



科目

2018 年のセクター別の投資戦略	4
1. 2018 年の投資テーマ	5
2. 2018 年のセクターに影響する国内外情勢及び政策	12
3. 各業種の経済サイクルと見通し	14
4. 2018 年の注目銘柄	16
各セクターの 2018 年の見通し	18
銀行業[有望]	18
石油・ガス業[有望]	27
不動産業[有望]	35
建設業[有望]	39
生命保険業[有望]	41
テクノロジー業[有望]	45
電力業[有望]	48
鉄鋼業[有望]	52
肥料業[有望]	55
天然ゴム業[中立]	59
港湾業[中立]	62
タイル業[中立]	65
繊維業[中立]	69
セメント業[中立]	73
プラスチック業[中立]	77
タイヤ業[中立]	81
医薬品業[中立]	85
精糖業[有望視されにくい]	89
海運業 [有望視されにくい]	93
水産業[有望視されにくい]	96

2018 年のセクター別の投資戦略

米国経済の回復で、2018 年に世界経済成長は加速し、実績 (actual output) と経済潜在 (economic potential) の差異が縮小すると予測された。米国は金融引き締めの方針で、2018 年内に 3 度の金利引き上げを予定しているが、インフレの懸念で 4 度までの可能性もある。ユーロ圏経済と日本経済では、金融緩和やマイナス金利政策が続く。

2018 年に、米国経済は明るい。GDP 成長率が 2.5% (2017 年と同じ)、失業率が 3.9% (2017 年の 4.1% と 2016 年の 4.7% より改善された) と予測された一方、インフレが再び高くなり、2018 年のインフレ率は 1.9%、2019 年には 2% (2017 年のインフレ率は 1.7%) と予測もあった。しかし、これが FED の 2% 以内の目標より超えない。ほかに、原油価格も各国のインフレ率に影響するなか、原油価格が上昇傾向で安定するのも米国の今後のインフレ率を上げるだろう。

中国において、Tap Can Binh 主席の経済政策は、環境への配慮で一部の製造産業の縮小し、不動産バブルと貸付成長の抑制、製造産業からサービス産業への移行、輸出品目の価値を高める等が掲げた。一方、世界の物価 (commodities price) が値上がり傾向となっているため、米国とユーロ圏への輸出額も上昇しており、中国のインフレ率にも留意すべきである。

新興市場は世界の投資家の 2018 年の注目点となる。2017 年に、世界の各証券市場が先高観が圧倒しているなか、アジアの新興国において、経済の改革が行われ、沢山の政策が打ち出されているため、証券市場が一段と活発になって、株の上昇は 2015~2016 時期よりも顕著になっている。これらの証券市場の ROE の平均は 11.5%、先進国の証券市場とほぼ同じだが、この市場の P/B は 1.8X、先進国の証券市場 2.45X よりも割安となっている

ベトナム証券市場の質と量的な変化。2017 年末に VN インデックスは 48% 値上がりし、10 年以来の最高成長率を遂げ、世界の最も成長率が高い証券市場の一つとなった。BSC の分析では、2007 年の記録高値に戻った VN インデックスは、2018 年において、売買高と高値記録を更新するだろう。また、ベトナム証券市場の量と質的な変化が現われる、その具体的には (1) 業種のリード大手の株の初公開 (IPO) や Upcom から、HNX, HSX 市場に移行 (2) 国有企業の株式会社化は証券市場の質的な変化をもたらした。大手の株式会社化は VN インデックスと VN30 の構成に影響し、投資家にとってはより魅力的な投資道が出来た。その魅力が今後より多く海外投資家や投資期間に気づかれるだろう。2018 年の証券は楽観的な見方だけではなく、世界の各地域の影響や投資家の興奮心理等のリスクがあり、2017 年よりも不安定になるかねない。BSC の分析では、2018 年の証券市場は、各銘柄の明暗がよりはっきりになって、市場の各投資テーマをよく把握できた投資家に投資チャンスがやってくる。

1. 2018 年の投資テーマ

投資家の長期的な投資戦略に役立てるように、BSC は毎年の投資チャンスを総合的に分析し、各投資テーマにまとめていた。2018 年の市場全体に対して期待ができると予測した。今年の投資テーマが以下の通り。

第 1 のテーマは株式化、IPO 及び新規上場の投資チャンス。2017 年 11 月までには、国有 44 社のうち、2017 年以内に株式化を希望していたのは 22 社に留まり、多数の会社が 2018 年に延期した。政府からその進捗を 2019 年～2020 年に延ばさないようにとのメッセージが出た。決定文書第 991 号/TTg-DMDN では、2018 年の株式化の大手会社は MobiFone 通信総社、総合通信会社 (VTC)、第 1 電力会社と第 2 電力会社、Sai Gon ジュエリー会社 (SJC)、照明業の会社、Ha Noi 水道会社等である。これらの会社は、株の初売り (IPO) 後の 90 日以内に上場審査基準をクリアし、Upcom に上場する。この形で、国内外の投資家に注目され、資金調達のチャンスが高まる。また、Upcom に上場している銘柄はさらに、HNX 市場や HSX 市場に上場移行するのも重要な動きである。このような動向は証券市場の成長の原動力となる。

2017 年以内に IPO (株の初売り) が完了したが未上場の会社

順番	社名	資本構成の内容	タイムライン
1	ソンダ総会社	株式化できる企業価値: 18 兆 5,020 億 VND、資本金 4 兆 5,000 億 VND、IPO は資本金の 48.82%、最低応募価格 11,000VND	2017 年 12 月 25 日に IPO を行ったが、公募株数の僅か 0.36% が売れた
2	投資・工業開発 総公社 (ベカメックス)	資本金 13 兆 1,700 億 VND、SCIC は 51% を所有、IPO は 23.63%、最低応募価格 31,000VND、戦略的な大株主 25%、社内従業員 0.37%。	2017 年 12 月 1 日に IPO を行ったが、公募株数の僅か 6.1% が売れ、平均落札価格は 31,008VND
3	タインレー総公社 (Thalexim)	資本金 2 兆 3,660 億 VND。IPO は 5%、最低応募価格 10,600VND、戦略的な大株主には 45.55%	2017 年 10 月 31 日に IPO、平均落札価格は 14,823VND

2018 年以内に株式化が承認された国有企業

順番	社名	資本構成の内容	タイムライン
----	----	---------	--------

1	ビンソン製油石化 有限会社(BSR)	資本金：31 兆 VND、IPO は 7.79%、最低応募 価格 14,600、戦略的な大株主には 49%	2018 年 1 月 17 日 に IPO
2	ベトナムオイル総 公社 (PV Oil)	資本金 10 兆 3,420 億 VND、戦略的な大株主 44.72%、IPO は 20%、社内従業員は 0.18%、 最低応募価格 13,400	2018 年 1 月 25 日 に IPO
3	ベトナム電力総公 社 (PV Power)	企業価値：60 兆 6230 億 VND、資本金 23 兆 4,180 億 VND、IPO には 20%、戦略大株主 29%、最低応募価格 14,400VND	2018 年 1 月 31 日 に IPO
4	ベトナムゴム産業 グループ (VRG)	資本金 40 兆 VND、IPO は 11.88%、戦略大株 主には 11.88%、社内従業員 1.22%、労働組合 0.02%、最低応募価格 13000	2018 年 2 月 2 日 に IPO
5	第 3 発電総公社 (EVN Genco 3)	資本金 20 兆 8,090 億 VND、IPO は 12.835%、 戦略的な大株主 36%、社内従業員 0.16%、最 低応募価格 24,600VND	2018 年 2 月 9 日 に IPO
6	南部食料総公社 (Vinafood 2)	資本金 5 兆 VND、IPO 22.97%、戦略的な大株 主 25%、社内従業員 0.99%、労働組合 0.04%、最低応募価格 10,100VND	2018 年の第 1 四 半期か第 2 四半期 まで、IPO の予定
7	ハノイ貿易総公社 (Hapro)	資本金 2 兆 2,000 億 VND、IPO 34.51%、戦略 的な大株主 65%、残りは社内従業員、最低応 募価格 12,800VND	2017 年 12 月 5 日 より 3 ヶ月以内に IPO

ソース: BSC Research

第 2 のテーマは SCIC よりの資本撤退からの投資チャンス。決定文書第 1232 号/QD-TTg によれば、SCIC の 2018 年の代表的な資本撤退案件は PLX(少なくとも 24.86%撤退)、ACV(少なくとも 20%撤退)、DVN(少なくとも 29.98%を撤退)、ベトナム機械設備 Lilama(少なくとも 46.88%を撤退) VGC(少なくとも 20.62%を撤退)。DMC、BMI、VCG、NTP、BMP、FPT、VGT 等の SCIC の大手での資本撤退も注目を集めている。

BSC は、SCIC が Vinachem での保有率を 51%~65%に引下げると Vinachem が肥料関連の子会社 BFC、SFG、VAF、DDV、PAC での撤退や PVN が DPM と DCM での保有率を 51%までの撤退を注意したいと考えている。VAT 税法の補修案が通過すれば、肥料が 2019 年 1 月 1 日から免税から税率 0%の課税対象になり、これは業種の株価と業績に好影響を与えるだろう。

2018 年の SCIC の資本回収リスト

順番	社名	保有率	予定の資本 撤退率	資本撤退の予 定価値(10 億 VND)
1	DMC(ドメスコ医療輸出入株式会社)	34.71%	34.71%	1,393
2	ベトナムプラスチック株式会社	65.85%	NA	172
3	BMI(バオミン保険株式総公社)	51.00%	NA	1,644
4	VCG(ビナコネックス総公社)	57.79%	N/A	

5	ハイフォン火力発電所	9.00%	NA	585
6	クアンニン火力発電所	11.00%	NA	432
7	NTP(ティエンフォン・プラスチック株式会社)	37.10%	37.10%	2,318
8	BMP(ビンミン・プラスチック株式会社)	29.51%	29.51%	2,068
9	ベトナム電子・ベトナム電子情報株式会社(VEC)	88.00%	NA	242
10	FPT 情報通信株式会社	5.96%	5.96%	1,806
合計				10,660

ソース: BSC Research

(VCG)2017 年 12 月 8 日に公募を行ったが、僅かの 5.6%、約 1,370 億 VND、が売れた

第 3 テーマは VN30 構成銘柄の入れ替わる。2017 年に初めて、一般平均の投資家の利益率が市場指数のより下回った。これで、市場キャッシュフローも ETF(市場指数ファンド)に集中するようになった。投資家の関心を寄せた ETF は、成長チャンスが到来した。VN30 の構成銘柄は今後投資家により注目される。

大手企業の新規上場、IPO(初売り)、HSX・HNX 市場への移行が VN30 構成銘柄の選定テストを左右する。VN30 の 2018 年の選定基準は時価総額、売買代金、流動性だけではなく、国内外の投資家の関心を喚起する力にも必要。2018 年第 1 四半期に新たな構成銘柄は PLX、VJC、PNJ、HBC、PDR、DXG、一方、落選した銘柄は BVH、CTD、DHG、DPM、KDC、NT2(BSC のマクロ経済レポートをご参考)。

第 4 テーマは銀行が波を引き起す。2018 年に、銀行の株式会社化がさらに促され、VN インデックスに影響を与える。具体的な動向は(1)民営銀行(Techcombank, OCB, HDBank, TPbank, Maritimebank, Seabank, ABBbank, Saigonbank, Nam A bank, Viet A Bank)の新規上場の勢い(2)増資のために国内パートナーに新株発行(3)Basel II の対応のために、国外の戦略的な株主パートナー探索。

銀行の本質的な変化としては(1)政府の不良債権処理の強化や弱体化した金融機関の立直し(2)2018 年の貸付成長率は 17%~19%と予測された(3)通達文書第 19 号/2017/TT-NHNN で、銀行の 2018 年の短期資金での長期貸付比率を 40%から 45%に引上げ、一時的に銀行の NIM(預貸金利ざや)を改善し、業績と株価を上げた。注目すべきなのは、VCB、BID、CTG の国営銀行、ACB、MBB、HDB、VPB の個人顧客セグメントが強い銀行、や OCB、Techcombank、EIB、STB 等の事業再構築中の銀行。

2018 年内に新規上場予定の銀行

順位	社名	資本金(100 万 USD)	想定時価総額(100 万 USD)
1	Techcombank	390	2,145

2	Maritimebank	517	517
3	HDBank	432	1,361
4	TP Bank	247	618
5	OCB	176	282
6	Seabank	241	289
7	ABBank	234	257
8	Saigonbank	135	88
9	NamA Bank	133	93
10	VietA Bank	154	154
11	Thaco	155	1,938
12	Becamex	580	1,797
13	VEAM	585	1,316
14	FPT retail	9	88
15	Viettel Global	988	1,778
	合計	4,975	12,719

ソース: BSC Research

第5のテーマは不動産の中間層セグメントの成長及びFDIの追い風。通達第19/2017/TT-NHNNが中長期の資金調達を促進し、不動産及び建設業の成長に拍車をかけた。BSCの分析では、中間層セグメントの成長は堅調になり、不動産の業績を支える要素は(1)土地価格が高騰の傾向(2)2018年の引渡し物件数が2017年より27.9%増となると見込まれた。

それに、2017年12月20日時点でFDIの新規登録額が前年同期より44.4%増となり、FDIの実施額も記録的な額175億USDになり、前年同期比10%増となり、2018年にベトナムが記録的なFDI額と観光客を引き寄せると予測されている。不動産と共に、(インバウンドの)観光、航空、インフラもFDIの追い風を受ける。BSCの分析では、工業団地の不動産には特に朗報になる。VIC、VRE、DXG、NLGの住宅不動産とVGC、IDC、LHG、KBCの工業団地不動産に注目すべき。

第6のテーマは基本の原材料価格の上昇、とりわけ石油・ガス、鉄鋼、ゴム。BSCの予測では2018年以内に原油価格が大幅に下落する可能性が低く、安定的に上昇できる要素は(1)2017年の第2四半期より需要は供給より超えてきた(2)OPECと原油輸出の11カ国が2017月1月~2018年末にかけて原油生産量を180万バレルに制限すると合意した(3)世界の原油埋蔵量の21.9%を占めているサウジアラビアは政治情勢が緊迫になっている。(4)世界最大級の石油会社であるSaudi AramcoのIPO(5)2017年12月末のリビアで石油パイプラインの爆発事故で一時的に供給が断絶。

そのため、PVNの再構成やCá Rồng Đỏ「赤鯛」、Lô B- Ô Môn, Nam Côn Sơn 2の第2段階, Sao Vàng Đại Nguyệt(黄星-大月), Cá Voi Xanh(青鯨)の潜在性が高い案件の再起動の期待感から、石油・ガスは2018年の最適な銘柄である。それに、国有企業の株式会社化の進みが経営効率改善を加速し、証券市場で石油・ガスの銘柄数も増やす。注目すべき銘柄は: BSR、PVOil、PVPower、GAS(ブルーチップ株)、PVD、PVS、PVI、PVT、PXS、PGS、PVC、PVB等。

鉄鋼は中国の重工業の政策の影響で、価格が安定する。BSC は HPG、HSG、NKG の業種のリード銘柄に対して有望な銘柄だと考えている。それに、ゴムやタングステン等の基本材料の価格推移も安定している。

2018 年の各セクターの要点

2018 年にベトナム証券市場が引き続き成長を遂げ、本レポートでは 20 セクターを分析し、その結果に基づいて、有望、中立、有望視されにくいと分類する。その要点は：

- 銀行、石油・ガス、不動産、建設、保険、IT、電力、鉄鋼、肥料に対して有望と評価している。これらの業種は市場に大きく影響し、経済マクロの堅調や原材料の価格上昇に恩恵を受けている。
- ゴム、海港、セラミック、繊維・アパレル、セメント、プラスチック、タイヤ、医薬品に対して中立と評価している。これらの業種では過剰供給、または業績停滞、生産停滞が部分的に見られた。
- 砂糖、海運、水産業が競争が激化しているため、これらの業種に対して有望視されにくいと評価している。水産業には中国からの良好なサインがあったため、国内外の投資家の動向を弊社の「各セクターの四半期レポートに」アップ・デートされている。

各セクターの 2018 年の評価

順番	セクター	2018 年の評価	中長期投資の銘柄	候補銘柄
1	銀行	有望	MBB, ACB, VPB, CTG, LPB	VCB, BID, HDB, STB
2	石油・ガス	有望	GAS, PVS, PVD, BSR	PXS, PVB
3	不動産	有望	DXG, NLG, KBC, HUT	
4	建設	有望	CTD	HBC, CTI
5	保険	有望	PVI, BMI, MIG	
6	IT	有望	FPT, CMG	
7	電力	有望	NT2, PPC	PV Power, REE
8	鉄鋼	有望	HPG, NKG, HSG	
9	肥料	有望	BFC, SFG, LAS	DPM
10	天然ゴム	中立	DRI, PHR, TRC	
11	海港	中立	VSC	GMD
12	セラミック	中立	VGC, CVT	
13	繊維・アパレル	中立	TNG, VGG, TCM	VGT
14	セメント	中立		HT1, BCC
15	プラスチック	中立	NTP	BMP, AAA
16	タイヤ	中立	DRC, CSM	
17	医薬品	中立	PME, DBD	DHG, IMP
18	砂糖	有望視されにくい		SBT, LSS
19	海運	有望視されにくい		PVT, GSP
20	水産業	有望視されにくい		VHC, HVG

ソース: BSC の予測

2. 2018 年のセクターに影響する国内外情勢及び政策

国内外の情報や法律の改正・修正及び FTAs の進展は証券市場と各企業に様々な影響を与える。BSC は 2018 年の注目内容を次のようにまとめた:

順 番	情勢や各政策	有効日	影響	影響度	2017 年 12 月 30 日時 点の影響
国際情勢及び各政策					
1	FED の金利の引上政策、米ドル高		マイナス	多大	未だ
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(ユーロ安)を終了		プラス	大	初期
4	日本のアベノミクス政策 (円安)		プラス	大	既に
5	アジア経済の成長が堅調		プラス	大	初期
6	中国経済成長が減速 (RMB 安)		マイナス	多大	既に
7	原料の価格の高騰 (原油価格)		多様	多大	初期
8	トランプ政権の経済政策	2017 年 1 月 20	多様	多大	既に
9	Brexit 交渉の期日	2017 年 3 月 31	マイナス	多少	既に
10	フランス大統領の経済政策	2017 年 5 月 7 日	プラス	大	初期
11	ドイツ政権	未確立	マイナス	多少	初期
12	ロシアの大統領選挙	2018 年 3 月 18	N/A	あまり	未だ
国内経済やマクロ政策					
1	不良債権の決議第 42	2017 年 8 月 15 日	プラス	大	初期
2	通達 19/2017/TT-NHNN 19/2017/TT-NHNN	2018 年 2 月 12 日	プラス	大	未だ
3	決議 3610a/QĐ-BCT 3610a/QĐ-BCT	2017 年 9 月 20 日	プラス	多大	初期
4	世界銀行がビジネス環境ランキング.14 位を上げた		プラス	大	初期
5	経済特別区の法案の議決	2018	プラス	大	未だ
6	ベトナムドンでの貸付の金利引き下げ	2018	プラス	大	初期
7	米ドルの為替レートが安定		プラス	多大	既に
8	公債の高額な残高		マイナス	大	初期
9	国有企業の株式会社化の強化		中立	多少	初期
10	所有省庁、SCIC よりの資本回収		プラス	多大	初期
11	GDP、FDI、PMI、外貨準備金、貸付、輸入出の成長		プラス	多	初期
12	政令第 124 号/2017/NĐ-CP	2018 年 1 月 1 日	プラス	多少	未だ
13	政令第 125 号/2017/NĐ-CP	2018 年 1 月 1 日	プラス	大	初期
14	政令第 116 号/2017/NĐ-CP	2018 年 1 月 1 日	プラス	多	初期
自由貿易協定					

1	ACFTA – 通達第 166 号/2014/TT-BTC	2015 年 1 月 1 日	プラス	大	既に
2	越韓 FTA	2015 年 12 月 20	プラス	大	初期
3	ベトナム-ユーロシア FTA	2016 年	プラス	多少	初期
4	CPTPP 協定	2018 年	プラス	大	未だ
5	ベトナム-EU FTA	2018 年	プラス	大	未だ
6	RCEP ASEAN + 6	交渉中	プラス	大	未だ
7	ASEAN 経済共同設立 (AEC)	2015 年 12 月 31 日	プラス	多少	初期

ソース: BSC Research

界経済日程

月	日	国際の出来事
1	22 - 23	日本銀行政策決定会議
	25	欧州中央銀行政策理事会
3	8	欧州中央銀行政策理事会
	18	ロシア大統領選挙
	20 - 21	FED 会議
4	26	欧州中央銀行政策理事会
	26 - 27	日本銀行政策決定会議
5		イタリア総選挙
6	12 - 13	FED 会議
	14	日本銀行政策決定会議
	14	FIFA ワールドカップ
7	1	メキシコ総選挙
	30 - 31	日本銀行政策決定会議
9	25 - 26	FED 会議
10	7 - 28	ブラジルの大統領選挙
		イギリスは正式にユーロ離脱
	30 - 31	日本銀行政策決定会議
11	6	米国中間選挙
12	18 - 19	FED 会議

ソース: BSC Research

3. 各業種の経済サイクルと見通し

2017 年内に、日本とユーロ圏の経済回復と中国経済の安定的な成長がベトナム経済に好影響を及ぼした。低いインフレ率、高い経済成長率、底についた長期金利、上昇している短期金利の各経済指標と共に、政府は刺激政策を手加減していても債権の価格が上昇しつづけていることがベトナム経済がまだ高度成長の前期だと示している。

経済サイクル	インフレ率	経済政策	市場の状態
復旧の初期 (Initial Recovery)	インフレ率が低下する	経済刺激	短期金利が低下 長期金利が底につく、債権はピーク 株価は上昇し始める
高度成長の前期 (Early Upswing)	経済成長が好調が、インフレ率が下がる	経済刺激を手加減	短期金利は上昇 長期金利は底につくか、上昇するか。債券は下がり始める 債券は上昇する
高度成長の後期 (Late Upswing)	インフレ率が上がり始める	経済制限政策を始める	短期金利と長期金利が上昇、債券価格が下がる 株価はピークになる
減速期 (Slowdown)	インフレ率が上がる	経済制限政策	短期金利と長期金利はピークを過ぎ、低下し始める。債券は上昇し始める。 株価が低下し始める
後退期 (Recession)	インフレ率がピークになる	金融制限を手加減する	短期金利、長期金利が低下。債券が上昇し続ける。 後退期末に株価が上昇し始める。

ソース: BSC Research

BSC の予測では、2018 年の GDP 成長率が 6.6% 超える (2014 年～2017 年の平均 6.4% より高い)。為替レートが次の要因で安定できると考えられる。(1) 2017 年の外貨準備金が 515 億 USD (Sabeco の売却よりの歳入を含み) (2) 2018 年の第 1 四半期に、Binh Son 製油所、PV Oil、PV Power、Genco3 の 4 社の IPO と戦略大株主への売却により 76 兆 1,540 億 VND (33 億 USD に相当するが、約 15～20 億 USD が外国人投資家よりの歳入) (3) 2018 年の貿易黒字は 40 億 USD になる (2017 年の 26 億 7,000 万 USD より大きく上回る) (4) FDI の実施額は高い水準のままになる

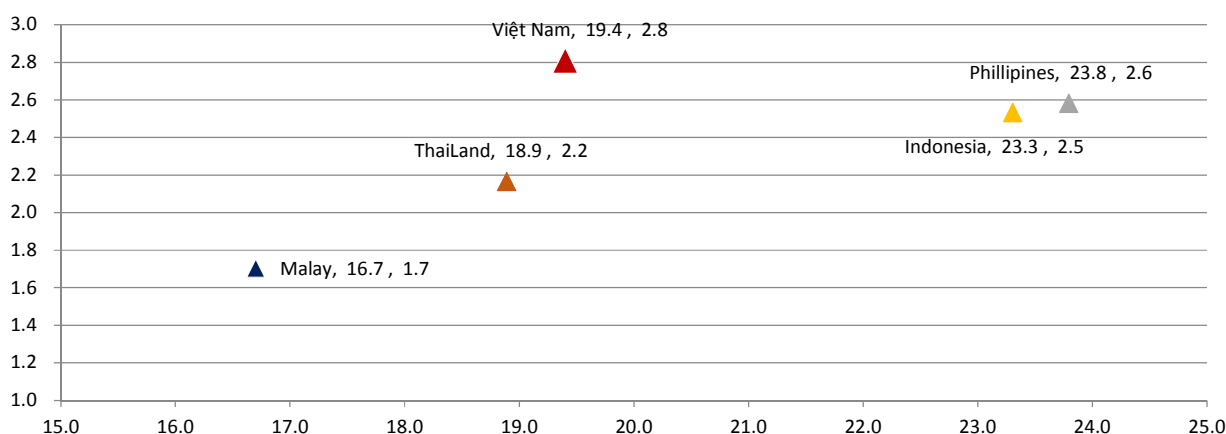
原油価格、電力価格、食料価格、医療価格、教育価格の上昇で、2018 年のインフレは 4.5% (2016 年は 4.7%。2017 年は 3.5%)。インフレ率が低く維持できる要因は (1) 2017 年 11 月までの国庫の外貨準備金が 150 兆 VND (2016 年 12 月時点より 68% 増となった) (2) 為替レー市場が安定している (3) 通達 19 号/2017/TT-NHNN は短期資金での長期貸付比率の引下げの実施を延期したため、金融システムに余地をもたらした。BSC のベトナムの現在の国内外情勢では、株投資の利益

と効率が高く、株は最適な投資対象だと考えている。業種のリード銘柄、基本がよい銘柄、市場で競争と成長性がよい銘柄、大型の IPO 銘柄が国内外投資家の注目点になる。

地域の証券市場との比較

PE、PB での比較では、ベトナム証券市場が地域と比べ、合理的である。それに、国有企業の株式会社化の促進や成長性からの投資チャンス进行分析すれば、ベトナムは非常に魅力的な市場である。しかし、業種別で比較すれば、利益性が異なる。インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイランドのアセアン地域国の中間値と比較すれば、ベトナム証券市場は割安になっている。

ベトナムと地域の PE、PB の比較



ソース: Bloomberg, BSC Research

国別の各セクターの PE, PB

	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
金融	23.63	1.72	18.54	1.96	16.1	3.2	16.92	1.32	24.2	2.41	20.15	1.51
小売	18.13	1.93	21.02	3.06	18.5	3.7	21.44	7.46	34.2	2.36	20.57	2.47
鉱工業	17.23	1.49	17.35	2.25	17.4	2.3	15.68	2.07	21.17	2.26	17.35	2.25
石油・ガス	9.07	1.38	27.58	1.65	32.4	1.6	22.76	4.18	9.5	0.94	32.41	1.65
サービス	18.08	2.65	23.3	3.31	23.3	2.4	15.5	7.9	33.79	4.24	23.3	2.38
基本資材	15.43	1.04	18.81	2.9	18.8	2.7	19.22	3.14	12.37	3.54	18.81	2.66
公共事業	13.04	1.83	15.59	1.63	15.6	1.4	18.04	1.88	14.32	2.46	15.59	1.38
IT	12.31	2.17	17.98	3.18	18	3.2	n/a	n/a			17.98	3.18
医療	22.95	2.64	25.83	2.25	25.8	5.1	60.02	2.18			17.35	2.25
通信	14.68	3.01	23.49	4.2	22.3	3.5	24.65	4.92	24.65	4.92	22.33	3.48

4. 2018 年の注目銘柄

Mã 銘柄	2018 年 売上高 (10 億 VND)	2018 年 税引後 利益 (10 億 VND)	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2017 年 12 月 29 日の 終値	目標価格
VCB		11,793	3,851	14.10	3.60	21.34%	54,300	57,604
MBB		6,050	3,192	7.96	1.53	20.44%	25,400	34,100
ACB		3,250	3,245	11.37	2.46	18.20%	36,900	43,521
VPB		8,603	5,478	7.48	2.33	24.71%	41,000	57,000
CTG		8,402	1,870	12.94	1.45	12.76%	24,200	26,900
BID*			1,455	17.53	1.87	14.57%	25,500	N/A
LPB*			1,895	6.81	0.91	15.57%	12,900	20,571
HDB		3,972	2,866	N/A	2.58	17.80%	N/A	49,600
STB			N/A	N/A	1.02	N/A	12,850	N/A
GAS	69,304	8,799	4,338	22.45	4.40	20.22%	97,400	126,807
PVD	4,377	(139)	N/A	N/A	0.69	N/A	23,350	29,800
PVS	16,163	900	1,773	13.31	0.87	7.39%	23,600	29,160
BSR	102,217	8,341	2,690	5.43	1.21	24%	N/A	16,260
PVPower	34,940	2,625	775	18.58	1.68	10.46%	N/A	21,198
PV Oil	67,073	638	549	24.40	1.41	5.83%	N/A	19,000
CTD	33,485	1,898	21,651	10.30	1.70	19.20%	226,500	280,000
HBC	19,283	1,004	7,206	6.10	1.50	25.80%	44,000	N/A
CTI	995	163	2,540	12.00	1.30	10.60%	30,500	31,545
PVI	7,471	616	2,474	16.90	1.20	7.20%	32,000	41,751
BMI	4,165	243	2,600	16.60	1.50	8.40%	35,500	43,195
MIG	2,349	95	1,181	13.80	1.34	8.90%	12,000	16,396
FPT	20,775	2,956	4,457	12.81	2.11	20.53%	57,100	68,700
CMG	5,008	210,548	2,988	9.71	1.83	20.05%	29,000	37,825
NT2	8,132	1,371	4,333	7.73	2.06	20%	33,500	36,400
PPC	6,574	940	2,564	8.87	1.27	13%	22,750	24,150
REE	4,727	1,745	4,720	8.79	1.67	17%	41,500	43,200
HPG	54,634	8,516	5,583	8.63	1.79	20.80%	46,850	58,622
NKG	17,160	1,011	7,776	4.99	1.49	29.93%	38,800	51,318
HSG	31,065	1,605	4,587	5.34	1.23	26.30%	25,000	32,810
BFC	7,072	325	5,119	6.57	1.51	24.35%	33,650	41,000
SFG	2,720	102	1,975	6.08	0.95	17.38%	12,000	13,900
LAS	4,000	163	1,355	10.63	1.23	12.39%	14,400	16,200
DPM	10,350	824	1,845	11.65	0.98	9.94%	21,500	22,800
PHR	1,565	504	5,064	8.60	1.30	20.60%	43,350	48,448
TRC	484	135	3,705	7.80	0.50	8.12%	28,800	34,176

