BSC

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

2018年第3四半期
セクター投資見通しレポート

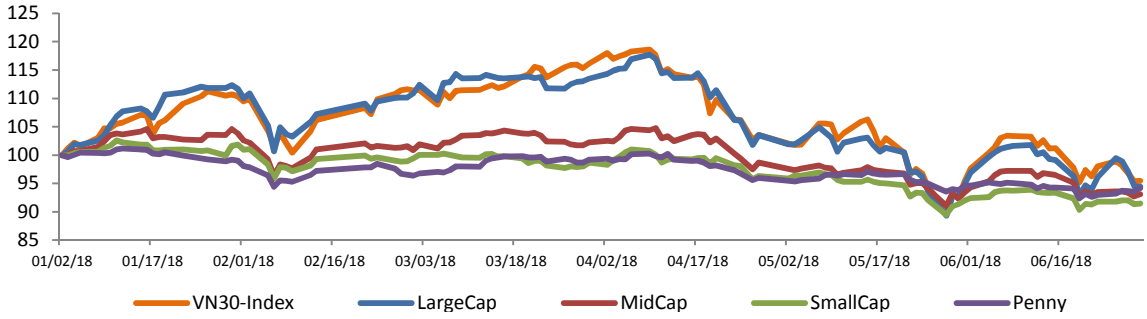
MỤC LỤC

2018 年上半期における証券市場の動き 1
2018 年第 2 四半期に注目銘柄トップ 4
2018 年上半期に各セクターと VN インデックスの成長率 5
注目銘柄のパフォーマンス 7
2018 年の各セクターに影響している政策及び情報 9
2018 年第3四半期にセクターの投資戦略 10
地域における証券市場の比較 11
2018 年下半期の投資見通し 12
2018 年第 3 四半期及び 2018 年の各セクターの投資展望 14
2018 年の注目銘柄 19
銀行業 [有望] 22
石油・ガス業 [有望] 35
電力業 [有望] 40
IT 業[有望] 44
不動産業[有望] 46
損害保険業[有望] 51
建設業 [中立] 56
医療品業[中立] 59
鉄鋼業 [中立] 63
タイル業[中立] 68
プラスチック業 [中立] 73
繊維業[中立] 78
港湾業 [中立] 82
海運業 [中立] 85
天然ゴム業[中立] 88
タイヤ業 [中立] 91
肥料業[中立] 95
水産業 [中立] 102
セメント業[弱気] 107
精糖業[弱気] 110

2018 年上半期における証券市場の動き

- **市場の指数について。**2018 年第 2 四半期には、金融業や消費業の大型株の売り力が強まったことにより、市場の指数が大幅に下落した。2018 年 6 月末までに、VN インデックスが 23.46 ポイント（年初より−2.38%減）安の 960.78 で引けた。他方、HNX インデックスが 10.69 ポイント（同−9.15%減）安値で引けた。
- **市場の動きについて。市場は** 2018 年第 1 四半期に活発に取引した後、VN インデックスが殆どの銘柄の急落により 2018 年年初より急落した。市場の指数は主力株に左右された。最も上昇した銘柄は VIC（+50 ポイント）；HPG（+4.8 ポイント）；VCB（+4.7 ポイント）；VPB（+4.5 ポイント）；BVH（+4.5 ポイント）となった。主に下落した銘柄は ROS（−22 ポイント）；VNM（−20 ポイント）；PLX（−6 ポイント）；VRE（−5.1 ポイント）；TCB（−4.1 ポイント）となった。
- **株式グループ。**2018 年 6 月の終わりまでに、すべての株式グループが下落した。小型株の成長率が−8.6%減と最も下落した。次は中型株の成長率が−6.9%減となり、ペニー株の成長率 が−5.8%減となり、大型株の成長率が−5.5%減となり、VN30 の成長率が−4.6%減となった。2018 年上半期では、18 セクターのうち、5 セクターのみが上昇した。最も上昇したのは（1）不動産業が VIC の寄与で 30.1%増となったこと；（2）観光・娯楽業が HOT の寄与で 13.6%増となったこと；（3）保険業が BVH で 12.9%増となったこと。主に下落したのは建設・材料業が ROS 及び CTD の急減のために 40.5%減となったこと；石油・ガス業が GAS 及び PVS のせいで 21%減となったこと；IT 業が FPT のために 14.2%減となったこと。
- **2018 年第 2 四半期に VN インデックス及び証券市場に影響した情報について。**証券市場は国内外のマクロ経済の要素に多く影響された。マクロ要素では、（**1）米中貿易戦争**；（**2）シリア及び北朝鮮の地政**；（3）**10 年間物米国債の金利が 3%に急増し、FED の利上げが米ドルの為替レートを引き上げ、**新興市場と地域市場での諸国の通貨が切り下げる。2018 年上半期の市場に影響した内部要素では、（1）VN インデックスの P/E 及び P/B が世界より高くて、主力株の価格が割高になっている；（2）新規上昇主力株の価格が割高になったため、市場が歪まれた。投資家が世界の情勢を良く観察するように、BSC は貿易戦争；原油価格と証券市場に対する地政学的な影響；石油・ガス業及びイランの核取引について 3 つのレポートを提示する。

- **株式グループの動き**



(ソース: Bloomberg, BSC Research)

年中のイベント

月	日	国際的イベント
1 月	9	FED の会議
	18	ETF VFM VN30 レビュー
	24	ECB の理事会
	30	米国の金利調整
2 月	20	FED の会議
	25-28	Ishares MSCI レビュー
3 月	7	ECB の理事会
	20	米国の金利調整
	11-15	ETF VNM 及び FTSE レビュー
4 月	10	ECB の理事会
5 月	1	米国の金利調整
	27-31	Ishares MSCI レビュー
6 月	6	ECB の理事会
	17-21	ETF VNM 及び FTSE レビュー
	月中	第 7 回の定例議会
	19	米国の金利調整
7 月	6	米国が中国製品に輸入税を課す
	23	VN30 レビュー
	16-20	ETF VFM VN30 レビュー
	30-31	日銀総裁
	31-01/8	FED の会議
8 月	27-31	ETF Ishare MSCI レビュー
	21-10	ETF FTSE Vietnam レビュー
	13	ECB の理事会
9 月	17-21	ETF VNM レビュー
	18-19	日銀総裁
	25 - 26	FED の会議
	7 - 28	ブラジル選挙会議
10 月	19	VN30 割合レビュー
	25	ECB の理事会
	30 - 31	日銀総裁
11 月	6	米国における中期選挙

	8	FED の会議
	26-30	ETF ishare MSCI レビュー
	月中	第 6 回の定例議会
	3	OPEC の会議
	21	ETF FTSE レビュー
	13	ECB の理事会
12 月	17-21	ETF VNM レビュー
	18 – 19	FED の会議
	19-20	日銀総裁

(ソース: BSC Research)

2018 年第 2 四半期に注目銘柄トップ

VNX 指数プラス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 30 日の終値	第 2 四半期での変動率 (%)	Index pt
VIC	107,500	10.99	11.55
VHM	112,400	1.72	1.75
LGC	25,050	36.14	0.45
HNG	10,200	15.25	0.3
TCH	21,750	5.07	0.27

HNX 指数プラス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 30 日の終値	第 2 四半期での変動率 (%)	Index pt
TTB	23,100	78.94	0.33
VPI	42,500	7.59	0.23
CAG	107,300	153.07	0.19
DNP	24,000	29.73	0.13
SGN	75,000	177.78	0.10

VNX 指数マイナス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 30 日の終値	第 2 四半期での変動率 (%)	Index pt
GAS	88,500	−31.12	−12.41
BID	26,000	−40.09	9.72
VNM	170,000	−15.53	−7.99
VCB	58,000	−17.73	−7.81
MSN	79,000	−30.4	−6.56

HNX 指数マイナス寄与上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 30 日の終値	第 2 四半期での変動率 (%)	Index pt
ACB	35,600	−23.77	−9.29
SHB	8,200	−36.43	−5.22
VCS	78,300	−40.11	−1.14
PVS	17,300	−18.01	−0.92
SHS	13,500	−41.81	−0.90

HSX の上昇率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 30 日の終値	第 2 四半期での変動率 (%)	変動率 (%)
HCD	8,190	15,200	86%
SJF	15,150	24,800	64%
HRC	22,850	35,950	57%
TIX	28,677	45,000	57%
DTT	11,500	17,700	54%

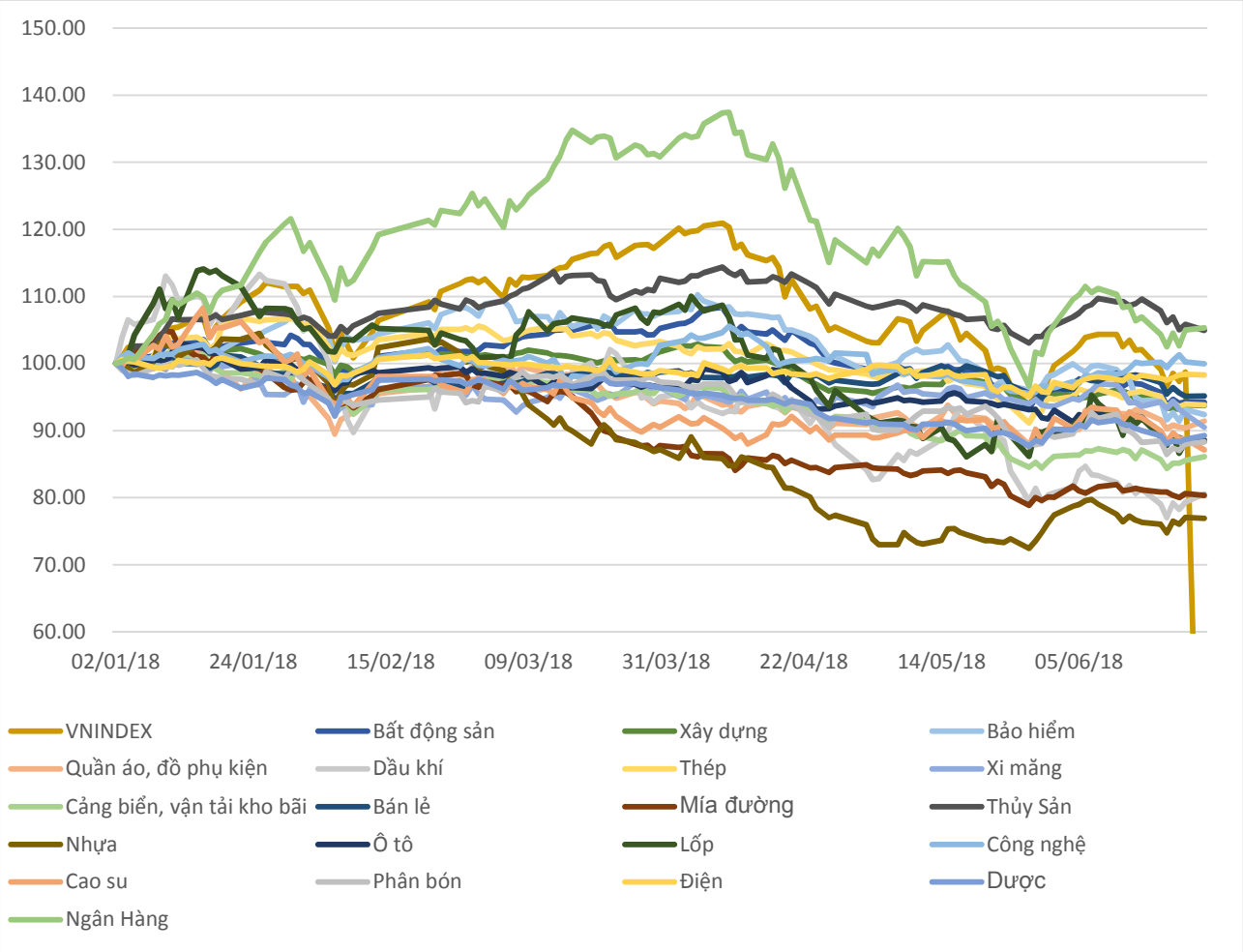
HNX の上昇率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年 6 月 30 日の終値	第 2 四半期での変動率 (%)	変動率(%)
SGH	27,000	75,000	178%
CAG	42,399	107,300	153%
PCG	8,200	16,300	99%
TTB	12,909	23,100	79%
SDG	18,710	31,000	66%

HSX の下落率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年4月 1 日の終値	2018 年 6 月 30 日の終値	変動率 (%)
ROS	112,507	43,000	−62%
HVG	5,150	2,600	−50%
TIE	11,899	6,240	−48%
VID	11,700	6,360	−46%
PXT	3,275	1,900	−42%

HNX の下落率上位 5 銘柄			
銘柄	2018 年4 月 1 日の終値	2018 年 6 月 30 日の終値	変動率(%)
PIV	4,100	1,700	−59%
DS3	18,501	7,900	−57%
ALV	8,901	4,000	−55%
KSK	1,100	500	−55%
SPI	2,600	1,200	−54%

2018 年上半期に各セクターと VN インデックスの成長率

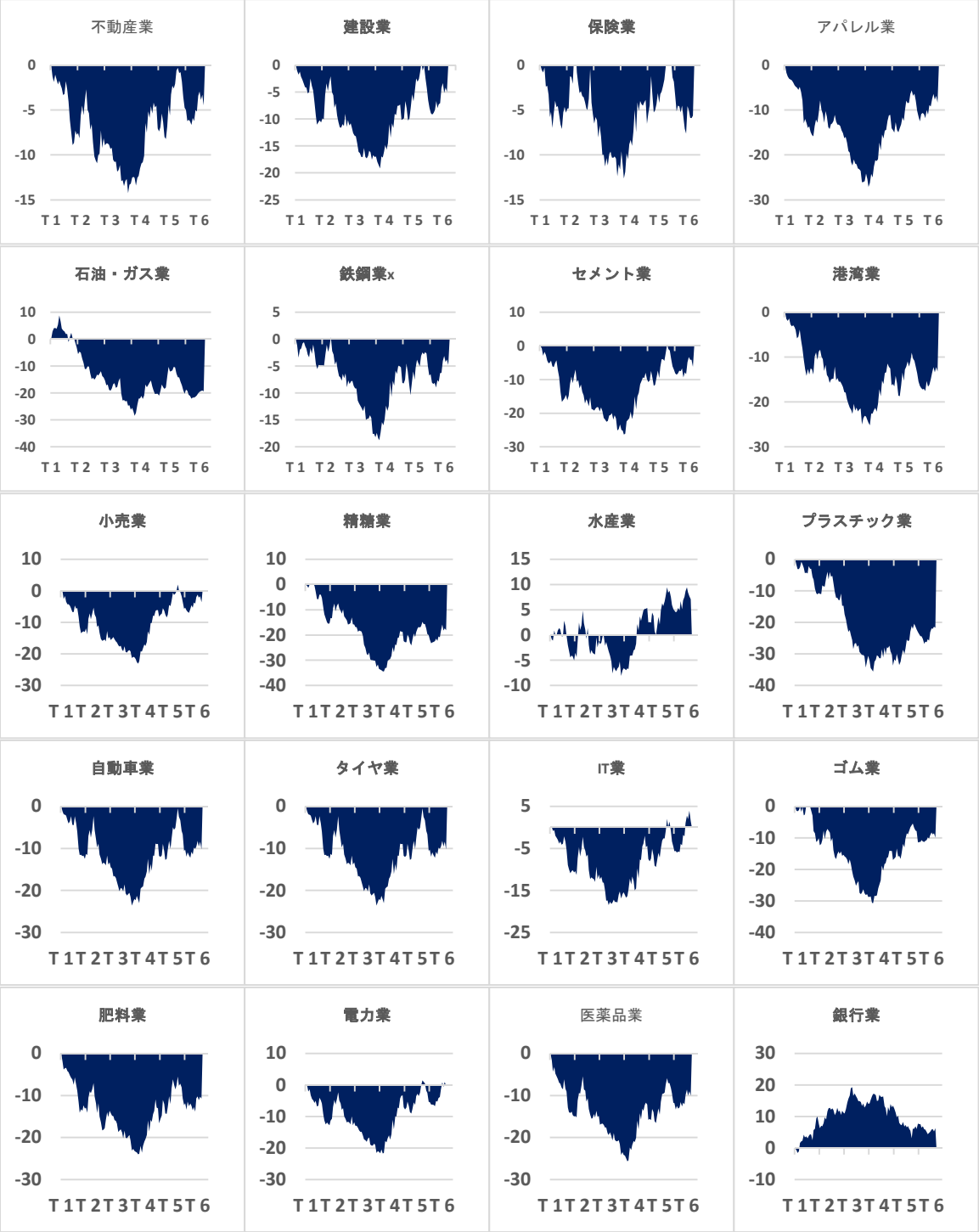
VN インデックス及び各セクターの動き



ソース: Bloomberg, BSC research

2018 年第 1 四半期に急増した後、各セクターが軒並み下落した。2017 年と同様して、2018 年上半期に、殆どの業界の成長率は VN インデックスより下落し、時価総額が僅かに減少した。中に、銀行業及び水産業、IT 業の成長率は VN インデックスより上昇した。一方、砂糖業、プラスチック業、自動車業、タイヤ業、肥料業、海港業の成長率は VN インデックスより大幅に下落した。

2018 年上半期におけるセクターと VN インデックスの成長率



注目銘柄のパフォーマンス

	銘柄	2018 年 1 月 2 日の終値	2018 年 3 月 30 日の終値	2018 年 6 月 29 日の終値	増/減 (HPR)	2018 年上半期の平均売買高
銀行	ACB	32,000	46,700	35,600	11.25%	4,708,701
	BID	22,900	43,400	26,000	13.54%	2,718,838
	CTG	21,900	34,600	24,250	10.73%	7,096,634
	HDB	34,300	44,280	36,150	5.39%	4,453,001
	LPB	10,364	15,001	11,212	8.18%	3,137,021
	MBB	23,900	34,700	26,200	9.62%	6,652,748
	STB	10,300	15,500	11,550	12.14%	12,487,217
	VCB	55,600	70,500	58,000	4.32%	2,939,460
	VPB	26,400	39,861	28,700	8.71%	4,945,163
保険	BMI	22,000	31,200	21,450	-2.50%	59,517
	MIG	12,861	13,377	13,278	3.24%	58,156
	PVI	28,000	37,063	29,000	3.57%	679,493
石油・ガス	BSR	16,651	26,282	17,594	5.66%	1,732,896
	GAS	79,500	128,483	88,500	11.32%	811,746
	PVD	12,750	19,100	13,650	7.06%	2,061,976
	OIL	15,481	20,536	17,406	12.43%	1,119,274
	PVS	15,900	21,100	17,300	8.81%	6,172,467
電力	NT2	30,300	28,857	29,100	-3.96%	472,777
	PPC	17,350	17,869	17,600	1.44%	217,960
	POW	12,225	16,482	13,074	6.94%	2,405,665
	REE	30,000	37,700	31,900	6.33%	1,083,094
不動産	DIG (*)		25,700	17,700	-31.13%	2,894,654
	DXG	24,900	32,210	27,150	-15.71%	3,998,979
	HDG (*)		49,000	34,500	-29.59%	173,585
	NLG	28,200	32,981	28,000	-15.10%	466,123
建設	CTD	138,500	157,900	152,400	10.04%	283,422
	CTI	28,800	34,450	29,100	1.04%	459,902
	HBC	21,850	29,298	23,850	9.15%	1,580,404
	FCN (*)		21,250	16,950	-20.24%	650,612
鉄鋼	HPG	37,100	43,144	38,400	3.50%	5,741,976
	HSG	10,650	20,031	12,100	13.62%	3,448,447
	NKG	14,400	22,643	15,600	8.33%	590,077
セラミック	CVT	24,500	38,054	27,900	13.88%	427,844
	VGC	20,500	24,700	20,600	0.49%	1,754,844
セメント	BCC	6,400	7,900	6,400	0.00%	96,076
	HT1	10,850	14,750	11,500	5.99%	285,461
プラスティック	AAA	18,150	19,103	18,900	4.13%	1,294,744
	BMP	58,000	65,532	58,600	1.03%	413,266
	NTP	42,000	60,146	46,000	9.52%	33,798
肥料	BFC	25,700	33,334	27,000	5.06%	117,166

	DPM	16,600	20,808	17,200	3.61%	991,238
	LAS	11,500	13,033	11,600	0.87%	90,854
	SFG	11,950	12,286	11,950	0.00%	43,883
ゴム	**CSM**	13,650	13,904	13,900	1.83%	327,526
	DRI	7,595	9,675	7,901	4.03%	134,477
	DRC	22,300	28,971	23,600	5.83%	523,659
	TRC	24,900	27,900	25,900	4.02%	38,285
タイヤ	**CSM**	13,650	13,904	13,900	1.83%	327,526
	DRC	22,300	28,971	23,600	5.83%	523,659
IT	**CMG**	18,900	31,600	21,300	12.70%	190,841
	FPT	40,000	51,449	41,500	3.75%	2,202,167
繊維・アパレル	**TCM**	18,000	23,096	19,800	10.00%	475,716
	TNG	10,100	11,918	10,400	2.97%	432,591
	VGG	51,200	53,203	51,128	-0.14%	10,944
医薬品	**DBD**	41,550	48,347	42,000	1.08%	38,384
	DHG	99,900	110,512	102,000	2.10%	285,022
	IMP	52,300	54,785	52,500	0.38%	29,366
	PME	70,600	71,733	73,800	4.53%	30,169
砂糖	**LSS**	7,400	8,860	7,680	3.78%	122,288
	SBT	14,700	17,600	15,500	5.44%	5,632,761
海港	**GMD**	24,000	30,750	25,050	4.38%	1,158,785
	VSC	32,900	39,212	34,850	5.93%	238,684
海運	**GSP**	12,400	12,361	12,600	1.61%	10,798
	PVT	14,500	20,600	15,250	5.17%	682,528
水産	**HVG**	2,420	5,150	2,600	7.44%	563,322
	VHC	56,500	70,000	58,700	3.89%	351,220
	FMC (*)		29,005	20,200	-30.36%	303,658

(*)2018 年第２四半期のセクター見通しレポートのポートフォリオに追加されたばかりの銘柄

2018 年のセクター見通しレポートに有望がある視された 65 銘柄のうち、56 銘柄の成長率が 2018 年上半期に上昇した。その平均成長率が 4.32%だった。そのうち、VN インデックスが年初より 23.46 ポイント（−2.38%）安、HNX インデックスが年初より 10.69 ポイント（−9.15%）安値で引けた。

しかし、2018 年上半期にポートフォリオの成長率は 2018 年第1四半期の 28.1%より顕著に低かった。第 2 四半期の急減の後、殆どの株式が上昇力を維持できなかった。特に、最も下落したのは DIG、HDG、FCN、FMC だった。

2018 年の各セクターに影響している政策及び情報

国内外のマクロ経済動向、改正政策、自由貿易協定（FTAs）のルートは証券市場、特に企業に顕著に影響する。2018 年の重要な政策及びイベントは以下の通り:

順番	マクロ政策及び情報	施行期日	影響	影響力	2018 年 6 月 30 日の状態
国際情報					
1	FED の利上げ、米ドル高		ネガティブ	超強い	影響して
2	Brexit（英ポンド安）		ネガティブ	強い	影響して
3	ECB の金融政策の強化(ユーロ高)		ネガティブ	適当	まだ影響し
4	日本のアベノミクス政策(円安)		ポジティブ	強い	影響した
5	アジア経済の上昇		ポジティブ	強い	影響して
6	中国経済の成長の減速(人民元安)		ポジティブ	超強い	影響した
7	原料価格の上昇(原油価格)		絡み合い	超強い	影響して
8	米国の経済保護政策		ネガティブ	超強い	影響して
国内情報					
1	不良債権処理について議定第 42 号	15/8/2017	ポジティブ	強い	影響して
2	通達第 19 号/2017/ TT-NHNN	12/2/2018	ポジティブ	強い	影響して
3	決定第 3610 a 号/2017/QD－BCT	20/9/2017	ポジティブ	超強い	影響して
4	通達第 21 号/2017/ TT-NHNN	02/04/2018	ポジティブ	適当	まだ影響し
5	特別経済行政区の法律	2018	絡み合い	強い	まだ影響し
6	VND の貸出金利の下落	2018	ポジティブ	強い	影響して
7	インフラの上昇		ネガティブ	強い	まだ影響し
8	金利の上昇		ネガティブ	強い	影響して
9	米ドルにに対する VND の為替レートの		ポジティブ	強い	影響して
10	公的債務残高が高い		ネガティブ	強い	影響して
11	国家企業の株式会社化の強化		中立	適当	影響して
12	国家資金の回収(SCIC、省)		中立	超強い	影響して
13	GDP、FDI 額、PMI 指数、外貨準備、金		ポジティブ	適当	影響して
14	ガソリンの価格及び環境保護税の引き上	01/07/2018	ネガティブ	強い	まだ影響し
15	議定第 04 号/2018/ND-CP	20/02/2018	ポジティブ	強い	影響して
16	輸入車に関する通達第 03 号/2018/	01/03/2018	ポジティブ	強い	影響して
17	派生商品取引		絡み合い	強い	影響して
各自由貿易協定（FTAs）					
1	ベトナム－ユーラシア経済連合の FTA	2016	ポジティブ	適当	影響して
2	環太平洋パートナーシップに関する包括	2018	絡み合い	適当	まだ影響し
3	ベトナム－EU の FTA	06/2018	ポジティブ	強い	まだ影響し
4	RCEP ASEAN + 6	交渉してい	ポジティブ	強い	まだ影響し
5	米中貿易戦争	22/03/2018	ネガティブ	超強い	影響して

（ソース: BSC Research）

2018 年第3四半期にセクターの投資戦略

貿易戦争の激化による世界経済の成長が減速する背景には、大きな経済的開放性を持つ国々は、多くの様々なリスクに直面しています。又は、米国及び EU の金融政策がより厳しくなっている。中国の経済成長の減速と共に貿易戦争の緊迫は証券、貨物、為替など金融市場に悪影響する。2018 年下半期の重要な問題は以下の通り:

中国経済

2016 年第 2 四半期以降、世界景気の回復、国内通貨刺激、工業の再構成、消費促進のおかげで、経済が回復していた。しかし、2018 年及び 2019 年に、中国経済は成長が減速し、生産の成長が遅くなる可能性が高い。最大の国内の焦点は(1)貿易戦争である;(2)国内での一般政策は信用の強化、国有企業と世帯のレバレッジの低下である。最近、貿易戦争の圧力のせいで、中国中央銀行は商業銀行の預金準備率を 0.5%引き下げ、中小企業の税率を引き下げる。輸出は短期的な成長を維持できるが、貿易戦争のため、中長期間に不安になる。人民元の通貨切り下げのリスクを軽視できない。

貿易戦争

貿易戦争の危機は世界の金融市場に緊迫をもたらし、中期間に世界経済の不安定を生み出す。現在、米国の関税活動も同盟国に対する施行されているが、規模が大きくなくて、主に中国に集中している。中国と米国の輸出の格差が大きいので、中国が米国の行動に対する反撃するように措置は多くない。その措置は(1)輸入税;(2)非関税障壁;(3)通貨切り下げ;(4)米国債の売却;(5)ビジネスサポートである。しかし、これらの措置を実行すれば、副作用があり、米国より選択が少ない。貿易戦争が引き続き激化する場合は、諸国の経済成長が悪影響される、インフレ率が上昇する。又は、証券や外貨や貨物など投資資産は大きく影響される。貿易戦争の影響は当事者の進展に応じて繰り替えし、評価と予測が複雑になる。ベトナムがミックス影響をもたらすため、投資家は BSC が発行したレポートを参考するべきだ。

貨物とインフレ

最近の 6 ヶ月の貨物価格が上昇傾向があり、2018 年第 2 四半期の終わりに下落した。上昇したのは(1)肉価格;(2)石油・ガス・炭;(3)家畜飼料;(4)ニッケルやアルミニウムなど金属である。顕著に下落したのは(1)貴金属;(2)大豆、砂糖、カカオである。海運業の指数が前年同期より大幅に上昇した。貨物価格に影響する最近の出来事は(1)米ドルの切り上げ;(2)貿易戦争の危機である。過去 1 年間にわかる、原油価格が連続で上昇したのは各国のインフレに影響する。しかし、シェールオイル及び石油輸出国機構(OPEC)からの供給量の増加は原油価格の上昇を抑えるだろう。貿易戦争は貨物市場の変動を強める。関税・非関税政策がこの市場の需給と均衡価格を複雑に影響するため。

金融政策

連邦準備制度（FED）の新会長は 2018 年第2次に金利を引き上げた、2018 年にもう 2 回、2019 年に 3 回金利を引き上げる意向を示した。そして、米国経済の安定と共、インフレ率や失業率が低水準に留まるため、FED は 2015 年 12 月から引き締める傾向を維持している。ヨーロッパで、欧州中央銀行（ECB）は引き続き債権購入の規模を短縮している。計画によると、2018 年 12 月まで、現在の 300 億ユーロ/月から 100 億ユーロに減少する。ECB は 2019 年の中まで低い金利を維持すると確約した。日本銀行（BOJ）は金融緩和政策を維持し、経済成長をサポートし、インフレ率が目標水準に達すと予測する。中国人民銀行（PBOC）の目標は経済のレバレッジの減少と貴重な政策の維持である。しかし、貿易戦争の悪影響で、PBOC は多くの商業銀行と外国銀行の預金準備率を削減した。これで、BOJ 及び PBOC の進路は 2018 年の世界の金融危機後に発行した景気刺激策をやめている米国と EU と違った。

地域における証券市場の比較

2018 年 6 月 29	ベトナム		平均		インドネシ		マレーシア		フィリピン		タイ	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
金融	13.72	1.41	**17.81**	**1.58**	40.3	3.3	15.61	1.26	17.67	1.89	17.96	1.25
商品	13.46	1.54	**19.65**	**2.50**	20.8	3.2	22.89	8.52	17.62	1.83	18.48	1.70
工業	12.45	1.09	**16.81**	**2.07**	16.8	2.1	22.27	2.03	16.12	1.58	16.81	2.10
石油・ガス	10.42	1.18	**23.19**	**1.49**	23.5	1.5	22.91	4.29	9.93	0.81	23.47	1.49
消費サービス	12.28	2.28	**48.88**	**3.21**	69.6	2.9	19.00	4.80	28.12	3.54	69.63	2.89
基本的な材料	16.42	0.86	**55.67**	**2.39**	91.7	2.0	19.60	3.16	9.97	2.78	91.73	2.00
ユーティリティー	9.74	1.57	**13.76**	**1.93**	13.8	1.9	16.34	1.65	12.24	2.39	13.76	1.93
テクノロジー	9.70	1.48	**38.97**	**3.34**	39.0	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	38.97	3.34
健康管理	16.27	2.03	**23.01**	**2.32**	23.0	4.1	100.00	2.32	n/a	n/a	16.81	2.10
通信	7.86	1.99	**42.89**	**3.31**	68.7	2.8	17.09	3.85	17.09	3.85	68.68	2.76

（ソース: Bloomberg, BSC research）

（注意点：金融が不動産業を含んでいる）

2018 年下半期の投資見通し

2018 年上半期に、アジア地域にいるベトナム証券市場は近隣の市場と同様して、資金回収の活動に間接的に影響された。すると、ベトナム証券市場は新興市場とアジア市場と同期して変動した。しかし、ベトナムのマクロ経済状況が依然として好調である。2018 年第2四半期の急減の後、外部要因が悪化しなければ、ベトナム証券は回復する可能性がある。世界のマクロ経済動向の影響のため、次の1～2 年のセクター展望が大きく変わる、証券市場が一方的に変動しなくて、明暗で分かれる。

第 1 のテーマは株式化及び新規上場の投資チャンス。2016 年から 2018 年第 2 四半期まで、市場は連続で国営企業と私営企業の株の初売り（IPO）、第三者割当への新株発行、新規上場などのイベントを受けた。買い力が高まって、株価が高水準で定価されていることでキャッシュフローが不足になった。株価の値下がりと共に IPO 供給の減少により、新規上場株式の価格が価値に近寄るだろう。

第 2 のテーマは SCIC よりの資本回収からの投資チャンス。2017 年の資本回収と 2018 年上半期の IPO と違って、2018 年下半期に SCIC の資本回収が困難を直面するだろう。原因はリスクの増加と証券市場の成長に期待度があまり高くかったことから来た。これで、資本回収が成功すれば、価格が以前より合理的な水準になって、投資家もより機会を持っている。代表的な企業は PVI（保険業）、CSM、DRC、CSV（化学業）、VGC（建設資料業）である。

第 3 テーマは好調な業績で銀行株の回復。第1四半期の好調な業績と 2018 年の成長傾向で、銀行業の業績が引き続き伸びるだろう。殆どの銀行株が上場して、大きな割合を占めている。銀行株は大幅に上昇してから、2018 年第 2 四半期に下落したことにより、銀行株は銀行株の価格が長期的な投資家にとってより魅力になった。しかし、銀行株の価格が 2018 年第 1 四半期のようにピークになることは期待するべきではない。

第 4 テーマは不動産業が引き続き成長していることだ。2018 年～2019 年の期間には、業績の成長が引き続き顕著に上昇する。しかし、価値が 7 億 VND 以上がある不動産に対する財務省の新財産税法は次の 2～3 年の不動産業の状況を変わるだろう。投資家は以前より中低価格がある不動産に集中するだろう。不動産業も金融政策の影響を受ける、特には CPI が不好都合になった時である。

第 5 テーマは外部の不安及び保守的なセクター。アジア証券市場の変動は貿易戦争と共に大国での金融政策の強化から来た。この期間の後、投資家は電力（POW、NT2）や小売（MWG、PNJ）や食品（VNM）など国内の保守的なセクターに集中するだろう。これらのセクターは国内需要のため、依然として利益がある、成長を維持する。

