BSC

VIETNAM
SECTOR OUTLOOK

2017

科目

2017 年第 3 四半期の証券市場の全体 3
2017 年初 9 ヶ月間の上位の銘柄 5
2017 年 9 ヶ月で各業界の成長と VN インデックス推移の比較 6
2017 年第 4 四半期の投資戦略 8
2017 年の第 4 四半期及び全年度の展望 10
2017 年の証券市場に影響及ぼす国内外情勢と政策 13
周辺国の証券市場との比較 14
注目の銘柄 16
各業界の 2017 年第 4 四半期の展望 22
銀行業[堅調] 22
不動産[堅調] 30
建設業[堅調] 34
テクロノジー業[堅調] 38
電力業[堅調] 41
肥料業[堅調] 44
ゴム業[堅調] 49
タイヤ業[中立] 53
医薬品業[中立] 56
プラスティック業[中立] 59
石油・ガス業[中立] 61
鉄鋼業[中立] 65

セメント業[中立]....69
タイル建材業[中立]....72
繊維製品・衣料業[中立]....74
生命保険業[中立]....77
食品・飲料業[中立]....81
港湾業[中立]....85
海運業[中立]....89
精糖業[中立]....92
水産業[弱気]....96

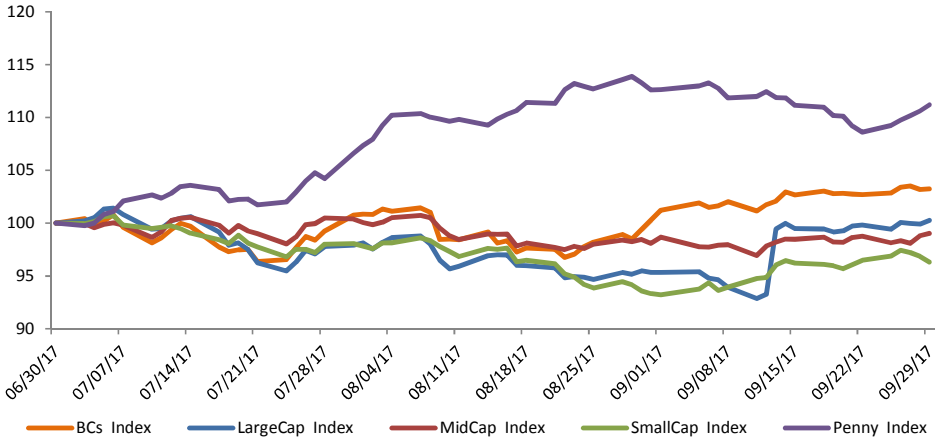
2017 年第 3 四半期の証券市場の全体

第 3 四半期の動きは、弊社の第 2 四半期の「2017 年ベトナムマクロ市場見通し」の良好の見通しと殆ど合致した。建設業、建設材料業、不動産業、天然資源業、小売業と食品・飲料業等、成長率が高い業界の分析が「2017 年セクター報告書」に記載されている。

(1) 市場の動きについて。9 月に2市場の指数が上昇の傾向が続き、VN インデックスは一時の新抵抗線 815 ポイント、HNX 指数は 110 ポイントを突破した。2017 年 9 月 30 日に VN インデックスの終値は 804.42 ポイント先月末より 21.66 ポイント高、前四半期末日より 27.95 ポイント高、それぞれ 2.77%増と 3.4%増に相当した。HNX 指数が 107.66 ポイントで先月末より 3.78 ポイント高、前四半期末日より 8.52 ポイント高、それぞれ 8.6%増と 34.37%増に相当。2017 年初より、VN インデックスは 139.55 ポイント上がり前年同期比 20.99%増となり、HNX 指数が 27.54 ポイント上がり前年同期比 34.37%増になった。

9 月中に指数が年初からの上昇傾向を続いたが、売買代金が先月より改善が見れなかった。上昇が主に VN-30 指数のブルーチップ株に集中した。なかに、GAS、VIC、MSN が指数に 16.2 ポイントを寄与し、GAS が 6.3 ポイント寄与、その一方 PLX、BID がそれぞれ指数を-1.9 ポイント、-1.5 ポイント引き下げた。年初から第 3 四半期末日まで VN インデックスの上昇

に最も寄与した銘柄は VNM（+18.97 ポイント）、SAB（+16.63 ポイント）、PLX（+10.53 ポイント）、GAS（+10.28 ポイント）、VIC（+9.66 ポイント）、その一方、指数を主に引き下げたのは PVD（−1.04 ポイント）、BHN（−1.04 ポイント）、VPB（−0.78 ポイント）、BMP（−0.62 ポイント）、HT1（−0.55 ポイント）。年初からの VN インデックスは、上昇トップ 10 株よりの 105.88 ポイント（前年同期より+16.42%）寄与で上昇したが、下落トップ 10 株よりの−5.8 ポイント（前年同期より−0.87%）引き下がった。



ソース: BSC Research

時価総額規模別の推移

ブルチップ株 5 兆 VND 以上；大型株 3 兆～5 兆 VND；中型株 1 兆～3 兆 VND；小型株 1 兆～ 5,000 億 VND；ペニー株 5,000 億 VND 以下

2017 年第 3 四半期の各グループの動き：第 3 四半期において、各グループの効率もそれぞれ時価総額の規模別に分かれていた、その中に Penny グループの効率が最も健全で第 2 四半期末より 11.2%上昇した。その次、BCs と LargeCap も上

昇したがより穏やかになった、それぞれ 3.25%と 0.27%となった。一方 Midcap と Smallcap が伸び率がマイナス、それぞれ −0.97%と−3.68%となった。

2 市場の時価総額は先月より 3.67%増の 2,255 兆 6,800 億 VND となり、993 億 7,000 万 USD に相当した。2017 年 9 月上旬に HSX 市場で 1 億 5,693 万株数が追加、450 万 ETF 証券が上場廃止、100 万 ETF 証券が追加された。上場銘柄の数は 380、その公募総額が 578 兆 5,900 億 VND となり、そのうち上場株は 97.98%を占め、公募総額が 566 兆 9,200 億 VND に相当した。

2017 年初 9 ヶ月間の上位の銘柄

VN インデックスの上昇に影響した上位5株

銘柄	30/09/2017	増減%	Index point
VNM	149.200	25,35	18,96
SAB	260.000	31,51	16,63
PLX	63.100	41,94	10,53
GAS	69.100	24,64	10,28
VIC	51.200	21,9	9,66

HNX 指数の上昇に影響した上位5株

銘柄	30/09/2017	増減%	Index point
ACB	25,900	47.16%	7.24
SHB	7,600	65.22%	2.91
VCS	183,400	44.39%	1.15
SHS	14,300	258.63%	1.04
VND	21,400	58.52%	0.98

VN インデックスの下落に影響した上位5株

銘柄	30/09/2017	増減%	Index point
PVD	14.150	-31,64	-1,038
BHN	124.700	-4,16	-1,037
VPB	37.500	-3,85	-0,78
BMP	77.500	-25,35	-0,62
HT1	14.700	-27,86	-0,54

HNX 指数の下落に影響した上位5株

銘柄	30/09/2017	増減%	Index point
DBC	28.400	-15,57	-0,31
SHN	9.800	-15,52	-0,22
VC3	18.800	-28,19	-0,2
SIC	12.200	-63,03	-0,19
MSC	17.500	-41,48	-0,19

VN インデックスの中に最も上昇した5株

HNX 指数の中に最も上昇した5株

（価格> 10,000 VND. 平均取引量 >70,000 株/営業日）

銘柄	3/1/2017	30/9/2017	増減%
HAR	2.517	12.150	383%
QCG	3410	16.500	384%
ANV	2567	9.080	254%
LDG	4708	16.100	242%
LCG	3786	11.350	200%

（価格> 10,000 VND. 平均取引量 >20,000 株/営業日）

銘柄	3/1/2017	30/9/2017	増減%
PIV	7.333	42.500	480%
ALV	2.467	11.500	366%
MIM	2.900	13.000	348%
SHS	4.376	17.800	307%
KST	5.100	15.000	194%

VN インデックスの中に最も下落した5株

（価格> 10,000 đồng. 平均取引量 >70,000 株/営業日）

銘柄	3/1/2017	30/9/2017	増減%
HID	30.600	4.800	-84%
CDO	8.410	3.600	-57%
KPF	10.800	4.840	-55%
HTT	15.100	7.010	-54%
TNI	13.050	7.050	-46%

HNX 指数の中に最も下落した5株

（価格> 10,000 VND. 平均取引量 >20,000 株/営業日）

銘柄	3/1/2017	30/09/2017	増減%
C92	37.900	7.100	-81%
KDM	14.000	3.800	-73%
HTP	18.000	5.000	-72%
SIC	29.700	12.200	-59%
CET	12.600	6.400	-49%

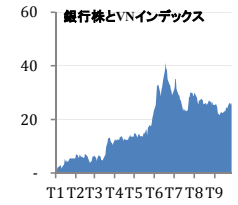
VN インデックスの中に取引量が最も多い上位 5 株

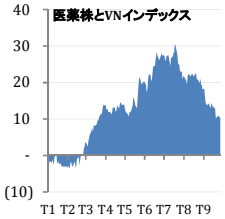
銘柄	平均取引量 / 営業日 (株)
FLC	5.967.400
HAI	5.133.768
MBB	3.153.606
FIT	5.705.719
HQC	8.059.132

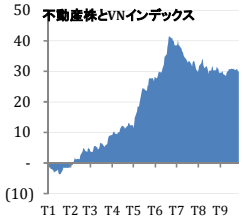
HNX 指数の中に取引量が最も多い上位 5 株

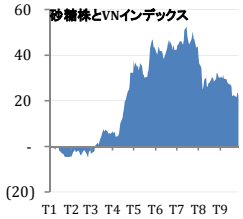
銘柄	平均取引量 / 営業日 (株)
SHB	8.525.805
KLF	8.959.173
ACB	1.609.326
VCG	1.544.741
SHS	1.692.652

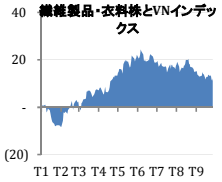
2017 年 9 ヶ月で各業界の成長と VN インデックス推移の比較

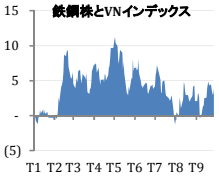

銀行株とVNインデックス
60
40
20
-
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

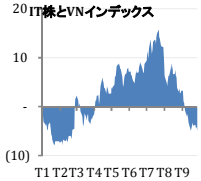

医薬株とVNインデックス
40
30
20
10
-
(10)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

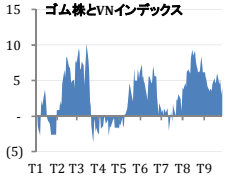

不動産株とVNインデックス
50
40
30
20
10
-
(10)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

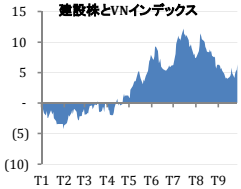

砂糖株とVNインデックス
60
40
20
-
(20)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

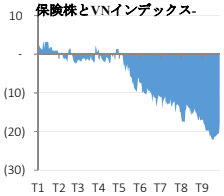

繊維製品・衣料株とVNインデックス
40
20
-
(20)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

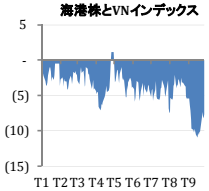

鉄鋼株とVNインデックス
15
10
5
-
(5)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

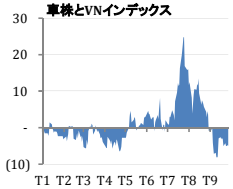

IT株とVNインデックス
20
10
-
(10)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

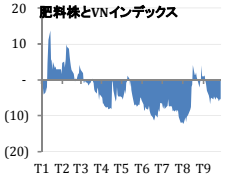

ゴム株とVNインデックス
15
10
5
-
(5)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

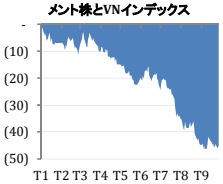

建設株とVNインデックス
15
10
5
-
(5)
(10)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

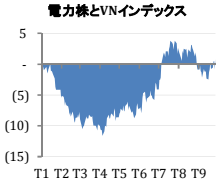

保険株とVNインデックス-
10
-
(10)
(20)
(30)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

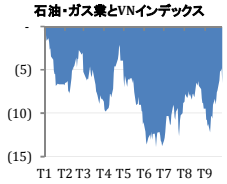

海港株とVNインデックス
5
-
(5)
(10)
(15)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9

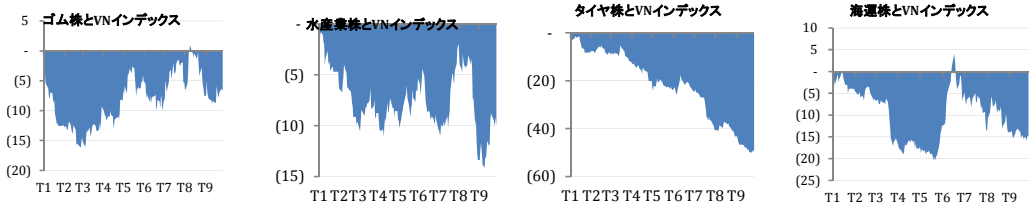

車株とVNインデックス
30
20
10
-
(10)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9


肥料株とVNインデックス
20
10
-
(10)
(20)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9


メント株とVNインデックス
-
(10)
(20)
(30)
(40)
(50)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9


電力株とVNインデックス
5
-
(5)
(10)
(15)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9


石油・ガス業とVNインデックス
-
(5)
(10)
(15)
T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9



ソース: BSC Research

2017 年第 3 四半期において、銀行業、不動産業は、BSC の予測と合致し、堅調の成長、貸付成長率が 2012 年以降最も大きいとなり、第 2 四半期のと 6 ヶ月の業績予測が好調。弊社が推奨した銘柄(MBB、ACB、VCB)の全部は目標価格に達しており、2017 年末に不動産株(DXG、VIC、SCR、NLG)は、多くの物件の引渡を予定している。しかし、海港業は、賃貸価格の競争の影響で、業績が弊社の予測との差異があった。

2017 年第 3 四半期において、16 業界のうち銀行業、不動産業、砂糖業、繊維製品・衣料、医薬、建設、ゴム業の僅か7業界が VN インデックスよりも伸び率が大きかった。これらの銘柄の値動きは、銀行と医薬では外国人投資家の保有率の引き上げ、収益回収時期を迎えてる不動産業と建設業、ゴム価格の回復、鉄鋼の業績改善、輸出向けの繊維製品・衣料の成長などのような情報に影響されている。

値動きが VN インデックスに沿った業界は、車、電力、IT

その他の業界は大幅に下落した:海港、肥料、セメント、石油・ガス、ゴム、水産業、タイヤ、海運。そのうち、石油・ガスと肥料等が BSC の 2017 年の期待の業界だが、過去の 9 ヶ月間に激しい変化があったため、期待水準まで達していなかった。

2017 年第 4 四半期の投資戦略

世界経済が安定するなか、証券が引き続き投資効率の良い手段である。Global composite PMI(世界の製造購買担当者指数)が 50 以上となっており、PMI が 50 以上の国のうち、上昇が維持できる傾向は 60%以上占めており、世界経済の回復を反映した。ユ

一ロ圏の各国は不況以降始めて同時に経済が伸びている、中国経済は、2017 年 10 月 18 日に開催する第 19 回の共産党大会までに、高い成長を維持している（第 2 四半期 GDP 伸び率は 6.9%、第 3 四半期は約 6.8%）。他方、米国の経済は、第 2 四半期 GDP が非常に高い伸び率 3%を遂げ、失業率は引き続き下がり 9 月には 4.2%になった、これは 2001 年 2 月以降最低となった、米国賃金の年間伸び率が 2.4%となり、米国史上の不況時期に入る前の典型的な 4%よりかなり低い。従って、世界経済が相対的に堅調であり、証券投資が引き続き適切な投資手段である。

国内の経済が安定し、GDP の年間成長率目標が 6.7%。2017 年第 3 四半期に、GDP の成長率が 7.46%、9 ヶ月のインフレ率が 1.83%、GDP の年間成長率目標の 6.7%を達すためには、第 4 四半期の GDP 伸び率が 7.5%～7.7%に遂げる必要がある。BSC は、第 4 四半期の経済成長を促進するためには、貸付金利を引下げ、貸付成長率を年初予定の 18%より 21%～22%に引上げることだ考えている。2017 年 9 月末に貸付成長率が 12%、2016 年末の貸付残高が 5,500 兆 VND となり、貸付成長率 22%を達すには、国内経済にまだ 550 兆 VND の貸付を増やす必要がある。BSC がベトナムの経済が 2017 年の第 4 四半期は安定である。

第 4 四半期の注目点

「OTC 株が上場」（Viettel Post, Viettel Global, Viettel Construction JSC 等）と「国の企業の株式会社化」（Binh Son Refining and Petrochemical Company Limited 、PV Oil, PV Power, VRG, Idico, Song Da Corporation Portal 等）に関するテーマが引き続き市場の 2017 年末の注目点となる。それに、991 号/TTg-ĐMDN 文書（2017 年 7 月 10 日）により 2018 年の株式会社化リストでは Mobifone, VTC, Vicem, HUD, Genco 1, Genco 2, サイゴン・ジュエリー有限会社（ SJC）, サイゴン水道総会社（TCT Cấp nước Sài Gòn）等が国内外の投資家の大きな関心が寄せるだろう。

SCIC よりの資本回収の銘柄及び外国人保有枠が上限になった銘柄についてのテーマ。2017 年第 4 四半期に、BMP（ビンミン・プラスチック株式会社）と NTP（ティエンフォン・プラスチック）は SCIC よりの資本回収が実施される BMP 及び NTP からチャンスが来る可能性があるが、特に NTP は前回報告のように商流施策の変更で税引後利益が大きく改善されるとの期待感がある。それに、SAB（サイゴンビール・アルコール飲料総公社）と BHN（ハノイビール・アルコール飲料総公社）が年末に SCIC より資本回収が実施されるのは証券市場の注目点となる。SAB の値動きは VN インデックス、VN30 指数、先物取引市場に大きな影響を与えるだろう。

その他に、決定文書 1232 号/QĐ-TTg（2017 年 8 月 17 日）によれば、2017 年内にベトナムエンジン・農業機械株式会社(VEAM)とベトナム医薬品総社（VINAPHARM）、第 1 号建築資材総社（FICO）、第 1 号建設総社（CC1 JSC）、Licogi 総社（TCT Licogi）は SCIC よりの資本回収が実施される。2017 年 10 月に、SCIC が引き続き VNM（ベトナム乳業株式会社-ビナミルク）の 3.3%株数を売却し

（SCIC の所有が 36%になる）、6.5 兆～7 兆 VND を回収する予定。全体的にこのような資本回収は、国内外の投資家の投資チャンスだけではなく、国の外貨の財政収入となり、国内の物価安定にも貢献する。

SCIC の資本回収に関して、FPT にも留意点がある。経営陣は現在小売事業と供給事業の所有率を減少したい意向がる。第 4 四半期に FPT が証券会社を通して第 2 段階の小売事業を個人投資家（約 10%）に売却を実施する。これで会社価値の算定がよりコア事業である IT 業と通信業に調整される。

「基本株、主力株、配当率が高い株」についてのテーマ、第 3 四半期の業績が公表され、業績が堅調な株は引き続き高く評価される。注目されるべき銀行株では、経済成長と貸付伸び率で貸付事業が強化され、営業業績が好調になった。政府より通過された不良債権に関する決議は、不良債権及び抵当資産がより速やかに処理され、資金流通の円滑化と共に銀行の収益源に貢献できると期待された。全体的に注目されるべき基本株及び主力株は DXG, KBC, CTD, FPT, NT2, BFC, NTP, RAL, GAS, HPG, NKG, CVT, VGC, TNG, SAB, VNM である。

自由貿易協定及び輸出入のテーマ。2017 年初の 9 ヶ月において、FDI は、前年同期比 34.3%増の 254 億 8,000 万 USD となり,記録的な水準まで上昇した。FDI の実施額が前年同期比 13.4%増の 125 億 USD となった。従って、輸出入、工業団地のインフラ、物流にも有望な見通しとなる。TPP 断念があっても、ベトナム繊維製品・衣料業が徐々に回復し、過去 9 ヶ月の輸出の伸び率が 8.6%となった。他に自由貿易協定に影響されうる工業団地インフラ、物流等も第 4 四半期の注目点すべきである。

2017 年の第 4 四半期及び全年度の展望

- 堅調に評価できる業界：銀行、不動産、建設、IT、電力、ゴム、肥料である。
- 中立に評価できる業界：石油・ガス、鉄鋼、飲料、セメント、タイル建材、プラスティック、タイヤ、医薬品、繊維製品・衣料、海運、砂糖である。他に海港と保険は、年末業績の促進のため海港サービス価格及び利息が激し競争があるため、中立のランクに引き下げられた。これら業界では、各企業の展望がそれぞれ異なり、チャンスが全ての業界の銘柄に訪れることはないだろう。
- 有望視されない業界：水産業が 2017 年第 4 四半期に多く困難に直面するだろう。

順番	業界	2017 年第 4 四半期	中長期の評価	注目の銘柄
1	銀行	堅調	MBB, CTG, VCB	ACB, VIB
2	不動産	堅調	DXG, KBC	VIC, KDH, SCR, DIG
3	建設	堅調	CTD, FCN	HBC, VCG, HUT, CTI, PC1, LCG, VNE
4	IT	堅調	FPT, CMG	ITD,ELC
5	電力	堅調	NT2, VSH	PPC, SJD, CHP
6	肥料	堅調	BFC, SFG	DPM, LAS
7	ゴム	堅調	TRC, PHR, DPR, DRI	
8	タイヤ	中立		DRC, CSM
9	医薬品	中立		DHG, IMP, DP3, DBD
10	プラスティック	中立	NTP, BMP	AAA
11	石油・ガス	中立	PVS, GAS	
12	鉄鋼	中立	HSG, HPG, NKG	SMC, VIS
13	セメント	中立		HT1, BCC, BTS
14	タイル建材	中立	CVT, VGC	TTC, VHL, VIT, TLT
15	繊維製品・衣料	中立	VGG, VGT, TCM, TNG	
16	保険	中立	PVI, BMI	VNR
17	飲料	中立	VNM	SAB, GTN, QNS
18	海港	中立	VSC, PHP, HAH	CDN, GMD
19	海運	中立	PVT, GSP	VTO, VIP
20	精糖	中立		SBT, SLS, LSS
21	水産業	有望視されない業界		VHC