DRI	617	140	1,817	6.60	1.13	25%	12,000	16,062
GMD	3,981	587	1,835	21.88	1.88	7%	40,150	N/A
VSC	1,447	313	5,638	7.62	1.35	13%	43,000	54,463
CVT	1,515	250	8,400	8.00	3.00	39%	53,800	67,200
VGC	9,432	723	1,437	18.20	1.80	9.40%	26,200	32,000
VGG	9,168	476	8,930	6.20	1.30	28%	55,000	67,010
TNG	3,020	138	3,021	4.60	0.80	19%	13,800	18,130
TCM	3,535	218	3,763	7.60	1.40	23%	28,700	30,101
HT1	8,104	457	1,539	10.10	1.00	9%	15,550	17,661
BCC	3,871	13	109	69.70	0.40	-3%	7,600	N/A
NTP	4,941	516	5,319	13.16	2.99	21.96%	70,000	89,000
BMP	4,016	452	5,030	17.02	2.85	18.44%	85,600	N/A
AAA	5,500	330	3,861	8.57	1.60	22.49%	33,100	N/A
DRC	4,021	229	1,766	13.70	1.90	14%	24,200	31,954
CSM	3,826	166	1,519	10.30	1.32	14%	15,700	21,327
DHG	4,150	730	7,543	19.10	3.10	17%	115,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	21.20	2.10	13%	66,000	71,500
PME	1,859	335	5,135	16.30	2.60	19.80%	84,000	107,900
DBD	1,584	162	3,092	18.10	3.20	18%	54,500	61,800
SBT	8,659	576	1,084	19.20	1.80	11%	20,800	17,350
LSS	2,540	131	1,864	6.10	0.40	7%	11,400	13,450
PVT	7,645	556	1,780	11.09	1.00	15%	18,650	19,080
GSP	1,305	50	1,650	5.60	0.99	13%	14,000	15,200
HVG	16,830	92	414	15.3	0.57	8%	6,340	N/A
VHC	9,071	637	6,633	7.68	1.68	20%	51,000	N/A

ソース: BSC の予測, * EPS 2017

各セクターの 2018 年の見通し

銀行業[有望]

- 2018 年の貸付成長率は 17%~18%と予測された。
- 通達第 19 号/2017/TT-NHNN が通達第 36 号/2017/TT-NHNN の事項を改正し、2018 年 2 月 12 日より発効する。
- 各銀行は、バーゼル2の基準に沿って自己資本比率の引き上げ、外国パートナーよりの増資を引き続き行う。
- 弱体化した金融機関の不良債権の処理を強化する。
- 新規上場を予定している銀行は Techcombank、OCB、HDBank、TPbank、Maritimebank、Seabank、ABBbank、Saigonbank、Nam A Bank、Viet A Bank

2018 年の貸付成長率が 17%~19%になる見通し。ベトナム中央銀行の福総裁は 2018 年の貸付成長率が 17%になると公言した。国家財政監視委員会によると、この貸付成長率は 18%~19%になる。BSC の分析では、銀行がこれを実現できると考える、その理由は(1)経済成長が 6.5%~6.8%になる見通し(2)2018 年の短期資金での長期貸付比率が 40%から 45%に上げられる。2017 年の個人消費ローンが 59%増加したがまだ上昇の傾向になっている。この傾向は国有銀行が個人顧客に集中するビジネスモデルの結果だけではなく、VPBank、HDBank、SHBank などの商業銀行が消費ローン事業の強化にもある。

フィンテックが銀行の伝統的な事業モデルを変える。商業銀行が同業相手だけではなく、銀行サービス(決済、貸付等)に進入している IT 企業にも競争する。これで、銀行の利益性と成長性が影響され、銀行が顧客の多様なニーズに応えるためのサービス、IT を継続に更新することも要求される。これらの IT 会社との連携または競争する戦略は銀行の事業モデルに変化をもたらす。

通達第 19 号/2017/TT-NHNN が通達第 36 号/2014/TT-NHNN の事項を改正し、2018 年 2 月 12 日より発効する。該当の通達は銀行の 2018 年の短期資金での長期貸付比率を 40%から 45%に上げ(第 36 号では 40%となった)、2019 年からは 40%、2019 年 1 月 1 日より適用される。この改正で、銀行が中長期貸付をより拡大でき、不動産、建設や他の大きな融資案件が資金調達にもこの追い風を受ける。このセグメントの利益性が高く、銀行の NIM(預貸金利ざや)を一時的に改善できる。本通達は、先月の債務残高に対する国債及び政府保証債の保有率の限度に関する事項を補足した。商業銀行と外国銀行の支店では 30%、非銀行の金融機関では 10%となる。

各銀行は、バーゼルⅡの基準に沿って自己資本比率の引き上げ、外国パートナーよりの増資を引き続き行う。以前のレポートの分析の通り、銀行が自己資本比率の引き上げが必須である。2018 年に国有銀行を除き、各銀行は株主に対して配当金の代わりに、株式の無償割り当てを実施した。一部の銀行では、外国パートナーに株式追加発行を行った。VCB (Vietcombank) は引き続き GIC (シンガポール政府投資公社) に新規株を発行する予定。他方、BIDV は戦略的なパートナーを模索している。

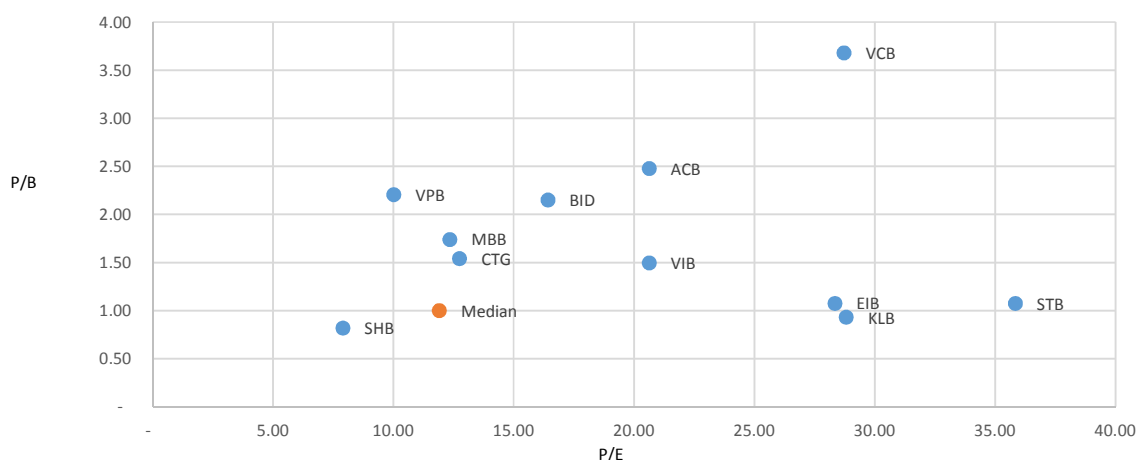
各銀行は運営体制の健全化及び安全化を促進している。(1) 不良債権処理の政令、及び指示第6号は銀行の不良債権の速やかな処理を可能にした(2) 金融機関に関する改正法案は2018 年 1 月 15 日より発効し、懸念のある金融機関を早期に発覚し、金融システムの健全性を確保する。銀行の破綻の認可が金融システムへの懸念をもたらすが、これは中央銀行は慎重に検討されているだろう。(3) 2020 年にバーゼルⅡの適用の方針が銀行をより低リスクの運営や自己資本の引き上げ等の運営を指南している。

今後に新規上場する予定の銀行: Techcombank (資本金 8 兆 8,790 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)、ABBank (資本金 5 兆 3,190 億 VND)、Saigonbank (資本金 3 兆 800 億 VND)、Nam A Bank (資本金 3 兆 210 億 VND)、Viet A Bank (3 兆 5,000 億 VND)。

投資観点

BSC は銀行株に対して、有望だと評価した。その理由は(1) 経済成長でコア事業の業績が好調となり、融資事業以外の事業にはまだ成長の余地がある。(2) 懸念のある金融機関の不良債権の処理が強化されている。銀行が徐々に健全化し、世界の基準に沿って運営する方向。(3) バーゼルⅡに沿って自己資本比率を引き上げたにより、市場指数構成のうちの銀行銘柄の割合が増した。(4) 2018 年内に新規上場する予定の銀行が数多くある。

地域と比べ、ベトナムの銀行銘柄は割高になっている。ベトナム銀行銘柄の P/E と P/B の中間値 20.62X と 1.54X、アジア太平洋地域の中間値は 11.9X と 1X となっている。



ソース: Bloomberg

VCB –値動きの観察–目標価格 57,600VND／株 時価より 6%上回り

VCB は、事業の健全度、高利益性、と成長性で、BSC が選好した銘柄である。VCB が引き続き、大株主である GIC (シンガポール政府投資公社) とみずほ銀行に 10% の株を追加発行の計画を促進している。これが自己資本比率の引き上げで資金力の強化の狙いである。

- **業績と見通し。**親会社の税引前利益は前年度より 32.9% 増の 11 兆 180 億 VND となり、計画より 14% 上回った。また、不良債権の引当金を除いた収入は前年度より 11% 増となった。BSC の推測では、2018 年に次のように (1) 貸付成長率が 18% となる (2) 預貸率 LDR は 80% になる (3) 不良債権の額は 5 兆 5,470 億 VND、不良債権に対する引当金の割合は 170% を仮定とした場合、税引後利益は今年度より 34% 増の 11 兆 7,930 億 VND。
- **個人顧客セグメントに力を入れた結果、利益性がさらに高くなる。**ROA と ROE がそれぞれ 0.98%、15.80% になって、VPB、TCB に次いで高い。2017 年の 3 四半期の NIM (預貸金利ざや) は 2.65% となり、(利回りが低い) 不定期預金が預金全体の 27% 示していたため。
- **債権が健全な性質、不良債権の割合は僅かの 1.15%、VAMC の 2016 年の債権リスクに対して引当金を積立済みとなった。**2017 年第 3 四半期の上場銀行のうち不良債権に対する引当金の割合が最も高く 165% となった。そのため、2018 年の不良債権の引当生費用は軽減できる。

MBB –買い–目標価格 34,100VND／株、時価より 34%上回り

BSC は、調整 P/B の算定方法で MBB の目標価格が 34,100VND／株と算定し、この株の買い注文を推奨している。債権が健全な性質で、利益性が高く、その上に P/B は 1.53X に対して調

整 P/B は 1.90X になり他の銀行より割安になっている。そのため、MBB は中長期投資に適している銘柄である。

- **税引後利益は急上昇。**2017 年の税引後利益は、前年度より 44%増の 4 兆 2,940 億 VND となった。NIM(預貸金利ざや)は 4.15%、ROE と ROE はそれぞれ 1.46%、14.63% となり、他の上場銀行比べ利益性が高い。融資事業と融資以外の事業の成長が順調になり、業績が好調になっている。2017 年の 9 ヶ月の累積では、融資事業及び融資以外の事業の収益はそれぞれ 40%増、84%増となったため、税引後利益は前年同期比 43%増の 3 兆 1,920 億 VND となった。BSC の推測では、債権の良質や Mcredit 事業や他の事業の成長で、2018 年の税引後利益は 43%増の 6 兆 500 億 VND、EPS は 3,192VND/株、その前提は(1)貸付成長率は 18%(2)LDR は 80%(3)引当金の費用は 34%減の 1 兆 7,920 億 VND になる。不良債権の引当率は 100%となる。
- **不良債権の処理の強化。**2017 年第 3 四半期までの不良債権は、前年同期比 18%増の 2 兆 3,430 億 VND になった。MBB の不良債権比率が 1.33%、VAMC に売却した不良債権を含めば 1.91%(2016 年には 2.71%)となった。2017 年の 9 ヶ月の不良債権の貸倒引当金は 1 兆 240 億 VND、2016 年度の前年分には 7,000 億 VND だった。オフバランスシートに回収できた不良債権の総額が 5,820 億 VND、2016 年同期では 3,900 億 VND だった。VAMC(ベトナム資産管理会社)の債券の引当金繰入の計上後の価値が 1 兆 430 億 VND となり、2016 年の 2 兆 1,560 億 VND より大幅に減少した。疑義ある債権を含めた総資産は約 18 兆 8,220 億 VND となり、資本金の 66%に相当、上場銀行より低額である。疑義ある債権の引当率は 2016 年の 103%から今年期の 87%になったが、まだ銀行の抑制できる範囲内だと考えられる。疑義ある債権の未収利息の残高は 2 兆 9,290 億 VND から 3 兆 3,780 億 VND になっており、貸出全体の 1.92%を占め、MBB は今後不良債権の管理と引当率の引上に力を入れるべきだろう。しかし、不良債権の引当金と合計すれば、引当率が 131%になる。MBB は 2018 年半ばに VAMC 債権に対して引当金の計上を完了できる予定。
- Mcredit は 2017 年 5 月に本格的に運営が軌道に乗り、ベトナム国内の個人消費ローンの急上昇と共に、経營業績を大きく貢献できると期待されている。MBB は Mcredit 事業の 49%を外国パートナーに譲渡を予定している。売却収益は自社の簿価を上げるために、株主剰余金に計上する予定。それに、MBland の保有率を 65.29%から 11%に引き下げ、資本撤退を予定している。

ACB -買い-目標価格 43,521VND/株、時価より 18%上回り

ACB は、コア事業の好調、債権の良好な性質、Kien 執行役の事件に関わった G6 不良債権の速やかな対応で、我々の選好している銘柄である。

- **2017 年の 9 ヶ月の貸付成長が 12.9%。**ACB は中央銀行に 2017 年の貸付率を 20%までの引き上げを許可された。2017 年 9 ヶ月の引当金繰入前の利益は 93.45%伸びた。BSC の予測では、2017 年と 2018 年の税引後利益のそれぞれが 2 兆 3,100 億 VND(前年より 74%増)と 4 兆 940 億 VND(前年度より 77%増)、2018 年の EPS が 4,102VND/株。その予測には次のことを仮に基づいて計算した:(1)2017 年と 2018 年の貸付成長率は 20%と 19%になる、(2)預貸率は 80% (3)疑義ある債権の引当率はそれぞれ 105%、120%になり、不良債権の引当金の残高が 2 兆 1,730 億 VND、2 兆 2,540 億 VND となる。
- **不良債権の厳格なリスク管理体制。**2017 の第 3 四半期末の不良債権比率が 1.04%、疑義ある債権の総額が 9 兆 7,330 億 VND となる、株主資本金の 63.1%に相当している。不良債権と疑義ある債権の引当率が 151%、G6 の不良債権を除いた場合には 110%。
- **G6 不良債権の引当金は 2017 年内に完了できる予定、計画より 1 年早くなった。**2017 年 6 月 30 日までに G6 に関する不良債権の合計は 3 兆 5,270 億 VND であった。銀行は 3,880 億 VND を回収できた。この債権の引当後の残存額は 5,580 億 VND、これは 2017 年下期の引当繰入額の最多額である。それに、G6 の担保資産は 3 兆 5,680 億 VND に上り、そのうち 1 兆 2,370 億 VND は第 3 者の金融機関が買収する予定(現在は 4,160 億 VND を支払った)、250 億 VND は別の銀行口座で預金している。BSC は、これらを ACB の引当金の戻入に計上できると考えられる。

VPB - 買い - 目標価格 57,000VND/株

P/B の算定方法で VPB の目標価格は 57,000VND/株として、買い注文を推奨できると考えている。2017 年 12 月 29 日に VPB の時価は 40,800VND/株、2017 年の P/B は 1.98X、2018 年の P/B は 1.72X、証券市場の上場銀行と比べても魅力的である。

- **飛躍的な成長。**総資産は年間 21%伸びている、貸出残高は年間 37%伸びている。2012 ~2017 年の税引後利益の年間伸び率が 58%である。2017 年初の 9 ヶ月間に貸出残高は 15.9%増、なかに FEcredit は 28%増となった。2017 年の 3 四半期の連結の税引後利益が 72%増となった。BSC の予測では、2018 年の連結税引後利益が 35%増の 8 兆 6,030 億 VND、EPS は 5,478VND/株になる。
- **上場銀行のうちに、VPB の利益性が最も高い。**2017 年の 9 月の連結 NIM(預貸金利ざや)は 8.76%、CIR が 35.96%と低い。2017 年の ROA と ROE はそれぞれ 2.48%と 28.61%になった。
- **銀行のコア事業はリテール・バンキング、消費ローンの事業モデルに集中している。**リテールバンキングは貸出の 80%~82%を占め、そのうち FEcredit は 25%を占めている。VPB は、FEcredit 事業をさらに強化し、引き続きリテールバンキングを拡大し、マーケットをリードする計画。今後のリテールバンキングの成長率を 25%を目指している。その背

景には、ベトナム国内の消費と収入が急増化するため、このセグメントの成長が早く、NIMが高いである。

- FEcredit は連結の営業利益の 56%を寄与している。FEcredit は国内の消費ローンのマーケットの 48%を占めている。これは最大シェアであり、とりわけ現金の貸出事業が長けている。2014 年～2017 年に、この事業の年間の貸付成長率と営業利益の成長率はそれぞれ 60%、88%である。従来の貸出事業よりも NIM が 24.4%と高い。BSC の分析では、FEcredit は先駆者の優勢で、今後も圧倒的に成長できる。FEcredit の 2017 年初の 9 ヶ月不良債権比率は 4.45%、世界の消費ローンの限度(13%～15%)よりも低い。FEcredit の平均ローン額は 2,000 万～4,000 万 VND、FEcredit の不良債権のリスクが低いと考えられる。
- VPB は外国人投資家の保有限度を 25%に設定する予定(現在の保有率は 22.34%)。IFC(国際金融公社)の融資の一部(5,700 万 USD)に対して、相当額を 5%発行済みの株と交換する予定。

CTG -買い-目標価格 26,900VND/株一時価より 11%上回り

CTG は、ネットワーク、貸出規模、資金調達の面において国内最大級の銀行である。CTG の調整した P/B と(未調整の)P/B は 2.3X と 1.45X、割安な銘柄である。

- 成長性について。2017 年初の 9 ヶ月に貸出残高と預金の伸び率はそれぞれ、15.28%、10.68%だった。第 3 四半期の税引後利益が前年同期比 13%増の 5 兆 8,550 億 VND となった。第 3 四半期末の預貸率は 105%と高い。CAR(Capital Adequacy Ratio)は 10.4%になっているが、外国人投資家の保有率は限度に達したため、増資は容易でない。そのため、CTG の今後の貸付成長率が限られるだろう。BSC の分析では、2017 年と 2018 年のそれぞれの税引後利益は 7 兆 2,930 億 VND と 8 兆 4,020 億 VND となり、これは前年度より 6.66%増と 15.21%増となり、2018 年の EPS は 1,870VND/株となる。
- 利益性について。2017 年初の 9 ヶ月の NIM(預貸金利ざや)は 2.62%、ROA と ROE のそれぞれは 0.74%、12.26%、上場銀行の平均 0.92%と 12.82%より若干低い。
- 債権の性質について。不良債権は低く、1.21%に留まっており、VAMC の社債も含めば、2.05%になる。2017 年の第 3 四半期の不良債権の引当率は 101%だった。しかし、未収利息は 15 兆 4,250 億 VND と多額になっており、貸出残高の 2.02%を占めている。CTG の貸出先には大手企業も多くある。BSC の分析では、2018 年の課題は不良債権の処理であり、とりわけ決議第 42 号の発効後には、これはさらに強化されるだろう。疑義のある債権の合計は 42 兆 4,400 億 VND となり、担保資産は 1,395 兆 700 億 VND である。
- 事業焦点:(1)外国人投資家の保有率の引き上げ。中央銀行が定めた限度 30%までに引き上げる予定。(2)不良債権の処理の強化、VAMC の社債に対して、引当金を繰入計上。

BID – 値動きの観察

資産額、貸出規模、全国の支店数等において、BIDV はベトナム国内の最大銀行である。2017 年 12 月 29 日の時価は 25,500VND/株、P/B は 2X となった。

- **成長性について。**2017 年初の 9 ヶ月に、貸出残高と預金残高のそれぞれが 14.41%、13.37%増加した。CTG と同様に、2017 年第 3 四半期末に預貸率は 100%と高い、CAR は 9%強と低く、これで BIDV の貸付成長を減速するだろう。2017 年の 9 ヶ月の税引後利益は前年同期比 8.86%減の 4 兆 2,110 億 VND となったが、2017 年度の税引前利益は前年度より 14%増の 8 兆 8,000 億 VND、EPS は 1,643VND/株
- 資産額、貸出規模、全国の支店数等において、BIDV はベトナム国内の最大銀行である。2017 年 12 月 29 日の時価は 25,500VND/株、P/B は 2X となった。**債権の性質について。**不良債権比率は 2.08%だが、VAMC の社債を含めば、3.69%になる。2017 年第 3 四半期末に不良債権の引当率は 84%だった。BIDV の貸付先には大手企業も多くある。BSC の分析では、疑義ある債権の合計は 67 兆 3,940 億 VND であり、貸倒引当金が今後とも増加するだろう。2018 年の課題は不良債権の処理であり、とりわけ議決とりわけ決議第 42 号の発効後には、これはさらに強化されるだろう。2017 年第 2 四半期末に担保資産は 954 兆 7,070 億 VND であった。
- **利益性について。**2017 年第 3 四半期末に、NIM(預貸金利ざや)は 2.93%、ROA と ROE のそれぞれは 0.54%と 12.48%、2016 年度より減少した。
- **事業焦点:** BIDV は(外資系の)戦略的なパートナーに株を発行よりの増資を計画している。これで、資産運営能力を強化し、会社の財務上の簿価を高め、成長性につながる。

LPB – 買い – 目標価格 20,571VND/株、時価より 59%上回り

2017 年 12 月 29 日に、LPB の時価は 12,900VND/株、P/E は 5.96X、P/B は 0.91%となっており、国内銀行よりもかなり魅力的である。

- **成長率が高く、伸びる余地はまだある。**2017 年初の 9 ヶ月に、貸出残高、預金残高はそれぞれ 19%、10%と伸びており、預貸率(LDR)は 77%と中央銀行の限度 80%よりも低い。貸付事業の急成長で、2017 年の 9 ヶ月の税引後利益は前年同期より 61%増の 1 兆 1,260 億 VND となった。NIM(預貸金利ざや)が改善され、レポ・レートが低い。2017 年の税引前利益は前年同期より 26%増の 17 兆 VND、EPS は 1,895VND/株
- **利益性について。**NIM(預貸金利ざや)は 2016 年の 3.5%から 2017 年第 3 四半期に 3.68%に大幅に改善でき、上場銀行の平均 3.31%よりもかなり高いとなった。これは当座預金の割合が 31%と高いであったため。同様に、ROA は 0.85%から 1.04%に、ROE は 13.34%から 17.24%に、上場銀行の平均よりも高い。

- **債権の性質について。**不良債権比率は 1.19%、VAMC 社債も含めば、2.4%になる。不良債権の引当率は 105%と高い。しかし、未収利息が高く、貸出残高の 3.22%を占めており、LPB では、建設事業、不動産リース等関連の貸出が高く、総額が 1 兆 9,810 億 VND、全体の 2.09%を占めている。疑義ある債権の総額は 8 兆 4,870 億 VND、株主資本金の 93%に相当している。

増資計画について。LPB は 1 億 400 万株を発行するが、そのうち 3,876 万株を無償割当(総株数の 6%)、3,295 万株を売値 10,000VND/株で戦略的なパートナーに売却(総株数の 5.1%)、3,229 万株を売値 10,000VND/株で ESOP(社内従業員に売却)(総株数の 5%)。資本金は 7 兆 5,000 億 VND である。長期的には、外資系企業のパートナーに 25%の株を発行する予定。

HD Bank(ホーチミン開発商業株式銀行) - 観察-目標価格: 49,582VND/株

2018 年 1 月 12 日に HDB の時価が 45,450VND/株、P/E は 15.86X、P/B は 2.58X となった。

- **規模の拡大について。**2017 年末に資本金は 9 兆 8,100 億 VND であった。2017 年に HDB は 7300 万株を無償割当発行、9,810 万株を 32,000VND/株で公募発行した。これで HDB の CAR(Capital Adequacy Ratio)は 14.4%になり、株の簿価は 16,000VND/株となった。BSC の分析では、HDB の 2017 年の株西資本金は 14 兆 3,200 億 VND となり、2018 年末には 16 兆 7,040 億 VND、株の簿価は 19,833VND/株となった。
- **飛躍的な成長について。**上場銀行のうち、HDB は預金残高と貸出残高の成長がもっとも速い銀行であり、2012 年~2016 年の間に、その CAGR(年間成長率)は 31.8%と 40.4%となる。利益性が VPB に相次いで高い、2012 年~2016 年の間に年間の平均に 37%伸びた。2017 年初 9 ヶ月に、税引後利益は 1 兆 5,380 億 VND となり、EPS は 1583VND/株となった。2017 年の税引後利益は前年より 107%増の 2 兆 3,720 億 VND、2018 年は 65.3%増の 3 兆 9,720 億 VND となる。
- **HDSaison は、HDBank の子会社として、消費ローン市場の 12.15%を占めており、国内第 3 位となって、主な対象はバイク・ローンである。**2013 年~2016 年の貸付成長率は 73%、2017 年初 9 ヶ月には 12%となった。2017 年初の 9 ヶ月に、HDSaison の NII は 2 兆 820 億 VND となり(HDB の連結の 45%を占めている)。
- **債権の性質について。**第2類の債権は 1 兆 7,190 億 VND、不良債権は 1 兆 5,870 億 VND 不良債権比率は 1.64%、そのうち HDSaison の分は 5,380 億 VND(不良債権比率は 6%)となった。VAMC の社債は 1 兆 1,800 億 VND となった。第 5 類の負債は 3,000 億 VND、2017 年初の 9 ヶ月の未収収益(利息を含む)は 3 兆 4,270 億 VND、他の資産の合計は 6 兆 2,300 億 VND。疑義ある債権は 14 兆 530 億 VND、株主資本金の 124%に相当している。他の大手企業の社債の総額は 5 兆 6,090 億 VND、貸出残高の 5.8%に相当している。

STB - 観察

2017 年 12 月 29 日に、STB の時価は 12,850VND/株、P/B が 1.02X

- **規模が大きい。**STB は、リテール・バンキングにおいて、ベトナム国内の大手商業銀行である。MBB、ACB、SHB、EIB、TCB、VPB、HDB、LPB 等の銀行よりも規模が大きい。2017 年第 3 四半期末に、資本金は 18 兆 8,520 億 VND、貸出残高は 223 兆 VND、預金残高は 312 兆 VND。
- **成長性について。**2017 年の貸出残高と預金残高のはそれぞれ 12.5%と 11.5%と伸びた。NIM(預貸金利ざや)が高く、貸出事業が順序に成長し、営業利益は 33%増の 8 兆 2,000 億 VND となっており、STB の不良債権の処理等には有利となる。
- **2017 年の不良債権の処理の強化**
 - **STB の債権処理の提案は 2017 年 5 月に中央銀行より承認された。**この提案により、2016 年末に、不良債権 13 兆 VND、VAMC 社債 37 兆 VND、棚上げしている未収利息 21 兆 VND、担保資産 9 兆 5,000 億 VND、6 兆 VND の債務の株式化を計上した。また、疑義ある債権は 86 兆 VND。中央銀行はこれらの債権の処理期間を 10 年以内と定めたが、経営陣は 3 年～5 年と予定している。
 - **不良債権の処理。**2017 年第 3 四半期末に、上記の債権の処理に着手できなかった。疑義ある債権は 87 兆 VND だった。計上した不良債権のうちに、1 兆 5,000 億 VND しか回収できなかった(2016 年では 27 兆 9,000 億 VND)。2017 年末に、Dương Công Minh 会長によれば、STB が 19 兆 VND の不良債権の処理、債務の株式化、2 兆 8,000 億 VND の担保資産の履行、VAMC に 2 兆 6,000 億 VND の不良債権の売却、未収金と不良債権よりの 14 兆 2,000 億 VND の回収できた。

