢献するため。2016 年の EPS は 1,792VND／株である。2016 年 10 月 12 日の時点で PEFW は 11.0xだった。

2016 年 9 月 23 日の時点で PHR の終値は 18,300VND／株であり、PE trailing が 6.3xであり、PB が 0.6xだった。

DPR – 観察。

2016 年第 2 四半期に開拓されたゴムの 72%が DPR の収入及び利益に貢献する。2016 年 9 月 23 日の時点で DPR の終値が 33,500VND／株であり、P/E trailing は 13x であり、P/B forward が 0.34x だった。

	2016 年の収入	2016 年の利益	2016 年の EPS	P/EF	P/BF	ROE	配当	2016 年 9 月 23 日の時点での終値	目標価格	Upside	Link
TRC	339.73	70.66	1,941	11.7	0.45	3.9%	10%	22,800	27,800	21%	Báo cáo
DPR		120	2,990	11.2	0.64	5.7%	30%	33,800	n/a		
PHR		198	2,520	6.8	0.63	9.2%	10%	18,300	22,800	25%	

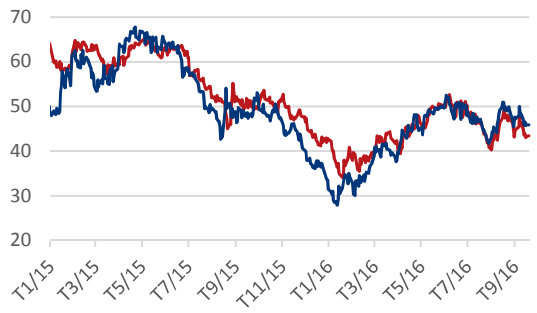
石油・ガス業 [中立]

- 第 3 四半期に原油価格が大きく変動し、WTI 原油価格が 1 バレルの当たり 45.2 ドルだった。
- 石油輸出国機構(OPEC)が減産に合意したことをうけ、原油価格が上昇すると期待された。
- LPG 価格が前年同期比 10%減となり、2016 年第 1 四半期に比べて 18.6%減となった。
- ペトロベトナムグループ(PVN)の原油生産量が 7%減となった。
- 石油・ガス企業の業績における高い差別化がある。

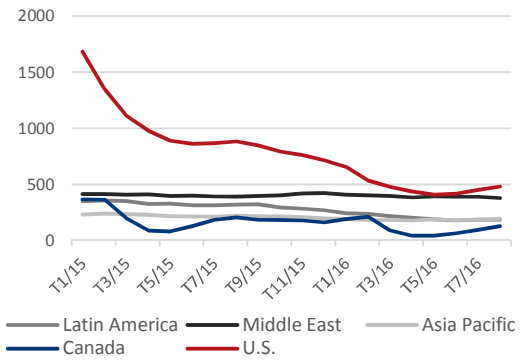
2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

第 3 四半期に原油価格が大きく変動した。2016 年第 3 四半期に WTI 原油価格が 2016 年第 1 四半期に比べて 2%増の 1 バレルの当たり 45.2 ドルだった。しかし、原油価格が 7 月に 1 バレルの当たりに 41.8 ドルに下落してから、9 月初に 1 バレルの当りに 50 ドルに引上げた。原油が変動した原因は(1)7 月以降世界にリグ数が前月比 5%増となった。(2)OPEC の原油生産の変動。(3) 米国や中国などの世界の主要国の経済状況に関するレポートも、原油価格に大きな影響を与えている。

世界原油価格の動向(ドル/バレル)