各セクターに対するマクロ要因の影響

	貿易戦争	原油価格	FED の利上げ	米ドル高	ヨーロッパの不景気/ Brexit / ユーロ安	円高	国内での金利の上昇	中国経済の成長の減速	TPP の失敗	自由貿易協定（FTAs）
海運	(+/-)	(+/-)		(-)	(+)	(-)	(-)		(-)	(+)
不動産							(-)			
建設							(-)			
セメント				(-)	(+)		(-)			
繊維	(+/-)	(-)		(+)	(-)	(+)	(-)		(-)	(+)
電力		(+)		(-)	(+)	(-)	(-)			
医療品				(-)	(+)		(-)			
プラスチッ		(-)		(-)			(-)			
タイヤ	(+)	(-)		(+)		(-)		(+)		
銀行	(-)								(-)	(+)
鉄鋼	(-)						(-)	(-)		
水産	(+)			(+)			(-)	(-)		
砂糖							(-)	(-)		
石油・ガス		(+/-)		(-)			(-)			
肥料		(-)		(-)			(-)	(+)		
ゴム		(+)		(+)		(-)		(-)		
セラミック		(-)					(-)			
テクノロジ		(-)								(+)
海港	(+/-)			(-)			(-)			
自動車										
保険	(-)						(-)			
ミルク				(+)			(-)		(-)	(+/-)

(ソース: BSC Research)

2018 年第 3 四半期及び 2018 年の各セクターの投資展望

- マクロ情報、企業の内部要因、資本回収・資本の引き上げ・新規上場によると、BSC は銀行業、石油・ガス業、電力業、テックのロジー業、損害保険業、不動産業の投資見通しを「有望」と評価している。
- 建設業、医薬品業、鉄鋼業、プラスチック業、セラミック業、繊維・アパレル業、海港業、海運業、タイヤ業、ゴム業、肥料業と水産業の投資見通しを「中立」と評価している。このグループは有利な要素の不足と共に好悪の絡み合いのせいで、機会がすべての株式に付かないだろう。
- 砂糖業及びセメント業の投資見通しを「弱気」と評価している。これらのセクターに関心している投資家はアップ・デートされている新情報を待機するべきだ。

順番	セクター	2018 年第 3 四半期の評価	中長期投資の銘柄	候補銘柄
1	銀行	有望	ACB, MBB, LPB, TCB, CTG	VCB, VPB, HDB, STB, BID
2	石油・ガス	有望	GAS, PVS, PVB	PVD, BSR, OIL
3	電力	有望		NT2, PPC
4	テクノロジー	有望	FPT, CMG	
5	不動産	有望	DXG, NLG	KDH
6	損害保険	有望	PVI, BMI, MIG	
7	建設	中立	CTD, LCG, FCN	HBC
8	医薬品	中立	PME	DHG, DBD
9	鉄鋼	中立	HPG	NKG, HSG
10	セラミック	中立	VGC	CVT
11	プラスティック	中立		NTP, BMP, AAA
12	繊維・アパレル	中立	VGG, TNG	TCM, VGT
13	海港	中立	GMD, VSC	
14	海運	中立	PVT	
15	ゴム	中立	PHR, DRI	DPR
16	タイヤ	中立	DRC	CSM
17	肥料	中立	BFC, LAS	DPM
18	水産	中立		VHC, FMC
19	セメント	弱気		HT1
20	砂糖	弱気		SBT, LSS

(ソース: BSC research)

銀行業 – 有望

BSC は銀行業の投資見通しを「有望」と評価している。2018 年 6 月末の時点で、銀行 17 行が 3 つの取引所で上場している、時価総額が 795 兆 VND に達した。中に、HSX 取引所に上昇している 10 銘柄の時価総額が 706 兆 VND、VN インデックスの時価総額の 23.12%を占めている。(1)経済成長と非利息収入の促進で、コア事業の業績が好調となると予測

される。現在、融資事業以外の事業にはまだ成長の余地がある。（2）不良債権の処理と不良金融機関の再構成が強化されている。銀行は徐々に健全化し、世界の基準に沿って運営している。VCB、ACB、MBB、TCB など銀行は 2018 年の引当金が下がる、引当金を戻し入れする、不良債権の処理によりの他の収入を得る。（3）バーゼルⅡに沿って自己資本比率を引き上げたにより、市場指数構成のうちの銀行銘柄の割合が増した。一方、殆どの銀行株は 2016 年から大幅に上昇して、株価が世界の平均水準より割高になった。ベトナム銀行株の平均 P/B は 1.83xであり、世界とアジア太平洋の平均 P/B はそれぞれ 1.46x、1.3xとなった。

買い注文を推奨する銘柄：ACB、MBB、LPB、TCB、CTG

石油・ガス業 – 有望

BSC は石油・ガス業の投資見通しを「有望」と評価している。。原油価格の値上がりは石油・ガス株の価格を引き上げさせる要因の 1 つである。しかし、石油・ガス企業が Ca Rong Do 案件など進度が遅い新案件に影響される。そのため、世界の石油・ガス業が有望になるが、ベトナムのが遅れるだろう。現在、2018 年の PVN の重要な案件は：第 2 段 Nam Con Son 案件、Su Tu Trang 油田案件、Lo B O Mon 油田案件である。これらの案件が計画通りに進行すれば、石油・ガス企業が利益を得る。2018 年の注意銘柄は GAS、PVD、PVS、PVB、BSR、PLX、OIL である。

買い注文を推奨する銘柄：GAS

電力の見通し〔有望〕

BSC は電力業の投資見通しを「有望」と評価している。電力企業は安定し、ベータ版が低い、そのため、電力企業の各株式が保守になる。電気需要と価格の上昇は今後の電力企業の成長の要因である。特に、火力発電所は 2018 年末に、原油価格とガス価格の安定で利益を得る。他方、水力発電所の経営は天候のせいで困難になる。発電所の株式以外、投資家は GEX、REE、PC1など株式を関心することができる。

テクノロジー業の見通し〔有望〕

BSC はテクノロジー業の投資見通しを「有望」と評価している。Gartner の予測によると、世界での IT 市場は 2018 年に前年比 6.2%増の 3 兆 7,000 億ドルとなると見込みだ。これは 2007 年からの Gartner に予測された最も高い成長率で、IT 業の新しい開発サイクルのシングルである。そのうち、ソフトウェア企業の成長率は 2018 年に最も高くて 11.1%となると予測された。ソフトウェアの輸出がベトナムのテクノロジー企業の成長の要因である。

買い注文を推奨する銘柄：FPT、CMG

不動産業の見通し〔有望〕

BSC では、2018 年上半期はアパートを引き渡して利益を計上する時期であるので、不動産業の投資見通しを「有望」と評価している。（1）新アパートの供給の急増と共に 2017 年に販売したアパートのため、不動産企業が次の数年に売上高と利益を維持できる。又は、現

在の売れ行きが良くなっている。(2)ホーチミン及びハノイの二次市場での平均の販売価格が僅かに上昇した。具体的には、ホーチミンとハノイでのアパートの販売価格がそれぞれ先月より 0.89%増、1.2%増となり;前年比 3.6%増、2.1%増となった。(3)高級な物件から手頃な物件に移動するとこはは今後の主な傾向になる、手頃な物件の需要が大きくて実質である。しかし、不動産業の長期的なリスクが業績に影響する可能性がある。(ア)利上げと共に不動産のローンを強化することは市場の流動性を引き下げる。(イ)不動産市場が困難になる場合は、売れ行きは物件の場所、便利さ、的地位及びゼネコンの威信に依存する。

買い注文を推奨する銘柄:DXG、NLG

損害保険業の見通し〔有望〕

BSC は損害保険業の投資見通しを「有望」と評価している。経済の高い成長率のおがげで、損害保険業の成長率が引き続き 10%以上に達した。特に、健康保険と金融保険の成長率が 20%となった。保険株の時価はかなり安い(現在、簿価以下で引き取っている)。PVI や BMI など代表会社の資金回収が展開されることは将来に保険企業の株価を引き上げる。

買い注文を推奨する銘柄:PVI、BMI、MIG

建設業の見通し 〔中立〕

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

買い注文を推奨する銘柄:CTD、LCG、FCN

医薬品業の見通す〔中立〕

BSC は医薬品業の投資見通しを「中立」と評価している。現在、医薬品株の P/E 及び P/B はそれぞれ 17.66、2.17 である、地域の平均(P/E = 18.3, P/B = 2.1)の辺り付近でいる。BSC の評価では、(1)2018 年～2021 年の期間における医薬品業の成長率が 9.1%となる可能性がある;(2)外国人投資家は引き続き国内企業における株式保有率を引き上げる。

買い注文を推奨する銘柄:PME

鋼鉄業の見通し〔中立〕

BSC はに鋼鉄業の投資見通しを「中立」と評価している。消費量が伸びているが、業界の競争が激化している、特には亜鉛メッキ鋼板生産企業である。鋼鉄販売価格と原料価格が世界の貿易戦争に影響されることにより大きく変動している。そのために、企業の利益は大幅に変動するだろう。

買い注文を推奨する銘柄:HPG

タイル業の見通し〔中立〕

BSC はタイル業の投資見通しを「中立」と評価している。年末の時点で建設工事を完了しなければならないため、タイル販売量がより良くなるだろう。しかし、供給過剰の背景には、炭やガスなど投入燃料価格が上昇しているものの、販売価格が引き上げるにくい。2018 年の見通しについて、BSC の評価では、2018 年の不動産業が発展していることで、タイルの需要も伸びるが、投入燃料コスト及び競争に関する困難を直面している。

買い注文を推奨する銘柄：VGC、CVT

プラスチック業の見通し〔中立〕

プラスチック業間の競争が激化し、建設市場の成長が低迷ことにより、消費量が困難を直面すると評価しております。企業は消費量を増加するため、割引とプロモーションを促進しなければならないだろう。包装用プラスチック事業では、家庭や飲食店の消費需要のおかげで、消費量が伸びると予測された。しかし、プラスチック樹脂の価格の値上がりは各企業の利益に悪影響する。従って、BSC はプラスチック業の投資見通しを「中立」と評価している。

繊維業の見通し〔中立〕

BSC は繊維・アパレル業が 2018 年によく成長すると評価しております。理由は（1）伝統的な市場と新規顧客の両方からの受注の増加；（2）生産能力の増加と共に納期の短縮；（3）ベトナムと EU の自由貿易協定（EVFTA）は 2018 年に承認されるように促進されている。しかし、原料の価格及び人件費が上昇しているが、販売価格が相当に上昇できない、多くの企業が低レベルのオーダーのみを受けるからだ。他方、米中貿易戦争はベトナムに多く機会とリスクを与える。上場した繊維企業は成長しているが、投資家に注目されない。原因は低付加価値、低人件費の競争優位の低下、輸入出依存など内部要因から来た。従って、BSC は繊維・アパレル業対して中立と評価している。

買い注文を推奨する銘柄：VGG、TNG

海港業の見通し〔中立〕

新規自由貿易協定（FTAs）は港湾を通じる輸出入の需要を押し上げる。他方、ベトナムの保護関税政策によると、中国に輸出するベトナムの商品が上がり、そのうち、中国から輸入する製品が下がる。そのため、米中貿易戦争が海港業を左右するだろう。ハイフォンでの企業が激しい競争のため困難になっている。特に、容量が 100 万 TEUs である Lach Huyen 港は 2018 年 5 月から稼動した；容量が 50 万 TEUs である Gemadept の第 1 段 Nam Dinh Vu 港は 2018 年第1四半期に稼動した。供給は需要より 40%高いと予測する。現在、ホーチミンでの港が拡大できないので、Cai Mep – Thi Vai 深海の港は輸送負荷を増加していることで、Cat Lai などホーチミンでの港からの余裕な荷物を引き受けるだろう。従って、BSC は海港業に対して中立と評価している。P/E が 5.6xとなり、ROA、ROE がそれぞれ 4.03%；11.85%と見込みだ。

買い注文を推奨する銘柄：GMD

海運業の見通し〔中立〕

BSC は海運業に対して中立と評価している。新規稼動製油所のサポートのおかげで、液体輸送企業の成長がより安定になっている。しかし、バルク輸送はまだ多くの困難がある、価格及びサービスに対する物流サービスがある外国企業と競争のため。

買い注文を推奨する銘柄：PVT

ゴム業の見通し〔中立〕

殆どのゴム企業の株式割当が高水準で留まっている（40%～50%）。しかし、各企業の業績はゴムの販売価格と輸出の動きに依存している、特に中国に影響される。ゴム価格は底に打った、より下がる可能性が低いと考えている。最近に、中国からの大きなタイヤの需要のため、輸出の成長が 10%～20%増となる。さらに、DPR や PHR など企業は木材の売却によりの大きな利益を得ることで、次の１～2 年の利益を維持できるだろう。

買い注文を推奨する銘柄：PHR、DRI

タイヤ業の見通し〔中立〕

2018 年下半期に、ゴム価格が 2017 年より下落した、成長がラジアルの消費から来ることで、BSC はタイヤ企業の業績の回復を期待している。しかし、原料価格の変動ので、ベトナムでの自動車の傾向がはっきりしない、株式の価格が割高になっている。そのため、BSC はタイヤ業に対して中立と評価している。投資家は内外国でのラジアルの消費状況を観察するべきだ。

買い注文を推奨する銘柄：DRC

肥料業の見通し〔中立〕

税政策の変更と共に PVN と Vinachem の資金回収計画によると、BSC は肥料業の投資見通しを「中立」と評価している。しかし、競争が激化し、供給が過剰し、需要が遅く伸びることは消費量と販売価格に影響する。

買い注文を推奨する銘柄：BFC、LAS

水産業の見通し〔中立〕

BSC は水産業の投資見通しを「中立」と評価している。中国や日本など新輸出市場の大きな供給は次の１～２年に水産企業の成長に促進するだろう。他方、米中貿易戦争の複雑な成行きのため、ベトナム水産のその市場の両方における機会が増えるだろう。

ホールドを推奨する銘柄：VHC

セメント業の見通し〔弱気〕

建設需要の成長のため、セメント企業の業績は 2018 年下半期に伸びると評価される。しかし、炭価格と電気料金の上昇は企業の利益に悪影響する、激しい競争で販売価格が相当に上昇しないため。従って、BSC はセメント業の投資見通しを「弱気」と評価している。

砂糖業の見通し〔弱気〕

BSC は砂糖業の投資見通しを「弱気」と評価している。(1)供給過剰は業績に悪影響する。2017～2018 年の供給の余剰は 56 万tに達すと予想されている。(2)国内外の砂糖価格が引き続き減少している。(3)中国の液糖を利用する傾向と共に飲食店の適当な経営のため、売れ行きが悪化している。しかし、2019 年末まで砂糖に対する輸入割当量の規定が施行されることで、国内企業の販売価格が世界的な価格より 50%高くて、砂糖の価格が底値を打った時に悪影響を減らす。

2018 年の注目銘柄

銘柄	2018 年の売上高(10 億ドン)	2018 年の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS(ドン／株)	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
ACB	13,420	4,875	4,449	8.00	1.85	1.58%	26.43%	35,600	42,702
MBB	15,780	5,469	2,433	9.05	1.48	1.65%	17.74%	22,017	25,653
LPB	5,721	1,536	1,962	5.71	0.83	0.88%	15.72%	11,200	13,536
TCB*	17,712	7,872	2,251	13.55	2.06	2.65%	20.03%	30,500	32,812
VCB	35,028	12,349	2,979	19.47	3.46	1.15%	21.87%	58,000	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	12.97	1.33	0.74%	12.76%	24,250	27,400
VPB	30,075	8,640	5,501	5.22	1.44	2.91%	28.36%	28,700	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	12.61	2.05	1.35%	17.80%	36,150	N/A
STB		1,212	571	20.23	0.86	0.71%	5.18%	11,550	N/A
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	88,500	106,940
PVD	4,085	(322)	N/A	N/A	0.4	0.20%	0.34%	13,650	N/A
PVS	17,039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	17,300	23,155
BSR	108,407	7,456	2,405	7.48	1.53	12%	23.01%	18,000	N/A
OIL	66,267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,500	N/A

銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年の税引後利益（10 億ドン）	2018 年の EPS（ドン／株）	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
PPC	6,613	877	2,688	10.82	0.99	11.46%	15.90%	17,600	21,202
NT2	8,071	849	2,958	9.83	1.61	7.74%	14.80%	29,100	30,200
FPT	22,095	3,042	4,593	11.49	1.83	11.72%	22.40%	41,500	52,819
CMG	5,008	205	2,853	9.47	1.23	12.28%	20.10%	21,300	27,103
DXG	5,027	1,314	3,919	6.6	1.3	24%	10%	27,200	34,650
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.6	14.30%	6.70%	28,000	37,700
KDH	3,854	742	1,915	16.2	1.62	8.11%	5.17%	31,000	N/A
CTD	27,537	1,496	17,061	8.6	1.3	17%	9%	152,400	185,000
HBC	19,900	953	4,526	6.2	2.51	30%	6%	23,850	N/A
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1	12%	4.30%	16,950	19,320
LCG	2,487	95	954	7.6	0.71	6.90%	2.20%	9,340	10,900
DHG	4,150	730	5,583	18.27	4.75	17.60%	22.80%	102,000	N/A
PME	1,859	335	5,135	14.3	2.86	17.60%	19.50%	73,800	83,915
DBD	1,584	162	3,092	13.51	2.7	10.40%	20.40%	42,000	N/A
IMP	1,447	173	3,115	16.73	1.61	6%	10.00%	52,500	71,500
PVI	7,471	617	2,632	11.01	0.95	3%	8.33%	29,000	37,830
BMI	4,165	243	2,098	10.22	0.89	4.42%	9.21%	21.45	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.5	1.09	2.10%	8.60%	12,400	16,393
HPG	54,634	9,382	4,419	8.68	1.69	15.10%	24.70%	38,400	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.92	0.92	5.58%	18.05%	15,600	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.11	0.84	3.99%	14.53%	12,100	N/A
VGC	9,415	680	1,353	15.3	1.43	4.26%	10.00%	20,700	18,400
CVT	1,460	197	5,091	5.48	1.47	14.91%	32.40%	27,900	30,500
NTP	4,788	436	4,400	10.46	1.93	10.30%	19.00%	46,000	58,800
BMP	4,072	438	4,872	12.02	1.89	14.40%	17.90%	58,600	N/A
AAA	6,000	330	2,632	7.18	1.3	N/A	N/A	18,900	N/A
BFC	6,574	252	3,915	5.44	1.25	8.00%	23.56%	27,800	34,763
VGG	9,873	408	6,825	8.34	1.56	8.70%	26.10%	56,900	63,000
TNG	3,103	120	2,030	5.13	0.66	4.80%	14.80%	10,400	13,120

銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年の税引後利益（10 億ドン）	2018 年の EPS（ドン／株）	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
TCM	3,373	194	3,198	6.19	0.94	6.30%	15.70%	19,800	N/A
GMD	3,981	585	2,031	12.33	2.16	5.21%	6.25%	25,050	31,000
VSC	1,382	274	4,422	7.92	1.03	10.70%	15.10%	34,200	40,491
PVT	6,404	562	1,796	8.49	0.88	6.29%	11.77%	15,250	20,645
PHR	1,389	549	3,589	6.7x	1.2x	12.90%	13.03%	24,100	27,473
DPR	946	216	4,553	8.82x	0.72x	6.10%	7.90%	39,200	40,997
DRI	604	102	1,324	6x	0.6x	6.94%	10.98%	7,900	9,837
DRC	4,437	145	1,111	21.9x	2.0x	5.20%	9.75%	23,600	27,022
LAS	4,000	163	1,355	8.5	0.98	5.20%	12.39%	11,500	13,200
DPM	8,577	371	948	18.1	1.07	6.90%	9.94%	17,200	22,800
HT1	8,721	481	1,259	9.13	0.83	4.52%	8.53%	11,500	14,500
VHC	9,000	600	6,500	9.02	1.77	12.50%	19.70%	58,700	67,350
FMC	3,700	151	3,756	9.31	1.36	7.50%	24.10%	20,200	N/A
SBT	8,659	576	1,084	14.22	1.51	2.30%	11.20%	15,500	17,350

(ソース: BSC research)

銀行業 [有望]

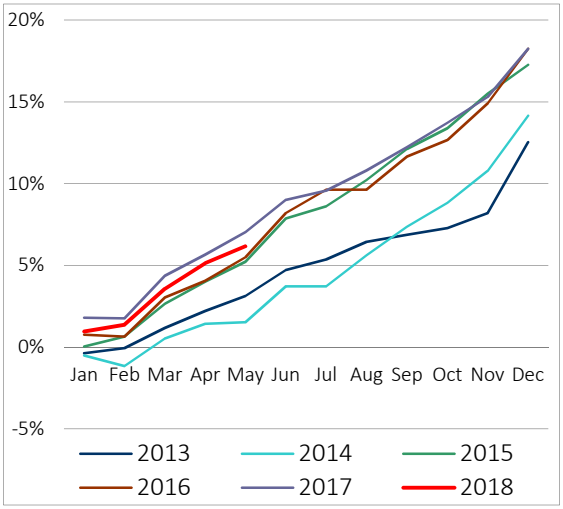
- 2018 年上半期の貸付成長率は 6.35%増となり、前年同期の 7.54%より低くなった。
- 2018 年上半期の預金成長率は 7.78%増となり、前年同期の 5.89%より高くなった。
- 2018 年5月末の時点で不良債権率は 2017 年の 2.5%から 2.3%に引き下げた。
- 貸付金利が安定した。そのうち、多くの銀行が預金金利を引き下げた。
- 銀行間金利は低い水準に留まり、前年同期より急減した。2018 年 6 月の終わりの翌日物金利が 0.65%となった。
- 上場銀行 16 行の税引後利益が前年同期比 56.12%増となった。

2018 年第 2 四半期の状況

2018 年上半期の貸付成長率は 6.35%増となり、前年同期の 7.54%より低くなった。ベトナム国家銀行(中央銀行)のデータによると、2018 年の 5 ヶ月の貸付成長率が 6.16%増となった。そのうち、農林水産業の貸付残高が 6.8%増、工業・建設の貸付残高が 6.83%増、サービス・商業の貸付残高が 5.7%増、ハイテク業の貸付残高が 6.29%増、中小企業の貸付残高が 2.61%増となった。現在、不動産業の貸付残高の割合が 6.5%に下落した。BOT と BT の交通プロジェクトのための資本の成長は減速して 7.4%となって、前年同期より半減した。

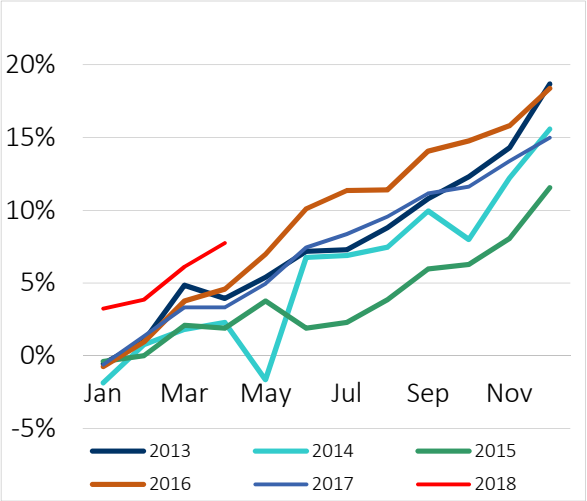
2018 年上半期の預金成長率は 7.78%増となり、前年同期の 5.89%より高くなった。そのため、業界の預貸率(LDR)が 2017 年の 4 ヶ月の 89.72%から 2018 年の 4 ヶ月の 88.05%に下落した。

累積貸付金成長率



(ソース: SBV)

累積預金成長率



(ソース: SBV)

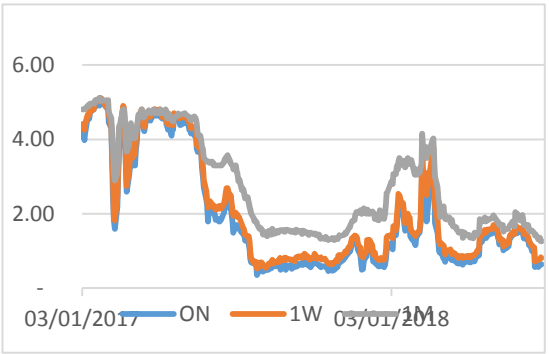
2018 年 5 月末の時点で不良債権率は 2017 年の 2.5%から 2.3%に下げた。2018 年の 4 ヶ月に、金融機関が不良債権の 20 兆 VND を処理した。中に、不良債権の 62.9%は貸倒

引当金で処理された；28.8%は債務者の返済のため、4.3%はベトナム債権回収公社（VAMC）に売却された。債権を回収するために担保資産を売却するのは 1.9%を占めた。

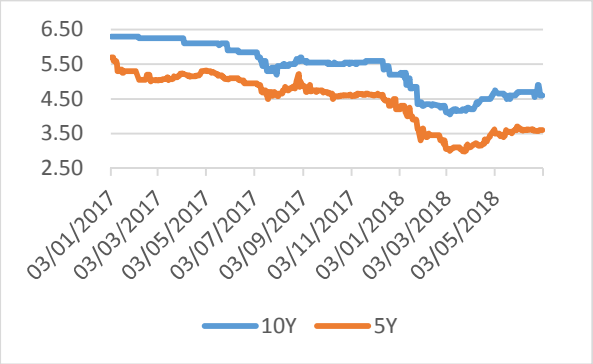
多くの銀行は預金金利を引き下げ、貸付金利を安定していた。2018 年第 2 四半期に、多くの銀行が預金金利を引き下げた、そのうち、銀行が 2 回金利を引き下げったこともある。MBB の 6 ヶ月物金利が 0.2%減の 5.5%となった。VPB では、6 ヶ月未満物金利と 12～36 ヶ月物金利が 0.2%減、6～7 ヶ月物金利が 0.3%減、8～11 ヶ月物金利が 0.4%減となった。VIB では、1～3 ヶ月物金利が 2018 年 1 月より 0.3%～0.5%減の 5～5.1%となり、6 ヶ月以上物金利が同比 0.2%～0.4%減の 6～6.3%となった。Vietinbank では、1～3 ヶ物金利、4～5 ヶ物金利、6 ヶ月物金利、6～11 ヶ月物金利がそれぞれ 4.1%、4.6%、5.1%、5.1%となった。2018 年 7 月 2 日に、TCB が各金利を 0.2%引き下げた。

銀行間金利、国債金利が低い水準に留まっている。2018 年第 2 四半期に、銀行間翌日物金利は 1.16%となり、前年同期の 3.34%より低くなった。銀行間一週間物金利が 3.51%から 1.27%に下落し、銀行間 1 ヶ月物金利が 4.04%から 1.65%下落した。これはシステムの豊富なキャッシュフローを示したが、資金投入速度が前年同期より減速した。

銀行間金利の動き



国債金利の動き



（ソース： Bloomberg）

各銀行の戦略的な株主について。前回のレポートで述べたように、資本金の引上げは各銀行にとって必要なことだろう。VCB は外国人投資家の 10 人未満である第三者割当への新株発行計画を促進し続けている。BIDV は一生懸命に戦略的な株主を探している。

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

2018 年第 1 四半期の業績。2018 年第1四半期には、16 上場銀行の総税引後利益が前年同期比 56.12%増の 18 兆 2,660 億ドンとなった。税引後利益の成長率が高い銀行は VIB（228.57%増）、HDB（183.52%増）、TPB（138.6%増）、ACB（139.33%増）、TCB（+93.48%増、Techcombank Finance の資金回収からの利益を除く場合は TCB の税引後利益が 72.69%増となった）、STB（88.15%増）、MBB（74.04%増）、SHB（64.08%増）、VCB（58.84%増）である。VPB の税引後利益が 35.91%増となったが、AIA と保険契約によりの異常な収入利益を除いた税引後利益は前年同期比 8.1%減となった。同様に、EIB の 2018 年第1四半期の税引後利益が 228.57%増となったが、資金回収によりの収入を除いた税引後利益は前年同期比 79.24%減となった。BSC の評価では、殆どの銀行が 2018 年にわたってポシテイプな業績を維持する、とりわけ ACB（130%増）、MBB（57%増）、VCB（35.84%増）、TCB（22%増）である。

	CTG	VCB	BID	MBB	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
規模												
資本金(10 億ドン)	37,234	35,978	34,187	18,155	18,852	11,655	15,706	10,273	9,810	7,500	5,842	5,644
株主資本	66,172	56,066	50,803	31,030	23,670	37,616	31,635	17,177	15,779	9,658	7,278	9,157
総資産(10 億ドン)	1,114,095	1,003,906	1,226,943	316,345	381,252	273,153	284,388	299,855	190,374	169,797	121,214	136,026
株主資本／総資産	5.94%	5.58%	4.14%	9.81%	6.21%	13.77%	11.12%	5.73%	8.29%	5.69%	6.00%	6.73%
成長率												
資産	1.74%	-3.03%	2.05%	0.79%	3.47%	1.40%	2.39%	5.47%	0.55%	3.89%	-2.34%	10.45%
貸付	4.51%	6.29%	1.37%	5.19%	2.91%	1.93%	3.53%	6.63%	10.90%	7.47%	10.05%	5.51%
預金	4.83%	3.17%	5.82%	3.11%	6.06%	6.09%	7.17%	6.98%	-2.68%	12.53%	4.02%	8.60%
普通預金	14.45%	29.20%	17.02%	33.01%	14.81%	21.25%	12.09%	15.44%	9.96%	21.66%	11.85%	15.01%
貸付／預金	104.70%	79.02%	96.56%	85.34%	67.63%	90.38%	132.14%	81.96%	98.79%	74.91%	95.44%	113.48%
資産質												
不良債権比率	1.25%	1.37%	1.62%	1.41%	4.01%	1.87%	4.15%	0.70%	1.63%	1.07%	1.15%	2.54%
VAMC へ売却した不	1.25%	1.37%	2.70%	1.41%	18.61%	1.87%	5.63%	0.70%	2.44%	1.89%	2.01%	3.44%
貸倒引当金／総負債	1.22%	1.66%	1.30%	1.28%	1.24%	1.43%	1.84%	0.94%	1.05%	1.12%	1.06%	1.17%
貸倒引当金／総不良	98%	121%	81%	91%	31%	76%	44%	135%	64%	105%	93%	46%
末金利／総貸付	1.78%	1.11%	1.27%	1.35%	10.54%	2.68%	2.07%	1.27%	3.21%	2.88%	1.91%	1.65%
疑問がある資産	38,718	17,634	64,533	25,394	97,029	15,981	37,133	7,196	12,032	9,358	7,990	5,229
% 総資産	3.48%	1.76%	5.26%	8.03%	25.45%	5.85%	13.06%	2.40%	6.32%	5.51%	6.59%	3.84%
% 株主資本	58.51%	31.45%	127.03%	81.84%	409.92%	42.48%	117.38%	41.89%	76.25%	96.89%	109.78%	57.10%
経営効果												
税引後利益(10 億ド	2,429	3,504	1,978	1,549	397	2,049	2,089	1,144	757	417	513	414
% yoy	19.54%	58.84%	8.44%	74.04%	88.15%	93.48%	35.91%	139.33%	183.52%	18.80%	138.60%	228.57%
NIM (TTM)	2.74%	2.50%	2.98%	4.34%	1.91%	4.05%	8.82%	3.35%	4.06%	3.50%	3.11%	3.19%
CIR (TTM)	39.12%	40.98%	24.64%	38.33%	75.03%	27.19%	31.19%	50.83%	43.81%	52.74%	51.18%	50.92%
ROA (TTM)	0.73%	1.10%	0.61%	1.37%	0.37%	2.95%	2.63%	0.99%	1.24%	0.92%	0.98%	1.15%
ROE (TTM)	12.40%	19.19%	14.52%	14.15%	5.90%	28.13%	25.78%	17.54%	17.25%	15.92%	17.68%	15.89%
EPS (ドン／株) (TTM)	2,103	2,887	1,985	2,278	753	8,897	4,671	2,062	2,450	2,118	1,999	2,559
希薄化後の EPS	2,103	2,887	1,985	2,278	753	8,897	4,671	1,822	2,450	2,118	1,999	2,559
簿価(ドン／株)	17,690	15,558	13,444	16,226	13,124	32,274	21,127	15,839	15,157	12,878	12,588	17,259
算定												
P/E	11.53	20.09	13.10	11.50	15.34	10.31	6.14	17.26	14.76	5.29	13.76	10.55
P/B	1.37	3.73	1.93	1.61	0.88	2.84	1.36	2.25	2.39	0.87	2.18	1.56

(ソース: BSC research)

投資観点—有望

BSC は銀行株の投資見通しを「有望」だと評価した。その理由は（1）経済成長と融資事業以外の事業の強化で、コア事業の業績が好調となると予測される。現在、融資事業以外の事業にはまだ成長の余地がある。（2）不良債権の処理と不良金融機関の再構成が強化されている。銀行は徐々に健全化し、世界の厳しい基準に沿って運営している。多くの銀行は引当金費用が 2018 年より下がる、引当金を戻し入れする、不良債権の処理からの収入を得る。（3）バーゼルⅡに沿って自己資本比率を引き上げたにより、市場指数構成のうちの銀行銘柄の割合が増した。（4）多くの銀行は 2018 年内に新規上場する計画がある。

ACB – 買い – 目標価格 42,700 VND／株 –時価より 20%上回り。

ACB は、コア事業の好調、資産の良好な性質で、BSC が選好している銘柄である。

- G6 不良債権及び VAMC 社債の引当金繰入の計上が 2017 年に完了した。G6 不良債権及び VAMC 社債の引当金繰入額は 2 兆 5,690 億ドンに達した。この金額は ACB の 2018 年財務諸表に出ない。2018 年の EPS は 1,895VND／株である。
- **G6 不良債権及び VAMC への売却不良債権が回収できれば他の収入を得る可能性がある。**G6 のオフバランスシートの貸付残高が約 2 兆 8,000 億ドンに達した。
- **資産の良好な性質**、貸倒引当金費用は 2018 年から急減すると見込まれた。2018 年第 1 四半期までの貸付残高は 6.35%ytd 増の 1 兆 4,780 億ドンとなった。不良債権率は低くて 0.7%となった。不良債権の引当率が高くて 135%に達した。疑問がある資産は 7 兆 1,960 億ドンであり、各銀行の平均水準の 79.05%より低くて、株主資本の 41.89%を相当した。これは ACB の資産の良好な性質を示した。