	EPS 2018F	BV	簿価	ROA 2018	ROE 2018	P/B	P/B	2017 年 12 月 29 日の終 値	目標価 格
VCB	3,851	15,078	14,070	1.38%	21.34%	3.6	3.86	54,300	57,604
MBB	3,192	16,619	13,340	1.94%	20.44%	1.53	1.9	25,400	34,100
ACB	3,245	15,013	11,738	1.08%	18.20%	2.46	3.14	36,900	43,521
VPB	5,478	17,588	10,883	2.98%	24.71%	2.33	3.77	41,000	57,000
CTG	1,870	16,727	10,506	0.74%	12.76%	1.45	2.3	24,200	26,900
BID	1,455	13,612	4,781	0.60%	14.57%	1.87	5.33	25,500	N/A
LPB	1,895	14,150	5,053	0.94%	15.57%	0.91	2.55	12,900	20,571
HDB	2,866	17,635	8,920	1.35%	17.80%	2.58	4.13	N/A	49,600
STB	N/A	12,632		N/A	N/A	1.02		12,850	N/A

石油・ガス業[有望]

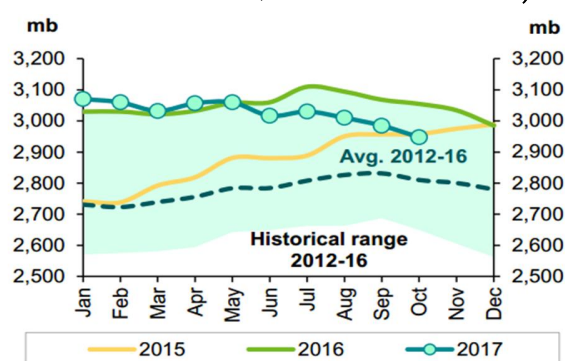
- 原油の供給量は需要量を下回っており、このトレンドが数年間に続く見通し
- 2018 年～2019 年の原油価格は小幅に上昇する見通し
- 国内の石油・ガスの大規模な案件が続出
- 業種のリードする企業の IPO

原油の供給量は需要量を下回っており、このトレンドは数年間続く見通し。OPEC の 2017 年 12 月の報告によれば 2017 年第 2 四半期から、原油の供給量は需要量を下回った。2017 年第 3 四半期の一日平均需要量は 9,770 万バレル/日だったが、供給量は 9,660 万バレル/日となっており、在庫の 110 万バレル/日が出荷された。HSBC の 2018 年の予測では、世界原油の需要は 9,790 万バレル/日、供給量は 9,730 万バレル/バレル、2021 年に原油在庫は 1 日に 230 万バレル減る。

世界の原油在庫と同一だと考えられる OECD の原油在庫は減少している。2017 年第 3 四半期までに、OECD の原油在庫は 4 億 5,600 万バレル(そのうち、商業用のストックは 29 億 9,000 万バレル、政府の Strategic Petroleum Reserves (SPR)は 15 億 8,000 万バレル)、現在の消費のスペース 4,770 万バレル/日(世界の 48.82%)では 95.7 日の確保ができ、2015 年の 97.6 日より短い。

米国は世界最大のストック量を保有、2017 年 12 月 15 日に、商業用ストックは 2016 年より 1 割減って、4 億 3,600 万バレルとなった。中国は世界第 2 位ストック量を保有し、2017 年 10 月までに、商業用のストックは前年同期より 1700 万バレル減って、3 億 4,900 万バレルとなった(原油は 2,150 万バレル減、石油製品は 450 万バレル増)。

OECD の商業用の原油のストック (百万バレル)



米国の商業用のストック (百万バレル)



ソース: OPEC, EIA

2018 年～2019 年に原油価格は小幅に上昇する見通し。需要と供給の差異や原油のストック量の減少の他に、原油価格が上昇する理由は(1)OPEC と他の 11 カ国の原油生産国は 2017

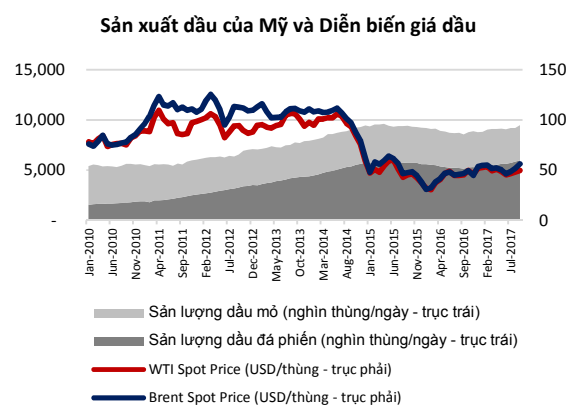
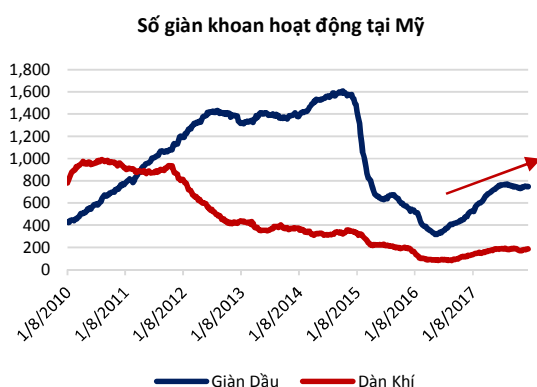
年 1 月～2018 年 3 月 31 日 180 万バレル減産を合意した。2017 年 11 月に、この減産合意を 2018 年末までに延ばした。(2)世界のオイル・ストック 21.9%を保有サウジアラビアは情勢の緊迫が続いている。(3)2017 年 12 月に、リビアのパイプライン爆発事故で、7 万～10 万バレル／日が減少した。ブレン特原油価格の指標を左右する英国の北海にあるフォーティーズ原油は、フォーティーズ・パイプライン(Forties Pipeline)が修理で稼働を停止した。この 2 パイプラインは 2018 年 1 月に再稼働する予定。

シェールオイルの増産の可能性があるため、原油価格が 60USD／バレルの水準まで上昇したら、調整に入りやすくなるだろう。現在の「生産開始前の油井(Drilled but uncompleted wells (DUC))」は 7,354 基まで増加している、これらの DUC を稼働させことは原油価格上昇に対する隠れリスクである。

DUC の数の推移とその増減

	2016	01/17	02/17	03/17	04/17	05/17	06/17	07/17	08/17	09/17	10/17	11/17
DUC	5,289	5,352	5,534	5,534	5,770	5,877	6,851	6,817	7,091	7,204	7,260	7,354
増減		63	182		236	107	974	(34)	274	113	56	94

ソース: EIA



ソース Baker Hughes, EIA

そのため、ブルームバーグ誌によりば、2018 年の原油価格は 58USD／バレル、2019 年には 60USD／バレル。HSBC の報告書では年間平均的に、2018 年のブレン特原油価格が 65USD／バレル、2019 年には 70USD／バレル、2018 年の WTI は 63USD／バレル、2019 年の WTI は 68USD／バレルとなる。

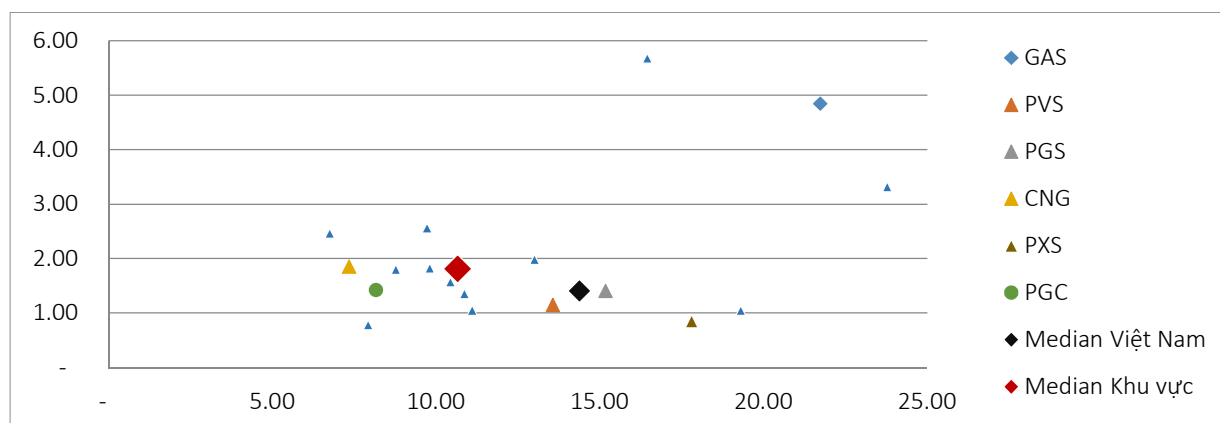
ベトナム国内の石油・ガスが大規模な投資案件が続出する。PVN が経営陣の再構成をじきに終えることは国内の石油・ガスの運営効率を高め、停滞した投資案件も 2018 年～2019 年に再起動させると期待されている。2018 年内に施行される案件は(1)Long Son の製油所工場、SCG

が主要な投資家よりの投資額 54 億 USD、建設業者は PVS、PXS。(2) Rong Do 案件、2018 年には PVS、PXS が参入するが、2019 年には PVD がリグの建設と掘削開始。2019 年に展開される案件は(1) Block B O Mon、(2) Nam Con Son 2 の第 2 段階、(3) 青鯨 (Blue whale)

業種リードしている企業の IPO が続き。BSR 製油所と PVOil の IPO は 2018 年 1 月に行われ、2017 年 12 月 29 日にそれぞれの公開買付値は、14,600VND と 13,400VND となり、VN インデックスの資本金の総額の 1.74% と 0.53% を占めた。

投資観点

原油価格の回復と PVN の経営陣の再構成で業種の効率改善や停滞した案件が促進される期待感から、BSC は引き続き、2018 年の石油・ガスに対して有望だと評価している。2018 年の注目銘柄は GAS、PVD、PVS、BSR、PXS、PVB となった。



ソース: Bloomberg, BSC Research

GAS –目標価格 126,800VND

原油価格の回復で、2017 年の業績が改善された。粗利が最も改善できたのはガスの供給事業である。2017 年 12 月 31 日までに GAS の案件は: 98 億 3,000 万 m³ の湿性ガスの仕入(前年度より 6.41%減)、96 億 1000 万 m³ の乾性ガスの生産と供給(前年度より 6.71%減)、7 万 8,700 トンのコンデンセートの生産と供給(前年度より 12.43%増)、1,349,400 トンの LPG の生産と供給(前年度より 6.84%増)。

BSC の分析では、2017 年の売上高は前年より 11.73%増の 66 兆 40 億 VND となり、税引後利益が前年同期比 15.5%増の 8 兆 840 億 VND となる、2018 年では、原油価格がやや高めで安定することから売上高が 69 兆 3,040 億 VND、税引後利益が 2017 年より 6.21%増の 8 兆 7,990 億 VND となる。2018 年の株価は営業業績だけではなく、社内リストラと PVN より出資が 65%までの撤退(現在は 95.8%を保有している)。

PVD –目標価格 29,800VND

第5基を除いて、全ての掘削リグが稼働しており、会社のキャッシュフローを作っている。(第1基はタイランドで KrisEnergy が利用、第2基はベトナム国内で Vietsovpetro が利用、第3基と第6基がマレーシアで Petronas と Lundin が利用、第6基は 2018 年1月からは Rosneft が利用、第11基はアルジェリアで利用)。第5基は 2019 年末の Ca Rong Do 案件を待機している。

第1基、2基、3基、6基のリース料金は 50,000～55,000USD/日、全部は損益分岐点より下回っている。損益分岐点は 65,000USD/日(2019 年に予定している)。

会社は 2018 年には稼働率が高くなるが、料金は 50,000～55,000USD/日となり採算が取り難くなる。原油価格が 60USD/バレルの期間が長くなれば、参入業者が増えると期待感がある。それに、PVEP の債権残高 1 兆 VND は回収できない可能性がある。それに対する引当金の繰入は 2016 年に 1,800 億 VND、2017 年に 1,700 億 VND、引当金の合計は 3,500 億 VND。

PVS –目標価格 29,160VND**2018 年の見通し:**

- EPC の工事案件:総収入は 6 兆 VND となる。Ca Rong Do 案件から約 2 億 USD、残りは熱電発電所 Long Phu と他の案件の収入。これには、Sao Vang Dai Nguyet からの売上を、確定されていないため、まだ含んでいない。
- オイル・ガスの技術サービスについては、2017 年と同様で、まだ厳しい
- FSO/FPSO サービス事業:新たな契約の料金が下がったため、収入が減少する。FPSO Lam Son は期限前に契約打ち切りとなり、違約金 5 兆 VND の収益を計上でき、債務返済に充てられる予定。特別利益は 300 万～400 万 USD になる(2018 年に計上)
- 探査事業が引き続き赤字
- 海港事業:順序、2017 年より改善
- O&M(運営 & メンテナンス)事業業績は大きく変動しない

142,944,134 株は 2018 年第 1 四半期に発行する予定が、そのうちの 7%の 31,269,029 株は無償割り当て、その他の 111,675,105 株は 10,000VND/株で公売し、1 兆 1,167 億 5,000 万株は FPSO Ca Rong Do 案件に投資する予定。この提案は 2018 年第 1 四半期に施行するよていが、政府機関の承認待ちである。

BSR –目標価格 14,822VND～16,260VND

FCFF や P/E、EV/EBITDA の比較方法で、BSR の買い価格を 14,822～16,260VND として、買い注文を推奨できていると考えている。IPO の公募価格は 14,600VND/株、2018 年の EV/EBITDA と P/E は 5.42X と 5.43X、同業他社よりかなり魅力的である。

- 今後の 5 年間にベトナムは引き続き石油製品の輸入国である。Mackenzie の 2015 年の報告では、2019 年～2021 年に輸入量は 30～33%増加、2022 年～2025 年に輸入量は 33～42%増加。
- BSR の優位: (1)2017 年 1 月 1 日よりの調整税の納税不要で、2017 年の税引前の利益は 3 兆 3,120 億 VND。(2)輸入品と比べ、輸送コストと保険コストがない。Nexant の統計では、2005 年から 2017 年第 1 四半期まで Quang Ngai から Ho Chi Minh 市までの輸送コストは、LPG の場合 33～51USD/トンより安い、ガソリン、JetA1 と DO の場合 1～2USD/バレルより安い。(3)国内の主要な流通業者との取引は国内取引の 70%を占めている。(4)法人税の優遇は 2040 年までに延期された。その優遇内容は設立からの 30 年間税率は 30 年、最初の 4 年間は免税、利益が出た事業年度からの 9 年間法人税率は半分。
- 会社は費用削減と運営効率の改善を続ける。原油から 1 トンの石油製品の生産の効率が 2014 年 12 月の 1.092 トンから 2015 年の 1.087 トンに、さらに 2017 年 8 月には 1.081 トンになった。ブレント原油価格は 60USD/バレルになれば、稼働効率は 110%(715 万トン原油の加工に相当)の場合で 1 年間は約 4,000 億 VND の費用が省かれる。その他の原料費用や修繕費用も徹底的に削減しているようだ。
- 工場の拡大:BSR は 18 億 USD の工場拡大を予定しており、生産能力を 30%引き上げ年間で 850 万トン原油の加工を 2021 年に実現。この拡大は、仕入れの原油の種類の多様化ができ、EURO V の排出基準と製品品質を高める狙いがある。

投資リスク:(1)原油供給量の増加で Crack spread が減少する(2)拡大後の工場の運営リスク(3)為替レートの変動(4)金利のリスク(5)OCEANBANK での預金の回収できないリスク(6)BSR-BF の赤字経営状態が続く。

PXS -観察

2018 年には有望視されるだろう。BSC は、2018 年の税引後利益は 718 億 9,000 万 VND(修理工事の引当金は 212 億 6,000 万 VND とする)、2018 年の EPS は 1,174VND(社内賞与は 2%とする)と予測した。2018 年の上半期には Thai Binh 2 火力発電工場の案件と Song Hau 1 火力発電工場案件があり、第 4 四半期には Long Son 火力発電がある。

- Thai Binh 2 火力発電工場の案件よりの 2,000 億 VND は 2018 年内に計上できる

- Song Hau 1 火力発電工場の案件よりの 3,400 億 VND は、400 億 VND が計上済み、残りの 3,000 億 VND が 2018 年内に計上。
- Sao Vàng Đại Nguyệt 案件 (PV と共に請負)、案件の総額が 2,000 万 USD、期間は 1 年の予定
- Long Son 製油所の案件で、2018 年第 4 四半期以降の業績が明るくなるだろう。この製油所の投資総額は 54 億 USD、投資主は SCG(タイランド)である。PXS の初請負パッケージは Posco との連携で、総額が 5 億 USD であり、そのうち PXS の請負額は 1 億 1,000 万 USD (2 兆 5,000 億 VND に相当)となっている。請負契約の締結後に頭金の 2,000 億 VND が 2 回に分かれて、支払われる予定。

2018 年内に PXS の大きな投資がなく、殆どは請負案件のための小規模投資。Long Son 案件 (工事期間は 45 ヶ月)に他の請負パッケージを入札しているほかに、O Mon のブロック B、NT3、NT4 等の案件の入札の可能性もあり、2019 年にも有望視される。

経営陣の話によれば、今年度の貸倒引当金の計上は 573 億 4,000 万 VND。貸倒引当の計上期間 24 ヶ月が 2018 年 5 月 31 日に期限を迎えるため、2018 年 6 月 30 日に戻り入れ計上ができる (原則としては企業が売上高の 3% に相当する額を貸倒引当の 24 ヶ月計上が必要になる)。BSC は慎重に、戻入額を 212 億 6,000 万 VND と算定した。大株主 Mepcom は業績への寄与分が少ないだが、請負価格、契約条件やマーケティング戦略にアドバイスを提供している。

PVB - 観察

2017 年の受注がなく、事業運営は停滞していた。2018 年に、PVB はコーティング案件 Ca Tam は政府の認可待ちになっている。この案件の内容は:

- 石油のコーティングは 2017 年 12 月に契約締結され、総額が 800 億 VND で、2 ヶ月内に完成し、2018 年第 1 四半期に計上できる。
- ガスのコーティングが交渉中で、その額が 900 億 VND である。

コーティング事業の年間売上が 1,700 億 VND になれば、事業の採算が取れるためには、BSC は 2018 年の業績が改善できると期待している。コーティング事業の作業効率としては、1 シフトは 960 メートル (80 本 × 12 メートル) のコーティング作業ができる (通常は 1 日で 1 シフトだが、最多 3 シフトまでできる)。コーティング作業は第 1 と第 4 四半期に集中し、第 2 と第 3 四半期は引渡し時期 (海風が落ち着く時期)。

PVB は O Mon ブロック B 案件と Nam Con Son 案件の第 2 段階よりの発注を待ち受けている。その他に、PVB は、日本スチール (海港案件のパイプの供給業者) と基本契約を結び、橋の錆び防止の請負担当になるとの内容である。

PV パワー –目標価格は 21,198**要点**

- 電力の需要が増加し続けており、特に南部には供給が不足している。
- PVP の 1MW 当たりの投資額は 169 億 VND、他の電力会社よりも低い。Genco 1、Genco 2、Genco 3、TKV のそれぞれの 1MW 当たり投資額は、212 億 VND、190 億 VND、176 億 VND、191 億 VND。これは 2019 年に PVP の電力生産効率や販売量の利点となる。
- PVP 工場は主に南部に所在しており、配電効率も高められる。ガス・タービン・エンジン工場 NT1、NT2、Ca Mau 1、2 は電力供給不足が最も深刻している南部にある。2018 年に、電力の増産は主に次の理由があった(1)NT2 は 750MW から 774MW に引上げる大修繕工事を終え、2018 年内に 550 百万 kWh の供給を見通している。(2)Vung Ang1 は安定な運営で 510 百万 kWh を供給ができる他に、Ca Mau 1、Ca Mau 2、Hua Na、Dakrinh も安定な供給が予測されている。

投資リスク

- ガス価格高騰で PVPower の利益が縮小
- 為替変動リスク:2017 年 6 月 30 日に外貨建て借入は 8 億 9,000 万 USD と 7,200 万ユーロだったが、米ドルとユーロの対ベトナムドンのレートは 1%上昇すれば、PVP の米ドルとユーロ建ての借入は約 1,730 億 VND と 160 億 VND 増加する。
- 設備、機械の運営上のトラブル

PV Oil –目標価格 19,000**要点:**

- これは国内の唯一許可された原油の輸入・輸出の会社である(PVN の原油の輸出と Dung Quat 製油所のための原油の輸入が委託された)。この運営はこの数年間で PV Oil に年間 1,500 億 VND の収入を安定的に得る。
- PV Oil は、PLX に次いで国内の最大石油会社。2017 年の供給量は約 311 万、国内の 20%~22%を占めている。PV Oil の主な製品はガソリン、DO、FO、LPG である。
- 国内の PV GAS のコンデンセート原料から A92、A95、E5 の生産するだが、A92 の国内市場の 15~20%を占めている。
- 利益性が最も低いセグメントである代理店の販売は売上の 60%を占めており、工業顧客や小売はそれぞれ 20%を占めている。その一方、PLX の小売(利益性が最も高いセグメント)の割合は 53~58%を占めている。PV Oil の成長余地がまだある。

- M&A 戦略で小売セグメントを促進: ガソリン・スタンド 540 施設を所有しているが、Petrolimex は 2,400 施設を所有している。それでも、これは 2008～2016 年の間に M&A 戦略で 82 から 540 に増やした。

投資リスク

- 為替リスク
- Oceanbank での預金の回収不可能
- 株式会社化後の 10 年間は Nghi Son と Binh Son の原油の買入の契約で、利益性に悪影響
- 拡大のリスク

銘柄	2018 年 の収入	2018 年 の税引 後利益	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	2017 年 12 月 29 日の 終値	目標価格
GAS	69,304	8,799	4,338	22.45	4.40	20.22%	97,400	126,807
PVD	4,377	-139	N/A	N/A	0.69	N/A	23,350	29,800
PVS	16,163	900	1,773	13.31	0.87	7.39%	23,600	29,160
BSR	102,217	8,341	2,690	5.43	1.21	24%	N/A	16,260
PV Power	34,940	2,625	775	18.58	1.68	10.46%	N/A	21,198
PV Oil	67,073	638	549	24.4	1.41	5.83%	N/A	19,000

ソース: BSC Research

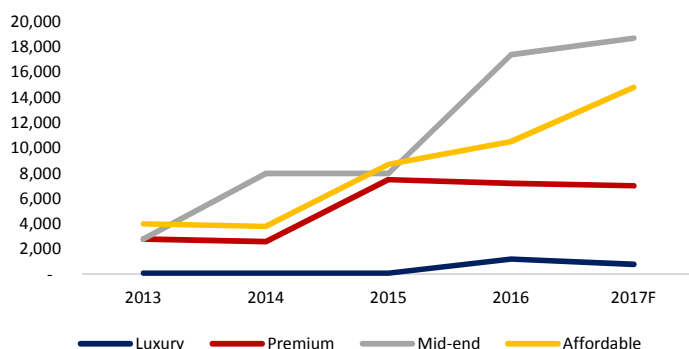
不動産業[有望]

- 日本が韓国を追い越して国内 FDI 全体の 25.4% までの投資増加は工業団地不動産に最も恩恵をもたらした。
- 中間層セグメントへのシフトする傾向で、このセグメントは高級セグメントよりも高い成長率が期待されている。
- 不動産の業績はまた改善される理由は(1)土地価格の上昇傾向が強い(2)2018 年内の引渡し物件数は 2017 年より 27.9% 増。しかし、事業セグメントによって、業績の改善度が異なるだろう。

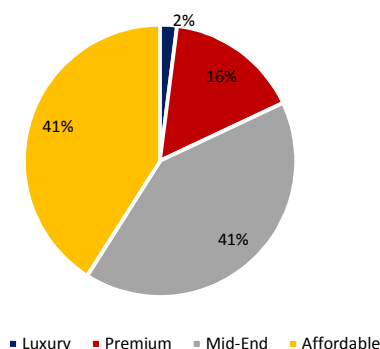
日本が韓国を追い越して国内 FDI 全体の 25.4% までの投資増加は工業団地不動産に大きな恩恵をもたらした。外国投資管理局によると、2017 年 12 月 20 日までに FDI の総額は 359 億 USD になり、前年より 44.4% 増となり、実施額も前年より 10% 増の記録的な 175 億 USD になった。BSC の分析では、政府は投資環境を整えているため、2018 年の工業団地の土地賃貸はさらに活発になり、特に南部の Dong Nai (ドング・ナイ) 省、北部の Bac Ninh (バク・ニン) 省、Hung Yen (フン・エン) 省、Vinh Phuc (ヴィン・フック) 省は居住率がまた高くなる。その原因は(1)居住率が周りの地域より低い(2)賃貸料は平均と比べ(3)地域と交通インフラが整備されている。VGC、IDC、LHG、KBC の上場不動産会社は広大な土地を所有している。

中間層向け不動産は高級セグメントより成長が期待できる。JLL のデータによれば、ホーチミン市の 2017 年第 3 四半期までの売上において、中間層と低中所得セグメントは全体の 82% を占めている。このセグメントの成長率も順序である一方、高級セグメントは需要市場が 2016 年から大幅に下がってきた。BSC は中間層と低中所得セグメントに集中している DXG、NLG に期待している、その理由は(1)価格は所得水準には手頃(2)品質が高くなっている。2017 年第 2 四半期からこの傾向が強まり、関連不動産企業の業績も 2016 年同期より大幅に改善されている。

SL các căn hộ mở bán tại TP HCM theo phân khúc (Nguồn: JLL, BSC Research)



Số lượng các sản phẩm mở bán theo phân khúc 3Q2017 tại TP HCM (Nguồn: JLL, BSC Research)

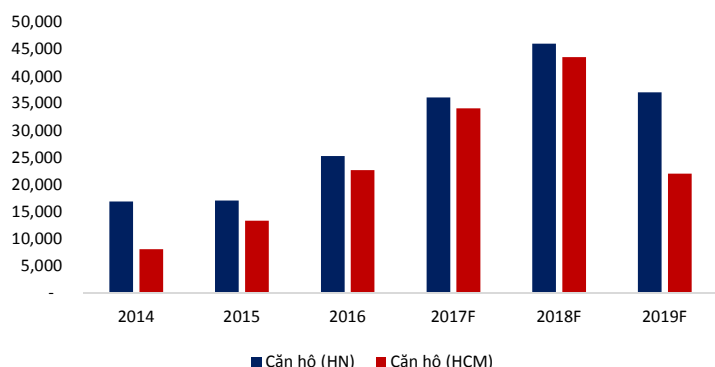


BSC の予測では、不動産は引き続き改善される。その理由は(1)土地価格の上昇(2)2018年の引き渡す物件は2017年より27.9%増加するが、セグメントによって業績がそれぞれ分かれるだろう。年間決算の業績が物件の引渡し時期によって変わるため、引渡し予定の物件数が企業の成長性をより正確に表すと考えられる。JLL の予測では、2018年の引渡し物件が2017年より27.7%増加する見通し。2016～2017に販売価格が上昇したため、2017～2018年に物件引渡しがあるや広大な土地を所有している企業は、業績が大幅に改善できる(DXG、NLG、KDH)。不動産の平均の成長率が20%

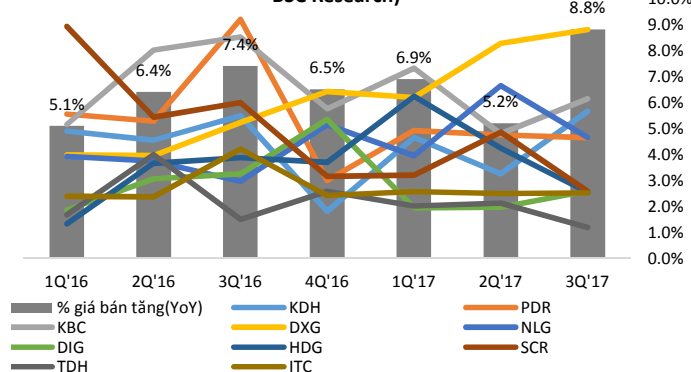
投資観点

不動産事業に対して有望的だと評価できる。2017年～2018年は売上計上時期であって、現在の物件販売進捗が順序であり、業績も改善されるだろう。BSCの推奨銘柄はDXG、NLG、HUT、KBC。

Nguồn cung sắp hoàn thành (căn, nguồn: JLL, BSC Research)



Tương quan giữa biên lợi nhuận gộp và giá bán (Nguồn: JLL, BSC Research)



DXG (2017年12月29日の終値): 21,550 VND 買い-目標価格 28,000 VND - Upside +30% - 予測 P/E は 5.9X、予測 P/B は 1.1X

DXG は国内の不動産の仲介大手で、国内市場 20%シェアを占めている。DXG は、中間層セグメントの他に、仲介経験を活かしながらエリアが良い案件に集中し、不動産投資を拡大している。2017年の業績は大幅に上昇し、売上高が前年より67.6%増の7,790億 VNDと予測。その理由は(1)2017年初の9ヶ月に仲介事業(セカンダリ事業)は活発になった、(2)不動産販売事業や仲介事業の粗利は大幅に改善している、(3)Lux city と Opal Riverside の引渡し。2018年の業績は大幅に改善できる理由は(1)Opal Riverside, Lux Garden, Opal Garden, Lux Riverview, Opal Skyview の5つの案件の引渡し(2)仲介事業(セカンダリ事業)の伸び率は25%。2018年の株主総会で、DXG は新株式発行の予定を発表しなかった。BSC の分析では、これで株式の希釈効果がなく、株主に非常に有利である。BSC の予測では、2018年の業績において、売上高は前

