



上場企業の2018年業績レポート

科目

各セクターの 2018 年業績の概要	1
財務業界.....	6
TCB—テクコムバンク—目的価格 31,180 VND /株—時価より 16.6%上回り—予想 P/E 11x	6
ACB—アジア株式商業銀行—目的価格 32,686 VND/株—時価より 7.5%上回り—予想 P/E 7.7x...	7
MBB—軍隊商業銀行—目的価格 28,413 VND/株—時価より 28.6%上回り—予想 P/E 8.0x.....	8
LPB—リエントポストバンク株式会社—目的価格 11,120 VND/株—時価より 22.2%上回り—予想 P/E 8.3x.....	9
TPB—ティエンフォン商業株式銀行—目的価格 21,567 VND/株—時価より 2.5%上回り—予想 P/E 10.1x	10
VCB—ベトナムバンク—目的価格 66,616 VND/株—時価より 2.5%上回り—予想 P/E 10.1x	11
BVH—バオベトグループ	12
PVI—ベトナムペトロ保険総公社	13
石油・ガス業.....	14
GAS —ペトロベトナムガス株式会社—目的価格 97,000 VND/株—観察 —予想 P/E 17.8.....	14
PVD —ペトロベトナム・ドリリング—目的価格 18,900 VND/株—時価より 1.3%上回り—予想 P/E 20.4	15
PVS —ペトロベトナム技術サービス株式会社—目的価格 24,800 VND/株—時価より 14.8%上回り—予想 P/E 9.5.....	17
テクノロジー業.....	19
FPT—FPT 株式会社—目的価格 59,100VND/株—時価より 32.6%上回り	19
小売業	20
PNJ—フーニャージュエリー株式会社—目的価格 143,700VND/株—時価より 38.17%上回り—予想 P/E 13.45.....	20
MWG—テーゾイジードン投資株式会社—目的価格 119,700VND/株—時価より 35.1%上回り—予想 P/E 11.0.....	21
DGW—デジタルワールド株式会社—目的価格 29,025VND/株—時価より 24.5%上回り—予想 P/E 7.2	22
不動産業.....	24
DXG—ダットサイン不動産建設株式会社—目的価格 32,000VND/株—時価より 32.2%上回り—予想 P/E 6.8	24
NLG—ナムロン投資株式会社—目的価格 33,900VND/株—時価より 21.1%上回り—予想 P/E 7.3	25
VHM—ビンホームズ株式会社—目的価格 92,700 VND/株—観察—予想 P/E 16.97	26

KBC —キンバック都市開発株式会社—目的価格 20,120 VND/株—時価より 36.87%上回り—予想 P/E 6.83.....	27
NTC —ナムタンウエン工業団地株式会社	29
LHG —ロンハウ株式会社	30
建設業	31
CTD—コテック建設株式会社—目的価格 150,600VND /株—時価より 6.3%上回り—予想 P/E 8.2x31	
HBC—ホアビンビル建設管理株式会社—目的価格 20,100VND/株—時価より 0.7% 下回り—予想 P/E 6.3x.....	32
建設材料業	34
HPG —ホアファットグループ株式会社—目的価格 36,830VND/株—時価より 16%上回り	34
HSG—ホアセングループ株式会社	36
VGC —ビグラセラ株式総公社— 目標価格 18,300VND/株 – P/E fw = 17.2.....	38
HT1 –第 1 ハティエンセメント株式会社 – 目標価格 18,000 VND/株 – P/E fw = 9.8x	39
電気業	40
REE—リー冷蔵電気工業株式会社– 目標価格 38,195VND/株– Upside 12%.....	40
POW– ベトナム石油ガス電力総公社–目標価格 17,830VND/株– Upside 9%.....	41
PC1–第 1 電気建設株式会社– 目標価格 28,910VND/株– Upside 18%	43
PPC– ファーライ火力発電株式会社	44
消費財業.....	45
VNM – ベトナム乳業株式会社(ビナミルク) – 目標価格: 142,400 VND/株 – P/E fw 27.2x	45
MSN – マッサングループ株式会社– 観察 – P/E TTM = 18.34x – P/B TTM = 2.65x	47
SAB –サイゴンビール・アルコール飲料総公社– 目標価格 252,500 VND/株 – Upside 0.2% – P/E Fw = 39.9x.....	48
SBT –タイニンブルボン製糖株式会社– 多くの挑戦を直面する	50
DHG – ハウザン製薬株式会社	51
DBC – バックニン農産物株式会社.....	52
繊維・アパレル業.....	54
MSH – ソンホン縫製株式会社 – 目標価格 60,500VND/株 – P/E fw = 6x	54
TNG – TNG 貿易投資株式会社– 目標価格: 22,740VND/株 – P/E fw =4.6x.....	55
TCM –タインコン縫製株式会社– P/E fw = 8.1x	56
STK –世紀繊維株式会社– 目標価格: 23,000VND/株 – P/E fw = 13.8	58
水産業	59

VHC – ビンホアン株式会社 – 目標価格 108,000VND/株 – Upside 14.8%.....	59
MPC – ミンフー水産株式会社	61
HVG – フンブオン株式会社	63
運輸・物流業	64
ACV – ベトナム空港総公社– 観察 – P/E fw = 26.5x.....	64
HVN – ベトナム航空総会社– 目標価格: 37,000VND/株 – P/E fw = 29x.....	65
VJC – ベトジェットエア株式会社 – 目標価格 125,000VND/株 – P/E fw = 11x	66
PVT – ペトロベトナム運輸総公社– 目標価格 19,260 VND/株 – Upside 10.7% – P/E fw 8.6x.....	68
港湾業	69
GMD – 総合フォワーディング株式会社– 目標価格 29,100 VND/株 – Upside 4.3% – P/E fw 14.5x	69
VSC – ベトナムコンテナ株式会社 – 目標価格 46,400 VND/株 – Upside 4% – P/E fw 8.2x	70
自動車業.....	72
VEA – ベトナム動力農業機械総公社.....	72
HAX – ハンサイン自動車サービス株式会社.....	74
ゴム業.....	75
DRC – ダナンゴム株式会社 – 目標価格 27,180 VND/株 – Upside 13% – P/E fw 20.2x	75
PHR – フォックホアゴム株式会社– P/E fw 5.68	77
DPR – ドンフーゴム株式会社	78
プラスチック業.....	79
BMP – ビンミン・プラスチック株式会社–目標価格: 63,140VND/株 – P/E fw = 11.7x.....	79
NTP – ティエンフォン・プラスチック株式会社.....	81
AAA – アンファットプラスチック・グリーン環境株式会社.....	82
化学業	84
DPM – ペトロベトナム化学肥料社 – 目標価格 20,600VND/株– Upside –1%– P/E FW 10.76	84
DGC – ドックザン化学洗剤株式会社.....	85

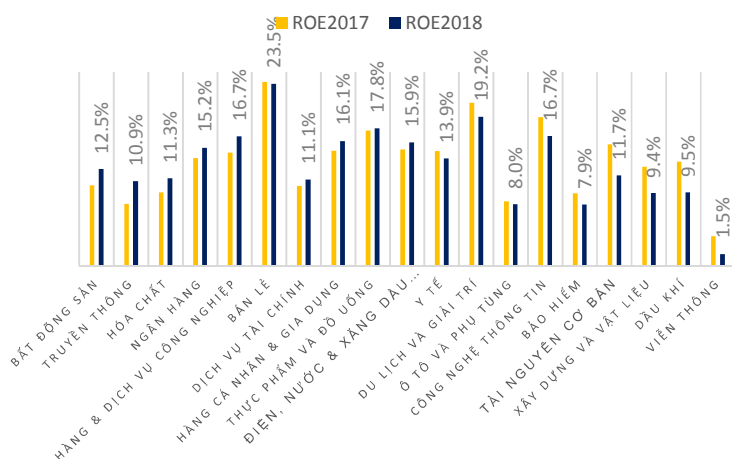
上場企業の 2018 年業績の概要

2018 年 3 月 15 日まで、1,112 社は 2018 年業績を発表して、HSX、HNX、UPCOM の 3 つの取引所の時価総額の 99.8%を占めている。発表した企業の 2018 年利益は、前年比 17.62%増の 276 兆 VND となった。しかし、VHM の異常利益を除いたら、2018 年の利益は 12.1%のみ増となった。全市場の ROE が 13.83%に達して、2017 年の 13.75%より僅かに上昇した。そのうち、ROA は 2.5%から 2.7%に上がった。

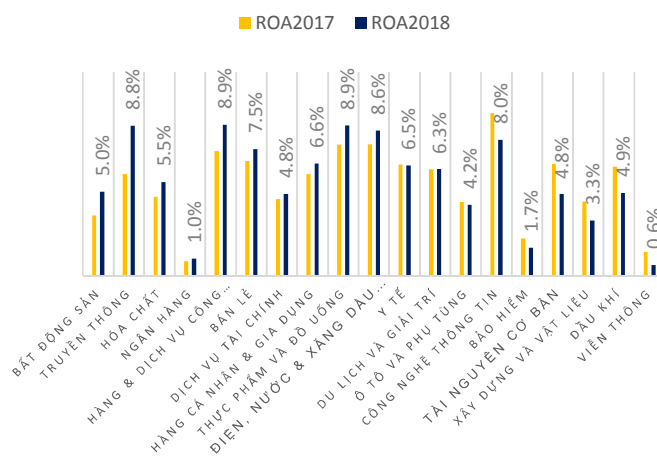
2018 年業績が黒字だと発表した企業は 1,004 社で、全部の 90%を占めた。最も高い利益を得た企業は VCB(146 億 5,700 万 VND)、VHM(147 億 5,300 万 VND)、GAS(123 億 500 万 VND)、VNM(102 億 500 万 VND)、HPG(86 億 VND)、TCB(84 億 7,300 万 VND)だった。

2018 年に最も上昇した時価総額が大きな企業は VHM(前年比 842%増)、ACB(前年比 142.5%増)MBB(前年比 77%増)だった。2018 年に最も下落した時価総額が大きな企業の銘柄は MVN(前年比 67%減)、NKG(前年比 92%減)、HNG(前年比 221%減)、VCG(前年比 61%減)、BSR(前年比 53%増)、LPB(前年比 30%増)だった。

業種別の ROE



業種別の ROA



ソース: BSC Research, Fiinpro

売上高について、16 つの業界のうちに、12 つの業界が成長した。最も成長した業界は不動産業(34.63%)、マスコミ業界(22.19%)、石油・ガス業界(21.4%)、小売業(21.1%)だった。中に、不動産業、マスコミ業界、小売業の利益は成長したが、小売業の利益が顕著に減少した。

主要なセクターの業績は、投資家の期待以外のものではない。

不動産業の利益は最も成長して 77.8%増となった。主には VHM の異常利益から来た。VHM の異常利益を除いたら、不動産業の利益が 26%に達した。不動産企業 90 社の総利益は 44 兆 2,000 億 VND に達して、年間計画の 83 を達成した。不動産業の ROE は 9.7%から 11.3%に上がったが、ROA は 3.2%から 4.4%に上がった。

貸付事業の成長率は減速し始めたが、銀行の利益の成長率はまだ 2018 年に 31.3%に達して 4 番目に高かった。上場銀行 17 社の総利益は 68 兆 VND が公布された。2018 年、銀行業の TOI と PBT はそれぞれ前年比 18%増の 244 兆 3,600 億 VND、同 31%増の 83 兆 9,090 億 VND となった。利息収益が前年比 15%増となった。融資事業以外の利益の割合は多くなっている。引当金を引く前の利益は前年比 22%増となった。資産が改善され、貸倒引当金費用が前年比 10%増となり、不良債権率が 1.65%に下がり、不良債権の引当率が 80%に上がった。しかし、CTG、VPB など多くの銀行は、2017 年第 4 四半期から困難を抱えて、利益計画を達成させなかった。

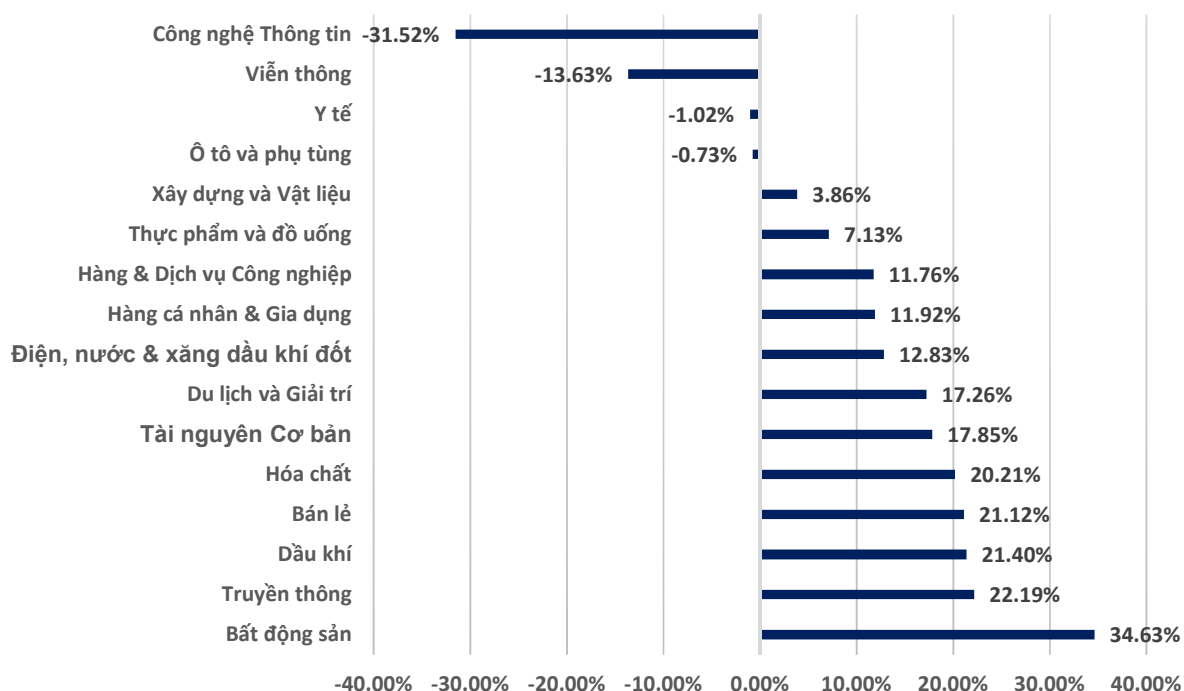
小売業は 2 桁成長を維持している。これは(1)経済の成長、(2)一人当たりの収入の上昇、(3)中流階級の人口の急増から来た。小売の増額は 2017 年比 21.6%増の 3 兆 8,490 億に達した。主には MWG(前年比 31%増)、FRT(前年比 20%増)の寄与から来た。

石油・ガス業界及び建設・材料業界の利益は 2018 年に最も減少した。

- 石油・ガス業界の総利益は前年比 31.8%減の 8 兆 8,560 億 VND となった。主には BSR、PVS、OIL の利益はそれぞれ 53.4%減、29.7%減、17.5%減となった。2018 年、BSR と OIL の新規株式公開(IPO)された。PVS が 2D や 3D 地震探査事業を解消して、赤字になった。この 3 つの銘柄を除いたら、業界の利益は 6.9%増となった、主に PVD (359%増)、PLX(5.1%増)の寄与から来た。石油・ガスの ROE は 12.5%から 9.7%に下がった。ROA は 6.4%から 4.9%に下がった。
- 建設・材料業界の総利益は前年比 22%減の 15 兆 5,700 億 VND となった。最も減少した企業は ROS(前年比 78%減)、VCG(前年比 61%減)、CII(前年比 87%減)だった。ROS の利益は 2017 年の 8,490 億 VND より 1,840 億 VND に減少した。同様に、CII の利益は 2017 年の 1 兆 6,120 億 VND より 2,060 億 VND に減少した。VCG の利益は 2017 年の 1 兆 6,291 億 VND より 6,356 億 VND に減少した。しかし、ROS、VCG、CII の 2017 の年利益が主に資金回収と投資再評価から来たことを留意するべきだ。それで、その 3 社を除いたら、業界の利益は前年比 6%のみ減となった。これは建設業の利益がまだ減少する傾向があることを示している。

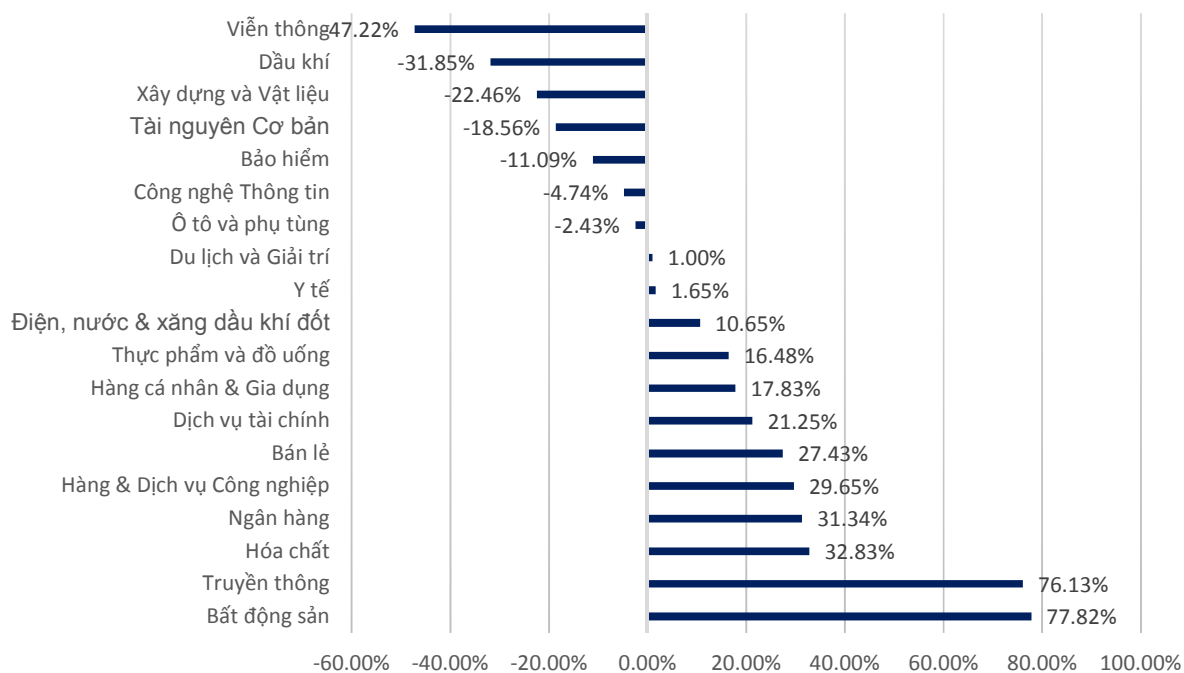
2018 年の売上総利益率と利益率はそれぞれ前年比 0.94%減の 8.36%、同 0.97%減の 4.59%となった。建設業の困難につながる原因は、(1)法的承認のための不動産の供給不足;(2)公共投資の実行が遅くて、201 年計画の 59.94%のみを達成し;原材料コストと借入コストの上昇が利益を引き下げたことだ。

2018 年の業種別売上高の成長率(%)



ソース: BSC Research, Fiinpro

2018 年の業種別利益の成長率(%)