稼働中リグ数

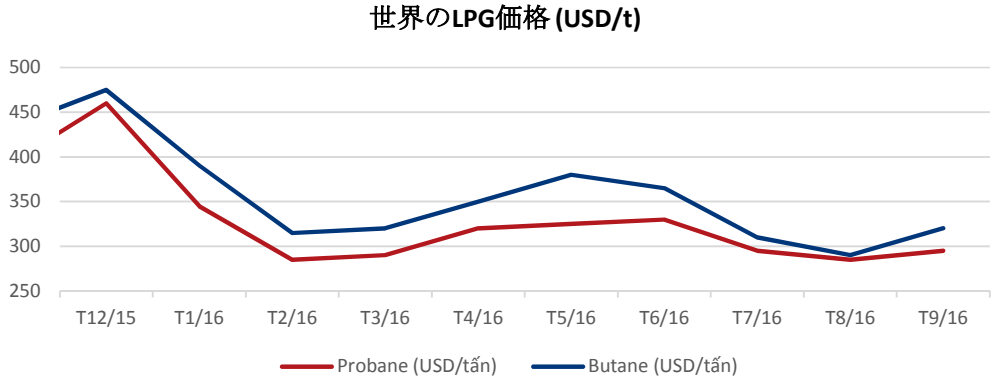


ソース: Bloomberg, BSC Research

原油価格が OPEC の減産に合意のおかげで上昇すると期待された。OPEC が 2016 値 9 月 29 日に減産に合意した。

しかし、いくつかの国際機関が原油価格に対す非ポシティプの評価を維持している。ゴールドマン・サックスの専門家によると、リビアやイラクなど非 OPEC 諸国は、OPEC が削減した生産量を増やすことから、減産の影響が短期的に石油価格を支えている。そのため、ゴールドマン・サックスは 2016 年第 4 四半期に WTI 価格が 1 バレルの当りに 48.5 ドルであると予測を維持した。

2016 年 9 ヶ月には、PVN の生産量が前年同期比 7%減の 1,293 万tに達した。9 月 26 日の時点で、PVN は、政府が 2016 年に生産量の 100 万tを追加したと公式に発表した。そのため、PVN の生産量が前年比 1%増の 1,703 万tになる。2016 年末の 3 ヶ月には、Thien Ung、Su Tu Trang プロジェクトなどの一部の鉱山が開拓を開始するので、生産量が増加する。



ソース: Bloomberg, BSC Research

LPG 価格が原油価格と同じ動いている。2016 年第 3 四半期に LPG の最低平均価格が前四半期比 10%減となり、前年同期比 18.6%減の 297.1 ドル／tだった。

石油・ガス企業の業績における高い差別化がある。2016 年上半期には、原油価格の下落が石油・ガス企業の業績にマイナス影響した。GAS, PVD, PVS, PVC, PVB などの石油・ガス企業の業績が赤字になった。一方、CNG, PGS, PGD など企業の業績がよりポシティプになった。

	2016 年上半期の収入（10 億ドン）	前年同期比	2016 年上半期の税引後利益（10 億ドン）	前年同期比	2016 年収入計画(10 億ドン)	2016 年税引後利益計画(10 億ドン)	2016 年配当(%)
GAS	29,803	−5%	3,137	−41.3%	54,751	7,085	30
PVS	9,146	−27%	688	−22.0%	22,000	960	12
PVD	3,353	−59%	116	−89.1%	7,500	100	
PGS	2,116	5%	292.201	256.0%	6,220	116	
PGD	2,028	−20%	195.289	13.6%	5,155	110	10
PVC	1,409	−26%	−6220	N.A	3,000	83	14
PVG	1,196	−8%	10.74	−27.7%	2,950	12	
PGC	1,160	−6%	58.786	11.1%	2,439	120**	
PXS	1,055	−1%	73.563	−5.2%	2,200	145**	13
CNG	438.465	−4%	58.81	1.6%	1,133	92	30

ソース：BSC

投資アドバイス

弊社は石油・ガス業に対す「中立」の評価を維持しております。建設企業が 2016 年下半期及び 2017 年に契約を結んだ。ガス販売企業が安定した利益を維持する能力を持っている。2016 年 9 月 23 日の時点で石油・ガス株の PE は 10.7xだった。

PGS– 購入– 目標価格: 19,000VND／株(+15.2%)

2016 年 9 ヶ月には、CNG 販売量が前年同期比 10%増となり、LPG 販売量が同比 22%増となった。住宅分野の成長率が同比 4%増となった。サムスンと NKG といった大手な顧客が CNG 量を増加することから、CNG 販売量が 2017 年初から増加すると予測された。サムスンと NKG の CNG 販売量が CNG 販売量の成長率に 18%を貢献する。2016 年 9 月 23 日の時点で、PGS の終値は 16500VND／株であり、P/E trailing は 8.1x だった。