年より 84%増の約 5 兆 2,760 億 VND、税引後利益は前年より 36%増の 1 兆 850 億 VND、EPS は 3,701VND/株となる。

NLG (2017 年 12 月 29 日の終値): 30,100 VND – 買い – 目標価格: 37,700 – Upside +25.4% – P/E FW 9.2x, P/B FW 1.3x

NLG は国内の最も広い土地を所有し、現在 485 ヘクタール土地の展開を予定している。NLG のセグメントが多様で、市場の需要と合わせることもできる、例えば: (1) Ehome は中低所得向け (2) Flora は中間所得向け (3) Valora-Villas は高所得向け。2018 年に、他の案件を再評価し、NLG は Nguyen Son 案件と同様に、出資率を 100%から 50%に引下げ、他のパートナーと連携する予定。BSC の分析では、各案件の再評価額は約 9,000 億 VND、そのうち、2,000~3,000 億 VND は 2018 年の収益に計上できる。2018 年の売上に計上できる他の案件は(1)Camelia Garden (2)Fuji Residence (3)Kikyo Residence (4)Dalia Garden (5)Mizuki Park& Nguyen Son (6)Hoang Nam (7)Thao Nguyen。BSC の予測では、2017 年の Hoang Nam 案件の売上で、2018 年に 4 兆 3,840 億 VND 収益計上ができ(前年より 27%増)、税引後利益は 6,150 億 VND(前年より 20.5%増)、EPS は 3,253VND(仮に 31 百万株が発行できる)となる。

KBC – 目標価格 17,100 đồng/cp – 12 月 29 日の時価より 27%上回り、予測の P/E は 7.2X、P/B は 0.6X

KBC は工業団地の不動産市場をリードし、国内の工業団地面積の 8%の 5,174 ヘクタールを所有しており、その取得コストも安価であった。

BSC の分析では、Hoa Sen ホテル開発株の譲渡で、2017 年の税引後利益は前年より 56%増の 8,710 億 VND、EPS は 1,857VND/株、P/E は 7.2X となった。その譲渡収益を除けば、税引後利益は 9%増の 6,060 億 VND、EPS は 1,292VND/株、P/E は 10.4X。

KBC の 2018 年の税引後利益は前年より 30%増の 7,890 億 VND、EPS は 1,681VND/株、P/E は 8.0X。BSC は、FDI は急増化しているなか、KBC の展望を有望した。具体的には、(1)Quang Chau 工業団地(Bac Giang 省)と Phuc Ninh (Bac Ninh 省) の収入 (2) Trang Due 2 (Hai Phong 市)、Nam Son Hap Linh 工業団地(Bac Ninh)、Que Vo と Trang Cat 都市は 2018 年から収益計上できる。

HUT-目標価格 14,100 đồng/cp – 12 月 29 日の終値より 31%上回り、P/E は 7.6X、P/B は 0.7X

HUT は北部の最大インフラ建設企業である。現在の事業は、不動産、道路建設や料金徴収、建設と建設資材販売だが、主な収益は不動産と道路の料金徴収。

2017 年の税引後利益は前年より 4.3%減の 3,860 億 VND、EPS は 1,537VND/株、P/E は 7.6X。2017 年に BOT 料金所の自動徴収システムを設置した他、Xuan Phuong Foressa Villa, Xuan Phuong Residence , Phap Van South Building で、第 4 四半期に 12,000 億 VND の収入と、3,050 億 VND の利益を計上できた。

2018 年の税引後利益は 2017 年度より 23%増の 4,750 億 VND、EPS は 1,894VND/株。P/E は 5.7X。第 3 四半期の収益は主に Foresea My Dinh より、その売上高が約 5 兆 3,000 億 VND、売上高総利益

率は 30%、他に Xuan Phuong Residence の売上の計上も続く。長期的に、BOT の収益が 7,500 億 VND で安定できる、ETC や 48 Tran Duy Hung (7,000 億 VND) のような不動産案件と外務省のマンシヨン (1 兆 5,000 億 VND) も会社の成長を支える。

銘柄	2018 年 の収入	2018 年 の税引後 利益	2018 年 の EPS	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	終値	目標価 格
DXG	6,153	1,119	3,717	5.9	1.1x	21%	21,550	28,000
NLG	4,384	615	3,253	9.2	1.3x	11%	30,100	37,700
KBC	2,085	789	1,681	8.0	0.6x	8.6%	13,400	17,100
HUT	3,292	475	1,894	5.7	0.7x	15.5%	10,800	14,100

建設業[有望]

- FDI 額が順序に増加しているため、インフラ建設も堅調になると予測された
- 2018 年において、業界全体的に大幅に成長するが、成長傾向が減速し始める。
- 上場建設会社は 2017 年の受注で、2018 年の業績が好調だが、収益性は減少の傾向がある
- 買い銘柄は CTD、検討する銘柄は HBC、HUT、CTI

FDI 額が順序に増加しているため、インフラ建設も堅調になると予測された。2017 年 11 月まで新規 FDI 額は前年同期より 52% 増の 278 億 USD となっていた。2018 年において、建設業が引き続き FDI の増加を期待できる理由は(1)地域と比べベトナムの人件費がまだ安価(2)2017 年の APEC 効果。過去の 2007 年の APEC 後の翌年に FDI 額は、640 億 USD、前年の 3 倍になった。上場の建設企業は FCN、LCG、LM8、L10、SDT、SD5、C32 がある。

2018 年において、業界全体的に大幅に成長するが、成長傾向が減速し始める。BMI の予測によれば、建設産業の 2018 年の成長率は 9.63%、2018 年～2021 年の平均伸び率は 7.8%、主に個人投資家と海外投資家の投資増加があるため。民間建設は 2018 以降に減速する傾向となる、特に住宅建設セグメントは 2017 年から減速する。

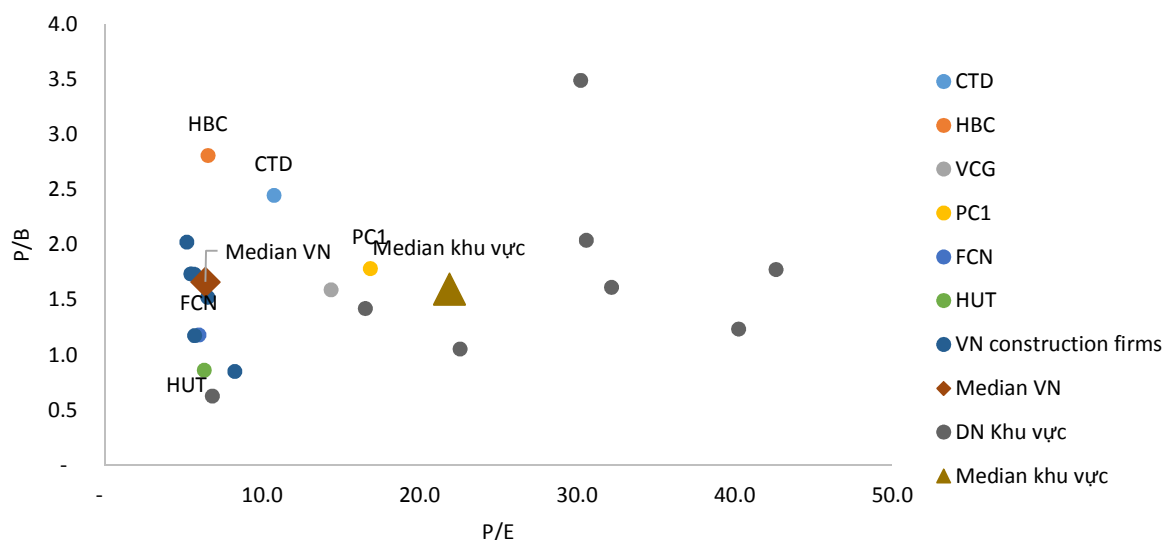
上場建設会社は 2017 年の受注で、2018 年の業績が好調。2017 年の受注で、2018 年の業績がまだ 2 桁のペースで成長する。特に、CTD と HBC の売上高のそれぞれは 13% 増の 25 兆 4,080 億 VND と 17% 増の 20 兆 2,670 億 VND。

しかし、収益性は減少の傾向がある。BSC の分析では、2017 年の第 2 四半期から(別の事業の収入があった CII と CTI を除き)、建設業の収益性は減少し始め、収益がピークになった 2016 年の水準までには考えにくい。2018 年の収益性は 2017 年より低い理由は(1)競争の激化。高級セグメント市場の需要縮小で、中級所得セグメントに転換する大手 CTD、HBC は An Phong 等の業者との競争する(2)鉄鋼、建設材料の価格高騰が続く(3)収益性が低い中間所得住宅や工場建設セグメントへの展開傾向。

投資観点

BSC が建設業に対して、有望だと評価した理由は(1)2018 年の民間インフラ工事の受注契約数が堅調(2)長期的にインフラ建設の需要が安定(3)2018 年の FDI 額が急増化する見通し。ブルムバーグ詩によれば、ベトナムの建設企業の P/E と P/B は 6.5 と 1.7 になっており、アジア地域の 21.9 と 1.6 よりも魅力的である。建設大手 CTD(P/B=2.4)と HBC(P/B=2.8)だけが地域の P/B より高い。

アジア地域のP/E & P/Bの平均と比較



ソース: Bloomberg, BSC Research

CTD – (2017 年 12 月 29 日の時価): 226,500 VND –買い–目標価格: 280,000 VND –時価より 23.6%上回り、予測 P/E=10.3X, 予測 P/B=1.7、FO: 49%

CTD は資本金と売上規模が大きい上場建設会社である。CTD の主要事業は民間インフラと工業インフラの建設であり、総収入の 94%に寄与している。特に民間インフラにおいては、工事運営能力が国内最も優れている業者であり、Vingroup 等の大手不動産大手よりの受注が多い。CTD の受注の件数はまだ 2 桁での伸び率である。受注契約の 2017 年の 9 月 30 日時点の繰越額は前年同期比 20%増の 25 兆 5,670 億 VND となった。BSC の算定では、2017 年の受注額は 33 兆 3,200 億 VND、2017 年末の繰越額が 27 兆 2,070 億 VND。2018 年の受注額は 13%増の 37 兆 3,720 億 VND と予測している。2018 年の売上高は前年度より 17.6%増の 33 兆 4,850 億 VND、税引後利益は 6.6%増の 1 兆 8,980 億 VND、EPS は 21,651 VND/株と予測している。

HBC – (2017 年 12 月 29 日の時価): 44,400 VND –値動きの観察–予測 P/E は 6.1、予測 P/B は 1.5

HBC は CTD に次いで、国内の最大民間インフラの建設会社である。2017 年に、HBC の株価と収益は大幅に改善した。2017 年初の 9 ヶ月に、売上高と税引後利益のそれぞれは、前年同期より 56.7%増と 93.3%増の 10 兆 9,750 億 VND と 6,184 億 VND となった。

しかし、BSC の分析では、HBC の売掛金(債権)と負債比率のリスクに留意が必要。2017 年第 3 四半期末時点、短期買掛金に対する受取金の比率は 30%と負債比率は 2017 年頭の 1.72 倍から 1.92 倍になった。HBC はまだ堅調、2017 年の新規受注額が 19 兆 2,420 億 VND から、2017 年末の繰越額が前年より 17%増の 20 兆 2,670 億 VND となる。2018 年の新規受注額が

12%増の 21 兆 5,510 億 VND。2018 年の売上高は 15.2%増の 19 兆 2,830 億 VND、税引後利益は 7.0%増の 1 兆 40 億 VND、2018 年の EPS は 7,206 VND/株。

CTI – 2017 年 12 月 29 日の時価は 30,500 VND – 値動きを観察 – 目標価格 31,545 đồng – 予測の P/E は 12.0X、予測の P/B は 1.31

CTI は Dong Nai, 東南部の各省 BOT 料金所の建設業者である。現在 319 道路建設案件、ホーチミン市 – Long Thanh (工業団地) の高速道路建設 (7,000 億 VND)、Dong Nai 省 Tam Hoa 区の福利厚生住宅の建設と他の建設を運営している。CTI は Dong Nai 省の 3 つの (建設石の) 鉱山を所有しており、その採掘できる価値は約 4 兆 780 億 VND (約 37 百万 m³)。2018 年内に、CTI は石採掘を強化し、BOT 事業の収益を補う予定。CTI はこの事業の目標は (1) 2018 年の利益は 1,000 億 VND (2017 年の 2.2 倍) (2) 税引後利益を改善する。下水道管路事業において、機械をすでに残存額まで減価償却したため、Dong Nai 省と Binh Duong 省での下水道建設の利益が改善できる。Long Thanh 空港建設では、住民の損害賠償は 2018 年に完了し、この辺りのインフラ建設や住宅建設が促進され、CTI の売上と利益も改善できる。BSC の分析では、国土 1A と国土 91 等の道路料金の引下げの方針が CTI 売上に影響及ぼすことに留意が必要。2018 年では 28.8%減の 9,950 億 VND、税引後利益率は 1.5%減の 1,625 億 VND、EPS は 2,540 VND/株と予測した。

銘柄	売上高 2018	2018 税 引後利益	EPS2018	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	2017 年 12 月 29 日の 終値	目標価 格
CTD	33,485	1,898	21,651	10.3	1.7x	19.2%	226,500	280,000
HBC	19,283	1,004	7,206	6.1	1.5x	25.8%	44,000	N/A
CTI	995	162.5	2,540	12.0	1.3x	10.6%	30,500	31,545

生命保険業[有望]

- 保険料の収益は約 10%~13%伸びた
- 損害率が減少すると期待している
- 保険業の 2018 年では、出資の撤退が注目点
- 利率上昇で、2018 年の業績予測は上方修正

保険料の収益は約 10%~13%伸びた。資産、建設一設置の保険はまだ保険全体 15%を占めているが、国会第 5 回に経済特別区法案が可決され、2018 年の投資活動が一段と活発になり、この事業がより成長できるだろう。それに、VAMA のデータによると、2017 年の 11 月までの自

動車の売上は 22.67 万台に留まり、2016 年より 9.3%減となった。これは、多くの消費者が ATF 協定よりアセアン輸入車の関税率 0% が施行される時期となった 2018 年を待機していると考えられる。自動車の輸入と販売関連の決議第 116 号/2017 と輸入出車の優遇税関連の決議第 125 号/2017/ND-CP が 2018 年 1 月 1 日からの施行される。2018 年の自動車販売数が回復すると期待している。車保険は全体の 30% 占めているが、今後は伸びるだろう。

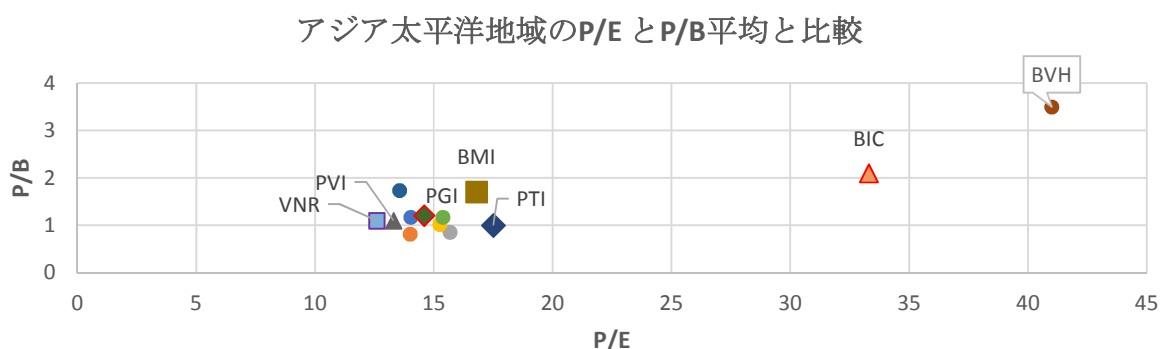
損害率が減少すると期待している。2018 年に保険会社は IT を事業運営、特に損害賠償の管理により活用する見通し。他に、政府の通達第 50 号/2017/TT-BTC は、自動車保険の販売前には保険料や保険内容を財務省へ提出と認可が必要と規制し、保険会社の不良な競争を防ぐ狙い。2018 年の自動車保険や保険業全体の損害率が改善できると期待している。

PVN は PVI での出資撤退、SCIC は BMI。PVN は全部の出資 35% を 2018 年内に撤退し、PVI は外国人投資家の保有限度を 100% までに引き上げる予定。SCIC は BMI での 51% 所有を 2018 年内に撤退する予定。このような所有大株主の変更は、事業方向性を見直しや基盤再構成の機会をもたらす。

投資利回りが改善される。2018 年上半期で利回りが安定し、下半期では徐々に上がると予測している。(生命保険の場合を除き)保険料の 70% を定期預金にする場合、利回り 1% 上昇すれば、税引前利益は 10~13% 上昇する。

投資観点- 有望

(生命保険を除き)保険業の 2018 年の展望は有望的と評価した理由は(1)利回りの上昇(2)政府の政策(3)自動車、資産の保険市場の成長。しかし、BSC の分析では、業界の成長が現在停滞しており、出資撤退や外国人投資家の保有限度の引き上げまでには大きな改善が見えない状況。



ソース: Bloomberg, BSC research

PVI - 買い - 目標価格 41.751 - 時価より 30.4% 上回り、予測 PE は 16.9、予測 PB は 1.2

PVI は(生命保険を除き)保険市場の最も大きなシェアを占めており、特に資産保険事業が堅調。2017 年の連結決算の売上高は前年度より 2.3%減の 8 兆 9,530 億 VND、税引前の利益は 2%減の 7000 億 VND。

原油価格の上昇と BSR、PV Power、PV Oil の石油・ガス関連会社の IPO は PVI の業績成長に繋がる。2018 年～2019 年に、Embassy Garden の不動産案件から 2 兆 4,000 億 VND の売上を計上できる。この案件は現在ほぼ完売し、2018 年の第 3 四半期に引き渡す予定。PVI Tower の売却も 2018 年内に予定している。PVN は PVI での出資を全部撤退し、世界 130 国で保険サービスを展開している HDI Global(1,000 億ユーロ以上の資産を運営しているユーロ圏の保険大手 Talanx 社の傘下)は PVI 保有率を上げる意向。HDI への売却ができた場合、資本力や販売チャネル、事業の経験の面にも優位になる。BSC の予測では、2018 年の売上高は 7 兆 4,710 億 VND、税引後利益は 6,160 億 VND。石油・ガスの業績改善と共に、PVI の目標価格を 41,751VND/株と推奨できる。

BMI –買い–目標価格 43.195 –時価より 21.6%上回り、予測の P/E は 16.6、予測の P/B は 1.5
証券市場の成長に遅れてきた BMI は、2017 年に金融機関と共に生命保険商品を開拓した。このセグメントは BMI の 2018 年の業績を引き上げる。今まで疑義ある投資資産のために引当金を計上したため、2018 年には計上しない。SCIC よりの出資撤退は、外資系の会社に譲渡等の BMI の事業戦略に好影響を与えると期待できる。BSC の予測では、2018 年の売上高は 4 兆 1,650 億 VND、税引後は 2,433 億 VND、2018 年の EPS は 2,600VND、BVPS は 28,228VND、P/E は 16.6、P/B は 1.5。よって、1 年間の目標価格が 43,195 と計算し、買い注文を推奨できる。

MIG –買い–目標価格 16.396 –時価より 36.6%上回り、予測 P/E は 13.8、予測 P/B は 1.34

生命保険セグメントを除き、MIG は市場シェア第 6 位となっている保険会社が、事業効率が最も高い。損害率が最も低いほかに、保険事業は毎年度が黒字決算している。2017 年 9 月までの保険料の収益は 13%増、業界の第 2 位になり、損害率は 38%業界の最も低い。MIG の販売チャネルは 54 社があり、BVH の 78 社に次いで多い。MIG は軍隊の関連の保険には強みがある。MIG の投資は MB キャピタルに任せていることも評価できるだろう。例え、IPO の購買価格 10,000VND/株で購入した Techcombank の 5 百万株は 58,800VND/株になった。不動産収入と合計していない 2018 年の売上高は 2 兆 3,490 億 VND、税引後利益は 950 億 VND。EPS は 1,181VND、BVPS は 12,221、予測の P/E は 13.8、P/B は 1.34。よって、1 年間の目標価格が 16,396 と計算し、買い注文を推奨できる。

銘柄	2018 F 売上高 予測	2018 F 税引後 利益	EPS 2018	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2017)	29/12/2017 終値	目標 価格
PVI	7,471	616	2,474	16.9	1.2	7.2%	32,000	41,751

BMI	4,165	243	2,600	16.6	1.5	8.4%	35,500	43,195
MIG	2,349	95	1,181	13.8	1.34	8.9%	12,000	16,396

ソース: BSC の予測

テクノロジー業[有望]

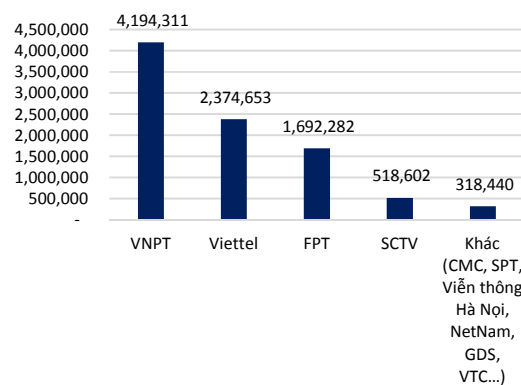
- IT は今後ますます政府機関や企業に活用される。
- 4G の試合は発足された
- 経済回復の好影響
- 事業運営の再構成を行っている FPT と CMG に特に注目する

次の分析に基づいて、IT の成長は 2018 年にも堅調だと評価できた。

ベトナムは引き続き世界の最も選ばれるソフトウェア・アウトソーシング国の一つである。A.T.Kearney 社の 2017 年の Global Services Location Index によると、ベトナムのランキングは 6 位になり(2016 年より 5 位ランクアップ)、ベトナム国内の Business Process Outsourcing (BPO) の成長を示し、この 10 年間に売上総額は年間 20%~25%伸びており、2015 年には 20 億 USD に達し、中に日本企業顧客の割合が最も大きい。現在ベトナムの人件費はインドと中国の第 1 級都市の約半分で、日本語と英語でのコミュニケーションが比較的が多い、ソフトウェア・アウトソーシングの大きな魅力である。

IT 産業の発注の時給	初級 (USD)	中級 (USD)	高級 (USD)
Vietnam	14	17	20
India	17	21	26
China	20	24	31
Philippines	21	28	37
Russia	25	32	42
Malaysia	26	34	46
Ukraine	30	36	47
Poland	31	37	50
Mexico	33	40	52
Argentina	34	41	53
Czech	35	41	54
Brazil	41	46	56
Colombia	41	45	58
Romania	33	42	58

2016年のプロバイダー別の固定ブローバンドの加入者数



ソース: Agileengine, IT 産業の 2017 年の白書

固定ブローバンドサービスの市場の競争が激化している。2013 年に VNPT、FPT、Viettel の市場シェアのそれぞれは、56.25%、26.8%、9.74%でしたが、2016 年には 46.10%、18.6%、26.10%になった。それでも、市場が大きくなっているため、各社の業績も伸びていた。2013~2016 年の加入者数の年平均成長率は 20.87%となった。2017 年 6 月までに固定ブローバンド市場において 973,754 加入者が増え、前年同期より 12.92%増となった。

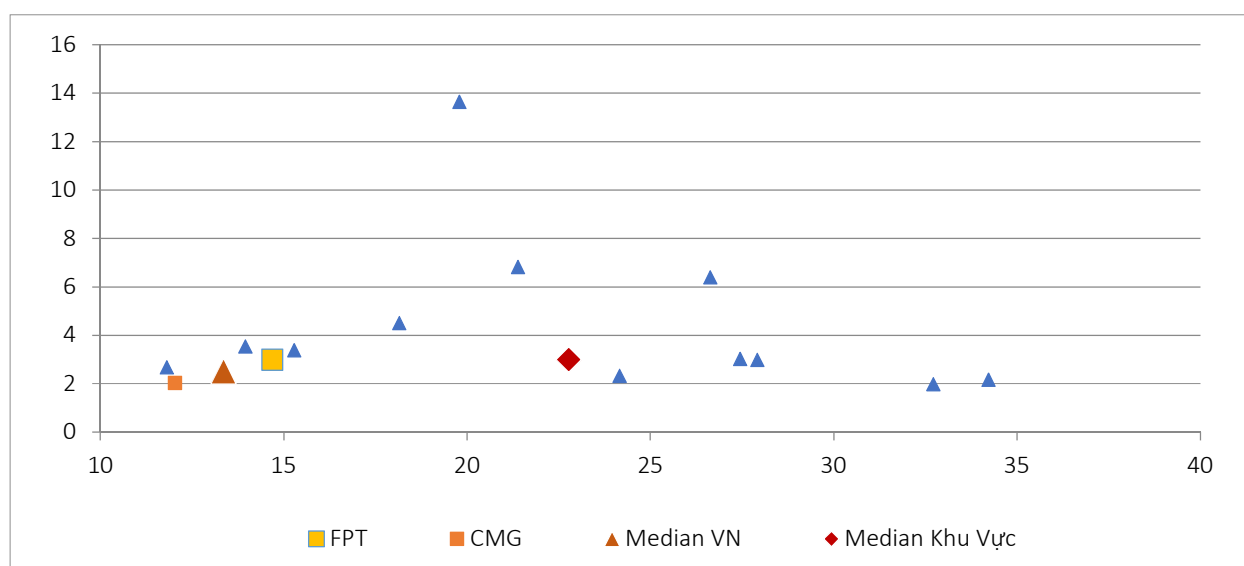
BSC の分析では、ベトナムのインターネット市場はまだ顕著に伸びる理由はアセアン地域全体と比べ、まだインターネットは普及されていないため、その成長余地がまだある。しかし、移動系

通信(スマホ)の利用者数は4G の発達と共に成長し、固定ブロードバンド市場の競争は一段と激しくなる見通し。

2018 年の株式会社化の企業。2017 年～2020 年に株式会社化の企業に関する文書第 991 号/TTg-DMDN によれば、2018 年内に情報通信省は MobiFone と総合通信公社の株式会社化を施行する。MobiFone は移動系通信の会社で、市場シェアの 26.1%を占めているため、2018 年(年内に施行できる場合)の証券市場の注目点になる(IT 産業の 2017 年の白書)。

投資観点

BSC は、2018 年に引き続き IT 産業—通信業に対して、有望だと評価している。FPT、CMG を有望視している一方、BOT 料金所でのトラブルが連続にあった ITD に対して、慎重になるべきだと考えている。



ソース: Bloomberg, BSC Research

FPT –目標価格 68,700VND

小売事業を撤退し、通信と IT 事業に集中できた。2017 年に FRT と FPT を一部撤退し、1 兆 1,250 億 VND と 1,920 億 VND の収益を計上、2017 年の core EPS は 4,219VND、総合 EPS は 6,204VND と予測した。

ソフトウェア・アウトソーシングが引き続き 2018 年の成長エンジンとなる。2017 年 11 月までに、このセグメントの売上高は前年同期比 18%増の 5 兆 5,140 億 VND、税引前利益は 21%増の 8,980 億 VND、IT と通信事業の全体の 42%を占めた。日本企業顧客の割合は 58%、まだ伸びる余地がある。

FRT は HSX 市場のに 2018 年内に上場と SCIC の出資撤退予定は FPT の株価に影響する。

CMG - 目標価格 37,800VND/株

2017 年/2018 年の税引後利益は前年同期比 45%増の 2,105 億 5,000 万 VND、EPS は 2,988VND(福利厚生積立後)。2017 年/2018 年に CMG の事業運営は好調だが、まだ大幅な成長がなかった。会社の収益性は通信とシステム・インテグレーションで改善されつつある。

システム・インテグレーションの 2017 年 11 月までの backlog 受注額(サービス提供未完了の受注)は 2 兆 6,000 億~2 兆 7,000 億 VND、通常は 3 ヶ月~6 ヶ月後に展開する予定。この受注状況が堅調だと評価できる。

通信事業において、南北通信局の事業は 2017 年 12 月から稼働した。この事業の月間減価償却費は 22 億 VND と予測されているが、リースする場合に 35~40 億 VND/月、これで、月間に約 10 億 VND が節約できる。他に、余分の容量をリース事業に展開する予定。

APG ネットワークの稼働は CMG のコスト削減した他に、リース事業を展開できた。会社はこの事業の収益性に関する確かな数字がまだ公言していない。

増資の必要性。CMG は今後の事業に約 1 兆 1,030 億 VND の増資(このうち、新規事業 3,500 億 VND、通信インフラは 5,720 億 VND、IT は 1,000~2,000 億 VND)が必要となる。CMG は現在の資本金の 12~25%の出資ができる戦略的なパートナーを探索している。

銘柄	2018 売上 高	2018 税引後 利益	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	29/12/2017 終値	目標価格
FPT	20,775	2,956	4,457	12.81	2.11	20.53%	57,100	68,700
CMG	5,008	210,548	2,988	9.71	1.83	20.05%	29,000	37,825

ソース: Bloomberg, BSC

電力業[有望]

- 資本回収は 2018 年の話物である。
- 南部は 2018 年に電気の 27 億 kWh を不足する可能性がある。
- ガス価格と DO 原油価格は 2018 年に大幅に回復することで、ガス火力発電企業の売上総利益率にマイナスに影響するだろう。