ソース: BSC Research, Fiinpro

各企業の 2018 年業績及び 2019 年業績予測

銘柄	2018 年の時価 総額(10 億 VND)	2018 年 の売上 高(10 億 VND)	2018 年の 税引後利 益(10 億 VND)	2019 年の 予想税引後 利益(10 億 VND)	税引後利益 の成長率	2019 年 予想 P/E(x)	2019 年 予想 P/B(x)	終値(ドン/ 株)	目標価格 (ドン/株)
GAS	199,434	75,627	12,110	10,099	-17%	16.79	4.37	104,000	97,000
PVD	7,332	5,503	188	350	86%	50.30	0.54	18,850	18,900
PVS	10,563	14,667	1,011	1,091	8%	10.25	0.95	21,700	24,800
DXG	8,483	4,645	1,064	1,288	21%	7.09	1.69	24,300	32,000
NLG	6,660	3,480	763	851	11%	7.41	1.39	28,000	33,900
VHM	314,854	38,806	14,213	18,412	30%	20.70	7.31	94,300	92,700
PNJ	17,452	14,573	960	1,291	34%	17.79	4.66	104,000	143,700
MWG	40,059	86,516	2,879	3,566	24%	13.47	4.45	89,200	119,700
DGW	966	5,943	111	136	23%	8.74	1.27	23,900	29,025
DRC	2,922	3,551	141	157	11%	20.65	1.91	24,750	27,180
TCB	94,408	30,804	8,463	8,900	5%	10.88	1.83	27,050	31,180
ACB	39,660	28,421	5,137	5,765	12%	7.70	1.88	31,900	32,686
MBB	48,080	33,839	6,113	7,601	24%	8.09	1.52	22,750	28,413
LPB	15,120	12,123	1,362	1,103	-19%	5.33	0.74	9,700	11,120
TPB	18,075	10,821	1,805	2,087	16%	9.24	1.70	21,250	21,567
VCB	248,866	70,583	14,642	16,592	13%	16.49	3.78	67,600	66,616
VNM	239,269	52,562	10,278	10,577	3%	25.97	9.29	138,000	142,400
MSN*	100,845	38,188	4,925	5,000	2%	19.00	3.43	86,800	NA
SAB	157,883	35,949	4,175	4,513	8%	39.08	10.55	245,100	252,500
GMD	8,284	2,686	1,829	594	-68%	4.57	1.42	28,200	29,100
VSC	2,207	1,694	300	304	1%	7.31	1.34	44,100	46,400
PVT	5,038	7,523	584	745	28%	7.79	1.26	17,900	19,260
CTD	10,815	28,561	1,508	1,427	-5%	7.79	1.40	141,700	150,600
HBC	4,039	18,201	637	614	-4%	6.27	1.47	20,700	20,100
KBC	7,211	2,506	747	1,070	43%	9.68	0.80	15,400	20,120
NTC	1,886	146	142	NA	NA	13.94	5.00	117,100	NA
LHG	1,110	430	181	NA	NA	6.27	0.96	22,450	NA
PHR	6,992	1,558	297	1,189	300%	11.06	2.74	51,300	NA
DPR	1,693	1,030	235	290	23%	7.18	0.89	41,850	NA
VEA	66,839	6,563	5,053	8,288	64%	13.46	3.69	50,400	NA
HAX*	630	4,756	93	118	26%	6.38	1.39	18,100	NA
DHG	15,297	3,888	648	771	19%	26.30	4.88	117,100	NA
FPT	28,254	23,214	2,620	4,558	74%	10.76	2.27	46,200	59,100
DGC*	5,219	6,090	884	700	-21%	5.16	1.51	42,100	NA
VHC	8,501	9,323	1,475	1,315	-11%	5.82	2.09	92,700	108,000
MPC*	6,328	15,665	639	2,300	260%	9.79	2.55	45,700	NA
HVG*	1,503	8,105	(115)	110	-196%	NA	0.80	6,770	NA

SBT*	9,925	10,285	437	680	56%	42.19	1.79	18,750	NA
DBC*	2,012	6,674	359	405	13%	5.72	0.75	23,000	NA
ACV	189,404	13,830	4,083	7,478	83%	47.11	7.06	87,600	NA
HVN	60,845	82,951	2,345	3,159	35%	24.79	3.50	43,300	37,000
VJC	64,885	52,388	5,217	6,045	16%	12.42	4.65	119,800	125,000
VGC	9,640	8,984	560	623	11%	17.38	1.55	21,400	18,300
HT1	6,124	8,376	640	701	10%	9.46	1.17	16,100	18,000
MSH	2,548	3,951	370	420	40%	5.21	2.72	53,400	60,500
TNG	1,145	3,613	181	223	23%	6.36	1.45	23,300	22,740
TCM	1,808	3,662	221	250	13%	8.11	1.41	33,600	NA
STK	1,543	2,408	180	227	27%	8.27	1.63	22,500	23,000
BMP	4,298	3,920	428	417	-3%	9.89	1.72	52,800	63,140
NTP	3,436	4,520	332	NA	NA	10.36	1.53	38,500	NA
AAA*	2,808	8,012	180	510	183%	13.13	1.08	16,400	NA
DPM	7,925	9,297	700	755	8%	13.09	0.98	20,450	20,600
HPG	66,691	55,836	8,576	8,900	4%	7.83	1.66	31,850	36,830
HSG*	3,541	34,441	376	500	NA	25.95	0.68	9,320	NA
REE	10,356	5,101	1,688	1,985	18%	5.82	1.11	33,400	38,195
POW	37,002	32,663	1,672	3,770	126%	21.87	1.49	15,800	17,830
PC1	3,352	5,085	465	450	-3%	7.26	1.08	25,050	28,910
PPC	8,208	7,117	1,122	1,200	7%	7.28	1.45	25,300	NA
BVH	66,724	37,361	1,084	450	-58%	62.67	4.53	95,000	NA
PVI	8,412	6,170	551	734	33%	16.23	1.23	36,400	NA

ソース: BSC の予想

財務業界

TCB—テクコムバンク—目的価格 31,180 VND /株—時価より 16.6%上回り—予想 P/E 11x

	2016	2017	2018	2019F
規模				
資本金 (10 億 VND)	8,878	11,655	34,966	34,966
株主資本 (10 億 VND)	19,586	26,931	51,783	60,567
総資産 (10 億 VND)	235,363	269,392	321,049	345,004
株主資本/総資産	8.32%	10.00%	16.13%	17.56%
成長率 (前年比)				
資産の成長率	22.59%	14.46%	19.18%	7.46%
貸付の成長率	27.13%	12.78%	-0.56%	6.17%
預金の成長率	21.94%	-1.43%	17.84%	5.35%
普通預金/貸付	20.66%	22.36%	27.14%	30.91%
貸付/預金	82.22%	94.08%	79.39%	80.00%
資産の性質				
不良債権率	1.58%	1.61%	1.75%	2.00%
VAMC を含んだ不良債権率	2.64%	1.61%	1.75%	2.00%
貸倒引当金/貸付残高	1.05%	1.17%	1.49%	1.88%
貸倒引当金/不良	66.57%	72.93%	85.08%	94.06%
実利息/受取利息	93.99%	100.66%	91.20%	91.20%
利息 & 料金/ローン	2.80%	2.41%	3.59%	3.87%
疑問がある資産	15,963	17,459	23,094	25,571
総資産 (%)	6.78%	6.48%	7.19%	7.41%
株主資本 (%)	88.57%	75.07%	58.68%	45.52%
業績 (前年比)				
利息総収入 (%)	68.31%	54.64%	60.64%	65.05%
貸倒引当金費用引き前の利息総収入 (10 億ドン)	7,658	11,646	12,507	14,802
前年比 (%)	35.17%	52.08%	7.40%	18.34%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	3,661	3,609	1,846	3,604
貸倒引当金費用引き前の利益率 (%)	48%	31%	15%	24%
税引前利益 (10 億ドン)	3,149	6,446	8,474	8,900
前年比 (%)	105.92%	104.70%	31.47%	5.03%
NIM	4.15%	3.78%	4.02%	4.40%
CIR	35.75%	28.75%	31.84%	30.00%
ROA	1.47%	2.55%	2.87%	2.67%
ROE	17.47%	27.71%	21.53%	15.84%
EPS (ドン/株)	3,525	7,719	2,424	2,545
希薄化後の EPS	3,525	7,719	2,424	2,545
簿価 (ドン/株)	22,062	23,106	14,809	17,322

成長: 総資産は前年比 19.8%増となった。貸付金/預金の比率は 79.39%で、国家銀行の許容範囲内に留まっている。普通預金の割合は上がって、システムの高水準に留まっている。

資産の性質が改善されている。 不良債権は前年比 8.5%増となり、不良債権率が 1.28%となった。第2グループ債権/貸付金残高は 0.17%増となったが、第3グループ債権/貸付金残高は 0.15%に急減した。不良債権の引当率が 85%に達して、業界の平均レベルに相当した。

利息収入は前年比 24.6%増の 11 兆 1,270 億 VND となった。 2018 年に、貸付成長率が 20.3%に達した。普通預金の割合が 27.1%となったことで、純利息マージン (NIM) が 4.02%に上がった。さらに、長期ローンの割合を 39.25%に引き上げたことも、NIMを一部に改善した。**融資事業以外の利益は、保険事業、社債、カードのおかげで引き続き増加した。** 支払いサービスよりの収入は前年比 20.3%増となり、引受業務よりの収入は同比 210%増となり、バンカシュアランスよりの収入は同比 52%増となった。

ACB—アジア株式商業銀行—目的価格 32,686 VND/株—時価より 7.5%上回り
—予想 P/E 7.7x

	2016	2017	2018	2019F
規模				
資本金 (10 億 VND)	9,377	10,273	12,886	14,174
株主資本 (10 億 VND)	14,063	16,031	21,018	25,740
総資産 (10 億 VND)	233,681	284,316	329,333	366,812
株主資本/総資産	6.02%	5.64%	6.38%	7.02%
成長率 (前年比)				
資産の成長率	16.00%	21.67%	15.83%	11.38%
貸付の成長率	20.73%	21.49%	16.13%	13.03%
預金の成長率	18.37%	16.59%	11.85%	11.22%
普通預金/貸付	15.40%	15.82%	16.67%	17.99%
貸付/預金	78.92%	82.24%	85.38%	86.77%
資産の性質				
不良債権率	0.87%	0.70%	0.73%	0.73%
VAMC を含んだ不良債権率	1.51%	0.71%	0.73%	0.73%
貸倒引当金/貸付残高	1.10%	0.93%	1.11%	1.17%
貸倒引当金/不良	126.49%	132.74%	151.89%	160.00%
実利息/受取利息	97.86%	98.39%	100.50%	100.50%
利息&料金/ローン	1.98%	1.80%	1.51%	1.50%
疑問がある資産	12,523	9,999	9,631	10,370
総資産 (%)	5%	4%	3%	3%
株主資本 (%)	89%	62%	46%	40%
業績 (前年比)				
利息総収入 (%)	91.13%	73.94%	73.85%	72.87%
貸倒引当金費用引き前の利息総収入 (10 億ドン)	2,885	5,222	7,321	8,303
前年比 (%)	31.20%	81.01%	40.21%	13.42%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	1,218	2,565	932	1,097
貸倒引当金費用引き前の利益率 (%)	42.21%	49.13%	12.74%	13.21%
税引前利益 (10 億ドン)	1,325	2,118	5,137	5,765
前年比 (%)	29%	60%	143%	12%
NIM	3.36%	3.44%	3.55%	3.49%
CIR	61.86%	54.35%	47.83%	48.00%
ROA	0.61%	0.82%	1.67%	1.66%
ROE	9.87%	14.08%	27.73%	24.66%
EPS (ドン/株)	1,360	2,042	3,870	3,948
希薄化後のEPS	1,360	2,042	3,870	3,948
簿価 (ドン/株)	14,997	15,604	16,311	18,159

成長: 総資産は前年比 15.83%増となった。貸付金/預金の比率は 85.38%で、国家銀行の許容レベルを上回った。普通預金の割合は上がった。

資産が改善されている。 不良債権率が 1.28%となった。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。それで、引当費用が急減して、前年比 64%減となった。

利息収入は前年比 22.53%増となった。 (1) 2018 年貸付成長率が 15.04%に達した。中に、貸付金と預金はそれぞれ前年比 15.14%増、同 11.9%増となった。(2) 普通預金の割合が 16.7%に上がり、個人・中小企業向けローンの割合を引き上げたことで、2018 年 NIM が 3.55%増となって、業界の平均 NIM (3.53%)と相当した。

融資事業以外の利益は TOI の 25%を占めている。 サービス事業よりの純利益は前年比 26.02%増となった。G6 不良債権と他の不良債権からの回収のおかげで、他の事業よりの収入は、前年比 104%増の 1 兆 8,150 億 VND となった。

MBB—軍隊商業銀行—目的価格 28,413 VND/株—時価より 28.6%上回り—予想 P/E 8.0x

	2016	2017	2018	2019F
規模				
資本金 (10 億 VND)	17,127	18,155	21,605	23,333
株主資本 (10 億 VND)	26,588	29,601	34,173	44,197
総資産 (10 億 VND)	256,259	313,878	362,361	424,393
株主資本/総資産	10.38%	9.43%	9.43%	10.41%
成長率 (前年比)				
資産の成長率	15.93%	22.48%	15.45%	17.12%
貸付の成長率	24.22%	22.19%	16.56%	17.80%
預金の成長率	7.30%	13.02%	8.99%	16.44%
普通預金/貸付	33.93%	30.11%	33.48%	31.63%
貸付/預金	77.38%	83.65%	89.47%	90.51%
資産の性質				
不良債権率	1.32%	1.20%	1.32%	1.40%
VAMC を含んだ不良債権率	3.50%	1.20%	1.32%	1.40%
貸倒引当金/貸付残高	1.36%	1.15%	1.50%	1.62%
貸倒引当金/不良	103.18%	95.85%	113.20%	115.00%
実利息/受取利息	99.61%	100.45%	97.96%	97.96%
利息&料金/ローン	1.94%	1.54%	1.60%	1.59%
疑問がある資産	16,775	14,728	18,706	22,086
総資産 (%)	6.55%	4.69%	5.16%	5.20%
株主資本 (%)	63.09%	49.75%	54.74%	49.97%
業績 (前年比)				
利息総収入 (%)	80.96%	80.90%	74.64%	75.02%
貸倒引当金費用引き前の利息総収入 (10 億ドン)	5,681	7,868	10,805	12,681
前年比 (%)	6.72%	38.50%	37.33%	17.36%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	(2,030)	(3,252)	(3,038)	(3,144)
貸倒引当金費用引き前の利益率 (%)	35.74%	41.33%	28.11%	24.79%
税引前利益 (10 億ドン)	2,884	3,490	6,190	7,601
前年比 (%)	14.78%	21.05%	77.34%	22.79%
NIM	3.52%	4.14%	4.53%	4.61%
CIR	42.36%	43.26%	44.70%	45.00%
ROA	1.22%	1.23%	1.83%	1.90%
ROE	11.70%	12.53%	19.41%	19.09%
EPS (ドン/株)	1,610	1,829	2,736	3,062
希薄化後のEPS	1,610	1,829	2,736	3,062
簿価 (ドン/株)	15,524	16,305	15,817	18,942

成長: 総資産は前年比 15.45%増となった。貸付金/預金の比率は 89.5%で、国家銀行の許容レベルを上回った。

不良債権は前年比 27.9%増となり、不良債権率は 1.28%に達した、MB Shinsei の貸付金の増加から来た。 2018 年、MB Shinsei の貸付金は前年比 96.7%増となつて、ほぼ国家銀行の上限に達した。不良債権の引当率が 113%に達して、安全だと評価された。(現在、銀行業のへ金不良債権率が 1.65%で、不良債権の引当率が 80%に達した)。

TOI は急増して、68.3%増となった。(1) 利息収入は前年比 30%増となり;(2)融資事業以外の利益は前年比 87%増となつて、TOI の 25%を占めている。BSC の評価によると、これは銀行システムの堅実な成長構造だと考えている。MBB の貸付成長率は 16.92%に達した。中に、親銀行と MB Shinsei の貸付成長率はそれぞれ 15.26%、96.7%だった。利息収入については、貸付金利は 92 bps(ベースポイント)を上がった、そのうち、預金金利は 3 bps を上がった。原因は、MBB が個人・中小企業向けローンに集中し始めたり、大きな普通預金額の利点を利用したり、MB Shinsei から寄与されたりから来た。保険事業は、売上高が急増して前年比 55%増となった、欠損を引き下げた(2018 年に 3,000 億 VND の赤字になった)。MB Shinsei は、利益(連結)に 3,000 億 VND を寄与し始めた。

LPB—リエンベトポストバンク株式会社—目的価格 11,120 VND/株—時価より

22.2%上回り—予想 P/E 8.3x

	2016	2017	2018	2019F
規模				
資本金 (10 億 VND)	6,460	6,460	7,500	8,250
株主資本 (10 億 VND)	8,332	9,383	10,201	11,133
総資産 (10 億 VND)	141,865	163,434	175,095	210,034
株主資本/総資産	5.87%	5.74%	5.83%	5.30%
成長率 (前年比)				
資産の成長率	31.86%	15.20%	7.13%	19.95%
貸付の成長率	41.86%	26.29%	18.46%	14.03%
預金の成長率	42.97%	15.58%	-2.59%	26.16%
普通預金/貸付	41.22%	28.39%	18.18%	15.13%
貸付/預金	71.79%	78.44%	95.39%	86.23%
資産の性質				
不良債権率	1.11%	1.07%	1.41%	1.42%
VAMC を含んだ不良債権率	2.56%	2.01%	1.85%	1.64%
貸倒引当金/貸付残高	1.20%	1.21%	1.23%	1.40%
貸倒引当金/不良	109.34%	114.48%	88.25%	100.00%
実利息/受取利息	107.50%	99.37%	93.50%	0.00%
利息&料金/ローン	3.59%	2.92%	3.19%	3.19%
疑問がある資産	9,230	10,141	10,490	12,188
総資産 (%)	6.51%	6.20%	5.99%	5.80%
株主資本 (%)	110.78%	108.07%	102.84%	109.48%
業績 (前年比)				
利息総収入 (%)	103.93%	102.43%	102.89%	102.74%
貸倒引当金費用引き前の利息総収入 (10 億ドン)	1,840	2,290	1,831	2,076
前年比 (%)	99.10%	24.44%	-20.02%	13.36%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	492	522	618	683
貸倒引当金費用引き前の利益率 (%)	26.75%	22.78%	33.77%	32.89%
税引前利益 (10 億ドン)	1,063	1,368	960	1,103
前年比 (%)	203.78%	28.73%	-29.83%	14.87%
NIM	3.57%	3.64%	3.14%	3.08%
CIR	52.47%	55.13%	62.47%	62.01%
ROA	0.85%	0.90%	0.57%	0.57%
ROE	13.34%	15.45%	9.80%	10.34%
EPS (ドン/株)	1,582	2,028	1,094	1,130
希薄化後のEPS	1,582	2,028	1,094	1,130
簿価 (ドン/株)	12,898	14,525	13,601	13,494

成長：総資産は前年比 7.13%増となった。貸付金/預金の比率は 89.5%で、国家銀行の許容レベルを上回った。普通預金の割合は下がって、NIM に影響を及んだ。

不良債権は前年比 56.5%増となった。不良債権率は 1.39%に達した、中に、第 3 グループ債権/貸付金残高は 0.41%に上がり、第 2 グループ債権/貸付金残高は 1.19%に大きく下落した。VAMC の債権も含めば、不良債権率が 1.83%に達して、銀行業の平均の 1.65%を上回った。不良債権の増加は、引当金繰入額を引き上げた。引当金繰入額が前年比 18.55 増となったのは、LPB の利益に影響を及んだ。不良債権の引当率は、2017 年の 114.3%から大きく下落して、88.25%に達して、現在の銀行業の平均レベル(79.7%)と相当している。

利息収入は前年比 4%減の 5 兆 200 億 VND となった。貸付成長率が 17.31%増となった。中に、貸付金と預金はそれぞれ前年比 18.46%増、同 2.59%減となった。貸付/預金の比率は 95.4%に達して、国家銀行の許容レベル(80%)より高かった。そのため、NIM は 3.14%に下がって、50 bps が下落した。

大きな費用は LPPB の利益に影響した。2018 年、補助金(3,550 億 VND)とソーシャルワークの費用(5,000 億 VND)は、CIR を 62.5%に引き上げた。LPB によると、ソーシャルワークの費用は LBP のビジネス志向だから、将来、LBP が引き続きこの費用を支払う。

TPB—ティエンフォン商業株式銀行—目的価格 21,567 VND/株—時価より

2.5%上回り—予想 P/E 10.1x

	2016	2017	2018	2019F
規模				
資本金 (10 億 VND)	5,842	5,842	8,566	8,566
株主資本 (10 億 VND)	5,681	6,677	10,642	11,919
総資産 (10 億 VND)	106,311	124,119	136,179	157,147
株主資本/総資産	5.34%	5.38%	7.81%	7.58%
成長率 (前年比)				
資産の成長率	39.48%	16.75%	9.72%	15.40%
貸付の成長率	65.16%	35.97%	21.70%	15.06%
預金の成長率	39.43%	27.63%	8.31%	20.57%
普通預金/貸付	13.54%	16.23%	18.16%	15.81%
貸付/預金	84.68%	90.22%	101.38%	96.75%
資産の性質				
不良債権率	0.75%	1.10%	1.12%	1.04%
VAMC を含んだ不良債権率	2.42%	2.05%	1.62%	1.31%
貸倒引当金/貸付残高	0.88%	1.06%	1.23%	1.14%
貸倒引当金/不良	117.00%	97.13%	110.00%	110.00%
実利息/受取利息	91.88%	100.68%	99.11%	99%
利息&料金/ローン	2.81%	2.01%	1.73%	1.66%
疑問がある資産	5,697	11,358	15,107	15,255
総資産 (%)	5.36%	9.15%	11.09%	9.71%
株主資本 (%)	108.72%	183.81%	174.45%	135.23%
業績 (前年比)				
利息総収入 (%)	91.86%	87.89%	77.80%	72.94%
貸倒引当金費用引き前の利息総収入 (10 億ドン)	978	1,668	2,780	3,139
前年比 (%)	28.65%	70.51%	66.66%	12.92%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	272	462	522	529
貸倒引当金費用引き前の利益率 (%)	27.78%	27.72%	18.79%	16.84%
税引前利益 (10 億ドン)	565	964	1,805	2,087
前年比 (%)	0.54%	70.49%	87.29%	15.63%
NIM	3.59%	3.63%	3.99%	3.71%
CIR	57.63%	53.79%	50.59%	50.59%
ROA	0.62%	0.84%	1.39%	1.42%
ROE	10.79%	15.59%	20.84%	18.50%
EPS (ドン/株)	1,004	1,717	2,087	2,413
希薄化後のEPS	1,004	1,717	2,087	2,413
簿価 (ドン/株)	9,725	11,429	12,424	13,914