2016 年には、PGS の収入が前年比 2%増の 4 兆 520 億ドンで、税引後利益が同比 8%減の 1,060 億ドンに達すと予測された。

PGC – 購入 – 目標価格 13,200 VND/株

PGC はベトナム最大の LPG 販売事業であり、全国 LPG 販売量の 10%を占めている。PGC はペトロリメックスの全国 2,100 代理店を通じる LPG を販売している利点がある。
PGC の配当は高くて安定している。PGC の平均配当率が 11%である。BSC の予測によると、2016 年には、PGC の売上高が前年比 2%減の 2 兆 5,110 億ドンで、税引後利益が同比 14%増の 1,110 億ドンに達す。2016 年の EPS が 1,600VND／株である。PGC の P/E FW 2016 が 6.56 である。

CNG – 観察

2016 年には、BSC は販売量が増加しているので、CNG の利益計画を上回ると期待しております。2017 年には、業績の見通しは Vigracera といった主要顧客からの寄与のおかげで、ポシティプになるだろう。2016 年 9 月 23 日の時点で CNG の終値は 40,300VND／株であり、P/E trailing は 9.2x 及び P/B は 2.8x だった。

弊社の予測によると、2016 年には、CNG の収入が前年比 4.3%減の 9,100 億ドンで、税引後利益が同比 4.3%増の 1,230 億ドンに達す。2016 年の EPS が 4,600VND／株である。

PXS– 観察

弊社の予測によると、2016 年には、PXS の収入が 1 兆 9,000 億ドンで、税引後利益が 1,160 億ドンに達す。2016 年の EPS が 4,600VND／株である。

2016 年 9 月 26 日の時点で PXS の終値は 12,600VND／株であり、P/E trailing は 7.05x だった。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	2016 年の配当	2016 年 9 月 23 日の終値終値	目標価格	Link
PGS	4,052	97	1,442	12.4	0.66	15.00 %	現金 25%& 株式 31%	17,700	20,100	
CNG	900	123	4,600	8.7	0.85	9.8%	現金 30%	40,300		
PXS	1900	116	1837	7.56	1.02	15.00 %	現金 13%&株式 10 %	13,700		
PGC	2,511	111	1,600	7.15	0.98	13.6 %	現金 12%&株式 20%	11,450	13,200	Link
PVD		100	287	89.1	0.69	0.07 %	N/A	25,600		
GAS		5,800	3,060	22.2	3.3	14.8 %	25%	68,130		

ソース: BSC

繊維業[中立]

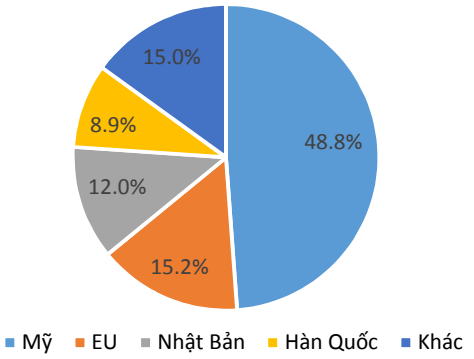
- 2016 年 8 ヶ月における繊維製品の輸出額は低水準で維持した。
- 2016 年上半期には、上場繊維企業の収入がよく成長したが、利益の成長が大きく分かれた。
- 2017 年の最低賃金提案が承認されれば、繊維企業が困難を直面するだろう。
- いくつかの規制が繊維企業にプラスの影響を与えるだろう。
- EAEU-ベトナム自由貿易協定は 2016 年 10 月 5 日に発効する。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

繊維製品の輸出額が低水準で維持した。2016 年 8 ヶ月における繊維製品の輸出額が前年同期比 5.5%増の 156 億 4,000 万ドルに達した。受注がミャンマー、バングラデシュ、ラオスにシフトしている。原因は(1)労働コストがベトナムに比べてより低かった。(2) アメリカとヨーロッパへの繊維製品の輸入税率が付与されている。(3)中国、インド、バングラデシュ、パキスタンなどの TPP に参加しなかった国々は織物の優遇政策を調整している。