資本回収は 2018 年の話物である。2016 年～2018 年の期間における電力業はベトナム電力グループ(EVN)、ペトロベトナムグループ(PVN)、ベトナム鉱産石炭工業グループ(Vinacomin)などの発電総会社の株式化を行います。発電総会社はグループに引き続き属し、グループは少なくとも株式 51%を保有している。2018 年には、PVPOWER と GENNCO3 は IPO を実施する。

商工省によると、南部は 2018 年に電気の 27 億 kWh を不足する可能性がある。この状況は 2018 年中、特に 3 月、4 月、5 月に発生する。2019 年には、不足電気量は 11 億 kWh に達すると予測された。弊社は、NT2、BTP、SHP などの発電企業はこの傾向から恩恵を受けると考えております。

火力発電で電気は 2020 年までにベトナムの重要エネルギー源となるだろう。第4石炭火力発電発展提案(調整済)によると、クリーンエネルギーの発展と共に国内エネルギー源の安全性を確保するために石炭火力発電で電気源は 2020 年に 49.3%に、2025 年に 53.2%に、2030 年に 55%に増加する可能性があるということだ。

	2015	2020	2025	2030
発電所のカ所数	19	31	47	52
発電能力(MW)	13,157	25,787	45,152	55,252
設計上総発電生産量における石炭火力の割合	33.40%	42.70%	49.30%	42.60%
総発電生産量(100 万 kWh)	56,400	130,932	220,165	304,478
総発電量に占める割合	34.30%	49.30%	55%	53.20%

ソース: 商工省

再生可能エネルギー源の潜在。現在までに、風力発電の 160 MW、太陽光発電の 15 MW、バイオマスの 10 MW がある。これはこの電源の潜在と比較して適度な量である。中長期的には、政府のサポート政策と共に、風力や太陽エネルギー源に投資する傾向が高めると評価しております。

ガス価格と DO 原油価格は 2018 年に大幅に回復することで、ガス火力発電企業の売上総利益率にマイナスに影響するだろう。

投資観点

弊社は電力業に対し「有望」とであると評価しております。2017 年 8 ヶ月における商業用電気生産量は 2016 年より遅く成長したものの、電力は依然として国内経済発展にとって重要なエネルギー源であるため、電力需要の成長率は 2018 年に 2 桁で上昇すると考えております。水力発電企業では、2018 年に高い成長率を達する可能性が低いと考えております。2018 年年初の数ヶ月における水力発電企業の業績は好調になると予測された。また、火力発電企業は好調な業績を達す可能性があるだろう。しかし、火力発電企業の特殊な特性は外貨借入残高が大きいために、為替レートの動きはこれらの企業の税引後利益を決定する重要な要素となるだろう。

NT2- 保持- 目標価格 36,400VND/株

2017 年 9 ヶ月には、NT2 の収入は前年同期比 5%増の 4 兆 6,870 億ドンに達した。発電生産量は前年同期比 25%減の 303 万 6,000 kWh に達した。9 月の平均投入ガス価格は 6.05 ドル/tr.BTU であることから、収入の成長率はかなり上昇したが、売上総利益率は 24.8%から 20.3%に減少し、売上総利益が前年同期比 14%減の 9,510 億ドンに達した。財務費用は 4,110 億ドン、前年同期より大きく増加した。

2018 年には、弊社の予測によると、NT2 の収入及び税引後利益のそれぞれは前年比 25%増の 8 兆 1,320 億ドン、同比 102%増の 1 兆 3,710 億ドンに達し、2018 年の EPS は 4,333VND/株であるということだ。これは以下の仮定に基づく。

- (1) 発電生産量は 550 万 kWh である。発電生産能力は 24 MW に増加する。
- (2) 2017 年 10 月の平均水準に比べて 5%増加すると予測したことで、平均電気販売はガス価格が 1,478VND/kWh である。
- (3) 対ドル為替レートは 2018 年に僅かに 2%上昇することで、財務費用は 2018 年に 3,220 億ドンに達すだろう。

また、2018 年年初に実施される PV パワーの IPO は NT2 の株価にプラスの効果をもたらす可能性がある。

長期的には、NT2 は第 2 号 Nhon Trach 工場拡大の実現可能性調査を実施し、発電総生産能力の 1,800 MW を持つガスタービンの 2 つを追加する予定。この工場は 2021 年から輸入 LNG ガスで稼動する予定。

PPC- 購入- 目標価格 24.150 VND/株

2017 年 9 ヶ月における、PPC の大きな注意点は円で債務の再構成を実施したことで、財務費用が 2016 年 9 ヶ月の 7,710 億ドンから 910 億ドンに急減した。また、2017 年 9 ヶ月における総発

電生産量は前年同期比 14.26%増の 34 億 3,500 kWh となった。2017 年 9 ヶ月には、PL1 と PL2 のそれぞれは電気の 105 万 5,000 kWh、237 万 9,000 kWh を売却した。

現在、PPC の借入残高は 60 億円となった。2018 年には、PPC は 30 億円を返済する計画。そのために、PPC の 2018 年業績に影響する為替変動のリスクは重要ではないと考えています。しかし、PPC は 2018 年の印象的な業績を達しにくいだろう。

2018 年には、弊社の予測によると、PPC の収入は 6 兆 5,740 億ドン、税引後利益は前年比 2% 増の 9,290 億ドンに達すだろう。2018 年の EPS は 2,564VND/株である。

PV Power- 観察.

PV パワーはベトナムで第 2 位の発電企業であり、総発電容量は 4,208 MW で、そのうち、ガスで火力発電、石炭で火力発電及び水力発電の容量はそれぞれ、総容量の 64.2%、28.5%、7.3%を占めている。2018 年 1 月 31 日に PV パワーの IPO を実施する。発行株数は 4 億 6,800 万株、資本金の 20%を占める。最低入札価格は 14,400VND/株である。また、PV パワーの戦略パートナーは資本金の 28.882%を相当する 6 億 7,600 万株を売却するだろう。

一般的には、PV パワーは安定したキャッシュフローと健全な資本構成である電力企業である。ガス火力発電事業は石炭火力発電よりも発電効率が高くなり、環境への影響が少ない。しかし、PV パワーはいくつかのリスクを以下の通りに直面している。

- (1) 為替レートの変動
- (2) 投入ガス価格の急増により売上総利益率が減少する。
- (3) 稼動リスク、特に NT3 と NT4 工場は稼動を開始するときだ。

REE- 保持-目標価格 43,200 VND/株

不動産事業: 2017 年第 4 四半期には、不動産事業の収入は STD Tower 案件と Ngoc Bao Vien 案件の引渡しのおかげで 7,000 億ドンに達した。これらの案件の利益は約 2,000 億ドンに達すと見込まれた。今後 2 年間には、REE は以下の案件を追加投資する。

- (1) VIID は Hanoi 市 Duc Giang に設置している土地発展案件の 70%を保有し、2018 年と 2019 年に収入を計上する予定だ。
- (2) Quang Ngai にある案件の開発は詳細公開されていない。

M & E コア事業: 2017 年 10 ヶ月の累積契約額は 5 兆 5,000 億ドンに達し、弊社の予測よりも大幅に増加した。

賃貸オフィス: 11 Doan Van Bo である E-Tower Central 案件は完成段階に入っている。入居率は約 30%になっている。REE によると、入居率は 2018 年に 100%になり、平均賃貸価格は約 28ドル／m2 であるだろう。

銘柄	2018 年の 収入	2018 年の 税引 後利 益	2018 年 の EPS	P/E fw	P/ B	ROE 201 8	2017 年 12 月 29 日の終値	目標価 格
NT 2	8,13 2	1,371	4,333	7.73	2.06	20%	33,500	36,400
PPC	6,57 4	940	2,564	8.87	1.27	13%	22,750	24,150
REE	4,72 7	1,745	4,720	8.79	1.67	17%	41,500	43,200

ソース: BSC の推定

鉄鋼業[有望]

- 投入原材料価格はより安定しているだろう。
- 鉄鋼価格は年初で高いレベルで維持するだろう。
- 鉄鋼消費量はよく成長するだろう。
- 企業の生産能力は大きく成長すると見込まれた。

一般的には、投入原材料の価格はより安定している。

(1)2018 年の鉄鉱石では、不動産と不動産投資分野における中国の鉄鋼需要は減少するが、中国が生産量を縮小することにより、鉄鋼価格及び鉄鋼石価格が上昇する。Credit Suisse によると、2018 年上半期の鉄鉱石価格は 1t 当たり 70 ドルに留まり、2018 年上半期には中国は冬の鉄鋼生産制限を撤廃した後 1t 当たりの 55～60 ドルに下げるとのことだ。低品質がある鉄鉱石 (58%Fe) の場合、価格は 12-15% 低下します。

(2)石炭。2017 年に気候の影響により減少したオーストラリアの石炭供給が安定していることで、石炭価格は値下がると予測された。

鉄鋼価格は年初に高いレベルで維持すると予測された。中国の冬季生産削減政策は 2018 年 3 月まで継続されることで、鋼材価格は今年年初に引き続き高水準を維持しています。2018 年には、中国は生産量を引き続き削減するが、削減される生産量はアジア地域における各国の生産能力の増加によって相殺されるだろう。2018 年下半期に鉄鋼価格は僅かに値下がると予測された。

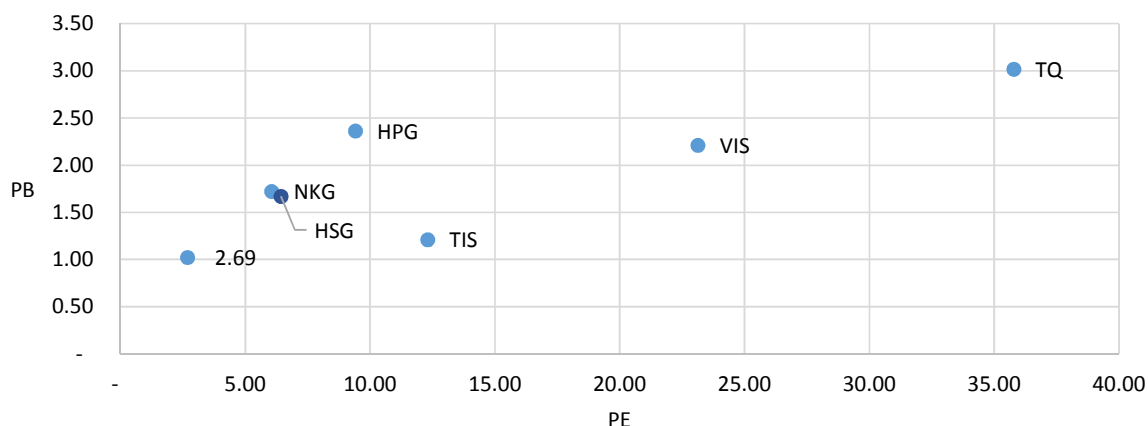
鉄鋼消費量はよく成長し続けるだろう。2018 年には、建設用鉄鋼消費は引き続き成長すると見込まれている。これは、(1) 政府は Ha Noi と Ho Chi Minh 2 つの大手都市における公共交通インフラと施設の建設を投資する。(2) 住宅や商業開発は引き続き外資による支援を受けているため、同地域の他の国々よりも低コストで開発レベルが高いため、引き続き魅力的な国となっています。とうことのためだ。

企業の生産能力は大きく成長すると見込まれた。多くのプロジェクトが 2018 年に稼働を開始する予定です。HPG: 亜鉛メッキ工場プロジェクト、第 1 期 Dung Quat 鉄鋼複合施設。NKG: 第 3 号 Nam Kim 工場。HSG: 第 1 期 Yen Bai 工場、第 1 期 Formosa Ha Tinh。

投資観点

弊社は鉄鋼業に対し「有望」があると評価しております。弊社は HPG、HSG、NKG などの大手な鉄鋼企業に対し中長期的な購入を推奨しております。

鉄鋼企業のP/E, P/B



ソース:Bloomberg

HPG – 目標価格 58,622VND／株(+25.12%)

市場シェアと消費量は増加し続けています。鉄鋼消費量は 19.5%に上昇し、そのうち建設用鉄鋼の 215 万t及び鉄鋼パイプの 57 万 2,000tに達す。建設用鉄鋼シェアと鉄鋼パイプシェアはそれぞれ 23.79%、26.64%に達すと見込まれて、第1位を維持し続ける。2018 年には、収入は前年比 16%増の 50 兆ドン、売上総利益は約 11 兆ドンに達すると見込まれている。

亜鉛メッキ工場と Dung Quat 工場第 1 段階の案件は 2018 年の成長原動力である。亜鉛メッキ工場は年間生産能力の 40 万tで 2018 年年初に稼働を開始する予定。これは 2018 年上半期に HPG の重要な上昇原動力である。Dung Quat 工場の第 1 段階は年間生産能力の 200 万tで 2018 年 8 月から稼働を開始した後、HPG の生産能力を 2 倍に増加するだろう。

不動産事業からの利益。HPG は 2017 年末に Mandarin Garden 案件からの収入を傾向する。販売価格は約 2,800 万～3,000 万 VND／m2 であれば、HPG の収入及び売上総利益はそれぞれ、4 兆 4,000 億ドン、4,000 億ドンに達するだろう。

NKG – 目標価格 51,318VND／株 (+32.26%)

生産能力の大幅な増加と利益率の改善。2018 年第 1 四半期には、亜鉛メッキ工場が稼働してから、年間生産能力が 35 万tを増加し、NKG の総生産能力を 120 万tに増加させる。

ブランドを向上させるための広告キャンペーンの拡大。

安値で HRC 供給は NKG の HRC 需要の約 30%を占める国内市場から来ることで、為替レートリスクを最小限するだろう。

HSG – 目標価格 32,810 VND／株 (+33.92%)

第2位の鉄鋼事業と有力な亜鉛メッキ事業。HSGの亜鉛メッキ鉄鋼消費量は120万t、鉄鋼業の第1位であり、近い将来に大きく増加するだろう。HSGの2017年シェアは33.5%であり、全国小売代理店の340ヶ所がある。

プラスチックパイプ事業は今後HSGの利益に寄与する。HSGはプラスチックパイプ市場に参加し生産したばかりが、現在のHSGのプラスチックパイプシェアは8%に達し、流通システムと割引政策という利点のおかげでBMPとNTPなどの大手なプラスチック生産企業と競争することができた。

HSGは、NKGなどの他の亜鉛めっき企業と同様に、HPGのFormosaとDung Quat鉄鋼案件からの安値でHRC供給の恩恵を受けた。

銘柄	2018 年の 収入	2018 年の税 引後利 益	2018 年の EPS	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	2017年12 月27日の 終値	目標価格
HPG	54,634	8,516	5,583	8.63	1.79	20.80%	46,850	58,622
NKG	17,160	1,011	7,776	4.99	1.49	29.93%	38,800	51,318
HSG	31,065	1,605	4,587	5.34	1.23	26.3%	25,000	32,810

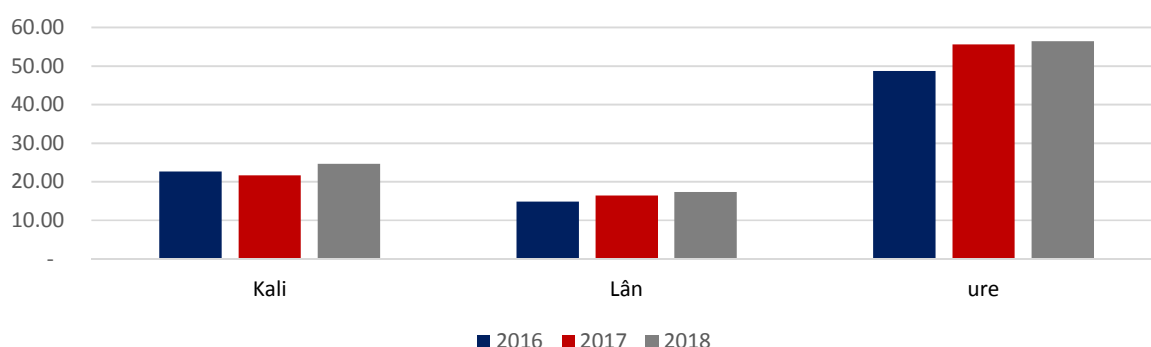
ソース: BSC Research

肥料業[有望]

- 世界的な肥料供給過剰は続けると予測された。
- 肥料価格は低水準で維持し続けると見込まれた。
- ガス価格は原油価格とともに高水準で推移する。
- 肥料が付加価値税の対象製品であると提案する。
- ベトナム化学グループ(vinachem)とベトロベトナムグループ(PVN)の売却計画。

世界肥料市場は供給過剰を続けている。これは、FAO、WB、ブルームバーグなどの世界大手機関の予測から収集されたデータである。具体的には、イラン、マレーシア、ナイジェリア、米国などの安価な天然ガスを保有する国では、尿素の供給が増加し続けると予測されています。DAP の生産能力は、サウジアラビア、モロッコなど一部の国で引き続き増加しています。

2016 年～2018 年における世界肥料供給過剰



ソース: Bloomberg

肥料価格は世界肥料供給過剰で低水準で維持し続ける見込みだ。2018 年にオーストラリアの石炭価格は平均 15%減の 70 ドル/tになると予測された。これは肥料企業が中国の石炭から尿素を生産することを促進する。そのために、世界の肥料価格が下落する可能性がある。しかし、投入ガス価格、石炭価格、H₂SO₄ 価格が値上がると予想された、中国で環境違反に対処するためのより厳しい規制がベトナムへの尿素輸出を減少させ、DPM のような肥料生産企業の値下がりや利益率の減少圧力を減少させる可能性がある。

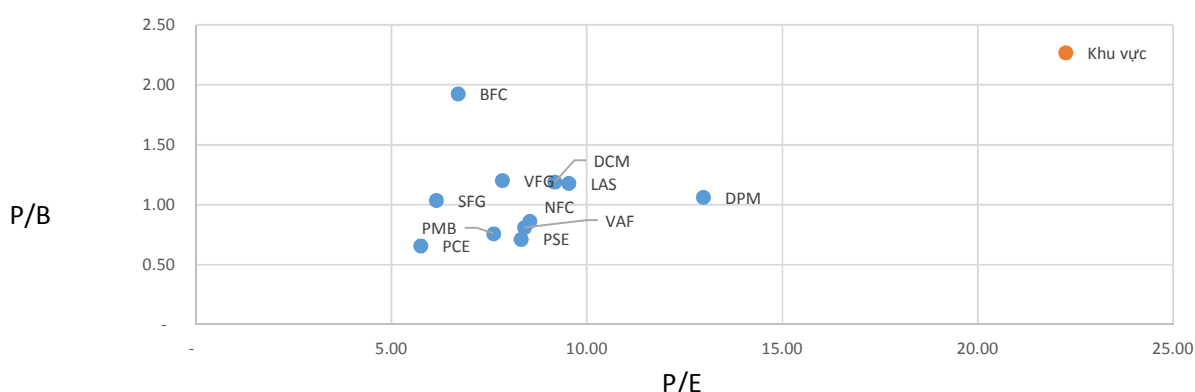
投入原材料価格は高いレベルで維持し続けると予測された。石油価格の値上がりと共に FO 価格も値がる。

肥料が付加価値税の対象製品であると提案する。

ベトナム化学グループ(vinachem)とベトロベトナムグループ(PVN)の売却計画。計画によると、2018年には、PVNはDPMとDCMにおける保有率を51%に下げる。2017年～2020年の期間における再構成提案によると、政府はvinachemにおける保有率を51%～65%に低下する。また、vinachemもBFC、SFG、VAF、DDV、DAPなどの肥料企業における保有株式を売却する計画。

投資観点

弊社は肥料業界の見通しに対し「有望」だと評価しております。



ソース: Bloomberg

BFC – 購入 – 目標価格 41,000VND/株, upside 20%

「Buffalo Head」というブランドで最高の販売能力を持つ肥料企業である。2017年の業績成長は好調となった。2017年には、売上高や税引後利益の成長率のそれぞれは利益率がある高い製品の開発と Binh Dien Ninh Binh 子会社からの寄与のおかげで、前年比 6%、9.6%上昇した。弊社は、BFC の 2017 年業績は好調になると期待しております。その要因は以下の通り。

- (1) 消費量の増加。
- (2) 農産価格の値上がりは植え需要や肥料需要を増加させる。

弊社の予測によると、2017年には、売上高及び税引後利益はそれぞれ 6 兆 5,950 億ドン、2,870 億ドンに達します。2018年の売上高及び税引後利益はそれぞれ 7 兆 720 億ドン、前年比 13% 増の 3,250 億ドンに達します。2018年のEPSは5,119VND/株だと相当する。BFCのPEFWは6.57xである。

SFG – 購入 – 目標価格 13,900VND/株, upside 15%

弊社は、多くの工業用作物(企業の肥料製品を利用する主な対象)の価格が回復した後のより良い消費成長のおかげで、SFGの利益成長は今後も良好になると期待しております。SFGの売上高及び税引後利益はそれぞれ、2017年に2兆5,910億ドン、990億ドンに達すると予測してお

ります。2018 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ 2 兆 7,200 億ドン、1,020 億ドンに達し、EPS は 1,975VND/株であると予測しております。2017 年 12 月 29 日の SFG の終値は 12,000VND であり、PEFW は 6.07x だった。

LAS – 購入 – 目標価格 16,200 VND/株, upside 12%

肥料業界の困難及び業績が 2016 年中期から年末までに継続的に減少したことにより、多くの投資家が LAS を無視してしまいました。2017 年には、良好な天候、農業はより有利であることと肥料の価格が再び上昇したことのおかげで、LAS の消費量は改善された。また、付加価値税の方針が変更されれば、LAS の税引前利益に約 1,000 億 VND (2019 年から期待される) に寄与するだろう。弊社の予測によると、売上高及び税引後利益はそれぞれ 4 兆ドン、1,630 億ドンに達します。2017 年の EPS は 1,355VND/株であると相当した。付加価値税の方針が承認されれば、税引後利益は 2,430 億ドンに達し、EPS は 2,021VND/株であると期待しております。

DPM – 値動きを観察 – 目標価格 22,800 VND/株

肥料価格の回復、付加価値税政策の変更と 2018 年に PVN の売却計画により、DPM は投資家の注目を集めています。2017 年には、尿素肥料の値上がりはガス価格と H₂SO₄ より遅くなったことで、税引後利益は急減し、前年比 39% 減の 6,960 億ドンに達す見込みだ。弊社の予測によると、2018 年には、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 22% 増の 10 兆 3,500 億ドン、同比 20% 増の 8,240 億ドンに達す。2018 年の EPS は 1,845VND/株である。

また、肥料は付加価値税率 0% の対象となる製品になると、税引前利益は 2,000 億ドンに増加すると推定されます。我々は、GAS が DPM のガス価格政策を変更し、2017 年に PVTEX の代金支払いが DPM の 2017 年収益に悪影響を与えるというリスクについて懸念している。投資家は UFC 85 の消費と NH₃ の消費、NH₃-NPK 工場で NH₃ 生産能力を 9 万t に引上げ、NPK 生産能力を 40 万t に引上げることに(投資額 5 兆ドン)、天候の変動、尿素肥料価格及び投入ガス価格を含む DPM のプロジェクトの実施と消費の進展に気づくべきである。

銘柄	2018 年の 売上 (10 億 ドン)	2018 年の 利益 (10 億ドン)	2018 年の EPS	P/E FW	P/B	2018 年の ROE	2017 年 12 月 29 日の終値	目標 価格
BFC	7,072	325	5,119	6.57	1.51	24.35%	33,650	41,000
SFG	2,720	102	1,975	6.08	0.95	17.38%	12,000	13,900
LAS	4,000	163	1,355	10.63	1.23	12.39%	14,400	16,200
DPM	10,350	824	1,845	11.65	0.98	9.94%	21,500	22,800

ソース: BSC Research.

天然ゴム業[中立]

- 2018 年～2025 年の期間における天然ゴムの平均成長率は約 3%上昇すると予測された。
- 2018 年には、ゴム価格は約 5～8%に下げる。
- 国内ゴム価格は世界的なゴム価格の変動と直接輸出国の需要の影響を強く受けている。
- VRG は 2018 年に IPO を実施する予定。IPO により調達総額は 6 兆 2,000 億ドンの見込みだ。

国際ゴム研究会 (IRSG) の予測によると、2018 年～2025 年の期間における天然ゴムの平均成長率は約 3%上昇するだろう。BSC の分析によると、今後数年間で供給過剰状況は継続し、徐々に低下するだろう。具体的は以下の通り。

- **供給。**2010 年～2012 年の期間における新しいゴム農園の拡大に伴い、需要は引き続き増加すると予測されています。2018 年には、タイ、インドネシア、マレーシアを含む IRTC は 2018 年第 1 四半期の終わりまでに輸出ゴム量の 35 万を減少した。しかし、削減は長期的に持続不可能であった。
- **需要。**中国は世界最大の天然ゴム消費国である(総需要の約 40%を占める)。2018 年～2025 年の期間における中国の天然ゴム需要は、米国が中国とタイヤ用トラックやバスに対する反ダンピング税や税金を撤廃する時に電気自動車やタイヤ業の明るい見通しに期待することで急激に増加すると見込まれている。また、アジア太平洋地域の発展途上国の市場は、自動車消費量が段々高まっている中、天然ゴムの主要消費源となると予測されています。

2018 年のゴム価格は 2018 年に 5～8%に下げる予測された。世界銀行の予測によると、2018 年のゴム価格は前年比 4.7%減の 2.08ドル／キロに下げる。また、EU の予測によると、2018 年のゴム価格は供給過剰により前年比 8.5%減となる。原油価格が 2018 年に下げることに共にタイ、マレーシア、インドネシアを含む 3 カ国が 2018 年第 1 四半期に 35 万tを削減するのはゴム価格の下落傾向を止めるだろう。

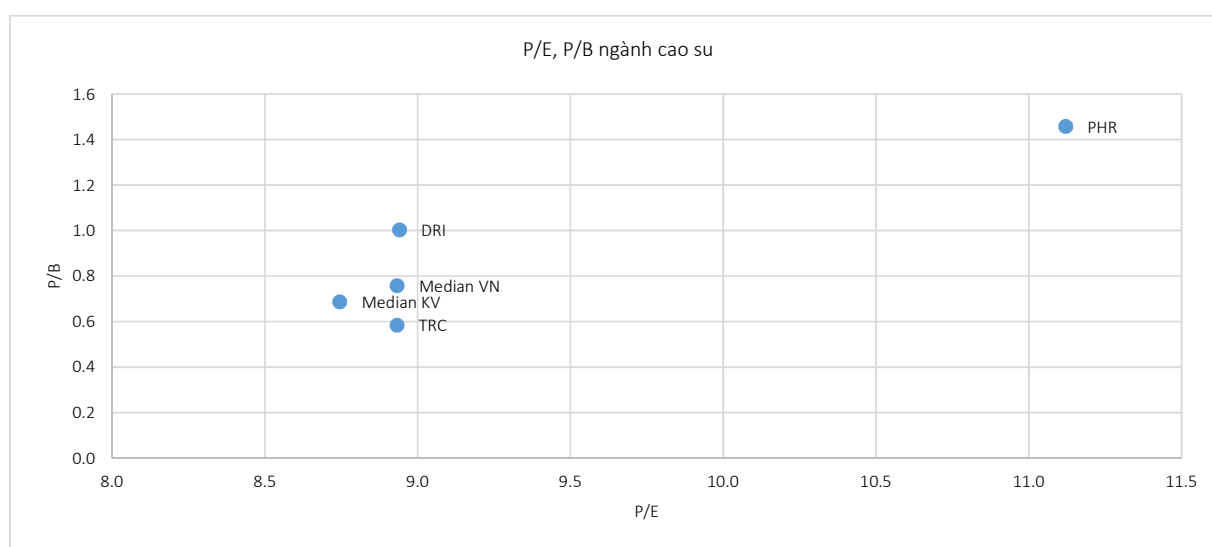
国内ゴム価格は世界のゴム価格の変動と直接輸出国の需要の影響を強く受けている。国内ゴム価格は国際ゴム価格と比較して通常 1～2 ヶ月遅れています。また、ベトナム市場は中国とインドなどの大手な輸入市場の消費状況から直接影響されている。

ベトナムゴム企業には、2018 年の業績が前年より安定すると予想されます。中国や他のアジア諸国からのゴムの需要が高いことが期待されます。ゴム価格は僅かに下落するものの、2017 年に比べてそれほど変化はないだろう。

VRG は 2018 年に IPO を実施する予定。IPO により調達総額は 6 兆 2,000 億ドンの見込みだ。VGR の発行株数は資本金の 11.88%を占める 4 億 7,500 万株の予定。

投資観点

2018 年にはゴム業弊社はに対し「中立」の評価を維持しております。2017 年 12 月 22 日の時点で、ゴム業の株式の平均 PB と PE はそれぞれ 0.69x、8.74xだった。ゴム価格は現在の価格水準に留まり、今後数年間に大きな変化はないと予測された。BSC は、投資家がゴム価格の動きと世界の需要を深く監視することと推奨しております。