ソース: BSC Research

2017 年の証券市場に影響及ぼす国内外情勢と政策

BSC の分析では、2017 年内に各業界の営業業績及び投資状況に影響する国際情勢と国内外政策は次の通り。

順番	内容	効力日	ベトナム経済への影響	影響度	2017 年 9 月 30 日時点の影響
国際情勢と政策					
1	FRB の金利の引上		N/A	大	既に
2	Brexit で-ポンド安となり		マイナス	大	既に
3	ECB は金融緩和政策を終了		プラス	大	初期
4	日本のアベノミクス政策		プラス	大	既に
5	中国経済の回復		プラス	多大	初期
6	原料の価格水準（原油価格、鉄鋼など）		多様な影響	多大	初期
7	トラムプ政策の変更		N/A	多大	初期
8	オランダの総選挙	2017 年 3 月	N/A	多少	既に
9	Brexit 交渉の期日	2017 年 3 月	N/A	大	既に
10	フランス大統領選挙の最終段階	2017 年 5 月 7	N/A	多大	既に
11	ドイツ総選挙	2017 年秋	N/A	多大	既に
12	中国共産党大会	2017 年秋	N/A	多大	未だ
国内の情勢と政策					
1	通達 06 号/2016/TT-NHNN	2016 年 7 月 1	マイナス	大	初期
2	自己資本比率規制バーゼルⅡの展開	2017 年	マイナス	大	初期
3	法人税を 22%から 20%に引下げ	2016 年 1 月 1	プラス	多少	初期
4	天然資源税の引き上げ	2016 年 1 月 1	マイナス	多少	初期
5	デリバティブ市場（先物取引契約）	2017 年	プラス	多少	初期
6	VND 通貨の利息の引下げの可能性	2017 年	プラス	大	初期
7	インフラ投資の増加		プラス	大	初期
8	国有企業の株式会社化を促進		中立	多少	初期
9	SCIC や省庁よりの資本回収		プラス	多大	初期
10	GDP、FDI、PMI、ODA、ベトナムへの送金、貸付率、輸入出総額の増加促進		プラス	多少	初期
11	政令 145 号/2016/NĐ-CP	2016 年 12 月	プラス	大	初期

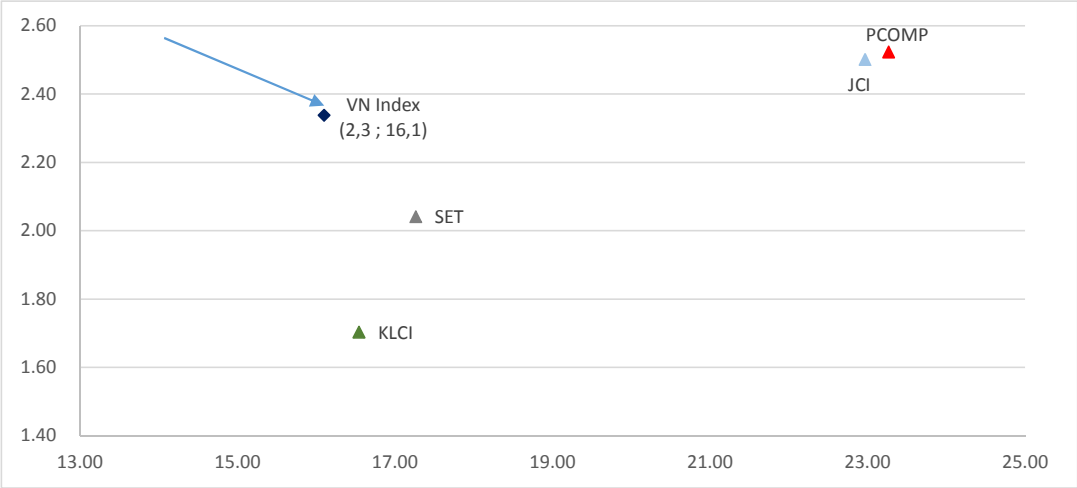
12	通達 180 号/2015/TT-BTC	2016 年 11 月	プラス	多大	初期
13	通達 115 号/2016/TT-BTC	2016 年 11 月	プラス	多大 Rất	初期
14	不良債権の決議	2017 年 8 月	プラス	多大 Rất	初期
自由貿易協定					
1	ACFTA – 通達 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	TB	大	既に
2	ベトナム-韓国 FTA	20/12/2015	プラス	大	初期
3	ベトナム- Eurasian Economic Union FTA	2016	プラス	多少	初期
4	TPP 協定	2018	TB	大	未だ
5	ベトナム-EU	2018	プラス	大	未だ
6	RCEP ASEAN + 6 東アジア地域包括的経済連携	Đang ĐP	プラス	大	未だ
7	東南アジア諸国連合の設立	31/12/2015	プラス	多少	初期

ソース: BSC Research, (*) TPP は米国抜きで 11 カ加盟国の間で協議を行っています

周辺国の証券市場との比較

ASEAN 地域の新興市場と比べ、2017 年 9 月 30 日時点においてベトナムの証券市場の P/B と P/E は中間水準であるが、PE がシンガポールとラオスのより高い。改善された業績と全体経済の安定さは、VN インデックスを地域の水準までに近づけさせた。

地域市場の P/E 及び P/B と比較



ソース: Bloomberg, BSC Research

タイ国、マレーシア、インドネシア、フィリッピン等のアジア地域の新興市場と比べ、ベトナムの各業界がまだ低く評価されている。そのうち、小売、基本素材、IT、通信。不動産、証券、銀行、保険等のような利息は地域平均よりも高い業界には価格が地域より高く評価されている。

	Vietnam	Median 中立値	Indonesia	Malaysia	Phillipines	Thailand
金融	23.11	21.85	37.21	14.48	25.50	18.20
小売	27.70	37.74	50.03	23.34	54.21	25.44
製造	33.10	26.89	49.69	22.43	21.02	31.34
石油・ガス	16.35	14.29	16.36	24.08	12.13	12.22
小売・サービス	17.12	36.64	38.82	14.57	34.80	38.48
基本素材	12.46	16.38	17.60	17.85	15.15	14.03
公益事業	13.05	16.15	15.60	16.46	15.84	20.55

IT	18.54	45.69	75.22			16.15
医療	20.42	43.55	43.55	51.62		35.26
通信	12.54	30.66	29.09	39.37	15.97	32.22

ソース: Bloomberg, BSC Research

注目の銘柄

今までののセクター報告書に続いて、BSC の今回の推奨する銘柄は下記の通り。

	銘柄	総売上 2017 (10 億 VND)	税引後利益 2017 (10 億 VND)	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	2017 年 9 月 29 日の終値	目標価格
銀行業	MBB			2,272	9.57	1.93	13.05%	21,750	26,000
	ACB			1,872	16.35	2.58	11.48%	30,600	30,200
	CTG			1,648	11.23	1.85	12.06%	18,500	21,500
	VCB			2,009	18.72	2.75	15.32%	37,600	41,100
	VIB			N/A	N/A	2.54	7.15%	21,600	N/A
不動産業	VIC	80,000	3,000	1,137	45.00	4.20	7%	51,200	N/A
	DXG	3,300	800	2,641	7.90	1.32	19%	21,000	23,800
	KDH	3,200	500	2,136	11.20	1.90	12%	24,000	25,100
	SCR	2,500	205	903	12.40	0.90	6%	11,200	11,600

	KBC	4,000	750	1,596	8.80	1.00	10%	14,600	20,000
	DIG	1,406	128	504	31.50	1.30	4%	15,900	16,500
建設業	CTD	27,158	1,879	21,434	9.70	2.70	27%	208,000	252,300
	HBC	16,000	828	6,426	9.60	3.90	42%	61,400	n/a
	VCG	10,222	585	1,324	15.60	1.50	8%	20,700	n/a
	FCN	2,800	210	4,242	5.10	1.20	16%	21,600	28,100
	HUT	3,309	462	2,447	4.90	0.50	17%	12,100	14,700
	CTI	1,396	141	2,309	13.40	1.60	16%	30,900	31,800
	PC1	3,585	307	3,137	11.30	1.30	15%	35,350	39,600
	LCG	1,500	70	917	12.40	0.70	7%	11,350	n/a
	VNE	1,113	111	1,228	6.70	1.00	11%	8,260	n/a
IT	FPT	46,619	3,058	5,157	9.09	2.09	20%	48,750	60,228
	CMG	5,042	198	2,237	6.79	0.95	10%	16,700	20,359
電力	NT2	7,161	884	3,104	9.43	1.62	23%	26,550	32,400
	PPC	6,567	600	1,712	11.92	1.18	11%	20,250	19,300
	SJD	468	225	3,261	7.36	1.01	17%	23,250	NA

	CHP	667	298	2,366	11.16	1.80	22%	27,000	23,200
	VSH	643	381	1,846	9.15	1.18	12%	18,400	20,530
肥料業	BFC	6,564	344	5,411	7.45	2.35	28%	40,300	48,700
	SFG	2,591	99	1,916	7.31	1.14	17%	14,000	16,300
	DPM	7,748	946	2,120	10.73	1.10	11%	22,750	22,800
	LAS	4,000	163	1,355	11.51	1.34	12%	15,600	16,200
	DDV	2,041	1.2	8	987.50	1.19	0%	7,900	N/A
ゴム業	TRC	444	87	2,319	12.00	0.58	5%	28,400	33,000
	PHR	1,464	373	3,753	11.00	1.54	16%	42,000	45,900
	DPR	680	202	3,523	12.00	0.87	7%	41,000	49,000
	DRI	546	101	1,311	10.00	1.08	13%	12,600	15,700
タイヤ業	DRC	3,563	213	1,523	15.10	1.82	13%	23,000	N/A
	CSM	3,575	197	1,701	8.70	1.13	17%	14,800	N/A
医薬業	DHG	4,250	780	5,369	19.84	4.95	27%	106,500	N/A
	IMP	1,260	128	3,282	19.20	1.99	13%	63,000	N/A
	DP3	250	26	3,823	15.64	3.07	19%	59,800	N/A

	DBD	1,500	144	2,474	20.17	3.08	18%	49,900	N/A
プラスティック業	NTP	4,663	442	4,621	15.47	3.30	22%	71,500	83,900
	BMP	3,764	460	5,614	13.80	2.72	19%	77,500	119,400
	AAA	2,900	200	3,468	9.88	2.00	22%	34,250	N/A
石油・ガス業	GAS	72,155	8,613	4,500	15.00	3.00	20%	69,100	74,047
	PVS	18,165	834	1,876	9.6x	0.7x	8%	16,300	20,500
鉄鋼業	HPG	46,867	7,795	5,602	6.94	2.05	29%	38,900	46,945
	HSG	26,410	1,671	4,774	5.99	1.84	31%	28,600	35,803
	NKG	12,093	711	6,772	4.89	1.79	37%	35,250	43,882
セメント業	HT1	8,649	492	1,288	11.41	0.99	9%	14,700	17,540
	BCC	4,066	130	1,065	8.15	0.46	6%	8,680	11,606
	BTS	3,348	108	808	6.81	0.45	7%	5,500	8,976
タイル建材業	CVT	1,305	177	6,300	8.10	3.36	46%	50,900	56,700
	TTC	348	20	3,367	5.50	1.10	18%	18,500	N/A
	VHL	1,972	167	6,676	7.10	1.90	24%	47,100	N/A
	VIT	1,164	70	3,589	6.12	1.70	29%	22,000	28,700

	VGC	8,738	827	1,576	14.50	1.57	15%	22,800	23,200
	TLT	515	45	6,438	2.80	3.00	N/A	17,800	N/A
繊維製品・衣料業	VGT	15,640	310	620	18.40	0.90	4%	11,400	13,619
	VGG	8,113	380	8,460	6.40	1.40	24%	53,900	60,204
	TCM	3,315	182	3,324	8.10	1.40	23%	27,000	32,000
	TNG	2,553	111	2,567	5.90	1.05	18%	15,200	18,538
保険業	BMI	3,836	195	2,410	13.00	1.00	8%	29,200	32,150
	PVI	7,283	465	1,987	19.10	1.10	6%	32,200	38,000
	VNR	1,788	249	1,900	12.60	1.20	10%	26,300	26,500
飲料業	SAB	34,495	4,703	7,051	29.30	10.50	36%	260,000	168,600
	VNM	52,945	11,220	7,733	19.80	8.94	50%	149,200	180,000
	QNS	7,665	1,349	5,425	15.20	4.40	23%	69,700	82,500
	GTN	3,950	70	280	60.70	1.50	3%	16,350	n/a
	VLC	2,800	115	1,822	9.00	1.16	17%	16,000	n/a
海港業	GMD	4,354	579	2,774	16.33	2.06	11%	43,750	N/A
	PHP	2,529	504	1,432	10.40	1.39	11%	14,000	22,980

	VSC	1,187	320	7,020	10.67	2.11	20%	56,400	64,500
	HAH	520	130	3,578	6.53	0.91	16%	23,000	30,640
	CDN	640	147	1,634	13.77	1.98	16%	24,800	N/A
海運業	PVT	6,426	410	1,303	11.09	1.00	14%	14,900	19,000
	GSP	1,286	69	2,300	5.60	0.99	18%	13,550	15,200
	VTO	1,312	120	1,521	4.83	0.51	8%	7,300	N/A
	VIP	655	110	1,606	4.76	0.47	8%	7,240	N/A
水産業	HVG	23,400	220	870	10.25	0.73	8%	6,340	N/A
	VHC	8,610	692	6,700	8.97	1.78	15%	51,000	N/A
	FMC	2,800	83	4	7.81	1.15	20%	19,000	N/A
砂糖業	SBT(*)	10,156	509	1,058	24.56	1.90	7%	26,000	N/A
	SLS	653	173	18,660	9.40	3.40	32%	175,000	N/A
	LSS	2,272	115	1,540	7.40	0.46	8%	11,400	N/A

ソース: BSC Research

各業界の 2017 年第 4 四半期の展望

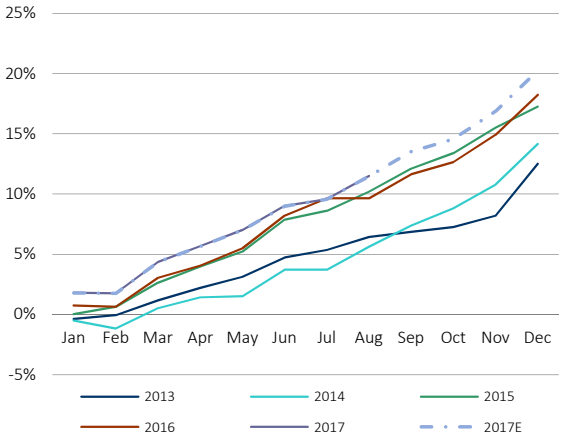
銀行業[堅調]

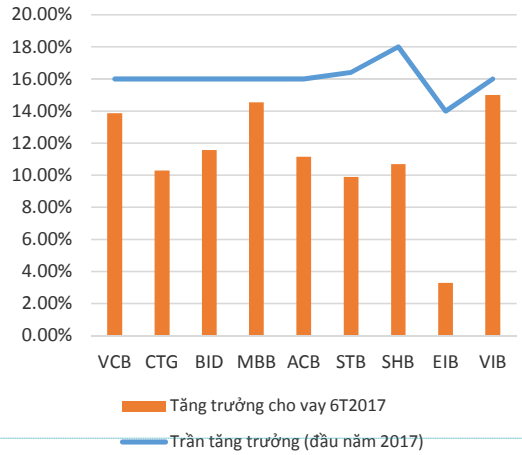
- 2017 年の 8 ヶ月の貸付率が 11.5%上昇、資金調達が 9.1%上昇。
- （通達第 36 号/2014/TT-NHNN の修正案で ）2018 年の中長期貸付を現在の 40%から 45%に引上げる。
- 不良債権処分の決議文書が 2017 年 8 月 15 日より発効
- 銀行の戦略的な株主のストーリー
- 多くの銀行が上場する予定
- 銀行全体の業績が好調となった

2017 年第 3 四半期の状況

2017 年初の 8 ヶ月の貸付成長率は 11.5%となり、急上昇している。これは 2013 年以降最も高いである。2017 年第 2 四半期まで多くの銀行（VCB(　ベトコムバンク)、ACB(アジア株式商業銀行（アジアコマーシャル銀行））、MBB(軍隊商業銀行)、VIB(ベトナム国際商業銀行)、BID （ベトナム投資開発銀行)）の貸付成長率が中央銀行が決めた貸付限度までに近づいた。内閣の定期会議において、首相 Nguyễn Xuân Phúc は 2017 年の貸付成長率の目標を 21～22%に引上げると提案した。一部の銀行は貸付限度の引上げが許可された VCB（16%から 18%に）、MBB（16%から 20%に）、ACB（16%から 20%に）、VIB（16%から 24%に）等。

銀行の貸付成長率の推移　　一部の銀行の貸付成長率





ソース: BSC research, SBV（ベトナム中央銀行）, 信用部門

2017 年初の 8 ヶ月の資金調達が 9.1%増加した。中央銀行の統計によれば、銀行の資金調達に対する貸付の比率がまた高くなっている。2017 年 7 月末には 88.73%、そのうち国有銀行は 94.85%（限度率は 90%）、商業銀行は 81.76%（限度率は 80%）となった。金融の流動性の確保及び長期成長のために、資金調達を強化すべきだろう。

通達第 36 号/2014/TT-NHNN 一部の補修、修正の草案。草案の内容において注目されるべきのは、中央銀行が 2018 年の短期預金を中長期ローンに充てる率を 40%から 45%に拡大を提案である（2017 年の率は 50% ）。この率は 2019 年から 40%に引下げる。これは、銀行の中長期貸付の能力が拡大する一方、不動産ローン、建設、プロジェクトファイナンスにも有利に働く。この貸付セグメントの金利がより高いであるため、一時的には銀行の NIM（純金利マージン）の改善が期待される。

政府よりの不良債権の決議事項（決議 42 号）が 2017 年 8 月 15 日から発効。2017 年 7 月 20 日に中央銀行は、決議 42 号の実行のために、文書第 06 号/VT-NTNN を発行した。金融機関の規則の改正・補正の影響については前回の報告書で述べたように、これらの法的措置は、金融機関の不良債権の回収及び担保資産の行使を強化する狙いがある。短期的には、銀行が債務の透明

Formatted: Font: (Default) Arial

性を高め、不良債権の比率がやや上昇する可能性がある。 長期的には、商業銀行の不良債権の改善が期待されている。 各銀行への影響度は、不良債権処理能力および不良債権残高、担保資産額によって異なる。不良債権比率が高く、多額な担保資産を有している銀行は BID、CTG、STB、SHB、VPB、EIB などである。

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB
第 2 分類債権	4,687	3,570	27,608	2,346	196	5,286	2,207	693	1,704	501
不良債権	7,922	8,520	15,380	2,216	2,006	13,903	3,334	2,598	609	1,789
VAMC の購入分	–	6,541	14,773	4,479	1,069	37,134	6,628	5,344	6,888	1,878
利息、手数料	5,261	15,006	8,358	2,910	2,660	4,752	8,989	1,027	3,208	1,059
合計	**17,870**	**33,637**	**66,119**	**11,951**	**5,932**	**61,075**	**21,157**	**9,662**	**12,409**	**5,227**
債権額率%	3.41%	4.61%	8.19%	6.92%	3.27%	27.95%	11.77%	10.77%	45.00%	7.55%
担保資産価値	738,115	1,395,070	954,707	516,533	356,354	395,584	384,526	182,561	85,005	191,783
債権総額率%	141%	191%	118%	299%	196%	181%	214%	203%	308%	277%

ソース: BSC research

銀行の戦略的な株主のストーリー。戦略的に重要な株主に新株発行及び所有割合の引上は、銀行にとって、資金面、人事面を強化し、バーゼルⅡ規制の基準に対応し、長期的な成長を確保するためである。前期の報告書の分析の通り、一部の銀行（OCB、OCEANBANK、GPbank）が外国人の投資家に売却するなか、VCB は引き続き GIC に新規株を発行する、BIDV は戦略的なパートナーを探している。他方、Standard Chartered は ACB との長年の関係を終了し資本回収を確定した、HSBC は Techcombank での所有の 19.41%を全部売却する予定。

多数の銀行は IPO する。VPBank が 2017 年 8 月 17 日に HSX 市場の上場を果たした。LienVietPostBank は 2017 年 10 月 5 日に UPCOM 市場に一株 14,800VND で上場する予定。他に IPO を果たす予定の銀行は Techcombank (資本金 8 兆 8,790 億 VND)、HDbank (資本金 8 兆 1,000 億 VND)、Maritimebank (資本金 11 兆 7,500 億 VND)、TPbank (資本金 5 兆 8,420 億 VND)、 Seabank

(資本金 5 兆 4,660 億 VND), OCB (資本金 4 兆 VND)、 ABBbank (資本金 5 兆 3,190 億 VND), Saigonbank (資本金 3 兆 800 億 VND)、Nam Á Bank (資本金 3 兆 210 億 VND), Việt Á Bank (資本金 3 兆 5,000 億 VND)である。

業績が堅調。2017 年上半期に 11 銀行の引当金の繰入れ前の当期純利益は前年同期比 29%増の 44 兆 2,400 億 VND となった。一部の銀行はコア事業の当期純利益が急増した、とりわけ ACB が前年同期より 86%融資以外の事業の収益増加と債権の引当金が不要になったため、融資以外の事業及び個人お客様の事業に力を注いだ結果 MBB は前年同期比+57%増、VPB は+49%増、SHB は +33%増、CTG は+33%増となった。他方、引当金の繰入前の当期純利益が大幅に減少した銀行もあった、とりわけ STB は前年同期比-44%減、EIB は前年同期比-11%となった。税引後利益が急増した銀行は EIB 前年同期比+438%増、SHB 前年同期比+57%増、ACB 前年同期比+48%増、前年同期比+33%増の MBB、前年同期比+37%増の STB、前年同期比+23%増の VCB であった。しかし、STB、EIB は引当金の繰入れ前の当期純利益が昨年よりマイナスの伸び率となったため、税引後利益の増加が実質な収益性を反映していないと考えられ、引当金の繰入が必要性が高いため、これらの銀行は 2017 年下半期と翌年にかけて引当金の水準を引上げることになるだろう。

各上場銀行の 2017 年の上半期の業績

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB	VPB
資本金(10 億 VND)	35,978	37,234	34,187	17,127	10,273	18,852	11,197	12,355	3,010	5,644	10,765
株主資本(10 億 VND)	52,110	60,320	48,125	27,309	14,884	22,443	13,942	13,748	3,202	8,746	19,523
総資産(10 億 VND)	849,298	1,035,639	1,100,433	276,245	265,842	355,973	251,785	135,914	63,200	115,384	248,714
株主資本率	6.14%	5.82%	4.37%	9.89%	5.60%	6.30%	5.54%	10.12%	5.07%	7.58%	7.85%
成長率(年頭と比)											
資産成長率	7.79%	9.16%	9.34%	7.80%	13.76%	7.21%	7.62%	5.52%	-8.42%	10.40%	8.72%
貸付成長率	13.86%	10.28%	11.56%	14.56%	11.15%	9.90%	10.69%	3.29%	8.77%	15.00%	12.04%
預金成長率	10.00%	5.78%	11.78%	4.36%	11.17%	8.72%	8.85%	10.57%	4.37%	4.93%	4.71%
当座預金成長率	26.52%	14.20%	16.45%	32.30%	14.15%	12.96%	9.56%	13.26%	5.43%	18.27%	9.85%
貸付/預金率	80.79%	105.36%	99.49%	84.93%	78.90%	68.92%	99.12%	79.30%	63.22%	111.29%	125.05%