成長:総資産は前年比 9.72%増となった。貸付金/預金の比率は 101.38%で、国家銀行の許容レベルを上回った。普通預金の割合は改善された。

不良債権は前年比 24%増となった。第 2 グループ債権/貸付金残高は 2.06%に上がった。不良債権率は 1.04%に達した。しかし、VAMC の債権も含めば、不良債権率が 1.5%に達した。不良債権の引当率は 110%で、安全だと評価されている。

利息収入は大きく増加して、前年比 38%増の 4 兆 3,780 億 VND となった。2018 年の貸付成長率は 19.06%に達した。2018 年の NIM が 36 bps 高の 3.99%に達した。理由は、(1) 高い金利での個人・中小企業向けローンを注力した。2018 年の貸付金利が 8.96%に達した。(2) 高い金利がある長期ローンの割合は 45.7%に上がった。

融資事業以外の利益は大きく増加して、前年比 186%増の 1 兆 2,490 億 VND となって、TOI の 22%を占めた。理由は、サービス事業よりの収入が顕著に上がって、前年比 310%増となったからだ。

運用コストは前年比 12.9%増となった。CIR は 50.6%だけに達して、2017 年の 53.8%より低かった。

VCB—ベトナム銀行—目的価格 66,616 VND/株—時価より 2.5%上回り—予想

P/E 10.1x

	2016	2017	2018	2019F
規模				
資本金 (10 億 VND)	35,978	35,978	35,978	35,978
株主資本 (10 億 VND)	45,292	49,443	60,103	66,948
総資産 (10 億 VND)	787,935	1,035,293	1,072,983	1,259,063
株主資本/総資産	5.75%	4.78%	5.60%	5.32%
成長率 (前年比)				
資産の成長率	16.84%	31.39%	3.64%	17.34%
貸付の成長率	18.85%	17.93%	16.41%	15.19%
預金の成長率	17.82%	20.00%	13.23%	11.13%
普通預金/貸付	25.43%	26.69%	26.60%	26.33%
貸付/預金	78.04%	76.70%	78.86%	81.74%
資産の性質				
不良債権率	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%
VAMC を含んだ不良債権率	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%
貸倒引当金/貸付残高	1.75%	1.49%	1.62%	1.62%
貸倒引当金/不良	116.82%	130.67%	165.31%	165.00%
実利息/受取利息	97.51%	99.50%	97.51%	99.00%
利息&料金/ローン	1.26%	1.11%	1.17%	1.17%
疑問がある資産	25,043	24,103	26,880	26,872
総資産 (%)	3.18%	2.33%	2.51%	2.13%
株主資本 (%)	57.05%	50.89%	49.08%	42.30%
業績 (前年比)				
利息総収入 (%)	74.47%	74.60%	72.31%	76.04%
貸倒引当金費用引き前の利息総収入 (10 億ドン)	14,947	17,540	25,679	26,543
前年比 (%)	15.91%	17.35%	46.40%	3.37%
貸倒引当金費用 (10 億ドン)	6,369	6,198	7,379	5,889
貸倒引当金費用引き前の利益率 (%)	42.61%	35.34%	28.73%	22.19%
税引前利益 (10 億ドン)	6,895	9,111	14,658	16,592
前年比 (%)	29.31%	32.13%	60.89%	13.19%
NIM	2.61%	2.47%	2.77%	3.01%
CIR	25.59%	21.08%	18.78%	13.09%
ROA	0.94%	1.00%	1.39%	1.42%
ROE	15.71%	19.23%	26.76%	26.12%
EPS (ドン/株)	1,911	2,527	4,070	4,563
希薄化後のEPS	1,911	2,527	4,031	4,563
簿価 (ドン/株)	13,365	14,470	17,589	19,593

成長:総資産は前年比 3.64%増となった。貸付金/預金の比率は 78.86%で、国家銀行の許容レベルより低かった。これは流動性を確保して、将来の成長を維持する。普通預金の割合は高水準に留まっている。

資産は引き続き改善されている。不良債権率が 0.97%となった。不良債権の引当率は 165%に達して、最も高かった。

利息収入は前年比 29.5%増となった。(1)2018 年の貸付成長率が 14.78%に達して、国家銀行の許容レベル (17%)より低かった。(2)個人・中小企業向け及びローンの再編成のおかげで、NIM は 30 bps 高の 2.77%となった。現在、個人・中小企業向けローの割合は 37%だった。(3)普通預金の割合は高く 28.3%に達した。そのため、VCB は安い資本金を利用することができる。**融資事業以外の利益は前年比 29.5%増となつて、TOI の 27.7%を占めている。**BSC は、この割合が健全な利益構造だと評価している。中に、サービス料が上がったことで、サービス事業よりの利益が前年比 34%増となった。VCB も不良債権を積極的に処理したり、回収したりしている。

BVH—バオベトグループ

	2014	2015	2016	2017	2018
保険料の売上高	12,664	15,096	18,679	23,367	28,253
補償額	(9,627)	(11,377)	(14,360)	(17,924)	(25,347)
売上総利益	233	424	400	536	(2,612)
管理費用	(1,887)	(2,012)	(2,628)	(3,148)	(3,487)
純利益	(1,241)	(1,219)	(1,822)	(2,612)	(6,100)
金融収入	3,680	3,793	4,628	5,759	9,029
金融利益	2,856	2,890	3,504	4,338	7,327
税引前利益	1,627	1,469	1,399	1,934	1,366
税引後利益	1,331	1,175	1,165	1,603	1,135
EPS	1,850	1,658	1,651	2,286	1,570

保険料よりの売上高は前年比 22.8% 増となった。中に、生命保険料からの売上高は前年比 23.01% 増の 21 兆 5,000 億 VND となった。損害保険料からの売上高は同比 22% 増の 9 兆 8,000 億 VND となった。BVH の損害保険の成長率が高かったが、**損害保険の補償率も高かった(55%)**。そのため、2018 年の保険の補償率は顕著に上がった。

支払い費用は高かったが、金融収入が大きく増加した(69% 増)。主に、証券投資よりの利潤と預金の利子は BVH の利益を引き上げた。2018 年、BVH の税引前利益は前年比 30% 減の 1 兆 3,660 億 VND となった。

短期資産	20,409	22,163	30,299	44,963	69,981
現金	1,425	2,257	2,883	3,789	2,159
短期資金	13,518	14,882	20,803	31,165	55,408
未収金	3,678	3,500	4,707	6,916	8,194
長期資産	27,160	36,390	42,697	46,440	43,787
固定資産	1,921	1,678	1,542	1,657	1,663
長期資金	25,091	34,352	40,572	43,821	40,971
総資産	47,568	58,553	72,996	91,402	113,769
買掛金	34,752	45,354	59,310	76,935	98,333
短期負債	6,080	10,856	16,230	22,286	26,361
公債売買額	-	8,252	12,913	17,602	20,416
長期負債	61	81	103	139	638
保険引当金	28,611	34,418	42,976	54,510	71,334
差損引当金	22,752	28,462	36,280	46,211	60,315
株主資本	12,243	13,198	13,687	14,467	15,435

資産構造について、金融投資額は多くて、前年比 30% 増の 90 兆 6,000 億 VND となった。主に、短期預金は 56.4% を占め、前年同期比 86% 増となった。債券と株式の投資額は前年比 20% 増の 2 兆 8,000 億 VND となった。中には、引当金が 4,000 億 VND となった。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想 企業の計画	6,400	6%	450	63%	6,593

PVI—ベトナムペトロ保険総公社

	2014	2015	2016	2017	2018
保険料の売上高	2,987	3,999	4,056	3,834	3,559
補償額	(1,360)	(1,980)	(2,047)	(1,885)	(1,577)
売上総利益	520	610	556	580	767
管理費用	(619)	(665)	(497)	(491)	(504)
純利益	468	(125)	59	89	263
金融収入	700	1,181	1,084	699	740
金融利益	517	819	656	589	473
税引前利益	361	708	714	683	745
税引後利益	246	576	574	540	588
EPS	1,237	2,548	2,232	2,067	2,213
短期資産	13,168	12,515	14,126	15,003	16,631
現金	1,981	759	707	1,216	326
短期資金	4,124	5,833	6,290	6,016	8,373
未収金	6,822	5,723	6,858	7,526	7,671
長期資産	5,163	2,980	2,516	4,623	3,017
固定資産	991	277	302	276	265
長期資金	3,139	1,067	302	1,051	191
総資産	18,330	15,495	16,643	19,627	19,648
買掛金	11,443	8,761	9,821	12,794	12,613
短期負債	10,860	8,362	9,712	12,431	12,552
公債売買額	-	-	-	-	-
長期負債	582	400	109	363	62
保険引当金	-	-	-	-	-
差損引当金	-	-	-	-	-
株主資本	6,191	6,734	6,821	6,832	7,035
	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想 企業の計画	8,042	10%	734	25%	3,080

2018 年の連結総売上高は前年比 14%増の 10 兆 2,500 億 VND となって、年間計画の 113.02%を達成した。2018 年は、PVI の連結総売上高が 1,000 億ドンを超えた初年度だ。連結税引前利益は前年比 9.2%増の 7,460 億 VND となって、年間計画の 123.39%を達成した。

PVI の補償額は前年比 42.9%増の 3 兆 8,230 億 VND となったが、再保険の業績が好調だった。そのため、保険事業の経営コストは 17.2%だけ増となった。

2018 年の合併率は顕著に改善されて、2017 年の 98%から 95%に下がった。証券市場の成長の鈍化で、PVI の金融収入は 20%減となったが、不動産事業よりの収入のおかげで、PVI の税引前利益は前年比 46%増の 7,730 億 VND となった。

BSC の予測によると、PVI の売上高は業界平均で成長し続ける。2019 年の預金金利が上がったら、税引後利益は大きく成長する。

石油・ガス業

GAS —ペトロベトナムガス株式会社—目的価格 97,000 VND/株—観察—予想

P/E 17.8

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	73,393	64,300	59,076	64,570	75,627
売上総利益	20,149	13,397	11,555	15,036	18,305
財務収入	1,170	1,097	1,136	1,273	1,476
財務費用	(524)	(644)	(494)	(429)	(615)
借入利息	(366)	(193)	(360)	(280)	(441)
販売費用	(1,412)	(1,729)	(2,130)	(2,362)	(2,638)
管理費用	(1,384)	(1,003)	(965)	(1,169)	(1,131)
営業利益／損失	17,999	11,119	9,102	12,346	15,395
他の収入	(12)	80	51	119	(40)
税引前利益	17,991	11,199	9,152	12,465	15,355
税引後利益	14,370	8,832	7,172	9,843	12,355
少数株主持分	247	298	152	266	253
親会社株主利益	14,123	8,534	7,020	9,577	12,102

売上高及び税引後利益はそれぞれ 11.7%増、25.5%増となった。生産量は僅かに増加した。具体的には、96 億 m3 ガス、160t液化石油ガス(LPG)、95,000tコンデンセートだった。

2018 年、原油価格は大きく上がった。Brent 原油の平均価格は前年比 33.3%増の 73USD/バレルだった。それで、GAS の売上総利益は 2017 年の 23.4%から 24.2%に上がった。燃料油の価格は前年比 32.3%増となった。

2018 年、販売・管理コスト/売上高の比率は 2017 年の 5.4%から 5.1%に下がった。これは、運用効率の最適化とコストの削減から来た。

短期資産	33,289	33,815	33,203	38,219	40,955
現金及び現金相当	25,764	23,848	19,436	27,079	28,308
短期未収金	5,019	8,210	11,878	9,115	10,232
在庫	1,860	1,212	1,291	1,652	1,952
他の短期資産	646	545	597	372	462
長期資産	20,502	22,900	23,551	23,568	21,624
長期未収金	-	23	135	191	217
固定資産	19,011	14,870	17,203	15,497	18,540
進行中である長期資産	-	6,598	4,739	6,368	1,230
他の長期資産	924	1,323	1,306	1,396	1,550
総資産	53,791	56,715	56,754	61,787	62,579
買掛金	16,112	13,826	15,910	18,627	15,114
短期負債	10,612	9,002	9,183	10,931	11,199
短期借入	2,443	1,590	1,180	1,738	1,490
長期負債	5,500	4,823	6,727	7,695	3,915
長期借入	5,132	4,504	6,366	7,312	3,396
株主資本	35,981	42,889	40,844	43,160	47,465
出資資本	18,950	18,950	19,140	19,140	19,140
未処分利益	5,144	10,251	6,158	7,011	11,212
総資本	53,791	56,715	56,754	61,787	62,579

GAS は、LNG Thi Vai 港の取扱能力を 3 倍に向上する提案を提出している。NT3 火力発電所からの顧客需要を満たすために、GAS は今年末からこのプロジェクトを開始して、容量を 100 万トン/年から 300 万トン/年に拡大する承認申請を提出する予定がある。

大量の現金のおかげで、支払能力はまだ高かった。2018 年の流動比率と当座比率はそれぞれ 3.66、3.44 だった。

産構成は安全している。負債比率が低い、負債/株主資本の比率が 32%に達して、2017 年の 43.2%より低かった。理由は、GAS が長期負債の 2 兆 6,000 億を返済したからだ。

2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後	成長率 (%)	EPS
---------------	------------	---------------	------------	-----

BSC の仮定:

利益

BSC の予想	80,971	3.1%	10,099	-16%	5,276
---------	--------	------	--------	------	-------

- (1) 2018 年の Brent 油の平均価格は 65USD/バレルだった。
(2) ガスの生産量は前年比 2.1%増の 1,011 万 m3 だった。
(3) 2019 年の利益率は 2018 年の 24.2%から 19.8%に下がる。

PVD —ペトロベトナム・ドリリング—目的価格 18,900 VND/株—時価より 1.3%

上回り—予想 P/E 20.4

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	20,884	14,444	5,360	3,902	5,503
売上総利益	4,121	3,191	832	182	395
財務収入	161	211	194	187	190
財務費用	(292)	(527)	(287)	(268)	(257)
借入利息	(145)	(187)	(190)	(193)	(170)
販売費用	(59)	(47)	(28)	(19)	(13)
管理費用	(1,123)	(998)	(643)	(567)	(295)
営業利益／損失	2,809	2,093	182	(477)	84
他の収入	70	21	87	623	140
税引前利益	3,178	2,114	268	146	225
税引後利益	2,540	1,748	186	12	163
少数株主持分	121	83	56	(14)	(24)
親会社株主利益	2,419	1,664	129	26	188

2018 年の売上高と親会社株主利益はそれぞれ前年比 41.4%増の 5 兆 5,030 億 VND、同比 315%増の 1,879 億 VND となった。掘削リグの開拓は 2018 年に改善された。

(1) 掘削リグの使用率は 2018 年に、74%から 85%に上がった。

(2) 1 日当たりの掘削リグのリース料金は 55,000 ～ 60,000USD から 60,000～65,000USD に上がった。

(3) 多くの長期契約が 2019 年に締結されて、使用率を確保する。現在、第 3 と第 2 の掘削リグはマレーシアと長期契約を締結された。

(4) 減価償却の期間を 20 年間から 35 年間に延長して、2018 年の利益率を 2017 年の 4.9%から 7.2%に引き上がった。

その他の収入は主に PVEP の債務の回収及び科学技術基金の戻し入れから来た。

短期資産	9,452	8,211	6,817	6,288	5,671
現金及び現金相当	3,220	4,386	4,461	3,952	3,277
短期未収金	4,909	2,756	1,527	1,555	1,613
在庫	1,226	1,004	795	747	755
他の短期資産	97	65	35	35	26
長期資産	13,852	16,704	16,325	15,508	15,331
長期未収金	-	18	17	19	15
固定資産	13,178	15,932	15,576	14,821	14,462
進行中である長期資産	-	53	58	37	64
他の長期資産	40	84	52	70	109
総資産	23,305	24,915	23,143	21,796	21,002
買掛金	11,592	11,612	9,667	8,346	7,162
短期負債	7,145	4,511	3,246	3,893	2,777
短期借入	1,157	1,133	762	1,343	362
長期負債	4,447	7,101	6,421	4,452	4,384
長期借入	3,096	5,258	4,679	3,330	3,477
株主資本	11,479	13,304	13,475	13,450	13,841
出資資本	3,031	3,485	3,833	3,833	3,833
未処分利益	3,873	4,226	3,930	3,926	4,066
総資本	23,305	24,915	23,143	21,796	21,002

2018 年の流動比率は 1.62 から 2.04 に上昇した。

PVEP からの不良債権を回収して、引当金を戻し入れた。2018 年の第 4 四半期の終わり、PVEP の不良債権は 2,792 億 VND となった、年初より 3,558 億 VND を減少した。それで、PVD は 1,184 億 VND を戻し入れた。

現金回転率も 2016～2017 年より改善された、主に PVEP からの不良債権の回収から来た。現金回転率は 133.2 日から 84.6 日ंनी減少した。

短期負債は 1 兆 3,430 億 VND から 3,620 億 VND に急減した。PVD が短期負債を減らしたことで、負債／株主資本の比率は改善された。短期負債／総資産の比率は 18%から 13%に下がった。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	5,370	-2.4%	350	72%	914

2019 年の業績は好調になり、売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 2.4%減の 5 兆 3,700 億 VND、同 72%増の 3,500 億 VND と見込みだ。仮定では、(1)PVEP からの負債の残りを回収する；(2)掘削リグの使用率が最もレベルの 94%に達す；(3)掘削リグのリース料金は前年比 3.4%増の 60,000USD/日である。

PVS —ペトロベトナム技術サービス株式会社—目的価格 24,800 VND/株—時
価より 14.8%上回り—予想 P/E 9.5

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	31,704	23,357	18,682	16,812	14,667
売上総利益	2,594	2,175	783	809	1,078
財務収入	218	378	306	295	503
財務費用	(193)	(378)	(160)	(84)	(66)
借入利息	(95)	(71)	(56)	(38)	(27)
販売費用	(116)	(99)	(92)	(85)	(101)
管理費用	(709)	(896)	(540)	(718)	(673)
営業利益／損失	2,338	1,933	964	677	1,475
他の収入	206	82	292	328	(516)
税引前利益	2,544	2,015	1,256	1,005	959
税引後利益	1,991	1,494	910	782	549
少数株主持分	16	(24)	(129)	(19)	(474)
親会社株主利益	1,975	1,517	1,039	800	1,023

EPS	31,704	23,357	18,682	16,812	14,667
-----	--------	--------	--------	--------	--------

短期資産	16,930	16,001	15,151	13,564	13,823
現金及び現金相当	8,198	8,561	6,795	7,286	8,035
短期未収金	7,871	5,725	6,125	5,402	4,951
在庫	588	1,190	1,651	438	469
他の短期資産	273	524	581	438	368
長期資産	9,754	10,436	10,390	10,308	8,720
長期末収金	62	82	67	35	32
固定資産	4,628	4,728	4,150	3,679	2,863
進行中である長期資産	430	424	499	232	188
他の長期資産	653	796	742	1,239	991
総資産	26,684	26,437	25,541	23,872	22,543
買掛金	15,729	14,562	13,789	11,791	10,388
短期負債	11,506	9,872	9,743	7,360	6,844
短期借入	752	684	432	255	721
長期負債	4,222	4,690	4,045	4,431	3,544
長期借入	1,828	1,563	1,144	901	193
株主資本	10,955	11,875	11,752	12,081	12,155
出資資本	4,467	4,467	4,467	4,467	4,780
未処分利益	3,159	3,326	3,189	3,509	3,735
総資本	26,684	26,437	25,541	23,872	22,543

2019 年	成長率	2019 年	成長率 (%)	EPS
--------	-----	--------	---------	-----

2018 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 41.4%増の 14 兆 6,660 億 VND、同 31.4%減の 5,490 億 VND となった。

管理・販売費用/売上高の比率は 2017 年の 4.8%から 5.3%に上がった。

調査サービスの事業は 2018 年に解散されて、2018 年の業績に影響された損害を与えた。売上総利益は 1,060 億 VND の赤字を計上した。

船サービスの事業。2018 年の売上高と売上総利益はそれぞれ前年比 2.7%減の 1 兆 8,290 億 VND、同 28%減の 1,330 億 VND となった。

港湾サービスの事業。2018 年の売上高と売上総利益はそれぞれ前年比 18.3%増の 1 兆 5,840 億 VND、同 14.4%増の 3,710 億 VND となった。