PHR –購入 – 目標価格 48,448VND/株 – Upside 11.76%

PHR は、ゴム工業の大手企業であり、生産能力を維持できる企業の 1 つです。PHR のカンボジアである Kamthong Pong プロジェクト 2017 年に収穫され、2020 年までに安定した収量をもたらすと期待されています。また、2017 年～2019 年の期間における PHR は伐採したゴムの木の 4000 ヘクタールを売却している。PHR は、今後数年間に生産能力に影響を及ぼしますが、カンボジアでプロジェクト向け資金を調達のために安定した収益を維持するために安定した利益の年間 1,000 億～1,500 億ドンを期待しています。不動産事業では、VSIP 案件の補償(10 億～15 億ドン／ヘクタールの見込み)は今後特別利益をもたらすだろう。今後のゴム価格はあまり変動しないと仮定すると、VSIP の補償額は 2018 年から始まり、PHR の売上は前年比 0.02%増の 1 兆 5,666 億ドン、税引後利益は同比 62.6%増の 5,039 億ドンに達すると推定しております。また、2018 年の EPS は 5,064VND/株である。2017 年 12 月 22 日の時点で PHR の PEFW は 8.2x であり、業界平均よりかなり低かった。

TRC –購入 – 目標価格 34,176VND/株 – Upside 18.67%

TRC は良い基礎と効率的なコスト管理を備えた企業です。同社は大きな生産能力、若いゴム庭園の構造、製品構成の 65%が高販売価格でタイヤ生産状況に依存していない Latex と CV 50,60 である。2017 年 9 ヶ月には、TRC の利益は前年同期比 143%増の 1,060 億ドンに達した。TRC の主な見通しは Tây Ninh Siêm Riệp 案件である。この案件は 2019 年に開拓の 7,600 ヘクタールを始まる予定。2018 年には、TRC の売上は前年比 7.7%増の 4,842 億ドン、税引後利益は同比 6.4%増の 1,350 億ドン、EPS は 3,705VND/株であると推定しております。2017 年 12 月 22 日の終値は 28,350VND/株であり、PEFW は 7.7xだった。

DRI – 購入 – 目標価格 16,062 VND/株 – Upside 33.9%

DRI は 2017 年に新規上場したばかりだ。基本的な要素は以下の通り。

- (1) DRI のゴム木植面積 (7,775 ヘクタール) 及び資本金 (7,320 億ドン) は PHR の次、業界の第 2 位である。
- (2) 若いゴム庭園 – 平均開拓年間は 5 年間であり、収穫能力 (1.99t/ヘクタール) は高くなり、木の年齢に応じて今後も大幅に改善されます。
- (3) ラオスからの安い労働コストで、企業がコストを節約できる。
- (4) 2017 年の平均ゴム価格は 2017 年より 25%までに増加することで、業績を改善する。

ゴム価格があまり変動しないと仮定すると、DRI の売上は前年比 7.8%増の 6,170 億ドン、税引後利益は同比 23.9%増の 1,400 億ドン、EPS は 1,817VND/株であると予測しております。

銘柄	2018 年の 売上 予測 (10 億 ドン)	2018 年の 利益 予測 (10 億 ドン)	2018 年の EPS (VND/ 株)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	2017 年 12 月 29 日の終値	目標 価格	Link
PHR	1,565	504	5,064	8.6x	1.3x	20.6%	43,350	48,448	link
TRC	484	135	3,705	7.8x	0.5x	8.12%	28,800	34,176	link
DRI	617	140	1,817	6.6x	1.13x	25%	12,000	16,062	link

ソース: BSC の予測

港湾業[中立]

- コンテナ船の供給過剰は 2018 年に続くだろう。
- ハイフォン地域におけるポートでの輸入品は 20%割引された。
- ハイフォン地域におけるポートでのコンテナ船の供給は、Nam Dinh Vu 港の稼動が入ることにより増加し続ける。
- 商工省は、ロジスティクス企業のいくつかの事業運営条件を削減した。

コンテナ船の供給過剰は 2018 年に続くだろう。現在の受注に基づいて、新造船は、2018 年の世界のコンテナ輸送能力に 160 万 TEU を追加する予定です。2018 年には、コンテナ輸送能力の成長率は 5.9%上昇し、輸送需要の成長率(4.7%)より高くなるだろう。そのために、世界商業需要の成長率は 6%に上昇するのが必要だ。或いは、コンテナ船の輸送能力は 3%に下げ、新造コンテナ船が 2019 年までに延長され、世界のコンテナの需要と供給はバランス水準で維持するのは必要だ。

しかし、2019 年のコンテナ輸送成長率が 2%に減少すると期待されたことで、2019 年はと期待世界的なコンテナ船輸送業界にとってより好ましい年であるだろう。

コンテナ船の供給過剰は 2018 年に引き続けると予測されたので、船企業の業績見通しはあまりポジティブではないだろう。そのために、ベトナムの港湾は輸送企業との間で困難を共有して、事業の競争力を高めるために港湾サービスの価格を下げる可能性がある。

ロジスティクス企業向け仕組みはよりオープンになる。商工省は、以下の通りにロジスティクス企業のいくつかの事業運営条件を削減した。

- 1) ベトナムの法律に基づいて法的なビジネス登録を受けた企業である。
- 2) 安全性と技術基準を保証するための十分な手段、設備、ツール及びロジスティクス企業の基本要件を満たすスタッフがある企業。
- 3) ベトナムの法律に従って輸送経営に関する条件を遵守する。

よりオープンな仕組みのおかげで、法人と個人が国内サプライチェーンに容易に参加でき、コストを削減し、競争力を高める。

ハイフォン地域におけるポートでの輸入品は 20%割引された。具体的には、ハイフォン地域におけるポートを通じるバルク商品や液体商品という輸入出貨物は 2 万トン/tから 1 万 6,000 トン/tに下げる。

ハイフォン - 供給は増加し続ける。2018 年には、GMD は第 1 期 Nam Dinh Vu 港の稼動が入る見込み、生産能力は 50 万 TEU/年である。Lach Huyen にある埠頭 2 つは 2018 年から稼動を開始すると、競争性が激しくなるだろう。

投資観点

需要に関しては、一般的には、国際海運企業は 2018 年に回復できないだろう。また、特に Cam 川の下流から供給が増加し続けています。そのために、ハイフォンで荷積み降ろしの価格は増加しにくいとも、下落傾向を継続することさえあると予測された。

ロジスティクス企業では、政府の政策改善のおかげで、アウトソーシングの動向は引き続き強化されると考えられる（現在、ベトナムでロジスティクスサービスのアウトソーシングは約 35～40%、政府は 50～60%を達成することに目指しています）。そのために、倉庫、ICD、DC 企業はこの傾向から恩恵を受けています。

弊社はハイフォンで荷積み降ろしの価格が引き続き上げることについて懸念により港湾業の見通しに対し「中立」の評価を維持しております。

GMD-株価の動きの観察.

定期株主総会が開催される前、GMD の株価は GMD が一部の資産を売却し、韓国人である株主グループが事業経営に参加し、コア事業に集中することで大きく上がった。しかし、GMD の現在 PE は 20.xであり、業界平均水準より 2 倍となった。そのために、弊社は GMD の株価に対する観察を推奨しております。次の数年間には、GMD の主な事業は以下の通りにいくつかの成長の見込みがある。

- (1) メコンロジスティクス事業の稼動が入ることで、ロジスティクス事業はよく成長しています。
- (2) Nam Dinh Vu 港は稼動し始まり、年間生産能力が 50 万 teu である。しかし、この湊は 2017 年 5 月から稼動したことから、設計上年間生産能力の 30%を達成したと仮定しております。この港は Dinh Vu 半島の頭に位置し、海岸近くの水位が低いので、埠頭が海岸から離れて建設しなければならない。そのために、建設コストは他の港より 2 倍となった。そのために、この港の売上総利益率は Nam Hải Đình Vũ 或いは Vip-green などの他の港より低くなるだろう。
- (3) SCS である関連会社は引き続き順調に成長し、GMD の 2018 年税引前利益に約 1,000 億 VND を寄付しています。

VSC- 購入-目標価格 54.463VND/株

11 月には、Vip green 港は MASERK LINE 社など大きな貨物船にサービスを提供するためにコンテナ 14 台の最大範囲があるクレーン車を追加導入した。総投資額は 600 億ドンだった。現在、Vip green 港は、1 週 8 便を運航し、そのうち、Evergreen の 5 便、Maersk Line の 2 便、OOCL の 1 便がある。また、Green Port は 1 週 10～11 便を運航して、主に小積載量の 1000 Teus 未満である。また、VSC は、Vip-Green を通じたコンテナ貨物向け VSC が年初に買った倉庫の 5 へ

クタール(第4四半期に8ヘクタールに増加する)を管理するために子会社(VSCの67%、従業員の33%を保有)を設立した。

2017年9ヶ月には、売上総利益率は大幅に減少し、32%減となった。2018年には、売上総利益率は以下の要素のおかげで35%までに回復すると評価しております。

- (1) Vip-green 港の収容能力は 550,000 TEU に増加し、コンテナの減価償却費を大幅に減少する。また、2018 年の減価償却費は 450 億ドンになると予測された。
- (2) ハイフォンは 2018 年 1 月 1 日以降輸入手数料の 20%を削減した。

銘柄	2018 年 の売上	2018 年 の税引 前利益	EPS F	P/E Fw	P/B Fw	ROE	2017 年 12 月 29 日の終値	目標価 格
GMD	3,981	587	1,835	21.88	1.88	7%	40,150	N/A
VSC	1,447	313	5,638	7.62	1.35	13%	43,000	54,463

タイル業[中立]

- 2018 年～2020 年の期間におけるタイル業の成長率は引き続き増加するだろう。
- 2018 年のタイル消費量は引き続きプラスになるだろう。
- 消費の動向は、国内製品を好む美学と品質に焦点を当ててシフトしています。
- 2018 年には、弊社はタイル業の見通しに対す「中立」を評価しております。

2018 年～2020 年の期間におけるタイル生産能力は引き続き増加し、主に主に花崗岩や磁器タイルに集中するだろう。この傾向は、タイル企業が 2020 年に花崗岩生産能力を 8,000 万 m² から 1 億 4,000 万 m² に拡大するために投資を促す建設用材料業の発展戦略に沿ったものです。追加供給は厳しい競争力をもたらすが、新工場が 3～6 ヶ月に試運転を必要とするため、2018 年には直ちに激しくないだろう。おなじみのブランドを持つ大企業は市場シェアを拡大し、製品識別レベルを高めるためにこの試運転時間を利用することができる。しかし、製品の違いがあまりない小規模生産企業は排除のリスクを避けるために他の方法を見つける必要があります。

社名	投資期間	追加生産能力(m ² /年)	製品
Viglacera Hà Nội	2017-2018	2.5 triệu	N/A
Viglacera Thăng Long	2017-2019	6 triệu	Ceramic
Viglacera Tiên Sơn	2018-2019	3 triệu	Granite
Thắng Cường (Phú Thọ)	2017-2018	5 triệu	Granite
Vitto Phú Lộc	2017-2018	7.2 triệu	Granite
Tasa	2018-2020	12 triệu	Granite
	Sau 2020	12 triệu	Granite
Gạch CMC (CVT)	2018	1.5 triệu	Granite
Viglacera Hạ Long	2017-2018	30 triệu viên 22v/m ²	Gạch ngói

(ソース: HH GSXD VN, BSC research)

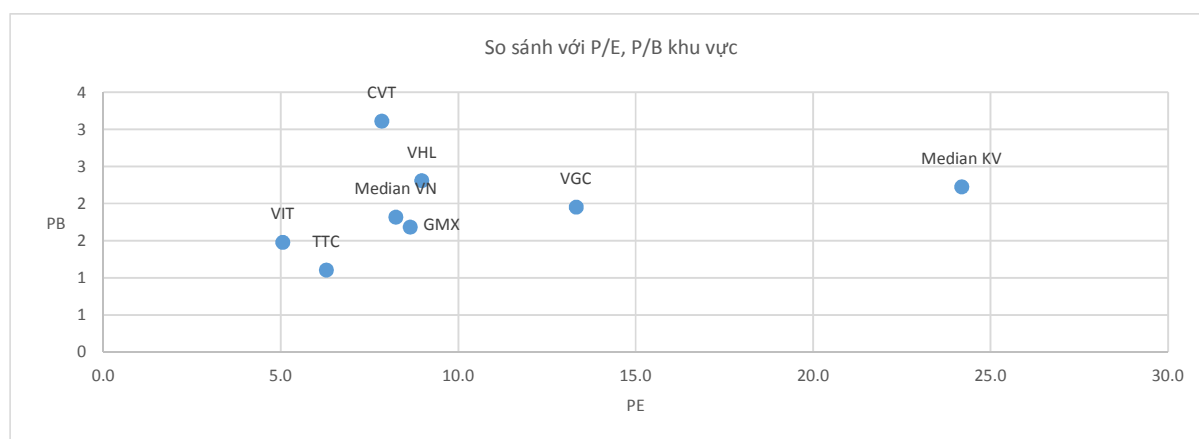
2018 年のタイル消費量は引き続きプラスになるだろう。JLL の研究によると、2017 年第 3 四半期末時点でホーチミン及びハノイでの未完成アパートの販売量はそれぞれ、前年同期比 34%

増の 86,000 戸、同比 3%減の 57,000 戸だった。大都市で完成予定アパートは 2017 年第 4 四半期に 27,400 戸、2018 年に 93,000 戸であると予測された。この新アパートの供給は来年にタイル業の原動力となることが期待されています。

消費の動向は、国内製品を好む美学と品質に焦点を当ててシフトしています。2010 年の前に、ベトナム市場でのタイル製品は主に中国からの輸入製品(主に価格の競争)、米国、イタリア(品質とデザインの面で競争)だったが。しかし、現在、国内タイル企業は生産量、デザイン、品質について要件を満たし、輸入製品より優れている。現在、輸入タイルに対する輸入税率は 15~35% であるために、市場シェアは 2010 年の 80%から 35%に低下しています。今後の競争上の優位性は、消費者のニーズを完全に満たすことができる品質・デザイン及び柔軟な生産能力がある企業に属するだろう。

投資観点 -中立

2018 年には、タイル企業の生産能力が連続で引き上げていることで、需要と提供の差は大きくなっている。これはタイル販売価格への圧力をかけるだろう。そのために、タイル業界は 2018 年により困難を直面すると考えております。それによると、タイル企業の成長潜在は、高い利益率を維持するために生産能力の拡大と生産の柔軟性に依存しています。弊社はタイル企業の見通しに対し「中立」を評価しております。



(ソース: Bloomberg)

VGC - 買い - 目標価格: 32,000VND/株(upside: 22.1%)

2017 年業績の更新。2017 年 10 ヶ月における VGC の売上高は前年比 12%増お 6 兆 4,520 億ドン、税引前利益は同比 59.4%増の 8,550 億ドンに達した。2017 年には、VGC は年間計画を上回ると予測された。それによると、2017 年の売上高は前年比 4.7%増 8 兆 5,890 億ドン、親社株主の税引後利益は同比 25.1%増の 6,426 億ドンに達すと見込まれた。2017 年の EPS は 1,561VND/株である。Pe は 16.8xであるだろう。

2018 年の業績見通し:

- 工業団地事業は引き続き成長する。2018 年には、VGC の工業団地の新賃貸面積は 120 ヘクタールであり、FDI 資本からのポジティブな信号及び Samsung が Yên Phong MR 工業団地の 100 ヘクタールを賃貸するという契約のおかげで主に Yên Phong MR 工業団地, Đồng Văn IV 工業団地, Tiền Hải 工業団地, Yên Mỹ 工業団地に集中している。
- 建設用原材料事業の成長はいくつかの案件の生産能力の拡大で小幅に増加するだろう。2018 年には、My Xuan 工場が稼動を開始する時に、VGC の衛生陶器の 7 億 5,000 万製品(約生産能力の 60%を相当する)を増加するだろう。Viglacera Ha Noi 工場のタイル生産能力は 250 万 m² に増加する予定です。
- 2018 年の業績見込み。BSC の予測によると、2018 年には、売上高は前年比 9.8%増の 9 兆 4,310 億ドン、税引後利益は同比 12.5%増の 7,230 億ドンに達し、EPS は 1,437VND/株である。PEFW は 18.2xである。

売却計画。2018 年第 2 四半期には、建設省は VGC における保有率を 54%から 36%に引き下げる予定。VGC は 2017 年と同じように建設省の保有率を低下するために新株発行を選択する場合、希薄化りのスクは非常に大きいだろう。

CVT – 購入 – 目標価格: 67,200VND/株 (upside: 25%)

CVT の株価は 2017 年に突破した。2017 年には、CVT の株価は 26,000~27,000VND/株から 50,000VND/株に急増した。原因は好調な業績及びホーチミン証券取引所へ転換したことのためだ。弊社の予測によると、2017 年いは、CVT の売上及び税引後利益はそれぞれ、前年比 10.6%増の 1 兆 2,360 億ドン、同意 19.9%増の 1,822 億ドン、2017 年の EPS が 7,300VND/株であり、peFW は 7.37 であるだろう。

2017 年第 4 四半期に完成した年間生産能力 300 万m²を持つ塩溶融花崗岩生産ラインは 2018 年の原動力となるだろう。最初の年には、工場は市場需要を研究するために、塩溶融花崗岩の 100 万m²、花崗岩の 200 万m²を生産する予定。塩溶融花崗岩は高耐久性がある磁器を基づく生産され、供給は主に輸入から来ている。販売価格は輸入製品より 20~35%低下する予定。弊社は、CVT の新製品はすぐに消費者に歓迎され、CVT は今後数年間でこの製品の生産量を増加することができると考えております。

2018 年の業績見込み。2018 年には、CVT の売上高は高価な花崗岩製品の割合の増加のおかげで前年比 22.6%増の 1 兆 5,150 億ドン、売上総利益率は 25.3%であると見込まれた。2018 年税引後利益は前年比 36.9%増の 2,500 億ドン、2018 年の EPS は 8,400VND/株、PEFW は 6.4xと見込まれた。

銘柄	2018 年の 売上 高(予 測) 10 億 ドン)	年の 税引 後利 益 (予 測) 10 億 ドン)	2018 年の EPS 予測 (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	29/12/2017 での終値	目標価 格 (VND)
CVT	1,515	250	8,400	8.0	3.0	39%	53,800	67,200
VGC	9,432	723	1,437	18.2	1.8	9.4%	26,200	32,000

(ソース: BSC Research)

繊維業[中立]

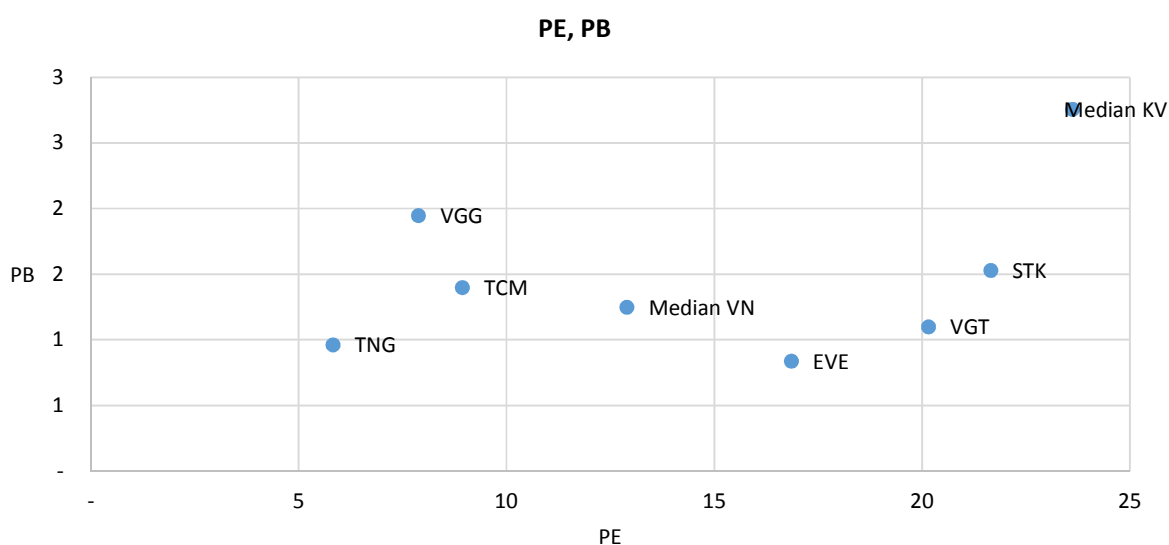
- 2018 年には、繊維品輸出の見通しが明るいと予測された。2018 年の繊維品輸出額は前年比 7%増の 335 億～340 億ドルに達すると見込まれた。
- EVFTA 協定は 2018 年以降正式に締結され、有効となる予定。これは長期的に繊維業の原動力となる。
- 投入原材料の価格及び人件費が増加し、繊維企業の利益率に影響を与えるだろう。
- 弊社は繊維業に対し「中立」の評価を維持しております。

2018 年には、繊維品輸出の見通しが明るいと予測された。2018 年の繊維品輸出額は前年比 7%増の 335 億～340 億ドルに達すると見込まれた。TPP からの米国の撤退や伝統的な輸入市場の繊維需要の減速にもかかわらず、ベトナム縫製協会は 2017 年輸出の好調な伸びを基づいて明るい見通しを評価しております。この楽観的な見通しは、繊維企業が機械及び技術への投資強化、労働者のスキルの向上、生産能力の向上などの基本的なことを改善していることから来ている。ベトナム繊維業の最大輸入市場である米国を見ると、バングラデシュ、マレーシアなどの安価な労働コストを常に考慮している国から米国の繊維物輸入額は大幅に減少したが、ベトナムから繊維物輸入額が良好な伸び(約 7%)を維持しているというシフト傾向をはっきり見ることができる。また、安定した為替レートと共に、米国経済の明るい見通しはベトナム繊維輸出をサポートするだろう。

EVFTA 協定は 2018 年以降正式に締結され、有効となる予定。これは長期的に繊維業の原動力となる。EU は現在、ベトナム繊維品の第 2 位の大手な輸入市場であり、ベトナムの輸出額の約 14%を占めている。EVFTA 協定が締結されると、繊維業は最も恩恵を受ける業界である。それによると、この協定が有効になると、原産地証明に関する規制を満たすグループ A に分類される多くの種類の糸及びいくつかの衣類に対し税金は直ちに消去されるということだ。TPP 協定に比べて、EVFTA の原産地証明に関する規制は緩和されている。過去の数年間、ベトナムの繊維企業は TPP の要件を満たすために糸、織物などのバリューチェーンが高い業界に著しく投資してきて、地方化率を高めてきたことで、EVFTA に参加する準備が整います。

投入原材料の価格及び人件費が増加し、繊維企業の利益率に影響を与えるだろう。2017 年末の時点でコットン価格は消費量が予測を上回っていることで年初比大きく増加した。しかし、2018 年には、コットン提供量は消費量よりも速く成長すると見込まれている。在庫が減少している時に収穫期初にコットン価格が増加するものの、次の数ヶ月にこの水準で維持すると予測さ

れた。また、世界原油需要が 2018 年に 1.4%に成長すると予測されたことで世界原油価格は回復していることと共に、ロシアと OPEC が締結した源流量削減のコミットメントは合成系の生産に使用される樹脂価格にも影響するだろう。投入系価格はすべての後の製品に影響することで、コットン価格及び原油価格は現在のように高いレベルで維持すれば、繊維企業の生産費用が非常に増加する。これは利益率を低下されるだろう。また、2018 年には、最低給料水準率が現在の 6.1%から 7%に引き上げることが繊維企業の人件費用に圧力をかけるだろう。



(ソース: Bloomberg)

投資観点 - 中立

弊社は、2018 年の繊維業の成長はプラスになると予想している。繊維企業の競争能力は、機械投資と労働者の生産能力の向上に大きく依存している。繊維企業のリスクは入力材料価格の変動、給料の上げ、輸出市場への依存度、特に世界の地政学的変動や緊張の時代から来ている。そのために、弊社は繊維業の見通しに対し「中立」を評価しております。

TNG - 購入 - 目標価格: 18,130VND/株 (upside: 31.4%)

TNG の生産能力は大規模であり、輸出用縫製工場 10 カ所(売上高全体の 98%を占め)と国内小売ブランド用アパレル工場 1 カ所(TNG ファッション、2016 年から収入に寄与したばかり)を含んでいる。大手な生産能力を持っている TNG は現在、Decathlon, TCP, Columbia, Mango, Levy などの多くの有名ファッションブランドのパートナーである。そのうち、Decathlon は TNG の受注の 36~40%を占めている。

2018 年に TNG の受注見通しは、2018 年の受注数が生産能力を満たしていることで明るくなると評価された。現在時点で、2018 年の受注額は 8,100 万ドルであり、Decathlon や TCP からの受注は TNG の受注の 50%を占めている。

業績の見込み。2017 年 9 ヶ月には、TNG の売上高の成長率は前年同期比 27.3%上昇し、2017 年 11 月までに 2017 年売上計画を達成した。2017 年の売上高は前年比 27%増の 2 兆 4,220 億ドン、税引後利益は同比 40%増の 1,169 億ドンに達すと見込まれた。2017 年の EPS は 2,560VND/株である。

2018 年には、売上高は前年比 24.7%増の 3 兆 200 億ドンに達すると推定された。売上総利益率は国内衣料品の割合増加とより高利益率がある FOB 受注の増加を受け、小幅に増加すると見込まれた。税引後利益は前年比 18%増の 1,380 億ドンに達し、2018 年の EPS は 3,021VND/株であると相当する。P/E fw は 4.6x である。

VGG – 購入 – 目標価格: 67,010 VND/株 (upside: 21.8%)

殆どの売上は輸出活動(80%)及び Viet Tien ブランドで国内市場から来ている。日本(32%)、米国(22%)、EU(18%)などの VGG の重要な輸出市場はプラスな成長率を達している。

健全な財政状況。2016 年に転換社債の後、VGG は長期借入を発生しなかった。短期借入残高は低水準で維持され、総資産の 3.5%を占めている。そのために、年間借入コストは非常に低水準で留まっている。売掛金及び買掛金のシフトは安定的に維持されている。

2017 年業績。2017 年第 1 四半期には、受注数が少なかったため、VGG の売上の成長率は前年同期比変わらなかった。しかし、第 2 四半期及び第 3 四半期には、VGG の受注数は大きく増加したことで、売上の成長率はそれぞれ前年同期比 12%、21%上昇した。2017 年 9 ヶ月における VGG の売上平均成長率は前年同期比 12%上昇した。

2017 年の売上高は前年比 11.3%増の 8 兆 3,780 億ドン、税引後利益は同比 8.3%増の 4,080 億ドンに達すると見込まれた。その時、2017 年の EPS は 7,210VND/株である。PEFW は 7.6xだった。

2018 年業績の予測。昨年より良水準を維持している繊維業の輸出需要の成長率は前年比 9.5%増加すると見込まれた。全体的な経済成長と共に国内需要も改善する見込みです。2018 年には、VGG の売上高は前年比 9.4%増の 9 兆 1,680 億ドン、税引後利益は同比 16.7%増の 4,760 億ドンに達すると予測された。その時、2018 年の EPS は 8,930VND/株であると相当する。PEFW は 6.2xである。

VGT – 観察

VGT はベトナムの繊維産業を代表する最大な規模がある企業である。2017 年 9 月 30 日の時点で、VGT は Phong Phu、Viet Tien、Nha Be、Duc Giang、第 10 衣服工場など多くの主要繊維企業を含む子会社 51 社、連結会社 32 社を保有している。VGT のメンバー社は、糸の 14 万 4,216t、ニットの織物の 1 万 4,200t、織物の 1 億 5,540 万メートル、衣類製品の約 3 億 700 万の年間生産能力を持つコットン、糸、織物、衣服のサプライチェーンを完成している。

VGT の売上の成長率は業界の平均水準に比べて安定した水準で維持しており、前年比 16% 増加している。殆どの売上は輸出活動から来ている。しかし、原材料価格及び人件費用も上げたことで、VGT の売上総利益率は前年比 9.4% 減少した。最近発表された調査結果によると、VGT は 2017 年の売上及び税引前利益計画を達成する可能性が高くて、それぞれ 15 兆 9,900 億ドン、7,490 億ドンに達すだろう。

資本回収計画。商工省は 2018 年に VGT における保有している株式（資本金の 53.5% を占め）を売却する計画がある。

銘柄	2018 年の売上高 (予測) (10 億 ドン)	2018 年の 税引 後利 益(予 測) (10 億 ドン)	2018 年の EPS(予 測) (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	29/12/201 7 の終値	目標 価格
VG G	9,168	476	8,930	6.2	1.3	28%	55,000	67,010
TNG	3,020	138	3,021	4.6	0.8	19%	13,800	18,130
TC M	3,535	218	3,763	7.6	1.4	23%	28,700	30,101

(ソース: BSC Research)

セメント業[中立]