資産の分類											
不良債権	1.51%	1.17%	1.90%	1.28%	1.10%	6.36%	1.85%	2.89%	2.21%	2.59%	2.81%
不良債権（VAMC に売却分まで含み）	1.51%	2.04%	3.67%	3.78%	1.68%	19.96%	5.35%	8.35%	21.75%	5.16%	2.81%
貸倒引当金/債権総額	2.12%	1.11%	1.57%	1.32%	1.45%	1.12%	1.08%	1.47%	1.17%	1.25%	1.61%
貸倒引当金/不良債権	140.25%	94.87%	82.67%	102.93%	130.85%	17.63%	58.42%	50.67%	52.97%	48.40%	57.24%
実質利息/利息収益	102.44%	97.83%	103.30%	100.21%	106.02%	105.12%	86.61%	96.24%	91.17%	97.09%	99.88%
未収金/貸付残高	1.00%	2.06%	1.04%	1.69%	1.46%	2.17%	5.00%	1.14%	11.63%	1.53%	2.59%
貸倒懸念債権	23,713	48,816	77,617	21,677	10,402	98,534	30,891	12,249	17,422	5,909	31,222
総資産に対する割合	2.79%	4.71%	7.05%	7.85%	3.91%	27.68%	12.27%	9.01%	27.57%	5.12%	12.55%
株主資本に対する割合	45.51%	80.93%	161.28%	79.37%	69.88%	439.03%	221.56%	89.10%	544.07%	67.56%	159.93%
営業業績（年頭と比べ）											
営業利益の増加	74.82%	82.57%	83.40%	80.54%	72.06%	63.42%	92.08%	79.50%	88.07%	83.75%	84.81%
貸倒引当金繰入前の営業利益の増加	8,257	9,657	9,915	3,846	2,229	616	1,094	656	80	631	7,259
前年同期と比較	13.37%	32.61%	26.77%	57.35%	85.90%	-43.69%	33.36%	-11.47%	18.60%	-4.24%	48.99%
貸倒引当金（10 億 VND）	(3,002)	(4,844)	(6,207)	(1,322)	(966)	(38)	(292)	(258)	(72)	(251)	(3,995)
貸倒引当金繰入後の営業利益に対する割合%	36.36%	50.15%	62.60%	34.37%	43.37%	6.11%	26.72%	39.42%	89.81%	39.76%	55.04%
税引後利益	4,222	3,904	2,706	1,998	980	422	646	327	6	304	2,606
前年同期と比較	23.42%	14.57%	1.94%	32.78%	47.83%	36.57%	56.84%	438.24%	-18.00%	24.78%	107.77%
NIM（純金利マージン）（TTM）	2.65%	2.68%	2.80%	3.95%	3.25%	1.60%	2.16%	2.32%	1.90%	2.87%	8.44%
CIR（コスト・インカム・レシオ）（TTM）	43.19%	38.14%	38.84%	37.96%	54.08%	82.04%	48.45%	61.52%	83.86%	61.54%	-35.74%
ROA（TTM）	0.96%	0.75%	0.61%	1.31%	0.67%	0.14%	0.49%	0.44%	0.02%	0.60%	2.38%
ROE（TTM）	15.32%	12.06%	13.85%	13.05%	11.48%	2.13%	8.82%	4.25%	0.37%	7.15%	30.40%
EPS（VND/株）（TTM）	2,120	1,961	1,817	1,950	1,666	269	1,085	468	40	1,104	5,033
株の簿価(VND/株)	14,442	16,126	13,218	15,208	14,488	11,905	12,452	11,127	10,638	15,494	18,135

ソース: BSC research

投資観点__堅調

銀行業は相変わらず堅調と評価できる。経済成長、貸付成長、融資以外の事業の好調で、銀行の業績は高く期待できる。各銀行は不良債権の回収と処理を強化できた。特に、国会で通過された不良債権の決議で銀行は、より速やかに不良債権及び担保資産を処理し、銀行の運用資産及び収益性の確保できると期待されている。

MBB – 買い – 目標価格 26,000 VND／株 – upside 20%

MBB（軍隊商業銀行）-保有-目標価格 26,000VND/株-時価より 20%上回り

MBB に対して推奨戦略は以前と同様で、P/B 計算方法で目標価格が 26,000VND/株として、買うべきであ。MBB は、債権が良質で収益性も高く、それに P/B が 1.85X で他の上場銀行と比べ割安となっており、中長期の投資に適している。

- 貸付成長率が高く、2017 年上半期には 15%となったが、2017 年の一年間には 20%までにの引上が認可された。銀行は多様な商品を取扱し始めながら、Viettel の膨大な顧客ネットワークの利用等の融資以外の事業に力を注いだ、その結果、2017 年上四半期に融資以外の事業の収入が 12%増加した。上場している銀行よりも収益性が高く、NIM が 2016 年の 3.58%から 2017 年上半期に 3.95%に上がり、ROE が 13.05%に上昇、3 年後に 15%になると期待されている。

- 第 2 四半期末に不良債権が 1.28%、不良債権残高に対する貸倒引当金の比率が高く 103%となっている。BSC の算定によれば、貸倒懸念債権は 21 兆 6,770 億 VND、株主資本の 79%に相当している、上場している銀行より低い。従って、2018 年の引当金の繰入費用が大きく下がるだろう。

- Mcredit サービスは、2017 年 5 月より本格的に展開され、国内の消費の決済の傾向に伴って成長し、今後の業績に貢献できると期待されている。MBB が 49%を海外パートナーに売却し、資本回収よりの収益は本社の資本金にされ、銀行の簿価価額を引上げる予定。それに、MBland の資本回収も予定し、所有率を現在の 65.29%から 11%に引き下げる。

- 2017 年の利税引後利益が前年同期比 42%増の 4 兆 620 億 VND となり、2017 年の EPS は 2,272VND/株（賞与福利積立金を計上している）。

ACB（アジア株式商業銀行（アジアコマーシャル銀行））__保有__目標価格が 30,200VND/株

弊社の ACB の推奨戦略のリポート(Link)の発行日より株価が 29%上昇した。コア事業が順調に伸びており、債権も良質であり、ACB は好感度が高い銘柄である。Kien 氏の G6 事件の不良債権を 2017 年内に解決と期待されている。

- 2017 年上半期の貸付成長率が 11.15%となったが、SBV より 2017 年の一年間の貸付率を 20%に引上と認可された。2017 年上半期の引当金の繰入まえの当期純利益が 86%伸びた。
- 厳密なリスク管理体制で、債権が良質である。BSC の算定によれば、2017 年の第 2 四半期末に不良債権の比率は 1.1%、総資産の 1.1%で、貸倒懸念債権残高は 10 兆 4,020 億 VND となり、純資産の 70%となる。不良債権残高に対する貸倒引当金の比率は 131%となっている。
- 2017 年の税引後利益率が前年同期比+43%増の 1 兆 8,960 億 VND となり、2017 年の賞与福利積立金が計算された後の EPS が 1,872VND/株となる。
- G6 に対する引当金の繰入は一年先に計上し、2017 年内に完了する予定。2017 年 6 月 30 日時点に G6 に関する債権残高が 3 兆 5,270 億 VND、これは 3,880 億 VND が回収できたとのことである。現在の貸倒引当金を充てた後の債権残高が 5,580 億 VND であり、これも ACB の 2017 年下半期の引当金の最多繰入額となる。G6 に関する債権の担保資産の価値は 3 兆 5,680 億 VND であり、そのうち 1 兆 2,370 億 VND が既に第 3 者が提示した上場している金融機関の買収額であり（現時点は頭金 4,160 億 VND が支払われた）、250 億 VND が他の銀行の口座に預金している。これらの担保資産を処理すれば、その貸倒引当金の戻入計上ができると考えられる。

CTG（ベトインバンク）__保有__目標価格 21,500VND/株 __時価より 16%上回り

CTG は（ネットワーク、貸付規模、流動性の各面において）最大銀行の一つであり、P/B が 1.85X で、株価が割安となっている。銀行の計画では、税引前利益が前年同期比 3%増の 8 兆 8,000 億 VND、EPS が 1,568VND/株となる。最も注目すべきのは CTG が VAMC に売却した不良債権（残高は 6 兆 5,410 億 VND）を再買取し、2017 年内に社内で処分する予定である。多額な貸倒懸念債権（54 兆 3,500 億 VND）、と高額な担保資産（平均は貸付額の 179%）で、CTG が不良債権の決議より恩恵を受け、債権の良質化と収益性の改善が実現できる。

	EPS 2017F	BV	調整簿価	ROA	ROE	CAR	P/B	P 調整 P/B	2017 年 9 月 29 日の終値	目標価格	Link
MBB	2,272	15,945	11,248	1.31%	13.05%	12.50%	1.36	1.93	21,750	26,000	Link
ACB	1,872	15,097	11,842	0.67%	11.48%	13.19%	2.03	2.58	30,600	30,200	Link
CTG	1,648	16,200	9,996	0.75%	12.06%	10.40%	1.14	1.85	18,500	21,500	Link
VCB	2,009	14,484	13,697	0.96%	15.32%	11.13%	2.60	2.75	37,600	41,100	Link
VIB	N/A	15,494	8,507	0.60%	7.15%	13.30%	1.39	2.54	21,600	N/A	

ソース: BSC research

不動産[堅調]

- 分譲マンション市場が引き続き活発になっており、2017 年第上半期末にホーチミン市内で 11,600 戸が売買され、前年同期比 67%増で、2011 年以降の最多となった。
- ホーチミン市とハノイ市の新規分譲マンション戸数が減少している。
- 在庫の値下がりが減速している。
- 好調な業績が業界の回復を反映した。
- 採算取れる時点は 2017 年第 4 四半期と 2018 年から。
- FDI が急上昇し、工業団地の不動産の見通しが明るくなる
- 業界全体の各銘柄に対しては堅調との評価

2017 年第 3 四半期の現状分析

分譲マンション市場が引き続き活発になっており、2017 年第上半期末にホーチミン市場では 11,600 戸が売買され、前年同期比 67%増で、2011 年以降の最多となった。投資対象は主に西部に、とりわけ 6 区、8 区、Tan Phu 区, Tan Binh 区に集中した、これは東部から西部に変えたものである。ハノイ市場での売買戸数は前年同期比 13%増の 6,800 戸となった。最も活発に取引されたのは Ha Dong 区, Hoang Mai 区, Tu Liem 区, Thanh Xuan 区の B ランクの分譲マンションであり、全体の 6 割を占めている。

ホーチミン市とハノイ市の新規分譲マンション分の戸数が減少している。Savills 社の 2017 年第 2 四半期の報告書によると、ホーチミン市での新規戸数は 4,700 件、前年同期比 8.05%増となったが、これで分譲マンションの総戸数が前年同期比 7%少なくなり、2016 年第 2 四半期は 13%増となった。その一方、ハノイ市での販売物件数は前年同期比 4%減の 6,850 部件となったが、第 1 四半期に新物件数が多かったため、全体の販売物件数が前年同期比+42%増の 24,550 件となった。

在庫の値下がりが減速している。2017 年 6 月 20 日時点にベトナム不動産協会（VNReal）のデータによると、全国の在庫物件の総額が年頭より-13.2%減の 27 兆 3,410 億 VND となり、在庫総額の下がりが減速したのは不動産業の回復し始めたためと考えられ

る。土地セグメントが在庫総額の 47.6%占めており、最も大きい割合である。一戸建てとマンションの割合がそれぞれ 26.6%、16.7%で、残りは商業地である。

好調な業績が不動産の回復を反映した。データによると、上場している不動産会社の 2017 年の上半期の総売上が前年同期比 41.2%増の 57 兆 4,000 億 VND となり、税引後の利益は前年同期比 3%増の 4 兆 230 億 VND となり、これは主に NVT の影響があったため。しかし全体の 52 社のうち、業績が昨年より改善された企業は 30 社しかなかった、これは業界の各社がそれぞれ明暗が分かれ、市場の供給が多い現在に、品質管理と進捗管理ができ、信頼を得た企業だけは成長できる。

銘柄	2016 年上半期売上高	2017 年上半期売上高	前年同期比	2017 年上半期税引後利益	2016 年上半期税引後利益	前年同期比	在庫	前払い金	前払い金/在庫
VIC	35.194	24.005	47%	1.715	1.543	11%	53,647	57,992	108%
DXG	879	1.087	-19%	203	148.9	36%	1,394	899.6	65%
KDH	1.955	1.252	56%	234	201	16%	4,034	777.7	19%
SCR	550	168	228%	67	37	79%	3,795	2,778	73%
DIG	586	488	20%	8	1	773%	3,154	767.7	24%
ITC	293	69	323%	38	0	28249%	2,686	313.7	12%
NVL	3.333	4.966	-33%	840.5	1,553	-184%	20,030	6,905	34%
KBC	484	1.113	-56%	414	391	5%	8.217	399.1	5%
NLG	1.262	1.068	18%	310	127	143%	3.495	1,160	33%

ソース:各社の財務報告書, BSC Research

採算取れるのは 2017 年第 4 四半期と 2018 年から。多くの会社が販売調子が良くても、収益と利益の計上が遅れているため、業績の全部は反映できていない。VIC、DXG、SCR、NVL、NLG 等の一部の会社の前払い金/在庫は 2017 年第 2 四半期が 2017 年第 1 四半期より改善したため、2017 年末に Opal Riverside – Opal Garden (DXG), Charmington La Pointe (SCR), Vinhome Central

Park – Time City Park Hill (VIC), Orchard Garden – Lakeview City – Rivergate Residence –The Tresor Residence – GardenGate Residence (NVL)等が新マンションが完了したら、多くの会社（VIC、DXG、SCR）の業績を期待している。

FDI が急上昇し、工業団地の不動産の見通しが明るくなる。具体的には 2017 年の 9 ヶ月において、新規認可 FDI が前年同期比 34.3%増の 254 億 8,000 万 USD となった、実行分の FDI が前年同期比 13.4%増の 125 億 USD となった。これで、工業団地の賃貸の需要を高くなると期待されている。広い団地面積を賃貸に運用できる上場の銘柄は KBC、LHG、VGC である。

投資視点

不動産市場の活発な取引が維持でき、特に低中価格セグメントが顕著になり、不動産業に対して堅調だと評価できる。顧客よりの入金が 2016 年第 1 四半期より改善されており、企業の収支がよくなり、TT36 より厳格に規制された銀行のローンへの依存度が軽減された。不動産業企業の 2017 年～2018 年の業績は、収益計上が時期にあったため、改善されると予測できる。VIC、KDH、SCR、DXG などの高品質かつ販売調子が好調な銘柄に対して高く評価できる。

DXG__目標価格__23,800VND/株__時価より 17.8%上回り

DXG は仲介業者として国内市場をリードしている会社であり、主に中間価格セグメントに集中している。2017 年の 6 ヶ月に税引後利益が 2,700 億 VND となった。2017 年の下半期に、プライマリ案件 Opal Riverside (税引き前利益 3,830 億 VND)の 100%と Opal Garden (税引き前利益約 1,060 億 VND)の 50%を計上しながら、セカンダリ案件よりの収入も計上している。DXG の 2017 年度の税引後利益は前年同期比 49%～123%増での 8,000 億～1 兆 2,000 億 VND に相当し、EPS が 2,641VND～3,961VND となり、これは主に 2017 年の第 4 四半期に計上される予定。BSC は、2018 年の税引後利益も高く維持できると考えている。現在の 5 案件 (Opal Gargden, Opal Skyview, Opal Tower, Lux Gardern, Lux Riverview)が展開され、プライマリセグメントよりの 2018 年の税引前利益が 6,000 億 VND となるが、2018 年の主な収益源はセカンダリ案件である。2019 年～2020 年の間に DXG が 9 案件の他に、今後の 5-7 年間において第 2 級の省での所有建設土地の展開を計画している。

KBC__目標価格 20,000VND/株__時価より 17%上回り

建設土地の撤去コストが低く抑制できた、かつ、全国工業団地面積の 8%を所有している KBC は、工業団地セグメントをリードしている不動産会社。KBC は、国内最大の上場不動産企業の一つである。所有面積は、工業団地 5,174 ヘクタール、都市土地 1,063 ヘクタールである。2017 年に、KBC の収益は主に Quang Châu（クァン・チャウ）、Tràng Duệ 2（チャーン・ヅゥェ２）、Phúc Ninh（フック・ニィン）の工業団地である。KBC は親会社に配当できる税引後利益は 7,500 億 VND、2017 年予測 EPS が 1,596VND/株、予測 P/E は 8.8X となる。

長期において、FDI は増加の傾向があり、KBC の見通しを高く評価でき、そのうち主なのは：（1）工業団地 Quang Châu（クァン・チャウ、バクザン省）、都市団地 Phúc Ninh（フック・ニィン、バクニン省）は引き続き収益の計上されている。（2）工業団地 Tràng Duệ 2（チャーン・ヅゥェ２、ハイフォン市）、工業団地 Nam Sơn Hạp Lĩnh（ナム・ソン・ラップ・ティン、バクニン省）、工業団地 Quế Võ は 2018 年から収益計上できる。

銘柄	2017 年の売上高（10 億 VND）	2017 年の税引後の利益（10 億 VND）	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	2017 年の配当金	2017 年 9 月 30 日の終値	目標価格
VIC	80,000	3000	1,137	45	4.2	7%	n/a	51,200	N/A
DXG	3,300	800	2,641	7.9	1.32	19.4%	20%	21,000	23,800
KDH	3,200	500	2,136	11.2	1.9	11.7%	10% tiền	24,000	25,100
SCR	2,500	205	903	12.4	0.9	6.3%	n/a	11,200	11,600
KBC	4,000	750	1,596	8.8	1	10.2%	n/a	14,600	20,000
DIG	1,406	128	504	31.5	1.3	4.3%	6% - 8%	15,900	16,500

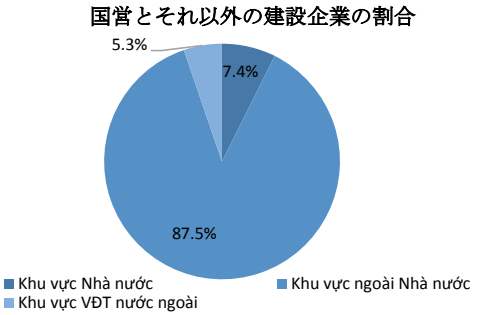
ソース: BSC Research

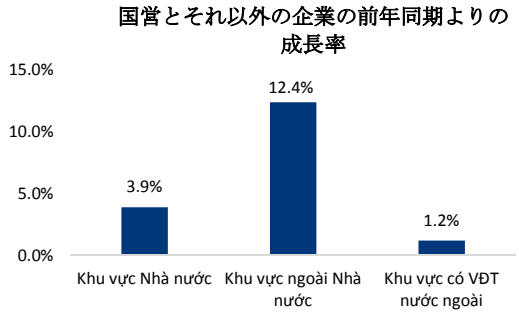
建設業[堅調]

2017 年の現状分析

- 建設業は順序に成長しており、2017 年の上半期の総売上金額は前年同期比 11%増の 506 兆 6,000 億 VND となった。
- 建設業の 2017 年の上半期の業績が大幅に伸びたが、上場している銘柄の明暗がそれぞれ分かれていた、108 企業のうち 52 企業は 2016 年同期よりの成長を遂げた。
- FDI の成長率が二桁になり、建設業の好調な見通しが期待されている。
- 建設業の 2017 年第 4 四半期が堅調だと評価できる

総売上が順序に成長：2017 年の上半期にの総売上高は前年同期比 11%増の 506 兆 6,000 億 VND となり、そのうち政府関連以外のセグメントは前年同期比 12.4%増の 443 兆 2,000 億 VND となり、全体の一番大きく占めている。その一方、政府関連のセグメントが前年同期比 3.9%増、海外投資のセグメントが 1.2%増となった。





ソース: 統計総局、 BSC

2017 年の上半期に業績が急成長が上場している企業の明暗は、それぞれ分かれている。2017 年の第 1 四半期に売上総額が前年同期比 1.9%増の 46 兆 8,410 億 VND となり、税引後利益は前年同期比 14%増の 2 兆 3,120 億 VND となった。税引後利益の急増は主に HBC、VCG、FCN、LCG の売上総利益率の改善があった。成長進展は数社に集中した、108 社のうち 52 社だけは利益が前年同期より伸びた。そのうちリードしている企業が急成長を遂げた：CTD（税引後利益が 20%増）、HBC（税引後利益が 175%増）

2017 年上半期	売上高（10億 VND）	10% yoy	税引後利益（10億 VND）	%yoy	2017 年上半期の売上高総利益率	2016 年上半期の売上高総利益率	P/E	P/B
CTD	10.544	29%	713	20%	8,7%	6,8%	10,3	2,5
HBC	6.757	66%	377	175%	11,4%	5,3%	9,9	4,4
VCG	4.189	29%	276	43%	16,4%	5,7%	15,9	1,5
PC1	1.381	-12%	122	-38%	17,5%	10,1%	9,8	1,7
FCN	706	10%	57	28%	15,8%	7,4%	6,4	1,1
HUT	1.034	-13%	183	15%	28,3%	14,5%	5,3	0,9
CTI	558	-2%	70	26%	38,9%	10,5%	10,5	1,6
LCG	511	52%	41	106%	12,1%	6,2%	9,7	0,8
VNE	509	74%	74	-401%	15,1%	1,3%	6,9	0,7

ソース:企業の財務諸表, BSC Research

建設業の 2017 年第 4 四半期に対して、堅調だと評価できる。その理由は：（1）年第 4 四半期は不動産会社への物件の引渡し時期で、今期の収益計上が最も多くなる。（2）業界をリードしている会社のバックログが非常に高い、CTD（前年同期比 10%増、30 兆 4,510 億 VND）、HBC（年頭より 20.1%増、21 兆 VND）。（3）FDI の成長率が記録的となった。CTD、HBC 等の民間建設業者は 2018 年において、成長の余地がまだある。工業建設及びインフラ建設の各銘柄にはまだ上昇力が秘めている。

CTD__目標価格__254,500VND/株__時価より 22.3%上回り

CTD の 2017 年上半期の売上高は前年同期比 29.9%増の 10 兆 5,440 億 VND となり、総利益は 20%増の 8,790 億 VND、営業利益が 19.7%増の 7,130 億 VND、これは年間計画売上の 39.1%と年間計画利益の 40.7%となった。2017 年の下半期に CTD がホイ・アン・カジノ(7 兆 VND)、Paohong 工場建設の第 2 期と第 3 期(1 兆 9,000 億 VND)等の一部の受注案件を公開した。弊社の予測では、2017 年に CTD の総売上高が前年同期比 30.7%増の 27 兆 1,580 億 VND となり、これで年間計画が達成できる。総利益が前年同期比 28.3%増の 2 兆 3,080 億 VND となり、これは新規案件と 2016 年のバックログがあったためである。2017 年の税引

後利益は前年同期比 35.2%増の 1 兆 8,790 億 VND となり、EPS が 21,434VND（仮に賞与福利積立金は 7.5%とする）、予測 P/E が 10.1X

HUT__目標価格 14,700VND/株__時価より 27.2%上回り

HUT がベトナムの北部にある建設業のインフラセグメントをリードしている会社である。過去 2 年に HUT が BT（Build- Transfer）案件を展開し、不動産事業に移行した。Xuân Phương Residence 及び South Building マンションの完売で売上高が 3 兆 3,000 億 VND となり、これは 2017 年下半期業績を改善した。それに、HUT は Foresa Villa より 8,000 億 VND の収入を計上する予定。2017 年の BOT 事業よりの収入は前年同期比 57%増の 6,000 億 VND となった。BOT の 5 つ件が運営段階になったら、年間の収入が 8,000 億 VND となる。BSC の予測によれば、2017 年の売上高が約 3 兆 3,090 億 VND、税引後利益が 4,620 億 VND、EPS が 2,447VND、予測 P/E が 5.1X となる。

PC1__目標価格 39,600VND/株__時価より 11.3%上回り

PC1 は電力供給の施設の建設業をリードしている会社（市場シェアーは 40%）。PC1は不動産業の中立層事業にも運営している他、供給能力が約 162MW の水力電気事業も所有している。2017 年に電線建設が収益全体に大きく寄与している。2017 年から、PC1 の新規案件が 6,300 万 USD 増え、これで未着手工事の総額が 1 兆 2,000 万 USD となった。2017 年に不動産事業よりの収益が計上できないが、2018 年に My Đinh Plaza 2 件よりの収益は 1 兆 2,000 億 VND となる。水力電気事業において 2017 年 12 月からは Bao Lam 3（供給能力 46M）と Bao Lâm 3A（供給能力 8MW）、活動率は 91%以上、の2つ工場で運営を開始する。また新たに2工場 Mong An（供給能力 30MW）、Bao Lac B（供給能力 18MWG）、活動率は 42%以上、の2つ工場を建設する予定。BSC が 2017 年の業績には大きな変動が無く、不動産事業と水力電気事業で利益計上が 2018 年から実現できる。