機械・建設サービスの事業は Sao Vang Dai Nguyet の案件に大きくサポートされた。2018 年の売上高は前年比 11.64%減の 7 兆 3,010 億 VND となった。売上総利益率は 11%に大きく上がり、売上総利益は前年比 407.7%増の 8,040 億 VND となった。

少数株主損益は 4,740 億 VND となった、主に調査サービスの解散から来た。

資産構造が安静した。現金と短期投資は資産構造の大きな割合を占めている(36%)。短期資産は 61%を占めている。

稼働能力は好調だった。特に、現金回転率が 6.3 日に下がった。主には、棚卸資産回転率の改善から来た。

2018 年、PVS は負債の割合を引き下げた。負債は 5,160 億 VND が下がって、6 兆 8,440 億 VND に達した。長期負債は 8,870VND が下がって、3 兆 5,440 億 VND に達した。2018 年、PVS は新株の 3,120 万株を発行した、以前資本金の 7%に相当した。それで、PVS の株主拠出資本が 4 兆 7,800 億 VND となった。

	売上高	(%)	税引後 利益		
BSC の予想	14,740	0.5%	1,091	98.9%	2,284

売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 0.5%増の 14 兆 7,400 億 VND、98.9%増の 1 兆 910 億 VND となった。調査サービスの解散よりの非常なコストを除いた場合、2019 年の親会社株主利益は 2018 年比 6.7%増となった。2019 年予想 EPS は 2,284VND/株と見込みだ。2019 年予想 PE は 9.1xである。

テクノロジー業

FPT—FPT 株式会社—目的価格 59,100VND/株—時価より 32.6%上回り

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	32,644	37,960	39,531	42,659	23,213
売上総利益	6,188	7,494	8,438	9,682	8,723
財務収入	367	452	575	1,583	607
財務費用	(354)	(620)	(694)	(601)	(368)
借入利息	(166)	(262)	(374)	(368)	(238)
販売費用	(1,618)	(2,227)	(2,638)	(3,075)	(2,048)
管理費用	(2,236)	(2,332)	(2,751)	(3,441)	(3,559)
営業利益／損失	2,389	2,802	2,964	4,220	3,795
他の収入	70	49	50	35	58
税引前利益	2,459	2,851	3,014	4,255	3,852
税引後利益	2,079	2,438	2,576	3,528	3,228
少数株主持分	447	507	585	596	614
親会社株主利益	1,632	1,931	1,991	2,931	2,615
EPS	3,723	3,811	3,410	5,129	3,897

短期資産	16,709	18,959	21,909	16,060	18,373
現金及び現金相当	5,765	6,202	9,485	7,860	5,894
短期未収金	4,824	5,534	6,640	6,152	6,424
在庫	4,573	5,268.10	4,554	1,020	1,340
他の短期資産	1,548	1,955	1,229	1,028	1,114
長期資産	5,949	7,087	7,925	8,940	11,352
長期未収金	318	349	381	232	110
固定資産	3,301	4,292	4,590	5,247	6,514
進行中である長期資産	537	693	1,021	806	1,175
他の長期資産	984	1,025	1,106	872	1,352
総資産	22,658	26,046	29,833	25,000	29,726
買掛金	13,401	15,863	18,385	11,761	14,963
短期負債	12,970	14,968	17,430	11,100	14,432
短期借入	6,722	8,191	9,207	4,117	6,603
長期負債	431	896	956	661	531
長期借入	142	614	733	565	367
株主資本	9,258	10,182	11,448	13,238	14,763
出資資本	3,440	3,975	4,594	5,310	6,136
未処分利益	4,268	4,395	4,614	5,511	5,289
総資本	22,658	26,046	29,833	25,000	29,726

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	26,180	13%	4,558	18%	4,702
企業の計画	26,660	15%	4,460	16%	4,601

2018 年、FPT の業績が好調だった。売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 17%増の 23 兆 2,130 億 VND、同 30%増の 3 兆 8,520 億 VND となった。BSC の予測と比べて、売上高と税引前利益それぞれ 1.6%増、3.6%増となった。

(1) ソフトウェアの輸出の売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 35%増の 8 兆 4,430 億 VND、同 27%増の 1 兆 3,600 億 VND となった。主な輸出市場は日本 (30%増)、米国 (55%増) だった。

(2) 通信サービスの業績が大きく成長した。売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 16%増の 8 兆 2,930 億 VND、同 26%増の 1 兆 1,420 億 VND となった。公衆通信基金の提供とフランチャイズ料金の減少のおかげで、売上総利益率が上昇した。ブロードバンド事業の売上高は前年比 13%増の 5 兆 2,290 億 VND となった。

(3) 教育の事業も顕著に成長した。売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 32%増の 1 兆 3,820 億 VND、同 101%増の 4,880 億 VND となった。FPT の全学生数は前年比 48%増となった。その中、入学者数は 19,380 人だった。

売掛金回転率が大きく下落した。売上高は 44%減となったが、売掛金は変わらなかった。

2018 年に、Intellinet Consulting 企業の買収のおかげで、FPT の利益は 3,260 億 VND 増加した。

短期負債は顕著に増加した。年初より 2 兆 4,860 億増加した。それでも、支払能力はまだ安全範囲内だ

BSC は、2019 年の売上高と税引前利益が引き続き成長すると予想している。売上高と税引前利益はそれぞれ前年比 15%増の 26 兆 6,600 億 VND、同 16%増の 4 兆 4,600 億 VND と見込まれた。仮定では、(1) ソフトウェアの輸出の成長率が 26%に達し、(2) 通信サービスの成長率が 13%に達す。

小売業

PNJ—フーニアンジュエリー株式会社—目的価格 143,700VND/株—時価より

38.17%上回り—予想 P/E 13.45

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	9,199	7,706	8,565	10,977	14,573
売上総利益	889	1,168	1,411	1,912	2,779
財務収入	19	1	5	9	7
財務費用	(90)	(431)	(182)	(56)	(66)
借入利息	(80)	(81)	(73)	(55)	(61)
販売費用	(355)	(424)	(554)	(775)	(1,171)
管理費用	(130)	(118)	(133)	(188)	(346)
営業利益／損失	333	197	548	901	1,203
他の収入	1	(11)	43	6	3
税引前利益	335	187	591	907	1,206
税引後利益	256	76	450	725	960
少数株主持分	13	-	-	-	-
親会社株主利益	242	76	450	725	960

PNJ の 2018 年売上高は前年比 32.8%増の 14 兆 5,730 億 VND となり、新規店舗数の急増により大きく成長した。2018 年の既存店舗での収益成長率 (SSSG) は高く 20% となった。
2018 年の売上総利益は 2017 年の 17.4% から 19.1% に上がった。主には、ゴールド・ジュエリー事業の割合が増えた。

管理・販売費用/売上高の比率は 2017 年の 8.7% から 10.3% に上がった。
2018 年の店舗数は 324 店で、2017 年より 55 店が増えた。中に、61 店をオープンし、6 店を閉店した。これは、計画の 40 店を上回った。
2018 年の税引後利益は前年比 32% 増の 9,600 億 VND だった。

短期資産	1,817	2,265	3,103	3,896	5,280
現金及び現金相当	38	38	155	335	207
短期未収金	72	47	63	85	176
在庫	1,672	2,135	2,839	3,402	4,816
他の短期資産	36	45	46	74	82
長期資産	1,011	711	485	596	1,023
長期未収金	14	21	26	43	57
固定資産	452	486	416	487	719
進行中である長期資産	-	6	8	10	68
他の長期資産	13	30	36	56	178
総資産	2,829	2,976	3,588	4,492	6,303
買掛金	1,532	1,661	2,088	1,543	2,558
短期負債	1,395	1,581	2,022	1,489	2,542
短期借入	1,132	1,189	1,449	846	1,558
長期負債	138	79	66	54	16
長期借入	137	72	59	46	8
株主資本	1,297	1,315	1,500	2,950	3,745
出資資本	756	983	983	1,081	1,670
未処分利益	203	113	374	772	885
総資本	2,829	2,976	3,588	4,492	6,303

新店舗のオープンと共に 2019 年計画の用意のため、在庫は前年比 41.6% 増となった。

PNJ の在庫日は定かで 127 日だった。BSC の予想によると、PNJ が 2019 年 4 月から ERP 管理を導入することで、在庫が減るだろう。

2018 年の負債/総資産の比率は 31% から 41% に上がった。理由は、PNJ は新店舗の増加で、2016 年に新株式を発行して、9,750 億 VND を与えて、流動資本をサポートした。

PNJ の 2018 年負債は前年比 84% 増となった。理由は、(1) 新店舗のオープン; (2) 2019 年年初のための在庫から来た。流動資本は、新店舗をオープンするのに 150 億 VND/年がかかる。

2018 年 ROE 引き続き若干に上昇して、2017 年の 24.6% から 25.6% に上がった。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
--	---------------	------------	---------------------	---------	-----

BSC の仮定: (1) 2019 年の売上総利益率が 20.6% に達す。(2) ゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率

BSC の予想	18,482	25.9%	1,291	34.7%	7,730
企業の計画	18,100	24%	1,184	23%	7,089

が 20%を維持する。(3)2019 年の新店舗数は 40 店である。

MWG—テーゾイジードン投資株式会社—目的価格 119,700VND/株—時価より 35.1%上回り—予想 P/E 11.0

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	15,757	25,253	44,613	66,340	86,516
売上総利益	2,396	3,922	7,214	11,142	15,292
財務収入	71	81	135	251	342
財務費用	(21)	(41)	(120)	(234)	(437)
借入利息	(21)	(39)	(120)	(233)	(436)
販売費用	(1,349)	(2,351)	(4,288)	(7,017)	(9,660)
管理費用	(241)	(249)	(935)	(1,345)	(1,762)
営業利益／損失	856	1,362	2,007	2,795	3,774
他の収入	12	23	(1)	14	12
税引前利益	868	1,386	2,006	2,809	3,786
税引後利益	674	1,076	1,578	2,207	2,880
少数株主持分	6	4	1	1	2
親会社株主利益	668	1,072	1,577	2,206	2,879
EPS					

短期資産	2,838	6,176	12,288	18,863	23,372
現金及び現金相当	213	344	997	3,411	3,800
短期未収金	297	636	1,411	2,766	1,543
在庫	2,195	4,933	9,371	12,050	17,446
他の短期資産	133	264	510	636	583
長期資産	570	1,089	2,566	3,960	4,751
長期未収金	-	112	180	242	314
固定資産	434	849	2,096	3,464	3,333
進行中である長期資産	-	43	80	35	257
他の長期資産	113	85	210	219	787
総資産	3,407	7,266	14,854	22,823	28,123
買掛金	1,923	4,782	11,013	16,914	19,139
短期負債	1,923	4,782	11,013	15,714	17,929
短期借入	619	2,053	4,789	5,604	5,836
長期負債	-	-	-	1,200	1,210
長期借入	-	-	-	1,200	1,208
株主資本	1,475	2,484	3,841	5,909	8,983
出資資本	1,120	1,469	1,540	3,170	4,435
未処分利益	318	978	2,262	2,699	3,990
総資本	3,407	7,266	14,854	22,823	28,123

MWG の 2018 年売上高は前年比 37%増の 65 兆 4,780 億 VND となった。The Gioi Di Dong 及び Dien May Xanh の 2018 年既存店舗での収益成長率は約 10%となった。管理・販売費用/売上高の比率は前年比 12.4%増の 13%となった。2018 年税引後利益は前年比 31%増の 2 兆 8,800 億 VND となった。利益率は前年比 0.02%増の 3.28%となった。

2018 年の終わりまで、MWG の店舗数は前年比 10%増の 2,187 店となった。具合的には、The Gioi Di Dong の店舗数は前年比 3.7%減の 1,032 店となり、Dien May Xanh の店舗数は前年比 17%増の 750 店となり、Bach Hoa Xanh の店舗数は前年比 43%増の 405 店となった。

小売の特徴のため、在庫は短期資産の大きな割合を占めて、17 兆 4,460 億 VND となって、年初より 5 兆 3,960 億 VND が増えた。MWG は 2018 年旧正月での 2187 店の高い需要を適うために、商品を用意して累積したからだ。

小売の特徴のため、MWG は流動資本のために、短期借入に集中している。また、MWG の資産構造では、短期資産と長期資産の割合はそれぞれ 83%、17%だった。総負債は 7 兆 450 億 VND であり、年初より 2,410 億 VND が増えた。MWG の殆どの負債は短期負債であり、主に流動資本をサポートする。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	108,220	25.4%	3,566	23.8%	8,040
企業の計画	108,468	25%	3,571	24%	8,059

2019 年の経営計画によると、売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 25%増の 108 兆 4,680 億 VND、同 24%増の 3 兆 5,710 億 VND と見込みだ。2019 年の固定資産投資費用 (CAPEX) は 2 兆 VND である。中に、半分は Bach Hoa Xanh の投資に使う。残りの半分は Dien May Xanh no 投資に使う。

BSC の仮定: (1) Dien May Xanh の 2019 年新店舗数は 150 店である。中に、The Gioi Di Dong の 36 店と Bach Hoa Xanh の 304 店を転換する。(2) Dien May Xanh と The Gioi Di Dong の平均成長率は 10%である。(3) Bach Hoa Xanh の業績は損益分岐点に達す。(4) 管理・販売費用/売上高の比率は 13%である。

DGW—デジタルワールド株式会社—目的価格 29,025VND/株—時価より 24.5%

上回り—予想 P/E 7.2

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	4,877	4,203	3,800	3,820	5,943
売上総利益	287	264	241	275	367
財務収入	11	14	19	24	32
財務費用	(43)	(40)	(28)	(24)	(39)
借入利息	(25)	(23)	(23)	(23)	(32)
販売費用	(67)	(64)	(98)	(128)	(135)
管理費用	(39)	(45)	(54)	(54)	(89)
営業利益/損失	149	129	80	93	138
他の収入	19	5	4	6	2
税引前利益	168	133	84	99	140
税引後利益	128	104	67	78	109
少数株主持分	-	-	-	(1)	(1)
親会社株主利益	128	104	67	79	111

売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 55.6%増、39.4%増となった。

(1) パソコンとタブレットの事業では、売上高が前年比 6%増の 2 兆 4,010 億 VND となったが、成功可能性がまだ低い。

(2) 携帯電話の事業は DGW の 2018 年の主な成長原動力だった。売上高は前年比 213%増となった、主に Xiaomi の独占販売から来た。

(3) (3) オフィス機器の事業の売上高は前年比 48%増の 1 兆 1,120 億 VND となった。次の数年、高い需要及び成長可能性のおかげで、オフィス機器は定かでない成長率を維持する

(4) 消費財の業績はまだ期待に達していない。売上高は前年比 50%増の 750 億 VND となって、総売上高の 1.2%のみを占めている。

2018 年の売上総利益は 2017 年の 7.1%から 6.1%に下がった。管理・販売費用/売上高の比率は 2017 年の 4.8%から 3.8%に下がった。

	2014	2015	2016	2017	2018
短期資産	1,207	1,171	1,218	1,503	2,123
現金及び現金相当	73	37	38	34	71
短期未収金	315	349	361	482	601
在庫	732	670	714	879	1,314
他の短期資産	88	116	106	108	137
長期資産	86	84	88	93	99
長期未収金	2	2	2	2	4
固定資産	83	81	85	84	84
進行中である長期資産	-	-	-	-	-
他の長期資産	0	1	1	7	7
総資産	1,293	1,256	1,306	1,597	2,222

短期資産は大きな割合を占めている。小売の特徴により、短期資産は総資産の 96%を占めてお、主に在庫だ。

負債/株主資本の比率は 1.09 に達した。主な負債は、流動資本のための短期負債だ。

DGW の計画によると、売上高と税引後利益成長率はそれぞれ 65%、23%である。具体的には、

(1) 飽和と激しい競争のため、DWG はパソコンの事業の売上高が横ばいという計画を立てている。

(2) DWG は、携帯電話の事業の売上高が前年比 27%増の 3 兆 VND となる計画を立てている。

買掛金	958	647	677	907	1,456
短期負債	928	619	673	904	1,451
短期借入	603	423	343	621	837
長期負債	30	28	4	3	5
長期借入	29	23	-	-	-
株主資本	335	609	630	690	766
出資資本	108	306	306	408	408
未処分利益	274	156	177	224	302
総資本	1,293	1,256	1,306	1,597	2,222

(3) オフィス機器の事業の売上高が前年比 25% 増の 1 兆 3,900 VND となる
(4) 消費財は、売上高が前年比 367% 増の 3,500 億 VND となることを狙っている。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	7,135	20%	136	25%	3,225
企業の計画	7,150	20%	137	25%	3,225

2019 年 2 月の売上高と利益はそれぞれ前年比 29% 増の 8,390 億 VND、同 33% 増の 168 億 VND となった。中に、パソコンの事業が前年比 43% 増となり、携帯電話の事業が同比 17% 増となった。

不動産業

DXG—ダットサイン不動産建設株式会社—目的価格 32,000VND/株—時価より

32.2%上回り—予想 P/E 6.8

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	506	1,395	2,507	2,879	4,645
売上総利益	302	659	1,052	1,730	2,615
財務収入	84	37	105	66	207
財務費用	(0)	(8)	(33)	(63)	(191)
借入利息	(0)	(5)	(32)	(61)	(163)
販売費用	(54)	(144)	(236)	(295)	(434)
管理費用	(82)	(125)	(173)	(249)	(346)
営業利益／損失	265	485	787	1,318	2,107
他の収入	2	56	34	18	(6)
税引前利益	266	540	821	1,335	2,102
税引後利益	213	446	664	1,085	1,723
少数株主持分	45	109	127	335	544
親会社株主利益	168	337	537	751	1,178

売上高は 61.3% 増となった。(1) Lux Garden と Opal Riverside の引渡しからの売上高は前年比 50.1% 増の 1 兆 6,640 億 VND となり、売上総利益率が 37.5% に達した。(2) 仲買事業の 2018 年売上高と売上総利益はそれぞれ 44.5% 増の 2 兆 3,360 億 VND、49.7% 増の 1 兆 9,580 億 VND となった。

売上総利益率は 60.1% から 56.3% に下がった。

管理・販売費用/売上高の比率は 18.9% から 16.8% に下がった。

借入コストは長期負債の急増で、167% 増となった。

親会社株主利益は前年比 57% 増の 1 兆 1,780 億 VND となった。2018 年 EPS は 3,366VND/株だった。

短期資産	16,709	18,959	21,909	16,060	18,373
現金及び現金相当	1,756	2,987	4,627	8,840	11,816
短期未収金	776	910	1,818	1,913	1,541
在庫	474	925	1,865	3,441	5,567
他の短期資産	499	1,122	916	3,401	4,605
長期資産	7	30	28	86	103
長期未収金	405	587	936	1,424	1,913
固定資産	1	1	3	3	145
進行中である長期資産	10	21	39	64	76
他の長期資産	0	32	152	90	200
総資産	40	117	124	276	269
買掛金	2,160	3,573	5,563	10,264	13,729
短期負債	1,088	1,802	2,025	5,611	7,530
短期借入	893	1,517	1,528	3,727	5,118
長期負債	1	156	190	658	471
長期借入	195	285	498	1,884	2,412
株主資本	119	283	494	1,871	2,394
出資資本	1,072	1,771	3,537	4,654	6,199
未処分利益	750	1,173	2,530	3,032	3,501
総資本	229	382	677	746	1,456

在庫は前年比 61% 増となった。主には、多くの案件は実行中だから。例えば、(1) Opal Garden、(2) Gem Riverside、(3) Opal Boulevard、(4) Sunshine, Sunview City、(5) Opal Oceanview だ。

長期負債は、前年比 27.3% 増の 2 兆 3,940 億 VND となった、主に不動産投資のための社債から来た。

(1) 株式配当の支払い、(2) 従業員持ち株 (ESOP) の発行、(3) 既存株主への株式発行により、DXG は資本金を 3 兆 5,010 億 VND から 5 兆 2,020 億 VND に引き上げる予定がある。

DXG は 5~6 つの案件及び 2,633 つの土地・ショップハウスを販売する。中には、(1) Gem Riverside の 1,000 軒、(2) Opal Boulevard の 1,837 戸、(3) Lux Riverview の 769 戸、(4) Opal Skyview の 210 戸、(5) Uong Bi - Quang Nam ショップハウスの 200 軒である。

2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
---------------	------------	---------------------	---------	-----