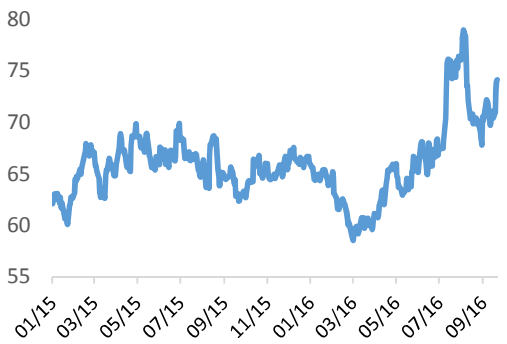
米国、EU、日本、韓国などの主な市場への輸出成長率がポシティプままだ。そのうち、米国、EU、日本、韓国への輸出成長率がそれぞれ、前年同期比 4.5%増となり、5.1%増となり、6.4%増となり及び 15.75増となった。

市場



ソース: 税関総局, BSC Research

綿の価格



ソース: Bloomberg, BSC Research

2016 年上半期には、ほとんどの上場繊維企業の収入がよく成長下が、利益の成長があまりよくなかった。2016 年上半期には、上場繊維企業の総収入が前年同期比 14.5%増の 8 兆 7,561 億ドンに達した。しかし、EVE と NPS の収入がそれぞれ、前年同期比 4.4%減となり、2.9%減となった。EVE と NPS の以外、VGG、TCM、KMR、GIL など繊維企業の収入がよく成長した。しかし、上場繊維企業の税引後利益の合計が前年同期比 0.01%増の 4,721 億ドンに達した。税引後利益が大きく減少した企業は EVE (-16.2%), TCM (-42.4%), STK (-41.5%)及び TET (-63%

hoh)だった。税引後利益が上昇した企業は VGG (+9.1%), TNG (+17.3%), GIL (+126.2%), G20 (+13.9%) 及び NPS (+567.4%)だった。

銘柄	2016 年上半期の売上高	前年同期比	2016 年上半期の税引後利益	前年同期比	2016 年上半期の売上総利益率	2015 年上半期の売上総利益率	EPS trailing 12M	P/E	P/B	2016 年計画		
										2015 年の配当	2016 年の収入	2016 年の税引後利益
VGG	3,516.1	19.2%	171.6	9.1%	11.7%	12.3%	9,830	5.9	2.0	30% cash	6,300	200
TCM	1,517.4	13.3%	49.8	−42.4%	13.9%	19.2%	2,380	7.9	1.1	10%	3,264	160
TNG	853.7	7.0%	39.9	17.3%	17.7%	20.1%	2,730	5.2	1.0		2,485	120
STK	663.5	5.3%	32.0	−41.5%	10.2%	18.4%	910	21.1	1.5	5% cash, 10% stock	1,860	130.9
GMC	698.3	6.4%	49.8	1.2%	15.9%	15.3%	6,010	5.6	1.4	n/a	n/a	n/a
EVE	377.8	−4.4%	42.2	−16.2%	34.5%	36.2%	3,830	6.7	0.8	20% cash	1,100	150
KMR	225.4	18.4%	12.1	n/a*	21.2%	20.1%	440	11.9	0.5	n/a	n/a	n/a
G20	137.4	0.4%	6.1	13.9%	12.3%	12.1%	870	7.4	0.6	n/a	n/a	n/a
GIL	730.5	41.6%	64.4	126.2%	20.7%	16.6%	7,340	8.6	1.9	n/a	n/a	n/a
NPS	15.3	−2.9%	0.6	567.4%	20.0%	13.0%	420	31.0	0.8	n/a	n/a	n/a
TET	20.6	3.2%	3.6	−63.0%	47.6%	34.5%	1,300	16.2	1.6	n/a	n/a	n/a
Tổng	8,756.1	14.5%	472.1	0.01%								