CTI__目標価格 31,800VND__株時価より 7.8 上回り

CTI の目標価格が 31,800VND/株として、CTI の買いを推奨できると考えられる。2017 年 9 月 30 日に CTI が 30,150VND/株で取引されており、予測 P/E が 9.4X となった。以前の報告書にも述べたように、この銘柄は高感度が高い、その理由は：（1）BOT 事業

より安定なキャッシュフロー、高い営業総利益率（2016 年には 62%～88%）、及び事業のリスクが低さ。(2)長期の業績見通しが鉱山開発と工業団地の事業からである。2017 年の業績には大きな変動がないが、2018 年には鉱山事業に期待できる。その具体的には、CTI が 200 万㎥の鉱石を開発する予定。CTI が現在 Tan Cang 8, Đoi Chua 3, Binh Loi và Xuan Hoa の 4 つの鉱山を所有しその埋蔵量が 3,800 万㎥となり、生産期間は長い（2034 年まで）である。それに、現状は（1）多くの他の鉱山では生産期間が終わりを来年中に迎えている（2）建設業よりの需要が拡大しているため、鉱石の価格は前年同期比 15%～20%値上がりした。

銘柄	2017 年の予測売上高（10 億 VND）	2017 年利益（10 億ドン）	EPS 2017F	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	2017 年の配当	30/9/2017 での終値	目標価格
CTD	27,158	1,879	21,434	9.7	2.7	27%	30% tiền	208,000	254,500
HBC	16,000	828	6,426	9.6	3.9	42%	15% tiền	61,400	n/a
VCG	10,222	585	1,324	15.6	1.5	7.8%	10% tiền	20,700	n/a
FCN	2,800	210	4,242	5.1	1.2	16.3%	10% tiền	21,600	28,100
HUT	3,309	462	2,447	4.9	0.5	17.4%	15% tiền	12,100	14,700
CTI	1,396	140.9	2,309	13.4	1.6	16.2%	17% tiền	30,900	31,800
PC1	3,585	307	3,137	11.3	1.3	14.5%	20% tiền	35,350	39,600
LCG	1,500	70	917	12.4	0.7	6.5%	7% tiền	11,350	n/a
VNE	1,113	111	1,228	6.7	1	11.3%	10% tiền	8,260	n/a

Nguồn: BSC Research

テクロノジー業[堅調]

- 現在の 4G ネットが国内の 95%国民で普及されている
- 国内の通信質が改善されつつ、2017 年の 9 ヶ月の通信業の売上が前年同期比 8.1%増の 283 兆 9,000 億 VND となる。
- 各社の業績の成長が続く。

現在の 4G ネットが国内の 95%国民で普及されている。4G の 80,000 基地局は展開しており、2017 年末に全国をカバーできる狙い。2017 年の普及を整える目標に向けて、VNPT が 4G 通信局を全国に設置した。計画では今年度に4GLTE 対応の約 15,000 基地局が稼動し、全国の 63 市省をカバーする予定。他方に、Viettel が全国に 4T4R 型の 4G LTE サービス を 4 月から開始しており、36,000 基地局を全国に展開した。MobiFone では現在 4GLTE の 4,500 基地局を設置し、2017 年～2018 年の間には 30,000 基地局となる予定。ネットワークがこのような飛躍的な普及は社会の発展を促すだけではなく、中国での 2016 年初の現象のように、4G 用の端末の小売業も促進されるだろう。

国内の通信質が改善されている。統計局によれば、現在の携帯の契約数は前年同期比-12.7%減の 1 億 132 億件となった。契約数の減少は、情報通信省が未登録の通信業者への監督の結果である。それに、ブロードバンド通信網の契約数が前年同期比 19.5%増の約 1,050 万件数と推測された。通信業の 2017 年の 9 ヶ月の総売上高は前年同期比 8.1%増の 283 兆 9,000 億 VND となった。

各社の 2017 年の第 1,2 四半期の業績

FPT の 2017 年の 6 ヶ月の業績が堅調となった。IT 事業の税引前利益は前年同期比 32%増の 4,530 億 VND、これは主に海外よりの受注であった。通信事業は前年同期比 1%増の 6,230 億 VND となった、これは主に通信電線の費用の減少で、通信サービスが 18%伸びたためである。

銘柄	売上高			税引後利益			EPS		
	2017 年上半期	2016 年上半期	前年同期比	2017 年上半期	2016 年上半期	前年同期比	2017 年上半期	2016 年上半期	前年同期比
FPT	19,365	17,425	11%	924	820	12.7%	1,747	1,556	12.3%

CMG と ITD は 2017 年の第 1 四半期の四半期決算日が 6 月 30 日であり、この四半期の業績報告を公表した。ITD は税引後利益が前年同期比-59.4%減となった。CMG の成長は主に通信事業からであるが、海底ケーブル APG が稼動し始めたため、この事業の売上高は前年同期比+6%増の 3,218 億 VND となっり、税引前利益は前年同期比+7.5%増の 306 億 VND となった。

銘柄	売上高			売上総利益率		税引後利益			EPS		
	2017 年第 1 四半期	2016 年第 1 四半期	前年同期比	2017 年第 1 四半期	2016 年第 1 四半期	2017 年第 1 四半期	2016 年第 1 四半期	前年同期比	2017 年第 1 四半期	2016 年第 1 四半期	前年同期比
CMG	1,040	987	5.4%	13.46%	12.87%	26.5	20.6	28.6%	398	259	53.7%
ITD	73	101	-27.7%	35.62%	24.75%	1.5	3.7	-59.4%	73	243	-69.9%

投資視点__堅調

IT-通信業に対して堅調だと評価できる。FPT と CMG の業績が安定であるため、この2株に対して中長期の保有を推奨できると考えられる。

FPT-買い-目標価格が 60,228VND

2017 年の 8 ヶ月の業績は：総売上高は前年同期比 11%増の 27 兆 3,400 億 VND、税引前利益は前年同期比 16%増の 1 兆 9,920 億 VND、税引後利益は前年同期比 16%増の 1 兆 3,030 億 VND、8 ヶ月の EPS は 2,460VND。

小売事業の撤退：FPT が第 1 段階の撤退を完了し、持株割合を 85%から 55%に引下げ、機関投資家に 30%を譲渡した。第 2 段階にはまた 10%を他の投資家に譲渡し、現在の持株割合を 50%以下に引き下げる予定。これは 2017 年内に完了し、2018 年に FPT Retail を HSX 市場に上場させる予定。BSC の推測によりえば、FPT の持株割合は 35%になった場合、EPS が 1,131VND 上がり。

CMG-買い・目標価格が 20,359VND となる

CMG の業績報告書によれば、2017-2018 事業年度の第 1 四半期の売上高は、前年同期比 13.47%増の 1 兆 400 億 VND となり、売上高総利益率は前年同期比 12.96%増の 13.43%となった。親会社に配当できる税引後利益は、前年同期比 28.59%増の 265 億 1,000 万 VND、第 1 四半期の EPS は 398VND となる。

通信電線及びデータセンターへの投資を強化する。現在 CMG はハノイ市内で 1,000 平方メートルのデータセンターを持っており、これの年間収入は約 900 億～1,000 億 VND となり、税引前利益率が 10%～15%、このセンターへの投資額が約 400 億 VND であった。近いうちに、CMG がホーチミン市の Tan Thuan 区に 9,000 平方メートルのコンプレックスを建設し、なかにデータセンターは約 3,000～4,000 平方メートル、他にはソフト開発とホーチミン市スタッフの事務所を予定している。ベトナム縦断の通信電線の建設は 2017 年 9 月に工事開始する予定。この案件の投資額は 2,000 億 VND となり、減価償却期間は 10 年以上になるが、年間の減価償却費用は現在のリース料より低いほかに、工事完了後に他の通信社にリース・サービスを提供できる。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	2017 年の EPS	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	2017 年の配当	2017 年 9 月 29 日の終値	目標価格
FPT	46,619	3,058	5,157	9.09	2.09	19.88%	20%tm	48,750	60,228
CMG	5,042	198	2,237	6.79	0.95	10.18%	N/A	16,700	20,359

ソース: BSC の予想,

電力業[堅調]

- 2017 年の 8 ヶ月の販売電気は前年同期比 8.8%増の 1,139 億 kWh
- 2017 年の第 1 四半期に、火力発電は大幅縮小した、水力発電は引き続き上昇した
- 2017 年の第 4 四半期に水力発電の株が安定し、火力発電の株のチャンスが多くなるだろう。

2017 年初の 8 ヶ月に販売電気は、前年同期比 8.8%増の 1,139 億 kWh となり、そのうち国内生産が前年同期比 9%増の 1,131 億 7,000 万 kWh となる。水文が順序だったため、水力発電の 2017 年の 6 ヶ月の販売量の割合は前年の 13%から約 23%に増加した。他方、原油価格が 16%上昇したため、火力発電の割合が 37%から 31%に減少した。

2017 年第 1 四半期業績。水分の好条件で、水力電力が引き続き成長する。一方、石炭と石油・ガスを原料とした火力発電は、原料の高騰で販売総額が 2016 年より大幅に増加するだろうが、効率がいい水力事業と合計すれば、税引後利益が大幅に減少するだろう(PPC だけには為替レートで減少)。

2017 年上半期の業績 (単位:10 億ドン)

	2017 年第 1 四半期の売上	前年同期比	2017 年第 1 四半期の純売上	前年同期比	P/E	P/B
NT2	3,549.97	20%	456.32	-34%	9.20	1.51
KHP	1,747.48	9%	(26.92)	NA	50.88	0.70
NBP	319.97	-9%	5.79	-65%	18.08	0.75
PPC	3,157.88	-1%	593.49	NA	4.34	1.17
BTP	385.11	-51%	(33.43)	-176%	16.76	0.67
CHP	411.89	135%	197.70	N/A	7.79	2.10
SHP	224.27	72%	22.32	-142%	12.37	1.77
SJD	213.83	56%	88.90	48%	8.05	1.49
TMP	361.33	80%	158.87	470%	10.11	2.53
TBC	132.95	-4%	65.64	-10%	15.37	1.84
SBA	140.65	166%	54.13	N/A	7.96	1.38

ソース:企業財務の諸表

投資視点

年末の 2 四半期が乾季であるため、水力発電よりも火力発電の企業が活発になり、販売量が年初 2 四半期より改善されるだろう。一方、水力発電の 2017 年の第 4 四半期と 2018 年の見通しは、2017 年より明るくない。電気業の業界参入の壁が高いため、これに対して堅調だと評価できた。各社は安定時期に入り、火力発電の 2017 年の第 4 四半期と 2018 年に各銘柄のチャンスが多くなる。

NT2-推奨戦略として、所有を維持-目標価格 32,400VND

9 月 1 日～10 月 14 日の間に NT2 は 2 工場の大規模の修繕工事を行い、2017 年の供給量が 450 万kWh に留まる。しかし、これらの一時的な要素は、会社の持続性に大きな影響を及ぼすことがないだろう。2016 年 12 月 31 日に外貨建ての負債は 1 兆 2,300 億 USD と 1 兆 1,200 億 EUR となる。2017 年上半期においてユーロが VND に対して 12%高くなったため、NT2 の為替レートの特別損失が 1,280 億 VND の損失となった、前年同期には 490 億 VND の利益となった。しかし、これらは NT2への一時的な影響に過ぎない。2017 年第 4 四半期において、商工省が電気市場の競争を廃止し、火力発電を優先とし、また修繕作業が終われば NT2 の生産量が目覚しく改善する。

PPC-所有を維持する-目標価格 19,300VND

弊社は、PPC が為替リスクを低減するために、円建てで借入を再構成したことで、PPC への見方が変わった。2016 年末に PPC の借入が 213 億 5,000 万円となった。2 月に、対円の為替レートが 204VND で、PPC が自社の遊休資金で 80 億円を返済した、2017 年 5 月に PPC がまた 80 億円を返済し、円建て借入残高は 60 億円となった。投資家が考慮すべきリスクは（1）PL1 工場はすでに残存価値まで減価償却したため、効率が低く、品質基準の申請には困難になる。（2）QTP への 8,170 億 VND の投資に対して、2015 年に 4,090 億 VND、2016 年に 860 億 VND を引当金を繰入たが、2017 年に為替レートの変動のために、QTP の業績が困難に直面するだろう。

VSH-買い-目標価格は 20,530VND

2017 年の第 1,2 四半期に雨量が豊富であったため、VSH の業績は 2016 年同期より改善される。第 3 四半期に VSH の業績が引き続き堅調である。第 4 四半期には、2018 年の生産及びエルニーニョ現象の準備のために、蓄積される。これらは一時的な影響に過ぎないと思われる。目標価格が 20,530VND として、一年の投資計画にはこの株の買いを推奨できる。この計算には Kon Tum の川上のダムをまだ計算されていないである（生産力は 220MW、2019 年 3 月から稼動）。

銘柄	2017 年売上高（百万 VND）	2017 年税引後利益（百万 VND）	EPS 2017	P/E fw	P/B	ROE 2017	29/09/2017 の終値	目標価格
NT2	7,161	884	3,104	9.43	1.62	23%	26,550	32,400
PPC	6,567	600	1,712	11.92	1.18	10.6%	20,250	19,300
SJD	468	225	3,261	7.36	1.01	17%	23,250	NA
CHP	667	298	2,366	11.16	1.80	22%	27,000	23,200
VSH	643	381	1,846	9.15	1.18	12%	18,400	20,530

肥料業[堅調]

- 2017 年の 9 月 15 日に肥料の輸出量と金額の増加は 44%と 36%、輸入は 22%と 20%
- 肥料の 2017 年第 3 四半期の原価が軽く上昇した。尿素の価格は前年同期比 4.94%増、リン酸 2 アンモニウム（DAP）の価格は 1.71%増、NPK 肥料の価格は安定した。
- 原油価格は 26%増加し、DPM の収益性を減少した。
- 2017 年 8 月に財政省が税法に関する改正案を完成し、そのうち肥料は VAT 税の対象のとなった。
- 2017 年 8 月 19 日より 200 日以内に、租税特別保護装置として輸入のリン酸1アンモニウム（MAP）とリン酸 2 アンモニウム（DAP）に対して 1,855,790VND/トンを課税する。
- DCM、LAS、BFC などの企業の 2017 年の第 2 四半期の業績が好調となり、肥料市場は回復している

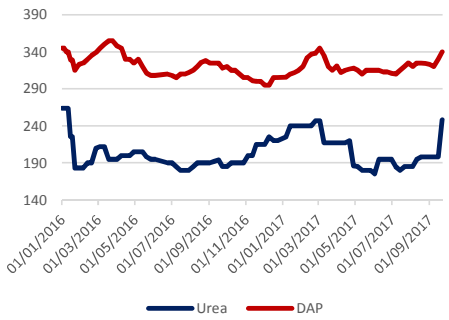
2017 年第 3 四半期の現状分析

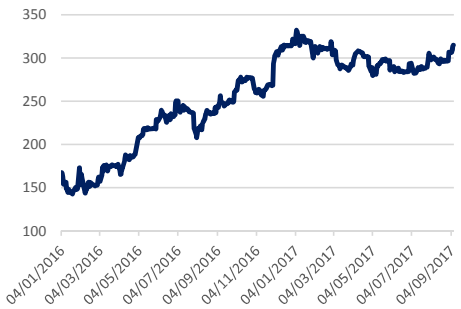
2017 年 9 月 15 日までには肥料の輸入量は 22%増の 340 万トンとなり、金額は 20%増の 9,250 億 VND となった。そのうち、急上昇したのは NPK（+68%）、リン酸 2 アンモニウム（DAP）（+41%）、カリウム（+28%）となり、唯一に減少したのは尿素であった。

肥料の世界市場の価格は 2017 年の第 3 四半期に軽く上がった。2017 年第 3 四半期に、尿素は前年同期比 4.94%上がり、リン酸 2 アンモニウム（DAP）は 1.71%上がり、NPK は安定し、僅かに 0.61%上がった。2017 年 8 月からの朗報は各種の肥料の価格は上昇する兆しがあった。しかし、長期において、肥料価格の上昇は小幅のままになると推測された、これは供給が余分になるためである（IFA の推測によると、尿素は7%余り、カリウムは 14%余り、リン酸肥料は 2019 年に余まるが 2021 年に需給バランスの調整ができる）。これは肥料の長期的な安価の圧力となり、各社の事業に影響を及ぼす。

肥料の価格推移

シンガポールの FO オイルの価格推移





ソース: Bloomberg

ガス価格が上昇。ガスは Phu My 肥料工場, Ca Mau 肥料工場の窒素肥料生産の主要な原料となり、価格は 2017 年第 2 四半期より 2%増、2016 年同期より 26%増となり、工場の原価費用も急増となった。これは DPM の業績の急悪化（-42%）となった原因だが、ガス価格の（今年）年間の値上がりが低く、DCM の 2017 年上半期の業績は 62%増となった。DCM に適用された PVN ガス価格では 2017 年末に税引前利益は株主資本の 12%となる。

税法の修正案による肥料は VAT の対象となる。肥料は非課税対象からVAT の課税対象となる2つの提案：（1）VAT5%の対象（2）VAT10%の対象。財務省は提案1を推進している。これが通過すれば、該当法案は 2019 年 1 月 1 日に発効する。これで、肥料企業は VAT の仕入費用が還付される。DPM の還付の対象額は 3,000 億 VND、LAS は 1,000 億 VND、DDV は 1,380 億 VND。

2017 年 8 月 19 日より 200 日以内に、租税特別保護装置として輸入のリン酸1アンモニウム（MAP）とリン酸 2 アンモニウム（DAP）に対して 1,855,790VND/トンを課税する。これで DAP と MAP 市場において、輸入商品との不当な競争を防ぎながら、DDV のような生産企業の業績を回復させると期待されている。

業績が明暗で分かれている。数多くの企業の 2017 年の上半期の業績が好調となり、そのうち：QBS（+53%）は 560 億 VND の財務費用の削減ができたため、DCM（+62%）は生産量が増加したのに、ガス原料価格が安いため、LAS（+55%）、BFC（+30%）は事業効率を引上げたためであった。その一方、PCN、PSE、PSW、PMB は業績が悪化した。

	主な製品	売上高	% yoy	売上総利益率	営業利益率	税引後利益率	前年同期比
DPM	尿素	4350	-2%	28%	13%	454	-42%
DCM	尿素	3038	32%	35%	20%	561	62%
LAS	ン酸肥料	2084	2%	20%	6%	95	55%
VAF	リン酸肥料	703	9%	24%	6%	34	0%
NFC	リン酸肥料	368	6%	17%	5%	15	6%
SFG	リン酸肥料、NPK	1143	-7%	12%	6%	59	10%
BFC	NPK	3223	6%	16%	8%	168	30%
DDV	DAP	919	59%	3%	-4%	-41	-81%
QBS	商品	1816	-32%	6%	3%	46	544%
PCE	商品	1166	-6%	3%	1%	8	-37%
PSE	商品	1122	-6%	4%	1%	7	-40%
PSW	商品	1111	-2%	3%	1%	8	-45%
PMB	商品	821	8%	5%	2%	12	-28%
PCN	商品	19	-86%	-2%	-27%	-5	2194%

Nguồn: Bloomberg

投資視点__[堅調]

肥料株に対して堅調だと評価できる。それは好天気で消費量の増加と VAT 税法改正案の効果より各肥料企業に恩恵をもたらした。

BFC__買い__目標価格は 48,700VND/株時価より 21%上回り

「Dau Trau」のブランドで販売力がリードしている企業である。2017 年の業績は好調となり、売上高は前年同期比 6%増、税引後利益は 30%増となった。これは利益率が高い事業の促進及び子会社 Bình Điền Ninh Bình よりの寄与があった（課税額と運搬費用削減より 10 億 VND を節約できた）。次の2要素で 2017 事業年度にまた堅調に支えられる：（1）消費量が増加（2）農産製品が値上がりし、肥料と栽培の使用量も増加。BSC の推測によれば、親会社の売上高と税引後利益はそれぞれ 6 兆 5,640 億 VND と

3,430 億 VND、2017 年の EPS が 5,411VND/株（賞与福利積立金を除いて計算）。BFC の P/E は 7.3X、上場している企業の平均（10.19X）と比較すると割安となっている。

SFG__買い__目標価格が 16,300VND/株時価より 16%上回り

産業用の栽培の売値が回復しているが、そこに主に使われているこの会社の肥料の消費量も増加し、また好天気で会社の利益が引き続き上昇することを期待できる。2017 年 9 月 29 日に SFG の株値は 14,000、P/E は 6.93X、同業他社より魅力的な価格となった。BSC の予測によれば、2017 年の売上高は 2 兆 5,910 億 VND,と 990 億 VND となり、EPS は 1,916VND/株

DPM__留意__目標価格 22,800VND/株

窒素の回復と税法改正案で DPM がまた注目された。仮に、2017 年の生産量は 83 万トン、窒素価格は 1%増の 6,200VND/Kg、ガスの値段は 4.16USD/百万 BTU。この場合に売上高と税引後利益は 7 兆 7,480 億 VND と 9,460 億 VND、EPS は 2,120VND/株。また、VAT0%が適用されれば、税引前利益は 2,000 億 VND となる。2017 年内の PVTEX の肩代わりの返済と共に GAS よりの販売価格の変更が DPM の業績に大きく左右する。DPM の新案件の進捗に留意すべき：UFC85 の販売量、NH3 の販売量、Ha Bac 省と Ninh Binh 省の窒素工場の標準稼働率より低く運営していること；また 5 兆 VND の投資で NPK の 40 万トンの高品質案件、天気と尿素とガスの原料価格。

LAS__留意__目標価格 16,200VND/株、時価より 4%上回り

2016 年より業績が悪化してきた、これが多くの投資家に忘れた銘柄である。2017 年に好天気で農業が好転し、肥料価格も上昇し、LAS が回復している。VAT 税法改正で、2019 年から LAS の税引前利益が 1,000 億 VND 増える。2017 年の売上高と税引後利益は 4 兆 VND と 1,630 億円となる。2017 年の EPS は 1,355VND/株。VAT 税法改正法案が通過すれば、2017 年の税引後利益は 2,430 億円、EPS は 2,021VND/株となる

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	2016 年の配当	29/09/2017 の終値	目標価格	Link

BFC	6,564	344	5,411	7.45	2.35	28%	50%現金 20%無償増資	40,300	48,700	Link
SFG	2,591	99	1,916	7.31	1.14	17%	21%現金 10%無償増資 ởng	14,000	16,300	Link
DPM	7,748	946	2,120	10.73	1.1	11%	35%現金	22,750	22,800	Link
LAS	4,000	163	1,355	11.51	1.34	12%	10%現金	15,600	16,200	Link
DDV	2,041	1.2	8	987.50	1.19	0.12%	N/A	7,900	N/A	

ゴム業[堅調]

- 世界のゴム市場において、供給量が一時的に足りてない。2017 年の 8 ヶ月に 50 万トンが不足している。
- 3 大生産国タイランド、マレーシア、インドネシアは生産量の制限を廃止した。
- 第 3 四半期にゴム価格は 12%下がったが、前年同期比 8%高い。
- 第 3 四半期のゴムの輸出価格は 6%下がったが、前年同期比 36%高い。