2018 年第1四半期の税引後利益が 139.33%増の 1 兆 1,440 億となった。中に、引当費用を引く前の純利益が前年同期比 35%増の 1 兆 6,240 億ドンとなり、貸倒引当金費用が前年同期比 78%減となった。貸付成長率と預金成長率がそれぞれ前年同期比 6.63%増、同比 6.98%増となった。普通預金（CASA）の成長率が 15.44%に留まった。

業績予測。BSC の予測によると、2018 年に、総利益が前年比 17%増の 13 兆 4,200 億ドンとなり、税引後利益は前年比 130%増の 4 兆 8,750 億ドンとなる。仮定は貸付成長率が前年比 16%増となり、不良債権の回収からの収入が 7,250 億ドンに達すことである。そのため、2018 年の簿価が 19,235 ドン／株、2019 年の簿価が 25,408 ドン/株と見込みだ。
投資リスク：大規模な株主間の利益の争い。

MBB – 買い –目標価格 25,700 ドン／株, 時価より 17%上回り

BSC は、P/B の算定方法で MBB の目標価格が 25,700／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、利益性が高い。現在の P/B が 1.6 である、上昇銀行より割安になっている。

- **2018 年第 1 四半期の税引前利益は 74.04%増の 1 兆 5,490 億ドンとなった。**融資事業と融資事業以外の事業によりの収入で、税引後利益が顕著に成長した。貸付成長率は前年同期比 5.19%増となった。正味利息マージン（NIM）が 2017 年第1四半期の 4.03%から 2018 年第1四半期の 4.54%に急増した。理由は（1）貸付/預金率が 82.99%から 85.34%に上昇し、個人顧客の貸付の割合が 31.55%から 33.52%に上場した。融資事業以外の事業の成長率が高かった。サービスによりの収入が前年同期比 36%増、金と外貨の販売によりの収入が 150%増、有価証券の売買によりの収入が 234%増となった。
- **利益性が高い。**12 ヶ月の累積 NIM は 4.34%となり、上場銀行の平均水準の 3.05%より高かった。理由は（1）CASA が上場銀行間の最高レベルである 33.01%に達した；（2）個人顧客の貸付と中小企業（SMEs）の貸付が集中されて、貸付残高の 75%以上を占めた。CIR は低くて、38.33%となり、そのうち、上場銀行の平均水準が 45.48%となった。ROA 及び ROE がそれぞれ 1.37%、14.15%になった、上場銀行の平均水準（それぞれ 0.89%、13.28%）より高かった。
- MBB は 2017 年に VAMC 債券の引当金繰入の計上が完了した。VAMC の債券の引当金繰入の総額 1 兆 3,220 億ドンは 2018 年以降 MBB の財務諸表に出ない。不良債権比率は安全的な水準で 1.41%となり、貸付損失準備金/不良債権率が 91%となった。
- **BSC の予測により、**2018 年の税引後利益は前年比 57%増の 5 兆 4,690 億ドン、2019 年の税引後利益は同比 23%増の 6 兆 7,450 億ドンに達す。2018 年の EPS は 2,433 ドン／株である。簿価は 2018 年に 14,838 ドン／株だある、2019 年に 17,102 ドン／株に上昇する。
- **投資リスク。**（1）販売圧力と共に Mcredit 消費金融会社が稼動したことで、不良債権が急増した。不良債権比率が 2017 年末に 1.2%増の 1.41%となった。その他の資産が急増した。中に、その他未収金額が 6 兆 1,450 億ドンから 16 兆 2,160 億ドンに上昇した。（2）VCB と北部ヘリコプター会社は MBB における出資金を回収する予定がある。

LPB – 買い –目標価格 13,500 ドン／株, 時価より 21%上回り

2018 年 6 月 29 日の時点で、LPB の時価が 11,200 ドン／株であり、PB が 0.87xで、上場銀行（P/B 1.59x）より低かった。BSC は、算定方法 P/B で LPB の目標価格が 13,500 ドン／株で、時価より 21%上回りと算定し、LPB 株の買い注文を推奨している。そのために、2018 年 P/B は 1xである。現在、LPB は外国人投資家の保有限度を 5%に設定している。LPB は海外戦略パートナーへ残り保有率 25%を売却する予定。

- **貸付成長率は 2018 年第1四半期に 7.47%上がった。**貸付/預金の比率は低い水準で 74.91%となった。LPB の貸付伸びる余地がある。
- 2018 年第 1 四半期の税引後利益が 18.8%増の 4,170 億ドンとなった。主に引当金繰入額を 2,330 億ドンから 610 億ドンに削減したからだ。引当金を引く前の純利益が相変わらず、2018 年第1四半期に 1 兆 2,040 億 VND となった。
- LPB の強さは普通預金が高い割合(28.39%)を占めていて、MBB 及び VCB のみより低かった。全国の郵便局との連帯と共に Vietlott、保険会社、ハノイ電力会社、税関総局からの預金のおかげだ。そのため、LPB の利益性は業界の平均水準より高かった。2018 年第1四半期までの累積 NIM が 3.5%となって、そのうち、業界の平均水準が 3.05%となった。ROA 及び ROE はそれぞれ 0.93%、15.92%となった。
- LPB は国内ネットワークが広く、各地区まで支店がある(支店数が VCB、BID より多い)。今後、郵便局(2018 年の予定の 185 局)は、銀行支店として運営し、より良い銀行サービスを展開する。
- 不良債権率が低い水準である 1.07%で管理されて、VAMC の債権も含めば 1.89%になった。不良債権の引当率が 105%に達した。疑義のある資産は 9 兆 3,580 億 VND、株主資本の 96.89%に相当していた。
- LPB は 2019 年に資本金を 10 兆 3,690 億 VND に引上げる計画がある。2017 年の終わりの資本金が 6 兆 4,600 億に達した。2017 年明け、既存株主に株式と ESOP を追加発行して、資本金を 7 兆 5,000 億ドン(16%増)に引き上げた。銀行の計画では、2018 年に既存株主に株式を追加発行して、株式(5%)として配当して、資本金を 9 兆 8,750 億ドンに引き上げる。2019 年に、ESOP を発行して、資本金を 10 兆 3,690 億ドンに引き上げる予定がある。
- **投資リスク**(1)貸出全体のうちに、不動産と建設関係の割合が 43.64%で最も大きかった。LPB が不動産企業関連の資産は 1 兆 1,600 億 VND となった。そのため、今後、貸倒リスクに対する引当費用が増加するだろう。(2)銀行間のレポレートの上昇は国債の投資証券とレポ取引の収益を引き下げた。

TCB – 買い –目標価格 32,800 ドン／株, 時価より 8%上回り

BSC は、内部要因および成長可能性より、TCB 株の買い注文を目標価格の 25,700／株で推奨している。

- お客様を大事にする。 TCB は、高い収入を得る顧客に集中している。TCB は様々な規模で多くのバリューチェインを開設した。中に、大企業との 7 つのバリューチェインを集中している。これで、TCB は大きな収入を得り、バリューチェインでの顧客の関係が密接になり、リスクを早く発見できるだろう。
- 定期的に取引している顧客の数が多い。2017 年末、取引している個人顧客の数が 150 万人だった(個人顧客の全体の 30%を占めた)。中小企業と大企業の顧客の数はそれぞれ 16,000 社、298 社だった。3 年以上に取引している顧客の割合が 38%

を占め、5 年以上に取引している顧客の割合が 26%を占め、2 つ以上の商品を使っている顧客の割合が 91%を占めた。

- TCB は社債発行諮問の市場シェアの 42%、HSX での社債媒介の市場シェアの 82%を占めている。銀行投資の事業からの収入が 1 兆 610 億ドンに達し、TOI の 6.6%に相当した。この事業が伸びる余地がある、特に、社債の分区である。
- 2017 年上半期に、TCB はバンカシュアランスの市場シェアの 26.2%を占めた。2017 年に、TCB はカナダの最大の保険会社で、ベトナムの市場シェアで 3 位にランクインされている Manulife と独占契約を締結した。生命保険料からの売上高が 2008 年～2017 年に 22.71%上昇し、2018 年第 1 四半期に 28%上昇した。TCB は今後 5 年間での生命保険料からの売上高が 1 億ドンに達すことを狙っている。現在、引取している顧客のうちに、2%が TCB を通して保険を購入した。TCB はこの割合を引き上げると計画している。
- TCB は金額の 3,000 万ドンで引き続き銀行取引の事業を投資した。今後 3 年間の投資総額が 3 億ドンでと見込みだ。2017 年に、銀行取引の事業からの収入が 1 兆 1,880 億ドンとなり、TOI の 7.4%に寄与した。銀行取引の事業のおかげで、TCB は顧客を引き付ける、サービスを向上、長期的な TOI を引き上げる。
- 収益性指標はベトナムと地域におけるトップになった。NIM は 4.05%となり、VPB、HDB、MBB のみより低かった。ROA 及び ROE がそれぞれ 2.95%、28.13%となった。2015 年～2017 年に、税引後利益が 100%以上上昇した。2018 年第 1 四半期に、税引後利益が 93.48%増となった、なかに、Techcombank finance の資金回収によりの収入が 8,940 億ドンだった。非常な資金回収の収入を除いた税引前利益が前年同期比 72.69%増となった。これは貸倒引当金費用が同比 35%減となったからだ。
- 2018 年第1四半期の終わりに、不良債権率が 1.87%となった。2017 年に、TCB が全部の不良債権を VAMC に売却した。不良債権の引当率は 76%となり、上場銀行の平均水準と同じだった。2018 年 3 月 31 日まで、繰延支払 L/C 及び債権の売却により未収金を含む総資産が 3 兆 3,340 億ドンとなり、不良債権損失引当金が 5,220 億ドンに達した。
- BSC の予測により、2018 年の税引後利益が前年比 22%増の 7 兆 8,720 億ドンとなる、そのうち、Techcombank Finance の資金回収からの収入が 8,940 億ドンである。2018 年の EPS が 2,251 ドン／株、コア事業からの EPS が 2,022 ドン／株と見込みだ。2018 年の簿価が 14,780ドン／株である。2019 年に、税引後利益が前年比 10%増の 8 兆 6,740 億ドン、EPS が 2,468 ドン／株、簿価が 17,248 ドン／株と予測された。

VCB – ホールド

外国人投資家に 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。

- コア事業の成長率は良く上昇している。2018 年 6 月の終わりまで、貸付成長率が前年同期比 11%となったが、今年の標準の貸付成長率が 15%である。そして、VCB が貸付成長率を引き上げるだろう。親銀行の税引前利益が前年同期比 52.7%増の 7 兆 7,220 億ドンとなった。理由では（1）不良債権の処理によりの収入が 1 兆 5,860 億ドンとなって、前年同期の 1 兆 90 億ドンより高かった；（2）2018 年上半期の NIM が 2.76%に上昇した。
- **資産が健全な性質、貸倒引当金費用が減少し続けている。**2016 年の VAMC 社債の処理を完了した。2018 年第 1 四半期の不良債権率は 1.37%増となって、2017 年末の 1.14%より高かった。不良債権の引当率は高くて 121%に達したが、2017 年末の 131%より下がった。オフバランスシートの貸付残高が 20 兆に達した。そのため、BSC の評価では、次の数年に VCB の貸倒引当金費用が減少する、VCB がオフバランスシートの債権の回収によりの収入を得る。
- 他の金融機関における保有株式の売出が完成する場合、2018 年売上高と税引前利益がそれぞれ 1 兆ドン、8,890 億ドンと見込みだ。仮定は MBB と EIB の時価がそれぞれ 20,000 ドン／株、10,000 ドン／株である。2018 年上半期に、VCB は HVN の 760 万株を売出した、利益が約 2,400 億ドンに達した。また、VCB は OCB の 667 万株を平均価格の 25,771 ドン／株で売出した、利益が約 1,230 億に達した。
- 2018 年の税引後利益は前年比 36.33%増の 15 兆 4,610 億ドンに達すと予測された。中に、コア事業からの収益は前年比 15.75%増となり、資本回収及ぶ不良債権の処理からの収益は 3 兆 8,900 億ドンに達す。2018 年の EPS は 2,979 ドン／株、コア事業からの EPS が 2,460 ドン／株と見込みだ。株主資本が 60 兆 3,750 億ドンとなり、簿価が 16,781 ドン／株であると予測された。2019 年の税引前利益が 9.52%増の 16 兆 9,330 億ドンとなり、2019 年の EPS 及び簿価がそれぞれ 3,260 ドン／株、19,234 ドン／株と見込みだ。

CTG – 買い –目標価格 27,400 ドン／株, 時価より 13%上回り

2018 年 6 月 29 日に、CTG の時価が 24,250 ドン/株となった。P/B は 1.37x で、上場銀行の平均水準 1.59x より低かった。

- 2018 年上半期の税引前利益が前年同期比 25%増の 5 兆 2,000 億ドンとなった。2018 年第 1 四半期に、税引前利益が 2 兆 7,140 億ドンとなり、税引後利益が前年同期比 19.54%増の 2 兆 4,290 億となった。貸付残高が 4.51%増、預金残高が 4.83%ytd 増となった。預貸率が高くて 104.7%に達した。外国人投資家の保有率は十分となったため、資本金を引上げるにくい。従って、CTG の貸付成長率は今後減速するだろう。
- **BSC の予測により、**2018 年の税引後利益が前年比 13.05%増の 8 兆 4,020 億となる。2018 年の EPS 及び簿価がそれそれ 1,870 ドン／株、18,275 ドン／株と見込みだ。

- **利益性。**NIM が 2.74%となった。2018 年第1四半期の ROA 及び ROE はそれぞれ 0.73%、12.4%となった、上場銀行の平均水準（それぞれ 0.96%、15.21%）より低かった。
- **資産の性質について。**不良債権率は低くて 1.25%に留まった。CTG は VAMC 社債の引当を完了した。不良債権の引当率が 98%に達した。しかし、大企業の貸付残高が多い。BSC の評価では、2018 年に CTG が不良債権の処理を強化する、特に第2議決が施行された後だ。
- **事業焦点**：（1）外国人投資家の保有率を引上げる。現在、CTG の外国人投資家の保有率は中央銀行の上限である 30%に達した。（2）不良債権の処理を強化し、VAMC の債券引当金を計上する。

VPB – 観察

VPB は連続で高い成長率を維持している。2013 年～2017 年に、税引後利益が平均に 59%増となった、中に FEcredit の寄与が少なくなかった。しかし、債権の性質、ローンプロセスを注意するべきだ。

- VPB は消費者金融分区に対すトップバンクであり、FECredit ブランドで市場シェアの 50%以上のを占めています。FECredit は貸付（連結）の 25%に寄与したが、2017 年の利益（連結）の 52%に寄与した、貸倒引当金費用の上昇のため、FECredit は 2018 年第 1 四半期の利益（連結）の 35%を寄与した。
- 2018 年第 1 四半期の業績。貸付成長率が 3.53%増となった、中に、親銀行のが 3.36％増、FEcredit のが 4.06％増となった。税引後利益（連結）が前年同期比 35.91%増の 2 兆 890 億ドンに達した。AIA の独占的な保険契約によりの非常利益を除く場合は、税引後利益（連結）が前年同期比 8.1%減となった。これは 2018 年第1四半期の貸倒引当金費用が前年同期比 57%増の 2 兆 6,520 億ドンとなったからだ。その中、FEcredit の貸倒引当金費用が 1 兆 7,170 億ドンだった。
- **高い利益性。**消費者金融の金利が 43.9%となる可能性があるから、VPB の利益性がトップになった。NIM（連結）が 8.82%となった。CIR は低水準で 31.19%となり、TCB のみ（28.13%）より高かった。ROA 及び ROE はそれぞれ 2.63%、25.78%となり、多くの上昇銀行の平均水準（それぞれ 0.96%、15.21%）より高かった。
- **2018 の税引前利益が 33%増の 10 兆 8,000 億ドンと見込みだ。**VPB の計画では、総資産が 29%増、貸付残高が 24%増、不良債権が 3%以下、税引前利益が 33%増の 10 兆 8,000 万となる。EPS が 3,566 ドン／株、簿価が 15,761 ドン／株と見込みだ。
- **しかし、資産の性質を注意するべきだ。**（1）販売圧力のため、貸付の情報の検証が速すぎ、殆どが電話と銀行のデータソースを通してチェックした。最近、消費者金融の事業の欠陥が良く出た、（2）VPB の貸付の 35%は担保資産がなっかた、中に、その 80%が FEcredit の貸付だった。（3）2018 年第1四半期の不良債権率が高くて

4.15%に達した。VAMC に売却した不良債権と含んだ不良債権率が 5.63%に達した。2018 年第 1 四半期の親銀行のみの不良債権率が 3.58%となった。(4)そのうち、2018 年第 1 四半期に、不良債権の引当率が低かった、中に、VPB の引当率が 46.6%、FEcredit の引当率が 40.45%となった。BSC の評価では、VPB の今後の貸倒引当金費用が引き続き上昇する。特に、FEcredit の債権を第2グループから不良債権のグループに移動する可能性が高い。

- リスク。(1)資産の性質を注意することが必要だ。(2)子会社、関連会社を樹立する、或いは買収する、他の金融機関と合併することは不良債権の圧力を拡大するだろう。

BID – 観察

BIDV はベトナムの最大の総資産と貸付規模、全国での支店がある銀行である。2018 年 6 月 29 日に、BID 株の時価が 26,000 ドン/株、P/B が 1.93xである。

- **2018 年第1四半期の業績について。**2018 年第 1 四半期に、貸出残高と預金残高のそれぞれが 1.37%、5.82%増加した。CTG と同様に、預貸率が高くて 96.56%となり、CAR が低くて 9%となった。これで BIDV の貸付成長を減速するだろう。税引後利益は前年比 8.44%増の 1 兆 9,780 億ドンに達した。NIM が 2.98%となった。ROA 及び ROE はそれぞれ 0.61%、14.52%となって、上場銀行の平均水準(それぞれ 0.96%、15.21%)より低かった。
- **BIDV の計画**。2018 年に貸付成長と預金成長はそれぞれ 17%、17%となる。税引前利益は前年比 7%増の 9 兆 3,000 億ドンに達す。
- **資産の性質について。**不良債権率が 1.62%となり、VAMC 社債を含むと、この比率が 2.7%に達した。不良債権の引当率が 81%となった。BID は大企業の貸付残高が多かった。疑問がある資産が約 64 兆 5,330 億ドンとなり、株主資本の 1270.3%を占めた。従って、将来に、貸倒引当金費用は引き続き上昇して、高水準に留まる。2018 年に不良債権の処理を強化している、特に第 42 議決が実施された時である。BID の担保総資産が 1,207 兆 1,900 億ドンに達した。
- **事業焦点**:BIDV は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、資産運営能力を改善し、会社の財務上の簿価を高め、成長性を引き上げる。

HDBank – 観察

2018 年 6 月 29 日に HDB の終値が 36,150 ドン／株、P/B が 2.39xで各上場銀行より高かった。

- 貸付成長率は前年同期比 10.9%増の 116 兆 VND となった。HDsaison の貸付規模はかなり小さいので、銀行の総貸付残高の 8.5%に寄与した。貸付成長率が 4.94% ytd だったが、利息総収入の 41%に寄与した。

- **税引後利益が前年同期比 183.52%増の 7,570ドンとなった。**VPB と違って、2018 年第1四半期の利益は親銀行の経営と共に貸倒引当金費用の上昇率が前年同期比 20%下落したことから来た。親銀行の利息収入が前年同期比 62%増の 1 兆 770 億ドン、親銀行の有価証券の売買によりの収入が 5.8 倍増の 2,430 億ドンとなった。
- **債権の性質について。**不良債権率が 1.63%となり、VAMC 社債を含むと、この比率が 2.44%に達した。不良債権の引当率が 64%となった。BSC の分析では、安全のため、HDB が貸倒引当金費用を引き上げる、特に HDSaison ブランドを通して消費者金融の活動を強化する時だ。

STB – 観察

2018 年 6 月 29 日に、STB 株の時価が 11,550 ドン／株、P/B が 0.88xで、上場銀行の平均水準 1.59xより低かった。しかし、STB の不良債権の規模、実質と処理進度を観察するべきだ。

- **大きな規模**。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。2018 年第1四半期に、資本金が 18 兆 8,520 億 VND、貸出残高が 229 兆 VND、預金残高が 339 兆 VND だった。
- **2018 年第 1 四半期の業績。**貸付成長率と預金成長率がそれぞれ 2.91%、6.06%だった。利息によりの収入が前年同期比 59%増の 1 兆 6,720 億ドンとなった、NIM が 1.91%に上昇した。そのため、経営利益が前年同期比 89.94%増の 5,850 億ドンとなった。金融事業とサービスの収入が多く成長し、不良債権の処理と STB の回復にサポートした。
- **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、リストラされた債務 6 兆 VND を計上した。また、疑義ある資産は 86 兆 VND。中央銀行はこれらの債権の処理期間が 10 年以内だと定めたが、経営陣は 3 年～5 年と予定している。
  - **不良債権の処理。**Dương Công Minh 会長によれば、2017 年末に STB が 19 兆 VND の不良債権の処理した。具体的には、債務 15 兆 VND をリストラし、担保資産 2 兆 8,000 億 VND を売却、VAMC に不良債権 2 兆 6,000 億 VND を売却し、未収金と不良債権よりの 14 兆 2,000 億 VND を回収した。しかし、STB は注意点は処理した不良債権の収入をまだ受けなかった。例えば、第 3Duc Hoa 工業団地の担保資産の売却の収入が 9 兆 2,000 億ドンだったが、STB は 9,200 億ドンのみを受けた、残りが 7 年間に支払われる。猶予期間が 2 年間である、延滞料が 7.5%/年である。従って、BSC は STB の不良債権の処理の実際状況と能力を懸念している。

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	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROA	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
ACB	13,420	4,875	4,449	8.00	1.85	1.58%	26.43%	35,600	42,702
MBB*	15,780	5,469	2,433	9.05	1.48	1.65%	17.74%	22,020	25,653
LPB	5,721	1,536	1,962	5.71	0.83	0.88%	15.72%	11,200	13,536
TCB*	17,712	7,872	2,251	13.55	2.06	2.65%	20.03%	30,560	32,812
VCB	35,028	12,349	2,979	19.47	3.46	1.15%	21.87%	58,000	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	12.97	1.33	0.74%	12.76%	24,250	27,413
VPB	30,075	8,640	3,566	8.05	1.82	2.91%	28.36%	28,700	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	12.61	2.05	1.35%	17.80%	36,150	N/A
STB		1,212	571	20.23	0.86	0.71%	5.18%	11,550	N/A

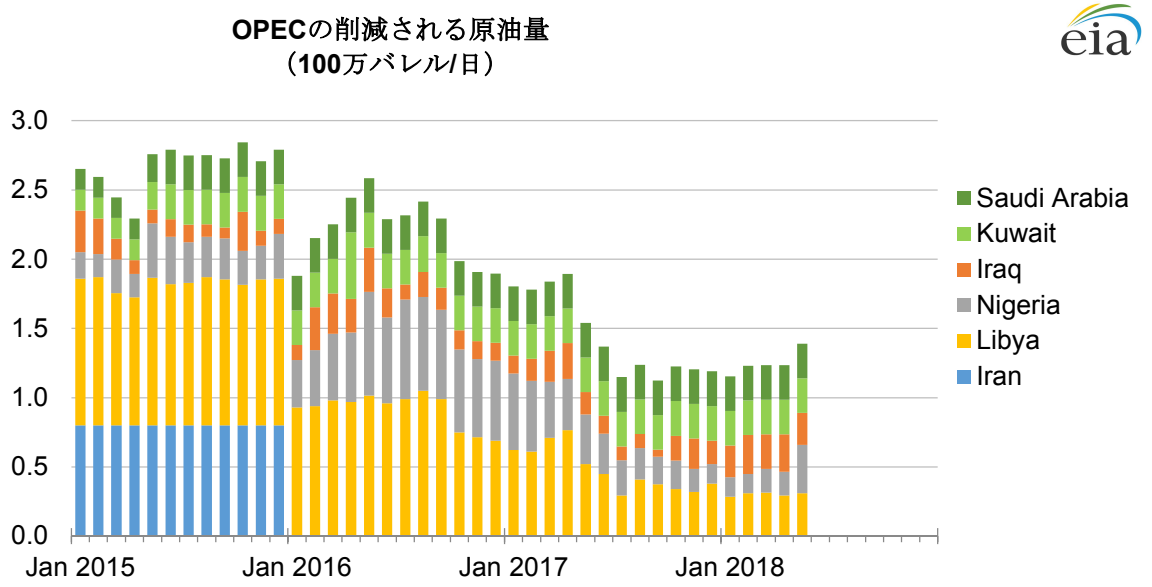
(ソース: BSC research)

(MBB, TCB lấy giá sau chia cổ tức bằng cổ phiếu và CP thưởng)

石油・ガス業 [有望]

- 米国とイランの政治的緊張が原油価格を引き上げたが、ベトナムでの価格上昇が遅くなった。2018 年 6 月の終わりに、Brent 原油の価格が前年同期比 60.79%増の 77.1USD/バレル、WTI 原油の価格が同比 63.07%増の 73.97USD/バレルとなった。
- 米国は引き続きシェールオイルの供給を強化する。
- 原油価格の上昇のおかげで、各企業の売上高が改善された。GAS 及び PVB の税引後利益はそれぞれ 20.3%、423.8%増となった。しかし、PVS 及び PVD は激しい競争で、まだ困難がある。
- 投資視点がポジティブである。GAS 株の買い注文を推奨したい。

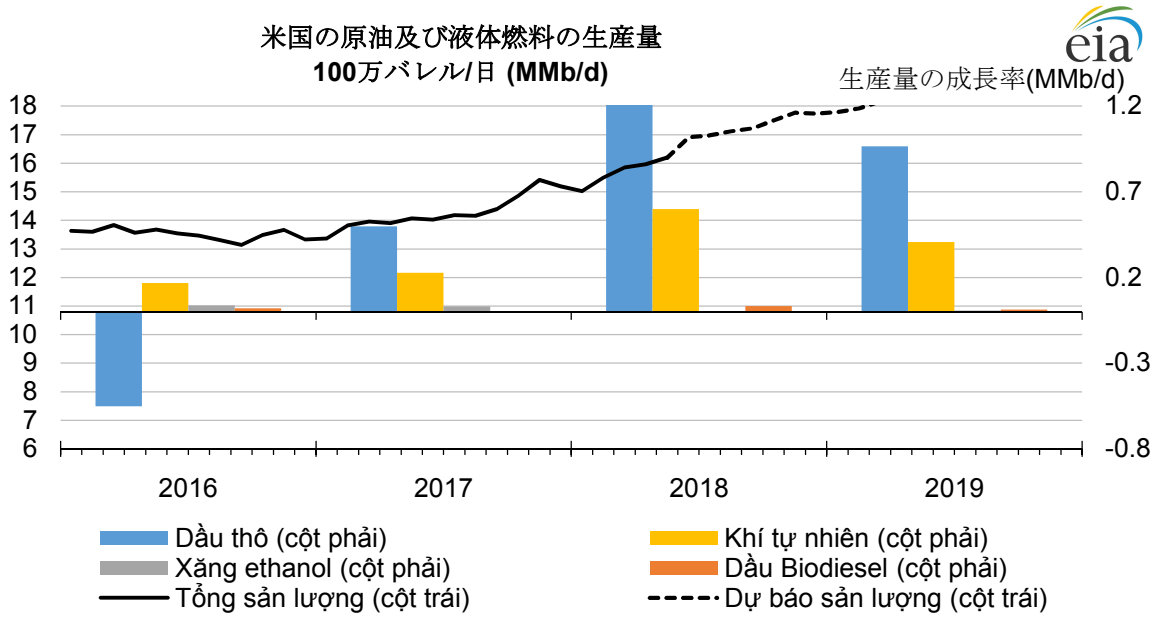
2018 年上半期に、米国とイランとの政治的緊張が原油価格を引き上げた。2018 年 5 月に、米国がイランの核取引を撤退した。イランは新刑罰のため、輸出原油の量が急減するだろ。2018 年 11 月 4 日から、米国の同盟国はイランからの原油の輸入量を 0 に引き下げて、イランの核計画の停止について新交渉を狙っている。これで、WTI 原油の価格が前年同期比 69.07%増の 73.97USD／バレル、Brent 原油の価格が同比 60.79%増の 77.1USD／バレルとなった。



(ソース: EIA, Short- Term Energy Outlook, June 2018)

世界の石油の需要が上昇したが、2013 年からの上昇率が減速した。EIA の予測によると、2023 年に、世界の石油の需要が 1 億 470 万バレル/年、CAGR が 6.9%と見込みだ。しかし、米国が燃費プログラムを強化し、バッテリー式電動輸送機器を使用、中国で電気自動車を使用することで、2023 年から、石油の需要は前年より 100 万バレル／日を減少するだろう（0.95%減）。

米国は引き続きシェールオイルの供給を強化する。2023 年に、米国の原油産量が 1,700 万バレル/日となる。CARG が 2.8%となり、370 万バレル／日に相当する。中に、シェールオイルは総産量の 47%を占める、800 万バレル／日に相当する。BSC の評価では、米国は引き続き世界の最大産油国である、国内の需要を叶える、OPEC に依存することを低下する。そのため、EIA の予測によると、2018 年第 2 四半期から、供給が需要を上回る、世界の石油の供給過剰が 8 万～79 万バレル／日となり、2019 年に原油価格の下落傾向がある。



(ソース: EIA, Short- Term Energy Outlook, June 2018)

2018 年第1四半期の業績について。2018 年の第1四半期に、原油価格が前年同期より回復したことで、石油・ガス企業の売上高が好調になった。GAS 及び PVB の売上高はそれぞれ前年同期比 11.7%増の 18 兆 1,620 億 VND、同比 44.9%増の 680 億 VND となった。しかし、設備、経験、財務面で優れた外国ライバル企業の販売価格が実際の生産コストより低くて、競争が激化しているために、PVD 及び PVS は困難になっている。現在、供給過剰のため、顧客は石油・ガス企業に価格の圧力をかける。

銘柄	主要製品	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	%YoY	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	%YoY
GAS	天然ガス	18,162	11.7%	22.0%	20.9%	2665	20.3%
PVS	石油掘削サービス	3,328	-1.4%	9.6%	8.5%	189	-31.2%
PVD	石油掘削サービス	1,106	119.8%	-4.0%	-1.5%	-253	18.1%
PVB	コーティング	68	44.9%	37.5%	-10.2%	18	423.8%

BSR	ガソリン・石油・ガス	24,091	N/A	N/A	N/A	1,293	N/A
OIL	ガソリン・石油	13,696	N/A	5.1%	N/A	194	N/A

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点ー有望

BSC は引き続き石油・ガスに対して有望と評価している。原油価格の反発は石油・ガス株の価格を引き上げる要因の 1 つだ。しかし、Ca Rong Do 案件など進度が遅い新案件は石油・ガス企業に影響している。そのため、世界の石油・ガス業の見通しが有望になるが、ベトナムの回復がかなり遅れるだろう。現在、2018 年の PVN の重要な案件は:第 2 段 Nam Con Son 案件、Su Tu Trang 油田案件、Lo B O Mon 油田案件である。これらの案件が計画通りに進めば、石油・ガス企業が利益を得るだろう。2018 年の注意銘柄は GAS、PVD、PVS、PVB、BSR、PLX、OIL である。

GAS – 買い –目標価格 106,940 ドン／株, 時価より 20.84%上回り

- 2018 年第1四半期、GAS の売上高が前年同期比 11.7%増の 18 兆 1,620 億ドンとなり、前引後利益が同期 19.85%増の 2 兆 6,650 億ドンとなり、EPS が 1.274 となった。業績が改善され、平均の原油価格が前年同期比 17.29%増の 66.59USD／バレルとなった。GAS の売上高及び税引後利益はそれぞれ計画の 32.5%、41.4%を完成した。2018 年の配当率が 30%と見込みだ。他方、GAS のリスクは 2018 年下半期の原石価格の変動、価格が安いガスの供給の低下のために、価格が高いガスを扱うということである。
- 多くの油田が導入される。2018 年第 1 四半期に Lo B O Mon 案件の展開は GAS のガスの供給量をより 640 億m3/年引き上げる。Su Tu Trang 案件では、GAS は Bach Ho 油田へ Bach Ho パイプライン 117kmでガスを運送する。BSC の予測によると、2020 年～2035 年に、ガスの採掘量が 150 億m3 と/年見込みだ。
- BSC の予測によると、2018 年の GAS の売上高が前年比 9%増の 70 兆 3,290 億ドンとなり、税引後利益が同比 8%増の 10 兆 7,350 億ドンとなり、EPS が 5,347 ドン/株である。BSC の評価では、原油価格の上昇傾向と共に 2018 年第 2 四半期の平均原油価格が 77USD／バレルであることで、GAS の 2018 年展望は明るいだろう。また、PVN が 2018 年及び 2019 年における GAS の株式保有率を 95.76%から 65%に低下するのは投資家の関心を誘致している。

PVS – 買い –目標価格 23,155 ドン／株, 時価より 33.84%上回り

- **業績が不振している**。2018 年第 1 四半期の財務諸表によると、PVS の売上高が前年同期比 1.4%減の 3 兆 3,280 億ドンとなり、売上総利益率が 2017 年第 1 四半期の 4.7%より 5%増となった、売上原価が約 2.6%を減少したからだ。税引後利益が同比 31.22%減の 1,894 億ドンとなった。理由は地質調査活動の損失と共に、コンテ