DXG は計画を慎重に立つ。2019 年売上高と利益は主に、(1) Opal Garden 案件の引渡し、(2) 案件の譲渡、(3) 仲買事業の成長から来る。

BSC の予想	4,548	-2.3%	1,288	9%	3,574
企業の計画	5,000	7.6%	1,200	1.83%	3,430

NLG—ナムロン投資株式会社—目的価格 33,900VND/株—時価より 21.1%上 回り—予想 P/E 7.3

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	867	1,259	2,534	3,161	3,554
売上総利益	304	418	823	1,295	1,500
財務収入	28	17	26	95	129
財務費用	(18)	(17)	(29)	(29)	(37)
借入利息	(11)	(11)	(21)	(28)	(24)
販売費用	(71)	(119)	(189)	(219)	(252)
管理費用	(127)	(154)	(154)	(195)	(239)
営業利益／損失	115	145	478	944	1,116
他の収入	24	131	7	6	9
税引前利益	139	276	484	950	1,125
税引後利益	104	209	388	756	885
少数株主持分	8	2	42	221	124
親会社株主利益	96	206	345	535	761
EPS	867	1,259	2,534	3,161	3,554

短期資産	3,391	4,699	5,828	6,779	7,317
現金及び現金相当	390	440	970	2,143	2,100
短期未収金	320	516	1,095	579	1,879
在庫	2,610	3,673	3,698	3,884	3,211
他の短期資産	71	70	64	173	126
長期資産	539	323	381	1,127	2,255
長期未収金	-	86	125	76	199
固定資産	55	50	55	56	52
進行中である長期資産	-	0	-	-	10
他の長期資産	109	100	131	206	271
総資産	3,929	5,022	6,209	7,906	9,572
買掛金	1,938	2,596	3,062	4,183	4,290
短期負債	1,476	2,102	2,179	3,061	2,694
短期借入	180	225	354	216	201
長期負債	463	494	882	1,123	1,596
長期借入	438	413	350	229	806
株主資本	1,934	2,426	3,147	3,723	5,282
出資資本	1,340	1,416	1,421	1,572	2,391
未処分利益	219	358	578	864	1,291
総資本	3,929	5,022	6,209	7,906	9,572

売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 12%増、同 425 増となった。2018 年の売上総利益率が 42%に達して、2017 年の 40.9%より高かった。主に、案件開発の事業の利益率が改善されたから。
案件開発の事業の売上高は 2 兆 3990 億 VND に達して、総売上高の 67.5%を占めた。主に、Ehome Phu Huu、Flora Kikyo、Fuji Valora、Kikyo Valora、Daila Garden のアパートの引渡しから来た。
WaterPoint 案件の株式売り出しからの売上高は 7,915 億 VND に達して、総売上高の 22.3%を占めた。
2018 年の販売・管理費用/売上高の比率は 2017 年の 13.1%から 13.8%に上がった、主に売上高の増加から来た。

2018 年、販売数量は 11.6%増となり、販売額は 23.6%増となった。殆どは Flora Mizuki 案件と Flora Novia 案件から来た。
短期未収金は 1 兆 3,000 億 VND から 1 兆 8,790 億 VND に上がった。
長期金融投資額は 9,300 億 VND 上がった。主には South Gate 案件の 165 ヘクタールのうちの 130 ヘクタールを譲渡したことから来た。
長期借入は 2,285 億 VND から 8,059 億 VND に上がった。これは、AIA の 120 普通社債、Generali ベトナム封建会社の 30 普通社債、Manulife ベトナムの 510 普通社債の発行を成功した。
拠出資本は 8,190 億 VND 増加した。(1)Keppel Land と負債を交換し(2,750 万株)、(2)既存株主に株式を発行し(3,140 万株)、(3)既存株主に株式で配当し(2,120 万株)、(4)従業員持株制度 ESOP(168 万株)。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	3,567	7.7%	851	12%	3,849
企業の計画	3,485	-1.9%	956	25.6%	3,998

2019 年～2021 年の販売計画。Ehome の 4,000 戸、Flora の 11,000 戸、Valora の 4,800 戸を販売する。また、2019 年に、Akari の 1,800 戸、Mizuki の 1,000 戸、NLG3 の土地、SouthGate の 500～600 戸を販売する。

VHM—ビンホームズ株式会社—目的価格 92,700 VND/株—観察—予想 P/E

16.97

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	6,513	4,920	11,217	15,297	38,806
売上総利益	1,671	1,634	4,454	5,167	9,726
財務収入	95	89	822	964	14,680
財務費用	(482)	(264)	(947)	(1,652)	(2,485)
借入利息	(404)	(265)	(385)	(902)	(2,442)
販売費用	(281)	(417)	(1,298)	(1,586)	(1,297)
管理費用	(302)	(500)	(884)	(453)	(1,029)
営業利益／損失	702	704	2,652	2,352	19,596
他の収入	(105)	274	143	(243)	13
税引前利益	627	978	2,795	2,109	19,609
税引後利益	498	792	2,207	1,565	14,754
少数株主持分	(0)	(3)	559	156	520
親会社株主利益	499	795	1,649	1,410	14,234
EPS	6,513	4,920	11,217	15,297	38,806

Metropolis、GreenBay、Golden River、Central Park など大きな案件の引渡しのおかげで、2019 年の売上高と税引後利益は大きく成長する。2018 年の売上高は前年比 27%増の 38 兆 8,060 億VNDとなった。

2018 年の売上総利益は前年比 18%減の 9 兆 7,260 億 VNDとなり、売上総利益率は 25.1%に達して、2017 年の 38.9%より低かった。2018 年の売上総利益の減少は(1) VHM が Vinhomes Thang Long のみに流通サービスを提供したこと、(2) Vinhome Landmark 81 の高い建設費から来た。

事業協力契約(BCC)は売上高は前年比 720%増の 9 兆 5,490 億VNDとなった。親会社株主利益は前年比 115%増の 14 兆 2,340 億VNDとなった。

短期資産	7,078	12,377	16,492	44,421	80,466
現金及び現金相当	792	975	2,802	1,562	4,525
短期未収金	810	3,906	4,616	24,775	41,761
在庫	5,290	6,146	8,475	17,006	27,090
他の短期資産	186	1,349	599	1,078	7,090
長期資産	8,409	12,930	21,029	6,883	37,342
長期未収金	1,501	19	100	88	4,590
固定資産	1,869	2,460	3,643	1,356	398
進行中である長期資産	814	886	4,454	2,462	22,685
他の長期資産	25	483	753	1,059	3,286
総資産	15,487	25,307	37,521	51,304	117,808
買掛金	12,827	18,178	27,972	41,180	69,689
短期負債	10,379	17,031	26,828	34,223	41,058
短期借入	5,559	3,887	9,157	8,700	6,403
長期負債	2,448	1,148	1,143	6,957	28,631
長期借入	2,428	1,085	-	6,628	25,506
株主資本	2,660	7,129	9,549	10,124	48,119
出資資本	2,000	2,000	2,000	2,000	33,495
未処分利益	648	1,446	2,971	5,003	7,556

不動産の困難にもかかわらず、2018 年の総販売数は高水準に留まって、15,167 件に達して、67 兆 6,000 億VNDに相当した。中に、Vincity 案件の販売数は全部の 74.2%を占めて、アパートの 9,641 戸、別荘の 1,606 戸に相当した。VHMは 2018 年に 6 つの案件の販売を開始した。それは Vincity Ocean Park、Vincity Sportia、Vinhomes West point Vinhomes Starcity、Vinhomes MariVincity Ocean Park、Vincity Sportia、Vinhomes West point Vinhomes Starcity、Vinhomes Marina と và Vinhome Hà Tĩnh である。

総資本	15,487	25,307	37,521	51,304	117,808
-----	--------	--------	--------	--------	---------

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	80,063	+233%	18,412	14.5%	5,496

VHM は 2019 年に記録的な販売を開始する予定している。2019 年に、Vincity Grand Park、Vinhomes Gallery と、Vinhomes Galaxy など 9 つの案件を販売する。販売数は 70,000 戸と見込まれ、140 兆 VND に相当し、主に Vincity 案件のアパートだった。

BSC の予測によると、親会社の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 223% 増の 80 兆 630 億 VND、同 14.5% 増の 18 兆 4,120 億 VND と見込まれる。2019 年予想 EPS は 5,496 ドン/株である。上記の売上高は事業協力契約よりの収入を含んでいる。現在、2019 年 2 月 19 日の時点で、2019 年予想 PE は 15.8x である。

KBC —キンバック都市開発株式会社— 目的価格 20,120 VND/株— 時価より

36.87% 上回り— 予想 P/E 6.83

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,069	1,435	1,972	1,260	2,506
売上総利益	588	573	1,107	650	1,467
財務収入	144	317	39	431	95
財務費用	(292)	(41)	(99)	(109)	(194)
借入利息	(252)	(90)	(82)	(107)	(201)
販売費用	(18)	(35)	(33)	(22)	(142)
管理費用	(81)	(93)	(121)	(155)	(165)
営業利益/損失	341	731	915	813	1,075
他の収入	1	(1)	7	(2)	(26)
税引前利益	341	730	921	812	1,049
税引後利益	312	602	711	619	810
少数株主持分	(14)	(10)	154	34	63
親会社株主利益	326	612	557	585	747

売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 99% 増、同 30.8% 増となった。

(1) 工業団地のリース面積は 120 ヘクタールで、計画の 120% を達成した。売上高は 2 兆 1,260 億に達して、総売上高の 84.8% を占めた。リース料が前年比 7%~8% 増の 82 USD/m² となった、そのうち、原価が変わらない。そのため、売上総利益は 48% から 58% に上がった。

(2) サービス事業の売上高は前年比 19% 増の 1,630 億 VND となり、売上総利益率が 90% に達した。売上高は工業団地の入居率に応じて増加する

金融収入は前年同期比 77.8% 減の 950 億 VND となった。減少は、2017 年に子会社の清算よりの 3,540 億 ドンを得たから。

販売・管理費用/売上高の比率は 14.04% から 12.25% に下がった。法的助言のコストで、販売費用/売上高の比率が大きく上がったかわりに、管理費用/売上高の比率が 12.3% から 6.58% に下がった。

短期資産	10,667	12,003	13,011	13,730	14,814
現金及び現金相当	152	230	296	506	227
短期未収金	2,848	3,362	4,382	4,744	5,799
在庫	7,616	8,364	8,244	8,323	8,593
他の短期資産	51	47	89	158	196
長期資産	2,399	1,651	1,647	2,050	2,159
長期未収金	480	356	304	725	714
固定資産	139	141	124	118	157
進行中である長期資産	237	235	234	151	194
他の長期資産	3	6	5	9	13
総資産	13,066	13,654	14,658	15,780	16,973
買掛金	6,810	5,618	6,036	6,742	7,134
短期負債	2,593	2,945	3,373	3,326	3,842
短期借入	1,017	1,205	863	1,132	1,154

流動比率と当座比率は安定して、それぞれ 3.86、1.57 となった。

短期未収金/短期資産の比率は 35% から 39.1% に上がった。その中、最も大きな未収金はキンバック諮問・投資株式会社よりの 1 兆 3,000 億 VND だった。

在庫は総資産の 50.6% を占めている。主には、Tràng Cát 工業団地 (3 兆 5,050 億 VND)、Tân Phú Trung 工業団地 (2 兆 3,770 億 VND) だった。

棚卸資産回転率の下落のおかげで、稼働能力の指数は改善されて、現金回転率を 500 日から 314 日に引き下げた。2,000 億 ドンの社債が 2018 年末に償還期限を迎えたことで、長期負債は 2,580 億 ドンが減った。

BSC RESEARCH
2018 年業績レポート

BSC

長期負債	4,217	2,673	2,664	3,416	3,292
長期借入	2,150	1,352	1,105	1,591	1,333
株主資本	6,256	8,036	8,621	9,038	9,839
出資資本	3,957	4,757	4,757	4,757	4,757
未処分利益	1,170	1,782	2,319	2,905	3,652
総資本	13,066	13,654	14,658	15,780	16,973

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率 (%)	EPS
BSC の予想	2,895.7	15.56%	1,070.25	32.1%	2,249
企業の計画	2,700	7.7%	900	11%	1,892

Phúc Ninh 工業団地の売上高。4.5 ヘクタールを販売して、2 兆の売上高を計上する。販売価格は 1,800~2,000 万ドン/ヘクタールで、原価は 400~500 万ドン/ヘクタールである。売上総利益率は 70%であり、KBC の 2019 年~2020 年の業績に寄与するだろう。

BSC:の仮定

- (1) 2019 年の工業団地のリース面積は 120 ヘクタールである。
- (2) Phúc Ninh 工業団地よりの売上高を計上する。

NTC —ナムタンウエン工業団地株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	64	125	147	146	532
売上総利益	35	85	127	101	487
財務収入	41	44	66	114	144
財務費用	(20)	(14)	(5)	(8)	(12)
借入利息	(2)	(7)	(7)	(8)	(12)
販売費用	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
管理費用	(27)	(50)	(43)	(36)	(46)
営業利益／損失	28	63	142	169	570
他の収入	3	(1)	(1)	(2)	-
税引前利益	30	62	142	167	570
税引後利益	29	59	131	142	470
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	29	59	131	142	470

売上高と税引後利益はそれぞれ 264%増、230%増となった。2018 年第 4 四半期、売上高の急増は、Nam Tân Uyên 住宅街 (51 ha) の譲渡で、他の売上が前年同期比 82%増の 3,638 億 4,000 万ドンとなったから。

売上総利益率は 69.1%から 91.5%に上がった。NTU1 の土地家賃の免除により、原価が 450 億ドンとなって、2017 年と変わらないが、売上高が前年比 3.64 倍増となった。

為替差益が 200 億ドンとなったことで、金融収入は前年比 27.4%増の 1,440 億ドンとなった。

販売・管理費用/売上高の比率は 26%から 9.2%に下がった。これは、売上高が急増したが、総費用が変わらなかった。

短期資産	319	353	199	1,179	1,452
現金及び現金相当	260	306	150	1,122	1,393
短期未収金	53	42	41	50	59
在庫	0	0	0	0	0
他の短期資産	6	4	8	8	-
長期資産	858	1,375	1,918	1,641	1,949
長期未収金	24	6	-	-	-
固定資産	17	19	21	40	36
進行中である長期資産	146	180	97	62	53
他の長期資産	33	448	478	620	1,038
総資産	1,177	1,728	2,117	2,820	3,401
買掛金	962	1,499	1,814	2,440	2,812
短期負債	110	292	130	304	332
短期借入	70	219	71	105	7
長期負債	852	1,207	1,684	2,136	2,480
長期借入	-	9	8	6	4
株主資本	215	229	302	380	589
出資資本	160	160	160	160	160
未処分利益	31	45	112	170	351
総資本	1,177	1,728	2,117	2,820	3,401

資産構造が健全だ。(1)現金と短期資金は 41%を占めている。豊かな現金により、Nam Tân Uyên 案件の建設補償を実行する準備ができた

支払能力:流動比率が 3.88 から 4.37 に上がった。

棚卸資産回転率の下落のおかげで、稼働能力の指数は改善されて、現金回転率を 500 日から 314 日に引き下げた。

長期資産/総資産の比率は 22%から 30%に上がった。

短期負債は 980 億ドンから 70 億ドンに下がった。企業は VCB 銀行に 740 億ドンを返済し、BIDC 銀行に 240 億ドンを返済した。

第 3 Nam Tân Uyên 工業団地は、2018 年 9 月に政府が承認されて、売却可能土地の面積が 255 ヘクタール(全面積: 345 ヘクタール)で、土地家賃が 65USD と予想されている。BSC は、NTU3 が 4 年以内に 2 兆 9,325 億ドンの予想総利益をもたらすと推定している。

LHG —ロンハウ株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	313	232	480	488	430
売上総利益	167	100	273	271	243
財務収入	9	7	19	13	45
財務費用	(90)	(22)	(9)	(6)	(5)
借入利息	(30)	(17)	(8)	(6)	(5)
販売費用	(9)	(8)	(15)	(20)	(14)
管理費用	(32)	(44)	(74)	(60)	(57)
営業利益／損失	44	34	195	199	217
他の収入	3	1	3	9	2
税引前利益	47	34	197	208	220
税引後利益	25	70	165	166	181
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	25	70	165	166	181

売上高と前引後利益はそれぞれ前年比 12%減、同 7%増となった。(1)工業団地のリースの売上高は 3,890 億ドンとなって、総売上高の 81%を占めた。(2)工場のリースの売上高は前年比 23%増の 838 億ドンとなって、総売上高の 20%を占めた。

売上総利益率が 56%に安定している。その中、工業団地リースの売上総利益率が高く、70%に達した。

販売・管理費用/売上高の比率は 16.5%に維持された。

金融収入は前年比 246%増となった、主には、利金が前年比 72%増の 380 億ドンとなったが、金融費用は前年比 16%減となった。そのため、利益率が 34%から 42%に上がった。

短期資産	804	772	903	1,340	1,437
現金及び現金相当	120	129	267	817	631
短期未収金	409	363	419	216	339
在庫	272	277	216	307	464
他の短期資産	2	3	1	0	3
長期資産	672	607	624	648	680
長期未収金	51	19	3	-	-
固定資産	109	53	49	53	50
進行中である長期資産	-	50	51	48	127
他の長期資産	2	2	2	16	21
総資産	1,476	1,379	1,527	1,988	2,117
買掛金	837	695	856	897	970
短期負債	447	412	542	557	582
短期借入	120	87	22	24	21
長期負債	390	283	315	339	388
長期借入	119	48	50	39	48
株主資本	639	684	670	1,091	1,147
出資資本	261	261	261	500	500
未処分利益	299	345	331	440	495
総資本	1,476	1,379	1,527	1,988	2,117

棚卸資産回転率が前年比 51.2%増となった。主に LH3 建設費用が 33.6%増の 3,222 億 5,000 万ドンとなったから。

進行中である長期資産の費用は前年比 107%増の 1,273 億 6,000 万 VND となった。主には工場、デパートの案件から来た。

Việt Đức 光ケーブル・部品生産株式会社での資金の回収により、長期資金は前年比 6.14%減の 996 億 3,000 万ドンとなった。

長期負債は前年比 14.4%増となった。主に、S10、S11、Q10、F0 工場建設のための TCB 銀行からの融資だった。

LH3 は 2019 年に展開されて、売却可能土地の面積が 90 ヘクタール(全面積:124 ヘクタール)で、土地家賃が 110~130USD と予想されている。現在、LH3 の 10 ヘクタールはリースされている。BSC は、LH3 が 3 年以内に 9,390 億ドンの予想総利益をもたらすと推定している。また、LHG は 2019 年に 1 万ヘクタールの既製工場を販売する、売上高に約 200 億ドンを寄与する

建設業

CTD—コテック建設株式会社—目的価格 150,600VND /株—時価より 6.3%上回

リー予想 P/E 8.2x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	7,634	13,669	20,783	27,153	28,561
売上総利益	556	1,112	1,799	2,016	1,833
財務収入	119	126	170	325	321
財務費用	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)
借入利息	-	-	(0)	-	-
販売費用	-	-	(2)	-	-
管理費用	(215)	(363)	(297)	(395)	(505)
営業利益／損失	460	887	1,703	1,979	1,746
他の収入	14	39	60	82	127
税引前利益	464	927	1,763	2,061	1,873
税引後利益	357	733	1,422	1,653	1,510
少数株主持分	30	67	-	-	-
親会社株主利益	327	666	1,422	1,653	1,510
EPS	7,757	14,215	18,457	21,449	18,313
短期資産	3,636	6,486	9,943	14,464	15,324
現金及び現金相当	1,098	2,390	4,672	5,790	4,460
短期未収金	2,129	2,609	3,484	6,480	9,054
在庫	270	1,051	1,241	1,874	1,444
他の短期資産	139	436	547	321	366
長期資産	1,227	1,329	1,797	1,550	1,500
長期未収金	-	0	0	-	-
固定資産	255	440	585	767	744
進行中である長期資産	-	48	18	0	1
他の長期資産	87	257	401	355	352
総資産	4,863	7,815	11,741	16,014	16,823
買掛金	2,154	4,573	5,507	8,707	8,861
短期負債	2,139	4,559	5,495	8,696	8,851
短期借入	-	-	-	-	-
長期負債	14	13	12	11	9
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	2,527	3,243	6,234	7,307	7,962
出資資本	422	469	771	771	784
未処分利益	560	639	1,435	1,741	1,604
総資本	4,863	7,815	11,741	16,014	16,823

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後	成長率 (%)	EPS
--	---------------	------------	---------------	---------	-----

工業団地の建設契約により、2018 年の売上高は前年比 5%増の 28 兆 5,610 億ドンとなった。2018 年の売上総利益率が 6.4%に達して、2017 年の 7.4%より 1%下落した。

人件費が前年比 7%増の 3,400 億ドンとなったことと共に引当金を戻しきれないことで、管理費用は前年比 27.8%増の 5,050 億ドンとなった。CTD の売上総利益率が 5.6%~5.9%に上がると予想されている。Vincity の建設の売上総利益率が 5%だけから、CTD の売上総利益率を引き下げた。利益率は 5.3%に下がって、4 年過去での最も低いレベルだった。現在、建設業の鈍化のせいで、CTD の成長が減速している。