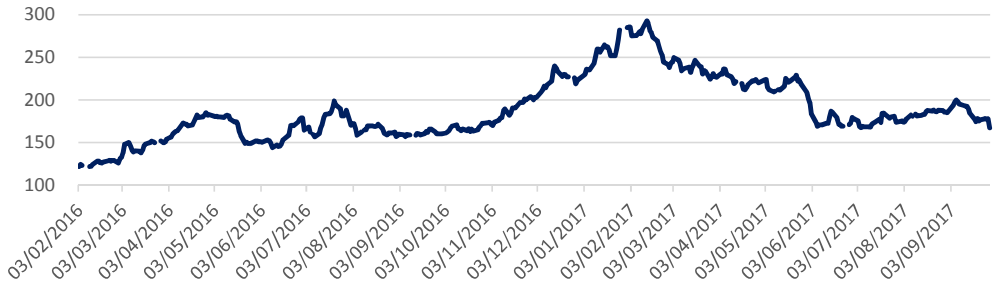
2017 年第 3 四半期現状分析

2017 年の 8 ヶ月の世界のゴム市場の供給量は 50 万トンが不足している。天然ゴム生産国協会((ANRPC)の統計によると、2017 年の 8 ヶ月において、消費量が 85 億 440 万トンだが、生産量は 80 億 380 万トンとなる。中国は引き続き最大の消費国、全体の 40%を占め、また 2017 年の 8 ヶ月においても輸入量も急上昇した、24.3%増の 445 万トンに上った。

3 大生産国タイランド、マレーシア、インドネシアは生産量の制限を廃止した。これは 2017 年 9 月の 12 日から 14 日の世界天然ゴム会議の結果である。この 3 国は世界の 70%生産量を占めている。これは世界のゴム価格に影響する。

2017 年の第 3 四半期に、ゴム価格がまた上がった。3 国の決議と好天気で RSS3 の価格は第 2 四半期と比べ 12%下がったが、前年同期比 8%増の 181USD/トンとなった。ベトナム市場において、第 3 四半期の輸出価格はまた前記より 6%減の 1,609USD/トンが 2017 年の 9 ヶ月は前年同期比 36%増の 1,705USD/トンとなった。

RSS 価格の推移



ソース: Bloomberg

業績が回復している。2017 年の上半期にほぼ各社の業績が大幅に改善した。観察中の対象の企業の売上高は 50%上昇の 1 兆 5,360 億 VND となり、税引後利益は 2.42 倍増の 4,410 億 VND となった。これは 2017 年上半期に輸出ゴムの価格が 37%増とゴムの木の処分の収益が増加したためである。税引後利益が急増しているのは DRI(2016 年上半期の-400 億 VND 損失から 2017 年上半期の 810 億 VND の利益となった)、TRC(+250%)、DPR(+136%)、PHR(+107%)となった。DPR、TNC、DRI のような営業効率がよいい企業は業績が下記の表の通りである。

	売上高	前年同期比	売上総利益率	純利益率	税引後利益	前年同期比
PHR	658	59%	19%	15%	139	107%
DPR	400	31%	46%	42%	137	136%
HRC	35	133%	26%	9%	3	-40%
TNC	26	0%	27%	85%	20	5%
TRC	144	0.17	22%	13%	61	205%
DRI	273	95%	44%	31%	81	-303%

ソース: Bloomberg

投資視点__堅調

ゴムに対して、堅調だと評価できる。需要量が増加したため、2017 年のゴム価格は 2016 年より上昇する。しかし、ゴム価格はまだ石油価格、米ドル対日本円の為替レート、世界情勢に左右される。ゴムの木の処分価格も上昇したため、企業の収益にいい効果をもたらすだろう。

PHR__買い__目標価格が 45,900、時価より 9%上回り

PHR の買うべきの理由は、工業団地に改造するためのゴムの木の栽培地の回収によりの補助金と、NTC の資本回収により業績改善される見通しである。コア事業が停滞しているなか、業績はゴム価格の変動に左右され、これのことは会社の 2017～2019 年の短期的な利益を確保できる。

- **VSIP よりの収益**。（1）栽培地の回収よりの補助金は 10 億 VND/ヘクタールと予測。全部のヘクタールで PHR の 2017 年の補助金は 3,000 億 VND、2018 年には 3,910 億 VND となる。（2）工業団地のリースで PHR は VSIP の工業団地の利益を 20%受益できる。
- **NTC の資本回収。**PHR は現在 NTC の 530 億 VND の簿価に相当した 32.85%の株を所有している。これの 2017 年 9 月 29 日の時価は 3,720 億 VND となった。VRG は PHR の NTC 株を入手する。以前の計画には、PHR が VRG 株を入手する予定だった。その詳細にはまだ明らかになっていない。
- **PHR のゴムの栽培地の売却値が高くなった。**2017 年上半期にその値は 2 億 5,000 万 VND/ヘクタール（2016 年同期には 1 億 6,000 万 VND だった）。仮に 2017 年下半期に売却値は 2 億 2,000 万 VND となった場合、PHR は 1,000 兆 VND の収益を計上できる。
- **一方ゴム事業の成長が鈍くなる。**これは 2017 年下半期に栽培地と販売価格の減少によるもの。

BSC の予測によると、2017 年には売上高と税引後利益がそれぞれ 1 兆 4,650 億 VND（+24.3%）と 3,734 億 VND（+67.2%）、2018 年には 1 兆 5,010 億 VND（+3%）と 4,068 億 VND（−6.3%）となる。これは 2017 年に実現される VSIP よりの収益、NTC の資本回収の収益はまだ計算されていない。NTC 資本回収よりの利益は約 2,500 億 VND となるが、実現時点はまだ不明である。

DRI_買い__目標価格は 15,700VND/株　時価より 25%上回り

新しく上場した銘柄である。その特徴は（1）栽培面積（7,775 ヘクタール）と資本金（7,320 億 VND）の規模において、業界の第 2 位である__PHR に。（2）栽培木の年齢は若い__平均年齢は 5 才、収穫率が高い（1.99 トン/ヘクタール）、これは木の成長と共に今後にまだ増える。（3）ラオスでの栽培では人件費と社会保険費用等がベトナムより安い。DRI の親会社である DAKRUCO よりの資本回収、2017 年の第 3 四半期に所有率を 66%から 51%の引下を実行する。その後、UPCOM 市場から HSX 市場に移行する予定。（4）2017 年のゴム価格は前年より急上昇し、業績が回復した。BSC の予測によれば、DRI の売上高と税引後利益は 6,100 億 VND（+52%）と 1,010 億 VND（+359%）、EPS は 1,311VND/株（5%の賞与福利厚生積立を除いて計算の場合）。

銘柄	2017 年の売上高（10 億 VND）	税引後利益（10 億 VND）	EPS 2017 (VND/株)	P/EF 2017	P/BF 2017	ROE (2017)	2017 年の配当金	2017 年 6 月 30 日の終値	目標価格	Link
TRC	444.3	86.9	2319	12	0.58	5%	15%	28,400	33,000	Link
PHR	1464	373	3753	11	1.54	16%	18%	42,000	45,900	Link
DPR	680	201.5	3523	12	0.87	6.50%	20%	41,000	49,000	Link
DRI	546	101	1311	10	1.08	13%	7%	12,600	15,700	Link

タイヤ業[中立]

- 2017 年の 8 ヶ月に自動車の販売数が縮小
- ゴムの価格は前期より 12%減だが前年同期より 8%高い
- 業績が大幅に下がった。上場している3企業の税引後利益の総額は 51%減った。

2017 年第 3 四半期の現状分析

2017 年の 8 ヶ月の自動車の販売数は前年同期比 6%減となった。VAMA のデータによると、2017 年の 8 ヶ月に自動車の販売数は前年同期比-6%の 177,030 台、組立数は-11%減の 127,706 台、輸入数は 10%増加した。販売数の 2017 年の縮小は 2018 年 1 月 1 日より東南アセアンよりの輸入自動車の税率は0%になったからである。

ゴム価格は第 3 四半期に前四半期より 12%下がったが、前年同期と比べ 8%高く、181USD/トンとなる。在庫期間が一つの四半期まで長引き、売上高総利益率は下半期により改善されると予測されている。2017 年度には、販売価格は平均 10%上がったが、仕入費用の増加に追いつかないだろう。

業績が大幅下がった。2017 年上半期に、上場している3企業の売上高は前年同期比 10%増が、ゴム原価が 50%増のため、税引後利益の総額は 51%減となった。2017 年の 9 ヶ月の累計では DRC の税引後利益は 54%減の 1,310 億 VND となった。

	売上高	前年同期比	売上総利益率	純利益率	税引後利益	前年同期比
DRC	1764	8%	14%	7%	105	-47%
CSM	1695	14%	13%	3%	47	-62%
SRC	449	2%	19%	7%	24	-36%

ソース: BSC research

投資観点 – 中立

タイヤ業に対して中立だと評価できる。ゴム価格の急上昇はタイヤ業者に打撃を与えた。その一方、タイヤの株価は P/E が平均 8.3X のレベルに取引されており、アジア太平洋地域の新興国市場の 14.81X より低い。しかし、2017 年のゴム価格の高騰と事業の競争はタイヤ業者にとって不利な条件であった。

DRC_観察

2017 年 9 月 29 日に DRC の時価は 23,000VND/株、P/E は 9.93X（地域は 14.81X）。販売力のある DRC はタイヤ業のリード企業であった。会社の顧客は国内外の自動車の組立の業者である。販売数の増加と共に組立数も増えると期待されている。企業は 2016 年に 45%を現金、30%を株を還付し、株の配当率が高い。BSC の予測によると、売上高と税引後利益はが 3 兆 5,630 億 VND（+6%yoy）と 2,130 億 VND（-46%yoy）となった。DRC は Radial 工場の第 2 段階の完了を 2018 年第 4 四半期に延期した。DRC 株に関心を持った投資家にはゴムの仕入費用とタイヤ販売価格の推移に注目すべきである。

CSM__観察

2017 年 9 月 29 日に CSM の株は 14,800VND/株で取引されており、P/E は 8.7X、地域平均業者より安い。DRC と同様に、CSM も国内の最大タイヤ業者の一つであり、バイクと自動車のタイヤ事業において優勢を占めている。2017 年の事業成長の原動力は米国へのラジアルタイヤの輸出である。以前の企業アップデートレポートにも掲載した内容であるが、Tirex US は CSM の 50 万のラジアルタイヤを仕入れた。2017 年に、CSM は 27,4 万タイヤを米国の先方に販売し、税引前利益は 150～200 億 VND となる。BSC の予測によると、売上高と税引後利益は前年同比 9%増の 3 兆 5,750 億 VND と-24%減の 1,970 億 VND となる。財務状態が堅調で、配当率が高い（2016 年に 30%は現金と 40%は株）。

銘柄	2017 年の売上(10 億ドン)	2017 年の利益(10 億ドン)	2017 年の EPS(VND／株)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	2017 年の配当	30/06/2017 の終値	目標価格	Link
DRC	3563	213	1523	15.10	1.82	13%	45%現金 30%株	23000	N/A	link

CSM	3575	197	1701	8.70	1.13	17%	30%現金 40%株	14800	N/A	link

医薬品業[中立]

- 薬品の輸入額は 6.5%増、2017 年 9 月 15 日までに薬品の原料は 0.8%増加
- 通達 11/2016/TT-BYT の代替通達によれば、CMP-EU の基準に基づいた生産製品を優先
- 前年同期と比べ、売上高は 7%増、税引後利益が 17%増

2017 年第 3 四半期の現状分析

IMS の予測によると、2017-2021 年の国内の医薬品の成長率は 8-9%となる。2016 年の成長率は 9%、販売総額は 76 兆 VND、そのうち輸入品は 63%を占めている。2017 年 9 月 15 日までの商品の輸入額は前年同期比 6.5%増の 1 兆 9,360 億 VND、原料の輸入額は 0.8%増の 2,550 億 VND となった。これは医薬品において、輸入品が国内産が比較的に成長していることを反映した。

公立医療機関の医薬品調達の入札に関する通達第 **11 号/2016/TT-BYT** の代替草案。現在この草案のために、保険省が企業に意見を調査している。代替草案の重要な変更点は(1)ジェネリックの入札パッケージの品目の再分類(2)先発医薬品及び効能効果が相当するものの入札パッケージの品目の再選定。この草案は 11/2016/TT-BYT と比べ、ジェネリックパッケージの第 1 グループ及び価格が高く市場の競争が少ない第 2 グループの生産ラインは EU-GMP 基準のみとなり、PICsの基準が適応できなくなる。これにより、PICs基準の生産ラインを考えてる企業(DMC)が影響を受け、EU-GMP へのレベルアップを考えざるを得なくなる。先発医薬品のパッケージには期限が切れたものを含まないため、第 1 グループとして製造・販売が許可されるものが多数となる。これが第 1 グループの企業にとって、先発医薬品との競争できるチャンスとなる。

新規上場の銘柄。2017 年に VDP、DVN、DDN、HDP、DHD、DPH、VDC、AMP、DTG 等の企業が新規上場を果たした。2017 年の第 4 四半期に、規模、品質、効率において医薬品業界をリードしている Pymepharco㈱も上場する予定。

業績が好調。ここで分析されている各社は 2016 年より売上高と税引後の利益が伸びた。13 会社の売上高は前年同期比 7%増の 7 兆 530 億 VND、税引後利益は前年同期比 17%増の 8,970 億 VND となった。最も顕著な企業は DHT(+54%)、IMP(+47%)、DMC(+32%)、DP3(+22%)、DHG(+17%)、OPC(+15%)である。これは、おもに効率の向上と費用削減に力を入れた結果であった。利益性が高い企業は DMC(経常利益率は 22%)、PMC(21%)、DHG(19%)、TRA(17%)、IMP(15%)となった。

	売上高	前年同期比	売上総利益率	純利益率	税引後利益	前年同期比
DHG	1808.1	7%	45%	19%	358.9	17%
TRA	859.3	-16%	56%	17%	109.2	8%
DHT	664.1	19%	15%	5%	27.8	54%
DBD	649.6	0%	37%	14%	75.8	11%
DMC	611.2	3%	40%	22%	106.8	32%
IMP	500.1	17%	43%	15%	59.8	47%
OPC	490.3	29%	44%	12%	43.9	15%
DBT	399.1	47%	22%	2%	8.7	-26%
DCL	368.5	4%	34%	12%	40.8	-1%
LDP	258.6	4%	15%	4%	9.0	-3%
PMC	207.9	5%	42%	21%	35.0	-1%
DP3	168.3	40%	57%	13%	18.3	22%
PPP	67.9	20%	19%	6%	3.3	-22%

ソース: Bloomberg

投資視点__中立

医薬品に対して中立だと評価できる。2017 年頭から株価が急上昇した、例え、DHT（153%）、DP3（+82%）、DHG（+65%）、OPC（+41%）、IMP（+23%）、PPP（+20%）。また、P/E が高いものもあった TRA（22.16X）、IMP（21.92X）、DHG（21.39X）、DMC（19.08X）、DBD（17.93X）、DP3（17.57X）、しかし、アジア太平洋地域の中立値（31.09X）よりはまだ低い。これらは長中期に適する銘柄である。戦略的投資家の保有率の変更や新工場の建設等の情報に注意すべきである。

DHG__観察

規模、売上高（1 兆 8,080 億 VND）において、DHG は業界のリード企業であり、第 2 の企業 TRA（8,590 億 VND）より大差をつけた。DHG の成長の原動力は新工場 Betalactam (10 億単位/年)、Nonbetalactam (40 億/年)の稼働率を引上げ, 全国販売ネットワークで OTC セグメントを強化したことである。2017 年-2020 年の売上高と利益の成長率は 16%と 11%と設定した。

大正製薬は 24.44%を取得した情報で、DHG の海外投資家の保有率の引上の可能性は投資家の関心を集めている。しかし、それを実現するのに DHG が事業構造を変更する必要がある（2018 年の予定）。

IMP__観察

国内の医薬品業者の殆どが安価なセグメントに集中しているが中、IMP は高品質セグメントに特化、輸入品の市場を狙いとしている。上場している企業と比べ IMP の注目点は抗生物質を生産するための3つの EU-GMP 基準の工場の所有である。これで IMP が第 1 グループと価格が高く市場の競争が少ない第 2 グループの医薬品調達が落札できた理由である。EU-GMP 生産ラインの基準は全国に 5 社しかないので、上記の草案が EU-GMP への基準引上げも IMP の朗報となるだろう。

DBD__観察

Bidiphar は品質、生産技術、品目の多様性、成長率において医薬品業をリードしている企業である。DBD の最も注意すべき点は抗がん剤を生産できる国内の唯一の会社、または、凍結乾燥技術を持っている全国 2 社のうちの一つである。DBD の主力製品は抗がん剤と凍結乾燥薬品、総売上の 27%を占めている。この2類の薬品の生産稼動率を引上げるために、高技術の工場に投資し続けている。抗がん剤を中心に製品の需要が高まっている。平均には一日約 315 人ががんで亡くなる。2020 年にがんの新患者数は 19 万人なると予測されている。今後、会社の成長の原動力は EU-GMP か PICs基準かで新しく建設される 3 つの工場である。

銘柄	2017 年の売上（10 億ドン）	2017 年の利益（10 億ドン）	2017 年の EPS(VND/株)	P/E 2017	P/B 2017	ROE（2017）	2016 年の配当	29/09/2017 の終値	目標価格	Link
DHG	4,250	780	5,369	19.84	4.95	27%	35% 現金	106,500	N/A	
IMP	1,260	128	3,282	19.20	1.99	13%	18%現金	63,000	N/A	
DP3	250	26	3,823	15.64	3.07	18.5%	20%現金	59,800	N/A	
DBD	1,500	144	2,474	20.17	3.08	18.3%	15%現金	49,900	N/A	Link

プラスティック業[中立]

- 合成樹脂の原料の輸入は 13%増加
- 輸出製品の総額は 14%増加
- PVC 原料価格は前年同期比 15%増、PP は 9%増、PDPE は 1%増、HDPE は 1%減
- 各企業の株主構成の変化
- 前年同期と比べ業績が好調となった銘柄は AAA(+71%)、DNP(+45%)、TPC(+47%)である。その一方、業績が悪化した銘柄は TPP(-91%)、BMP(-34%)、RDP(-32%)、VBC(-24%)、DPC(-22%)。

2017 年第 3 四半期の状況

プラスティックの完成品の生産に力を入れた。2017 年 9 月 15 日までに、合成樹脂の原料の輸入は前年同期比 13%増の 350 万トンとなり、その金額が 21%増の 51 億 USD となった。80～90%の原料は輸入品であるため、これはプラスティック業の急成長を反映した。一方、プラスティック製品の輸出も急成長している、2017 年 9 月 15 日までに、輸出商品の金額が前年同期比 14%増の 17 億 USD となった。

合成樹脂の原料価格が上昇。2017 年 9 月に、PVC 原料価格は前年同期比 15%増加した、PP は 9%増加した。一方、PE 価格はほぼ変わらない、LDPE は 1%増、HDPE は 1%縮小した。在庫期間が一四半期程になるため、プラスティックパイプ(主に PVC 原料)の生産者に影響を与えている。

株主構成の変化。2017 年 9 月に BMP は国家証券委員会より、外国人投資家の保有率を 100%までの引き上げは許可された。これは、外国人投資家の保有率が保有上限のに近づいた(48.57%)時の対応であった。2017 年 9 月、タイランドの Nawaplastic Industries (Saraburi) Co.,Ltd が 2,100 万株(23.84%)を売却した一方、数多くの社内関係者がそれを購入した(490 万株以上)。SCIC も BMP 及び NTP での資本回収は 2017 年内に完了する予定が、SCIC の現在のそれぞれの保有率は 29.51%と 37.12%となっている。これで、企業の株主の構成はまだ大きく変わり、NTP を中心に、資本回収後に業績がまた改善されると期待されている。

業績の明暗が分かれた。2017 年上半期の終わりに各社の売上高は前年同期比 14%増の 8 兆 9,720 億 VND となったが、税引後利益は 9%減の 6,850 億 VND となった。業績が好調な一部の企業は AAA 販売が成長した結果に前年同期比+71%増、DNP（+45%増）、TPC（+47%増）。その一方、原料価格の急上昇で業績が悪化した企業は TPP（−91%）、BMP（−34%）、RDP（−32%）、VBC（−24%）、DPC（−22%）となった。

	コア商品	売上高	前年同期比	売上総利益率	経常利益率	税引後利益	前年同期比
BMP	プラスチック管	1737	9%	25%	16%	228	-34%
NTP	プラスチック管	2053	3%	34%	11%	202	3%
DNP	プラスチック管、上水	676	-2%	18%	10%	60	45%
DPC	プラスチック管	32	-9%	19%	4%	1	-22%
DAG	プラスチックドアー，プロウファイルバー	824	21%	9%	5%	32	7%
AAA	梱包	1582	68%	14%	10%	106	71%
RDP	梱包	604	4%	10%	3%	22	-32%
TPP	梱包	274	-1%	14%	0%	1	-91%
SPP	梱包	498	30%	11%	1%	6	12%
VBC	梱包	362	5%	11%	4%	12	-24%
TPC	梱包	327	-6%	10%	6%	16	47%

ソース: Bloomberg

投資視点＿中立

プラスティック業に対して、中立だと評価できる。激しい競争（HSG, Tan A Dai Thanh が業界参入したため）と PVC 原料が前年同期比 15%増加した影響で、プラスティックパイプの生産者が打撃を受ける。投資チャンスは SCIC よりの BMP と NTP での資本回収となるだろう。2017 年にも包装事業、そのうちに AAA を含み、は成長が続くだろう。

NTP__買い__目標価格 83.900VND/株　時価より 17%上回り

国内最大のプラスティック・パイプ生産業者であり、年間の生産能力が 120 万トン（BMP に相当する）、北部市場の 60%を供給できる。BMP と比べ NTP の事業効率が低い（2017 年上半期の経常利益率は 11%のに、BMP では 16%となった）。

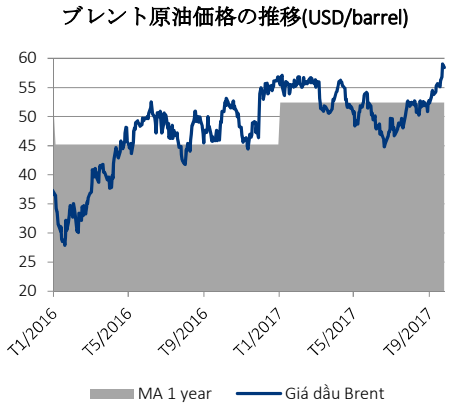
銘柄	2017 年の売上（10 億ドン）	2017 年の利益（10 億ドン）	EPS 2017（VND/株）	P/E 2017	P/B 2017	ROE（2017）	2016 年の配当	29/09/2017 の終値	目標価格	Link
NTP	4663	442	4621	15.47	3.30	22%	35%現金 20%株	71,500	83,900	Link
BMP	3764	460	5614	13.80	2.72	19%	45%現金 80%株	77,500	119,400	Link
AAA	2900	200	3468	9.88	2.00	22%	7%現金	34,250	N/A	Link