ナ船及び原油処理の事業における合併会社の利益が減少したからだ。又、現在のコンテナ船のリース料金が以前より低くなったので、PVS の売上総利益率が減少した。

- BSC の視点では、2018 年の売上高が前年比 1.35%増の 17 兆 390 億ドンとなり、親会社株主利益が同比 12.2%増の 8,980 億ドンとなり、EPS が 1,809 ドン／株と見込みだ。2018 年 6 月 29 日に、PVS 株価が 17,300 ドン/株、PE が 9.56xとなった。CRD 案件の売上高を除けば、税引後利益が前年比 1.2%減の 7,910 億ドンとなり、PE 及び PB がそれぞれ 9.78x、0.64xと見込みだ。
- PVS は 2018 年に新株の 1 億 4,294 万 4,134 株を発行し、そのうち株式配当の割合が 7%（3,126 万 9,029 株と相当）であり、Ca Rong Do 案件に 1 兆 1167 億 5,000 万ドンを投資するために有償増資により新株の 1 億 1,167 万 5,105 株（発行価格が 10000VND／株）を発行する計画。現在、この計画は PVN に提出された。新株発行のため、取引所を移動することは延期されている。

PVD – 観察

- 2018 年第1四半期に、売上高が前年同期比 10.3%増の 5,550 億ドンとなったが、税引後利益が前年同期比 4%減と 1,750 億ドンの赤字となった。理由は掘削リグの数が増えたが、リース料金が安くて、固定費が高かったことで、掘削リグの事業の売上原価が前年同期比 24.3%増の 6,340 ドンとなった。また、借入コスト及び管理費用が高くて、それぞれ 405 億ドン、1,140 億ドンとなったことで、経営活動の純利益が赤字となった。
- PVD は 2018 年下半期に困難を引き続き直面すると予測された。現在、第1基、2基、3基、6基の掘削リグは稼動しており、リース料金は約 55,000～60,000 ドル／日、損益分岐点 65,000～70,000 ドル/日より下回っている。第5基は Ca Rong Do 案件を待機している、損益分岐点は 80,000～90,000 ドル／日である。
- BSC の予測によると、PVD の 2018 年利益は 3,220 億ドンの赤字となるだろう。2018 年の繰り入れ額は 1,000 億ドンだけとなるだろう。

PVB – 買い –目標価格 19,600 ドン／株, 時価より 36.11%上回り

- 2018 年第 1 四半期の業績によりと、売上高が前年同期比 44.9%増の 681 億 3,000 ドンとなり、税引後利益が同比 423%増の 1,81 億 4,600 万ドンとなった（2017 年第 1 四半期の税引後利益が 56 の赤字となった）。Vietsovpetro の CaTam 案件のコーティング CTC1—RP2 事業からの売上高が約 1,600 億ドンとなったら、BSC は PVB 対して有望だと評価している。他方、2018 年 6 月に、PVB は GAS と Gaslift のコーティング案件を受けた。現在、完成品パイプラインを譲り渡している。
- BSC の評価では、PVB のコア事業が改善できる、コーティング事業からの 2018 年の売上高は前年の 2,400 億ドンに達すと見込まれた。錆び防止案件からの売上高は 500 億ドンであると見込まれる、建設量の 140,000 ㎡に相当する。また、2018 年下半期～2023 年の案件は売上高に顕著に寄与する。具体的には、2019 年～2023

年の Lo B 案件及び第2期 Nam Con Son 2 案件、2019 年～2023 年の Su Tu Trang 案件のパイプライン 70 km、2020 年の Sao Vang Dai Nguyet 案件のパイプライン 30 km、Exxon Mobil の Ca Voi Xanh 案件である。

- BSC の予測では、2018 年の売上高と税引後利益がそれぞれ 2,070 億ドン、200 億ドン以上となり、EPS 及び簿価がそれぞれ 935 ドン、19,639 ドンと見込みだ。2018 年 6 月 29 日の終値が 15,400 ドン／株となり、P/E 及び P/B がそれぞれ 16.47x、0.78 xとなった。

BSR – ホールド

- 2018 年上半期の業績によると、消費量が 360 万tとなり、生産量が 350 万tとなり、売上高が 53 兆 9,190 億ドンとなって 2018 年計画の 69%を完成し、税引後利益が 2 兆 6,990 億ドンとなって 2018 年計画の 77.6%を完成した。
- **2018 年の業績計画**。BSR は消費量が 630 万t、売上高が前年比 3.5%減の 78 兆 3,650 億ドン、税引前利益が同比 54%減の 3 兆 7,060 億ドンを目標とする。
- **2018 年業績の予測**。BSC の予測では、2018 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 33%増の 108 兆 4,070 億ドン、同比 3.3%減の 7 兆 4,560 億ドンに達す。(1) 生産量及び消費量は 700 万tに達する。(2) 生産能力は 109%となる。(3) ブルームバーグの主要機関からの予測データによると、原油価格が引き続き上昇し、平均価格が 65 ドル／バレルであると見込まれた。(4) ガソリン及び DO 油に対するクラックスプレッドはそれぞれ 10.46 ドル／バレル、11.44 ドル／バレルとなる。

OIL – 観察

- **2017 年の業績。**2017 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 52%増の 59 兆 7,420 億ドン、同比 14.2%減の 4,885 億ドンに達した。2017 年の EPS は 414VND ／株だった。2017 年の売上高と利益は原油価格の回復で小幅改善された。従って、PVOIL の平均ガソリン販売価格は 2016 年より 12～14%に上げた。DO 油の価格は前年比 20%増となった。
- **2018 年 4 ヶ月の業績。**売上高（連結）は 16 兆 5,000 億ドン、年間計画の 40%を完成した。税引前利益（連結）は 2,150 億ドン、年間計画の 63%を完成した。石油・ガスの販売量は 106 万m3、年間計画の 34%を完成した。Binh Phuoc 工場は改修している、2018 年 5 月に再び稼動する。
- 石油事業の伸びしろは多くなる。(1)石油製品の消費は 2020 年までに 3.5%から 5.5%に伸びし続けると予測されている。(2)PVOil には、特に小型ガソリン店の M&A 戦略を通じて、成長率の余地が大きく残っている。
- **戦略パートナへの株式の販売を臨時に中止した。**戦略パートナへの 4 億 6,250 万株（資金の 44.7%に相当する）の売却の時間を延長する提案は政府に拒否された。PVOil によると、最も優先されているのは 2018 年 8 月に企業モデルを国営企業から株式会社に変更することだ。原油事業における運動・経営について経験を経てい

る戦略パートの参加は PVOil の稼動効果を改善されるだろう。また、ベトジェットエア株式会社と協力している SOVICO は融資やジェット燃料部門の開発についてPVOil を支援することができ。そのため、BSC は資金回収は必要だと評価した。

- **2018 年業績の予測。**BSC の予測によると、2018 年の売上高は前年比 11%増の 66 兆 2,670 億ドン、親会社株主利益は同比 19.3%増の 5,100 億ドンに達す。2018 年の EPS が 493VND／株、予想 PE が 41.5x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（ドン／株）	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	88,500	106,940
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.40	0.20%	0.34%	13,650	N/A
PVS	17039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	17,300	23,155
PVB	207	20	935	16.47	0.78	4.6%	4.9%	15,400	19,600
BSR	108407	7,456	2,405	7.48	1.53	12%	23.01%	18,000	N/A
OIL	66267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,500	N/A

(ソース: BSC research)

電力業 [有望]

- 4 月及び 5 月の商業用電気生産量は前年同期比 10.2%増の 320 億 8,000 万 kWh に達した。
- 電力伝送の安全は関心されている。500kV 伝送システムを国家安全保障関連プロジェクトのリストに入れることは政府に承認した。
- 水力発電所は第 3 四半期に困難を直面する。
- 水力発電所の売上高は大幅に改善して、平均に前年同期比 33.8%増となった。

4 月及び 5 月の商業用電気生産量は前年同期比 10.2%増の 320 億 8,000 万 kWh に達した。累積 5 ヶ月の生産量が前年同期比 10.56%増の 744 億 2,000 万となった。工業用電気消費量が 10.98%増となって、全体の 55.1%を占めている。他方、農業用電気消費量が 25.3%増となった。

電力伝送の安全は関心されている。500kV 伝送システムを国家安全保障関連プロジェクトのリストに入れることは政府に承認した。今後の 500kV 伝送のプロジェクトのラインは Vinh Tan – Song May – Re Tan Uyen、Duyen Hai – My Tho – Đuc Hoa、Long Phu – O Mon、Song Hau – Đuc Hoa、Nho Quan – Thuong Tin、Thuong Tin – Tay Ha Noi、特に Quang

Trach – Doc Soi – Pleiku である。500kV 伝送システムは国家電力網のバックボーンとみなされ、特に南部発電の減速との背景で、南部に経済発展のための電力供給を確保する。

水力発電所は第3四半期に困難を直面する。第 3 四半期の降雨量は前年同期と同じだと予想されている。しかし、水源と河川流量は例年の平均量より 10～20%を不足すると予想された。また、10 月に、エルニーニョに変更する可能性 50～60%は水力発電所の稼動に影響して、火力発電所の生産量を引き上げるだろう。

業績について。CHP 及び SHP を除いて、殆どの企業の業績は第 1 四半期に好調で、平均に 33.8%増となった。水力発電所の売上高は水量の安定で引き続き伸びた。ガス、炭など燃料の価格が急増したので、火力発電所の電気価格が上昇した。

銘柄	主要製品	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	%YoY	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引総利益（10 億ドン）	%YoY
POW	火力発電	8,356	12.0%	16.1%	14.8%	780	30.6%
NT2	火力発電	2,021	14.3%	18.0%	22.0%	235	-11.7%
PPC	火力発電	1,801	22.1%	14.8%	16.8%	191	34.2%
BTP	火力発電	630	273.8%	23.5%	-1.0%	109	-339.0%
NBP	火力発電	165	4.0%	5.7%	7.0%	3	104.9%
VSH	水力発電	237	23.0%	74.8%	70.8%	155	25.0%
TMP	水力発電	165	23.9%	56.6%	51.7%	68	40.9%
TBC	水力発電	134	80.6%	74.1%	63.1%	79	105.8%
SEB	水力発電	105	4.4%	75.1%	76.1%	67	7.1%
SBA	水力発電	81	-3.0%	74.6%	70.3%	39	7.6%
SJD	水力発電	78	18.9%	57.9%	56.0%	33	32.8%
SHP	水力発電	62	-19.3%	-1.0%	20.4%	-27	121.0%
HJS	水力発電	34	-3.5%	39.3%	39.5%	7	-0.3%
PIC	水力発電	33	22.3%	67.0%	74.0%	16	-10.7%
CHP	水力発電	0	-100.0%	-152 lần	70.8%	-74	-153.3%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点ー有望

BSC は引き続き電力業の投資見通しを「有望」と評価している。電力企業は安定だし、配当率が高いし、ベータが低いから、各株式が保守になった。電気需要が上昇し、販売価格が改善することは今後の電力企業の成長の要因である。特に、2018 年末に、原油及びガスの価格が安定すると、火力発電所の業績がポジティブになる。また、発電所の株式以外、投資家は GEX、REE、PC1 を関心するべきだ。

NT2ー保持—買い –目標価格 30,100 ドン／株, 時価より 3.4%上回り。

2017 年に、NT2 は工場を改修した、稼働能力を 774MW を引き上げた、3 年間に稼動の安定を保障している。NT2 の利益に影響する要因は為替レートである。しかし、米ドルの安定と共にユーロが弱くなっていることは 2018 年の NT2 の業績に好影響する。現在、石田での採掘量の減少のために、火力発電のためのガス供給量が不足になっている。しかし、第2 Nhon Trach 工場が比較的良好な負荷領域である東南部にいるので、産出・経営のためのガスの供給を優先されている。BSC の予測によると、NT2 の発電量は成長率が 3%/年、2018 年に 4 兆 8,000 億 kWh となる。NT2 の利益が 8,490 億ドンとなる、EPS は 2,958 ドン／株と見込みだ。

2018 年第 1 四半期に、NT2 は生産量が 13 億 3,000 万 kWh となり、売上高が 2 兆 210 億万となって年間計画の 29%を完成し、税引後利益が 2350 億万となって年間計画の 31%を完成した。

PCCー保持ー目標価格 19,200 ドン／株, 時価より 9.09%上回り。

2018 年に、PPC は円建て債務再編を完了した。そのため、業績が安定になって、為替リスクに影響されないようになった。PPC の工場は長年に稼動していた、能力が低くなっているので、年間生産量は減少傾向がある。2018 年の生産量は 4 兆 5,000 億 kWh に減少すると見込みだ。また、PPC が投資している QTP は安定に稼動している、2016 年から利益を得た。BSC は PPC が 2018 年に引き続き引当金を戻し入れすると予測した。PPC の売上高及び税引後利益がそれぞれ 6 兆 6,130 億ドン、8,770 億ドンとなり、EPS が 2,688 ドン／株と見込みだ。2018 年第1四半期に、売上高が前年同期比 22%増の 1 兆 8,010 億ドン、生産量が同比 21%増の 14 億 3,000 万 kWh、利益が 1,910 億ドンとなった。

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目的価格
PPC	6,613	877	2,688	10.82	0.99	11.46%	15.90%	17,600	21,202

NT2	8,071	849	2,958	9.83	1.61	7.74%	14.80%	29,100	30,200

(ソース: BSC research)

IT 業[有望]

- 世界の IT 業は 2018 年に前年比 6.2%増の 3 兆 7,000 億ドルとなると見込みだ。
- 2018 年上半期の電気通信事業の売上高は前年同期比 5.1%増となった、登録されていない SIM カードの削減のため。
- 好業績:FPT の 2018 年 5 ヶ月の税引後利益が前年同期比 34%増の 9,360 億ドン、CMG の 2017 年～2018 年の税引後利益が前年比 9%増の 1,338 億ドンとなった。

Gartner の予測によると、世界での IT 市場は 2018 年に前年比 6.2%増の 3 兆 7,000 億ドルとなると見込みだ。これは 2007 年からの Gartner に予測された最も高い成長率で、IT 業の新しい開発サイクルのシングルである。そのうち、ソフトウェア企業の成長率は 2018 年に最も高くて 11.1%となると予測された。ソフトウェア業は引き続きデジタルビジネスの発展を活用する。2019 年に、ソフトウェアアプリ市場が引き続き拡大し、ソフトウェアインフラは成長して、近代化イニシアチブによって強化される。

2018 年上半期の通信事業の売上高は前年同期比 5.1%増の 1,883 億ドンとなった。登録されていない SIM カードの削減は各企業の成長率を引き下げた。2018 年 6 月の終わりに、電話加入者の総数が前年同期比 0.3%増の 1 億 2,690 万人となった。中に、携帯電話加入者が 1 億 1,940 万人となって前年同期と同様した。電話加入者の数の横ばいは登録されていない SIM カードが引き続き削減されている。固定ブロードバンド加入者は前年同期比 25.4%増の 1,260 万人となった。

投資観点ー有望

BSC は引き続き IT 産業—通信業の投資見通しを「有望」と評価している。好業績と共にソフトウェアのアウトソーシングの顕著な成長のため、BSC は FPT、CMG を有望視している。

FPTー買いー目標価格 52,819 ドン／株, 時価より 27.27%上回り。

2018 年 5 ヶ月の業績が好調だった。売上高及び税引後利益がそれぞれ 21%、34%増となった。外国市場は FPT の 2018 年 5 ヶ月の成長の要因である。具体的には、外国市場からの売上高が前年同期比 25%増となった。外国市場からの税引前利益は同比 35%増となって、総利益(連結)の 35%を占めた。2018 年 5 ヶ月に、ソフトウェアのアウトソーシングの売上高と税引前利益はそれぞれ前年同期比 27%増の 2 兆 8,690 億ドン、同比 27%増の 4,410 億ドンとなった。日本は FPT の最も大切な市場である。日本市場からの売上高は前年同期比 26%増の 1 兆 6,970 億ドンとなって、全体の 59%を占めた。

テクノロジー事業が引き続き成長の要因である。5 月に、FPT は日本と 2 つのデジタルコンバージェンスの契約を締結した、契約の価値が 3,000 万ドルに達した。FPT は ISE Foods グループの鶏卵を生産する工場にに新らしいテクノロジーを導入する。また、FPT は IT トレーニングサービス及び BPO トレーニングサービスを Toppan Printing に提供している。他方、

FPT IS は 2 つのパッケージを獲得した。これはオペレーティングシステムを Windows 7 にアップグレードし、ATM 用の Solid Core Suite システムをアップグレードすることである。IT 資産調達はネットワーク機器である。BSC はこれらの契約が FPT の次の数年の売上高に好影響すると評価している。

業績予測。2018 年の FPT の売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 11%増の 21 兆 9,000 億ドン、同比 18%増の 3 兆 4,840 億ドンと見込みだ。中に、成長は主にテクノロジー事業から来る。テクノロジー事業の税引前利益は前年比 29%増の 1 兆 4,600 億となると予測された。BSC の予測では、2018 年の FPT の売上高、税引前利益、税引後利益はそれぞれ 22 兆 950 億ドン、3 兆 4,920 億ドン、3 兆 420 億ドンとなる、親会社株主利益は 2 兆 4,390 億ドンに達す。2018 年の EPS は 3,994VND／株である。

CMG－買い－目標価格 27,103 ドン／株, 時価より 27.24%上回り。

2017 年の業績が僅かに伸びた。売上高が前年比 11%増の 4 兆 8,690 億ドンとなり、税引前利益が同比 20%増の 4,260 億ドンとなり、親会社株主利益が同比 9%増の 1,338 億ドンとなった。中に、IT 事業の売上高及び税引前利益はそれぞれ前年比 28%増の 3 兆 930 億ドン、同比 51%増の 430 億ドンとなった。通信事業の売上高及び税引前利益はそれぞれ前年比 15%増の 1 兆 445 億ドン、同比 40%増の 1,740 億ドンとなった。その事業の売上高及び税引前利益はそれぞれ前年比 65%減の 7,960 億ドン、同比 72%減の 350 億ドンとなった。その事業の急減は以前からの通流と小売を含めている。現在、CMG はこの事業の資金を回収していて、段々ハードウェアの保証及び修理の事業に変換している。

IT 業及びソフトウェア。CMC global は韓国の CJ 企業を契約を締結し、CMC Japan は SAMSUNG SGS と戦略的な契約を締結した。情報セキュリティに関して、NRI Security は CMG の製品に注目している。他方、政府がサイバーセキュリティ法を承認されたことで、各企業は国内でクラウドデータソースを保持しなきゃ。そのため、ストレージサービスにおける CMG の機会が多くなる。

通信事業。現在、国内での CMG が所有している 3 つのケーブルラインは北南、ハノイ－ランソン、ホーチミン－モックバイである。3 つの国際海ケーブルは IA、AAG、APG である。北南光ファイバケーブル用の 96FO は最先端テクノロジーで波長当たり 100Gbps のケーブルである。この光ファイバケーブルのおかげで、競争優位性の以外、CMG は 10 億ドン/月を倹約し、通信市場をさらに拡大できるだろう。

BSC の予測。2017 年～2018 年の親会社株主利益は前年比 43%増の 2,050 億ドン、EPS が 2,853 ドン／株である（福利厚生の積立後）。2017 年/2018 年に CMG の事業運営が好調だが、まだ大幅な成長がなかった。CMG の売上総利益率は通信とシステム・インテグレーションで改善されつつある。

(ソース: BSC research)

銘柄	2018 年の収入	2018 年の税引後利益	2018 年の EPS	PE 2018	PB 2018	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目的価格
FPT	22,095	3,042	3,994	13.22	2.37	11.72%	22.4%	41,500	52,819
CMG	5,008	205	2,853	9.47	1.23	12.28%	20.1%	21,300	27,103

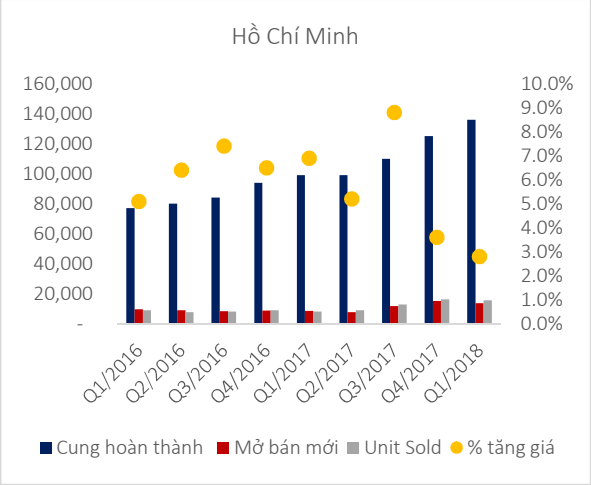
不動産業[有望]

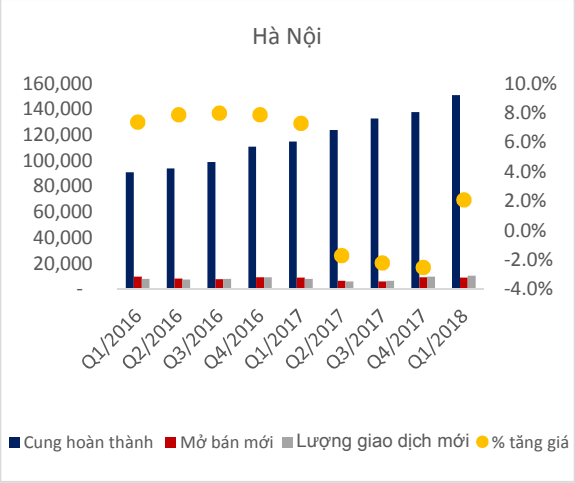
- アパートの需要が上昇したが、引き渡す物件の数が減少した。2018 年第 1 四半期に、ホーチミン市での取引物件の数が前年同期比 91%増の 15,586 戸となった。ハノイ市では取引物件の数が前年同期比 30%増、8%増の 10,600 戸となった。2018 年第 1 四半期に、ホーチミン市及びハノイ市での引き渡す物件はそれぞれ 10%減の 13,647 戸、-4.2%減の 9,000 戸となった。
- ホーチミン市及びハノイ市での二次市場の平均価格がそれぞれ前年同期比 2.8%増、同比 2.1%となった。
- 市場への供給が上昇すると予測された。土地の価格は引き続き 2018 年上半期に急増した。
- 2018 年第 1 四半期の業績。売上高及び税引後利益が前年同期比 79%増、120.5%増となった。
- BSC は、不動産業の投資見通しを「**有望**」と評価している。

需要が上昇したが、引き渡す物件の数が減少した。JLL のデータによると、ホーチミン市では、取引物件は前年同期比 91%増、先月より 4%減の 15,586 戸となったが、ハノイ市では取引物件は前年同期比 30%増、8%増の 10,600 戸となった。2018 年第1四半期の引き渡し物件の数は減少した、中に、ホーチミン市及びハノイ市での引き渡し物件はそれぞれ前年同期比 10%減の 13,647 戸、同比 4.2%減の 9,000 戸となった。

ハノイ市での不動産市場は取引物件の数及び販売価格における活発になっている。主には新案件が展開されているから来た。

ホーチミン市及びハノイ市での二次市場の平均価格が僅かに上昇した。具体的には、ホーチミン市での二次市場の価格は先月より 0.9%増、前年同期比 2.8%増となった。ハノイ市での二次市場の価格は先月より 1.2%増、前年同期比 2.1%増となった。

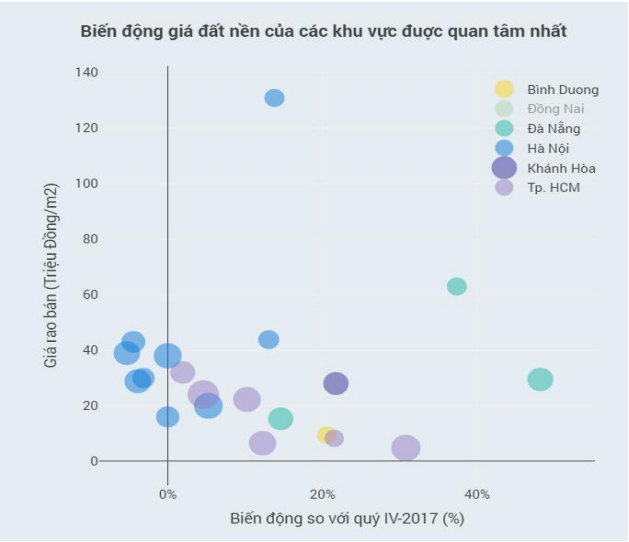




(ソース： JLL, BSC Research)

市場の供給が上昇すると予測された。Carina マンションの火事の後で、物件の販売が中止された。JLL の予測によると、市場は 32,000～35,000 戸が増える、主に中低価格の分区に集中する。中低価格の物件は今後に流行になっている。理由では（1）土地の価格の急増のために、住宅の実質的な需要と共に財務水準の該当；（2）インフラが改善されています。2018 年下半期に販売される案件は Vincty、Gem Riverside、Opal Premium (DXG)、Waterpoint (NLG)、Sapphier、Corona City、Tan Tao 工業団地、第2Phong Phu (KDH)、Sun Avenue Residence、Sunrise Cityview、Riverside (NVL)、Vinhomes Gallerry (VHM)、Hinode City Plaza である。

土地の価格は引き続き 2018 年上半期に急増した。2017 年の価格の急増の後、2018 年に、ホーチミン市、ハノイ市、北ヴァンフォン、ヴァンドン、フーコック島での土地の価格は引き続き急増した。batdongsan.com.vn のデータによると、2018 年第１四半期の上昇率は 2017 年第 4 四半期の 5%～10%だった。最も上昇したのはホーチミン市の郊外（Hoc Mon 21.5%増、Cu Chi 30.79%増）；Nha Trang（21.8%増）、Ngu Hanh Son（48.2%増）である。BSC の評価によると、土地の価格の急増のために、収入が制限されている顧客は土地の代わりに手頃なアパートを買う。そのため、中低価格の物件は 2018 年にも、その後も、不動産業のハイライトになっている。



(ソース: batdongsan.com)

不動産業の 2018 年第1四半期の業績が好調になり、売上高及び税引後利益がそれぞれ前年同期比 79%増、同比 120.5%増となった。BSC のデータによると、2017 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 79%増の 24 兆 9,160 億 VND、同比 120.5%増の 6 兆 VND となった。VIC は多くの小売事業がある複合企業ので、不動産業から除かれた。他方、VRE 及び VHM を不動産業に入れた。不動産業の成長は主に VHM から来た、VHM の売上高が全体の 42.2%を占めた、VHM の利益が全体の 64.8%を占めた。VHM 及び VIC と関係がある企業を除けば、業界の売上高及び税引後利益はまだ好調で、より合理だった。除いた売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 39.5%増の 12 兆 7,640 億ドン、同比 40.8%増の 1 兆 5,770 億ドンとなった。

不動産業の利益は好評及び大規模がある企業に集中した。不動産業の明暗は狭く分かれている、65 社うちの 41 社の業績が前年同期比 63%増となった。BSC の予測によると、時価の総額が大きい企業（VRE、VHM、DXG、KDH、PDR、NLG、SCR）及び評判が高い企業は業界の利益の 84%を占めた。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	2017 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	% YoY	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	2017 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	% YoY	在庫（10 億ドン）	前受金額	前受金額/ 在庫
VHM	10,054	3,377	197%	3,906	915	326%	26,117	16,991	65%
NVL	411	641	-36%	106	110	-4%	28,605	10,401	36%
KDH	411	641	-36%	106	110.1	-4%	4,953	1,258	25%
PDR	382	205	86%	153	45	241%	6,322	619	10%
KBC	651	435	50%	209	177	18%	8,218	416	5%

DXG	1,184	586	102%	319	152	110%	3,097	1,284	41%
NLG	539	256	111%	32	21	50%	3,822	884	23%
DIG	352	249	42%	9	(16)	-156%	3,757	1,263	34%
HDG	225	166	35%	18	1	3299%	3,205	317	10%
SCR	809	276	193%	8	6	29%	4,115	2,721	66%
TDH	551	244	126%	29	41	-30%	551.2	50	9%
ITC	79	77	2%	9	9	-3%	2,769	442	16%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点ー有望

BSC は、2018 年下半期に不動産株に対して有望と評価している。2018 年に、アパートの供給の急と共に物件販売進捗が順序であることで、次の数年に、不動産企業の売上高及び利益が好調だろう。BSC の推奨銘柄は VIC, KDH, DXG, NLG, HDG, SCR である。他方、BCS は VHM、VPI、Cenland、HPX など新規上場株式を観察している。

DXG－買い－目標価格 34,650 ドン／株, 時価より 27.3%上回り。

DXG は 好評がある仲介会社である、国内のシェアの 20%を占めている。仲介の経験と案件の魅力を利用することで、DXG はゼネコンになって、中級の分区に集中している。2018 年の業績が好調になる理由は（1）Opal Riverside 案件、Lux Garden 案件、Opal Garden 案件を引き渡す；（2）二次仲介事業の成長率が 25%である。BSC の予測によると、2018 年に、売上高が前年同期比 74.4%増の 5 兆 270 億ドンとなり、親会社株主利益が前年同期比 78.6%増の 1 兆 3,410 億ドンとなり、予想 EPS が 3,919 ドン／株である。

NLG－買い－目標価格 37,700 ドン／株, 時価より 25.4%上回り。

2018 年第 2 四半期に、WaterPoint（WP）案件が始まった。この案件の規模（365 ヘクタール）と価値が大きい。棚卸資産は 1 兆 5,040 億ドン（42 万ドン/m2に相当する）である、その地域の 800 万～900 万ドン/m2より低かった。売上高及び純利益はそれぞれ 10 兆 7,000 億ドン、2 兆 2,300 億と見込みだ、2020 年から収入を計上する。他方、NLG は WaterPoint 案件に対して日本と契約を締結する予定がある。譲渡の収入はせいぜい 150 ヘクタールだと見込まれた。BSC の予測によると、2018 年の売上高が前年比 27%増の 4 兆 3,840 億ドンとなり、税引後利益が同比 20.5%増の 6,150 億ドンとなり、予想 EPS が 3,253 ドン／株である。税引後利益は今年の WP 案件の譲渡からの収入を含めない。

KDH –観察

KDH は評判が高くて、ホーチミン市での最も広い土地を所有している不動産企業である。KDH はタウンハウス及び別荘の分区における好評がある。KDH は Jamila 案件や Sapphira 案件を通して高層の分区に手をかけている。不動産業の売上高を計上する時期の特殊のため、2018 年第 1 四半期の業績は僅か下落した。中に、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 36%減の 4,130 億ドン、同比 4%減 1,060 億ドンとなった。BSC の予測によると、売上高が前年比 25.9%増の 3 兆 8,450 億ドンとなり、親会社株主利益が同比 47.8%増の 7,420 億ドンとなり、2018 年の予想 EPS が 1,915 ドン／株である。

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（ドン／株）	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
DXG	5,027	1,314	3,919	6.6	1.3	24%	10%	27,200	39,800
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.6	14.3%	6.7%	28,000	37,700
KDH	3,854	742	1,915	16.2	1.62	8.11%	5.17%	31,000	N/A

（ソース: BSC research）

損害保険業[有望]

- 2018 年上半期の保険料からの売上高は前年同期比 13%増となった。
- 国内自動車の消費量の減少は自動車保険の事業に大きく影響した。
- 損害保険業の大企業は慎重に利益の計画を立つ、主に成長率が 5%～10%である。

2018 年上半期の保険市場が顕著に上昇した。保険料の売上高が前年同期比 23%増となった。中に、損害保険料と生命保険料からの売上高はそれぞれ 13%、32%増となった。

国内自動車の消費量の減少は自動車保険の事業に大きく影響した。ベトナム自動車工業会(VAMA)のデータによると、2018 年 5 ヶ月の自動車の販売総量は前年同期比 6%減の 102,000 台となった。また、国内の自動車の販売価格の減少も多くの企業の自動車保険料の売上高に大きく影響した。そのため、自動車保険料からの売上高が 10%減となった。

損害保険業の大企業は慎重に利益の計画を立つ、主には 5%～10%である。2018 年に損害保険業が引き続き成長している、成長率が 10%以上と見込まれたのに。原因は市場の競争が激化し、災害の状況について予測が難しい。計画によると、売上高は 6%増となるが、利益はかなり低い。MIG は子会社の資金回収のために、成長率が高いと予測された。残りの企業の利益は 2017 年より下がると見込まれた。

銘柄	2018 年の計画の売上高（10 億ドン）	2017 年の売上高（10 億ドン）	2018 年の計画の税引前利益（10 億ドン）	2017 年の税引前利益（10 億ドン）	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	年間計画比	2018 年第 1 四半期の税引前利益（10 億ドン）	年間計画比
PVI	9,069	9,029	587.00	683.00	2300	25.36%	207.30	35.32%
BMI	4,300	4,089	210.00	199.26	888.96	20.67%	84.09	40.04%
PTI	3,683	3,466	120.00	186.44	811.07	22.02%	39.39	32.83%
PGI	3,261	3,147	171.35	156.35	585.20	17.95%	43.56	25.42%
MIG	2,500	2,139	146.00	55.54	373.28	14.93%	15.06	10.32%

(ソース: 財務諸表, 企業の定期株主総会資料)

業績について。保険企業の第 1 四半期の業績が好調になったが、各企業の成長率は隔たりがあった、主には販売ポリシーの違いから来た。2018 年第 1 四半期に、利率の安定と共に証券市場の成長のおかげで、金融活動による利益が上昇した。しかし、PGI のみは 2017 年第 1 四半期に SAB 株の利益確定の及びビン・ドゥオンでの不動産案件からの異常な利益を計上したから、2018 年第 1 四半期の利益が下がった。第 1 四半期に、損害保険企業の利益も良く成長した。