ソース:財務諸表, BSC Research

投資アドバイス

弊社は 2016 年残り月間に繊維業に対す「中立」を評価しております。

弊社は TCM、EVE の観察及び TNG、VGG の購入をお勧めております。

TNG – 購入– 21,128 VND/株

2016 年 8 ヶ月には、収入が 1 兆 3,013 億ドンに達し、税引後利益が 647 億ドンに達すと推定した。8 月初の時点で受注の総額が約 9,330 万ドルに達した。弊社の予測によると、2016 年の売上高が 2 兆 210 億ドンに達し、税引後利益が 1,005 億ドンに達す。2016 年の EPS が 2930VND／株である。2016 年 9 月 23 日の終値は 14,200VND／株であり、P/E trailing は 5.7x 及び P/E F は 4.85x だった。

VGG – 購入 – 70,333 VND/株

弊社の推定によると、2016 年には、VGG の収入が 7 兆 1,663 億ドンに達し、税引後利益が 3,497 億ドンに達す。2016 年の EPS が 8,327VND／株である。2016 年 9 月 23 日の終値は 58,300VND／株であり、P/E trailing は 5.93x, P/E forward = 7.0x だった。

TCM – 観察

TCM の 2016 年末数ヶ月の見通しがポシティプだった。原因は、(1)売上高の 40%を占めている繊維分野の売上総利益率が 2016 年上半期に-3%から 3%に引上げた。(2) 売上高の 10%を占めている織物需要がかなり安定して、2016 年 10 月に生産能力を増加する予定。(3)受注が不足しているので、繊維分野が困難を直面し続けている。

2016 年には、TCM の売上高が 2 兆 9,800 億ドンに達し、税引後利益が 1,130 億ドンに達すと推定しております。2016 年の EPS が 2,300VND／株である。2016 年 9 月 23 日の終値は 18,900VND／株であり、P/E trailing は= 7.4x 及び P/E F = 8.2x だった。

EVE – 観察

2016 年には、EVE の売上高が 8,010 億ドンに達し、税引後利益が 895 億ドンに達すと期待しております。2016 年の EPS は 2,130VND／株である。2016 年 9 月 23 日の終値は 25,500VND／株であり P/E trailing は 9.96x 及び P/E forward は 11.97x だった。

また、EVE が 2017 年に海外株主への新株 1,500 万株を発行する予定。

銘柄	2016 年の収入	2016 年の税引後利益	2016 年の EPS	P/E FW	P/B	2016 年の ROE	2015 年の配当	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格	Link
TNG	2,021	100.5	2,930	4.85	1.0	23.3%	現金 6% 株式 10% 有償 4:1	14,200	21,128	
TCM	2980	113	2,300	8.2	1.1	12.6%	現金 6%	18,900	–	–
VGG	7166.3	349.7	8,327	7.0	2	35.0%	現金 30%	58,300	70,333	
EVE	801	89.5	2,130	11.97	0.8	9.9%	現金 20%	25,500	n/a	

ソース: BCTC, BSC Research

水産業[ネガテイプ]

- 2016 年 8 ヶ月における水産の輸出額の成長率が前年同期比 4%増となった。
- 2016 年第 2 四半期の業績がよく成長した。
- 2016 年の水産の輸出額は前年比 8%増の 71 億ドルに達すことができる。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

2016 年 8 ヶ月に水産の輸出額は前年同期比 4.1%増の 43 億ドンに達した。ベトナムの主な輸出市場は米国、日本、中国、韓国である。最も高く成長した市場は中国（53.9%）、米国（11.9%）、タイ（9.9%）である。

2016 年第 2 四半期の業績。VHC のコア業績は輸出額の急増のおかげで、大きく成長した。HVG のコア業績が小幅上昇した。

2016 年第 2 四半期の業績

銘柄	収入(10 億ドン)		売上総利益（10 億ドン）		税引後利益(10 億ドン)		P/E	P/B
	2016 年第 2 四半期	前年同期比	2016 年第 2 四半期	前年同期比	2016 年第 2 四半期	前年同期比		
HVG	10,427	44%	741	59%	62	33%	29.63	1.18
VHC	3,681	15%	605	47%	325	70%	9.87	1.87
FMC	1,182	−4%	89	−14%	36	13%	7.15	1.53
IDI	1,412	25%	196	18%	37	−42%	8.45	0.76
ANV	1,393	27%	230	50%	(19)	N/A	N/A	0.41
ACL	571	0%	93	17%	16	26%	6.06	0.59
TS4	377	0%	68	−3%	5	82%	21.69	0.48
ABT	218	−5%	43	−32%	24	−39%	10.59	1.31
平均							13.35	1.02