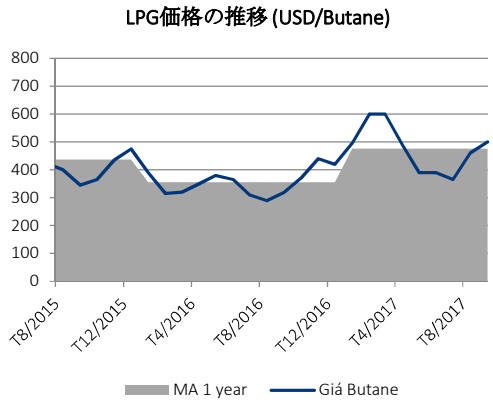
石油・ガス業[中立]

- ブレント原油価格の第 3 四半期の平均が前年同期比 10.5%増の 51.94USD/バレル、これは、2017 年の第 1 四半期は 56%増と比べまだ低い。
- 各企業は 2017 年第 2 四半期において、業績の明暗がはっきりしたが、殆どは黒字となっている。
- 投資視点は業界全体に対して中立であり、PVS には買い注文、GAS には保有、PVD には観察

ブレント原油価格の第 2 四半期からの上昇が続いた、5 月 23 日に 54USD/バレルになったが一時に 6 月 21 日に 44.8USD/バレルに下落し、第 3 四半期末には 57.17USD/バレルとなった。ブレント原油価格の第 3 四半期の平均は前年同期比 10.5%増の

51.94USD/バレル、前期より 7.8%上がった。LGP の値動きも同様に、9 月末に 500USD/ブタンとなり、第 1 四半期の 600USD/ブタンより下がった。LPG の第 3 四半期の平均は前年同期比 44.02%増の 441USD/ブタンとなった。





2017 年 9 月 22 日に OPEC 及び石油生産の主要国が石油の生産量の削減は 2018 年 1 月までと合意した。しかし、米国、イラン、イラク、リビアより圧力で、生産量が増えた。また、ハリケーンハービー、イルマハリケーンの被害、独立を主張したクルドのイラク国内の政治不安で、原油価格が高く維持されるだろう。台風の被害及び米国での採算が取れなくなる事態で、石油リグの数は前期より 6 つ減って、750 施設となった。

年初の 8 ヶ月に開拓量はベトナムの 1,049 万トン原油、そのうち国内は 919 万トン、海外は 130 万トン、2017 年計画の 1,420 万トンの 73.8%となった。PVN と油田所有の関連業者よりの販売量は 881 万トン（36 億 USD に相当）となり、そのうち 498 万トン（20 億 USD）が輸出、国内消費は 384 万トン（15 億 9,000USD に相当）。ベトナムの原油価格の 8 月平均は 402.41USD/トンとなった。

各企業は 2017 年第 2 四半期において、業績の明暗がはっきりしたが、そのなかに、原油価格上昇の影響でガスの供給・運搬業者の業績も改善された。油田調査案件の延期、停止等で川上企業が困難に直面した。PVD が石油・ガスの採掘企業として、業績

が赤字となった唯一の企業となったが、その損失は前年同期の 2,140 億 VND より改善された。2017 年第 2 四半期において、上場している企業の総売上高と総利益はほぼ変わらなく、前年同期比それぞれ 0.9%と 1.34%より高い。

投資視点＿中立

原油価格が 50USD/バレル水準より上回ったが、これ以上に押し上げるために OPEC とロシア等のメンバー国が供給量の削減をすることが難しいだろう。もし、これ以上に供給削減すれば、市場シェアーは米国のオイルシェール産業に奪われるから。またシティグループより原油価格が 55USD/バレルのあたりに動くとの予測もあった。その一方、国内では川上企業と川下企業の業績の明暗が分かれた。ペトロリメックスの関連の川下企業の業績が安定し、原油価格に影響されない、そのうち、前年同期と比べば GAS の税引後利益が 16%増、PGS は 28.1%増、PVB は 111.8%増となった。これらの株値も上昇し、6 月 30 日より GAS は 20%上がって 70,000VND となった、PGS は 27.78%上がって 23,000VND となった。一方、川上企業はまた税引後利益がまた減少し、とりわけ PVD はこの四半期に赤字となったことが HSX より観察リストに入り、マージン取引を停止した。

第 4 四半期に業界に対して BSC の投資視点は中立となり、PVS のような川上企業には長期に投資、PVD には観察、目標価格で取引されている川下企業には中期間に保有。川上の銘柄の業績は Ca Rong Đo（赤鯛）、(2018-2020), Su Tu Trang（白獅子） 第 2 段階 (2018-2020)、 Sao Vang-Đai Nguyet（金星-満月） (2019-2023)等の案件の施行に左右される。川下企業では業績がいいが成長が減速しているため、保有すべきだと考えられる。

	2017 年第 2 四半期の売上 (10 億ドン)	前年同期比	**2017 年第 2 四半期の税引後利益 (10 億ドン)**	前年同期比
GAS	16147.2	2.8%	1894.2	16.0%
PVS	4312.9	-8.3%	367.4	-17.1%
PVD	945.3	-46.7%	-65.6	-291.6%
PGS	1214.3	-0.7%	29.6	28.1%
PGD	1687.8	48.3%	49.1	-56.5%
PVC	1078.4	16.4%	27.2	-339.5%
PVG	734.9	23.8%	1.5	-72.1%
PGC	675.9	19.1%	40.2	9.3%
PXS	398.1	-7.6%	13.5	-67.5%

PVB	15.4	1181.1%	6	111.8%
CNG	341.3	47.2%	27.8	-27.0%

GAS-目標価格 74,047VND/株-観察

GAS の売上高が重オイルの価格推移に左右される、採掘費用は固定費用だが、生産量の 70%は重オイルの 46%と連動している。現時点の重オイル価格が順序であり、前年同期の平均比 44.5%増の 325USD/mtu で取引されている。それに Cuu Long パイプラインの改造よりの 1 兆 VND の特別利益があり、GAS の税引後利益は前年同期比 20.1%増の 8 兆 6,130 億 VND となり、2017 年度の EPS は 4,500VND/株。GAS の P/E は 15.3X で取引されている。

PVS_目標価格 20,500VND/株__時価より 25.77%上回り

PVS の業績において、売上は前年同期比-16%減の 7 兆 6,840 億 VND だが、税引後利益は前年同期比+22.6%増の 6,890 億 VND となった。上半期において、売上が縮小したのは最に海上建設で 35%減少であったが、2018 年からは回復する予定。それに運営及び維持事業は今後の安定な収益源となる。BSC の予測では、2017 年の売上高を前年同期-2%減の 18 兆 165 億 VND の及び税引後利益を前年同期-8%減の 8,339 億 VND は計上でき、EPS は 1,876VND/株。Ca Rong Đo（赤鯛）の 4 兆 VND で、2018 年の EPS は 2,200VND/株と予測できる。近いうちに FPSO Lam Son より早期契約中止より損害賠償 4,000 万 USD のが受け取る予定、この中止による被害は約 2 億 USD 以上と算定される。PVS 今後の中長期投資には、Ca Rong Đo（赤鯛）(2018-2020), Su Tu Trang（白獅子）第 2 段階 (2018-2020), Sao Vang-Đai Nguyet（金星-満月）(2019-2023)の案件で、収益性が高い従来建設事業の収入が大きくなり、PVS が適している銘柄である。

PVD__観察

PVD は、石油リグのリース（貸付）を削減した結果、2017 年上半期に損失は－2,520 億 VND となった。しかし、第 2 四半期に売上が回復し、会社が底から抜き出した。Ca Rong Đo（赤鯛）の案件への期待で PVD の国内のリース事業、海外の石油市場の回復は PVD の営業の好条件になった。PVD は、タイランド湾 Block G10/48 で PV DRILLING の石油リグのリースを KrisEnergy と契約した。これは、600 万 USD の契約額で、1,360 億 VND に相当し、10 月に工事開始する予定となり、PVD の年内の 2 つ目の海外案件である。2018 年に PVD の回復がより明確になったが、新規契約の情報等で急上昇する可能性に対してまだ観察すべきだと考えられる。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	2017 年の配当	30/9/2017 の終値	目標価格
GAS	72,155	8,613	4,500	15.0	3.0	19.7%	17% tiền	69,100	74,047
PVS	18,165	833.7	1,876	9.6x	0.7x	7.6%	7% tiền	16,300	20,500

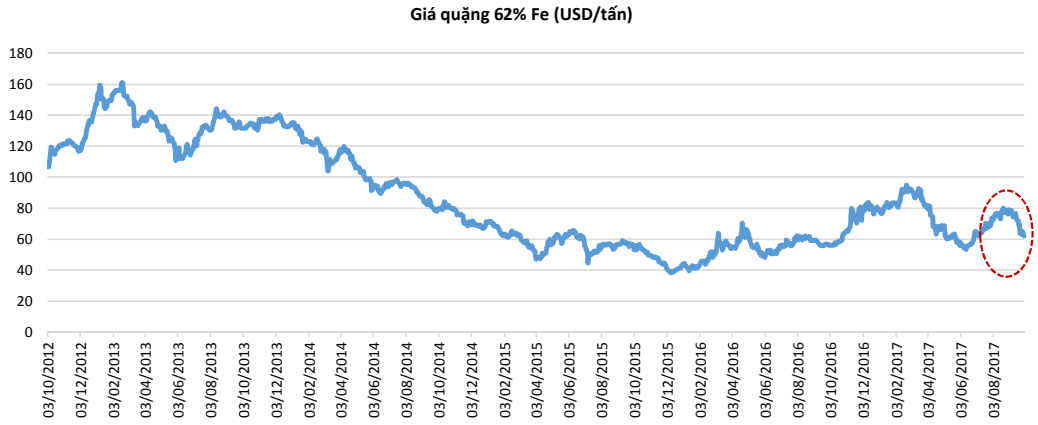
鉄鋼業[中立]

- 鉄鋼石が 2017 年の 6 月末及び第 3 四半期末に反発したが、現在は下落
- 2017 年の第 3 四半期の国内鉄鋼価格が 20%上昇
- 各鉄鋼会社の業績が好調と予測される

2017 年第 3 四半期の状況

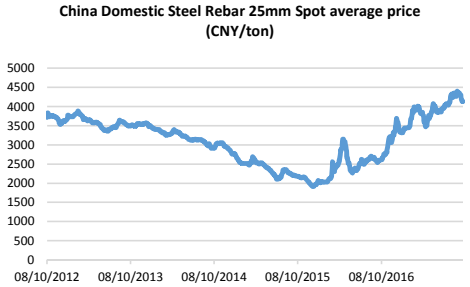
鉄鋼価格は 2017 年 8 月末から調整してきた。BSC の 2017 年第 3 四半期のセクター報告書では、鉄鋼価格が安定せず、第 3 四半期の 2017 年 8 月 21 日にピークの 79.93USD/トンから 2017 年 9 月 29 日の 62.05USD／トン（−29%）に下落した。その上昇は中国が鉄鋼の完成品の削減と共産党の１０月大会前の中国経済の安定からである。しかし、空気汚染の改善のために今冬に大きな建設工事の中止よりの需要市場のリスクがある。一方、専門家の分析によれば、海港では1兆 3,180 万トン鉄鋼石の在庫があり、平年の 8,000 万トンより上回り、中国の鉄鋼の完成品及び鉄鋼石が随分足りている。

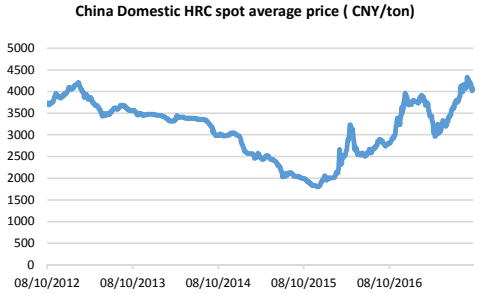
インドでのモンスーンの季節が終われば、鉄鋼石の供給が増えるだろう。また、オーストラリアは鉄鋼石の 2018 年 6 月の事業年度の生産量を 8 兆 8,500 万トンと予定し、2017 年度より 4%増加となった。ブラジルの供給も来年に 5%上昇する予定。供給市場が生産を増量するなか、中国の需要市場の支えがあっても、鉄鋼石の価格が下がるだろう。



ソース: Bloomberg, BSC Research

中国国内の鉄鋼価格は連続に上昇したが現在は、鉄鋼石の価格下落と共に、調整している。2017 年 9 月 29 日に中国国内の 1 トンの棒鋼の価格は 4,055 中国元、1,400 万 VND となり、HPG の棒鉄 1,280VND/トン、建設工事用の圧延鋼材 1,300VND／トンより高い。





ソース: Bloomberg, BSC Research

鉄鋼石価格の上昇で 2017 年第 3 四半期の業績がより改善される。2017 年初の 6 ヶ月の業績には、鉄鋼石の第 2 四半期の価格の影響で売上高総利益率は 2016 年より下がった。しかし、6 月末からの鉄鋼価格が回復し始め、国内価格も上昇し、鉄鋼企業の第 3 四半期の業績も好転するだろう。

銘柄	2017 年上半期の売上高 (01/01 – 30/06)	前年同期比	2017 年上半期の利益 (01/01 – 30/06)	前年同期比	利益率	
					2017 年上半期	2016 年上半期
HPG	20,876,836,829,643	37.43%	4,036,897,424,704	13.06%	19.34%	23.50%
HSG	13,443,649,715,047	49.73%	854,968,786,096	-24.00%	6.36%	12.53%
NKG	5,486,682,606,583	38.09%	372,369,835,721	4.69%	6.79%	8.95%

ソース:企業の財務諸表

投資視点

建設資材の高騰と伴って建設工事が停滞し、鉄鋼石価格が低下している。第 4 四半期の鉄鋼業に対して中立だと評価できる。HPG、HSG、NGK 等の大手会社に対しては中長期の保有を推奨できると考えられる。

HPG–買い–目標価格 45,945VND

2017 年初 9 ヶ月の HPG の鉄鋼消費量は前年同期比 32.53%増の 161 万トンとなり、鉄管は前年同期比 27.14%増の 43.1 万トンとなった。国内鉄鋼価格は鉄鋼石価格と連動し、2017 年 6 月末には 1,050 万 VND/トンのあたりで変動していたが、第 3 四半期に 22%増加し、現時点では棒鉄は 1,280 万 VND/トン、建設工事用の圧延鋼材は 1,300VND/トンとなった。HPG の第 3 四半期の業績が非常に明るい、税引後利益は前年同期比 30.74%増の 2 兆 1,000 億 VND となると予測できる。

HSG–買い–目標価格 35,803VND

2016 年-2017 年の事業年度の 9 ヶ月に HSG の総消費量は前年同期比 32%増の 117 トンとなり、全年度の 78%を占めた。2017 年の終わりまで、HSG の冷間圧延の鋼材は 170 万トン、亜鉛めっき鋼材は 220 万トンとなる予定。価格下落で熱延鋼が過剰在庫になり、BSC の第 3 四半期セクターの分析の通りに、HSG の第 2 四半期業績は悪化した。2017 年の売上総額が 26 兆 4,100 億 VND、税引後利益は 1 兆 6,710 億 VND（Hoa Sen Gemandept 国際港の 45%保有率を資本回収よりの利益は未計上、2017 年 6 月 30 日時点の簿価は 182 億 6,000 万 VND、この資本回収に対する引当金は 336 億 9,000 万 VND）。

NKG-買い-目標価格 43,882VND

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div 2017	29/09/2017 の終値	目標価格
HPG	46,867	7,795	5,602	6.94	2.05	29.35%	N/A	38,900	46,945
HSG	26,410	1,671	4,774	5.99	1.84	30.65%	N/A	28,600	35,803
NKG	12,093	711	6,772	4.89	1.79	36.64%	N/A	35,250	43,882

2017 年初の 6 ヶ月の消費量は前年同期比 8%増の 382,061 トンとなった。そのうち、輸出量は 152,030 トン前年同期の 124,849 トンより 22%増となった。重量で主な輸出先の国はインドネシア（37%）、米国（17%）、マレーシア（8%）（これの前年同期では 53%、11%、7%）となった。一方、NKG はユーロ圏、豪州、及び中国鉄に対してアンチダンピングの市場への輸出を強化している。

NK3案件のきっかけで、生産効率が改善され、この工事が完了した後に、NKG の冷間圧延の鋼材の年間生産が 100 万トン、亜鉛めっき鋼材は 120 万トンとなる。2017 年の売上総額が 12 兆 930 億 VND、税引後利益が 7,110 と予測できる。

セメント業[中立]

- 税法政策で輸出が低下したセメントは国内市場で激しい競争に直面している
- VAT 税制の改革草案が消費量を改善する
- 各セメント企業の業績が低迷している。

2017 年第 3 四半期の現状分析

国内セメント市場は激しい競争に直面している。セメントの過剰供給の状況が続き、ベトナムセメント協会によると、セメントの年間総生産量は 8,900 万トン（2017 年、Long Son 工場は 500 万トン、Xuan Thanh-Ha Nam 工場の第２段階からは 450 万トン）であるが、国内の消費量は 6,000 万トンとなっている。協会の予測によると、2020 年の消費量は 8,200 万トンとなり、まだ 3,600～4,700 万トンが余る。

建設省の建設資材部によると、2017 年初の 9 ヶ月の消費量は前年同期比 6%増の 5,927 万トンとなった。しかし、国内の消費量は 4%増の 4,528 万トンとなり、輸出は 1,399 万トンとなった。弊社のセメント企業視察では、消費状況が低下しており、生産量の増加は 2016 年よりマイナスとなっているか、軽く上昇している程度となっている。

セメント企業は税制に影響されている。2016 年にセメントに関して政府よりのいくつの決議が発行された：決議 100/2016/NĐ-CP（天然資源よりの輸出品はその仕入れに対して VAT 控除の対象外となる）、決議 122/2016/NĐ-CP（資材、原料、半製品の価値のうち、天然資源の価値が総価値の 51%以上のものを対象に輸出税 5%が課される）。この２つの決議が輸出セメントに影響し、国内供給市場の激しい競争を招く

現在、財務省は VAT 税制の改革草案を作成しいる、そのなかに天然資源より輸出品及びに対する VAT 不還元及び天然資源価値が５１%以上の製品に対する規制を排除する内容がある。この改正草案が通過すれば、国内の消費市場の競争が改善するだろう

2017 年の上半期に。各セメント企業の 2017 年の上半期業績が低迷している。これは国内市場の競争の激しさを示した。HT1 は南部市場の恩恵もあったが、加工費用のため、売上高総利益率が 20.2%から 16.97%に下がった。

	売上高			売上高総利益率		EBITDA		
	1H2017	1H2016	yoy	1H17	1H16	1H2017	1H2016	yoy
HT1	4,048.58	3,928.00	3.07%	16.97%	20.20%	877.06	948.27	-7.51%
BCC	1,909.42	2,199.51	-13.19%	11.03%	18.83%	169.76	356.36	-52.36%
BTS	1,579.49	1,639.66	-3.67%	14.76%	17.27%	258.71	287.78	-10.10%

投資視点-中立

国内の激しい競争の現状が改善されていないから、セメント業 2017 年第 4 四半期に対してに中立だと評価できる。一方、Vicem の人事異動がグループ企業の運営に影響を与えている。第 4 四半期はセメントの重要な消費期間であり、第 3 四半期より競争の状況が改善されるだろう。

HT1-観察

Ha Long 社での外注加工費用で、売上総利益率が縮小し、第 3 四半期の業績が芳しくないと考えられる。2017 年の第 3 四半期の消費量は前年同期比 2%減となったが、2017 年初の 9 ヶ月の累計では5%増となった。2017 年 9 月 30 日にユーロ建てでの借入残高が 4,300 万ユーロであり、第 3 四半期の未実現の為替差損が 387 億 7,000 万 VND（第 3 四半期にユーロは VND に対して 3.46%高くなった）となった。

BCC-観察

競争が激しい中部の消費市場で、BCC の第 3 四半期の業績が引き続き低迷となっている。ユーロ建ての借入が返済したため、企業の為替リスクがない。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	配当	29/09/2017 の終値	目標価格
HT1	8,649	492	1,288	11.41	0.99	8.65%	N/A	14,700	17,540

BCC	4,066	130	1,065	8.15	0.46	6.29%	N/A	8,680	11,606
BTS	3,348	108	808	6.81	0.45	7.36%	N/A	5,500	8,976

ソース: BSC の予測

タイル建材業[中立]

- 各企業の 2017 年の上半期の全体には良好の水準が維持できたが、業績の明暗がはっきりとなった。
- 2017 年第 4 四半期に業績が引き続き成長と期待できる。

各企業の 2017 年の上半期の全体には良好の水準が維持できたが、業績の明暗がはっきりとなった。不動産業の成長の影響で、CVT、VIT,VHL,VGC 等の高品質と販売・流通システムが整備された企業では業績の明暗が鮮明になった。タイル建材業の売上総額が前年同期比 7.1%増の 7 兆 880 億 VND、税引後利益は前年同期比 27.3%増の 2,368 億 VND となった、これは主に VGC、CVT の寄与分であった。

銘柄	2016 年上半期の売上	2017 年上半期の売上	前年同期比	2016 年上半期の税引後利益	2017 年上半期の税引後利益	前年同期比	P/E	P/B
CVT	432	492	14%	60	77	29%	8,4	3,5
CYC	113	129.1	14.2%	1.9	(-0.7)	-137%	10.6	0,3
TCR	793	590	-26%	24	(36)	-250%	n/a	0,3
TTC	184	160	-13%	13	10	-26%	6,3	1,1
VHL	872	1.010	16%	57	68	18%	8,9	2,0
VIT	389	418	7%	19	23	24%	6,3	1,7
VGC	3.833	4.290	11.9%	259	411	59%	12,3	1,8

ソース: BSC Research

投資観点

タイル建材に対して中立だと評価できる。不動産建設工事が完成期限に追いつく第 4 四半期では業績がより改善されるだろう。CVT や VCG の業績が引き続き良好になる。VIT に対しては観察し、CVT 及び VGC に対しては中長期の保有を推奨できると考えられる。タイル建材株の取引において、P/E の中間値は 8.8、P/B の中間値は 1.5 となっている。

CVT-買い-目標価格 58,000VND/株。CVT の年初 9 ヶ月の売上高及び税引後利益は、引き続き伸びており、それぞれ 9,050 億 VND（前年同期比 16%増）と 1,280 億 VND（前年同期比 17%増）となった。これは CMC2工場の稼動が安定期に入ったため生産

量が改善され、前年同期より 12%増となった。中級・上級セグメントにターゲットした合理的な事業戦略を展開し、販売代理システムが整備され、2017 年に CMC 工場の拡大を計画している（2018 年の売上に貢献できる見込み）、CVT は基盤がいい企業である。塩メルト花崗岩の新工場は 11 月に試験運用を開始し、2018 年第 1 四半期からには安定稼動に入る。2018 年の業績がまた堅調になると期待できる。CVT の 2017 年の売上高は、前年同期比 9.7%増の 1 兆 3,050 億 VND、税引後利益は前年同期比 16%増の 1,770 億 VND、2017 年の EPS が 6,300 になると予測している。

VGC-保有-目標価格 23,200VND/株

VGC 株価は弊社の企業アップデート時点より 29.5%上昇した。VGC は弊社の建設資材業のリード銘柄であり、現在は事業効率向上のために社内改革を経過中であり、各指標は業界平均よりも魅力的である。上半期の業績が良好であり、売上高は前年同期比 12.1%増の 4 兆 2,890 億 VND、税引後利益は前年同期比 58.6%増の 4,111 億 VND となり、これは年間計画の 53%と 60.9%に相当した。2017 年の上半期の粗利益は前年同期比 12%増の 1 兆 590 億 VND となり、売上高総利益率は前年度の水準 24.5%のままとなった。しかし、経常利益率は相当に改善された、その理由は（1）財務活動の収益が鮮明に改善された（2）販管費が 2016 年上半期の 13.6%から 2017 年上半期の 11.3%になり、原価管理がよりよくなった。建設省はまた VGC の 20%の資本回収を予定し、これは 9,000 株に相当する。その進捗は具体的になっており、2018 年頭に実施する予定である。BSC は VGC が今年度の計画数字より越えると予測しており、売上高は前年度比 8.17%増の 8 兆 7,380 億 VND、税引後利益は前年比 69.4%増の 8,270 億 VND となる。親会社に帰属できる 2017 年の EPS FW は 1,576VND となる（福利厚生積立金は 350 億 VND で 2016 年度の水準と同じにして計算する場合）