	PVI	BMI	PTI	MIG	BIC	PGI
2018 年第 1 四半期保険料の収入	1,939.9	891.44	935.98	427.79	453.86	623.69
前年比	15.47%	6.37%	23.93%	2.63%	6.41%	5.20%
2018 年第 1 四半期損害率の増減	42.42%	49.77%	53.55%	44.69%	42.65%	47.16%
2017 年第 1 四半期損害率の増減	47.99%	61.3%	53.33%	40.76%	40.67%	53.47%
2018 年第 1 四半期混合率	98%	95.8%	99.8%	104.6%	103.1%	94.4%
2017 年第 1 四半期混合率	97%	99.7%	101.7%	102.6%	100.6%	101.7%
金融活動による利益	147.3	48.67	35.33	31.28	78.06	11.68
前年比	89.7%	17.0%	-28.7%	20.1%	45.3%	-75.2%
2018 年第 1 四半期の税引前利益	207.3	84.09	39.39	12.01	53.11	43.56
前年比	53.9%	62.5%	-3.2%	-25%	19.9%	9%

(ソース: 各企業の財務諸表)

投資観点ー有望

BSC は、損害保険業に対して有望と評価している。経済の高い成長率ので、損害保険業の成長率が 10%以上であり、特に健康保険業及び財務保険業の成長率が 20%以上となった。現在、各企業の株式は安い時価（簿価以下）で取引されている。PVI や BMI など大企業の資金回収および保有率の上昇は今後の保険株の価格を引き上げる。

PVI – 買い –目標価格 37,830 ドン／株 –時価より 30.45%上回り

- PVI は損害保険市場のシェアの大きさに対する第 2 位に立っている、特に資産保険事業における権力がある。2018 年第 1 四半期には、PVI の保険料の売上高が 15%増となった、損害率が 66%に上昇したが、利益率がまだ 16%となって 2017 年と同じだった、再保険の継承のため。金融活動による利益が 89%増となったことで、代 1 四半期の PVI の利益が 56%増となった。
- 2018 年の計画について。売上高が 9 兆 690 億 VND となり（2017 年と同じ）、税引後利益が 4,580 億 VND となる（2017 年より 1,000 億低い）と予測した。PVI は 2018 年の計画を上回ることに対する確信している。
- PVI は業界での第 1 位を失ったものの、依然として業界での最大の経営利益を得る企業である。PVI はプロモーションを付与しなくても、様々な事業に投資したことで、売上高が良く成長し、利益が黒字になった。そのため、BSC は PVI を高く評価している。2018 年に、原油価格の上昇は石油・ガス企業の経営にサポートした。PVI の売上高は業界の平均水準より高くなると期待している。2018 年にに、PVI は

Embassy Garden 案件からの収入 2 兆 2,000 億 VND を得る。BSC の予測によると、PVI の税引後利益が 6,160 億ドンとなり、EPS が 2,632 ドン／株と見込みだ。

- PVN が PVI における資金を回収する。PVN は 2018 年に PVI における保有株の 35%を売出すると予定した。現在、HDI Global SE は PVI における保有率を引き上げたがる。HDI が保有率を引き上げることで、PVI は評価がより高くなって、高級な顧客に接近できるだろう。他方、殆どの損害保険企業は保険株を外国投資家に売却する時に P/B が 2.xになった。そのため、資金回収は PVI 株の価格に好影響するだろう。現在、予想 P/B が 0.94 である。

BMI – 買い –目標価格 31,332 ドン／株 – 時価より 46%上回り

- BMI はベトナム損害保険市場で第 3 位に立っている。第 1 四半期に、BMI の保険料の売上高の成長率が低いレベルで 6%となったが、引当金費用が減少した、そのため、売上総利益が 70%増となって、金融活動による利益が 17%増の 480 億となった。BMI の税引後利益が前年同期比 63.4%増の 670 億となった。
- BMI は FE Credit や HD Saison など消費者金融会社と協調して、信用保険の事業に集中している。この事業の余地がかなり大きくて、消費者金融の成長率が高い水準で 30%／年となり、損害率は低水準で留まる（2017 年の損害率が 22%となった）。信用保険が BMI の今後の成長の要因だと考えている。
- BSC の予測によると、売上高が前年比 12.4%増の 4 兆 1,650 億ドンとなり、税引後利益が 20%増の 1,963 億ドンとなる。2018 年の EPS が 2089 ドン／株、簿価が 24,102 ドン／株、予想 P/E が 8.03、予想 P/B が 0.89 である。そのため、目票価格 36,930 ドン／株で BMI 株に対して買い注文を推奨したい。

MIG– 買い –目標価格 16,396 ドン／株 – 時価より 32.23%上回り

- MIG は損害保険市場で第 6 位に立っているが、事業効率が最も高かった。損害率は最も低くて、保険事業は毎年度が黒字決算している。2017 年には、保険料の売上高は 12%増、業界の第 2 位になり、業界の水準 10%より高かった。損害率が低いレベルで 45%となった。2018 年第 1 四半期に、保険料の成長率が低い水準で 2%のみとなったが、再保険の強化は MIG の売上高の成長率を 10%で維持した。しかし、損害率が保険事業の利益に影響している。混合率が 104%に上がった（2017 年の混合率が 102%だった）。MIG の保険事業は引き続き赤字となった
- 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。
- 他の保険会社と違がって、MIG の投資は MB キャピタルに任せる。これは MIG の長足な進歩だと評価された。BSC は、MIG の売上高が前年比 24%増の 2 兆 3,490 億ドンとなり、異常な収入及不動産の案件からの収入を除いた税引後利益が 14%増の 950 ドンとなると期待している。

- 従って、2018 年 EPS 及び簿価はそれぞれ 1,181 ドン、12,221 ドンと見込みだ。予想 P/E 及び予想 P/B はそれぞれ 11.17、1.08 である。そのため、BSC は目票価格の 16,396 ドンで MIG に対して買い注文を推奨したい。

銘柄	2018 年の売上（10 億ドン）	2018 年の税引後利益(10 億ドン）	2018 年の EPS(10 億ドン）	予想 P/E	予想 P/B	2018 年 ROA	2018 年 ROE	2018 年 6 月 29 日の終値	目票価格
PVI	7,471	616.6	2,632	11.01	0.95	3%	8.33%	29,000	37,830
BMI	4,165	243.3	2,098	10.22	0.89	4.42%	9.21%	21.450	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.5	1.09	2.1%	8.6%	12,400	16,393

(ソース: BSC research)

建設業 [中立]

- 建設業の傾向は（1）交通インフラの案件に集中する；（2）大きな FDI 額で工業団地を建設する；（3）高級な物件の分区から中低価格がある物件の分区に変更する。
- 建設業の成長が減速している。
- BSC は建設業の投資見通しを「中立」と評価している

建設業の傾向は（1）交通インフラの案件に集中する；（2）大きな FDI 額で工業団地を建設する；（3）高級な物件の分区から中低価格がある物件の分区に変更する。

(1) **交通インフラの案件に集中する**。交通省によると、2016 年～2020 年に、必要な出資額は 952 兆 7,000 億ドンである。中に、国家予算が 21.9%のみを満たせ、残りは政府開発援助（ODA）及び官民パートナーシップ（PPP）から来た。インフラ建設の事業は安定性が高くて、サイクルへの依存性が低くて、売上総利益率が高い。しかし、交通インフラ建設の案件を受け取るのは難しくて、多くの取引先との関係に依存する

(2) **工業団地の建設**。2018 年上半期の FDI 額が前年同期比 3.4%減の 1,620 億ドンとなったが、高い水準に留まっている。そのため、建設業の契約価値が上昇するだろう。不動産の市場が循環的に変動するから、この傾向をキャッチした企業が長期的に成長できるだろう。

(3) **高級な物件の分区から中低価格がある物件の分区に変更すること**は売上総利益率が 1%～1.5%減少すると予測された。

建設業の成長が減速している。2018 年第 1 四半期の終わりに、建設業の上場企業 108 社の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 1.3%増の 20 兆 2,000 億ドン、同比 64.3%減の 8,250 億ドンとなった。2017 年第 1 四半期の税引後利益は CII の金融活動の利益に良く寄与された。この利益を除いたら、コア税引後利益が前年同期比 23.7%減となった。成長が顕著に減速した。108 社のうちに 32 社の業績が黒字となった。激しい競争と共に 2017 年の原料価格の上昇は 2018 年の建設業の売上総利益率の減少の要因である。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	%YoY	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	%YoY
CTD	4,311	-1.14%	7.08%	8.46%	290	-3.46%
HBC	3,346	10.33%	10.65%	11.63%	136	-25.10%
FCN	425	43.90%	13.67%	15.96%	23	28.27%
VCG	1,765	-13.54%	16.44%	14.96%	71	-57.87%
HUT	305	-51.52%	25.99%	30.03%	8	-92.35%

CII	685	386.10%	20.37%	31.03%	51	-99.82%
CTD	4,311	-1.14%	7.08%	8.46%	290	-3.46%

投資観点－中立

BSC は建設業に対する評価を有望から中立に引き下げた。建設業の最も成長する時期が過ぎて、減速する時期に入ったため。（1）新規契約の価値が横ばいになると予測される。（2）業界の売上総利益率は減少傾向がある。現在の業界の平均 P/E は 8.8xだった。CTD、FCN、LCG の購入を推奨しております。HBC を観察するべきだ。

CTD– 買い –目標価格 185,000 ドン／株 – 時価より 23.6%上回り

CTD は最大の規模及び時価の総額がある上場建設企業である。現在、CTD は 2018 年に Ricons との合併を完成しようとしている。これは CTD の明白性を引き上げるだろう。2018 年 3 月 30 日までの 2017 年末の未完成の契約の価値が 25 兆 5,760 億ドンとなった。第1四半期の新規契約の価値が 6 兆 2,000 億ドンとなった。BSC の予測によると、2018 年の新規契約の価値は前年比 5%増の 28 兆 8,730 億ドン、2018 年末の未完成の契約の価値が前年比 6%増の 24 兆 1,370 億ドンと見込みだ。CTD の 2018 年の売上高及び税引後絵利益はそれぞれ前年比 1.4%増の 27 兆 5,370 億ドン、同比 9%減の 1 兆 4,960 億ドンとなり、2018 年の EPS が 17,959 ドン／株だと予測された。

HBC –観察

BSC は HBC の未収金のリスク及びレバレッジドのリスクを注意している。2018 年第 1 四半期の終わりに、未収金/総資産や負債比率/資本の比率はそれぞれ 69.8%、1.81 となった（2017 年より 2.05 倍減少した）。また、現金及び現金相当/総負債の比率は 0.13 倍以上であり；CTD（負債なし）、LCG（1.35 倍）、FCN（1.27 倍）より低かった。現在、建設業の成長が減速し、債務の利率が上昇していることで、借入コストが高い企業は困難になるだろう。BSC の評価によると、2018 年の新規契約の価値が 21 兆 5,040 億ドンとなり、2018 年末の未完成の契約の価値が前年比 14%増の 16 兆 6,030 億ドンとなる。2018 年の売上高が前年比 24%増の 19 兆 9,000 億ドンとなり、税引後利益が前年比 10.9%増の 9,530 億ドンとなり、EPS が 4,526 ドン／株と見込みだ。

LCG– 買い –目標価格 10,900 ドン／株 – 時価より 16.7%上回り

LCG は昔、インフラ開発・建設会社の国営企業だったが、株式会社化の後で、インフラ案件を受ける可能性が高くなった。BSC の評価によると、2018 年の新規契約の価値が前年比 19%減の 2 兆 5,570 億ドンとなり、2018 年末の未完成の契約の価値が前年比 33%増の 3 兆 1,230 億ドンとなる。2018 年の売上高が前年比 64.1%増の 2 兆 4,870 億ドンとなり、税引後利益が同比 22%増の 950 億ドンとなり、EPS が 954 ドン／株と見込みだ。

FCN- 買い -目標価格 19,320 ドン／株 - 時価より 14%上回り

Fecon は昔、基礎工業会社だった。2010 年～2015 年に、基礎工業からの売上高は全体の 66%を占めた。2015 年～2017 年に、FCN の新事業の 2 つはインフラ建設（Phu Ly－Ha Nam 案件）と地下鉄メトロ 3 号線の建設だった。2018 年第 1 四半期の業績が好調になり、売上高が前年同期比 43.86%増の 2,450 億ドンとなり、税引後利益が前年同期比 40.62%増の 232 億ドンとなった。主な案件は Vinfast Hai Phong（1,100 億ドン）、Empire City HCM（700 億ドン）、Transimex Hung Yen（330 億ドン）、Viettel Ton That Thuyet（220 億ドン）だった。2018 年の売上高（連結）が前年比 24.3%増の 3 兆 50 億ドンとなり、税引後利益が前年比 16.5%減の 1,482 億と見込まれた。2017 年の Phu Ly 案件と Phu Quoc 案件を売却する収入を除けば、予想 2018 年の税引後利益が前年比 40.6%増と見込まれた。2018 年の EPS が 1,281 ドン／株であり、希薄化後の EPS が 1,239 ドン／株である。

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(ドン／株)	予想 P/E	P/B	2018 年の ROA	2018 年の ROE	2018 年 6 月 29 の終値	目標価格
CTD	27,537	1,496	17,061	8.6	1.3	17%	9%	152,400	185,000
HBC	19,900	953	4,526	6.2	2.51	30%	6%	23,850	N/A
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1.00	12%	4.3%	16,950	19,320
LCG	2,487	95	954	7.6	0.71	6.9%	2.2%	9,340	10,900

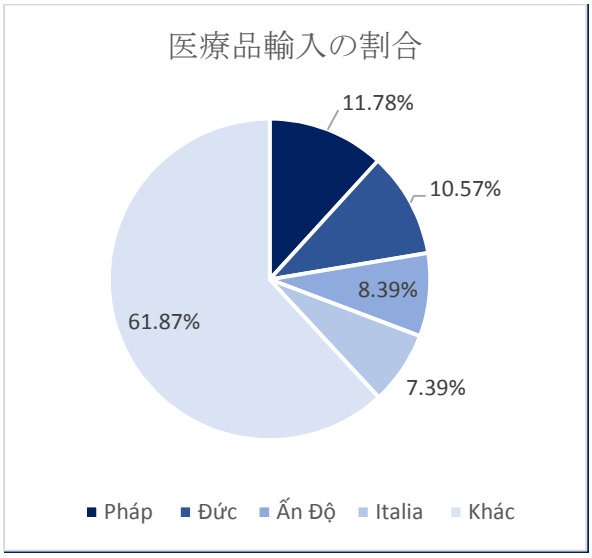
(ソース: BSC research)

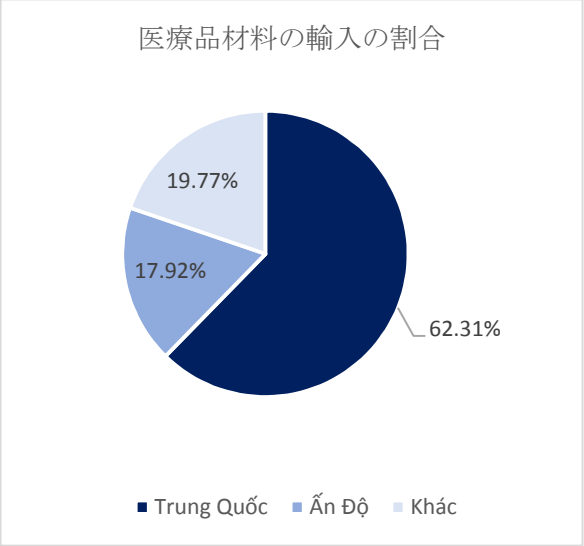
医療品業[中立]

- 2018年6ヶ月の医療品業の成長が前年同期比16.2%増となった。
- 2018年5ヶ月の医療品業の輸入額が前年同期比6.4%増の11億4,200万USDとなった。
- DHGが外国人投資家の保有率を100%に引き上げた後で、他の製薬企業も外国人投資家の保有率を100%に引き上げるだろう。
- 2018年第1四半期に、医療品業15社の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比2.8%増の5兆3,590億ドン、同比1.4%減の5,460億ドンとなった。

2018 年 6 ヶ月の医療品業の成長が前年同期比 16.2%増となった。総合統計局のデータによると、医療品業の成長は前年同期比 16.%増、先月より 1.4%増となった。これは 3 年ぶり最高成長率である、製薬企業の生産量が増加していることを示した。

医療品の輸入が安定に成長している。ベトナム税関総局によると、2018 年 5 ヶ月の医療品の輸入額が前年同期比 6.4%増の 11 億 4,200 万 USD となった。ベトナムへの最大医療品輸出国であるフランスからの輸入額は前年同期比 11.9%増の 1 億 3,460 万ドルとなって、全体の 11.78%を占めて。他方、医療品材料の輸入額が前年同期比 9.4%増の 1 億 7,240 万ドルとなった。ベトナムへの最大医療品材料輸出国である中国からの輸入額が 1 億 740 万ドルとなって、全体の 62.3%を占めた。





(ソース:税関総局)

2018 年第 1 四半期に、DHG は外国人投資家の保有率を 100%に引き上げた。DMC に次いで、DHG は外国人投資家の保有率を 100%に引き上げた第2製薬企業である。その後、すべての外国人投資家は保有率を引き上げたがる。BSC の分析によると、医療品業の投資の成長の状況で、他の製薬企業が外国人投資家の保有率を引き上げるだろう。現在、

PME、IMP、TRA における外国人投資家の保有率が約 49%である。中に、TRA は 2017 年～2020 年に SCIC が資金を回収する会社である。

公衆衛生施設での医薬品の入札草案。現在、厚生労働省は公衆衛生施設での医薬品の入札について法案を立っている。これで、全国の各製薬企業の経営が影響されるだろう。入札価格は 12 ヶ月以内で受けた医療品と医療品材料の価格に基づかれる。又、Generic に対して、第 1 及び第 2 グループの条件に該当している会社は第 3 と第 5 グループに参加できる。

2018 年第1回の落札価格が下落した。ベトナム会社保険のデータによると、2018 年第 1 回の落札価格は 2017 年第 2 回より 20%下がった。BSC の評価によると、厚生労働省及びベトナム会社保険は衛生施設での医療品の価格を引き下げことで、落札価格が引き続き下落するだろう。

2018 年第 1 四半期の業績。第 1 四半期に、上場製薬企業 15 社の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 2.8%増の 5 兆 3,590 億 VND、同比 1.4%減の 5,460 億 VND となった。成長率の下落は（1）入札方法の変更のための入札価格の下落；（2）OCT 市場での競争の激化から来た。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	%YoY	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	%YoY
DVN	1,364	-0.1%	8.8%	n.a	32	-32.1%
DHG	908	2.9%	43.2%	45.5%	171	-0.9%
PME	409	-0.3%	48.3%	47.4%	73	9.2%
DHT	391	18.5%	14.5%	15.6%	21	61.1%
TRA	365	-9.0%	54.9%	51.5%	37	-9.2%
DBD	348	1.6%	34.7%	n.a	41	-1.9%
DMC	292	4.8%	39.8%	39.1%	52	8.5%
OPC	283	0.5%	42.2%	43.4%	27	17.5%
IMP	253	12.8%	39.4%	41.0%	32	26.8%
DCL	188	22.4%	31.0%	33.2%	7	-51.3%
DBT	174	-2.7%	23.2%	23.8%	3	-26.0%
DP3	125	46.8%	58.9%	53.2%	18	64.7%
PMC	115	2.7%	41.4%	43.4%	18	5.1%
LDP	104	-18.3%	14.1%	15.5%	-1	-133.0%
PPP	33	-2.6%	22.4%	18.7%	2	149.5%

（ソース: FiinPro, BSC research）

投資観点－中立

BSC は医療品業の投資見通しを「中立」と維持しております。保守的な企業の特殊のため、医療品株は変動している市場で潜在的な投資機会がある。2018 年に、一人当たりの医療品の売上高は前年比 9.9%増の 59.9 ドルと見込みだ。BMI のデータによると、医療品市場は引き続き成長して、2018 年～2021 年に 9.1%上昇すると予測される。また、外国人投資家は引き続き国内企業における保有率を引き上げる。2018 年第 2 四半期に、DHG 及び TRA は外国人投資家についてニュースが出た。中に、DHG は外国人投資家の保険率を 100%に引き上げた。これで、技術移転及び企業レベルの上昇は強化されるだろう。現在、医療品株の時価が割高になって（平均 P/E が 17.66；P/B が 2.17）、地域の平均水準（P/E が 18.3、P/B が 2.1）の付近に留まっている。

PME- 保持-目標価格 83,915 ドン／株 - 時価より 16.54%上回り

- **PME の売上高は医療品業で第 3 位に立っている。**PME は EU—GMP 標準に基でセフェム系抗生物質の注射薬及び経口薬を所有している。又、医療品量の 10%は生物学的同等物として認定された。製薬企業の中で、この割合は最も高かった。
- **医療品の売上高はまだ伸びしろがある。**BMI の予測によると、一人当たりの医療品の売上高は 54.5 ドルから 78 ドルに上昇し、複合年次成長率（CAGR）が 9.3%と見込みだ。
- **成長の要因は新工場の開設から来た。**新工場は 2019 年に稼動される。Non－betalactam 工場は PICS/EU - GMP 標準に従う、生産能力が 12 億製品／年となる。そのため、PME の生産能力が 128%増の 21 億 3,700 万製品／年となる。

DHG - 観察

- **外国人投資家の保有率を 100%に引き上げる。**2018 年 7 月 4 日に、DHG の外国人投資家の保有率を 100%に引き上げることは承認された。その代わりに、包装事業や第三者に医療品を供給することをやめる。
- **大型株主 Taisho が保有率を 32%に引き上げたがる。**Taisho Pharmaceutical は資本金の 7.06%で 9,232,647 株を公開買付けた、取引価格が 12 万ドン／株と見込みだ（2018 年 7 月 4 日の終値より 20%上がった）。すると Taisho は 4,183 万 8,743 株を所有し、保有率が 32%となる。将来に、Taisho は引き続き DHG と協力して、工場を拡張する。
- **自分の製薬を促進する。**DHG の売上高が 15.9%増の 3 兆 5,410 億ドンと見込みだ。薬剤師の割引率を引き上げることで、DHG の成長は抗生物質など売上総利益率と販売価格が高い製薬の販売を促進することから来た。BSC の評価によると、第三者に医療品を供給する事業から利益は DHG の売上総利益に 2%のみを寄与した。そのため、この事業をやめることは DHG の利益に影響しない。

DBD - 観察

- **新工場の建設。**DBD は 2 つの新工場に集中している。抗ガン剤を製造する工場の総資金が 1,160 億ドンであり、Non – betalactam 錠剤を製造する工場の総資金が 1,650 億ドンである。EU/PICS – GMP 標準の基で工場を開設することで、DBD は第 3 グループより 20～30%高い価格で第 2 グループの医療品を入札できるだろう。現在、DBD は投資家を選択している。DBD によると、工場は医薬品生産ラインに 2 つの基準を適用して、中に、EU – GMP 標準のための費用が PICS – GMP 標準より高い。
- **ビンディン投資開発ファンドの資金回収。**DBD におけるビンディン投資開発ファンドの保有率が 13.34%である。資金の回収は 2018 年～2019 年に行われるだろう

銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS（VND/株）	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
DHG	4,150	730	5,583	18.27	4.75	17.6%	22.8%	102,000	N/A
PME	1,859	335	5,135	14.30	2.86	17.1%	19.5%	73,800	83,915
DBD	1,584	162	3,092	13.51	2.70	10.4%	20.4%	42,000	N/A
IMP	1,447	173	3,115	16.73	1.61	6%	10.0%	52,500	71,500

(ソース: BSC research)

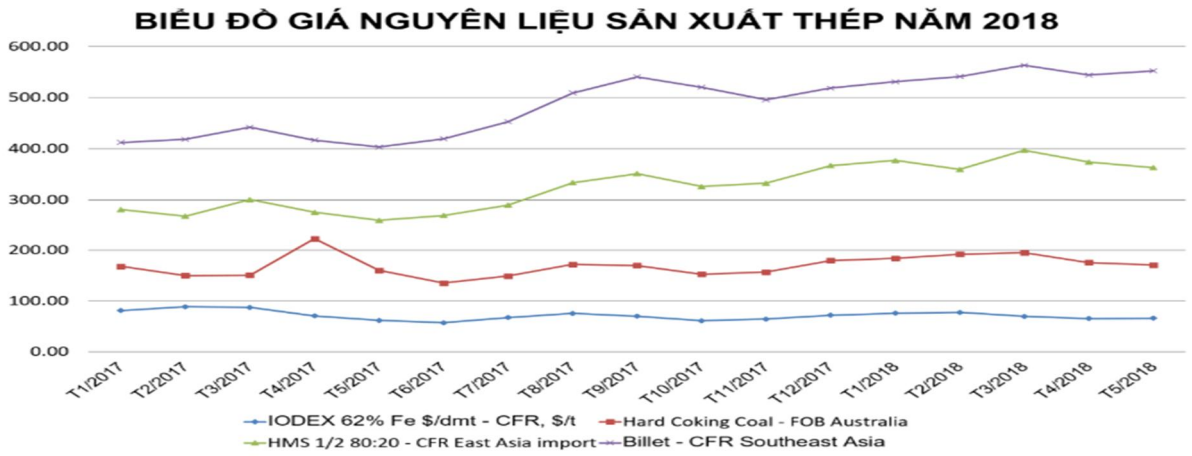
鉄鋼業 [中立]

- 2018 年初の 5 ヶ月における建設用鉄鋼の消費量は前年同期比 18.74%増の 410 万tとなった。
- 鉱石原料の価格は 66 ドル以下に小幅下落したが、第 2 四半期に複雑に変動続いている。
- ベトナムの亜鉛メッキ鋼板は引き続き反ダンピング税を課さえている。

国内鉄鋼の消費量は引き続き増加している。ベトナム鉄鋼協会のレポートによると、2018 年 5 ヶ月における鉄鋼消費量は前年同期比 18.74%増の 410 万tに達した。鉄鋼パイプ消費量は前年同期比 16.21%増の 96 万 3,000tに達した。亜鉛メッキ鋼板及び熱延鋼板の消費量はぞれぞれ、前年同期比 19.7%増の 130 万t、同比 171.01%増の 80 万 4,500tに達した。

中国からの輸入鉄鋼量は引き続き減少した。2018 年 4 ヶ月に、中国からの輸入鉄鋼量は約 182 万tに達し、全体の 42.5%を占め、2017 年の 47%より下がった。2016 年から、中国は生産能力を低下して、国内需要が上昇することで、輸出量が急減している。しかし、中国企業は東南アジア、特にインドネシア及びマレーシアに鉄鋼工場を移転して、大規模で輸入税に影響されない鉄鋼市場をターゲットしている。東南アジアがベトナム鉄鋼の主な輸出市場であるため、それはベトナム鉄鋼企業、とりわけ亜鉛メッキに大きく影響する。

鉱石原料の価格は引き続き複雑に変動する。第 2 四半期に、中国人民銀行が不動産案件のサポートのために法定預金準備率を引き下げる期待のおかげで、鉄鋼の需要が上昇した。そのため、鉱石の価格はピークになった。しかし、6 月末の米中貿易戦争の危機のせいで、鉱石だけでなく、多くの他の原料の価格も急減した。鉱石価格は年初の 74 ドルから 66 ドルに下がった。BSC の評価によると、鉱石の価格が 65 ドル/tに小幅減少するが、さらに落ち込むことはない。中国が鉄鋼市場の再構成を強化して、国内での鉄鋼量を減少しているためだ。2018 年第 2 四半期に、コークス石炭、スクラップ鋼、グラファイト電極など原料の価格は横ばいとなった



(ソース: VSA)

各国は国内鉄鋼業を護衛するための措置を取る。米国が鉄鋼に輸入税を課すことで、各国は米国に輸出しようとした鉄鋼の輸入量を制限するように、国内の鉄鋼業を護衛するための措置を取るだろう。ベトナム鉄鋼業は反ダンピング調査の 37 件、反補助金調査の 9 件があった、それぞれ全体の 50%、75%を占めた。6 月7日に、インドネシアの反ダンピング委員会(KADI)は中国及びベトナムから輸入した着色亜鉛メッキ鉄板に対する調査の結論を公表した。中に、ベトナムからの着色亜鉛メッキ鉄板は 5 年間に税率 12～28.49%を課される。他方、米国企業のいくつかはベトナムからの耐食鋼に対する反ダンピング調査及び反補助金調査をリクエストした。EU やカナダもベトナムを含む地域外の国々に対するセーフガード税の見直している。現在、着色亜鉛メッキ鉄板は主要商品ではない、また、米国や EU やカナダもベトナムの主な輸出市場ではない。そのため、訴訟事件はまだベトナム企業に影響していない。しかし、将来に、ベトナム企業は競争能力が高まり、原料の段階から生産や流通などを自社に負担できるのは必要だ。

2018 年第 1 四半期の業績。2018 年第 1 四半期に、鉄鋼価格が高いレベルに留まったことで、各企業の売上高が好調だった(平均成長率が前年同期比 20%増となった)。しかし、業界の競争の激化と共に鉱石及びその他の原料の価格が複雑に変動していることで、売上総利益率は下落し、平均に 8.74%のみに達し、2017 年の 11.16%より低かった。従って、殆どの企業の業績は前年同期より悪化した。

銘柄	主な製品	2018 年第 1 四半期の売上高 (10 億ドン)	%YoY	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益 (10 億ドン)	%YoY
HSG	亜鉛メッキ鋼板	7,664	23.4%	13.3%	18.6%	96	-77.0%
NKG	亜鉛メッキ鋼板	3,586	49.9%	8.2%	12.8%	121	-22.3%
DTL	亜鉛メッキ鋼板、鉄鋼パイプ	712	23.6%	10.7%	23.7%	37	-59.1%
HPG	建設用鉄鋼、鉄鋼パイプ	13,001	26.7%	22.8%	24.0%	2223	14.9%
POM	建設用鉄鋼、鉄鋼パイプ	3,040	11.0%	9.9%	10.5%	209	2.3%
TVN	建設用鉄鋼	5,164	16.5%	7.3%	8.7%	383	64.2%
TIS	建設用鉄鋼	2,649	31.7%	5.1%	8.5%	12	-77.4%
TLH	建設用鉄鋼	1,467	39.9%	11.9%	15.3%	101	-10.3%
VIS	建設用鉄鋼	1,300	-12.8%	2.5%	5.1%	2	-94.3%

HMC	建設用鉄鋼	892	39.5%	3.9%	5.3%	16	-4.2%
DNY	建設用鉄鋼	441	-3.3%	1.2%	7.8%	-18	-281.9%
VGS	鉄鋼パイプ	1,722	23.7%	3.5%	3.3%	18	34.0%
SMC	加工鋼	3,263	15.7%	5.2%	7.9%	74	-32.5%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点ー中立

BSC は鉄鋼業の投資見通しを「中立」と評価している。消費量が良く成長したが、鉄鋼業の中に、とりわけ亜鉛メッキ鋼板の競争が激化している。世界貿易戦争のせいで、今後の鉄鋼及び他の原料の販売価格が急変する。従って、鉄鋼企業の利益が顕著に変動するだろう。

HPG– 買い–目標価格 44,192 ドン／株 – 時価より 12.7%上回り

- 第 1 期 DungQuat 工場は 2018 年第 3 四半期から稼動する予定。第 1 期 DungQuat 工場は生産能力の 200 万tで 2018 年 6 月に稼動する予定。その時、HPG の年間生産能力は 2 倍増の 400 万tとなり、HPG の鉄鋼消費市場は南部と中部に広がるだろう。また、DungQuat 工場による低い生産コストと共に生産能力の上昇のかかげで、HPG が建設用鉄鋼業での第1位を維持できるだろう。
- 第 2 期 DungQuat 工場の主要製品である HRC は HPG の鉄鋼パイプ及び亜鉛メッキ鋼板事業からの売上総利益率を引き上げる（現在、原料である HRC の 100%を輸入している）。他の亜鉛メッキ鋼板企業より、HPG の財務構造がかなり健全である。そのため、BSC は HPG が亜鉛メッキ鋼板事業における成功すると期待している。
- BSC の予測によると、2018 年に、HPG の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 24%増の 57 兆 2,790 億ドン、同比 17%増の 9 兆 3,820 億ドンと見込みだ。2018 年の EPS が 4,419 ドン/株である。

NKG – 観察

- 第 3 Nam Kim 工場は稼動してから、生産能力及び売上高が増加すると見込まれた。稼動してから、亜鉛メッキ生産能力は 2 倍増となり、現在の生産能力は 120 万t である。冷延鋼板の導入は NKG のバリューチェーンを閉鎖し、利益率を改善するだろう。2017 年中から NKG は鉄鋼パイプ生産能力を 18 万tに引上げた。2018 年に、HPG の計画によると、売上は前年比 35%増の 17 兆ドン、利益は同比 6%増の 7,500 億ドンに達する。2018 年の EPS は 5,769 ドン／株である。配当率は 50%であるだろう。
- **第 1 四半期の業績。**鉱石の販売価格の上昇と共に消費量が前年同期比 24%増となったことで、NKG の売上高が 50%増となった。しかし、熱延鋼板の価格と共に工場減価償却費及び借入コストが上昇したことで、NKG の利益率が下落した。そのた

め、2018 年第 1 四半期の税引後利益が 35.87%減の 1,000 億ドンとなった。NKG の財務構造がかなり不安である。短期負債の割合が大きくて 60%である、3 兆 5,000 億ドンに相当する。そのうち、短期資産は主に未収金及び在庫であり。未収金及び在庫は短期資産の 80%を占めて、4 兆に相当する。また、鉄鋼と原料の価格に大きく影響される。輸出が困難になっていると共に原料価格の急変のせいで、2018 年の税引後利益が 20%減の 5,730 億ドンとなり、EPS が 3,165 ドン/株と見込みだ。