CTD の短期未収金は前年比 42.7%増の 9 兆 540 億ドンとなった。

現金と短期資金は前年比 22.9%減の 4 兆 4,600 億となった。他方、短期未収金の増加及び買掛金の減少のせいで、キャッシュフローが 9,330 億ドンとマイナスとなった。

CTD の観点は、CTD の財政状況が健全長になるように、長・短期負債を利用しないということである。

BSC の予測によると、2019 年売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 7%増の 30 兆 5,675 億ドン、同比 5.5%減の 1 兆 4,270 億ドンとなり、EPS が 17,343 ドン/株であり、予想 P/E が 8.2xである。

BSC の仮定：売上総利益率が 5.9%に下がる。新規契約及び未着手工事契約の総額がそれぞれ前年比 14%増の 32 兆 7,580 億ドン、同 10%増の 25 兆 1,670 億ドンである。

利益

BSC の予想	30,567.5	7 %	1,427	-5.5%	17,343
---------	----------	-----	-------	-------	--------

HBC—ホアビンビル建設管理株式会社—目的価格 20,100VND/株—時価より

0.7% 下回り—予想 P/E 6.3x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	3,518	5,078	10,766	16,035	18,202
売上総利益	410	296	1,232	1,693	1,692
財務収入	70	87	103	119	61
財務費用	(99)	(132)	(153)	(265)	(324)
借入利息	(97)	(130)	(145)	(262)	(306)
販売費用	(9)	(26)	(105)	(62)	(70)
管理費用	(280)	(120)	(378)	(479)	(569)
営業利益／損失	89	114	704	1,031	781
他の収入	(0)	7	11	46	20
税引前利益	89	120	715	1,077	801
税引後利益	69	83	568	860	627
少数株主持分	(2)	(1)	1	0	(10)
親会社株主利益	71	83	567	860	637
EPS	1,401	1,105	5,941	6,617	3,215

短期資産	4,958	6,146	9,900	11,586	13,509
現金及び現金相当	1,333	949	1,770	1,192	423
短期未収金	3,032	4,212	6,775	9,105	11,105
在庫	561	923	1,229	1,188	1,810
他の短期資産	31	62	126	102	172
長期資産	845	1,145	1,550	2,342	2,388
長期未収金	94	9	38	35	56
固定資産	367	638	1,086	1,420	1,433
進行中である長期資産	46	42	25	54	41
他の長期資産	70	179	223	446	495
総資産	5,803	7,291	11,450	13,928	15,897
買掛金	4,806	6,217	9,620	11,460	12,967
短期負債	4,489	5,806	8,886	10,827	12,293
短期借入	1,813	1,890	2,720	4,277	4,073
長期負債	317	411	734	634	674
長期借入	104	156	434	337	269
株主資本	996	1,074	1,830	2,468	2,929
出資資本	574	756	954	1,299	1,961
未処分利益	135	115	535	824	630
総資本	5,803	7,291	11,450	13,928	15,897

未着手工事契約の増加のおかげで、2018 年売上高は 18 兆 2,020 億ドンとなった。借入コストは前年比 16.8% 増の 3,060 億ドンとなった。そのため、純利益率が 3.4%に下がった。しかし、利益率が 9.3%に上がったことは、各案件の利益率の下落及び原材料コストの増加から来た。

2018 年の未着手工事契約と新規契約の総額はそれぞれ前年比 74.8%増の 25 兆 5,240 億ドン、同比 26%増の 25 兆 8,520 億ドンと見込まれた。

新規契約の中、Vincity 案件(総額:3 兆 8,728 億 2,000 万ドン)は最も多かった。具体的には、Vincity Ocean Park(2 兆 4,700 億ドン)、Vincity Sportia(1 兆 768 億 2,000 万ドン)、Vinhomes Westpoint(3,260 億ドン)である。

短期未収金は前年比 20.8%増の 11 兆 1,045 億ドンとなった。主には、(1)顧客の短期未収金(前年比 90.4%増の 6 兆 1,409 億ドン);(2)工事契約に応じて未収金(前年比 12.1%減の 4 兆 1,074 億ドン)から来た。

しかし、2019 年 1 月、HBC は負債の 2 兆 9,000 億ドン を回収した。そのため、BSC は HBC の 2019 年未収金が前年比 13.5%減の 9 兆 6,040 億ドンと予想している。

HBC の買掛金は前年比 12.45%増の 12 兆 9,670 億ドンとなった。財務レバレッジ比率が 4.4xだった。主に、短期負債が前年比 12.7%増の 12 兆 2,929 億ドンとなった。2019 年 1 月、負債の回収により、借入残高は前年比 10.9%増の 3 兆 8,680 億ドンとなった。

2019 年に、HBC が引き続き負債比率を引き上げて、借入費用を減らして、純利益率を改善したら、BSC は HBC の経営を高く評価する。

	2019 年 売上高	成長率 (%)	2019 年 税引後 利益	成長率(%)	EPS
BSC の予想	19,404	6.6%	614	-4%	3,099

建設材料業

HPG —ホアファットグループ株式会社—目的価格 36,830VND/株—時価より
16%上回り

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	25,525	27,453	33,283	46,162	55,837
売上総利益	5,187	5,594	8,751	10,626	11,671
財務収入	160	249	197	186	294
財務費用	(564)	(566)	(368)	(556)	(772)
借入利息	(351)	(251)	(280)	(480)	(540)
販売費用	(366)	(424)	(490)	(595)	(679)
管理費用	(607)	(761)	(405)	(409)	(442)
営業利益／損失	3,810	4,091	7,685	9,252	10,072
他の収入	(40)	(101)	17	36	(1)
税引前利益	3,770	3,990	7,702	9,288	10,071
税引後利益	3,250	3,504	6,606	8,015	8,601
少数株主持分	106	19	4	8	28
親会社株主利益	3,144	3,485	6,602	8,007	8,573
EPS					
短期資産	11,746	11,915	18,183	33,068	26,014
現金及び現金相当	2,533	3,131	5,252	14,201	6,240
短期未収金	1,720	1,608	2,395	6,555	3,915
在庫	7,386	6,937	10,247	11,749	14,115
他の短期資産	107	239	289	562	1,743
長期資産	10,343	13,592	15,044	19,954	52,211
長期未収金	-	16	18	22	22
固定資産	9,158	8,211	12,670	13,198	12,783
進行中である長期資産	-	4,342	1,155	5,469	37,404
他の長期資産	545	726	919	1,058	1,756
総資産	22,089	25,507	33,227	53,022	78,225
買掛金	10,124	11,040	13,376	20,625	37,616
短期負債	9,017	9,993	11,985	18,520	24,299
短期借入	5,737	6,117	5,488	11,329	11,495
長期負債	1,107	1,047	1,391	2,105	13,317
長期借入	1,011	739	972	1,651	12,811
株主資本	11,796	14,467	19,850	32,398	40,609
出資資本	4,819	7,330	8,429	15,171	21,239

HPG の 2018 年生産量が 10%増となった。建設用鉄鋼と鉄鋼パイプの生産量はそれぞれ前年比 9%増の 2400 万 t、同 12%増の 67 万 5,000tとなった。販売価格が 8%増となったことで、HPG の売上高は前年比 21%増となった。

そのため、HPG の利益は顕著に成長して、前年比 7.5%増の 8 兆 6,000 億ドンとなった。

Dung Quat 案件の第 1 製鉄所の試運転のために、HPG は鋼ビレットを買った。そのため在庫は前年比 30%増となった。HPG の在庫は引き続き増加するだろう

進行中である長期資産は、主に Dung Quat 案件(33 兆ドン以上)及び亜鉛メッキ鋼板工場(2 兆 5,000 万ドン)から来た。Dung Quat 案件は 2020 年できる。Dung Quat 案件を投資するために親会社と子会社の株主資本を使用した後、HPG は残りの期間に投資するためにローンを使用し始めました。負債/株主資本の比率は 0.6 だった。また、金利は比較的競争力がある。BSC は債務が

BSC RESEARCH
2018 年業績レポート

BSC

未処分利益	4,095	5,549	9,486	13,397	15,111
総資本	22,089	25,507	33,227	53,022	78,225

HPG にとって大きなリスクではないと評価している

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	75,000	+34%	8,900	+4%	4,190
企業の計画	70,000	+24%	6,700	-23%	3,154

2019 年、Dung Quat 案件の第 1 期が稼働して、HPG の売上高は大きく増加するだろう。しかし、競争に激化及び鉱石の値上がりのおかげで、利益率は下落する可能性がある。

HSG—ホアセングループ株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	16,107	16,945	19,739	28,269	34,100
売上総利益	1,830	2,737	4,575	4,553	3,403
財務収入	25	44	38	55	190
財務費用	(241)	(436)	(298)	(690)	(983)
借入利息	(182)	(233)	(220)	(589)	(828)
販売費用	(720)	(896)	(1,198)	(1,619)	(1,831)
管理費用	(404)	(547)	(982)	(816)	(799)
営業利益／損失	490	902	2,136	1,483	(19)
他の収入	57	27	40	47	248
税引前利益	547	929	2,176	1,529	229
税引後利益	433	715	1,754	1,225	136
少数株主持分	-	-	(0)	(0)	(0)
親会社株主利益	433	715	1,754	1,225	136
EPS					

HSG の販売量は前年比 12.5%増の 180 万tとなって、亜鉛メッキ鋼板の分野での第 1 位を維持しており、国内のシェアの 34%を占めて、75 以上の国に輸出されている。
原材料の価格が大きく変動し、在庫のポリシーがまだ合理になっていない。
そのため、売上総利益率は大きく下落した。

多くの費用が顕著に増加した。2016～2018 年、HSG は多くの新しい工場を投資したため、借入費用が大きく増加した。販売システムの規模に応じて、販売費も増加した。そのため、HSG の利益は顕著に影響されて、前年比 89%減の 1,360 億ドンとなった。

短期資産	5,188	4,318	7,956	15,010	9,435
現金及び現金相当	108	230	228	527	424
短期未収金	923	1,038	1,893	3,148	1,938
在庫	3,300	2,446	4,968	9,305	5,686
他の短期資産	857	603	867	2,030	1,388
長期資産	4,055	4,489	6,001	9,098	10,399
長期未収金	-	29	28	1	202
固定資産	3,888	3,829	4,656	7,180	8,039
進行中である長期資産	-	417	892	1,286	1,589
他の長期資産	114	175	351	521	506
総資産	9,243	8,806	13,957	24,108	19,834
買掛金	6,741	5,593	9,359	18,608	14,652
短期負債	5,629	4,331	7,692	15,466	10,948
短期借入	5,048	3,290	6,267	13,917	8,458
長期負債	1,113	1,262	1,666	3,142	3,704

在庫日を 3 ヶ月から 1 ヶ月に引き下げたが、HSG の在庫はまだ短期資産の大きな割合を占めている。

2016～2018 年、HSG の固定資産は顕著に増加した。製品の配布対するに地理的な利点を生み出すために、企業は全国各地で多くの工場を建設している。
多くの努力にもかかわらず、HSG の負債、特に短期債はまだ多い。負債／出資資本の比率は 2.36 で、短期負債／

長期借入	1,107	1,257	1,662	3,137	3,700
株主資本	2,502	3,214	4,598	5,500	5,182
出資資本	1,008	1,310	1,965	3,500	3,850
未処分利益	1,104	1,337	2,043	1,780	1,116
総資本	9,243	8,806	13,957	24,108	19,834

短期資産の比率は 1.16 だった。両方は業界の平均レベルより高かった。

	2019 年の売上 高	成長率	2019 年の税引後利 益	成長率	EPS
企業の計画	31,500	-9%	500	22%	1,300

2019 年の計画について。HSG が新しい工場に投資するのが終わったので、借入コストが減少するだろう。HSG は流通システムの改革を進めていることで、販売費用も減少するだろう。

VGC -ビグラセラ株式総公社- 目標価格 18,300VND／株 - P/E fw = 17.2

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	8,009	7,820	8,139	9,197	8,984
売上総利益	1,598	1,717	1,979	2,141	2,012
財務収入	39	32	85	78	139
財務費用	(247)	(199)	(202)	(170)	(208)
借入利息	(220)	(161)	(161)	(151)	(178)
販売費用	(490)	(537)	(561)	(562)	(635)
管理費用	(419)	(445)	(550)	(574)	(471)
営業利益／損失	482	602	803	929	840
他の収入	(29)	(78)	(34)	(15)	2
税引前利益	461	524	769	914	843
税引後利益	368	407	621	722	667
少数株主持分	73	78	107	122	106
親会社株主利益	296	328	514	600	562

収入は前年比 2.3%減となった。原因は不動産・小業団地事業の収入が前年比 22.7%減となり、建設用原材料事業の収入が同 4.82%増となったことから由来した。

売上総利益率は建設用原材料事業が困難を直面したことにより減少した。これは(1) ガラス事業: 利益率は、販売価格が前年比 20%減となり、FO 原油の価格が同 12%増となったことにより、31.5%から 14.6%に減少した。(2)タイル事業の利益率が 23.6%から 22.2%に減少し、販売価格が約 7~8%に下げた。

金融活動による収入は前年比 80%増となった。この増加は、預金利息が前年比 71%増となり、利益も同急増したことから由来した。

販売・管理費用収入の割合は 12.3%で維持した。
税引後利益は前年比 7.6%減となり、年間計画の 89%を達成した。

EPS

短期資産	6,092	4,933	5,364	6,779	6,051
現金及び現金相当	1,027	719	1,064	2,411	1,772
短期未収金	1,263	1,324	1,233	1,289	1,084
在庫	3,672	2,761	2,920	2,896	3,041
他の短期資産	130	129	146	183	154
長期資産	6,225	6,730	7,626	9,255	10,439
長期末収金	209	209	211	197	186
固定資産	3,014	3,066	3,171	3,737	3,923
進行中である長期資産	592	937	1,498	1,446	1,860
他の長期資産	394	355	300	282	400
総資産	12,317	11,663	12,989	16,034	16,490
買掛金	9,377	8,361	8,622	9,315	9,568
短期負債	5,696	4,750	4,433	4,319	4,517
短期借入	1,515	1,429	1,122	1,266	1,427
長期負債	3,681	3,612	4,190	4,996	5,051
長期借入	993	811	1,024	877	683
株主資本	2,940	3,302	4,367	6,720	6,921
出資資本	2,645	2,645	3,070	4,484	4,484
未処分利益	75	304	716	765	769

預金は 2.5 倍増となり、総資産の 3.8%を占めていることで、金融活動による収入は 2018 年に大幅に増加した。
在庫は前年比 4.5%増となり、総資産の 18.4%を占めている。

長期資産は 57.7%から 63.3%に引き上げた。
進行中である長期資産は年初比 28.6%増となった。

短期借入は年初比 12.7%増となり、長期的な借入は同 22.1%増となった。

総資本	12,317	11,663	12,989	16,034	16,490
	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	9,247	2.9%	924	9.7%	1,242
企業の計画	9,300	3.2%	950	12.7%	N/A

– BSC の仮定: 収入では、(1)建設用原材料事業には、成長原動力は My Xuan 磁器工場が安定的に稼働した後の衛生陶器(前年比+ 42.7%増)に由来します; 建設用ガラスが省エネの割合が 50%ぞうとなったことで、前年比 12.7%増となる。
(2)不動産・工業団地区事業: 2019 年の賃貸面積は 90 ヘクタールに増加するので、売上高が前年比 6.7%増となる。
– 売上総利益率は 22.9%までに改善される。

HT1 –第 1 ハティエンセメント株式会社 – 目標価格 18,000 VND/株 – P/E fw =

9.8x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	6,758	7,608	8,237	8,209	8,376
売上総利益	1,334	1,674	1,623	1,339	1,403
財務収入	292	99	79	18	32
財務費用	(746)	(464)	(378)	(477)	(314)
借入利息	(523)	(417)	(347)	(312)	(276)
販売費用	(321)	(86)	(138)	(123)	(135)
管理費用	(164)	(282)	(213)	(192)	(188)
営業利益/損失	394	942	975	564	798
他の収入	1	9	44	32	8
税引前利益	396	950	1,019	596	806
税引後利益	305	739	809	471	645
少数株主持分	-	-	-	(2)	0
親会社株主利益	305	739	809	473	645
EPS					

2018 年の収入は前年比 2%増の 8 兆 3,760 億ドンとなった。収入の増加はセメントとクリンカーの消費量がそれぞれ前年比 1.6%増の 650 万t、同 28.7%増の 55 万tとなり、販売価格が 5 万/tに追加引き上げたことから由来した。
セメント販売の値上がり及び HaLong で の加工生産量の減少のおかげで、売上総利益率は 16.4%から 16.8%に増加した。
販売・管理費用収入の割合は 3.9%となり、税引前利益が前年比 5.1%増となった。
2018 年の金融費用は前年比 39%減となった。理由は為替差損と借入コストはそれぞれ、前年比 11.5%、92.8%減となったことから由来した。そのために、税引後利益は前年比 32.3%増となった。

短期資産	1,726	1,364	1,760	1,704	1,931
現金及び現金相当	255	353	493	347	787
短期未収金	497	387	455	511	462
在庫	959	610	797	827	654
他の短期資産	15	14	14	18	28
長期資産	10,936	10,556	10,020	9,373	8,705
長期未収金	-	11	12	11	12
固定資産	10,699	9,248	8,627	8,149	7,479
進行中である長期資産	-	1,013	1,116	956	990
他の長期資産	181	243	212	217	199

在庫回転率と売掛金回転率が上昇する傾向がある。現金回転率は 18 日から 4 日までに急減した。

長期資産は総資産の 85%を占め、主な有形固定資産である。
進行中である長期資産は総資産の 9.3%を占め、PhuHuuBOT 案件、Binh

Phuoc と Kien Luong での案件に投じる投資額である。

総資産	12,662	11,919	11,780	11,076	10,636
買掛金	8,948	7,493	6,586	5,902	5,455
短期負債	3,851	3,070	3,065	3,260	3,729
短期借入	2,110	1,542	1,634	1,984	2,120
長期負債	5,097	4,423	3,521	2,642	1,727
長期借入	5,097	4,417	3,515	2,635	1,719
株主資本	3,714	4,426	5,195	5,174	5,181
出資資本	3,180	3,180	3,816	3,816	3,816
未処分利益	316	969	1,071	908	767
総資本	12,662	11,919	11,780	11,076	10,636

長期債務では、EUR と USD などの外貨建て借入が 38%を占め、低い金利である。返済スケジュールによると、HT1 は 2021 年にすべての外貨建て債務の決済が完了する。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	8,678	3.6%	701.4	8.8%	1,654

BSC の予想は以下の仮定に基づく。

- セメント販売量は前年比 2%増の 694 万t、販売価格が同 1.5%増となる。
- 石炭価格と電気価格はそれぞれ、前年比 5%、8%増となる。
- 売上総利益率は 16.8%から 15.9%に減少する。税引前利益は同 1.8%減となる。
- 元金は約 7,000 億ドン～7,500 億ドンを支払ったことで、金融費用は前年比 34.5%減となる。

電気業

REE-リー冷蔵電気工業株式会社- 目標価格 38,195VND/株- Upside 12%

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,629	2,643	3,659	4,995	5,101
売上総利益	803	891	1,182	1,429	1,228
財務収入	460	428	685	175	304
財務費用	(42)	(81)	(68)	(275)	(111)
借入利息	(37)	(74)	(60)	(105)	(225)
販売費用	(45)	(54)	(89)	(95)	(99)
管理費用	(131)	(182)	(220)	(242)	(217)
営業利益/損失	1,210	1,039	1,369	1,712	2,104
他の収入	53	7	7	9	14
税引前利益	1,262	1,046	1,376	1,721	2,118
税引後利益	1,099	888	1,174	1,523	1,885

REE の収入は前年比 2.1%増の 5 兆 1,000 億ドンとなったが、売上総利益率は前年比 0.4%減の 24%となった。原因は不動産事業の収入が大幅に減少したから由来した。

REE は QTP への 1,000 億ドンの投資引当金戻入益を計上したことで、金融投資活動による特別利益を計上した。2018 年第 4 四半期には、コア収入の成長率は 37%増となった。電気販売による収入成長率は 17%増となった。しかし、収入（連結）は小幅に減少した。原因は生産活動による収入の減少及び

少数株主持分	37	35	80	146	101
親会社株主利益	1,062	853	1,093	1,377	1,784
EPS					

不動産事業の収入が 40%に減少したことから由来した。

短期資産	2,929	3,747	4,105	5,651	6,016
現金及び現金相当	1,286	1,801	1,709	2,914	3,034
短期未収金	1,030	1,369	1,148	1,131	1,966
在庫	598	547	1,230	1,556	969
他の短期資産	14	30	17	51	47
長期資産	5,475	5,862	7,291	8,643	9,483
長期未収金	69	34	37	36	34
固定資産	529	484	529	492	445
進行中である長期資産	34	316	571	1,128	153
他の長期資産	4,117	4,369	5,377	6,247	6,992
総資産	8,403	9,609	11,397	14,295	15,500
買掛金	2,065	2,926	3,675	5,601	5,571
短期負債	1,530	2,226	2,618	2,927	3,056
短期借入	301	430	594	672	1,111
長期負債	535	700	1,058	2,674	2,516
長期借入	410	561	899	2,309	2,070
株主資本	6,338	6,683	7,721	8,693	9,928
出資資本	2,691	2,696	3,101	3,101	3,101
未処分利益	1,939	2,350	2,766	3,642	4,928
総資本	8,403	9,609	11,397	14,295	15,500