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	EPS 16/17	PE F 2017	P/B F2017	2017 年の配当	ROE	30/09/2016 の終値	目標価格
CVT	1,305	177	6,300	8.1	3.36	30% - 35%	46.2%	50,900	58,000
TTC	348.2	20	3,367	5.5	1.1	15% tiền mặt	18.2%	18,500	N/A
VHL	1,971.8	166.9	6,676	7.1	1.9	20% tiền mặt	23.8%	47,100	N/A
VIT	1,164	70	3,589	6.12	1.7	15% tiền mặt	28.6%	22,000	28,700
VGC	8,738	827	1,576	14.5	1.57	9% tiền mặt	14.9%	22,800	23,200
TLT	515	45	6,438	2.8	3,0	N/A	N/A	17,800	N/A

繊維製品・衣料業[中立]

- 繊維製品・衣料の 2017 年初 8 ヶ月の総額は前年同期比 8.2%増の 168 億 6,000 万 USD となり、第 1 四半期より伸び率が減速した。
- 世界の綿価格が 8 月下旬に軽く回復したが、また 2016 年同期の水準まで下落した。
- 殆どの企業の業績が堅調となった。
- 繊維製品・衣料に対して中立だと評価できる

2017 年第 3 四半期の現状分析

2017 年初の 8 ヶ月の輸出向け繊維製品・衣料は、上半期の受注量で業績が好転した。2017 年初の 8 ヶ月の輸出の累計額は前年同期比 8.2%増の 168 億 6,000 万 USD となった。輸出総額は上半期には 11.3%上昇したが、第 3 四半期には伸び率が減速した、それでも競争輸出国と比べ高い伸び率となっている、例えは中国(-5%)、インド(+5%)。輸出先の各国において、それらの国輸入額の伸び率が減速している、例えば米国(+2%)、EU(+1%)、日本(-5%)、韓国(+6%)、にも関わらずベトナムからの輸入が順序に伸びている、具体的には米国は前年同期比 7.3%増の 81 億 6,000 万 USD、日本は前年同期比 5%増、韓国は前年同期比 12.6%増となった。

世界の綿価格が 8 月下旬に軽く回復したが、また 2016 年同期の水準まで下落した。世界面価格は 5 月にピークとなった後に急下落して 65-75 セント/ポンドになり、8 月にはアジア国が在庫補充のために綿の輸入が増やされ、価格が回復し、9 月には小幅の調整に入って、67 セント/ポンドとなった。

殆どの企業の上半期の業績が堅調となった。産業大手の 9 社の売上高は、前年同期比+10%増の 18 兆 5,260 億 VND となり、第 1 四半期より高い。売上が最も成長したのは STK(+38%)、これは生産の稼働率が 27.7%増となり、年間 60,000 トンとなり、国内市場及び東アジア市場に力を注いだ結果に業績が改善された。収益性においては、TCM の伸びが最も顕著であり、前年同期比 136%増となり、これは糸事業からより利益性が高い繊維製品事業に移行したと、Eland よりの受注減少の損失を補いために Vinh Long 工場の効率を引き上げたためである。しかし、一部の企業の業績が低迷した、EVE の売上高は前年同期比 1%減、税引後利益は 45%減、PPH の売上高は前年同期比 9%減、税引後利益は 38%減となった。

2017 上半期	売上高 (10 億ドン)	前年同期比	EBIT 10 億ドン	前年同期比	税引後利益 10 億ドン	前年同期比	売上総利益率 2017 年上半期	売上総利益率 2016 年上半期
VGT	8,280	16%	169	-1%	309	2%	10%	12%
VGG	3,719	7%	135	-6%	131	7%	10%	10%
TCM	1,547	2%	132	109%	118	136%	16%	12%
PPH	1,392	-9%	38	-65%	137	-38%	12%	15%
TNG	999	17%	86	23%	42	4%	18%	18%
STK	918	38%	65	92%	49	54%	11%	10%
GMC	710	2%	43	-26%	44	-12%	14%	16%
FTM	587	-3%	40	66%	18	0%	9%	6%
EVE	374	-1%	24	-50%	23	-45%	33%	35%
合計	**18,526**	**10%**	**731**	**2%**	**872**	**-1%**		

ソース:財務諸表, BSC Research

投資視点

2017 年第 4 四半期に繊維製品・衣料に対して中立だと評価できる。それは下記の理由があった:(1)年初から受注で、輸出額が改善されたが、主な輸出先には不安定もあった;(2)受注がより安価な人件費と税率の近所国に移された;(3)新規制で社会保険及び給料が引上げられた;(4)大手の株価が年初より大幅に上昇した。またベトナム繊維・衣料総公社の代表者によれば上半期には FRB の金利引上げの恩恵、下半期には貿易保護政策で、輸出の成長は持続性が不確実である。全体的には、商工省は、2017 年の輸出の伸び率が 8-9%、総額は 300 億 USD と予測している。それでも、BSC は、成長の潜在力があるかつ、割安になった一部の銘柄に対しての買いを推奨したい。

TNG-目標価格 18,538VND/株

輸出の好調で、TNG の売上高の伸び率は前年同期比 17%増となり、上場会社のうち最も顕著である。2017 年において、TNG は自ら小額の受注を断り、2社の重要な取引先の受注を優先した、それは Decathlon (前年同期比 170%増の 4,500 万 USD) と The

Children's Place (前年同期比 240%増の 2,000 万 USD)である。それに Levi's の 40 万 USD の初受注も取得し、これは 10 月、11 月に出荷する予定。TNG の小売チェーン店の 2017 年初の 8 ヶ月の売上高は 680 億 VND、好調となった(2016 年度は 780 億 VND)、今年には収支が合うだろう。

VGG-目標価格 60,204VND/株

VGG は上場している繊維製品・衣料会社のなかに、会社規模の第 2 位大きいであり、事業の多様面にアドバンテージがある。VGG の売上は主に日本(32%)、米国(22%)、EU(18%)よりの受注であり、その殆どは FOB 形態契約(売上の 75%を占めている、業界平均は 15%)であり、残りの契約は ODM 形態となり、利益率が相対的に良好である。その一方、VGG は事務服のアパレルブランド Viet Tien を所有しており、国内で信頼を得たアパレル業者である。これで輸出セグメントが難航しても会社は柔軟に事業戦略を調整できる。

2017 年上半期に、売上高は前年同期比 7%増の 3 兆 7,190 億 VND となり、年間計画の 48%を達成した、税引後利益は前年同期比 7%増の 1,310 億 VND となり、年間計画の 38%を達成した。

銘柄	2017 年予測の売上高(10 億 VND)	2017 年予測の税引後利益	EPS 2017F (VND)	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	29/09/2017 の終値	目標価格
VGT	15,640	310	620	18.4	0.9	4%	11,400	13,619
VGG	8,113	380	8,460	6.4	1.4	24%	53,900	60,204
TCM	3,315	182	3,324	8.1	1.4	23%	27,000	32,000
TNG	2,553	111	2,567	5.9	1.05	18%	15,200	18,538

ソース: BSC Research

生命保険業[中立]

- **2017 年初の 5 ヶ月に保険料は堅調になった。各セグメントが成長した。**
- **損害率は 33.67%となり、前年同期の 32.21%より上がった**
- **上場している企業の 2017 年上半期の業績が堅調となり、売上高及び税引前利益の伸び率は 8%と 15%となった。**
- **利率が小幅に下がるため、2017 年の第 4 四半期には中立になる**

2017 年初 5 ヶ月の現状分析

2017 年初の 5 ヶ月に保険料が引き続き堅調になった。保険監督管理局のデータでは、全業界の総額は前年同期比 31.1%増の 22 兆 2,660 億 VND となった。資産保険と賠償責任保険を除き、各セグメントが成長した、自動車保険は 13%増、健康保険は 23%増、火災保険は 8%、運送保険 3%となった。

2017 年初 5 ヶ月の損害賠償額は 5 兆 3,190 億 VND となり、実質損害率は 33.67%となり、前年同期の 32.21%より上がったが、2005 年-2016 年の 37%より低い。

2017 年の上半期の業績が良好になり、売上高は 8%伸び、税引前利益は 15%伸びた。コンバインド・レシオは 98.9%となり、前年同期比 1.6%上がり、事業運営のコストが上昇したことを示した。2017 年の上半期のの平均投資率は 3%、前年同期と同様となった。

2017 年上半期(10 億ドン)	BVH (*)	PVI	VNR	BMI	PTI	PGI	BIC
保険引受収益	3622	3547	849	1620	1496	1210	912
前年同期比	22,4%	0,2%	-4,2%	16,1%	1,8%	2,3%	11,7%
補償金の割合	55%	50%	48%	47%	54%	58%	47%
前年同期比	1%	-1%	-4%	4%	10%	8%	7%
混合率	100,3%	97,0%	93,8%	99,9%	101,5%	100,0%	99,9%
前年同期比	4,2%	3,0%	0,8%	-1,1%	1,3%	2,0%	0,6%
投資活動							

投資金	6406	7457	3212	2387	3213	2100	3148
前年同期比	2,9%	−7,5%	3,5%	−2,6%	10,3%	13,0%	13,2%
投資比率	3%	3%	3%	4%	2%	5%	3%
2017 年上半期の税引							
前利益	195	323	144	110	59	97	92
前年同期比	−3%	67%	9%	16%	−37%	21%	−2%

損害率は保険料似たいして、(引当金も含んだ)賠償金がどのくらいの割合になるかを示した数値。

コンバインド・レシオは保険料に対して、賠償費用及び事業運営費用の合計額がどのぐらいの割合になるか示した数値

投資視点ー中立

保険株は P/E の中間値が 14.39、P/B の中間値が 1.37 で取引されており、地域と比べ高い。利益率の水準が下がっているため、保険に対して中立だと評価できる。利益が減少している原因は、上半期のインフレが減速したため中央銀行は貸付を促進するために、金利を引下げ、その影響で市場の利息も引き下がったことである。しかし、貸付が銀行の資金調達より加速しており、利息が上がった。利国

2017 年のベトナムのいくつかのマクロ経済指標の予測

期末指標	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017
インフレ(前年同期比)	4,74	4,65	2,54	2,9	2,1
マネーサプライの伸び(前年同期比)	17,9	3,52	6,4	10,4	15,5
貸付成長率(前年同期比)	18,7	4,06	8,00	11,5	18,0
3 ヶ月の平均調達金利(%)	5,0	5,1	5,1	4,8	4,8
12 ヶ月の平均調達金利(%)		6,8	6,75	6,5	6,5

ソース: MarketIntello

PVI-目標価格は 38,000VND　時価より 13.5%上回り

2017 年の 6 月末に PVI のマーケットシェアーは 17%に下がった。保険の営業活動はは引き続き難航している。保険業の売上の半分を占めている石油・ガス及び海運業は 2017 年第 3 四半期にまだ回復しておらず、石油・ガスの探索はまだ延期された。健康保険及び自動車保険は前年同期比それぞれ 7%と 4%減少した、貿易保険を補えなかった。しかし、PVI は The Costa Nha Trang のマンションの譲渡よりの 900 億 VND の特別収益を計上し、2017 年の保険事業業績を引上げる予定。The Costa Nha Trang は既に引渡済みとなった。また、PVI は、3.5 ヘクタールの広さで 53 件の別荘の規模である Embassy Garden の不動産案件を引き受けた。この案件の引渡しは 2018 年の第 3 四半期に、収益計上は 2018 年-2019 年に予定している。なた 2017 年-2018 年に PVN は PVI の保有株を全部売却し、PVI の石油・ガス保険の関連事業においては、関連会社の時の優位がなくなる。しかし、PVN 関連の売上は 2016 年に 16%となり、今回の資本回収の影響は PVI の事業に重大なダメージはないと想定できる。世界 130 国に保険事業を運営している HDI Global（運用資産総額が 1,000 億ユーロ以上で、ユーロの最大金融グループの一つである Talanx 社の子会社）は PVI の保有率を引上げる予定がある。これは実現できたら、PVI は膨大な財務資源が得られ、HDI Global よりの経験と保険ネットワークの恩恵が受けられる。

BMI－目標価格—32,150VND-時価より 10%上回り

2017 年上半期の売上高は前年同期比 16%増の 1 兆 6,200 万 VND であり、過去 8 年間の最高となった。健康保険及び事故保険は最も顕著に伸びた、前年同期比 40.5%増となった。そのうち、事故保険の賠償率は 18%であり、健康保険の 60%よりも低い。事故保険は、会社の 2017 年の安定な売上となるだろう。賠償率が低い事故保険を強化したため、BMI の賠償率は 47%となり、生命保険業界最大の 5 社のうち最も低いである。最も注目すべきのは、採算取れていない投資案件に対してすでにその損失の引当金を計上し、現在の投資案件の 90%は安全な債券であり、投資率の改善を期待できる。BSC の予測では、BMI の計上した投資額は簿価よりも 3,000 億 VND 低いである。

銘柄	2017 年の売上(10 億ドン	2017 年の利益（10 億ドン	EPS 2017	P/EF 2017	P/BF 2017	ROE (2016)	2016 年の配当	30/09/2017 の終値	目標価格
BMI	3,836	195.3	2,410	13.0	1.0	8.0%	10%	29,200	32,150

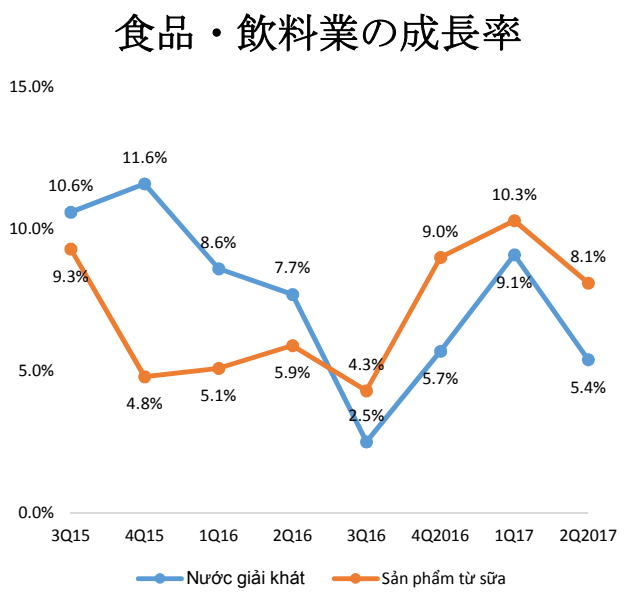
PVI	7,283	465	1,987	19.1	1.1	6.3%	20%	32,200	38,000
VNR	1,788	248.8	1,900	12.6	1.2	10%	12%	26,300	26,500

食品・飲料業[中立]

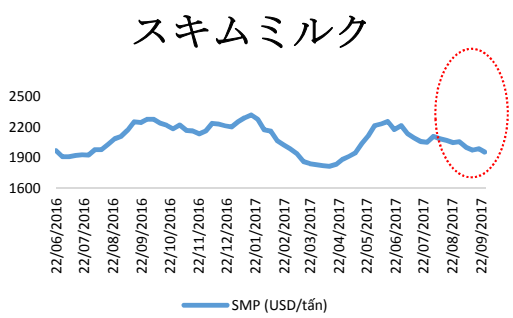
- 2017 年第 2 四半期に食品・飲料業の消費量の成長率は引き続き上昇したが、前四半期よりそれぞれ 3.7%、2.2%低かった。
- 2017 年第 3 四半期に粉乳の価格は変動し、次の数ヶ月に上げると予測された。
- 2017 年 6 ヶ月の業績：食品・飲料業の企業の業績は好調に成長した。
- 私たちは食品・飲料業の見通しに対す「中立」を維持しております。

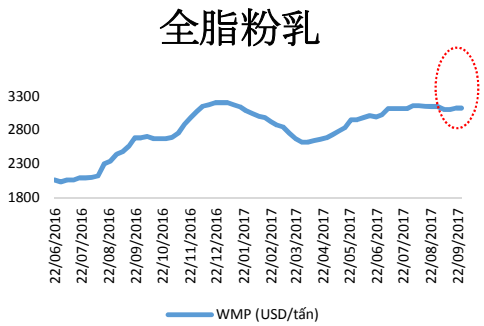
2017 年第 2 四半期に食品・飲料業の消費額の成長率は引き続き上昇したが、前四半期より低かった。具体的には、清涼飲料業の消費量の成長率は 9.1%から 5.4%に減少した。ミルク製品の消費量の成長率は 10.3%から 8.1%に減少した。この減少は、最初の四半期に旧正月の季節後の消費者需要の減少によるものであった。多くの生産者にとって潜在的な土地である農村地域における食品・飲料業の成長率は生産量の上昇で 6.5%上昇して、全国の消費業の総売上の 57.5%を寄与した。都市地域における食品・飲料業の成長率は前年同期比僅かに 5.1%上昇した。

ソース: 2017 年第 2 四半期に Market Pulse のレポート, Nielsen



2017 年第 3 四半期に粉乳の価格は大きく変動した。具体的には、スキム粉乳の価格は 2017 年 6 月 21 日の 2,173USD／tから 2017 年 9 月 26 日の 1,954USD に引き下げた。一方、全脂粉乳の価格は 2017 年 6 月 21 日の 2,990USD／tから 2017 年 9 月 26 日の 3,122USD に引き上げた。ロイター通信によると、世界最大の乳製品輸出国であるニュージーランドが悪天候を経験しているため、生産量が減少しているが乳製品の需要が大幅に引き続き増加しているため、原料ミルクの価格は引き続き上げるだろう。.





2017 年上半期の業績。食品・飲料業の企業の業績は好調に成長した。最大の食品飲料企業トップ 5 の総売上は前年同期比 9%増加して、税引後利益は同比 13%増加した。そのうち、最大ビール企業である SAB と BHN はの売上総利益率は安定した。投入スキム粉乳価格と全脂粉乳価格は 2017 年上半期に約 35～40%増加したものの、VNM の売上総利益率と税引後利益の成長率は大きく上昇した。

2017 年上半期	売上(10 億ドン)	前年同期比	税引後利益	前年同期比	2016 年配当	2017 年配当	2017 年上半期の売	2016 年上半期の売

			（億ドン）				上総利益率	上総利益率
VNM	25,398	+11%	5,852	+17%	40% tiền 20% cp	20% tiền	49%	46%
QNS	3,924	+18%	490	+0%	30% cp	5% tiền	24%	30%
SAB	15,642	+6%	2,567	+8%	30% tiền		27%	28%
BHN	4,226	+5%	313	-2%	18% tiền		27%	26%
SMB	414	-4%	42	+2%	25% tiền		22%	23%
WSB	414	-4%	57	+33%	20% tiền		20%	18%
合計	**50,017**	**9%**	**9,320**	**13%**				

ソース: 企業の財務諸表& BSC

投資観点

私たちは以下の理由を基づく食品・飲料業に対す「中立」の評価を維持しています。

(1) ビール業の株式の場合。売上総利益率は安定しているが、ビール企業の価格は業績の見通しが価格に反映されたことで、高いレベルで取引されている。特に、SAB の PE と PB（それぞれ 37.12x、12.36x）及び BHN の PE と PB（31.1x、4.94x）は地域平均レベルよりも高いかまたはほぼ等しい。SAB の株価は生産経営見通しより高い水準で取引されているものの、SAB は VN30 指数、VN インデックス及びデリバティブ市場に大きく影響している。2017 年には、SCIC が SAB と BHN における保有株数の売り出すことは注目なことだ。

(2) ミルク企業の場合、私たちは VNM の「プラス」、QNS の「中立」を評価しています。

VNM –目標価格 180,000 VND/株 – upside 21.1%.

2017 年上半期には、米国の市場調査会社ニールセン(Nielsen) によると、VNM の売上の成長率は前年同期比 11%上昇して、平均業界成長率の 8～9%より高かった。そのうち、国内市場からの売上の成長率は企業のシェアが増加したことで前年同期比 17%上昇したが、輸出からの売上は VNM の輸出の 80%以上を占めるイラクの政情不安により、前年同期比 18%減少した。VNM の 2017 年輸出額は前年比 205減少すると予測された。2017 年上半期における VNM の売上総利益率は、原料粉乳の価格が低くて、有機ミルク製品の販売価格は高くて、国内牛乳供給の増加による材料費の良好な管理で安定した。現在、VNM はミルクシェアの

50%以上占めている。将来的には、VNM は新製品の展開計画と牛舎への投資拡大を通じ、市場シェアを拡大していきます。最近、VNM はベトナムの新世代のための画期的な微生物製品を生産するために「Vinamilk 乳製品における最も高度なプロバイオティック株の顕著な応用」についてデンマークの Chr.Hansen グループと戦略的な協力協定を締結した。また、VNM は、ホーチミン市の近くに牛の 8,000 匹を含む面積の 800～800 ヘクタールがある農場を建設した。また、VNM も現在の 25～30%から 2020 年の 40%に国内供給を増やして、粉乳価格の引き上げリスクを軽減するために、牛の 8,000 匹を含む農場を建設するためにハノイ委員会と締結した。

QNS – 目標価格 82,500 VND/株 – upside 18%.