- 2018 年 5 ヶ月の消費量が前年同期比 34.59%増の 31 万 8,000tとなった。

HSG – 観察

- HSG は第 2 位の鉄鋼企業であり、亜鉛メッキ事業における権力がある。HSG の亜鉛メッキ鋼板の消費量は 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。2018 年 5 ヶ月の消費量は前年同期比 13.46%増の 72 万 1,000tとなった。
- NKG と同様して、HPG の亜鉛メッキ鋼板市場の参加と共に輸入国が関税措置を取っていることで、HSG の売れ行きが悪くなっている。また、HSG の財務構造は NKG より危ない。短期負債が短期資産を 23%上回った。未収金及び在庫の割合が大きかった。鉄鋼価格が下落すれば、企業のソルベンシーが顕著に影響されるだろう。他方、BMP 及び NTP からの市場シェアを取るように、HSG は鉄鋼パイプの割引を引き上げている、そのため、企業の総利益に影響されるだろう。
- BSC の予測によると、2018 年に、売上高が前年比 15%増の 31 兆ドンとなり、税引後利益が前年比 32%減の 9,090 億ドンとなり、2018 年の EPS が 2,598 ドン／株だと見込みだ。

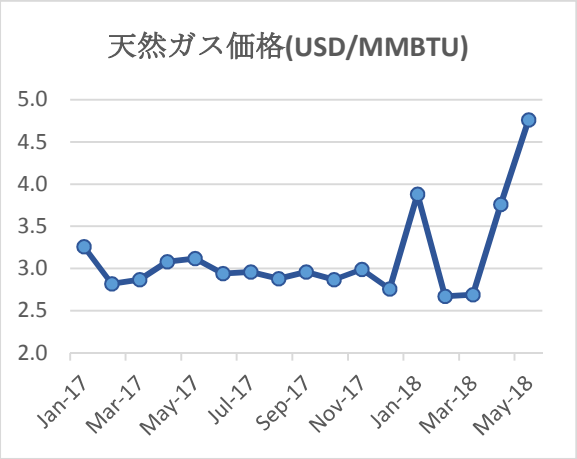
銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	2018 年の EPS（VND/株）	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
HPG	54,634	9,382	4,419	8.68	1.69	15.1%	24.7%	38,400	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.92	0.92	5.58%	18.05%	15,600	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.11	0.84	3.99%	14.53%	12,100	N/A

(ソース: BSC research)

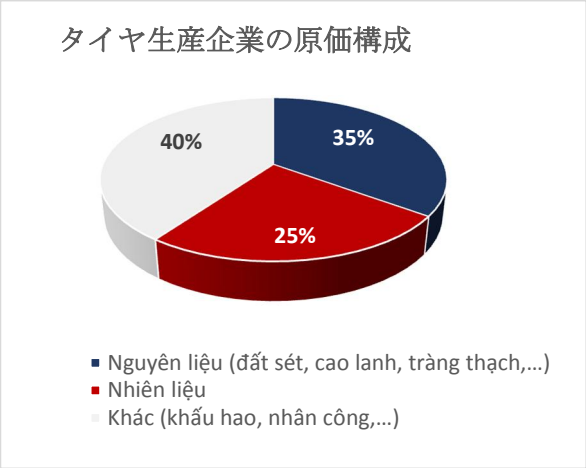
タイル業[中立]

- 燃料価格の値上がり:石炭価格が年初より+ 10%増、ガス価格が同+ 22.7%増となった。
- 2018 年第 1 四半期には、花崗岩タイル企業の売上が上昇したが、セラミック製造企業の売上は減少した。
- BSC はタイル業の投資見通しを「中立」と評価しております。

燃料価格の値上がり:石炭価格が年初より+ 10%増、ガス価格が同+ 22.7%増となったことで、原価費用は増加した。VIT、VHL、TLT などの上場企業の大半は石炭の代わりに天然ガスを使用して残存率を下げ、A 格付け製品の数を上げた。CVT では、CMC 2.2 生産ラインを除くほとんどの生産ラインは石炭を使用している。そのために、天然ガスを投入燃料とする企業は、特に 2018 年 4 月と 5 月に天然ガス価格の急騰により、利益率に大きな影響を与えることになる。



(ソース: Indexmundi)



(ソース: BSC Research)

2018 年第 1 四半期の業績は明暗で分かれた。CVT、VIT などの花崗岩生産企業と VHL などのテラコッタタイル生産企業の収入は上昇したが、セラミックタイル生産企業の収入は減少した。CVT の以外、残りのタイル企業の利益率が販売の値下がりと投入燃料の値上がりにより減少した。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
VGC	1,830	-9.8%	20.5%	24.9%	119	-40.10%
VHL	481	0.3%	13.9%	17.1%	30	-0.56%
CVT	239	26.5%	24.8%	24.6%	34	18.90%
TCR	229	-16.4%	13.5%	10.0%	-29	-7.10%

VIT	207	16.0%	10.5%	14.6%	0	-98.99%
TTC	74	-8.4%	12.9%	13.4%	3	-44.57%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 中立

BSC はタイル業の投資見通しを「中立」と評価しております。建設案件完了の需要のおかげで、2018 年年末までの消費量が改善されると期待されます。現在の消費動向は美学性を高く評価していることで、企業が連続でデザインを改善し、新製品を開発しなければならないだろう。原材料価格は大きく変動しないが、年初からの燃料価格の上昇は収益に悪影響を及ぼしている。

VGC – ホールド(HOLD) – 目標価格: 18,400VND／株

長期的な成長の原動力は、工業団地区リース、高品質の衛生陶器、スーパーホワイトガラス事業から来る。

- **工業団地区リース事業。**2018 年初から 5 月末までに、VGC は工業団地区の 40 ヘクタールをリースし、年間計画の 30%を達成した。期待される賃貸面積 40ha の国内外の投資家を迎えていることで、工業団地区の 40 ヘクタールを追加賃貸することができると期待しております。そのために、BSC は、VGC が 2018 年に工業団地の 120 ヘクタールを賃貸できる目標を達成する可能性が高いと考えている。
- 衛生用品事業。Caroma（Viglacera Viet Tri）の受注を通じた高品質製品の比率を向上し、 連結会社の設立を通じる ROCA と協力しています。My Xuan 工場は年間生産能力が 75 万製品であり、2018 年第 3 四半期から稼動する予定。
- グラス事業。建築用ガラスの平均販売価格は以下の原因を基づく 2018 年に下がる。
  (1) ASEAN から輸入されたガラス及び Indevco Ninh Binh 工場との競争が激化している。
  (2) 2017 年の価格水準は比較的高かった。 ガラス事業では、VGC の新しいプロジェクトは、建設用グラスの代わりに太陽電池パネル用スーパーホワイトガラス事業に焦点を移します。そのうち、Phu My スーパーホワイトガラス案件は 2019 年から稼動する予定。Yen Phong一パーホワイトガラス案件は 2018 年第 3 四半期から着工する予定。
- タイル事業では、VGC は、Viglacera Hanoi 工場の高品質セラミック生産ラインは 2018 年初に稼動した後、生産能力を拡大する計画がない。
-
- テラコッタタイル事業では、VGC は再構成を実施し、Viglacera Ha Long 工場だけ維持する。Ba Hien 工場、Tu Liem 工場、Ha Long 1 工場などの建設用タイル生産工場における保有株式の売出しを 2018 年に実施する予定です。

政府の保有率を 36%に引き下げる。実施方式は市場取引であり、約定価格は営業日でのストップ高であり、最低価格は 26,100VND／株であり、売却期間は 2018 年 7 月 26 日～2018 年 7 月 21 日までである。しかし、VGC は保有株式の売出し最初日から市場価格と売出価格とのギャップが売出圧力により大きくなったことで、売却はもはや魅力的ではなかった。現在まで、売出しがまだ完了することができなかった。VGC は建設省の案内情報を待

機しております。2018 年定期株主総会も 2018 年第 4 四半期にホーチミン証券取引所へ転換することを承認した。

Van Hai, Dap Cau Glass, Thanh Tri and Viet Tri 磁器などの子会社における資本金を引上げる。

BSC の予測によると、2018 年には、VGC の売上は前年比 2.4%増の 9 兆 4,160 億ドン、親社株主の税引後利益は同 13.3%増の 6,800 億ドンに達す。2018 年の EPS は 1,353VND／株と相当した。BSC は、VGC の 2018 年事業はまだ改善されていないが、VGC における政府の株式保有率が 0%に下げ、衛生陶器、グラスなどの新しい案件事業が安定的に稼動すると 2019 年以降向上されると考えております。

CVT- ホールド(HOLD) - 目標価格: 30,400VND／株 - Upside 8.9%

BSC は、CVT が中規模タイル企業であり、生産に柔軟性を持ち、定期的に新製品を導入すると評価しております。CVT はニッチ市場を目指にしていることで、CVT の製品は代理店システムを通じて比較的低価格で販売されています。また、CVT はまた、総生産量の 20～30%を占める他の代理やブランドの受注も行っています。タイル業界の競争性が激化している背景には、CVT の成長原動力は塩溶融花崗岩及びマイクロ・グラス・クリスタルカバーなどの新製品から来いている。塩溶融花崗岩及びマイクロ・グラス・クリスタルカバーなどの新製品は 2018 年から生産されている。BSC は、CVT がリスクを制限するために新製品を慎重に発展していると評価しております。2018 年には、売上は前年比 23.7%増の 1 兆 4,600 億ドン、税引後利益は同 12.9%増の 1,966 億ドンに達すと見込まれた。2018 年の EPS は 5,091VND／株と相当する。

消費状況。2018 年第 2 四半期の消費量は 400 万 m2 に達すと推定した。2018 年上半期には、消費量は前年同期比 22%増 710 万 m2 となり、年間計画の 40%を達成した。

新製品の生産状況。塩溶融花崗岩及びマイクロ・グラス・クリスタルカバーには、CVT は現在、市場を調査し、損失を避けるためのテストを実施している。 2018 年 8 月に新製品の販売を開始する予定。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
VGC	9,415	680	1,353	15.3	1.43	4.26%	10.0%	20,700	18,400

CVT	1,460	197	5,091	5.48	1.47	14.91%	32.4%	27,900	30,500

(ソース: BSC research)

プラスチック業 [中立]

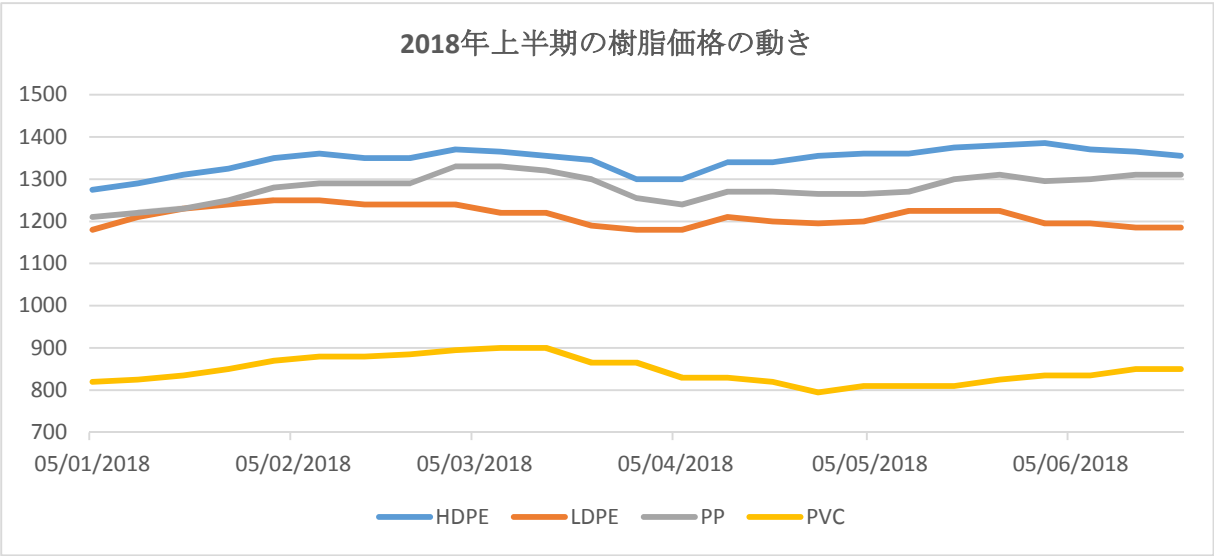
- 2018 年上半期には、プラスチック樹脂の価格は上げた、とりわけ PP は年初より +8.3%増, HDPE は同 +6.3%増, PVC は同 +3.7%増, LDPE は同+0.4%増となった。
- プラスチック企業の業績は明暗で分かれた。プラスチック包装業界の収入は前年同期比 81.5%増となったが、建設材料プラスチック業界の収入は同 6.7%減となった。
- BSC はプラスチック業の投資見通しを「中立」と維持しております。

2018 年上半期には、プラスチック樹脂の価格は原油価格の上昇と共に僅かに上昇した。原因は以下の通り。

(1) 石油輸出国機構(OPEC)が減産に合意した。
(2) 米国の禁輸措置によるベネズエラとイランからの供給ショック
(3) シェールオイル生産量がパイプラインシステムの過剰で需要を満たしていない。
(4) 貿易戦争の懸念。

2018 年 6 月 30 日の時点で、PP の価格は大幅に上昇し、年初より 8.3%増となり、次は HDPE の価格は同 6.3%増、PVC の価格は同 3.7%増となった。一方、LDPE の価格は年初比変わらなかった。2018 年第 2 四半期に樹脂価格は値上がる傾向があることと共に原油価格の値上がりはプラスチック企業の利益にマイナスに影響するだろう。

(ソース: Bloomberg)



プラスチック企業の業績は明暗で分かれた。プラスチック包装業界の収入は前年同期比81.5%増となった、とりわけ、AAA の消費量が前年同期比 39%増の 1 万 8,134.91t、収入が同 78.11%増となった。一方、建設材料プラスチック業界の収入は同 6.7%減となった。

銘柄	コア製品	2018 年第 1 四半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
NTP	プラスチックパイプ	838	-18.54%	37.46%	34.65%	40	-56.92%
BMP	ラスチックパイプ	626	-17.43%	27.21%	22.75%	87	-13.54%
DNP	ラスチックパイプ,水	436	42.49%	21.03%	22.71%	10	97.82%
DAG	プラスチックドアー	382	7.85%	10.80%	8.34%	20	56.59%
AAA	包装用プラスチック	1,298	78.11%	11.37%	13.96%	60	-16.47%
HII	包装用プラスチック	585	315.42%	6.93%	14.56%	15	39.30%
RDP	包装用プラスチック	227	3.03%	11.06%	12.44%	1	-84.26%
SPP	包装用プラスチック	306	27.02%	8.90%	10.28%	3	26.33%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点– 中立

2018 年に建材用プラスチック業の競争性が激化することで、消費量を増加するために割引やプロモーションが増えます。包装用プラスチック業では、家庭や飲食店の消費需要が好調に推移し、消費量は好調に推移する見込みです。しかし、投入樹脂が値上がっているのはプラスチック企業の利益にマイナスに影響するだろう。そのために、BSC はプラスチック業の投資見通しを「中立」と維持しております。

BMP – 観察

BMP は、健全な財務状態、良好な収益性、高配当金で国内最大のプラスチックパイプ生産企業(年間生産能力 15 万t)である。

- 2018 年第 1 四半期の販売量は前年同期より減少した。BMP の最大競争相手は南市場はより高い割引率の政策を維持している HSG である。uPVC, HDPE, PPR に対す HSG の割合はそれぞれ 35～39%、36～38%、67～68.5%である。BMP の割合は 15%だけだ。しかし、HSG の 2018 年第 1 四半期の業績も困難を直面している、

税引後利益は前年同期比 49%減となり、メッキ鋼板の利益率が減少したが、販売費用と管理費用が急増したことで、HSG が販売量を増加するために高い割引率の政策を維持するのは難しいと考えております。

- Nawaplastics は 2018 年 6 月 26 日以降 BMP に株式保有率を 53.106%に引き上げ、SCIC は保有株式の売出しを完了した。Nawaplastics は SCIC が保有した BMP の 2,416 万株を買収した後、Nawaplastics は資本金の 51%以上に引き続き買収し、国内の最大の建設用プラスチックパイプ企業の事業を支配しています。弊社は Nawaplastics と親会社である SCG グループがベトナムに建設しているバリューチェーンのおかげで、BMP の業績が好調になると期待しています。

BSC の予測によると、2018 年には、BMP の売上高は前年比 6.5%増の 4 兆 720 億ドン、税引後利益は樹脂の値上がりにより同 5.7%減の 4,382 億ドンに達し、EPS は 4,872VND／株である。

NTP – 観察

NTP は北部最大のプラスチックパイプ生産企業（年間生産能力 10 万t）である。

- **SCIC の資本回収。**SCIC は NTP における保有株式の売出しを 2017 年に実施した計画が、現在まで完了しなくて、資本金の 25.77%を保有しています。弊社は SCIC の資本回収の後、NTP と戦略パートナーであるセキスイが保有率を引上げ、企業と株主の利益を調和させる方向に代理店の合理的な割引制度を変更する変更されるだろう。
- 2018 年第 1 四半期の業績。生産量と収入のそれぞれは 16,500t、8,420 億ドンに達し、年間計画の 18%を達成した。2018 年第 1 四半期の売上総利益率は製品構成の変更で向上されたが、販売費用や管理費用の増加で 2017 年第 1 四半期の 11%から 8.8%に減少した。
- 2018 年第 2 四半期の消費量は向上されている。2018 年初の 6 ヶ月には、消費量は前年同期比 2%増となり、税引後利益は 2,000 億ドン、年間計画の 42%を達成した。

BSC の予測によると、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 8.1%増の 4 兆 7,880 億ドン、同 11%増の 4,360 億ドンに達し、EPS は 4,400VND／株であるだろう。

AAA– 観察

AAA は東南アジアで最大のプラスチック包装生産企業であり、バリューチェーンの完成を継続的に拡大しています。

- **2018 年第 1 四半期の業績。**販売量は前年同期比 39%増の 18,135t、ヨーロッパ市場は総消費量の 66.4%を占め、日本市場は 23.5%を占めている。しかしゅ、税引後利益は前年同期比 16.5%減となった。AAA は VBC（ビンパッケージング・プラスチック株式会社）株の売出しにより、利益の 350 億ドンを計上した。

- An Phat コンプレックス案件。2018 年には、AAA は 8 ブロックの工場を含む An Phat コンプレックスを建設するために BIDV から土地の 12 ヘクタール（7,560 億ドン）を競売した。

- 2018 年には、第 6 号工場と第 7 号工場の拡大で、販売量は前年比 76%増の 14 万 t、売上高は同 47.2%増の 6 兆ドン、税引後利益は同 25.3%増の 3,300 億ドンに達す見込みだ。2018 年の EPS は 2,632VND／株と相当する。

銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	2018 年の EPS（VND/株）	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
NTP	4,788	436	4,400	10.46	1.93	10.3%	19.0%	46,000	58,800
BMP	4,072	438	4,872	12.02	1.89	14.4%	17.9%	58,600	N/A
AAA (*)	6,000	330	2,632	7.18	1.30	N/A	N/A	18,900	N/A

(ソース: BSC Research, (*)企業の計画)

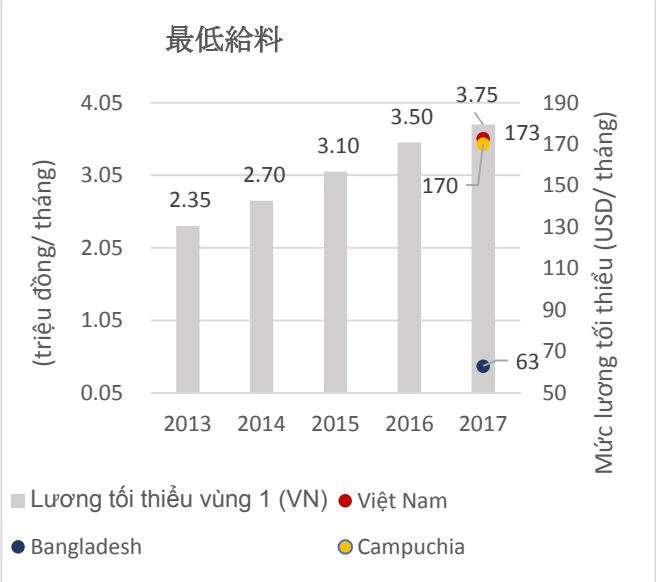
繊維業[中立]

- 2018 年 5 ヶ月の繊維物輸出額は前年同期比 15.8%増の 109 億 1,000 万ドルだった。
- 投入原材料の価格が引上げた。コットン価格は前年同期比 12%増、樹脂価格が同 27%増、最低給料が同 6～7%増となった。
- 米中の貿易戦争は、ベトナムの繊維・アパレル産業に多大な影響を与えている。
- 2018 年第 1 四半期の業績は好調となった。上場繊維企業の収入と税引後利益は前年同期比 13.4%増、9.8%増となった。
- BSC は繊維業の投資見通しを「中立」と評価した。

2018 年初 5 ヶ月の繊維物輸出額は前年同期の 9.5%より 15.8%増の 109 億 1,000 万ドルだった。新市場での輸出額成長率が最も上昇した、とりわけ、中国の輸出成長率は繊維生産量が人件費の安い国にシフトしたことにより前年同期比 49%増の大幅な増収となった；韓国の輸出成長率は同 22%増となり、米国、日本、EU などの伝統的な市場である。

(ソース: Bloomberg)

(ソース: TradingEconomics, BSC Research)



材料価格と人件費が増加した。コットン価格が前年同期比 12%増、PET 樹脂価格が同 27%増となり、綿、繊維、織物の価格が上昇する。

2018 年初から基本給料は 6%～7%に引き上げたのは繊維企業にとって負担となった。2013 年～2017 年の期間におけるベトナムの最低給料平均成長率は 12%であり、GDP 成長率の 5.8%より高かった。繊維製品輸出が直接競争性であるいくつかのと比較して、

2018 年にはベトナムの給料上昇率はカンボジア（11%）とミャンマー（33%）よりも低いが、調整率はバングラデシュより高くなった。

米中の貿易戦争は、ベトナムの繊維・アパレル産業に多大な影響を与えている。ポシテイプなシナリオの場合、米国への中国繊維製品輸出量が貿易戦争の緊張により減少するのは米国へのベトナムを含む他の国々の繊維輸出量の増加を促進する。また、中国工場をベトナムに移転する傾向はこの産業の成長を促進するだろう。貿易戦争及び米国の金利引上げの結果として、中国の CNY が年初より 2.8%に引き下げことで、繊維企業は中国から輸入されている投入原材料によりコストの低い原材料の恩恵を受ける可能性がある。一方、VND の減価償却はインドの-7.7%、インドネシアの-6.6%、バングラデシュの BDT -2.4%などのベトナムと直接に競争しているいくつかの繊維製品輸出国とベトナム繊維製品の競争力を低下させるだろう。同時に、米国へのベトナム繊維製品輸出の急増（2017 年には前年同期比+ 7.7%、市場シェアが 11.5%から 11.9%に引上げ、2018 年 5 ヶ月には 12.1%に引上げ）により、ベトナムは米国の新しい税制政策を果たされる可能性がある国である。

2018 年第 1 四半期の業績は好調となった。輸出用繊維製品企業の大部分は受注の増加と大幅な増収となった。とりわけ、2018 年 4 ヶ月には、TCM の受注額は前年同期比 5%増の 5,718 万ドルだった；2018 年 4 月 30 日の時点での TNG の受注額は同 28%増 1 億 3,050 万ドルとなった。しかし、輸出用繊維製品企業の利益率は投入材料の値上がりにより約 1～25と僅かに減少した。利益成長について、EVE の税引後利益は前年同期比 126.6%増となった。STK の税引後利益は前年同期比 60.18%増となった。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
VGT	4,399	12.96%	9.50%	9.66%	178	41.24%
VGG	1,860	23.02%	12.85%	14.09%	97	24.16%
TCM	848	9.37%	17.30%	16.84%	49	2.64%
PPH	676	-1.62%	10.28%	11.74%	60	7.22%
TNG	601	49.58%	17.46%	18.05%	22	49.73%
STK	589	6.27%	13.31%	16.13%	40	60.18%
EVE	235	31.60%	13.07%	11.55%	20	126.60%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 中立

2018 年には、繊維業は以下の要素を基づくよく成長するだろう。

1) 伝統的市場及び新規顧客からの受注拡大
2) 生産能力の増加、出荷日の短縮
3) EV-FTA 協定は、2018 年後半に承認を確定するために促進されている。

それにもかかわらず、繊維企業は投入材料の値上がり及び人件費の増加により、困難を直面している。また、米中貿易戦争は、ベトナムの繊維業に多くの機会とリスクをもたらす。そのために、BSC は繊維業の投資見通しを「中立」とお進めております。

VGG – 買い – 目標価格 63,000VND/株 – Upside 10.8%

BSC は以下の理由により、VGG が配当投資戦略のために適合な株式であると強くお勧めします。

- 2015 年～2017 年の期間における現金配当率は 30%以上だった。2018 年の最低現金配当率は 25%である。
- 2013 年～2017 年の期間における収入と利益の成長率はそれぞれ 15%、10%と上昇した。ROE は 26%以上だった。
- 健全な財務。2018 年 3 月 31 日の時点での残高は 6,841 億ドンとなり、長期債務がない。
- Viet Long Hung 工場の第 1 段階の投資を完了し、今後の巨大な投資計画はない。

VGG の 2018 年成長原動力は Viet Long Hung 工場の第 1 段階から来た。Viet Long Hung 工場の第 1 段は 2018 年第 1 四半期から稼動しております。VGG の年間生産能力は 22.5%に増加すると推定しております。

BSC の予測によると、2018 年には、VGG の売上高は新工場の稼動で前年比 16.8%増の 9 兆 8,730 億ドンに達します。しかし、人件費が増加することにより、VGG の売上総利益率は 11.65と僅かに減少するだろう。税引後利益は前年比 7.8%増の 4,078 億ドン、2018 年の EPS は 6,825VND／株となる。

TNG – 買い – 目標価格: 13,120VND／株 – Upside 26.1%

BSC は年間計画を上回る可能性、年初からの受注の状況に基づく TNG の 2018 年投資見通しを「有望」と評価しております。しかし、弊社は一般的な繊維業や特に TNG の人件費の上昇が不利な点であると留意しております。

- **2018 年 4 月 30 日の時点での受注額は前年同期比 28%増の 1 億 3,050 万ドルだった。**Decathlon や TCP の受注額は全額の 505を占めている。
- **2018 年 5 ヶ月の業績。**売上高は前年同期比 55.2%増の 1 兆 1,377 億ドン、税引後利益は同 54.4%増の 456 億ドンだった。人件費は急増したことにより、売上総利益率が前年同期比の 18.3%より 16.4%に減少した。

BSC の予測によると、2018 年には、売上高は前年比 24.7%増の 3 兆 1,020 億ドン、税引後利益は同 4.2%増の 1,200 億ドン、EPS は 2,030VND／株である。

TCM- 観察

- 2018 年 5 ヶ月における収入は前年同期比 4.88%増の 1 兆 3,140 億ドン、年間計画の 41.2%を達成した。利益率は 18%だった。
- 2018 年には、TCM は ThanhCong 証券会社における保有株式の売出から利益、土地の譲渡から利益などの他の活動による利益を計上することができます。

BSC の予測によると、2018 年には、TCM の売上高は前年比 5.1%増の 3 兆 3,740 億ドン、税引後利益は同 1.2%増の 1,940 億ドンに達し、EPS は 3,198VND／株であると相当した。

VGT – 観察

ビナテックスは繊維産業で最大な上場繊維企業である。

2018 年業績計画。収入(連結)は前年比 10.04%増の 20 兆 3,190 億ドン、税引前利益は同 5.23%増の 7,876 億 2,000 万ドン、利益率は 2017 年の 4.29%から 3.88%に減少する。

- 伊藤忠商事株式会社(ITOCHU)は、同社の子会社である伊藤忠テキスタイルプロミネント(アジア)(ITOCHU Textile Prominent (ASIA)＝IPA)を通じ、VGT の株式 5,000 万株を追加取得した後、保有率を 3%から 13%に引上げ、民間筆頭株主になった。今後は、戦略的パートナーとして、ビナテックスの企業価値向上とさらなるシナジーの拡大に取り組む方針。
- **政府の資本回収。**決定第 1232 号/2017/QĐ-TTg によると、2018 年に SCIC（国家資本投資経営総公社）は VGT における保有株式の売出し、保有率を 53.48%から 0%に引き下げる予定。現在までに、SCIC は資本を回収する前に VGT は企業価値の再評価を実施している。そのために、政府の資本回収は 2018 年に完成する可能性がないだろう。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
VGG	9,873	408	6,825	8.34	1.56	8.7%	26.1%	56,900	63,000
TNG	3,103	120	2,030	5.13	0.66	4.8%	14.8%	10,400	13,120
TCM	3,373	194	3,198	6.19	0.94	6.3%	15.7%	19,800	N/A
VGT(*)	20,319	787,62	812	13.6	0.89	N/A	N/A	11,100	N/A

(ソース: BSC research)

港湾業 [中立]

- 米中貿易戦争は世界貿易貨物の 180 万 TEUS を減少させるでしょう。
- FTA 協定は港湾業の成長を促進する原動力となるだろう。
- 南地域における港湾は供給余剰のために激しい競争に直面している。
- BSC は港湾業の投資見通しを「中立」と評価しております。

米中貿易戦争は世界貿易貨物の 180 万 TEUS を減少させる。ベトナムの港湾を通じる輸送される貨物量はマイナスの影響を受けるだろうう。原因はベトナムに輸出してから米国への輸出する中国製品の数が減少して、ベトナム港湾で中国製品の在庫量が増加しているためだ。

FTA 協定は港湾業の成長を促進する原動力となるだろう。FDI 資本は事業生産を拡大するためにベトナムに入っていることで、投入原材料輸入及び完成品輸出の需要が高めるので、港湾を通じる貨物輸送量が増加するだろう。2018 年初の 5 ヶ月には、ベトナムは FDI の 99 億ドルを誘致した。

交渉中 FTA 協定

協定	締結日	メンバー	状況
ベトナム・EFTA 協定	2012 年 5 月	ベトナム、スイス、ノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタイン	交渉中
地域包括経済パートナーシップ協定(RCEP)	2013 年 5 月 9 日	ASEAN と中国、韓国、日本、インド、オーストラリア、ニュージーランド	交渉中
ベトナム・イスラエル自由貿易協定	2015 年 12 月 2 日	ベトナム・イスラエル	交渉中
EU・ベトナム自由貿易協定(EVFTA)	2015 年 12 月 2 日	ベトナム、EU 加盟国	交渉が終わったが、まだ署名しない

(ソース: Wtocenter)

Cai Mep – Thi Vai 深海港湾における南部港湾グループは、Cai Mep – Thi Vai 浚渫案件から恩恵を受けます。

2018 年第 1 四半期の業績。ハイフォン海港における港湾企業の業績は明暗で分かれた。カム川の背後に位置している港湾は主に価格戦争と割合の増加により売上総利益率を減

少させた。とりわけ、VSC、PHP 及び TMS の売上総利益率はそれぞれ、36.02%、36.04%、63.57%に減少した。
南部での港湾企業には、2018 年第 1 四半期の業績は好調となった。CLL の収入は前年同期比 51.26%増の 1,021 億 9,000 万ドンに達した。TCL の収入は同 7.75%増の 2,046 億 8,000 万ドンに達した。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高（10 億ドン）	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益（10 億ドン）	前年同期比
GMD	689	-19.9%	29.8%	22.7%	1279	1078.9%
VSC	367	36.0%	29.7%	31.6%	74	53.1%
PHP	459	-18.6%	32.3%	37.8%	72	-48.6%
TMS	487	174.2%	9.4%	32.0%	64	26.2%
SGP	238	-18.0%	45.0%	33.4%	33	-88.7%
TCL	205	7.7%	18.5%	18.4%	21	16.5%
DVP	134	-15.5%	52.9%	52.8%	55	-16.0%
CDN	162	10.2%	38.0%	37.4%	36	5.7%
PDN	149	31.9%	28.3%	31.5%	24	30.7%
DXP	22	45.8%	22.5%	28.1%	5	46.4%
CLL	102	51.3%	29.8%	40.0%	24	24.7%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 中立

BSC は港湾業の投資見通しを「中立」と評価した。

GMD- ホールド - 目標価格 31,000VND／株 - Upside 23.7% YoY

2018 年第 1 四半期の業績。売上高は前年同期比 20%減の 6,890 億ドンとなり、港湾を通じる貨物輸送量は年間計画の 20%を達成した。

2018 年計画。GMD は売上高(連結)は前年比 39.72%減の 2 兆 4,050 億ドン、そのうち、港湾開拓による収入は同 19%増の 2 兆 1,830 億ドン、ロジスティクス事業の収入は同 89.69%減の 2,220 億ドンに達すことを目標とした。2018 年の税引前利益は同 327%増の 2 兆 1,300 億ドンとなる目標だ。

GMD は外国人投資家の保有率を 49%に最大引上げる。

VSC - 買い - 目標価格 40,491VND/株 - Upside: +18.4%

VSC はハイフォンで大手港湾企業の 1 つであり、設計能力は約 110 万 TEU /年だ。VSC の成長原動力は VIP グリーンポートから来る。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益 (10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
GMD	3,981	585	2,031	12.33	2.16	5.21%	7.25%	25,050	31,000
VSC	1,382	274	4,422	7.92	1.03	10.7%	15.1%	34,200	40,491

(ソース: BSC research)

海運業 [中立]

- 2018 年 6 月の BDI 指数は前四半期より 26.35%増の 1,333 となった。
- 環境汚染防止に関する新国際条約は造船価格を引上げさせる。
- 2018 年第 1 四半期には、液体輸送は好調となり、乾燥輸送がまだ困難です。
- BSC は海運業の投資見通しを「中立」と維持しております。

2018 年第 2 四半期の BDI 指数は大幅に上昇したことで、国内海運料金が向上された。BDI は前四半期より 26.35%増の 1,333 ポイントとなった。ブラジルとオーストラリアから高品質鉱石の海運需要が中国で増加して、多くのベトナム海運会社が国際貨物価格で取引していることから、2018 年には、BDI 指数の上昇は世界とベトナムの海運業界を支えると期待しております。