電気生産企業及び水開拓企業への投資は安定したキャッシュフローをREEにもたらしている。連結会社からの配当額は2018年に7,000億ドンとなり、投資効率が投資資本の11%上になった。

REE は Etown センター案件(投資総額 1 兆 730 億ドン)が完了し、経営を開始した時に、進行中である長期資産は 2018 年に大幅に減少した。

連結会社から配当金による大きなキャッシュフローを受けているために、REE の借入は低水準で維持し、0.32 倍である。

安定している事業見通しと共に未処分利益は高水準で維持していることで、REE は年間配当を額面比 15%以上支払うことが出来ます。

BSC は豊富な未実施受注残高と関連会社からの安定した利益のおかげで、REE の収入と利益は安定した成長を維持すると予測しております。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	5,414	6%	1,985	5%	6,593

企業の計画

POW- ベトナム石油ガス電力総公社-目標価格 17,830VND/株- Upside 9%

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	24,357	23,230	28,212	29,710	32,663
売上総利益	3,738	5,228	3,783	4,923	4,218
財務収入	1,064	523	459	414	516
財務費用	(1,516)	(1,699)	(1,798)	(1,806)	(1,820)
借入利息	(1,199)	(864)	(1,330)	(1,351)	(1,307)
販売費用	(3)	(17)	(17)	(16)	(20)

2018 年には、POW の発電量は前年比 2%増の 210 億 3,000 万 kWh となった。そのために、収入(連結)は前年比 12%増の 33 兆ドン以上となった。2019 年には、PVPOW は発電量が前年比 3%増の 216 億 kWh であると予想して

管理費用	(399)	(991)	(739)	(799)	(778)
営業利益／損失	2,860	2,997	1,702	2,737	2,172
他の収入	53	6	(6)	(4)	49
税引前利益	2,913	3,003	1,696	2,733	2,221
税引後利益	2,761	2,560	1,517	2,602	2,052
少数株主持分	571	391	443	368	376
親会社株主利益	2,190	2,169	1,075	2,233	1,676
EPS					

短期資産	15,039	16,016	18,519	13,778	15,248
現金及び現金相当	5,573	6,223	4,731	3,305	3,361
短期未収金	5,560	5,848	10,230	6,744	7,530
在庫	3,635	3,701	3,347	3,533	4,187
他の短期資産	270	244	211	196	170
長期資産	34,141	55,267	51,214	46,805	42,855
長期未収金	4,535	370	204	39	41
固定資産	25,646	51,115	48,068	43,991	40,178
進行中である長期資産	314	565	281	290	366
他の長期資産	2,776	2,432	1,728	1,527	1,318
総資産	49,180	71,283	69,732	60,583	58,103
買掛金	31,625	44,956	42,935	32,859	31,255
短期負債	11,417	17,043	18,078	13,868	17,492
短期借入	3,726	6,651	5,888	6,099	6,516
長期負債	20,209	27,913	24,858	18,991	13,763
長期借入	19,675	27,074	24,669	18,779	13,342
株主資本	17,554	26,327	26,797	27,724	26,848
出資資本	13,107	21,774	21,774	21,774	23,419
未処分利益	1,619	1,348	1,015	1,282	882
総資本	49,180	71,283	69,732	60,583	58,103

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	33,000	6%	3,770	63%	6,593

企業の計画

います。工場が安定的に稼働する場合、PVPOWは2019年に生産目標を簡単に達成できると予測しています。

2018年～2022年の期間におけるPOWは毎年、借入として7,000億ドンや2億ドルを支払う。そのために、借入費用は年間2,000億ドンを減少する見込みだ。

他の電気生産企業と同様、POWの未収金は約7兆VNDである。競争力のある電力卸売市場が2019年に正式に開始されると、大手な電気企業特にPOWは、この状況を制限することができる。

POWの資本構成は殆どの負債であり、そのうち、借入は大部分を占めた。2018年～2022年の期間におけるPOWは年間借入の4兆7,000億ドンを支払っているが、POWはNT2案件とNT3案件に投じるために、POWの借入は今後高い水準で維持するだろう。また、POWはCa Mau工場と第2Nhon Trach工場のメンテナンス・修理契約に関連して2兆5,000億ドンの債務を計上している。

税引前利益は前年比63%増となった。原因は(1)第1と第2Ca Mau工場が完全に減価償却され、減価償却費が節約されます。(2)為替差損及び借入費用が借入残高の減少により減少した。(3)販売価格は需要の増加に上げ、投入原材料価格も上げる見込み。

PC1-第 1 電気建設株式会社- 目標価格 28,910VND/株- Upside 18%

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	3,100	3,101	3,008	3,161	5,085
売上総利益	667	429	527	482	859
財務収入	8	9	14	11	26
財務費用	(14)	(12)	(22)	(103)	(143)
借入利息	(13)	(10)	(20)	(96)	(143)
販売費用	(18)	(6)	(0)	17	(54)
管理費用	(94)	(126)	(129)	(143)	(160)
営業利益/損失	549	281	329	264	533
他の収入	(1)	38	72	40	40
税引前利益	549	319	401	304	573
税引後利益	425	246	305	257	486
少数株主持分	1	0	(0)	20	25
親会社株主利益	423	245	305	237	462
EPS					
短期資産	1,610	2,121	2,046	3,095	3,229
現金及び現金相当	415	571	439	667	791
短期未収金	538	961	1,046	1,300	1,633
在庫	626	568	532	1,085	759
他の短期資産	32	21	29	42	46
長期資産	468	1,143	2,484	3,118	3,428
長期未収金	-	79	86	-	0
固定資産	238	97	920	2,755	2,522
進行中である長期資産	-	706	1,191	61	447
他の長期資産	17	19	94	108	199
総資産	2,078	3,263	4,530	6,213	6,657
買掛金	1,178	1,893	2,467	3,398	3,383
短期負債	1,071	1,287	1,377	1,762	1,805
短期借入	115	63	135	226	416
長期負債	107	606	1,090	1,636	1,578
長期借入	74	461	981	1,595	1,554
株主資本	864	1,370	2,063	2,815	3,273
出資資本	201	342	753	1,155	1,328
未処分利益	611	798	765	717	920
総資本	2,078	3,263	4,530	6,213	6,657

PC1 の 2018 年売上高は大きく成長した。理由は(1) 第 2My Dinh Plaza 案件からの不動産収入の計上;(2)電気販売による収入は前年比 100.2%と大幅に増加したから由来した。

不動産販売による収入(約 1,600 億ドン)は 2018 年税引後利益の主な原動力となった。

2017 年～2018 年の期間における、PC1 は水力発電所案件と不動産案件を開始したことで、PC1 の在庫、固定資産と進行中である長期資産は大幅に増加した。現在、PC1 の水力発電の総出力は 114 MW である。2019 年～2020 年の期間における PC1 は Mong An と Bao Lac B の案件を完了する見込み、水力発電の総出力を 162 MW(42%増)に引き上げる。

PC1 が多くの水力発電案件に投じるのは 2017 年～2018 年の期間に借入を増加させた。しかし、PC1 の水力発電工場案件は高い電気販売価格を享受して、売上総利益率(約 50～60%)が良い水準で留まっているために、PC1 は近い将来に流動性リスクに直面することはないと考えております。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	6,400	6%	450	63%	6,593

企業の計画

2019 年には、BSC は PC1 の収入を前年比 57%増の 6 兆 4,000 億ドン、税引後利益を同 41%増の 4,500 億ドン、EPS を 3,390VND/株と予想しております。

PPC- ファーライ火力発電株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	7,482	7,665	5,977	6,236	7,117
売上総利益	497	964	504	791	1,181
財務収入	1,055	343	411	412	249
財務費用	(143)	(733)	(254)	(120)	115
借入利息	(139)	(120)	(125)	(72)	(24)
販売費用	-	-	-	-	-
管理費用	(107)	(104)	(108)	(81)	(81)
営業利益／損失	1,303	470	618	1,002	1,463
他の収入	8	19	(2)	1	(14)
税引前利益	1,302	604	616	1,003	1,449
税引後利益	1,054	566	554	854	1,155
少数株主持分	9	5	6	-	-
親会社株主利益	1,045	561	549	854	1,155
EPS					
短期資産	7,480	5,973	6,184	3,586	3,926
現金及び現金相当	4,633	3,108	2,896	759	1,323
短期未収金	2,139	2,200	2,727	2,260	2,363
在庫	705	660	557	552	237
他の短期資産	3	5	5	16	3
長期資産	3,844	5,097	4,403	3,963	3,048
長期未収金	-	2,350	1,708	933	210
固定資産	1,096	425	362	303	285
進行中である長期資産	-	305	380	385	54
他の長期資産	4	4	3	73	51
総資産	11,324	11,069	10,588	7,548	6,975
買掛金	5,608	5,330	5,394	2,072	1,292
短期負債	1,526	1,319	1,568	1,565	1,292
短期借入	327	349	382	444	530
長期負債	4,083	4,011	3,825	507	-
長期借入	4,083	4,011	3,825	507	-
株主資本	5,674	5,739	5,194	5,477	5,683
出資資本	3,262	3,262	3,262	3,262	3,262
未処分利益	1,899	2,116	1,496	1,579	1,595
総資本	11,324	11,069	10,588	7,548	6,975

第4四半期には、収入の成長率は15%増となった。2018年の収入は14%増となった。

2018年には、PPCの修理回数は長年にわたって低水準で維持したため、同社の業績は大幅に向上された。売上総利益率は前年比3.93%増の16.6%となった。PPCの税引後利益は前年比35.4%増となった。

PPCの現金相当は主に他の火力発電所に投じている。そのうち、PC1は主にハイフォン火力発電所とクアンニン火力発電所にそれぞれ1兆4,000億ドン、8,000億ドンを投資した。

PPCの発電工場の大部分は完全に減価償却されており、残りの簿価は低いですが、生産と事業活動は依然として比較的安定しています。これは発電市場におけるPPCの大きな利点です

投資の売却により、PPCは債務の返済を完了した。PPCは短期借入の支払いを2019年に完了する見込みだ。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	8,140	6%	1200	4%	3,750

企業の計画

2018年には、PPCは金融活動による特別利益を計上したことで、2019年の利益は大きく成長しにくだろう。BSCは税引後利益を1兆2,000億ドン、EPSを3,750VND／株と予想しております。

消費財業

VNM – ベトナム乳業株式会社(ビナミルク) – 目標価格: 142,400 VND

／株 – P/E fw 27.2x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	35,072	40,080		46,794	52,562
売上総利益	11,392	16,262		22,336	24,611
	574	649		723	760
財務収入					
財務費用	(82)	(163)		(102)	(118)
借入利息	(40)	(31)		(46)	(51)
販売費用	(3,684)	(6,258)		(10,759)	(12,266)
管理費用	(795)	(1,233)		(1,053)	(1,133)
営業利益／損失	7,464	9,271		11,160	12,226
他の収入	150	96		77	3
税引前利益	7,613	9,367		11,238	12,229
税引後利益	6,068	7,770		9,364	10,278
少数株主持分	(1)	(4)		14	(17)
親会社株主利益	6,069	7,773		9,350	10,296
	6,068	6,474		6,442	7,093
EPS					5,295

収入は前年比 3%増の 52 兆 5,620 億ドンとなった。VNM の市場シェアはベトナムの乳製品業の 58.9%を占めた。私たちは、ベトナムとアジアの乳製品業は、牛乳の需要を減らすために、減速していることに注目しております。

販売費用の割合は収入の 23.33%を占め、前年比 6.3%増となった。原因は日用消費財業 (FMCG) の特殊性が顧客を引き付けてプロモーションキャンペーン費用と広告を増やす必要があることから由来した。

短期資産	15,458	16,732	18,674	20,307	20,560
現金及び現金相当	8,997	10,027	11,109	11,525	10,197
短期未収金	2,777	2,685	2,867	4,592	4,639
在庫	3,555	3,810	4,522	4,021	5,526
他の短期資産	129	209	176	170	198
長期資産	10,312	10,746	10,705	14,360	16,806
長期未収金	22	21	22	54	88
固定資産	8,086	8,214	8,321	10,609	13,365
進行中である長期資産	890	844	993	1,929	868
他の長期資産	495	585	618	1,117	1,325
総資産	25,770	27,478	29,379	34,667	37,366

VNM は多額の現金及び健全な財務状況を持っている企業である。しかし、短期未収金は前年比 37.4%増の 5 兆 5,260 億ドンとなった。現金はわずかに 10 兆 1,000 億ドンに減少したために、流動比率は 1.93 倍に低下したが、依然として安全なレベルにある。

VNM はパートナーをサポートするために新しい販売ポリシーを適用しているため、売掛金日数は 2017 年の 20.7 日から 24.2 日に増えた。また、2018 年に 62.3 日に増加した在庫日数を安定させるために、VNM は販売を促進する必要がある。

短長期的な借入は総資産の 3.4%のみ占めている。また、VNM は高い配当

買掛金	5,970	6,554	6,973	10,794	11,095
短期負債	5,453	6,004	6,457	10,196	10,640
短期借入	1,280	1,475	1,333	268	1,060
長期負債	517	550	515	599	455

長期借入	346	368	327	275	216
株主資本	19,680	20,924	22,406	23,873	26,271
出資資本	10,006	12,007	14,515	14,515	17,417
未処分利益	7,158	5,392	5,592	5,737	7,155
総資本	25,770	27,478	29,379	34,667	37,366

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	55,125	4.74%	10,577	3.42%	5,476

企業の計画

率を維持し、資本金の 50%と相当した。

2019 年の計画:

(1)VNM は 2019 年の生産量が前年比 5%に増加し、販売が 1~3%に引き上げることで 2019 年の収入が 7~8%に増加すると予想した。

(2) 国内乳市場シェアを 1%に増加するという目標を達成するため販売費用・管理費用／売上高の割合は高い水準で維持し続けている。

(3) 東南アジア市場での輸出活動及びミャンマー、フィリピンのパートナーと M&A 活動を強化する。ベトナム中国牛乳輸出協定が 2019 年 4 月に有効となる時に、中国に牛乳製品を輸出する予定。

MSN – マッサングループ株式会社– 観察 – P/E TTM = 18.34x – P/B TTM
= 2.65x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	16,089	30,628	43,297	37,624	38,188
売上総利益	6,600	9,809	12,930	11,632	11,881
財務収入	1,571	1,382	769	1,405	1,902
財務費用	(1,711)	(2,715)	(3,291)	(3,696)	(3,091)
借入利息	(1,465)	(2,407)	(3,112)	(3,435)	(2,668)
販売費用	(2,865)	(4,044)	(4,971)	(5,291)	(4,314)
管理費用	(1,048)	(1,665)	(1,936)	(1,912)	(2,015)
営業利益／損失	2,546	3,266	4,481	4,182	6,277
他の収入	246	(40)	(35)	(43)	(33)
税引前利益	2,740	3,227	4,446	4,139	6,244
税引後利益	2,037	2,527	3,772	3,608	5,622
少数株主持分	957	1,049	981	505	705
親会社株主利益	1,080	1,478	2,791	3,103	4,917
EPS	1,447	1,965	2,462	2,727	4,227

収入は前年比 2%増の 38 兆 1,880 億ドンとなった。親会社株主利益は同 58%増の 4 兆 9,160 億ドンとなった。EPS は 4,561VND／株だった。2018 年第 2 四半期に金融収入の 1 兆 4,870 億ドン及び 2017 年に第 4 四半期に転換社債の 9,310 億ドンを除けば、税引後利益は前年比 44.7%増の 3 兆 4,780 億ドン、EPS が 2,990VND／株と相当し、pe は 26.5xとなった。2018 年に借入コストは長期借入の支払い完了で前年比 22.3%減の 2 兆 6,700 億ドンとなった。

2018 年税引後利益は前年比 55.8%増の 5 兆 6,220 億ドンとなった。

短期資産	16,428	16,709	22,876	15,145	12,500
現金及び現金相当	9,209	8,618	14,920	8,057	4,962
短期未収金	5,177	3,127	2,277	2,247	2,413
在庫	1,605	4,418	5,390	4,333	4,333
他の短期資産	438	547	290	508	792
長期資産	36,537	55,140	50,163	48,384	52,079
長期未収金	1,388	10,432	1,817	1,454	1,377
固定資産	24,065	26,998	29,821	29,830	29,204
進行中である長期資産	-	5,480	2,356	1,838	2,171
他の長期資産	1,547	3,085	3,927	3,924	3,979
総資産	52,965	71,850	73,039	63,529	64,579
買掛金	31,040	44,741	52,726	43,303	30,499
短期負債	11,797	15,005	17,898	15,533	15,796
短期借入	6,042	8,367	8,618	9,166	9,244
長期負債	19,243	29,735	34,828	27,770	14,703
長期借入	17,522	27,253	32,472	25,630	12,752
株主資本	15,016	27,109	20,313	20,225	34,080
出資資本	7,358	7,467	7,681	11,574	11,632
未処分利益	7,072	8,561	7,016	12,350	16,193
総資本	52,965	71,850	73,039	63,529	64,579

現金及び現金相当は前年比 38.4%減の 3 兆 950 億ドンとなった。流動比率と当座比率は現金の急減により下落した。

在庫回転日数は 60.12 日に減少したことで、現金回転率はより速くなった。

2018 年長期借入は前年比 49.75%減の 12 兆 7,520 億ドンとなり、借入費用を減らし、2019 年に 1 兆 VND の借入費用を引き続き減らす見込みだ。負債株主資本の割合は 0.89 を減らし、企業財務がより健全になった。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
企業の計画	45,000	18%	5,000	44%	4,639

SAB –サイゴンビール・アルコール飲料総公社– 目標価格 252,500 VND／株 –

Upside 0.2% – P/E Fw = 39.9x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	24,611	27,144	30,569	34,165	35,949
売上総利益	6,184	7,558	8,268	8,959	8,084
財務収入	367	419	751	505	630
財務費用	(89)	(122)	(69)	82	(39)
借入利息	(107)	(77)	(82)	(42)	(35)
販売費用	(2,342)	(2,683)	(2,782)	(2,788)	(2,768)
管理費用	(912)	(1,110)	(782)	(854)	(914)
営業利益／損失	3,552	4,433	5,692	6,300	5,348
他の収入	44	37	15	14	39
税引前利益	3,595	4,470	5,707	6,315	5,387
税引後利益	2,808	3,600	4,655	5,137	4,400
少数株主持分	181	190	177	297	225
親会社株主利益	2,627	3,410	4,478	4,840	4,175
EPS	4,588	4,864	6,442	6,915	6,158
短期資産	10,571	12,194	10,714	13,747	14,690
現金及び現金相当	7,537	8,879	6,619	10,827	12,012
短期未収金	1,065	1,085	1,090	677	766
在庫	1,845	1,925	2,126	2,100	1,814
他の短期資産	124	306	879	142	99
長期資産	11,199	9,378	8,479	8,332	7,688
長期未収金	40	34	38	25	6
固定資産	7,168	5,855	5,463	5,010	4,567
進行中である長期資産	402	81	77	111	144
他の長期資産	1,288	1,142	896	934	762
総資産	21,770	21,572	19,193	22,079	22,379
買掛金	9,282	7,507	6,760	7,317	6,269
短期負債	8,151	6,760	6,474	7,178	5,941
短期借入	437	1,052	1,042	720	594
長期負債	1,131	748	286	139	328
長期借入	912	610	164	5	15
株主資本	12,488	14,065	12,433	14,762	16,110
出資資本	6,413	6,413	6,413	6,413	6,413
未処分利益	4,110	5,558	3,853	6,135	7,471
総資本	21,770	21,572	19,193	22,079	22,379

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	37,252	3%	4,513	3%	6,312

収入と税引後利益のそれぞれは前年比 5%増の 36 兆 340 億ドン、同 11%減の 4 兆 4,000 億ドン、EPS が 6,861VND／株、PE が 33.9 となった。2018 年の税引後利益の減少は売上原価が前年比 10%増の 27 兆 8,640 億ドンに増加したことから由来した。売上総利益率は前年比 3.35 現の 22.4%となった。

具体的には、2018 年第 4 四半期には、収入は前年比 7%増の 10 兆 4,060 億ドンとなった。

2018 年第 4 四半期には、利益は 9,190 億ドンを減らした。

2018 年の流動比率は 2.47 となった。預金の残高は前年比 11%増の 12 兆ドンとなったが、買掛金は前年比 14.3%減の 6 兆 2,690 億ドンとなった。