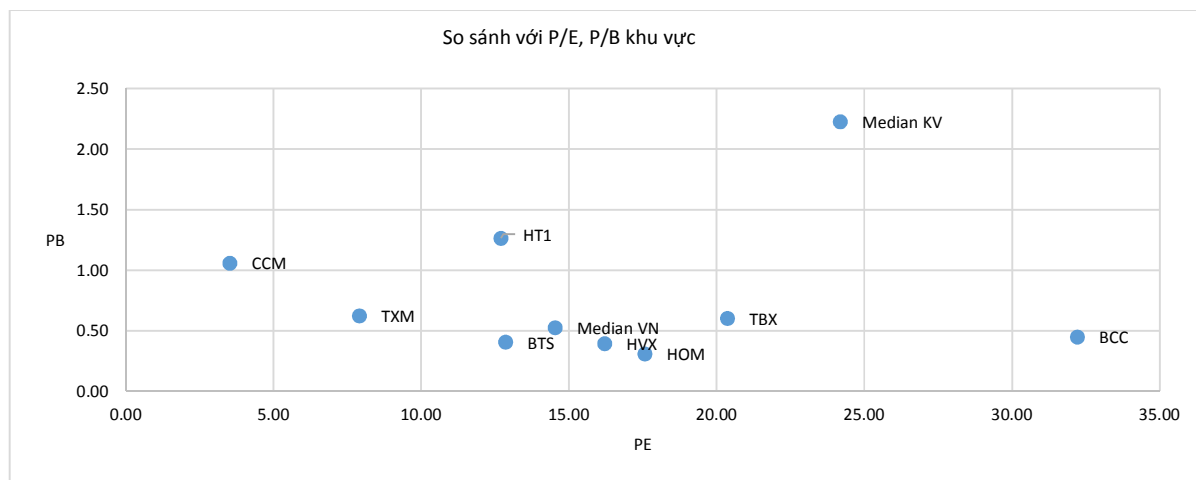
- 供給剰余は続き、2018 年に 2,650 万tに達すると予測された。
- 議定第 146 号/2017/ND-CP 及び議定第 122 号/2016/ND-CP の改正草案は輸出活動に支援すると期待された。
- 利益率は投入コストの上昇と財務費用に対する為替相場の圧力により引き続き減少する可能性が高いと見込まれます。
- VICEM(ベトナムセメント総会社)の株式化は 2018 年に強化される可能性がある。
- 弊社はセメント業に対す「中立」の評価を維持しております。

2018 年に供給剰余は 2,650 万tに達すると予測されたので、供給剰余が続くだろう。2018 年には、建設省は、建設業のセメント消費量は前年比 4~6%増の 8,300 万~8,500 万tに達すると推定した。そのうち、国内消費量は約 6,600 万~6,700 万tに達し、提供量の 72%を相当する。輸出量は約 1,700 万~1,800 万tに達すると推定された。ベトナムセメント協定の統計によると、全セメント業界の生産能力は 2020 年に 1 億 2,000 万~1 億 3,000 万tに達すると見込まれた。国内セメント消費量は 2020 年に 8,200 万tに達し、CAGR は 2020 年に 8.2%/年に達すると予測された。そのために、供給過剰は 3,600 万t~3,700 万tに達すると見込まれた。

2018 年 2 月 1 日から有効となる議定第 146 号/2017/ND-CP 及び議定第 122 号/2016/ND-CP の改正議定草案は輸出活動に支援すると期待された。

利益率は投入コストの上昇と財務費用に対する為替相場の圧力により引き続き減少する可能性が高いと見込まれます。2017 年 7 月以来世界石炭価格は引き続き増加している。石炭価格は引き続き増加する場合、セメント企業の利益率は減少する可能性が高いだろう。為替レートは米国経済の明るい見通し及び FED が金利を引き上げることで上げると予測された。しかし、国家銀行の豊富な外貨準備のおかげで、変動幅は今年ほど大きくならないだろう。

VICEM(ベトナムセメント総会社)の株式化は 2018 年に加速される可能性がある。2017 年~2020 年の期間における国営企業の株式化計画によると、VICEM の株式化は 2017 年に実施される予定が、2017 年には、政府は株式化のロードマップだけ承認した。企業評価と株式化展開法案はまだ進行中です。国営企業の株式化を加速する圧力及び 2018 年 1 月 1 日から有効になる議定第 126 号/2017/ND-CP を発行したことなどの政府のサポートは 2017 年にまだ解決されなかった株式化活動を促進するだろう。国内セメント業で最大な企業として、Vicem の株式化は、メンバー社の活動と業界構成に大幅な変化をもたらすことが期待されています。



(ソース: Bloomberg)

投資観点 - 中立

2018 年のセメント業は引き続き深刻な供給過剰に直面するだろう。この問題は、輸出活動の強化を通じる解決することができます。2018 年に Vicem の株式化から明るい見通しと輸出税制政策の変更はセメント企業をサポートするだろう。しかし、投入価格の動き及び為替レートはマイナスに影響する可能性がある。そのために、弊社は 2018 年にセメント業に対し「中立」の評価を維持しております。

HT1 - 観察 - 目標価格: 17,661VND/株 (upside: 13.6%)

2017 年には、HT1 のセメント消費量はセメント業の低迷に比べてかなり良好である。2017 年 9 ヶ月における HT1 のセメント消費量は前年同期比 2% 小幅増加したが、セメント業の国内消費量は同比 3.5% 減少した。しかし、販売価格は 3~4% に低下したので、2017 年 9 ヶ月の売上は前年同期比減少した。

外貨建て借入残高。2017 年の終わり時点で HT1 の外貨建て借入残高は 3,700 万ユーロ及び 1,200 万ドルであると推定された。2017 年には、ユーロの為替レートは前年比 8% に上げたので、HT1 の為替差損はかなり大きくなり、2017 年 6 ヶ月に 900 億ドンだった。

Phú HũuBOT 案件。2017 年に政府検査官の検査結果によると、Nguyen Duy Trinh 通りとフ Phú Hũu 工業区を HT1 が投資した道路建設 BOT プロジェクトでは、いくつかのミスが発生した。HT1 の説明によると、これらの問題は同社の運営費用に影響を与えないだろう。このプロジェクトはまだ料金回収を実施しておらず、HT1 の売上に比べて収益は比較的小さいため、このプロジェクトからのキャッシュフローは見積もりに含めなかった。

業績。2017 年には、売上高は前年比 1.6%減の 8 兆 1,030 億ドン、売上総利益率が 16.6%減少すると推定された。同社は 2017 年に為替差損 700 億 VND を計上すると見込まれた。税引後利益は前年比 43.5%減の 4,570 億ドンに達し、2017 年の EPS は 1,200VND/株であり、PE_{fw} は 13xと相当すると見込まれた。

2018 年の見通し。2018 年には、セメント消費量はインフラ建設投資、交通建設、不動産市場の見通し、輸出の需要が大幅に増加することにより、国内市場における競争圧力を緩和します。HT1 の利点は工場が少なくても需要が最も高い南部地域で事業を展開していることだ。そのために、セメント消費量の成長率は少なくとも 4~6%に上昇し、同業界の成長率と相当すると見込まれています。2018 年には、為替レートは安定すると見込まれたので、HT1 の為替差損があまり大きくないだろう。

BCC – 観察

2017 年のセメント消費量の状況は多くの困難を直面した。2017 年には、提供過剰が特に北部中部地域で続けたことにより、BCC のセメント消費量は困難を直面していた。販売地域の再分配に関する文書第 459 号 / VICEM-QLTT & TH により、BCC の消費量及び経営地域にマイナスの影響を与えた。

Dai Viet 破砕所の代わりに Bim Son 破砕所を投資する。2017 年には、BCC は第 2 期 Bim Son 破砕所を投資した。Bim Son 破砕所の生産能力は年間 120 万tである。同案件の投資額は 8,000 億ドンである。この案件は 2018 年に稼働すると見込まれた。

2017 年の業績。2017 年には、売上高は前年比 18.1%減の 3 兆 5,040 億ドンに達すると推定された。販売原価、販売費用及び管理費用は約 8%~26%までに減少したものの、売上の減少を相殺することはできなかった。借入費用により BCC の赤字額は 560 億ドンに達した。また、2017 年に同社が EUR 建て借入額の支払いを完了したので、来年には為替相場の変動により圧力が減少するだろう。

銘柄	2018 年の 収入 (10 億ド ン)	2018 年の 税引 後利 益 (10 億ド ン)	2018 年の EPS (VND/ 株)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	2017 年 12 月 29 日の終 値	目標価 格
HT1	8,104	457	1,539	10.1	1.0	9%	15,550	17,661

BCC	3,871	13	109	69.7	0.4	-3%	7,600	NA
-----	-------	----	-----	------	-----	-----	-------	----

(ソース: BSC Research)

プラスチック業[中立]

- プラスチック製品の販売量・生産量は引き続き増加する。
- プラスチック樹脂の価格は2018年に上げると予想される。
- SCIC(国家資本投資経営層会社)の売却計画。

プラスチック製品の生産量と消費量は今後も増加すると予測されています。

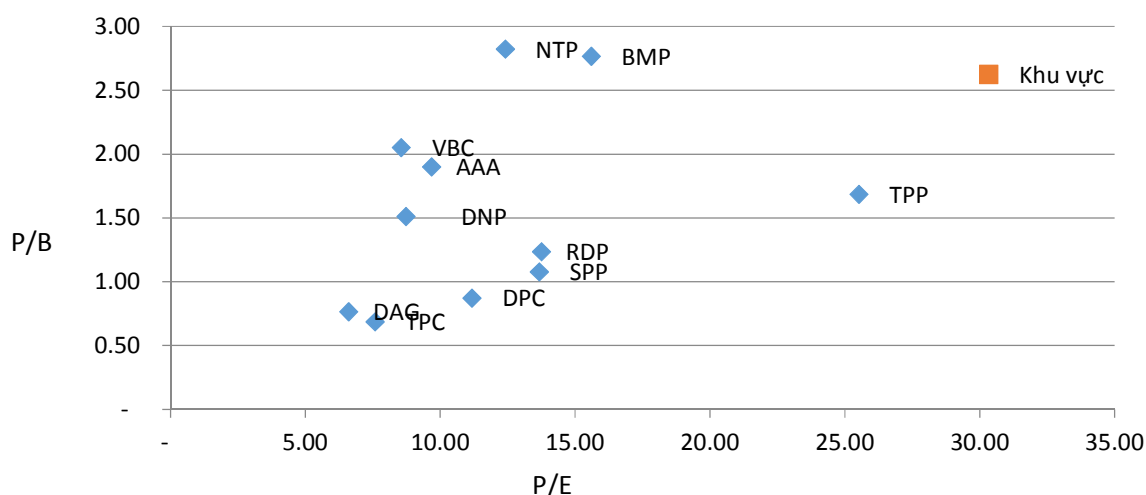
- (1) 建設用プラスチックパイプの消費量は 2018 年に 10%に達すると予測されていますが、この分野が非常に競争力の高いセグメントである。
- (2) 建設用プラスチック産業の成長は、家庭用建設・修理、中級不動産の成長、木材・金属から作られた代替品と比較してプラスチック製品の価格の低さのために上昇すると予想される。
- (3) プラスチック包装業界は、国内需要の増加と世界的な消費需要の増加により大幅に成長すると見込まれています。ベトナムのビニール袋輸出は、世界的な消費者がより環境に優しい製品を使用する傾向があるため、悪影響を受ける可能性があることに注意してください。

2018 年には、プラスチック樹脂の価格は引き続き上げる可能性がある。ほとんどのプラスチック樹脂は石油やガスで作られているため、プラスチック樹脂の価格は原油価格と密接に関連しています。2018 年には、多くの世界機関は、原油価格が 1 バレル当たり約 60ドルと高い水準を維持し続けると予測しています。これによると、プラスチック樹脂の価格が上昇し、生産コストも増加し、プラスチック企業特に建設プラスチック企業の利益率が低下する。しかし、HDPE と PP の価格上げは、世界の石油供給量よりも遅くなると考えています。

SCIC は BMP と NTP における保有株をそれぞれ 29.51%、37.1%売り出す予定。SCIC は入札コンサルティング社を発見し、売却手続きを完了している、2018 年に展開する予定。他の売却と同様に、2 つの大手なプラスチック企業株の売り出すは、多くの国内外の投資家の注目を集めると予想されています。弊社、SCIC が売却した後 NTP の収益が顧客向流通方針の変更のおかげで大幅に改善すると考えております。

投資観点[中立]

弊社はプラスチック業に対し「中立」の評価を維持しております。プラスチックパイプ生産企業の業績は、競争の激化及び PVC 樹脂価格の上昇により影響を受ける可能性がある。機会は SCIC が BMP と NTP における保有株の売却から来るだろう。その中に、弊社は、NTP の純利益が流通政策の変更のおかげで急激に改善すると期待しております。AAA を含むパッケージング生産企業は、2017 年に高い成長率を維持すると見込まれている。



ソース: Bloomberg

NTP – 購入 – 目標価格 89,000VND/株

NTP は、国内最大なプラスチックパイプ生産企業であり、年間生産能力が 17 万 1,000tに達し、北部市場シェアの 70%、全国シェアの 29%を占めている。2017 年 9 ヶ月における NTP のプラスチックパイプ販売量は 64 万t、BMP と相当した。しかし、NTP の収益性は常に BMP より低く、NTP の純営業利益率は 11.17%であり、BMP は 16.81%であった。これは、主に商品流通方針の違いによるものです。2017 年上半期における販売者への費用は 2,360 億ドン、売上高の 11.5%を占めたが、税引前利益は 2,320 億ドンに達した。NTP の割引率は最大 30%であり、BMP の 2 倍です。

経営計画。NTP はいくつかの製品を生産して販売するために大株主である Sekuisu と提供する予定です。NTP は水企業へ投資計画を承認するための株主総会を提出している。これらの水企業は、安定したキャッシュフローのおかげで安定した利益をもたらすだけでなく、NTP のプラスチック製品の消費チャンネルである。2018 年には、NTP はパイプ・部品の 9 万 7,000tを販売することを目標としております。また、NTP は収入が前年比 8%増の 4 兆 9,000 万ドンに達し、税引前利益が同比 8%増の 4,650 億ドンに達することを目標としております。

株主構成の変更。2017 年 10 月末の時点で、大口株主という Nawaplastic は NTP における保有株の 2,100 万株(23.84%)を売却した。買い手は NTP の資本金 15%を保有している Sekuisu Chemical(日本系企業)である。現在、Sekuisu Chemical は NTP の資本金の 40%を保有している。NTP の株主構成は変わり続けると予想されます。2018 年には、SCIC は NTP におけるすべての保有株(25.77%)を売却する予定。

弊社は NTP の財務状況が株主構成の変更により急激に変化すると期待しております。BSC は、NTP の利益を予測するためにシナリオの 2 つを提出しております。

シナリオ1: 同社は販売代理店との割引政策を維持し、2017 年と 2018 年の利益はそれぞれ 4,730 億ドンと 4,830 億ドンに達すると予測されている。

シナリオ2: SCIC が売却した後、NTP と販売者の収益分配はよりバランスが取れており、販売者/収入のコスト割合は 2017 年には変わらず、2018 年には 6%に減少すると仮定すると、NTP の税引後利益は 2018 年に前年比 33%増の 6,310 億ドンに達し、2018 年の EPS は 6,507VND/株と相当する。

BMP – 観察

BMP は、国内最大の生産能力(年間 15 万t)を持っているプラスチックパイプ企業である。当社は健全な財政状態、高収益(2017 年 9 ヶ月の純営業利益率 16.81%)及び管理者の熱意により BMP を好む。2017 年の BMP の業績はあまりプラスではない、2017 年 9 ヶ月の税引後利益が前年同期比 36%減の 3,480 億ドンに達した。原因は以下の通りである。

- (1) 競争激化により、2007 年第 2 四半期に BMP は割引率を 4%に引き上げ、会社設立記念の 40 年間には割引率を 4%を追加引き上げたため。また、販売量の伸びは遅くなり、2017 年に 10%に上昇すると期待される。
- (2) プラスチック樹脂の平均価格は 15%上昇したために、売上総利益率は 2016 年の 32.05%から 2017 年 9 ヶ月の 24.4%に低下した。

弊社は 2018 年の業績はプラスチック樹脂価格が引き続き上げると予測されたために引き続きマイナスとなると考えております。BSC の予測によると、BMP の 2017 年と 2018 年の税引後利益はそれぞれ 4,420 億ドン、4,520 億ドンに達すということだ。2018 年の EPS あ 5,030VND/株であると相当する。

当社は、2018 年には SCIC の BMP 株売り出し、海外投資家の健全な事業がある BMP に対する注意及び外国人投資家の保有率を 100%引き上げは、2018 年に BMP 株価をサポートする要素となるだろうと注意しております。

AAA- 観察

AAA は、東南アジアにおける最大のプラスチック袋生産企業であり、総生産能力は年間 9 万 6,000tである。2017 年には、総生産量は 7 万 9,400tに達し、そのうち、第 1、2、3、4、5 号工場の生産能力は 95%(4 万 5,800t/年と相当)に稼働している。2017 年には、AAA の総収入、税引後利益はそれぞれ 3 兆 6,300 億ドン、2,200 億ドンに達し、EPS は 3,530VND/株であると相当すると推定された。

2018 年には、第 6 号、第 7 号工場の生産拡大により、販売量は前年比 76%増の 14 万tと推定され、収入及び税引後利益はそれぞれ 5 兆 5,000 億ドン、3,300 億ドンに達す、現金配当率が額面比 20~30%であり、2018 年の EPS は 3,861VND/株であると推定された。

株主構成。2017 年 12 月 8 日には、AAA は 2017 年第 3 次ワラントを実施するために 2,400 万株を発行した。An Phát holdings 社は 1,200 万株を転換し、AAA 株の 170 万株を追加購入してから、保有率を 31.87%に引き上げた。また、2017 年 11 月 14 日には、Nguyễn Lê Trung 社長も AAA 株の 200 万株の購入を申し込んだ。

HII における保有率の引き上げ計画。AAA は HII の最大の大口株主であり、480 万株(資本金の 35.29%と相当)を保有している。AAA は依然として HII の社長を任命する権利があり、すなわち HII は AAA の子会社である。そのために、保有率の引き上げは、HII への投資の再評価により利益を生み出すことはない。

銘柄	2018 年の 収入 (10 億 ドン)	2018 年の 利益 (10 億 ドン)	2018 年の EPS	P/E FW	P/B	2018 年の ROE	配当予定	終値 2017 年 12 月 29 日	目標価 格
NTP	4,941	516	5,319	13.16	2.99	21.96%	20%TM	70,000	89,000
BMP	4,016	452	5,030	17.02	2.85	18.44%	20% TM	85,600	N/A
AAA	5,500	330	3,861	8.57	1.60	22.49%	20-30%	33,100	N/A

タイヤ業[中立]

- 全国で自動車用タイヤの需要は前年比 9%増加すると予測された。
- 競争性は高レベルで留まっている。
- 2018 年のゴム価格は 5～8%に引き下げると予測された。
- タイヤ生産企業の業績は大きく変化していない。タイヤ生産企業の業績はベトナム化学グループの売却とラジアルタイヤ消費から来ると期待された。

業界のタイヤ需要は今後も引き続き増加すると予測されています。BSC の推定によると、自転車やバイク用タイヤ消費市場は飽和していますが、これらの 2 つの市場の伸び率は依然として良好です。2018 年に自動車用タイヤ消費量は前年比 9%増の 7,908 台に達すると推定された。弊社の予測は以下の要素に基づく。

- (1) タイヤ消費量の 75%は古タイヤ交換から来る。
- (2) 自動車の消費量は小幅減少したが、アジア地域における自動車輸入税は 0%に減少するために 2018 年に回復すると期待された。
- (3) 国内組立自動車消費量は、部品税が 0%に減少するために 2018 年に増加すると予想される。

長期的には、国内タイヤ消費量は自動車の販売量の増加により引き続き増加すると予想された。

2018 年にゴム価格は 5～8%に下げると予測された。そのことのおかげで、タイヤ企業の利益がタイヤ価格の 50%がゴムから来るために回復されるだろう。

競争性は高レベルで留まっている。

- (1) 米国はトラックタイヤとバスタイヤに対すダンピング防止義務を引き上げ、補助金を支払うことが期待されている。その時、中国との競争の激化は減少するだろう。
- (2) 国内タイヤ企業は生産と事業を拡大し続け、競争を押し上げる可能性が高い。DRC は、タイヤ生産能力を年間 60 万台(現在の生産能力の 2 倍)に引き上げ、2018 年第 4 四半期に稼働を開始する予定です。CSM はまた、既存のラジアル工場を基づくラジアル鋼製工場を拡大する予定です。
- (3) 外資タイヤ企業は、輸出を中心に生産を拡大するが、競争を押し上げる。

タイヤ生産企業の業績は急激に変化しない。原因は以下の通りである。

(1)2018 年に DRC や CSM の自動車用タイヤ消費量の成長率は自動車の販売量予想成長に合わせて、10%上昇すると見込まれています。ラジアルタイヤ使用傾向により、今後ラジアルタイヤの消費量は大きく増加すると予測されます。米国の Tireco との消費保証契約のおかげで、CSM の鉄鋼半ラジアルタイヤの消費量の成長は大きく上昇すると見込まれる。2017 年には、

Tireco は CSM のラジアルタイヤの 10 万台を輸入した。CSM のタイヤは水準を満たすれば、Tireco は今後、長期的に CSM のタイヤの 150 万台を輸入する。

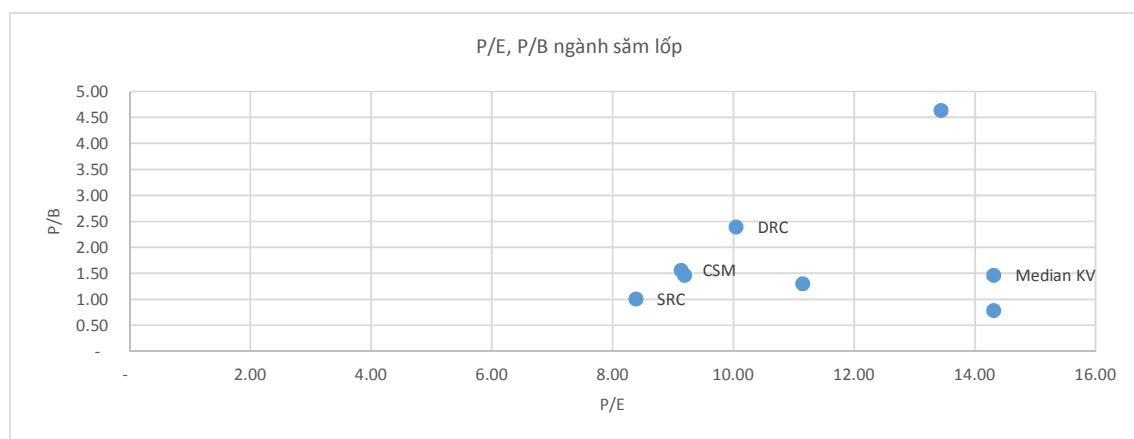
(2) ゴム価格は 2018 年に下げると予測された。

(3) 国内タイヤ企業は海外タイヤ企業だけではなく、国内タイヤ企業と競争圧力をかけているだろう。

ベトナム化学グループ (Vinachem) は DRC における保有株式を売却する予定。この情報は多くの投資家の注意を誘致している。

投資観点

弊社はタイヤ業に対し「中立」の評価を維持しております。タイヤ生産企業の業績が大きな変化がないと予想された。ゴム価格は 2017 年の平均価格に比べて下げた。しかし、このタイヤ企業は国内外起業の製品との高い競争力をかけている。2018 年は明るいスポットがないので、業績が大きな変化がない。また、投資家はベトナム化学グループ (Vinachem) がタイヤ生産企業における保有株式を売却することを期待しています。



ソース: Bloomberg

DRC – 観察 – 目標価格 31.954 VND/株, upside 31.5%

DRC は、優れた販売能力を持つ大手なタイヤ生産企業です。DRC は大型トラックや工業用タイヤを生産するという利点があり、多くの顧客は国内自動車組立者である。消費需要が高まることで、国内組立自動車の消費量が増加すると予想される。DRC のラジアル工場は生産能力の 100% で稼働しているながら、CSM のラジアル工場は生産能力の 25% だけ稼働している。2018 年第 4 四半期には、DRC はタイヤ生産能力が年間 60 万台に増加するためにラジアルタイヤエ

場の第2期を稼動することを開始する予定。これにより、DRCは、世界のラジアルタイヤ傾向に追いつくことができた。しかし、ラジアルタイヤ輸出の価格は国内より50%低くなっていることで、ラジアルタイヤを海外で販売すれば、ラジアルタイヤの事業はDRCの収入に大きく貢献しないだろう。また、ベトナム化学グループ(Vinachem)はDRCにおける保有株式を売却すると期待された。ゴム価格の下落、ラジアルタイヤ工場の稼動及びベトナム化学グループのDRC株売り出しという期待で、2018年に業績が大きく変化しないものの、DRC株は長期投資家に適している。2017年12月29日のDRCの終値は24200VND/株であり、P/E FW, P/Bのそれぞれは13.7x、1.9xである。弊社は、投資家がゴムの価格変動とDRCのラジアルタイヤ消費の状況に観察するべきであると留意しております。

CSM – 観察 – 目標価格 21.733VND/株 – upside 38.43%

DRMと共に、CSMはベトナムの大手なタイヤ生産企業の1つであり、バイク用タイヤと自動車用タイヤのセグメントで有利がある。現在、CSMはその製品への輸出を拡大しています。2018年には、CSMの主な事業方向は米国で鉄鋼半ラジアルタイヤを販売することだ。2017年には、米国のTirecoとの消費保証契約のおかげで、CSMの鉄鋼半ラジアルタイヤの消費量の成長は大きく上昇すると見込まれる。2017年には、TirecoはCSMのラジアルタイヤの10万台を輸入した。CSMのタイヤは水準を満たせば、Tirecoは今後、長期的にCSMのタイヤの150万台を輸入する。CSMはまた、既存のラジアル工場を基づくラジアル鋼製工場を拡大する予定です。2017年12月29日のDRCの終値は15,700VND/株であり、P/E FW, P/Bのそれぞれは14.3x、1.2xである。弊社は、投資家がゴムの価格変動とCSMのラジアルタイヤ消費の状況に観察するべきであると留意しております。

銘柄	2018 年の 収入 (10 億ド ン)	2018 年の 税引 後利 益 (10 億ド ン)	2018 年の EPS (VND/ 株)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	2017年 12月29 日の終 値	目標 価格	Link
DRC	4,021	229	1,766	13.7x	1.9x	14%	24,200	31,954	link
CSM	3,826	166	1,519	10.3x	1.32x	14%	15,700	21,327	link

ソース: BSC

医薬品業[中立]

- 医薬品業の成長潜在が残っている。
- 企業の成長能力は、数量ではなく製品の品質に依存します。
- 外国製薬企業の M&A 傾向と医薬品の流通における小売業者の関与。

医薬品業の成長潜在は以下の要素のおかげで残っている。

(1) 成長率は高水準で維持されている。BMI のレポートによると、ベトナム市場の医薬品の価値は、2017 年に前年同期比 10.2% 増の 52 億ドルとなる見込みです。2017 年～2021 年の期間における CAGR の平均成長率は 10.4% であり、2021 年までに医薬品市場の金額は 77 億ドルに達すると推定された。

(2) ベトナム人口構造は高齢化を始めたので、医薬品の需要が増えると予想しています。世界銀行の見積もりによると、2009 年～2017 年の期間は黄金の人口構造期間であり、2050 年までに高齢者の割合は徐々に増加し人口構造の 21% を占め、医療及び医薬品の需要が引き続き費やすと期待しております。

(3) 1 人当たり薬物費は依然として低い。BMI のレポートによると、ベトナムの 1 人当たり薬物消費は 54.5 米ドル/人である。2017 年～2021 年の期間における CAGR の平均成長率は 9.4% のままで維持すると予想された。2021 年までにベトナムの 1 人当たり薬物消費は 78 米ドル/人であると予測された。それによると、新興市場の 1 人当たり医療費 (117 米ドル/人/年) を比較すると、ベトナムにおける 1 人当たりの医薬品支出は、GDP 成長率と現在の経済状況と相当していないと考えております。

企業の成長能力は、数量ではなく製品の品質に依存している。PIC / S-GMP や EU-GMP などの国際標準生産システムが導入されている DBD と PME の新規上場と共に、上場企業間の競争激化が懸念されているだろう。弊社は、工場の基準をアップグレードするための投資動向は今後経営活動の成長のコア要素であると考えています。

外国製薬企業の M&A 傾向と医薬品の流通における小売業者の関与。(1) 成長潜在の残り、(2) 低い生産費用、(3) 施設の利用可能性などの利点を持っていることで、ベトナムの製薬業界は依然として外国人投資家の潜在的な分野とみなされておりますが、この分野は条件付き経営であるため、投資が多くの障壁に直面しています。しかし、DMC が外国人投資家の保有率を 100% に上げた初め企業になることで、弊社はより多くの企業が将来同じことをすることができると期待しており、これは将来も引き続き傾向になるだろう。