環境汚染防止に関する新国際条約は造船価格を引上げさせることにより、2019 年に海運会社に圧力をかけております。

2018 年第 1 四半期の業績。海運会社の収入は前年同期より好調となった。PVT、VTO などの大手な企業は 2018 年第 2 四半期と第 3 四半期に石油精製工場での原油輸送需要を満たすために液体輸送隊船を投資しております。また、ベトナムと ASEAN 経済共同体(AEC)が 2015 年に締結した FTA 自由貿易協定は、各国間のバルクコンテナ貨物輸送の長期貿易関係の促進に寄与する。しかし、バルクコンテナ貨物輸送企業は短期的に困難を直面している。

銘柄	主な製品	2018 年第 1 四半期の売上高(10 億ドン)	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
PVT	液体輸送	1,782	7.9%	12.9%	11.3%	150	18.4%
VTO	液体輸送	372	10.0%	16.5%	15.6%	25	17.9%
GSP	液体輸送	550	85.0%	4.3%	7.0%	13	-0.2%
VIP	液体輸送	197	10.7%	25.5%	22.1%	22	57.8%
PJT	液体輸送	122	3.7%	15.0%	14.3%	8	-8.3%
VNA	バルク貨物輸送	181	38.2%	2.2%	-10.6%	-14	-51.5%
VFR	バルク貨物輸送	50	-14.7%	8.6%	-4.4%	1	-96.7%
HTV	バルク貨物輸送	45	4.7%	17.6%	24.4%	4	-17.3%

TJC	バルク貨物輸送	40	-11.1%	2.8%	6.3%	-1	-3172.8%
TCO	バルク貨物輸送	37	-5.8%	20.1%	22.5%	2	-41.9%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 中立

BSC は海運業の投資見通しを「中立」と維持しております。

PVT – 買い– 目標価格 20,645VND/株 – Upside 35.37%

2018 年第 1 四半期の業績には、売上高は前年同期比 8%増の 1 兆 7,820 億ドン、そのうち、輸送による収入は同 13%増の 9,000 億ドンとなった。

2018 年第 2 四半期には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 46%増の 1 兆 9,989 億ドン、同 367.5%増の 2,297 億ドンとなった。

PVN は PVT に保有率を 51%から 36%に引き下げる予定。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
PVT	6,426	559	1,537	9.92	0.92	6.29%	11.77%	15,250	21,800

(Nguồn: BSC research)

天然ゴム業[中立]

- 2018 年第 2 四半期には、ゴム価格は 5.6%に引き続き下げた。
- 世界銀行によると、2018 年のゴム平均価格は供給過剰により前年比 10%減となる。
- ベトナムのゴム輸出量が前四半期より 22.6%増となったが、輸出価格が同 25.3%減となった。
- 2018 年第 1 四半期には、ゴム企業の税引後利益はゴム販売の下げにより 1.3%減となった。

2018 年第 2 四半期には、ゴム価格は 5.6%に引き続き下げた。2018 年第 1 四半期より、2018 年第 2 四半期に平均ゴム価格は 5.6%減の 176.5JPY／キロだった。2018 年初の 6 ヶ月には、ゴム価格は供給過剰により前年同期比 26.7%減となった。世界銀行と EIU の予測によると、2018 年のゴム平均価格は以下の評価を基づく前年比 10%減となる。

(1) ANRPC の予測によると、2018 年の供給過剰は前年比 97%増の 45 万 7,000tとなる。
(2) 原油価格は上げる傾向があることで、ゴム価格の下落が縮小した。世界銀行によると、原油価格は前年比 23.1%増の 65 ドル／バレルである。

RSS3 ゴム価格の動き

(ソース: Bloomberg)

ゴム輸出量が増加したが、ゴム輸出額が減少した。税関総局によると、2018 年 5 ヶ月でのゴム輸出量と輸出額は前年同期比 22.6%増の 44 万 2,322t、同 8.4%減の 6 億 4,714 万ドルだった。輸出量には、中国はベトナムで最大な輸入国であり、前年同期比 25%増の 27 万 5,511t、総生産量の 59.1%を占めている。

2018 年第 1 四半期の業績はゴム販売価格の変動により減少した。、2018 年第 1 四半期には、売上高と税引後利益の合計は前年同期比 13.035現の 7,277 億 3,000 万ドン、同 1.3%減の 2,110 億ドンに達した。PHR と DPR の利益は主に伐採したゴム木の売却から来た。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高	前年同期比	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益	前年同期比
PHR	268.05	-34.99%	17.96%	14.16%	93.50	39.55%
DPR	251.55	3.11%	31.89%	29.99%	100.60	10.47%
DRI	109.70	42.35%	41.00%	38.84%	4.60	-76.49%
TRC	82.19	-5.80%	25.44%	19.23%	11.40	-66.92%
HRC	17.63	0.44%	14.75%	17.00%	1.00	-39.54%

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp

投資観点 – 中立

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

PHR – 買い – 目標価格 27,473 VND/株 – Upside 14%

PHR はベトナムでの大手なゴム企業であり、面積の 2 万ヘクタールがある。しかし、BSC は、PHR のゴムの木は現在生産能力が低いため、2018 年にゴムからの利益は PHR の総利益の僅かな割合（約 800 億ドン）を占めると推定しています。2018 年末の 6 ヶ月には、PHR の成長原動力は VSIP へ面積の 350 ヘクタール（約 10 億ドル／ヘクタール）を譲渡することから来る。そのために、PHR は 2018 年に利益の 3,500 億を計上するだろう。また、PHR も伐採したゴムの木（約 1,000 ヘクタール）の売却による 2,000 億ドンを計上するだろ

う。BSC の予測によると、2018 年には、PHR の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 16.04%減の 1 兆 3,890 億ドン、同 66%増の 5,490 億ドンに達すだろう。2018 年の EPS は 3,589VND／株と相当します。

DPR – 観察 – 目標価格 40,997 VND/株 – Upside 4.6%

DPR はベトナムで最大のゴム生産企業の一つであり、大規模なゴムの木の面積（約 1 万 4,476 ヘクタール、うちにベトナムでの 9,326 ヘクタール、海外の 5,150 ヘクタールを含む）を有しています。2018 年には、DPR のゴム生産量及び消費量は 17,000t、販売価格は 3,500 万～3,600 万 VND／t、売上総利益が 1,500 億ドン、伐採したゴムの木の売却による利益が 1,000 億ドンであると見込みだ。BSC の予測によると、2018 年に売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 11.7%減の 9,460 億ドン、同 10%減の 2,160 億ドンとなる。2018 年の EPS は 4,553VND／株と相当する。

DRI – 買い – 目標価格 9,837 VND/株 – Upside 24.5%

DRI の利点は、ゴムの木の面積は大きくなり 8,810 ヘクタール以上、若いゴム庭園 – 平均開拓年間は 6 年間であり、生産費用が安いということだ。また、2018 年には、DRI のゴム収穫量は 18,500tである見込みだ。BSC の予測によると、2018 年に売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 3%増の 6,038 億 5,000 万ドン、同 29.2%減の 1,020 億ドンとなる。2018 年の EPS は 1,324VND／株と相当する。2018 年には、Dakruco は DRI における保有率を 51%に引き下げる予定。

銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS（VND/株）	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
PHR	1,389	549	3,589	6.7x	1.2x	12.9%	13.03%	24,100	27,473
DPR	946	216	4,553	8.82x	0.72x	6.1%	7.9%	39,200	40,997
DRI	604	102	1,324	6x	0.6x	6.94%	10.98%	7,900	9,837

(ソース: BSC research)

タイヤ業 [中立]

- 2018 年 5 ヶ月の自動車消費量は前四半期より 5.6%減となった。
- 中国及び FDI 企業と競争性が激しくなる。現在、中国のタイヤ製品はベトナムでのシェアの 50%を占めて、ベトナムの製品より 20～30%安くなっている。
- 2018 年 6 ヶ月に世界ゴム価格は前年同期比 26.9%減となり、人工ゴムの価格はあまり変動せず、化学品と黒石炭の価格は 2018 年第 1 四半期に 50～60%上昇した。
- 次の四半期には、売上総利益率は改善されるだろう。
- 2018 年第 1 四半期の業績はあまり改善されなかった。2018 年第 1 四半期の税引後利益は全四半期 73.3%減となった。

2018 年 5 ヶ月の自動車消費量は前四半期より 5.6%減となった。2018 年 5 ヶ月には、国内自動車消費量は前四半期より 5.6%減の 10 万 3,746 台となった。国内組立自動車量は同 10.1%増の 8 万 7,426 台となった。輸入量は急減し、同 46.5%減の 1 万 6,320 台だった。急減の原因は輸入期間と費用が高まっているため。

高競争性。タイヤ企業は中国からのタイヤと激しく競争している。中国のラジアルタイヤはベトナム市場シェアの 50%を占めて、販売価格は 20%～30%より安くなっている。Bridgestone (17.885.000 台/年), Kumho (6.300.000 台/年)どの大手な生産能力がある FDI 企業はベトナム市場で販売量を増加し、総生産量の 15～20%と相当していることから、競争性も高まっている。

2018 年第 2 四半期に世界ゴム価格は 2018 年第 1 四半期より 5.6%減となった。2018 年第 2 四半期の世界ゴム平均販売価格は 176.5JPY／キロ、2018 年第 1 四半期より 5.6%低かった。2018 年第 2 四半期末の時点でゴム価格は前年同期比 26.9%減となったことで、企業の原材料費用が減少した。BSC の評価によると、2018 年下半期のゴム価格は変動しないだろう。合成ゴム（原材料の 15～20%を占め）の価格はあまり変動しないが、化学品と黒炭（原材料の 35～40%を占め）の価格は 50～60%上昇したことにより、タイヤ企業の利益が減少した。

売上総利益率は改善される可能性があるが、原材料の価格動きを観察するべきだ。

(1)2018 年第 1 四半期には、タイヤ企業はタイヤ製品の販売価格を 5%に引上げた。

(2)投入ゴム価格は引き続き下げた。

(3)DRC はラジアル工場での年間生産能力を引上げる。

2018 年第 1 四半期の業績は引き続き改善されなかった。2018 年第 1 四半期には、タイヤ企業の売上高と税引後利益の合計ははそれぞれ前四半期より 6.13%減の 1 兆 7,457 億ドン、同 73.3%減の 298 億 8,000 万ドンとなった。業績の減少は原材料の大幅な変動、平均

販売価格の下げ、高競争性から来た。ゴム価格は前年同期比 26.9%減となったが、化学品価格と黒炭価格が約 50～60%に上げた。

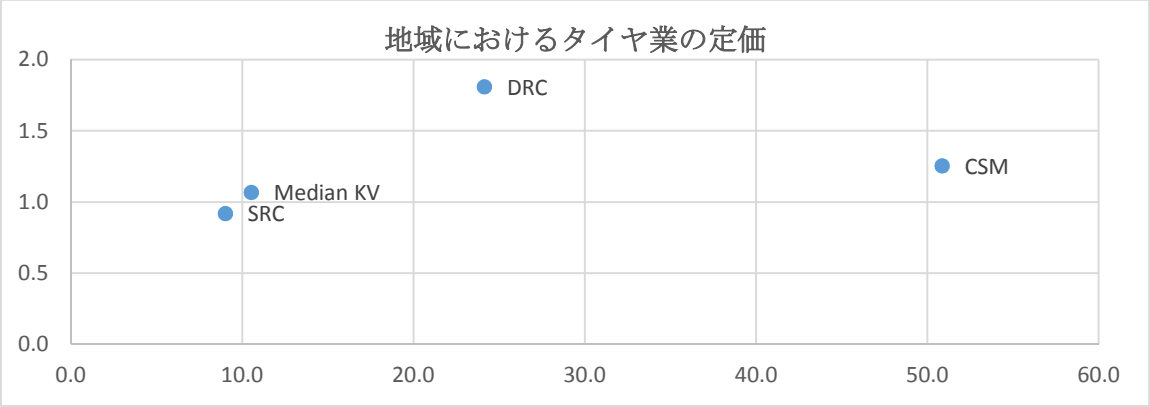
銘柄	重要な製品	2018 年第 1 四半期の売上高	成長率	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益	成長率
CSM	自動車用タイヤ, PCR	809.06	6.33%	11.58%	18.37%	4.20	-85.35%
DRC	トラック用タイヤ, TBR	789.71	-18.51%	11.64%	19.28%	20.70	-70.64%
SRC	自転車・バイク用タイヤ	216.55	2.49%	15.49%	19.64%	5.00	-60.63%

(ソース: FiinPro, BSC research)

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

投資観点- 中立

2018 年下半期には、ゴム価格が下げ、成長潜在がラジアルタイヤの消費量にから来ると見込まれることから、タイヤ企業の業績が好調になる見込みだ。BSC はタイヤ業の投資見通しを「中立」と維持した。



(ソース: Bloomberg, BSC Research)

DRC – 買い – 目標価格 27.022 VND/株 – Upside 14.5%

DRC はベトナムの大手なタイヤ生産企業であり、主な製品はトラック用タイヤである。2018 年第 1 四半期には、DRC の業績は前年同期比大幅な減収減益となり、売上高と税引後利益はそれぞれ同 18.5%減の 7,336 億ドン、同 70.7%減の 207 億ドンとなった。各タイヤ製品の販売価格が前年同期比 5%増となったが; 自動車用タイヤの販売量が同 2%減となって原材料の価格が大きく変動したのは DRC の業績をマイナスに影響した。2018 年第 1 四半期には、ラジアルタイヤの販売量は同 5.02%減の 72,986 台となったが、販売価格が同 10.45%増となった。2018 年第 3 四半期から、DRC のラジアル工場第 2 期が稼動し始め、

生産能力を 2 倍と引上げる。しかし、投資家は投資する前にゴム価格の動きを観察するべきだ。BSC の予測によると、2018 年には、DRC の売上高や税引後利益はそれぞれ前年比 20.9%増の 4 兆 4,370 億ドン、同 10.5%減の 1,450 億ドン、EPS は 1,111VND／株である。2018 年 4 月 26 日の時点で、DRC の PE と PB のそれぞれは 25.88x、1.87xだった。

CSM – 観察

CSM は南市場で大手な自動車用タイヤ生産企業である。2018 年第 1 四半期には、売上高と税引後利益はそれぞれ前四半期より 6.3%増の 7,957 億ドン、同 85.3%減の 42 億 3,000 万ドンだった。現在、CSM はトラック・バス用ラジアルタイヤ（TBR）と乗用車用ラジアルタイヤ（PCR）の製造に注力しています。2018 年には、CSM は 8,500 台～9,000 台／月を消費することができると期待しております。PCR タイヤについて、Tireco は CSM の主な消費者である。2017 年には、Tireco は CSM の PCR タイヤの 20 万第を消費した、2018 年に 100 万台を消費すると期待した。しかし、Tireco への販売価格は国内販売価格より 20%低い。そのために、2018 年には CSM は国内市場で PCR 製品販売を優先し、CSM の大手な顧客は Truong Hai、TNT、Dong Bang であり、残り分は輸出される。2018 年には、CSM は売上高と税引後利益が前年比 8%増の 3 兆 8,000 億ドン、同 81%増の 1,000 億ドンに達すことを目標とした。2018 年の配当率は 3%予定。CSM の現在 PE、PB はそれぞれ 50.72x、1.23 xだった。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
DRC	4,437	145	1,111	21.9x	2.0x	5.2%	9.75%	23,600	27,022
CSM	3,670	82	746	20x	1.2x	2.4%	6.3%	14,950	N/A

(ソース: BSC research)

肥料業[中立]

- 2018 年第 1 四半期に比べて、尿素肥料の価格は 8.1%減となり、DAP 価格は 3.6%減となった。しかし、2017 年の平均価格に比べて、肥料価格が上げ、とりわけ尿素肥料、DAP、NPK の価格はそれぞれ 15.5%増、19.1%増、11.5%増となった。
- 投入原材料の価格は値上がりました。2018 年第 1 四半期に比べて、2018 年第 2 四半期にガス価格は 13%増となり、石炭価格は 1.2%増となり、H_2SO_4 の価格は 9%減となった。
- 付加価値税（VAT）の政策を待つ（2018 年 11 月の国会で議論されている）。
- ペトロベトナムグループ(Vietnam National Oil and Gas Group＝PVN)とベトナム化学グループ（vinachem）の投資回収計画。
- 2018 年第 1 四半期には、上場企業の 10 社の売上合計と税引後利益はそれぞれ前四半期より 4.24%減の 9 兆 4,350 億ドン、同 10.86%減の 6,020 億ドンだった。

Giá phân bón thế giới đã giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn cao hơn so với trung bình 2017. (1) Trung bình giá Urea trong 2Q2018 đạt mức 283 USD/tấn, giảm 8.1% so với 1Q2018, tuy nhiên vẫn cao hơn 15.5% so với giá trung bình 2017.Theo Yara Research, lượng Urea được dự tiếp tục dư thừa 500.000 triệu tấn cho đến năm 2022, (2) Giá DAP tiếp tục tăng lên mức 329 USD/tấn (+4.3% so với 1Q2018, +19.1% so với trung bình 2017) do hụt cung ngắn hạn và giá NVL tăng, (3) Giá NPK giảm nhẹ 3.6% so với 1Q2018, tuy nhiên vẫn tăng 11.5% so với năm 2017. Giá bán Urea giao dịch tại Việt Nam khá ổn định trong giai đoạn 6T2018.

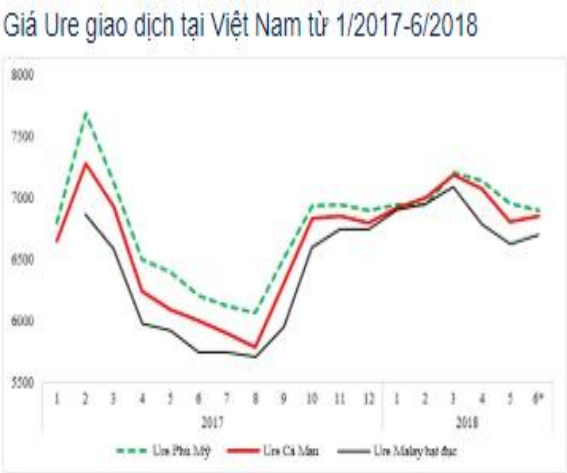
世界の肥料価格が僅かに下げたが、2017 年の平均水準より高かった。

(1)2018 年第 2 四半期には、尿素肥料の価格は 2018 年第 1 四半期より 8.1%減の 283 ドル／tであり、2017 年の平気水準より 15.5%と高かった。Yara Research によると、2022 年までに尿素肥料供給過剰は 50 万tとなるだろう。

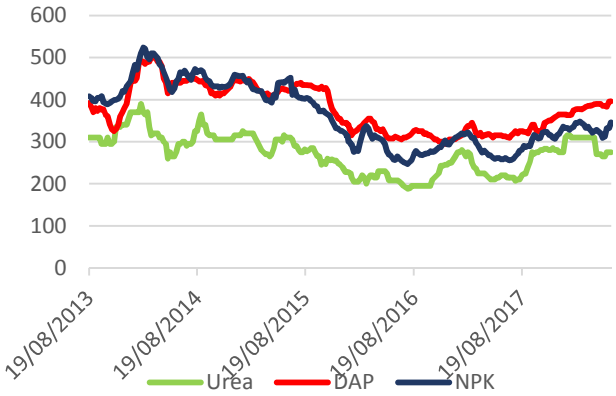
(2)DAP 価格は 329 ドル／tと引上げ、2018 年第 1 四半期より 4.3%増となり、2017 年の平均水準より 19.1%増となった。

(3)NPK 価格は 2018 年第 1 四半期より 3.6%減となったが、2017 年の平均水準より 11.5%増となった。

2018 年初の 6 ヶ月におけるベトナムで尿素肥料の販売価格は安定した。



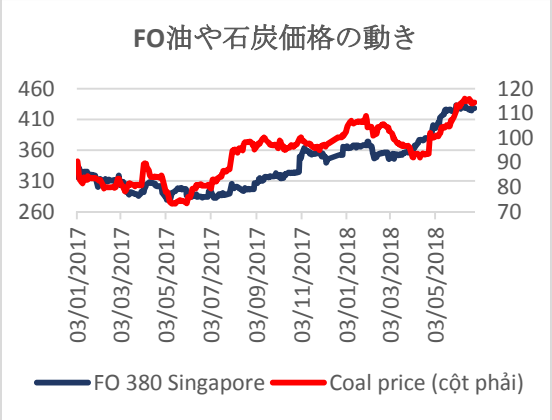
世界肥料販売価格

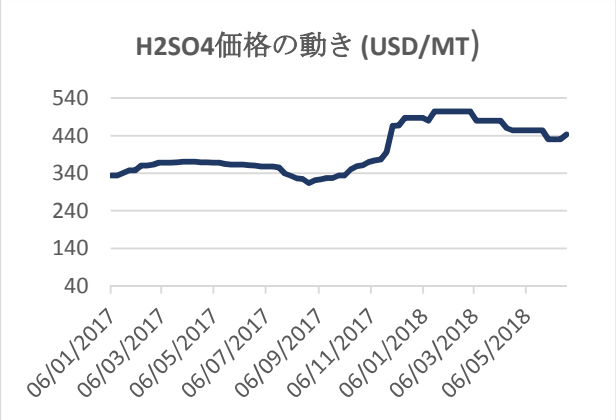


(ソース: Bloomberg)

Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục tăng mạnh làm giảm biên của các doanh nghiệp sản xuất phân đơn, đặc biệt là urea. Giá khí đầu vào, nguyên liệu quan trọng sản xuất ure tăng 13% so với 1Q2018 và tăng 30% so với trung bình 2017. Giá than đá thế giới tăng lên 103.67 USD/tấn, tăng 1.2% so với 1Q2018 và tăng 18% so với trung bình 2017. Giá H2SO4 đã giảm 9% so với 1Q2018 xuống mức 449.36 USD/tấn, tuy nhiên vẫn cao hơn 23% so với trung bình 2017.

投入原材料の価格が大幅に引上げているのは肥料企業の利益率を減少させた。尿素肥料を生産する主要原材料である投入ガスの価格は 2018 年第 1 四半期より 13%増となり、2017 年の平均水準より 30%増となった。世界石炭価格は 103.67 ドル／t、2018 年第 1 四半期より 1.2%増となり、2017 年の平均水準より 18%増となった。H2SO4 の価格は 449.36 ドル／tであり、2018 年第 1 四半期より 9%減となり、2017 年の平均水準より 23%増となった。





(ソース: Bloomberg, BSC tổng hợp)

Tiếp tục chờ đợi thông tin đưa phân bón vào đối tượng chịu thuế VAT. Đây là nội dung đã được đưa vào dự thảo sửa đổi, bổ sung chính sách thuế, thuế suất áp dụng là 5%. Nội dung này cũng sẽ được thảo luận tại Quốc hội vào tháng 11/2018. Quy định này, nếu được thông qua, dự kiến có hiệu lực từ năm 2019, qua đó, tiết giảm chi phí thông qua khấu trừ thuế VAT của các doanh nghiệp sản xuất phân đơn như DPM (ước tính 300 tỷ đồng), LAS (hơn 100 tỷ đồng), DDV (khoảng 138 tỷ đồng).

肥料業が付加価値税の対象になることに関する情報を待っている。

Kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem. Theo lộ trình, PVN dự kiến thoái vốn DPM và DCM xuống 51% trong năm 2018. Theo Đề án Tái cơ cấu giai đoạn 2017-2020, Vinachem thoái vốn tại một số doanh nghiệp trực thuộc tập đoàn, trong đó, có các doanh nghiệp phân bón là BFC, SFG, VAF, DDV (DAP – Vinachem), DAP số 2-Vinachem, …

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

Kết quả kinh doanh 1Q2018. Tổng DTT và LNST của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 9,435 tỷ VND (-4.24% qoq) và 601.54 tỷ VND (-10.86% qoq). LN sụt giảm chủ yếu do giá nguyên liệu tăng và do cạnh tranh cao, các DN bị ảnh hưởng giảm sản lượng và không nâng được giá bán tương ứng với giá tăng của nguyên liệu.

2018 年第 1 四半期の業績。上場企業 14 社の売上高と税引後利益の合計はそれぞれ、前四半期より 4.24%減の 9 兆 4,350 億ドン、同 10.86%減の 6,015 億 4,000 万ドンだった。利益の減少は原材料の値上がり及び高競争性から来た。

銘柄	重要な製品	2018 年第 1 四半期の売上高	成長率	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益	成長率
DPM	尿素	2,085.85	5.34%	24.53%	27.75%	183.20	-20.11%

銘柄	重要な製品	2018 年第 1 四半期の売上高	成長率	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益	成長率
BFC	NPK	1,357.34	14.42%	15.46%	15.59%	41.90	-36.25%
DCM	尿素	1,315.25	4.99%	22.08%	31.70%	259.50	-9.41%
LAS	リン酸肥料	955.30	-10.68%	20.58%	18.11%	31.70	-28.22%
DDV	DAP	574.31	8.35%	11.83%	-15.84%	15.80	-142.06%
QBS	貿易	565.90	-34.29%	4.98%	4.25%	10.80	-35.25%
PSW	貿易	517.26	-3.11%	2.60%	3.83%	2.30	-61.30%
PSE	貿易	479.49	8.45%	3.12%	4.42%	0.80	-82.21%
PMB	貿易	458.84	-2.16%	4.58%	5.65%	7.30	-1.59%
VAF	リン酸肥料	451.27	7.69%	23.39%	24.40%	21.20	5.71%
PCE	貿易	423.54	-11.58%	3.15%	4.73%	1.50	-77.44%
NFC	リン酸肥料	196.17	12.58%	18.34%	17.38%	6.80	-0.27%
SFG	リン酸肥料, NPK	47.20	6.11%	9.89%	10.66%	23.40	8.07%
PCN	貿易	7.40	-25.52%	-0.89%	2.85%	-4.50	68.54%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 中立

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu phân bón với nhiều kỳ vọng về thay đổi chính sách thuế và kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao, tình trạng dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành. Các cổ phiếu phân bón hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B lần lượt là 8.0x và 0.68x.

BSC は肥料業の見通し評価を「中立」と維持しております。肥料株の PE と PB はそれぞれ 8.0x、0.68xだった。

BFC – 買い – 目標価格 34,763 VND/株, upside 26.1%

BFC là doanh nghiệp đầu ngành phân bón chuyên sản xuất phân bón NPK cho thị trường trong nước. Trong năm 2018, BFC dự kiến sẽ tăng gấp đôi công suất 2 nhà máy Bình Điền Ninh Bình và Bình Điền Tây Ninh lên lần lượt 100,000 tấn và 400,000 tấn/năm (tăng 250,000 tấn/năm). Điều này sẽ giúp BFC mở rộng được thị phần tại miền Bắc và tiết kiệm được chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, BFC sẽ đầu

tư dự án đầu tư chiều sâu nhà máy phân bón NPK Bình Điền – Long An công suất 200.000 tấn/năm giúp tăng chất lượng sản phẩm và tăng khả năng cạnh tranh của DN. Tuy nhiên, với tình trạng dư cung phân bón và cạnh tranh cao khiến DN khó tăng giá bán sản phẩm. BSC dự báo DTT và LNST thuộc về công ty mẹ của BFC đạt lần lượt 6,574 tỷ VND (+4.3% yoy) và 252 tỷ VND (-9.1% yoy), tương đương với EPS đạt mức 3,915 VND/cp (đã trừ 11% quỹ KTPL). Ngày 22/6/2018, cổ phiếu BFC đang được giao dịch tại mức giá 27,550 VND/cp, P/E F là 5.44x, tương đối hấp dẫn đối với vị thế của một doanh nghiệp đầu ngành. Ngoài ra, Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại BFC, giảm tỷ lệ sở hữu từ 65% xuống 36% thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư.

BFC は国内市場向け NPK 肥料最大手の肥料企業です。2018 年には、BFC は Binh Dien Ninh Binh 工場と Binh Dien Tay Ninh 工場の年間生産能力を 2 倍に引上げ、それぞれ 10 万t、40 万tとなった。これのおかげで、BFC は北部で市場シェアを拡大し、運送コストを削減することができます。また、BFC は肥料品質投資及び競争性を高めるために Binh Dien Long An NPK 肥料工場に投じている。しかし、供給過剰及び高競争性がある背景には、BFC は肥料販売価格を引上げるのは難しいだろう。BSC の予測によると、BFC 売上高と親会社の税引後利益はそれぞれ、前年同期比 4.3%増の 6 兆 5,740 億ドン、同 9.1%減の 2,520 億ドンに達すだろう。2018 年の EPS は 3,915VND と相当した。2018 年 6 月 22 日の BFC の終値は 27,550VND／株であり、予測 PE は 5.44xだった。また、Vinachem は BFC における保有率を 65%から 365に引き下げた予定。

LAS – 買い – 目標価格 13,200VND／株 , upside 14.5%,

Là cổ phiếu đã bị nhiều nhà đầu tư lãng quên do ngành khó khăn, kết quả sản xuất kinh doanh liên tục suy giảm từ năm đến năm 2016. Trong năm 2018, LAS đặt kế hoạch DTT và LNTT lần lượt đạt 4.111 tỷ VND (+0.27% yoy) và 220 tỷ VND (+14.4% yoy). Chính sách thuế VAT, nếu thay đổi cũng sẽ đóng góp thêm vào khoảng 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho LAS (kỳ vọng từ năm 2019). Chúng tôi dự báo, DTT và LNST năm 2018 của công ty đạt lần lượt là 4,000 tỷ đồng và 163 tỷ đồng, EPS 2018 là 1,355 đồng/cp. Nếu chính sách thuế VAT được thông qua, chúng tôi kỳ vọng LNST của công ty sẽ tăng lên đến 243 tỷ đồng, tương đương EPS mới là 2,021 đồng/cp.

LAS は業界の困難及び業績が 2016 年から連続で減少したことにより、多くの投資家が株式を無視しております。2018 年には、LAS は売上高と税引前利益がそれぞれ前年比 0.27%増の 4 兆 1,110 億ドン、同 14.4%増の 2,200 億ドンに達すことを目標とした。VAT 政策が変更すれば、税引前利益に 1,000 億ドンを追加計上するだろう。BSC の予測によると、2018 年には LAS の売上高と税引後利益はそれぞれ 4 兆ドン、1,630 億ドンに達し、EPS は 1,355VND／株であるだろう。VAT 政策が承認されれば、LAS の税引後利益が 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 – 観察 – 目標価格 22,800VND/株

Cổ phiếu DPM thu hút sự quan tâm trở lại nhờ đà phục hồi của giá phân đạm và kỳ vọng thay đổi chính sách thuế giá trị gia tăng và kế hoạch thoái vốn xuống 51% của PVN trong năm 2018. Trong 6T2018, DT và LNTT của DPM ước đạt 4,915 tỷ VND (+11.5% yoy) và 430 tỷ VND (-7.05% yoy), hoàn thành 97% kế hoạch LN 2018.

肥料価格の回復、付加価値税政策の変更と 2018 年に PVN が DPM における保有率を 51%に引上げることで、DPM は投資家の注目を集めています。2018 年 6 ヶ月には、収入と税引前利益はそれぞれ、前年同期比 11.5%増の 4 兆 9,150 億ドン、同 7.05%増の 4,300 億ドンとなり、年間計画の 97%を達成した。

Năm 2018, doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng. (1) DPM đã hoàn tất bảo dưỡng lớn nhà máy ure trong tháng 12/2017, sản lượng sản xuất và tiêu thụ ure được kỳ vọng tăng thêm 11% yoy. (2) Giá bán urea trong nước có xu hướng ổn định trong 6 tháng đầu năm, riêng giá bán Urea Phú Mỹ đã tăng 8% (6,800 VND – 6,600 VND/kg), (3) DPM đặt kế hoạch tiêu thụ thêm 34,000 tấn NH3 và 150,000 tấn NPK, phấn đấu đạt 170,000 tấn NPK từ tổ hợp nhà máy mới NH3-NPK. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, tăng trưởng kết quả kinh doanh của công ty phụ thuộc vào (1) diễn biến giá nguyên liệu đầu vào, trong 1H2018, giá khí tăng 27.24%, giá H2SO4 giảm 30.42% so với cùng kỳ, (2) hiệu quả hoạt động tổ hợp nhà máy NH3-NPK, như đã đề cập trong các báo cáo gần nhất, việc đưa vào vận hành nhà máy mới sẽ đóng góp khoảng 1,200 tỷ đồng doanh thu, tuy nhiên, chi phí lãi, chi phí khấu hao tăng mạnh, ước tính tăng 610 tỷ đồng; (3) khoản trả thay PVTEX, nếu thực hiện (ước tính 80 tỷ đồng) sẽ ăn mòn lợi nhuận của DPM. DPM đặt mục tiêu doanh thu thuần đạt 8,577 tỷ đồng, LNST đạt 371 tỷ đồng (-48% yoy), khi đó, EPS là 948 đồng/cp. Chúng tôi lưu ý, nếu chính sách thuế VAT được thông qua, LNTT của DPM sẽ tăng thêm khoảng 300 tỷ đồng, EPS tăng thêm 767 đồng/cp lên 1,715 đồng/cp.