ソース: 企業の財務諸表

ベトナム水産加工輸出協会(VASEP)の予測によると、2016 年に水産輸出額が前年比 8%増の 71 億ドルに達する。エビー輸出額が 30 億ドルに達し、チャ魚輸出額が 16 億ドルに達す。

投資アドバイス

弊社は水産業に対す「ネガテイプ」の評価を維持しております。2016 年第 4 四半期には、VHC、HVG などの主要企業は良い成長を維持すると予測されています。弊社は HVG、FMC 及び VHC の動きを観察すると進めています。

HVG- 観察

2016 年 9 ヶ月に突然変異利益はコア事業からではなく、大豆かすの販売の差額から来た。HVG が 7000VND／キロで購入した 12 万 7,000tの半分は 11,000VND／キロで販売した。残る分は 2016 年第 4 四半期及び 2017 年第 1 四半期に計上されると見込まれた。HVG が再構成を実施していることから、投資家が HVG の動きを観察するべき。

VHC- 観察

2016 年 9 ヶ月における米国への輸出額が前年同期比 21%増の 8,700 万ドルに達した。中国への輸出額が前年同期比 159%増の 700 万ドルに達した。しかし、VHC の成長は現在の価格を反映しているので、投資家が VHC の動きを観察するべきだ。

FMC- 観察

FMC は現在最大のエビ輸出企業です。また、エビの反ダンピング関税が 4.78%に増加すると、FMC は最大の負の影響を負う。FMC が 2016 年 9 ヶ月の収入計画を当初計画比 66%減の 2 兆 2,300 億ドンに下方修正した。そのために、弊社は FMC の第 4 四半期の見通しがあまりポシティプではないと考えております。

業界	銘柄	2016 年の収入（10 億ドン）	2016 年の税引後利益（10 億ドン）	EPS F 2016	P/E F 2016	P/B F 2016	ROE F 2016	配当 2016	2016 年 9 月 23 日の終値	目標価格
水産業	HVG	23,994	349	1,537	6.22	0.75	12%	Tiền:20%	9.560	N/A
	VHC	7,500	340	3,696	16.83	2.49	15%	Tiền:20%	58.500	N/A
	FMC	3,176	105	3,500	6.18	1.40	22%	Tiền 15%	21.650	24,000

海運業[非ポシティブ]

- 2016 年上半期における国内船隊の運送量が 4%減少した。
- 第 2 四半期の業績がタンカーとばら積み貨物の間で大きく分かれた。
- 2016 年第 4 四半期には、タンカー運送企業の業績がよく成長するが、ばら積み貨物運送企業の業績が困難を直面し続けると予測された。
- タンカー貨物運送企業の価値が業界の平均レベルに比べてかなり低かった。

2016 年年初 9 ヶ月の状況評価

国内船隊の運送量が 4%減の 5,420 万tに達し、年間計画の 43%を達成した。ベトナム航海総公社の収入が大きく減少した。

第 2 四半期の業績がタンカーとばら積み貨物の間で大きく分かれた。タンカー貨物運送企業の業績は輸入石油量の増加のおかげで安定的に維持された。一方、ばら積み貨物運送企業の経営活動が弱い需要、為替相場の変動、償却費の増加により困難を直面している。