2017 年上半期には、売上高は前年同期比 17.8%増の 3 兆 9,237 億ドンに達し、売上原価は同比 27.6%増の 2 兆 9,820 億ドンに達し達した。売上総利益率は同比 5%減少した。特に、中核事業である豆乳の売上総利益率は Vinamilk と Nutifood との激しい競争により 3%減少した。また、サトウキビ事業は、ベトナムが ATIGA のコミットメントの下で砂糖関税割当を廃止する時に 2018 年以降、タイのサトウキビとの競争により多くの困難に直面すると予想されている。競争圧力を減らすために、QNS は 2017 年～2018 年収穫における既存の RS 砂糖と共に隣に RE 砂糖を精製することが期待されています。また、同社はまた、消費者に直接配布するために低重量がある砂糖製品の包装をテストする時、サトウキビ事業の利益率を 30%に向上させることができるだろう。QNS は An Khe 精糖工場の生産能力を 18,000 TMN に向上し、2011 年～2020 年の期間における国家電力開発計画に含まれている国内最大のバイオマス発電所になった。これは EVN の 100%買収コミットメントのおかげで安定的な生産量があり、多くの潜在性がある事業であり、年間 3,300～4,000 億 VND の安定した収益を生み出すと見込まれています。QNS は、生産能力の大きいな工場の材料需要を対応するために、サトウキビ原材料の面積を 7,000 ヘクタールから 2020 年には 35,000 ヘクタールに増やする予定です。

GTN – 株価の動きを観察

2017 年上半期には、GTN の売上高は前年同期比 71%増の 2 兆 830 億ドンに達した、税引後利益は前年同期 19 倍となり、954 億ドンに達した。しかし、GTN の農業への主な投資は多くの困難を直面すると予想された。そのうち、GTN の主力製品である Moc Chau ミルクは、市場シェアの 50%以上を占めるビナミルクの競争圧力に直面するだろう。最近、GTN は「農場から家庭に、最終的にはテーブルに」というバリューチェーンを実現するという夢を実現するために Vilico 社における保有率を 70.05%に引き上げることが完了した。Vinatea は在庫の解決や生産拡大にも問題を抱えています。Vinatea は流通チャネルを強化するために、店舗 40 万ヶ

所以上を保有しているキドグループのメンバー社とパッケージ食品分野に関する販売契約を締結した。GTN は 2018 年に再構成を完成する計画がある。2017 年第 2 四半期末の時点で GTN の現金及び現金相当物は 1 兆 2,800 億ドンだった。これのことのおかげで、GTN は将来的に良い利益を生み出すプロジェクトに投資するために機会がある。私たちは GTN の動きを引き続き観察すると推奨しております。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	2017 年の EPS	P/E FW	P/B	ROE 2017	2017 年の配当	2017 年 9 月 30 日の終値	目標価格
SAB	34,495	4,703	7,051	29.3	10.5	36.1%	35% tiền	260,000	168,600
VNM	52,945	11,220	7,733	19.8	8.94	50%	>50% LNST	149,200	180,000
QNS	7,665	1,349	5,425	15.2	4.4	23%	>15% tiền	69,700	82,500
GTN	3,950	70	280	60.7	1.5	3%	n/a	16,350	n/a
VLC	2,800	115	1,822	9	1.16	17.1%	6.5-8% tiền	16,000	n/a

港湾業[中立]

- 2017 年上半期におけるコンテナ量は前年同期比 5%増加した。
- ハイフォン地域における各ポートの売上総利益率はサービス価格の減少で急減した。南部地域における DC 倉庫企業は安定している。
- 2017 年第 4 四半期及び 2018 年に荷役サービス価格が回復する可能性は低いと懸念したことで、港湾業の見通しは中立に下げた。

ポートを通じるコンテナ総量は前年同期比 6%上昇した。2017 年 6 ヶ月における貨物総量は前年同期比 11%増の 2 億 5,400 万t であり、貨物総量の成長に貢献した液状貨物及び乾貨物の成長率はそれぞれ前年同期比 12%、24%上昇した。コンテナ総量は前年同期比 5%増の 650 万 TEUs に達した。

Bach Dang 橋の建設が完成した。それによると、Vip Green 湾, Nam Hai Dinh Vu 湾, Tan Vu 湾, Dinh Vu 湾などの Cam 川の下流地域にあるポートは、積載量が大きい船が上流にある湾で開拓を制限される時に恩恵を受けるだろう。

2017 年上半期の業績。ハイフォン地域での競争が激化していため、各港湾企業は海運企業を誘致するための荷役サービス価格を引き下げている。そのために、VSC、HAH、DXP などの港湾企業の売上総利益率は前年同期比大幅に減少した。TMS の売上総利益率は VNF と合併したことで急増した。

2017 年上半期の業績

	売上		売上総利益率		税引後利益		P/E	P/B
	2017 年上半期	前年同期比	2017 年上半期	2016 年上半期	2017 年上半期	2017 年上半期	前年同期比	2017 年上半期
VSC	607	21%	31%	36%	109	-13%	10.89	1.84
TMS	1,868	275%	17%	28%	126	53%	8.96	1.85
GMD	1,087	4%	25%	29%	193	2%	20.33	1.99
DXP	761	-46%	31%	36%	11	-57%	12.58	1.03
VGP	667	3151%	1%	34%	9	161%	8.83	1.13
PDN	588	-39%	31%	32%	42	35%	15.77	2.88
DVP	397	4%	54%	53%	148	3%	9.35	2.98
TCL	321	6%	18%	18%	42	-2%	7.05	0.99
PRC	287	-3%	9%	8%	2	51%	5.95	0.74
CLL	113	-78%	15%	42%	2	-95%	12.31	1.54
PHP	66	-8%	37%	43%	190	-16%	10.26	1.31
SGP	36	10%	35%	36%	337	415%	97.67	1.45
CDN	33	-2%	36%	39%	68	1%	11.8	1.84

ソース:港湾企業の財務諸表

投資観点

2018 年年初から GMD は Nam Dinh Vu 湾の第 1 期の稼動を開始する予定、年間貨物取扱能力が 50 万 TEU の見込みだ。また、Lach Huyen にある埠頭 6 つは 2018 年に稼動することで、競争性が高まるだろう。需要面では、2017 年第 4 四半期と 2018 年に国際船会社が回復する可能性が低いだろう。そのために、ハイフォン地域における貨物荷役サービスの価格は上げにくいと予測された。南部地域におけるロジスティクス企業では、Cai Mep Thi Vai`湾団地が開拓を強化されていることで STG、SWC、TMS、GMD

など倉庫企業、ICD 企業と DC 企業は恩恵を受けると考えております。そのために、私たちは港湾業の見通しを「プラス」から「中立」に引き下げた。

GMD- 動きの観察。

定期株主総会が開催される前に、GMD の株価は GMD がコア事業を集中するために一部の資産を売却して、韓国株主グループが取締役に参加したことで大幅上昇した。しかし、現在の GMD の株価は PE の 20（港湾業の平均 PE より 2 倍高い）で取引されているので、GMD の動きに対す「観察」を推奨しております。将来、GMD のコア事業は以下の通りにいくつかの潜在力があるだろう。

（1）ロジスティクス事業はメコンロジスティクスの稼動開始で積極的に成長しています。

SCSC の好調な成長は約 30%と予測され、合弁活動からの利益に約 840 億ドンを寄与し、前年同期比 67%増となった。

VSC- 購入-目標価格 64.500VND／株

VSC の代表者によると、2017 年第 3 四半期の税引前利益は約 800 億～850 億ドンに達した。11 月には、Vip Green は Maserk Line 社の積載量が大きい貨物船に対応するために、最大 14 個のコンテナに架かることができるクレーンをもう 1 つ受けた。投資総額は 600 億ドンだった。また、VSC は年初に買収した倉庫の 5 ヘクタール（第 4 四半期に 8 ヘクタールに増加する）の開拓を管理して、Vip Green 湾を通じるコンテナ子貨物の通関手続きを処理するために子会社を設立した。

2017 年には、VSC の業績は 2016 年のものに相当するだろう。2017 年の税引前利益は 3,200 億ドンに達します。2018 年には、Nam Dinh Vu 湾は稼動を開始する時に、地域における競争性が高まることで、荷役サービスの価格が回復する可能性は低いだろう。そのために、VSC の目標価格を 64,500VND／株に引き下げた。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	2017 年の EPS	P/E F	P/B F	ROE 2016	2017 年 9 月 29 日の終値	目標価格
GMD	4,354	579	2,774	16.33	2.06	11%	43,750	N/A
PHP	2,529	504	1,432	10.40	1.39	11%	14,000	22,980

VSC	1,187	320	7,020	10.67	2.11	20%	56,400	64,500
HAH	520	130	3,578	6.53	0.91	16%	23,000	30,640
CDN	640	147	1,634	13.77	1.98	16%	24,800	N/A

海運業[中立]

- BDI は 1502 ポイントに達し、2017 年に最高水準となった。需要の伸び（3.5%）は供給の伸び（2.1%）を上回るだろう。
- 2017 年上半期におけるバルクと液体の業績は明暗で分かれた。

BDI（総貨物処理量）は好調に回復しています。2017 年 9 月 22 日の時点で、BDI は 1,502 ポイントとなり、年初比 2 倍増加し、前年同期比 57%増加した。2017 年上半期には、ドライバルク出荷量は前年同期 h5%増加し、年末まで増加すると予測されるた、2017 年の出荷量は 4.3%増加すると予測されています。

2018 年、2019 年には、バルク出荷輸送が改善されます。これらの 2 年間における船舶供給はそれぞれ 2.1%、0.9%増加する、輸送需要は、それぞれ 3.5%、3%増加する可能性があると予測されている。

液状貨物輸送は依然として安定しており、バルク貨物輸送はまだ回収しなかった。PVT、GSP、VIP、VTO、PJT などの液状貨物輸送企業は、親会社からの供給量を確保されているというメリットがあるため、業績は非常に安定しています。一方、VOS というバルク貨物輸送企業は、国際バルク貨物輸送市場の一般的な困難と共にこの利点を有しておらず、依然としてポシテイプな業績を達成していない。

2017 年上半期に業績

	売上高	前年同期比	純利益	前年同期比	P/E	P/B
PVT	3,022	-7%	189	-21%	11.5	0.5
TJC	96	12%	1.41	-82%	11.5	1.2
VOS	732	8%	-172	NA	15.6	0.5
VTO	627	5%	45	-12%	NA	0.5
GSP	607	9%	26	-18%	7.0	0.5
VNA	251	-10%	-68	NA	8.9	1.0
VIP	370	31%	33	-59%	NA	0.3
PJT	269	33%	17	4%	13.7	0.5
VFR	106	-19%	21	NA	5.6	1.4
HTV	99	1%	10	-34%	26.9	0.5
TCO	80	5%	9	-45%	12.7	0.7

ソース:輸送企業の財務諸表

投資観点

BDI 指数は 2017 年 9 月に大幅に回復したものの、2014 年の最高水準に比べてまだ低かった。そのために、VOS、NOS、VNA などバルク貨物輸送企業が第 4 四半期に利益を上げるのは難しいだろう。一方、ペトロベトナムグループの出資子会社である VTO、VIP と PJT は安定的な業績を達成した。2018 年には、私たちは海運業に対す中立という評価しております。

PVT- 購入-目標価格 19.000VND／株。

2017 年第 2 四半期の業績は大幅に減少し、2016 年上半期に比べて 215減少した。主な原因はズンクアット石油精製工場(Nha may loc dau Dung Quat)は第 3 回メンテナンスを実施し、メンタナンス期間が 48 日間（計画に比べて 4 日前に完成）予定、2017 年第 3 四半期の業績に影響を与えるだろう。PVT の 2018 年見通しは以下の要素を基づくプラスと考えております。

(1) Nghi Son 石油精製工場からの原油輸送の需要。
(2) PVN 火力発電所への石炭輸送量を増やす。また、2017 年 5 月から PVT は EVN 工場への石炭輸送契約を締結した。
(3) 財政状況は健全だった。私たちは 2018 年の対ドル為替レートの変更はあまり大きくないことから、為替差損益リスクがあまり高くないと評価しております。

私たちは 2018 年には、PVT の売上は 8 兆ドンに達し、税引後利益は 7,190 億ドンに達し、2018 年の EPS が 1,917VND／株に相当すると予測しております。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	2017 年の EPS	P/EF	P/BF	ROE 2016	2017年9月29日の終値	目標価格
PVT	6,426	410	1,303	11.09	1.00	14%	14,900	19,000
GSP	1,286	69	2,300	5.60	0.99	18%	13,550	15,200
VTO	1,312	120	1,521	4.83	0.51	8%	7,300	N/A

VIP	655	110	1,606	4.76	0.47	7.5%	7,240	N/A

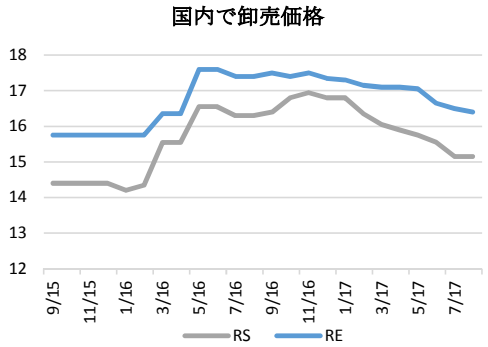
ソース: BSC の予測 dự báo.

精糖業[中立]

- 2016 年～2017 年収穫期における生産量は前収穫期比 0.1%減少した、販売価格は前収穫期比僅かに改善されたが、2017 年年初から精糖販売価格ははっきり減少する傾向があった。
- 密輸された砂糖の状況は複雑化していることにより、2017 年 8 月現在の精糖生産企業の在庫が前年同期比 270%増加した、最高レベルを記録した。
- 2016 年～2017 年収穫期における精糖生産企業の業績はポシテイプだった。
- 私たちは精糖企業の見通しに対し中立という評価しております。

2016 年～2017 年収穫期の状況

2016 年～2017 年収穫期における生産量は前収穫期比 0.1%減少した、販売価格は前収穫期比僅かに改善されたが、2017 年年初から精糖販売価格ははっきり減少する傾向があった。2016 年～2017 年収穫期における砂糖工場は天候の影響により前収穫期に比べて 9.4%増のサトウキビの 1,311 万 2,227tを搾取した、砂糖の 123 万 6,131tを生産して、前収穫期に比べて 1,169tに減少した。価格管理総局の統計によると、精糖販売価格は前収穫期に比べて増加する傾向があり、RS 精糖の平均価格は 1,000～1,500 VND ／ kg までに増加し、RE の卸売砂糖は 700～1,200 VND ／ kg までに増加した。しかし、2017 年年初から精糖販売価格は世界



価格の一般的な傾向に沿って大幅に減少する傾向があった。そのうち、RS の価格は 1,000～2,300VND／kg 減少した、RE の価格は 800～1,000VND／kg減少した。

ソース: 価格管理局, BSC research.　　*ソース: Bloomberg, BSC research.*

国境を越えた密輸された砂糖の状況は複雑であった。2017 年 5 月持続可能な砂糖消費に関する会議で、ベトナム砂糖協会（VSSA）は、国境を越えた密輸の状況が複雑になっていると述べた、5 月まで密輸された砂糖量が 40 万tに達したと推定されている。密輸された砂糖量の大部分は世界で 2 番目に大きい砂糖輸出国であるタイから来た、密輸された砂糖価格は国内砂糖よりも 500～1,500 VND / kg まで安かった。そのために、精糖生産量は前収穫期比減少したものの、在庫量が 8 月 15 日の時点までに 55 万 4,456tとなり、記録的に増加した。

精糖生産企業の業績はほとんどポシテイプだった。2016 年～2017 年収穫期には、精糖販売価格が前年同期比増加したことで、SLS の以外、精糖生産企業の売上が大幅に上昇した。しかし、気象要因の影響により、サトウキビのコストが上昇し、一部の新工場では減価償却負担が増加したほか、生産能力の拡大によって多くの精糖生産企業の売上総利益率が 1.5～2%に縮小した。

2016 年～2017 年収穫期	売上高		**EBIT**		税引後利益		売上総利益率	売上総利益
	10 億ドン	**% YoY**	**10 億ドン**	**% YoY**	**10 億ドン**	**% YoY**	**2016 年～2017 年収穫期**	**2015 年～2016 年収穫期**
SBT	4,498	11.4%	377	3.0%	339	15.3%	13.6%	15.0%
BHS (*)	5,347	22.9%	258	-24.3%	293	18.2%	11.9%	13.8%
LSS	2,024	12.2%	146	4.8%	103	15.6%	11.8%	13.0%
SLS (**)	537	-9.6%	172	27.7%	163	19.0%	36.6%	26.0%
KTS	295	1.2%	42	7.4%	42	2.5%	17.4%	16.9%
合計	**12,701**	**14.6%**	**996**	**-2.4%**	**941**	**16.2%**		

ソース:財務諸表, BSC Research

投資観点

私たちは 2017 年～2018 年収穫期における精糖業に対す中立見通しを以下の点に基づいて**評価した。**

- 2008 年～2013 年の急速な成長の後、精糖消費量の伸びは減速する。直近の 3 収穫期には、精糖消費量の成長率は約 6.6%増加し、160 万tに達した。
- 世界及び国内の精糖価格は下落傾向がある。2017 年年初から世界で精糖価格は約 305減少し、2017 年 9 月に 13.64ドル／Lsb で取引された、国内精糖価格は 1,000～2,500VND／kgに低下した。2017 年～2018 年収穫期における世界の砂糖供給量が急増し、供給過剰が 490 万tに達すと予測されたことで、砂糖価格が引き続き下落する傾向がある。
- サトウキビ生産のコストが高いことから、国内市場における価格差は、同地域の他国と大きく異なる。ベトナムの生産用サトウキビの購入費用は 100 万～110 万 VND ／tであり、サトウキビ植栽面積が小さいためタイのサトウキビの 1.45 倍であり、完全に機械化されたものではないことから、生産性と砂糖生産を低くします。
- ASEAN 自由貿易協定（ATIGA）が 2018 年に発効すると、競争状況はさらに激化する。ATIGA 協定のコミットメントによると、2018 年からベトナムは輸入割当量を引き上げなければならない。また、今後、ベトナムが ASEAN 諸国からの輸入関税を 0%に引き下げる。これはタイの砂糖の侵入に先駆けて国内精糖企業の競争圧力が高まると予想されており、タイの精糖生産費用は国内より 25～30%安し、来収穫期に生産量は天候の好調により新たな最高レベルを記録し、前収穫期比 20%増の 1,200 万tに達すと予測している。

しかし、私たちは投資家が RE 精製砂糖の市場シェアの優位性と 2018 年に Thanh Thanh 工業団地区の株式売却益に基づいて **SBT の動きを引き続き観察すると推奨しております。**

現在まで、SBT と BHS の合併は終わった。両社は精糖業に最大のシェア（SBT：15～16%、BHS：19～20%）を占めて、洗練された砂糖市場（合併後の市場シェアは 62.5%）を独占していた。、これは国内の精糖業に対す良い信号である。国内精糖業は代精錬技術、堅実な顧客システム及び良い小売チャネルがある大規模な精糖生産企業（総生産能力 3 万t、材料面積 4 万 9,000 ヘクタール）を保有している。規模という利点のおかげで、合併後の企業は輸入精糖と国内精糖の競争力を向上させるためにコストを削減してお互いの流通チャネルを活用することができ、より 価格を支配する能力などがある。

2017 年 8 月 29 日の時点、SBT は Thanh Thanh Cong 工業団地区株式会社に保有している 2,450 万株を全株売り出すことに関する決議を承認した。売り出し価格は市場価格を基づいたが、最低値が 25,000VND／株である。売り出し期間は 2018 年 6 月 30 日までです。譲渡ができたら、売却額は 6,125 億ドンであり、購入額 2,450 億ドンに比べて 3,670 億ドンの黒字となった。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	2017 年の EPS	P/E F	P/B F	ROE 2016	2017 年 9 月 29 日の終値	目標価格
SBT(*)	10,156	509	1,058	24.56	1.9	6.77%	26,000	N/A
SLS	653	173	18,660	9.4	3.4	32.4%	175,000	N/A
LSS	2,272	115	1,540	7.4	0.46	8.1%	11,400	N/A

ソース: BSC Research

水産業[弱気]

- 2017 年 9 ヶ月の水産輸出額は前年比 18%増の 59 億 1,000 万ドルだった。
- 投入原材料の価格は 9 月に引上げる傾向があった。
- K2017 年上半期における大手な水産企業の業績はマイナスな成長率を計上した。

2017 年 9 ヶ月における水産製品の輸出額は前年同期比 18%増の 59 億 1,000 万ドルに達すと推定された。そのうち、ベトナムの大手な水産製品輸入国は米国、日本、中国尾および韓国である。これらの 4 国の輸出額は総輸出額の 55.5%を占めた。2017 年 8 月における高輸出額を達した国は中国（63.3%）、オランダ（35.1%）、UK（29.5%）、韓国（28%）、日本（27.7%）、カナダ（21.5%）だった。

投入原材料の価格が引上げた。2017 年 9 月のメコンデルタにおけるパンガシウス材料価格は、供給が弱くなったことにより、25,000～27,000 VND / kg の周りに大きく増加した。ウシエビの価格は前月より約 20,000 VND / kg に増加した。具体的に、Bac Lieu、Ca Mau で、原材料ウシエビの価格は、農家で 26 万～27 万 VND ／kg（1kg の当たり 20 匹種類）、22 万 5,000～23 万 5,000 VND / kg（1kg の当たり 30 匹）だった。

2017 年上半期の業績：供給不足のために投入原材料価格の上昇及び米国という主力市場の急減しは 2016 年上半期に比べて、2017 年上半期の業績悪化の主な原因と考えられる。

2017 年上半期の業績

	売上	前年同期比	純利益	前年同期比	P/E	P/B
HVG	12,276	-17%	-97	-188%	NA	0.6
VHC	3,970	8%	240	-26%	9.2	1.8
FMC	2,215	12%	63	11%	6.5	1.4
IDI	2,297	20%	77	2%	12.5	0.6
ANV	1,366	2%	53	-148%	6.2	0.9
ACL	601	-1%	13	30%	7.0	0.5
TS4	364	-8%	3	-18%	17.3	0.5

ABT	182	-16%	12	-53%	10.9	1.0

投資観点

我々は水産業の業績見通しを下回る評価を維持している。BSC は、米国市場は水産業界の成長に重要な役割を果たしていると考えている。

私たちは VHC の動きを引き続き観察すると推奨した。

VHC –観察

VHC は業界に比べて好調な業績を維持したものの、米国市場の減少により前年同期比 26%減少し、赤字利益を計上した。BSC 証券のいくつか評価は以下の通り。

(1) 2018 年末までに生産能力が 57%までに増加することによる成長潜在能力がある。
(2) パンガシウス価格は供給不足のために増加傾向がある。
(3) 中国である潜在的な市場を促進することに焦点を当て、より多くの新しい市場を開発する。
(4) 魚製品と付加価値製品を多様化します。

BSC の予測によると、2017 年の VHC の売上高は前年比 17%増の 8 兆 2,590 億 VND にします。2017 年の利益は 6,190 億ドンに達し、EPS が 6128VND／株であると相当する。

銘柄	2017 年の売上	2017 年の税引後利益	2017年の EPS	P/E F	P/B F	ROE 2016	2017 年 9 月 29 日の終値	目標価格
HVG	23,400	220	870	10.25	0.73	8%	6.340	N/A
VHC	8,610	692	6,700	8.97	1.78	15%	51.000	N/A
FMC	2800	83	3.500	7.81	1.15	20%	19.000	N/A

利用規約

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

ハノイ本社

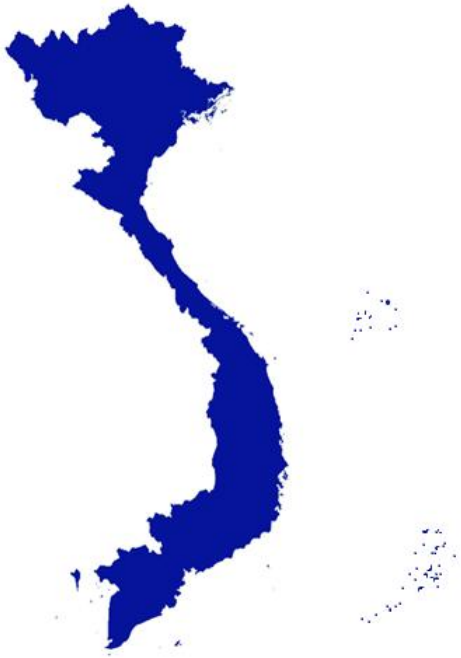
BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi – Hoan Kiem – Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

ホーチミン支店

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: http://www.bsc.com.vn

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities



Trần Thăng Long
分析部の部長
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

業界と企業の分析担当部

Lương Thu Hương
huonglt@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
bupq@bsc.com.vn

Chu Tuấn Phong
phongct@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Kiều Hạnh
hanhntk@bsc.com.vn

Nguyễn Tuấn Anh
anhnt@bsc.com.vn

BIDV SECURITIES COMPANY

HEADQUARTER

10th - 11th Floor, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hanoi
Tel: (04) 3935 2722 - Fax: (04) 2220 0669

BRANCH

9th Floor , 146 Nguyen Cong Tru, Distric 1, Ho Chi Minh City
Tel: (08) 3821 8505 Fax: (08) 3821 8510