2018 年には、収入の成長が上昇すると期待された。

（1） DPM は 2017 年 12 月に尿素肥料工場のメンテナンスを完了し、尿素生産量と消費量は前年比で 11%増となると見込まれています。

（2） 2018 年初の 6 ヶ月には、国内市場で尿素肥料の販売価格は安定する傾向があり、DPM の尿素肥料の販売価格は 8%増（6,600VND～6,800VND／キロ）となった。

（3） DPM は NH3-NPK 新工場から NH3 の 3 万 4,000tと NPK の 15 万t(NPK の消費量合計を 17 万tに上げ)を追加販売しすることを計画とした。

しかし、DPM の利益成長は以下の要素に依存する。

(1)2018 年上半期には、投入原材料の価格はガス価格が前年同期比 27.24%増となり、H2SO4 価格は同 30.42%減となった。

(2) NH3-NPK 新工場が稼動すると、収入に 1 兆 2,000 億ドンを寄与する。しかし、借入コストと原価償却費も 6,100 億ドンと急増した。

(3) PVTEX の代わりに支払（約 800 億ドン推定）が実行されれば、DPM の利益を減少させる。

DPM は 2018 年の売上高が 8 兆 5,770 億ドン、税引後利益が同比 48%減の 3,710 億ドンに達すことを目標とした。その時、2018 年の EPS は 948VND／株である。付加価値税政策が承認される場合、DPM の税引前利益は 3,000 億ドンに増加し、EPS が+767VND 増の 1,715VND／株である。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
BFC	6,574	252	3,915	5.44x	1.25x	8.0%	23.56%	27,800	34,763
LAS	4,000	163	1,355	8.5x	0.98x	5.2%	12.39%	11,500	13,200
DPM*	8,577	371	948	18.1x	1.07x	6.9%	9.94%	17,200	22,800

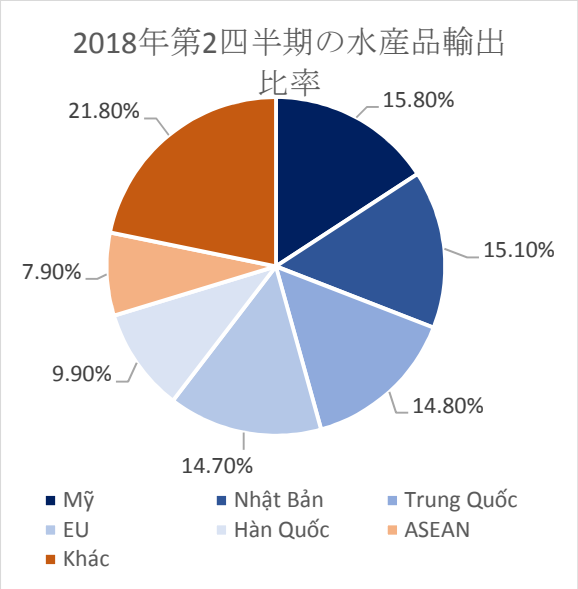
(ソース: BSC Research, * 計画)

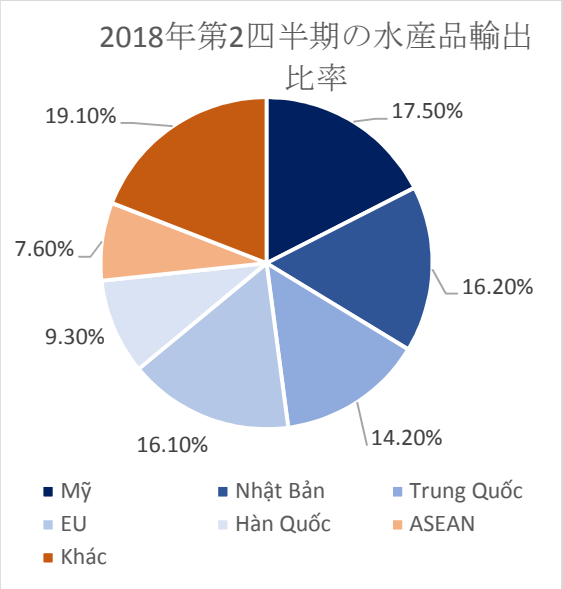
水産業 [中立]

- Xuất khẩu thủy sản 5 tháng đầu năm đạt 3.2 tỷ USD, tăng 13.3% yoy
- 2018 年 5 ヶ月における水産輸出額は前年同期比 13.3%増の 32 億ドルだった。
- Trong tháng 5, giá cá tra nguyên liệu giữ vững ở mức giá cao, giao dịch quanh 36,000 đ/kg
- 5 月には、チャ魚価格は高水準で維持し、36,000VND／キロの辺りに移動した。
- Từ 29/5/2018, sản phẩm tôm chính thức bị đưa vào Chương trình SIMP
- 2018 年 5 月 29 日から、エビは SIMP プログラムの下に正式に置かれている。
- EU tiếp tục giữ thẻ vàng đối với thủy sản Việt Nam trong 6 tháng tới
- EU は今後 6 ヶ月にベトナムの水産品に関するイエローカードでの警告を維持する。

Xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2018 ước tính đạt 4 tỷ USD, tăng 12.3% yoy. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu thủy sản lớn nhất của Việt Nam, kim ngạch đạt 626 triệu USD (+1.3% yoy). Bên cạnh đó, Nhật Bản vượt EU, đứng thứ 2 về kim ngạch xuất khẩu thủy sản; lũy kế 6 tháng đạt 599 triệu USD, tăng 4.8% yoy. Thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng mạnh, kim ngạch 396 triệu USD (+30% yoy). BSC nhận định tốc độ tăng trưởng tại thị trường này vẫn sẽ ở mức cao trong 1 – 2 năm tới.

2018 年初の 6 ヶ月の水産品輸出額は前年同期比 12.3%増の 40 億ドルに達すと推定された。米国はベトナムの輸出魚介類として最大の輸入市場であり、米国への輸出額は前年同期比 1.3%増の 6 億 2,600 万ドルだった。次は日本であり、日本への輸出額は前年同期比 4.8%増の 5 億 9,900 万ドルだった。中国市場は大幅に成長して、中国への輸出額は同比 30%増の 3 億 9,600 万ドルだった。BSC の評価によると、中国市場での成長は今後 1 年～2 年間に引き続き上昇するだろう。





(ソース: VASEP)

Trong tháng 5, giá cá tra nguyên liệu vẫn giữ vững ở mức cao, giao dịch quanh mức 31,600 đồng/kg. Tuy nhiên, thị trường cá giống lại biến động mạnh, với giá cá giống đã giảm hơn 50% giá trị so với tháng trước, xuống mức 26,000 – 30,000 đồng/kg.

5 月には、チャ魚価格(売値)は高水準で維持し、31,600VND／キロの辺りに移動した。しかし、種魚の価格が強く変動し、前月より 50%以上下げ、26,000～30,000 VND／キロの辺りに移動した。

Ảnh hưởng của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Tại thị trường Trung Quốc, sau khi áp thuế hàng thủy sản từ Mỹ, ngày 31/5, Bộ Tài chính Trung Quốc đã công bố giảm thuế nhập khẩu đối với 221 mặt hàng thủy, hải sản: thuế cá tra fillet giảm từ 10% xuống 7%, thuế cá tra tươi/ướp lạnh giảm từ 12% đến 7%. Tại thị trường Mỹ, trong 200 tỷ USD Mỹ dọa sẽ áp lên Trung Quốc bao gồm nhiều mặt hàng thủy hải sản: cá rô phi, cá da trơn,…đặc biệt, tuy Trung Quốc chỉ chiếm 10% thị phần cá da trơn xuất vào Mỹ nhưng giá bán gấp đối sản phẩm Việt Nam. BSC cho rằng đây sẽ là cơ hội đối với thủy sản Việt Nam để tăng cường xuất khẩu tại cả hai thị trường xuất khẩu lớn.

米中間の貿易戦争の影響。中国市場では、米国の水産品に対す課税を果たした後、中国の財政省は 5 月 31 日、水産品 221 品に対す輸入税を引き下げた。米国では、米国は水産品を含む中国から輸入製品の 2,000 億ドルに対す課税を果たす予定。中国からの輸入ナマズは市場シェアの 10%のみ占めているものの、販売価格はベトナムに比べて 2 倍増となった。BSC の評価によると、これが 2 つの主要市場への輸出を促進するベトナム水産品の機会である。

Cập nhật một số rào cản: Ngày 29/5, tôm chính thức bị đưa vào Chương trình SIMP của Mỹ, việc xuất khẩu tôm vào Mỹ trong thời gian tới có thể bị gián đoạn. Với chương trình Farm Bill, trong tháng 5, Mỹ đã hoàn tất việc thanh tra thực địa cá da trơn Việt Nam sau khi Việt Nam qua được bước 3 trong quá trình công nhận tương đương. Đối với thị trường EU, EU thông báo sẽ tiếp tục áp thẻ vàng đối với thủy sản Việt Nam trong 6 tháng tới.

いくつかの商業バリアの更新。5 月 29 日には、エビは正式にアメリカの SIMP プログラムの下に置かれているため、米国へエビを輸出するは近い将来困難に直面する可能性がある。Farm Bill について、5 月に米国はナマズに対す現場検査を完了した。EU は今後 6 ヶ月にベトナムの水産品に関するイエローカードでの警告を維持する。

Kết quả kinh doanh Quý I.2018. Hầu hết các doanh nghiệp thủy sản đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong 3 tháng đầu năm. Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu (Mỹ, Trung Quốc, châu Á) trong khi nguồn cung cá tra nguyên liệu bị thiếu tạo điều kiện thuận lợi cho giá bán. Giá cá tra xuất khẩu trong Quý 1.2018 đã tăng 20% so với cùng kỳ, giúp cho các doanh nghiệp mà tự chủ được nguồn nguyên liệu tăng biên lợi nhuận gộp (ANV, IDI).

2018 年第 1 四半期の業績。2018 年年初の 3 ヶ月には、殆どの水産企業の業績は好調となった。原材料の供給不足と共に米国、中国、アジアなどの大きな輸出市場での高消費需要で、2018 年第 1 四半期にチャ魚の価格は前年同期比 20%増となり、ANV、IDI などの水産企業の売上総利益率が増加した。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売	前年同期比	2018 年第 1 四半期	2017 年第 1 四半	2018 年第 1 四半期の税	前年同期比

	上高(10 億ドン)		の売上総利益率	期の売上総利益率	引後利益(10億ドン)	
VHC	1,804	11.5%	14.0%	14.2%	97	0.7%
IDI	1,252	32.2%	18.1%	8.4%	166	579.2%
ANV	814	16.7%	16.9%	12.5%	75	204.9%
ACL	332	17.5%	13.6%	13.5%	5	171.8%
TS4	208	-11.4%	13.3%	13.0%	1	-64.5%
ABT	89	-10.2%	18.7%	14.7%	9	-12.4%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 中立

Chúng tôi nâng đánh giá đối với ngành thủy sản từ **Kém Khả quan** lên **Trung lập.** Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu mới (Trung Quốc, Nhật Bản) đang và sẽ là động lực tăng trưởng đối với các doanh nghiệp thủy sản trong 1 - 2 năm tới. Đồng thời, diễn biến phức tạp của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ là cơ hội đối với thủy sản Việt Nam trong hai thị trường lớn này.

BSC は水産業の見通し評価を「弱気」から「中立」に引上げます。中国、日本などの新輸出市場での高消費需要は今後の 1～2 年間に水産企業に対す成長の原動力となるだろう。同時に、米国と中国の貿易戦争の複雑な動きはこれら 2 つの大きな市場でベトナムの水産品の機会になるでしょう。

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với một số mã đầu ngành là VHC do công ty có dư địa tăng trưởng nhờ lợi thế về thuế tại thị trường Mỹ và chiến lược phát triển bền vững.

BSC は VHC の投資評価を「観察」と推奨しております。

VHC– ホールド – 目標価格: 67,350VND／株 – Upside: 14.7%

Tiềm năng tăng trưởng sẽ đến từ việc mở rộng thị trường xuất khẩu và tăng khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu.

潜在的な成長は、輸出市場の拡大と原材料供給のより高い制御から来ている。

- **Sản lượng xuất khẩu:** Theo số liệu của Agromonitor, lũy kế 4 tháng đầu năm, VHC xuất khẩu 20,568 tấn cá tra. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của công ty, với sản lượng xuất khẩu là 13,270 tấn (chiếm 64.5% tỷ trọng), giá bán trung bình là 4,287 USD/tấn (+15.9% ytd).
- **輸出量**:Agromonitor のデートによると、2018 年初の 4 ヶ月には、VHC のチャ魚輸出量は 2 万 568tとなった。米国は VHC の最大な輸出市場であり、輸出量は 1 万 3,270t（輸出量の合計の 64.5%を占め）となり、平均販売価格は年初より 15.9%増の 4,287 ドル／tだった。
- **Mở rộng vùng nuôi:** Công ty bắt đầu khai thác vùng nuôi Tân Hưng 220ha, bao gồm 50 ha dùng để nuôi cá giống. Vùng nuôi mới cách Vĩnh Hoàn 20km, rủi ro nhiễm mặn thấp. Tính đến thời điểm hiện tại, tổng diện tích vùng nuôi của công ty là 750 ha (+42% ytd).

- 水産物の養殖地域の拡大。VHC は Tan Hung 養殖エリアの 220 ヘクタール（種魚用 50 ヘクタールを含む）を開拓し始まった。VHC の水産物の養殖面積は年初より 42%増の 750 ヘクタールだった。
- **Thoái vốn tại Vạn Đức Tiền Giang (VĐTG).** Trong Q1.2018, VHC giảm sở hữu tại VĐTG từ 100% xuống 35% do tăng vốn điều lệ tại VĐTG lên 872.6 tỷ, từ mức 305.4 tỷ đồng. BSC cho rằng công ty đã ghi nhận 500 tỷ đồng từ Vạn Đức Tiền Giang. Lý do việc thoái khỏi Vạn Đức Tiền Giang do khoảng cách địa lý, đồng thời chất lượng vùng nuôi của Vạn Đức Tiền Giang đang giảm dần do nhiễm mặn.
- **Van Duc Tien Giang から投資資本の回収。**2018 年第 1 四半期には、VHC は Van Duc Tien Giang における保有率を資本金の 100%から 35%に引き下げた。

FMC – 観察

- **Kết quả kinh doanh:** Lũy kế 2Q năm 2017/2018, DTT và LNST của công ty đạt lần lượt là 1,891 tỷ (+39.1% yoy) và 51 tỷ (+18.6% yoy). Biên LNG giảm từ 7.4% xuống còn 6.9%.
- **業績**:2017 年～2018 年度の 2 四半期には、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 39.1%増の 1 兆 8,910 億ドン、同 18.6%増の 510 億ドンだった。
- **Sản lượng sản xuất:** Lũy kế 6 tháng đầu năm, công ty đã chế biến 7,787 tấn tôm đông lạnh (+18.7% yoy). Tiêu thụ đạt 76.6 triệu USD (+25.1% yoy). Tính từ đầu năm, công ty đã thả nuôi 156 ao tôm, dự kiến từ ngày 3/7, công ty se thả nuôi 88 ao mới.
- **生産量**:2018 年初の 6 ヶ月には、FMC は前年同期比 18.7%増の冷凍エビを処理している。消費量は同 25.1%増の 7,660 万ドルだった。

銘柄	2018 年の売上高（10 億ドン）	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン）	2018 年の EPS（VND/株）	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
VHC	9,000	600	6,500	9.02	1.77	12.5%	19.7%	58,700	67,350
FMC	3,700	151	3,756	9.31	1.36	7.5%	24.1%	20,200	N/A

（ソース: BSC research）

セメント業[弱気]

- Tiêu thụ xi măng 5T2018 đạt 45.51 triệu tấn (+39.8% YoY).
- 2018 年 5 ヶ月のセメント消費量成長率は前年同期比 39.8%増の 4,551 万tとなった。
- Công suất dư thừa ước tính 14-16 triệu tấn/năm, được dự báo tiếp tục tăng.
- 2018 年に精糖生産量供給剰余は年間 1,400～1,600 万tに達し、引き続き増加すると予測された。
- Giá than tăng +10% YTD, giá điện cho sản xuất tăng từ 2-5**%.**
- 石炭価格は年初比 10%増となり、生産用電力価格は 2～5%に引上げるだろう。
- Kết quả kinh doanh Q1/2018 của các doanh nghiệp xi măng sụt giảm về lợi nhuận.
- セメント企業の 2018 年第 1 四半期業績は、大幅な減益となった。

Tiêu thụ xi măng 5T2018 đạt 45.51 triệu tấn[1] (+39.8% YoY). Sản lượng xi măng tiêu thụ nội địa đạt 32.61 triệu tấn (+35.4% YoY) nhờ nhu cầu xây dựng tăng trưởng và tình hình thời tiết thuận lợi cho thi công; xuất khẩu đạt 12.9 triệu tấn (+52.3% YoY). Tiêu thụ nội địa của khối tư nhân tăng mạnh, chiếm lấy thị phần từ khối Vicem (thị phần tiêu thụ của khối Vicem giảm từ bình quân 34-36% trong giai đoạn 2014-2017 về 31% trong T5/2018). Sản lượng xi măng và clinker xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng mạnh tại thị trường Trung Quốc khi nhiều nhà máy xi măng tại nước này phải đóng cửa do những quy định về bảo vệ môi trường.

2018 年 5 ヶ月のセメント消費量は前年同期比 39.8%増の 4,551 万tに達した。国内セメント消費量は建設需要の増加と好天気象のおかげで同比 35.4%増の 3,261 万tに達した。セメント輸出量は同 52.3%増の 129 万tに達した。民間企業の国内消費は急激に増加して、Vicem の市場シェア（Vicem の市場シェアは、2014 年～2017 年の期間の 34～36%から 2018 年 5 月の 31%へと減少した）を占めている。セメントとクリンカーの輸出量は、中国での多くのセメント工場が環境規制により閉鎖されなければならないため、中国で大幅に成長した。

Tình trạng dư cung tiếp diễn. Tổng công suất thiết kế của các dây chuyền sản xuất xi măng tính đến hết năm 2017 là 99 triệu tấn; trong khi tổng nhu cầu tiêu thụ nội địa và xuất khẩu ước tính cho năm 2018 chỉ khoảng 83-85 triệu tấn, tương ứng dư thừa 14-16 triệu tấn/năm. Tình trạng dư cung sẽ tiếp diễn khi nhiều dự án mới ngành xi măng vẫn đang được đầu tư mới như Xi măng Sông Lam 2 (3.8 triệu tấn/năm); Katio Hà Tiên (4.5 triệu tấn/năm)…trong khi nhu cầu được dự báo chỉ tăng nhẹ 5-6%, xuất khẩu xi măng cũng sẽ được kiểm soát để đảm bảo sử dụng hiệu quả tài nguyên thiên nhiên.

供給過剰が続けている。2017 年末の時点で設計上の最大生産能力合計は 9,900 万tとなったが、2018 年の消費量は約 8,300 万～8,500 万tに達すと推定された。そのために、供給過剰は年間 1,400 万～1,600 万tとなるだろう。Song Lam セメント工場（年間生産能力 380 万t）、Katio Ha Tien セメント工場（年間生産能力 450 万t）などの多くの新セメント工場が展開されているが、消費需要の成長率は 5～6%と僅かに上昇して、天然資源の効率的な利用を確保するため、輸出は厳しく管理されると予測された。

[1] Nguồn: Vụ Vật liệu xây dựng (Bộ Xây dựng)

Giá than tăng +10% YTD, giá điện cho sản xuất tăng từ 2-5% ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng. Giá xi măng từ đầu năm tới nay tăng khoảng 1-5% tùy vùng miền nhưng không thể bù đắp được đà tăng của giá đầu vào, nhất là trong bối cảnh dư cung của ngành.

石炭価格は年初比 10%増となり、生産用電力価格は 2～5%に引上げるのはセメントの業績に影響するだろう。2018 年初からセメント価格は約 1～5%に引上げる。

(ソース: Bloomberg)

生産用電気値

	単値 01/12/2017	単値 16/03/2015	%
通常営業時間	1,452	1,405	3.3%
低重時間	918	902	1.8%
ピーク時間	2,673	2,556	4.6%

(ソース:商業省)

KQKD quý 1/2018 của các DN xi măng có sự phân hóa về tăng trưởng tuy nhiên đều chứng kiến biên lợi nhuận suy giảm. Một số DN quy mô vừa và nhỏ ghi nhận tăng trưởng tích cực về doanh thu trong Q1/2018 nhờ vào thị trường khu vực thuận lợi như CCM (+37% YoY), HOM (+22% YoY), CLH (+25.6% YoY), CQT (+45% YoY). Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp giảm mạnh từ 2-6% do ảnh hưởng tăng của giá than và giá điện.

セメント企業の 2018 年第 1 四半期業績は明暗で分かれて、減益となった。CCM (前年同期比+37%増), HOM (前年同期比+22%増), CLH (前年同期比+25.6%増), CQT (前年同期比+45%増)などの中小規模なセメント企業の 2018 年第 1 四半期業績は増収と好調だった。セメント企業の売上総利益率は石炭と電気の値上がりにより約 2～6%と大幅に減少した。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比	2018 年第 1 四半期の	2017 年第 1 四半期の	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比

			売上総利益率	売上総利益率		
HT1	1,840	-3.0%	14.9%	15.9%	82	-24.7%
BCC	788	-15.3%	8.1%	14.3%	-6	-163.7%
BTS	619	-10.8%	11.4%	14.8%	-18	-211.8%
HOM	372	21.9%	8.2%	14.6%	0	-3.0%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 弱気

Chúng tôi đánh giá sản lượng xi măng tiêu thụ sẽ khả quan nhờ nhu cầu xây dựng tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên, đà tăng của giá than và điện sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty trong ngành trong bối cảnh giá bán không thể tăng tương ứng do cạnh tranh tăng cao. Chúng tôi đưa ra quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với các DN xi măng.

弊社は 2018 年にセメント業の見通し評価を「弱気」とした。

HT1 – 観察

Hà Tiên 1 là doanh nghiệp có thị phần và hiệu quả hoạt động tốt nhất trong khối Vicem nhờ vào vị trí thuận lợi tại thị trường miền Nam và thương hiệu mạnh. Tuy nhiên, trước tình hình dư cung của ngành, nhiều doanh nghiệp xi măng đã chuyển hướng đẩy mạnh bán hàng tại thị trường miền Nam như Công Thanh, Hoàng Thạch, Cẩm Phả...sẽ làm gia tăng cạnh tranh, ảnh hưởng đến hoạt động tiêu thụ của HT1. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá HT1 với vị thế đầu ngành sẽ vẫn duy trì tăng trưởng trong bối cảnh ngành khó khăn; ngoài ra, HT1 còn đáng được chú ý bởi chất lượng tài sản tốt, giá thị trường hiện tại đã về mức thấp hơn giá trị sổ sách (tại 31/03/2018 là 13,534 đồng/CP).

- **Kết quả kinh doanh quý 1/2018 giảm so với cùng kỳ:** Sản lượng - 5% YoY trong khi giá bán tăng nhẹ 20,000 đồng/tấn (tương đương 1.6%). LNST 81.67 tỷ (-24.7% YoY) do (i) giá bán đầu ra tăng không đủ bù đắp tăng giá nhiên liệu đầu vào (ii) ghi nhận lỗ tỷ giá 31 tỷ.
- **2018 年第 1 四半期の業績は前年同期より減少した。**生産量は同比 5%減となったが、販売価格は 2 万 VND／tへと僅かに上がった。税引後利益は同比 24.7%減の 816 億 7,000 万ドンとなった。
- **Tiến độ một số dự án đầu tư lớn.** (i) Dự án BOT Phú Hữu dự kiến sẽ đi vào thu phí tạm thời từ quý 3/2018 trước khi được cấp giấy phép chính thức. (ii) Dự án BĐS tại Khu phức hợp Trường Thọ (vị trí cũ của trạm nghiền Thủ Đức) chưa thể triển khai do chưa nhận được giấy phép và phê duyệt quy hoạch 1/500.
- 大規模な投資プロジェクトの進捗。
  i・Phú HữuBOT 案件：2018 年第 3 四半期から通行料金徴収を開始する予定。
  Ii・Truong Tho コンプレックスでの不動産案件は、まだライセンスと承認を受けていないため開始することができない。
- **Chúng tôi đánh giá sản lượng tiêu thụ của Hà Tiên 1 sẽ khả quan hơn trong 2H2018** (lưu ý sản lượng tiêu thụ trong quý 1/2017 vẫn ở mặt bằng tương đối cao nhờ nhu cầu xây dựng khả quan trước khi tín dụng bất động sản bị siết chặt theo thông tư 06/2016/TT-NHNN (sau đó là Thông tư 19/2017/TT-NHNN)). **Tuy nhiên, trước diễn biến giá than và giá điện tăng cao, lợi**

nhuận của HT1 sẽ bị ảnh hưởng đáng kể. BSC ước tính 1% tăng lên trong giá than có thể khiến biên lợi nhuận của HT1 giảm 0.4%.

- **BSC は HT1 の 2018 年第 2 四半期消費量はより改善されると予測しております。**しかし、石炭価格と電気価格の値上がりは HT1 の利益に悪く影響するだろう。石炭価格は 1%に引上げる場合、HT1 の利益率が 0.4%減となると推定しております。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
HT1	8,721	481	1,259	9.13	0.83	4.52%	8.53%	11,500	14,500

(ソース: BSC Research)

精糖業[弱気]

- Hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN được dời hết 2019, giúp giá đường nội địa tiếp tục ở mức cao so với thế giới
- 東南アジア国からの砂糖輸入割当が ATIGA 協定により廃止される期間は 2019 年末から延長することで、国内砂糖価格が世界より高水準で留まっている。
- Tính đến 15/4, lượng đường tồn kho trong nước đạt mốc 681,000 tấn (+5.8% yoy)
- 4 月 15 日の時点まで、砂糖在庫量は前年同期比 5.8%増の 68 万 1,000 t となった。
- Giá đường RS giảm 30% yoy và 17% ytd; giá đường RE giảm 21% yoy và 9% ytd
- RS 砂糖の価格は前年比 30%減となり、前年同期比 17%減となり;RE 砂糖の価格は同比 21%減となり、同 95減となった。
- Ngoại trừ SBT, các doanh nghiệp mía đường đều ghi nhận LNST giảm mạnh
- SBT の以外、精糖企業の税引後利益は大幅に減少した。

Hoãn thời hạn thực hiện Hiệp định thương mại hàng hóa các nước ASEAN (ATIGA). Theo Báo cáo của Hiệp hội Mía đường, Chính phủ đồng ý sẽ tiếp tục áp dụng quy định về hạn ngạch thuế quan đối với sản phẩm đường đến hết năm 2019. Việc hoãn lại này sẽ giúp các doanh nghiệp mía đường được hưởng mức giá bán nội địa cao hơn mức giá thế giới (cao hơn 50% so với giá thế giới), giảm thiểu tác động tiêu cực khi giá đường đang ở vùng đáy.

砂糖協会の報告によると、東南アジア国からの砂糖輸入割当が ATIGA 協定により廃止される期間は 2019 年末から延長するということだ。そのことのおかげで、国内精糖販売価格が世界より高くなる。

Lũy kế đến ngày 31/5/2018, lượng đường sản xuất đạt gần 1.4 triệu tấn. Tính đến 15/4, lượng đường tồn kho trong nước đạt mốc 681,000 tấn, tăng 5.8% so với cùng kỳ. Lượng đường tồn kho cao tiếp tục

cho thấy tình hình khó khăn chung của ngành, với giá đường thế giới ở mức thấp nhất 4 năm trở lại đây.

2018 年 5 月 31 日の時点まで、精糖生産量はほぼ 140 万tとなった。4 月 15 日の時点まで、精糖在庫量は前年同期比 5.8%増の 68 万 1,000tとなった。高在庫は、砂糖価格が 4 年ぶりに最低値で留まり、精糖業の難しさを反映しています。

Giá đường nội địa nửa đầu tháng 6 giảm 30% so với cùng kỳ. Giá bán buôn đường trên thị trường nửa đầu tháng 6.2018 tiếp tục ở mức thấp. Giá bán buôn đường RS dao động từ 10,500 – 11,600 đồng/kg, so với 15,100 – 16,700 đồng/kg cùng kỳ năm ngoái (-30% yoy, -17% ytd). Giá bán buôn đường RE từ 13,200 – 14,5000 đồng/kg, với với 16,700 – 17,500 đồng/kg (-21% yoy, -9% ytd).

2018 年 6 月前半国内精糖価格は前年同期比 30%減となった。2018 年 6 月前半の砂糖卸価格が低水準で維持した。RS 精糖の卸価格は前年同期（15,100～16,700VND／キロ）より 30%減の 10,500～11,600VND／キロに移動した。RE 精糖の卸価格は前年同期（16,700～17,500VND／キロ）より 21%減の 13,200～14,500VND／キロに移動した。

KQKD của các DN mía đường tiếp tục phản ánh tình hình khó khăn chung của ngành. Giá bán giảm cùng với nhu cầu tiêu thụ giảm của nhiều khách hàng F&B khiến LNG của các doanh nghiệp mía đường đều giảm so với cùng kỳ. Đối với SBT, nhờ hợp nhất BHS nên DTT và LNST tăng trưởng lần lượt 140.01% và 69.6%, tuy nhiên biên LNG tiếp tục xu hướng giảm. Đối với SLS, sản lượng đường bán ra đạt 15,068 tấn (-11.5% yoy), giá bán bình quân đạt 11,600 đồng/kg (-20% yoy) khiến DTT và LNST lần lượt giảm 29.13% và 53.94%.

砂糖企業の業績は業界の一般的な困難を反映しています。多くの顧客の需要の低迷と共に販売価格の低下は、精糖企業の売上総利益率を低下させた。SBT の場合は BHS と合併したことのおかげで売上高と税引後利益は前年同期比それぞれ 140.01%、69.6%に増加したが、売上総利益率は引き続き減少している。他方、SLS の場合、消費量が前年同期比 11.5%減の 1 万 5,068tに達して、平均販売価格は同比 20%減の 11,600VND／キロとなり、売上高及び税引後利益のそれぞれは 29.13%、53.94%減となった。

銘柄	2018 年第 1 四半期の売上高(10 億ドン)	%YoY	2018 年第 1 四半期の売上総利益率	2017 年第 1 四半期の売上総利益率	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	%YoY
SBT	2,731	140.0%	12.3%	13.9%	137	69.6%
LSS	243	-71.2%	12.7%	15.2%	2	-87.3%
SLS	211	-29.1%	29.1%	36.8%	42	-53.9%
KTS	118	-36.2%	5.1%	19.8%	6	-87.3%

(ソース: FiinPro, BSC research)

投資観点 – 弱気

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu mía đường dựa trên một số luận điểm sau:

弊社は、以下の要素により 2017 年～2018 年度収穫下半期における精糖業に対して「弱気」だと評価しております。

(1) Thặng dư cung – cầu nội địa niên vụ 2017/2018 được dự báo đạt 560 nghìn tấn.
(2) 2017 年～2018 年収穫における国内供給需要過剰は 56 万tに達す見込みがある
(3) Giá đường thế giới và nội địa tiếp tục xu hướng giảm.
(4) 精糖価格は引き続き下落傾向があり、次の収穫までに回復する可能性が低い。
(5) Tình hình tiêu thụ chậm do hoạt động cầm chừng của khách hàng F&B và xu hướng chuyển sang sử dụng đường lỏng của Trung Quốc.
(6) F＆B 顧客の消費量の低迷と中国の液状シロップに切り替える傾向。

SBT –観察

- **Kết quả 9T niên vụ 2017/2018.** DTT hợp nhất 3Q của năm tài chính 2017/2018 đạt 8,200 tỷ (+154% yoy), hoàn thành 83% kế hoạch năm. LNST đạt 397 tỷ, (+54% yoy) và hoàn thành 72% kế hoạch năm. Sản lượng tiêu thụ lũy kế đạt xấp xỉ 437,000 tấn (+228% yoy). Theo cơ cấu tiêu thụ đường theo kênh, Công nghiệp lớn chiếm 45% tổng tiêu thụ, Xuất khẩu chiếm 16%, Thương mại chiếm 14% và các kênh khác chiếm tỷ trọng còn lại.
- 2017 年～2018 年同収穫の 9 ヶ月には、売上高(連結)は前年同期比 154%増の 8 兆 2,000 億ドンに達し、年間計画の 83%を達成した。税引後利益は同比 54%増の 3,970 億ドンに達し、年間計画の 72%を達成した。消費量は同比 228%増の 43 万 7,000tにタ達した。消費構成によると、工業用精糖、輸出精糖、貿易用精糖及び他のチャンネルはそれぞれ総消費量の 45%、16%、14%、25%を占めている。
- **Phát hành trái phiếu riêng lẻ:** Công ty công bố sẽ phát hành tối đa 450 tỷ trái phiếu riêng lẻ cho dưới 100 nhà đầu tư không kể nhà đầu tư chuyên nghiệp trong năm 2018. Mệnh giá trái phiếu là 1 tỷ đồng/trái phiếu.
- 第三者割当を対象とするへの転換社債発行。SBT は、2018 年にプロ投資家を除いた 100 未満の投資家に対して、転換社債の 4,500 億ドンを発行すると発表した。額面価格は 10 億 VND／社債である。

LSS–観察

- **Kết quả 9T niên vụ 2017/2018.** DTT hợp nhất 3Q của năm tài chính 2017/2018 đạt 719 tỷ (-71.3% yoy). LNST đạt 15 tỷ (-87% yoy). Trong vụ 2017/2018, công ty đã chế biến 754,000 tấn mía nguyên liệu (+19% yoy), tổng sản lượng đường nhập kho đạt 87,645 tấn (+16% yoy). Công ty đặt mục tiêu 850,000 (+13% yoy) tấn sản lượng trong vụ 2018/2019.
- 2017 年～2018 年同収穫の 9 ヶ月には、売上高(連結)は前年同期比 71.3%減の 7,190 億ドンに達した。税引後利益は同比 87%減の 150 億ドンに達した。LSS はサトウキビの 75 万 4,000t（前年同期比 19%増）を処理した。精糖生産量は同比 16%増の 8 万 7,645tに達した。2018 年～2019 年度収穫には、LSS は精糖生産量が前年同期比 13%増の 85 万tに達すことを目標とする。

銘柄	2018 年の売上高 (10 億ドン)	2018 年第 1 四半期の税引後利益(10 億ドン)	2018 年の EPS (VND/株)	予測 P/E	P/B	ROA 2018	ROE 2018	2018 年 6 月 29 日の終値	目標価格
SBT	8,659	576	1,084	14.22	1.51	2.3%	11.2%	15,500	17,350
LSS*	2,500	125	1,781	9.31	0.32	4.8%	7.35	7,680	N/A

**: 2017 年～2018 年度収穫目標* (ソース: BSC research)

利用規約

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

BSC 本社

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

BSC 支店

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>