2016 年第 2 四半期の業績

銘柄	業種別	売上高		純利益率		税引後利益		P/E	P/B
		2016 年第 2 四半期	前年同期比	2016 年第 2 四半期	2015 年第 2 四半期	2016 年第 2 四半期	前年同期比		
PVT	タンカー貨物	3,265	29%	11%	12%	192	40%	9.17	1.06
VOS	ばら積み貨物	683	-14%	7%	-2%	-126	N/A	0.00	0.24
VTO	タンカー貨物	599	-8%	19%	12%	51	92%	9.56	0.7
GSP	ガス	558	11%	12%	14%	32	-7%	8.64	1.13
VNA	ばら積み貨物	279	-14%	1%	4%	(29)	N/A	0.00	0.26
VIP	タンカー貨物	283	-5%	24%	25%	80	177%	5.95	0.55
PJT	タンカー貨物	203	4%	15%	13%	16	62%	5.91	0.83
SKG	顧客運ぶ	189	22%	70%	67%	119	33%	16.19	5.9
VFR	ばら積み貨物	0	-100%	0%	-2%	-	-100%	0.00	0.82

HTV	ばら積み貨物	98	1%	26%	21%	15	-5%	6.82	0.72
TCO	ばら積み貨物	76	-9%	25%	26%	16	30%	5.88	0.93
TJC	ばら積み貨物	86	-11%	18%	12%	8	6%	8.17	0.64

ソース:企業の財務諸表

投資アドバイス

弊社は海運業に対す「非ポシティプ」の評価を維持しております。

PVT- 購入- 目標価格 17,900VND/株

2016 年第 4 四半期に PVT の見通し:(1) Dung Quat 製油所の石油輸送量は安定しており、720 万tに達した。(2) FSO と FPSO の稼働率は 100%になります。(3)2016 年 6 月 30 日に時点で外貨債務総額が 8,000 万ドルだけあったことから、為替レートの要素が PVT の利益に大きく影響しなかった。2017 年及び長期的には、Nghi Son 製油所が稼働し、PVT の原油輸送需要が大幅に増加します。そのために、2018 年には、PVT が 1 つの VLCC を購入するための戦略パートナーを探す予定です。また、PVT も PVN の保有率を 51%から 365に下げる計画がある。

VTO 購入-目標価格 12.800VND/株.

2016 年 8 月には、VTO が積載量 2 万 DWT 級船舶を購入した。現在、輸送量はペトロリメックス総公社が輸入した原油量の増加によりかなり安定している。そのため、私たちは 2016 年第 4 四半期に PVT の見通しがポシティプままと考えております。

GSP- 観察

2016 年 8 月末の時点で、GSP が 2016 年の収入を 1 兆 1,350 億ドンに上方修正した。GSP も 2016 年の税引後利益を 438 億ドンに上方修正した。2016 年第 4 四半期には、GSP の見通しは、国内市場における LPG 輸送のシェアが高いことにより、非常に安定しています。2017 年には、GSP は、GPP Ca Mau のために LPG を輸送するための入札を行う予定です。GSP が 2017 年 4 月に GPP Ca Mau から収入を計上する予定。

銘柄	収入	税引後利益	EPS F	P/E F	P/B F	ROE F	配当	目標価格

	2016 年(10 億ドン)	2016 年(10 億ドン)	2016 年	2016 年	2016 年	2016 年	2016 年	2016 年 9 月 23 日の終値	
PVT	6,747	507	1,794	8.03	1.10	0.13	N/A	14.400	17,900
GSP	1,132	71	1,922	7.07	1.06	0.2	現金 12%	13.600	15,200
SKG	382	218	8,921	10.11	5.55	0.37	現金 30%	90.200	100.400
VTO	1,428	105	1,288	7.69	0.80	8%	現金 8%	9.790	12.800
VIP	625	106	1,561	5.57	0.53	N/A	現金 8%	8.690	N/A

利用規約

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

BSC Trụ sở chính

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

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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>

Le Thi Hai Duong **Tran Thang Long**

（投資コンサルタント部長）
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

（部長）
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

ベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）・分析部

Luong Thu Huong
huonglt@bsc.com.vn

Tran Thi Hong Tuoi
tuoith@bsc.com.vn

Vu Thu Ha
Havt@bsc.com.vn

Nguyen Hong Ha
hanh@bsc.com.vn

Nguyen Bao Hoang Le
lenbh@bsc.com.vn

Nguyen Hoai Thu
thunh@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 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店
9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,
Dist.1, HCMC
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
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。