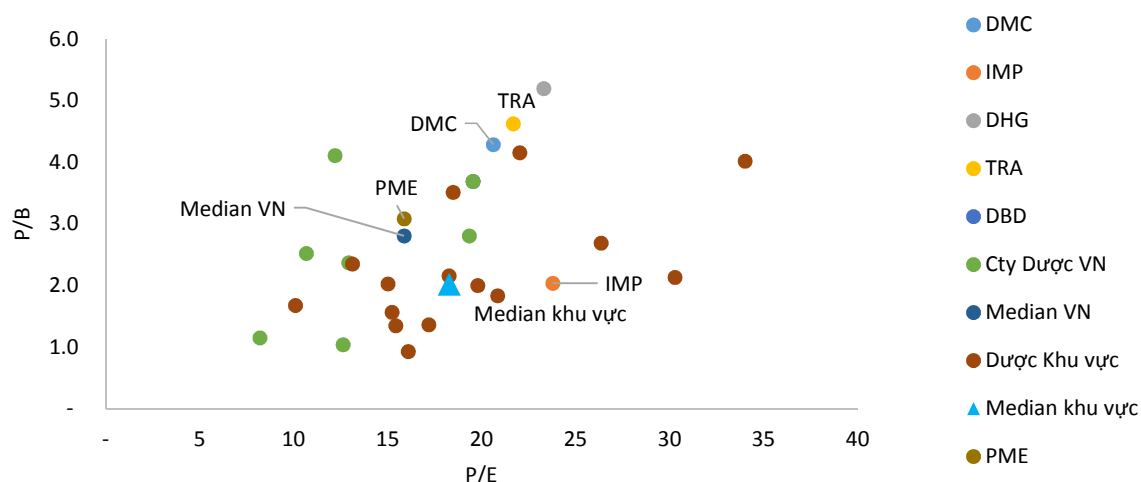
投資観点

弊社は医療品業に対し「中立」の評価を維持しております。2017 年には、医療品業以下の要素のおかげで大幅に値を上げた。

- (1) 外国人投資家に売却や M&A のポジティブな効果、外国人投資家の保有率の引き上げ
- (2) 売上の増加と生産費用の適切な管理により良好な業績は、売上総利益率の改善に寄与し。

しかし、この業界の株価は現在的高水準($P/E = 15.7$ 、 $P/B = 2.8$)で取引されており、地域の平均レベル($P/E = 18.3$ 、 $P/B = 2.1$)に近づいている。製薬株式は非常に守備的で、中長期的な投資に適しています。

アジア地域における医薬品部門のP/B & P/E



DHG – (2017 年 12 月 29 日の終値): 115,000 VND – 観察 – 目標価格 110,000VND/株, upside 16%. P/E FW 19.1x, P/B FW 3.1x

DHG は時価総額の規模、収入及び流通・生産システムについてベトナム市場で医療品上場企業の中でも最大の大手な企業です。DHG の主な製品は Hapacol 鎮痛薬であり、DHG の売上の 23%を占めています。優遇税制優遇措置のおかげで、DHG は売上よりも高い利益成長を維持した。2017 年 7 月の定時株主総会で承認された後 DHG の外国人投資家保有率の引き上げはまだ実施していない。この計画に関する最新の情報は無い。弊社は、DHG が 2018 年に外国人投資家保有率の引き上げを実施すると期待しております。弊社は、大正製薬株式会社 (Taisho) が DHG における保有率を引き上げると考えております。2017 年には、DHG の売上は前年比 10.6%増の 4 兆 1,500 億ドンに達し、税引後利益は同比 12%増の 7,300 億ドンに達すと予測しております。2017 年の EPS は 7,543VND/株であると相当する。P/E forward 2017 は 19.1x である。

**IMP – (2017 年 12 月 29 日の終値): 66,000 VND – 観察 – 目標価格 71,500 VND, upside 8.3%
P/E FW 21.2x, P/B FW 2.1x**

安価な製品セグメントに重点を置くほとんどの国内医療品企業とは異なり、IMP は輸入医薬品と比較して品質の高い医薬品を適正価格で製造することを選択している。IMP の競争上の優位性は、主に EU-GMP 技術ラインである。現在、IMP は EU-GMP 水準を基づく工場の 2 ヶ所を稼動しており、同様の基準がある工場の 2 ヶ所を完成しています。また、内製薬を促進することを目的とした生産コストの優遇と新しい政策に関する恩恵を受けている IMP は第 1 号、第 2 号など入札パッケージに参加するために、ICH 加盟国へのいくつかの抗生物質薬輸出ビザを申請している。弊社は、IMP の業績が EU-GMP 水準を対応できている生産ラインのおかげで、2018 年に引き続き強く成長すると予測しています。2018 年には、IMP の売上は前年比 28.7% 増の 1 兆 4,470 億ドンに達し、税引後利益は同比 42% 増の 1,730 億ドンに達すと推定された。2018 年の EPS は 3,115 VND/株であると相当する。P/E 2017 forward は 21.2x である。

**PME – (2017 年 12 月 29 日の終値): 84,000 VND – 購入 – 目標価格 107,900 VND, upside 26.3%,
P/E FW 16.3x, P/B FW 2.6x**

上場医療品企業の中には、PME は売上規模が DHG の次第 2 位となり、業績が第 1 位となる会社である。2017 年 9 ヶ月における PME の純利益率は 22.5% に達し、上場医療品企業に比べて最大成長率に達した。PME の競争上の優位は、主に (1) GMP-EU 水準を対応している医薬品生産ライン、(2) 品質の高い薬物リストから来ている。PME は GMP-EU 水準を対応できる非ベタラクタム工場を建設し稼動する計画であり、生産能力が 2019 年までに 12 億錠に達す予定。弊社は、IMP の主な事業方向は以下の通りと考えております。

- (1) 2018 年からの注射薬生産工場の生産能力の拡張と新しい非ベタラクタム工場から長期的な成長潜在力。
- (2) PME の成長率目標は 15% で安定的に維持するということだ。
- (3) 通達第 11 号/2016/TT-BYT の改正草案が効力を発しており、入札は社会保険によって行われています。
- (4) PME が取引所の転換及び外国人投資家保有率の引き上げの可能。

2018 年には、PME の売上は前年比 15% 増の 1 兆 8,592 億ドンに達し、税引後利益は同比 15% 増の 3,350 億ドンに達すと推定された。2018 年の EPS は 5,135 VND/株であると相当する。P/E 2017 forward は 16.3x である。

DBD – (2017 年 12 月 29 日の終値): 54,500 VND – 購入 – 目標価格 61,800 VND, upside 13.4%, P/E FW 18.1x, P/B FW 3.2x

DBD は売上規模で DHG と PME の次第 3 位となっている。現在、DBD は GMP-WHO 水準を対応している工場の 1 ヶ所を稼働している。DBD の薬剤ポートフォリオはかなり多様化しており、特にこの分野の国内競争相手がいないため、がん治療の可能性があります。DBD は OTC 事業の割合を引き上げる計画がある。DBD の事業方向は OTC 事業の割合を総収入の 50%に引き上げる計画がある。DBD の主な事業方向は以下のことを含む。

- (1) GMP-PIC / S 水準を満たす非ベータラクタム錠とがん患者用薬品生産工場の建設を展開する。
- (2) がん医薬品市場の潜在力。

弊社は、DBD は 2017 年 12 月にホーチミン証券取引所へ転換する書類準備が完了した、2018 年に上場転換手続きが完了すると留意しております。また、DBD も外国人投資家保有率を引き上げる可能性があることに注意すべきだ。

2018 年には、DBD の売上は前年比 5.6%増の 1 兆 5,840 億ドンに達し、税引後利益は同比 10%増の 1,620 億ドンに達すと推定された。2018 年の EPS は 3,092VND/株であると相当する。P/E 2017 forward は 18.1x である。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	終値	目標価格
DHG	4,150	730	7,543	19.1x	3.1x	17%	115,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	21.2x	2.1x	13%	66,000	71,500
PME	1859.2	335	5,135	16.3x	2.6x	19.8%	84,000	107,900
DBD	1,584	162	3,092	18.1x	3.2x	18%	54,500	61,800

ソース: BSC

精糖業[有望視されにくい]

- 2017 年～2018 年度収穫における世界精糖業の過剰量は 1,070 万tに達すると予測された。
- タイは一連の政策変更のおかげでに伴う好調な収穫に達すると見込まれた。
- 有効になる ATIGA 協定が国内精糖業に圧力をかける。
- 国内精糖生産量は前年比 10%～14%増の 135 万～139 万tに達すると予測された。
- 国内消費需要は 0.6%小幅上昇すると予測されたので、供給と需要の状況が緊張する。
- 今回の収穫精糖価格は低水準で維持するが、大幅に下げる可能性が低いと予測された。
- 2017 年～2018 年度収穫における精糖業に対す「弱気」と評価しております。

世界的な精糖市場

2017 年～2018 年度収穫には、世界的な精糖業の過剰は 1,070 万tに達すると予測された。原因は、生産量が前年比 8%大幅に上昇したが、需要の成長率は 2016 年～2017 年度収穫と相当し、1.5%上昇した。2017 年～2018 年度収穫における精糖生産量は 1 億 8,500 万tに達し、記録生産量を達すると予測された。原因は、ブラジルで生産量の増加、天候の好転によりインドとタイの回復、EU 諸国の生産量が解除され、中国の原料面積が拡大したということだ。

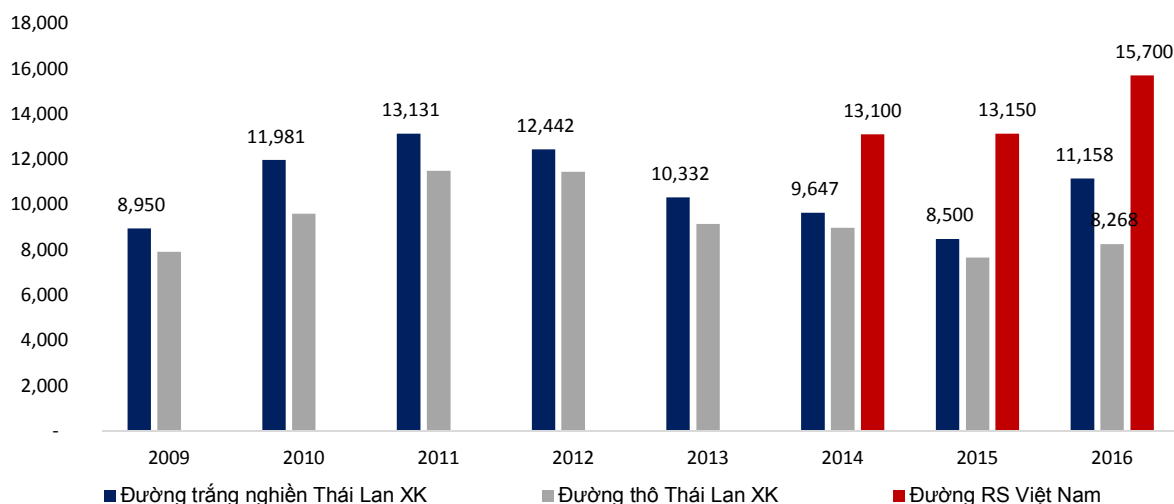
タイの年度収穫は一連の政策変更により、好調な収穫であると見込まれた。USDA の予測によると、タイでの精糖生産量は大きく回復し、サトウキビの成長のおかげで、1,120 万tに達する。そのうち、飲料企業(消費のほぼ 50%を占める)が政府の砂糖飲料に関する新たな関税政策を調整する必要があることから、国内需要はわずかに減少する。政策には、2017 年～2018 年度収穫には多くの変化が見られる、タイ政府は砂糖補助金を段階的に廃止し、国内砂糖価格と貿易砂糖を抑制する計画がある。

ベトナム精糖市場

ATIGA 協定が有効になると、国内精糖市場に圧力をかけています。ATIGA 協定によると、ベトナムが地域の国々からの砂糖輸入割当を廃止する期間は 2018 年である。それによると、同地域における他の国から輸入精糖量はクォータの対象外となり、今から 2020 年までは税率 5%を適用してから 0%に引き下げる。この約束は 2018 年 1 月 1 日から有効になってから、地域における各国、特にタイの精糖量はベトナムに輸入税であっても競争力のある価格により大きく輸入される。

2016 年～2017 年度収穫におけるタイから輸入精糖量は約 25 万t、ベトナム国内消費量の 1 分の 5を占めている。

タイのFOB輸出精糖価格及びベトナムのRS精糖平均価格

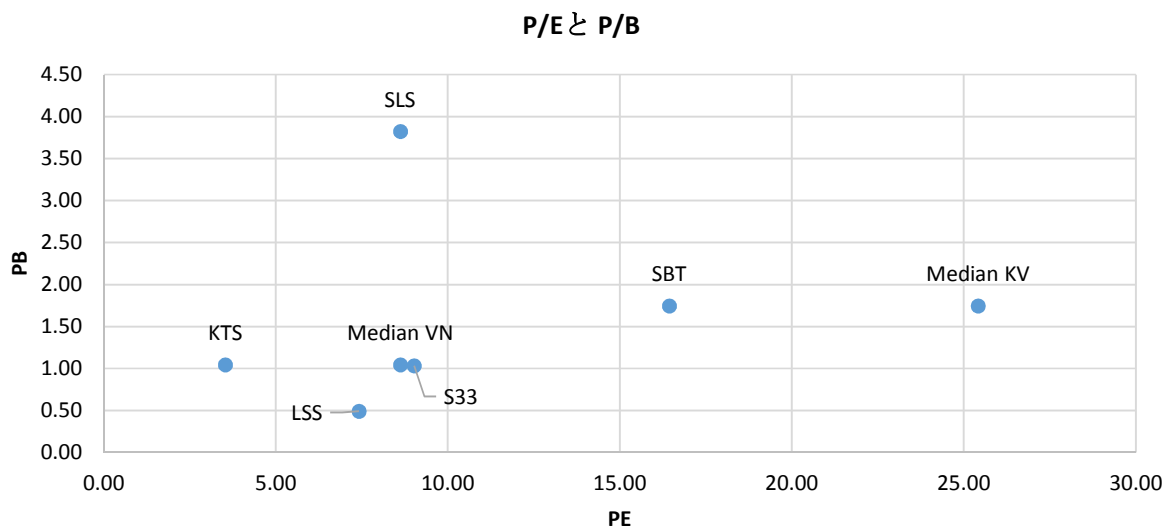


(ソース: USDA, 価格管理局, 塩業や農林水産加工局と塩生産, タイの工業省, BSC Research)

精糖生産量は前年比 10～14%増の 135 万 139 万tに達すると予測された。収穫初に精糖協会の推定によると、2017 年～2018 年度収穫における精糖面積は 25 万 5,354 ヘクタールであり、平均収穫量は 63.33t/ヘクタールであり、在庫精糖量は 9.8ccs であることから、精糖生産量は 142 万～147 万tに達す。南中部と Tay Nguyen で連続で発生した洪水は 2017 年～2018 年度収穫にサトウキビの収穫と生産の状況に大きく影響した。雨水がサトウキビの品質を低下させた。そのために、サトウキビ素材の価格が下げ、830VND～1,150VND/キロで移動すると予測された。

国内需要は 0.6%増加し、需給状況は綱引きしている。農業見通しについて OECD-FAO の予測によると、ベトナムの精糖消費需要の成長率は遅くなり、0.6%僅かに上昇する。2016 年～2017 年度収穫における消費成長率は 2.8%上昇した。OECD の予測によると、国内消費量は 173 万 tに達し、生産量より 17 万t低くなる。

次の収穫における精糖価格は低価格で維持し続けるが、大幅に下落する可能性がないと予測された。収穫初から今まで精糖価格は連続で下げて、RS 精糖の 13,000～14,000VND/キロ、RE 精糖の 15,000～16,000VND/キロに移動している。世界市場には、精糖価格は 14cent/lb の以下に移動してから 12 月半から回復した。そのために、弊社の予測によると、次の数ヶ月には、精糖価格は引き続き下げる可能性があり、その後低い価格で維持するだろう。



ソース: Bloomberg

投資観点 - 有望視されにくい

2017 年～2018 年度収穫には、精糖業は以下の要素により困難を直面すると評価しております。

- (1) 生産量が大きく増加することから世界精糖価格が引き続き減少する。
- (2) 2018 年 1 月 1 日から、ASEAN 諸国からの輸入割当は廃止される。
- (3) 予期せぬ雨水や洪水の変化は引き続き生産に影響を与えます。

また、BHS は SBT に合併したことで、合併後のシェアは 35% になっている。これは製品の競争力を高めさせる。弊社は、2017 年～2018 年度収穫における精糖業に対す弱気だと評価しております。

SBT- 観察

2017 年～2018 年度収穫は合併後の最初の収穫である。2018 年第 1 四半期末の時点で、SBT の売上高は 1 兆 5,620 億ドン、年間計画の 15.8% を達成した、税引後利益は 872 億ドンに達した、利益率は前年同期比 8.4% から 5.6% 減少した。

SBT の利点：

- (1) 合併後に大手な企業になり、シェアは精糖業の 35% を占めている。
- (2) 大手な規模があり、生産能力は 48,600TMN、精糖業のシェアの 3 分の 1 に相当している。
- (3) 材料供給源は 52,300 ヘクタールの面積で保証されており、平均生産能力は 65t/ヘクタールである。
- (4) B2B と B2C 顧客ネットワークが完成した。

今回の収穫における SBT の経営生産活動は多くの困難を直面すると予測された。原因は以下の通り。

- (1) 合併後、安定、生産や消費の再構築。
- (2) 世界精糖は低水準で留まる。
- (3) 競争圧力が輸入精糖から来る。
- (4) 高債務比率及び転換社債発行から負債は財務コストを圧迫する。

今回の収穫には、生産量は 52 万 3,686t であり、年間計画の 102% に達成する、売上高は 8 兆 6,590 億ドン、年間計画の 87% を達成すると推定した。

また、2018 年には、SBT はタインティンコン工業団地株式会社における保有している 2,450 万株を売却する予定。売却期限は 2018 年 6 月 30 日まででございます。SBT は最低価格の 25,000VND/株ですべての株数を売却できたら、売却額は 6,125 億ドンである。その時、資産運用による収益は 3,670 億ドンである。

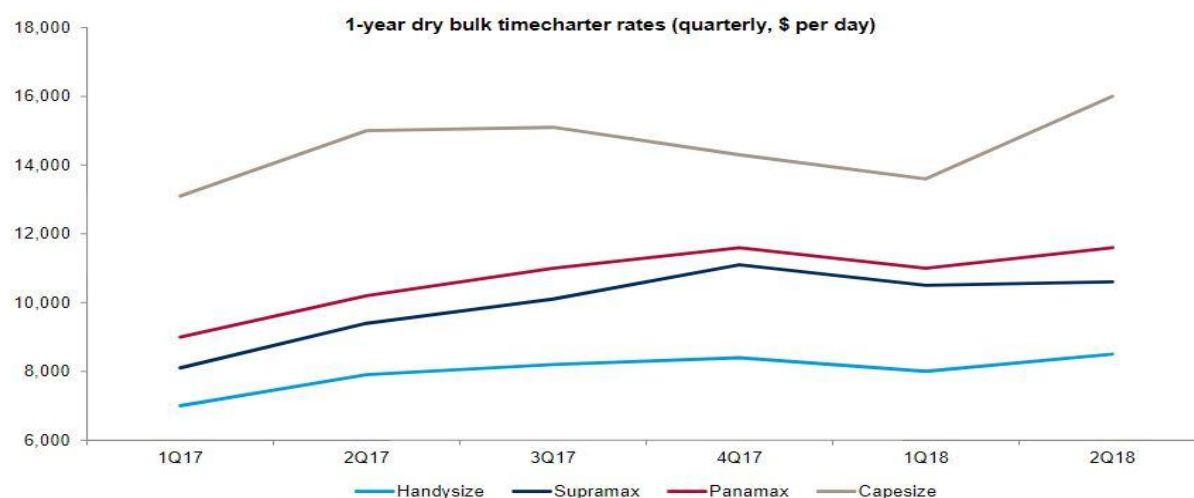
銘柄	2018 年の 売上 高(10 億ドン)	2018 年の 税引 後利 益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/ 株)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	2017 年 12 月 29 日の 終値	目標価 格
SBT	8,659	576	1,084	19.2	1.8	11%	20,800	17,350
LSS	2,540	131	1,864	6.1	0.4	7%	11,400	13,450

ソース: BSC research

海運業 [有望視されにくい]

- BDI インデックスは中国の需要のおかげで 2018 年上半期に回復することができる。
- 完成品液状貨物企業は輸入ガソリン需要の減少により、2018 年以來困難に直面するだろう。
- ビンソン石油精製工場の稼働・メンテナンスが完了し、Nghi Son 石油精製工場は 2018 年から正式に稼働する。
- 投資観点：弱気。業界の雄一のハイライトは PVT である。

BDI は 2018 年上半期に回復することができます。Drewry の予測によると、2018 年第 2 四半期からアジアにおける鉄鉱石需要の増加により乾貨物船の賃料価格が回復する。中長期的には、Drewry は、生産時間の制約が緩和されるため、2018 年第 2 四半期には冬の終わりに中国の鉄鋼生産が加速すると予想している。インフラ及び建設活動は鉄鋼消費量を増加させる。また、中国政府は非効率で汚染されている工場を閉鎖している。これにより、効率的な生産工場は高級鋼を生産し、高級鉄鉱石の需要を押し上げる。



VIP、VTO、PJT 等の液状貨物企業は 2018 年から困難を直面するだろう。2018 年は Nghi Son 石油精製工場は 2018 年から正式な稼働を開始することから、完品石油輸入需要が減少する。これらの企業の船隊は季節的に船を賃料する可能性があるが、稼働効率は ペトロリメックスより賃料されたことより非常に低かった。しかし、PJT のコンテナ船隊は小さな積載量があることから、順調にベトナムの液体港に入ることができ、また圧倒的なシェアを占めている。

ビンソン石油精製工場の稼働・メンテナンスが完了し、Nghi Son 石油精製工場は 2018 年から正式に稼働する。ビンソン石油精製工場の稼働・メンテナンスが 2017 年 7 月に完了し、また生産能力が設計上生産能力より 109%増加した。また、Nghi Son 石油精製工場は 2018 年から正式

に稼働し、年間生産能力は原油の 650 万tである。これはベトナムの独占的原油運送企業である PVT 及び VTO、VIP、PJT など石油製品運送企業に積極的に影響している。

投資観点

BDI インデックスは 2017 年 9 月に大幅に回復したものの、2014 年の直近ピークより非常に低かった。そのために、VOS、NOS、VNA 等貨物運送企業は 2017 年第 4 四半期及び 2018 年に急増する可能性は低い。最悪の場合、大手な貨物運送企業が上場を取消される可能性がある。Nghi Son 石油精製工場は 2018 年から正式に稼働すると、ベトナムは国内石油製品 80%を自身で供給することができることで、石油輸入需要が減少する。これは VTO、VIP、PJT 等ペトロリメックスのメンバー社である液体運送企業にマイナスに影響するだろう。雄一なハイライトは PVT である。PVT の利点は原油運送の独占、LPG 運送シェアの 90%を占め、PVN や EVN の発電工場と石炭運送契約を締結したことである。上記の理由で、弊社は海運業に対し「弱気」と評価しております。

PVT- 保持- 目標価格 19.080VND/株。

2017 年 9 ヶ月の業績は前年同期比 17%急減した。原因は Dung Quat 製油工場が第 3 定期メンテナンスの期間に入り、51 日間に延長した。弊社の予測によると、PVT の 2018 年売上は前年比 20%増の 7 兆 6,450 億ドンに達し、税引後利益は同比 46%増の 5,560 億ドンに達す。これは 2018 年の EPS が 1780VND/株と相当する。この予測は以下の仮定を基づく。

- (1) ビンソン製油工場へ運送する原油量は 720 万tである。運送価格は 2017 年に比べて安定して、メンテナンスの後のブンソン製油工場の生産能力は最大に稼働すると期待がある。また、PVT によると、PVT もギソン製油工場の原油運送需要の 50%を対応することができます。しかし、弊社は PVT もギソン製油工場の原油運送需要の 20%だけ対応できると仮定しております。
- (2) 石油製品の運送: 定期メンテナンスから影響されないことから、PVT はビンソン製油工場の石油製品量の 160 万t(BSR の総生産量の 25%と相当)を運送する。PVT はギソン製油交渉の総生産量の 25%を運送する。慎重な観点で、弊社は 2017 年の運送価格をそのまま維持しております。
- (3) 石炭の運送。第 2 タイビン火力発電所の稼働開始期間が明らかに公表しないので、弊社は 2018 年にこの工場へ運送する石油製品量を反映しない。2018 年に運送される石炭総量は 190 万tに達すると予測された。
- (4) FSO/FPSO の uptime の割合は 2018 年に 100%で維持される。賃貸価格は対ドル為替の変動により引き上げる(2017 年比 2%増加すると仮定)。

銘柄	売上 2018(10 億ドン)	税引後 利益 2018(10 億ドン)	EPS F 2018	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE F 2018	2017 年 12 月 29 日の 終値	目標価格
PVT	7,645	556	1,780	11.09	1.00	15%	18,650	19,080
GSP	1,305	49.5	1,650	5.60	0.99	13%	14,000	15,200

ソース: BSC の予測

水産業[有望視されにくい]

- 世界的な水産業の成長率は 2018 年に 3～4%上昇すると予測された。
- 中国、韓国、日本などのアジア市場は引き続き増加している。
- 米国は POR13(反ダンピング税)を POR 12 より 3 倍引き上げた。

ラボバンクによると、世界的な水産業成長率は 2018 年に 3～4%を上昇すると予測された。中国の水産物の生産量は、健康や気候問題からの挑戦により減少すると予想された。東南アジア、アフリカ、特にインドでの成長は、中国の生産量の減少分をカバーすると予想される。

アジア市場は引き続き強く成長しています。アジアは水産業の主な輸入市場である。日本は水産物の需要を維持しながら、韓国の水産輸入需要が高まっている。EUと米国、日本及び韓国でのエビ消費量の年間成長率はそれぞれ、3～3.5%、55、7%に増加したが、中国でのエビ消費量の成長率は 14%となっているが、現地での生産能力は 4%だけとなる。中国は漁業資源を保護するために漁業を野生から減らすことを提唱している。中国の水産養殖は労働、土地及び病気等の問題を経験している。そのために、輸出水産物加工工場用原材料と国内需要を満たすために、中国政府は輸入奨励政策を導入している。これはベトナムの水産物を中国に輸出するのにも有利な条件です。

米国は POR13(反ダンピング税)を POR 12 より 3 倍引き上げた。それによると、米商務省(DOC) はベトナム産チャ魚に適用される税額は 1 キロ当たり 0～2.39 ドルとなっている。ベトナム産チャ魚(ナマズの種類)への反ダンピング税(対象期間:2015 年 8 月 1 日～2016 年 7 月 31 日、通称 POR13) の査察は米国に輸出するすべてのベトナム産チャ魚企業に影響を及ぼす。ビンホアン水産株式会社(VHC)及び Bien Dong 社だけ POR12 を適用される。

投資観点

弊社は水産業に対し「弱気」の評価を維持しております。弊社は米国市場が水産業の成長に重要な役割を果たしていると考えています。国内の水産業が適切な市場を見つける時間がかかるでしょう。インド、中国、韓国、台湾などのアジア諸国へのシフトは輸出量の増加に寄与したが、輸出額は米国、日本、EU などの堅調な市場ほど高くない。また、これらは政府の政策や販売価格について非常に安全ではない市場である。

弊社は VHC の動きを観察すると推奨しております。

VHC – 観察

2017 年 10 ヶ月における輸出額は前年同期比 7.6%増の 2 億 4,500 万ドルに達し、そのうち、チャ魚の輸出額は同比 1.7%増の 2 億 1,100 万ドルに達し、コラーゲンやゼラチン、副産物及び他の製品からの輸出額は同比 732%増加した。弊社のいくつかの評価は以下の通り。

- (1) 生産能力は 2018 年末までに 57%に引き上げされる。そのことのおかげで、VHC は資料イニシアチブを取り、入力原材料価格のリスクを避けることができます。
- (2) チャ魚の販売価格は供給不足のために増加傾向がある。
- (3) 製品と付加価値製品の多様化

業界	銘柄	売上 2018(10 億ドン)	税引後 利益 2018 年 (10 億ド ン)	EPS 2018	P/E 2018F	P/B 2018F	ROE 2018F	2017 年 12 月 23 日に 終値	目 標 価 格
水産	HVG	16,830	92	414	15.3	0.57	8%	6,340	N/A
	VHC	9,071	637	6,633	7.68	1.68	20%	51,000	N/A

ソース: BSC の予測

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。

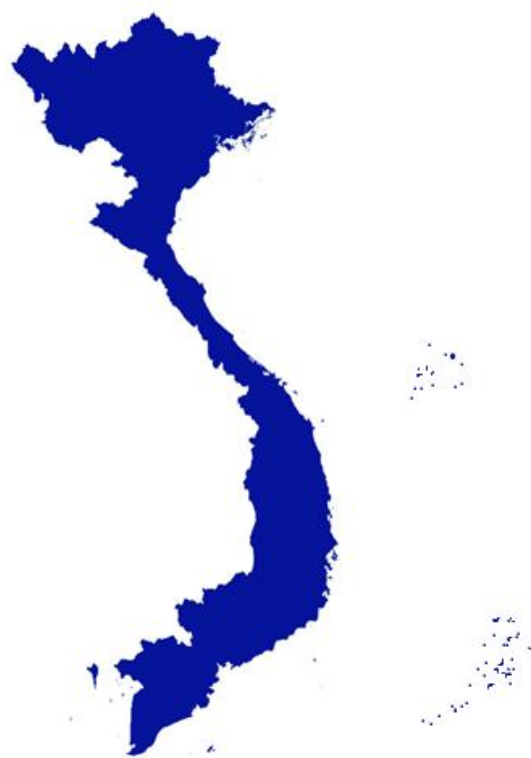
ハノイ本社

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:
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>





Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

 www.bsc.com.vn

 *Trụ sở chính*
Trụ sở chính: Tầng 10,11 Toà tháp BIDV,
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

 HN:(024) 3935 2722 | HCM:(028) 3821 8886

Chi nhánh
Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ,
Q.1, Tp Hồ Chí Minh