2018 年の在庫は前年比 13.6%減の 1 兆 8,140 億ドンとなった。在庫日数は 25.6 日に減少した。

財務レバレッジの割合は 2018 年に 0.39 倍となり、前年比減少した。

2019 年事業見通し: SAB の 2019 年事業見通しは市内における Heiniken, Sapporo などの主要な外国ブランドと激しく競争している高級ビール事業の市場シェアの増加を集めることである。また、SAB は利益率を改善するために、缶の値下げ、非効率な店舗の閉鎖、貯蔵の削減などのコスト削減を継続します。

SBT -タイニンブルボン製糖株式会社- 多くの挑戦を直面する

	Q2.17/18	Q3.17/18	Q4.17/18	Q1.18/19	Q2.18/19
売上高	3,902	2,731	2,165	2,523	2,777
売上総利益	420	358	334	141	145
財務収入	349	168	119	220	238
財務費用	(297)	(182)	(187)	(167)	(232)
借入利息	(260)	(133)	(192)	(159)	(195)
販売費用	(118)	(82)	(75)	(74)	(105)
管理費用	(161)	(98)	(124)	(76)	(137)
営業利益／損失	212	166	71	45	(92)
他の収入	6	(7)	125	(3)	113
税引前利益	218	159	196	42	21
税引後利益	176	138	150	37	(24)
少数株主持分	2	(4)	(1)	(1)	(1)
親会社株主利益	174	142	151	38	(23)
EPS	435	320	151	77	-301

短期資産	10,450	11,189	10,152	9,650	9,463
現金及び現金相当	785	686	944	1,153	1,606
短期未収金	6,604	6,556	5,068	5,597	4,747
在庫	2,498	3,682.27	3,899	2,547	2,700
他の短期資産	561	265	241	354	409
長期資産	8,031	7,717	7,820	7,670	7,258
長期未収金	289	52	295	542	492
固定資産	4,759	4,726	4,746	4,577	4,497
進行中である長期資産	421	439	200	191	197
他の長期資産	1,724	1,697	1,816	1,663	1,596
総資産	18,481	18,906	17,973	17,320	16,721
買掛金	11,352	11,614	11,685	11,141	10,637
短期負債	8,020	8,305	8,913	8,502	8,060
短期借入	5,943	6,460	7,720	7,561	6,689
長期負債	3,332	3,308	2,772	2,639	2,576
長期借入	3,200	3,188	2,663	2,519	2,459
株主資本	7,129	7,292	6,287	6,180	6,085
出資資本	5,570	5,570	5,570	5,570	5,570
未処分利益	613	753	888	892	746
総資本	18,481	18,906	17,973	17,320	16,721

	2019 年の 売上高	成長率	2019 年の 税引後利益	成長率	EPS
企業の計画	11,545	10.3%	680	0%	1,112

2018 年～2018 年度の上半期には、売上高は前年比 3.07%減の 5 兆 3,000 億ドン、税引後利益は同 94.9%減の 130 億ドンとなった。第 2 四半期には、売上高は前年比 28.8%減の 2 兆 7,770 億ドン、238 億ドンの赤字を計上した。
第 2 四半期の精糖消費量は 18 万 8,000t、平均販売価格は前年同期比 16.6%減の 1,260 億ドンとなった。売上総利益率の急減は販売価格が原価より早く急激に低下したことから由来した。

2018 年～2018 年度の上半期には、固定資産の売却により 1,100 億ドンを計上したことで、SBT の税引前利益が赤字にならなかった。

流動比率は 11.7 であり、安全的な水準にある。

在庫日数は増加し、91 日から 126 日に上げた。

在庫は年初より大幅に減少した。

SBT は短長期的な借入を段々減少している。

2019 年には、SBT の税引前利益は 2018 年比横に推移する見込みだ。消費量は前年比 47.9%増の 84 万 6,733tとなる見込みだ。

DHG - ハウザン製薬株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	3,913	3,608	3,783	4,063	3,888
売上総利益	2,131	1,413	1,713	1,783	1,720
財務収入	37	34	58	89	108
財務費用	(67)	(89)	(85)	(98)	(96)
借入利息	(5)	(9)	(12)	(25)	(29)
販売費用	(1,099)	(458)	(632)	(732)	(726)
管理費用	(313)	(262)	(297)	(318)	(287)
営業利益／損失	689	637	757	723	718
他の収入	33	64	(0)	(3)	14
税引前利益	722	701	757	719	732
税引後利益	534	593	713	642	652
少数株主持分	0	4	3	(0)	(2)
親会社株主利益	533	589	710	642	654
EPS	5,169	5,748	4,485	4,367	4,448
短期資産	2,386	2,221	2,747	2,939	3,149
現金及び現金相当	757	928	1,307	1,480	1,536
短期未収金	845	644	692	800	675
在庫	781	639.32	733	634	887
他の短期資産	4	10	15	25	51
長期資産	1,096	1,142	1,199	1,148	1,058
長期未収金	1	-	5	4	2
固定資産	914	1,068	1,103	1,027	977
進行中である長期資産	50	16	17	36	14
他の長期資産	115	42	58	67	41
総資産	3,483	3,363	3,946	4,087	4,207
買掛金	1,189	842	1,052	1,328	1,062
短期負債	1,120	780	994	1,265	1,002
短期借入	177	271	355	470	558
長期負債	69	62	58	63	60
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	2,294	2,521	2,894	2,759	3,145
出資資本	872	872	872	1,307	1,307
未処分利益	556	606	761	321	551
総資本	3,483	3,363	3,946	4,087	4,207

2018 年の業績成長率はゆっくり上昇した。売上高と税引後利益のそれぞれは年間計画の 96.8%を達成し前年比 4.3%減の 3 兆 8,880 億ドン、年間計画の 95.3%を達成し同 1.8%増の 6,510 億ドンとなった。

(1) 自社で生産した製品は前年比 4%増の 3 兆 7,030 億ドン、年間計画の 89.7%を達成した。

(2)他の製品は前年比 27.9%減の 7,050 億ドンとなった。

自社で生産した薬品量は前年比 4%増となった。重要な薬品グループ: 抗菌剤と鎮痛剤はそれぞれ、前年比 4%、2%に増加した。

人件費用が費用構成の中に最大の割合を占め、前年比 3%減の 5,810 億ドンとなった。

当座比率は良く改善され、2.32 から 3.14 に上げた。

在庫回転率は 2018 年 3.34 から 2.85 に減少した。現金回転率は 159 日に増加した。BSC は販売成長が減少したことで、DHG は薬局から販売金を回収する時間を延長すると考えております。

短期借入は 5,580 億ドンと引き続き増加して、金利が約 0.23 ~ 0.69% / 月間である。

	2019 年 の売上 高	成長率	2019 年 の税引 後利益	成長率	EPS
BSC の予想	4,249	9.3%	771	5.3%	4,669

2019 年の業績。BSC は収入を前年比 9%増の 4 兆 2,490 億ドン、税引後利益を同 5%増の 7,170 億ドンと予想しております。この予想は(1)国内生産薬品の価値が前年比 8%増となる;(2)DHG の生産薬品の価値が前年比 7.6%減となるという仮定に基づく。

DBC – バックニン農産物株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	5,119	5,791	6,256	5,855	6,674
売上総利益	588	700	815	763	1,079
財務収入	18	17	44	67	41
財務費用	(123)	(123)	(113)	(120)	(193)
借入利息	(117)	(94)	(111)	(120)	(189)
販売費用	(111)	(148)	(183)	(210)	(258)
管理費用	(133)	(164)	(192)	(225)	(281)
営業利益／損失	240	283	372	276	387
他の収入	10	1	151	3	6
税引前利益	249	284	523	279	393
税引後利益	206	253	451	200	360
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	206	253	451	200	360
EPS	3,102	3,066	5,040	2,471	4,350
短期資産	2,976	3,119	3,228	3,328	3,771
現金及び現金相当	369	420	649	639	528
短期未収金	418	425	595	568	346
在庫	2,143	2,248.88	1,938	2,038	2,701
他の短期資産	46	25	46	83	195
長期資産	1,244	1,496	2,301	3,661	4,579
長期未収金	-	5	6	7	3
固定資産	1,217	1,166	1,401	2,529	3,225
進行中である長期資産	-	307	858	967	1,213
他の長期資産	21	17	16	72	50
総資産	4,220	4,615	5,529	6,989	8,350
買掛金	2,390	2,669	3,190	4,487	5,603
短期負債	2,215	2,411	2,630	3,462	4,075
短期借入	1,222	1,510	1,759	2,294	2,711
長期負債	175	258	560	1,024	1,528
長期借入	168	249	555	1,013	1,287
株主資本	1,830	1,946	2,339	2,503	2,747
出資資本	627	627	753	828	828
未処分利益	206	221	415	198	360
総資本	4,220	4,615	5,529	6,989	8,350

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
企業の計画	7,800	17%	405	3%	4,298

2018 年には、DBC は好調な業績を計上した。DBC は売上高が前年比 14%増の 6 兆 6,740 億ドン、税引後利益が同 80%増の 3,600 億ドンとなった。

(1)家畜用飼料事業: 収入は前年比 12%増の 3 兆 30 億ドン、生産量が同 7%増の 48 万 6,000tとなった。そのうち、豚用飼料、鶏用飼料と水産用飼料のそれぞれは収入の 58%、31%、6%を占めた。

(2) 豚飼育事業: 収入は前年比 100%増の 1 兆 7,350 億ドンとなった。

(3)鶏飼育事業: 収入は 6,000 億ドンとなった。種鶏

売掛金回転率は 15.6 から 25.3 に大幅に増加した。

現在、DBC はいくつかの投資案件を実施している。

(1) Binh Phuoc 鶏案件: 投資総額は 3,010 億ドンである。実行額は 1,315 億ドンだった。2019 年 5 月から稼動する予定。

(2) Binh Phuoc 家畜用飼料案件: 規模は 7 万t/年である。投資総額は 1,100 億ドンである。実行額は 578 億ドンだった。2019 年 6 月から稼動する予定。

負債株主資本の割合は 1.79 から 2.04 に大幅に増加した。

2019 年には、DBC は年間計画を以下の通りに設定した。

-
- (1) 家畜用飼料事業: 収入は前年比 14% 増の 3 兆 4,320 億ドンとなる。
 - (2) 豚飼育事業: 収入は前年比 30% 増の 2 兆 2,620 億ドンとなる。
 - (3) 鶏飼育事業: 収入は前年比 133% 増の 1 兆 4,040 億ドンとなる。

繊維・アパレル業

MSH – ソンホン縫製株式会社 – 目標価格 60,500VND/株 – P/E fw = 6x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,406	2,548	2,992	3,282	3,951
売上総利益	434	461	496	564	793
財務収入	13	50	55	58	59
財務費用	(37)	(80)	(32)	(49)	(46)
借入利息	(36)	(27)	(39)	(37)	(34)
販売費用	(116)	(108)	(132)	(151)	(148)
管理費用	(114)	(125)	(169)	(188)	(208)
営業利益/損失	181	198	217	234	450
他の収入	(1)	2	(3)	(2)	(0)
税引前利益	181	200	214	231	450
税引後利益	142	160	185	200	370
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	142	160	185	200	370

EPS

短期資産	976	1,231	1,360	1,675	1,870
現金及び現金相当	99	89	47	344	682
短期未収金	281	300	403	487	512
在庫	315	325	413	534	661
他の短期資産	16	46	28	8	14
長期資産	592	706	832	705	651
長期未収金	0	-	-	-	4
固定資産	428	617	661	648	608
進行中である長期資産	42	13	31	0	2
他の長期資産	22	75	91	58	37
総資産	1,568	1,937	2,192	2,381	2,521
買掛金	1,052	1,315	1,539	1,625	1,587
短期負債	844	1,022	1,245	1,433	1,486
短期借入	382	406	516	723	676
長期負債	208	293	294	192	101
長期借入	208	293	294	192	101
株主資本	516	622	653	755	934
出資資本	108	227	227	238	476
未処分利益	269	370	353	391	271

売上高は前年比 20.3%増となり、そのうち、(1)CMT 方式からの収入は FOB 方式で生産能力を節約するために SAE-A からの CMT 方式で受注を積極的に削減したため前年比 0.5%減の 8,580 億ドンとなる;(2)FOB からの収入はコロンビア、Haddad、G-III からの受注が大幅に増加したことで、同 30.9%増の 2 兆 6,920 億ドンとなる;(3)毛布・枕・シーツからの収入は同 10%増の 4,000 億ドンとなった。

売上総利益率は 17.2%から 20.1%に大幅に上昇した。売上総利益率の急増は(1)FOB 総収入の割合は 63%から 68%に増加したが、CMT の割合は 26%から 22%に減らした。(2) 材料費を削減し、生産活動に ERP を適用することでコストを削減できた。

販売費用は前年比 2.2%減となり、販売費用収入の割合は 4.6%から 3.7%に減らした。

税引前利益率は 6.9%から 11.1%に大幅に上昇し、金融活動による収入は約 45 億ドンを増やしたことで、税引後利益は前年比 84.5%増となった。

預金の割合は総資産の 27%を占めている。

在庫は年初比 23.9%増となった。在庫回転率は減速した。

負債総資本の割合は 2018 年に 63%に減少した。

短長期借入は年初比 15%減となったことで、借入の割合は総資産の 38%から 31%に減少した。

2018 年の現金配当(額面比 40%)を実施した。

総資本	1,568	1,937	2,192	2,381	2,521
-----	-------	-------	-------	-------	-------

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	4,452	12.7%	519	15.4%	8,840
企業の計画	4,300	8.8%	475	5.6%	N/A

BSC は以下の仮定を基づく予想しております。
-輸出額は前年比 13.2%増の 1 億 7,470 万ドルとなる。成長原動力は主に Haddad と GIII から由来する。

TNG – TNG 貿易投資株式会社- 目標価格: 22,740VND／株 – P/E

fw =4.6x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,377	1,924	1,888	2,489	3,613
売上総利益	262	349	333	437	641
財務収入	3	18	16	14	28
財務費用	(68)	(98)	(88)	(90)	(136)
借入利息	(63)	(57)	(67)	(74)	(91)
販売費用	(27)	(37)	(29)	(67)	(102)
管理費用	(107)	(147)	(140)	(150)	(211)
営業利益／損失	63	86	92	144	219
他の収入	1	2	3	(8)	(5)
税引前利益	64	88	95	137	214
税引後利益	53	71	81	115	181
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	53	71	81	115	181

EPS

売上高は輸出受注の大幅な増加のおかげで前年比 45%と大幅に増加した。TNG の 2 社の重要な顧客 Decathlon と The Children's Place (TCP) が 2018 年の受注額の 60%を占めている。
売上総利益率は前年比小幅に増加し 17.7%となり、TCM(売上総利益率 16~18%)、VGG(売上総利益率 11~12%)、MSH(売上総利益率 13~16%)などの同業界の繊維・アパレル企業と比べてかなり高かった。

金融費用は前年比 43%減の 1,080 億ドンとなり、借入費用は同 235減となった。販売費用・管理費用の割合は収入の 8.7%の周りに安定している。

税引後利益は前年比 57%増となった。

短期資産	538	701	771	1,111	1,371
現金及び現金相当	14	56	12	10	13
短期未収金	175	263	266	433	489
在庫	325	348	445	611	808
他の短期資産	24	33	48	57	61
長期資産	660	913	1,075	1,116	1,210
長期未収金	-	0	4	7	8
固定資産	642	735	901	909	979
進行中である長期資産	-	157	105	123	132
他の長期資産	14	20	64	76	91
総資産	1,198	1,614	1,846	2,227	2,581

未収金は前年比 12.9%増となった。売掛金日数は良く改善され、48 日から 41 日に減少した。

在庫は前年比 32%増となり、そのうち、完成品と原材料は 85%を占めた。在庫回転日数は 87 日であることで、この在庫は 2019 年第 1 四半期に原価にすべて計上される見込みだ。

固定資産は Dong Hy で衣料品工場の買収及び当期中の機械への追加投資により資産の増加のために年初比 7.7%増となった。

買掛金	936	1,186	1,325	1,597	1,787
短期負債	748	912	1,011	1,322	1,358
短期借入	618	667	833	1,075	1,031
長期負債	188	274	314	275	429
長期借入	188	274	314	275	229
株主資本	262	428	521	629	795
出資資本	163	295	343	411	493
未処分利益	36	48	81	115	181
総資本	1,198	1,614	1,846	2,227	2,581

借入の割合は 60.7%から 56.5%に僅かに減少した。TNG は転換社債の 2,000 億ドンを年間利息の 4.8%で発行できたために、借入構成は短期から長期にシフトする傾向がある。
出資は前年比 20%増となった。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	4,015	11.1%	223	23.5%	4,134
企業の計画	4,000	10.7%	220	21.7%	4,078

BSC の予想は以下の仮定を基づく

- 輸出額は前年比 10.3%増の 1 億 6,700 万ドルとなる。TNG ファッションチェーンからの収益は、是年同期に相当します。
- 労働者の給料は前年比 4%増となる。
- 売上総利益率は 17.8%となる。

TCM - タインコン縫製株式会社- P/E fw = 8.1x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,571	2,792	3,071	3,209	3,662
売上総利益	376	426	419	503	679
財務収入	13	24	26	26	32
財務費用	(47)	(87)	(68)	(71)	(89)
借入利息	(27)	(27)	(38)	(48)	(52)
販売費用	(69)	(86)	(97)	(112)	(144)
管理費用	(102)	(121)	(144)	(148)	(230)
営業利益/損失	175	162	140	193	275
他の収入	6	5	(6)	42	48
税引前利益	182	167	133	235	323
税引後利益	168	154	115	193	260
少数株主持分	(0)	0	1	1	1
親会社株主利益	168	154	114	192	259

EPS

収入は前年比 14%増となり、そのうち、衣料品事業(総収入の 70%を占め、前年比 23%増)、織物事業(同 50%増)、繊維事業(同 31%減)を含む。

売上総利益率は 15.7%から 18.5%に増加した。原因は(1)繊維事業の売上総利益率は再構成の後大幅に増加した。(2)利益率の高い生地割合を増し、衣服労働者の生産性を向上させたことから由来した。

販売費用・管理費用の割合は 3.5%から 3.9%に僅かに上昇した。管理費用は前年比 56%増となり、管理費用・総収入の割合は 4.6%から 6.3%に増加した。

TCM は第 3 号繊維工場での固定資産の売却及び Trang Bang 土地の譲渡により他の利益の 560 億ドンを計上した。

短期資産	995	1,171	1,310	1,607	1,893
現金及び現金相当	145	93	126	282	419
短期未収金	191	200	369	475	280
在庫	625	781	729	806	1,138
他の短期資産	34	98	86	44	56

2018 年 12 月 31 日の時点での未収金の構成: Sear & Kmart (30%を占め)、Eland と関連社(25%を占め)、Eddie Bauer (24%を占め)だった。

BSC RESEARCH
2018 年業績レポート

BSC

長期資産	1,066	1,338	1,510	1,429	1,354
長期未収金	0	0	0	0	0
固定資産	719	871	1,178	1,185	1,107
進行中である長期資産	21	59	33	12	39
他の長期資産	72	152	150	126	137
総資産	2,060	2,509	2,820	3,035	3,247
買掛金	1,247	1,614	1,905	1,964	1,971
短期負債	986	1,231	1,468	1,626	1,701
短期借入	647	818	894	969	1,008
長期負債	260	382	437	337	270
長期借入	222	340	392	294	222
株主資本	814	896	916	1,072	1,276
出資資本	492	492	492	517	542
未処分利益	204	236	201	299	406
総資本	2,060	2,509	2,820	3,035	3,247

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	3,778	3.2%	250.4	-3.4%	4,148
企業の計画	155.2	0.8%	8.2	-13.7%	N/A

Sear からの未収金の場合、TCM は 70%を貸倒引当金に繰入れ、リスクを軽減するために支払い方法を再交渉することが期待されています。

在庫は前年比 41%増となった。在庫は主に完成品なので、次の四半期に成長原動力となるだろう。

2018 年には、TCM は Thanh Cong 証券会社における保有株式を売却したので、長期投資を減らした。

短期借入残高はかなり安定している。借入金及び長期金融負債は返済スケジュールによると前年比 24.3%減となった。

TCM は株式配当により新株を発行したために、株主資本は前年比 5%増となった。

BSC の予想は以下の仮定に基づく。

- 生地事業の収入成長率は前年比 10%増となり、縫製事業の受注額は前年比 1.2%増の 1 億 1,500 億ドルとなる。
- 人件費用は前年比 4%増となる。

STK -世紀繊維株式会社- 目標価格: 23,000VND/株 - P/E fw = 13.8

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,458	1,035	1,358	1,989	2,408
売上総利益	213	187	129	217	335
財務収入	2	14	1	8	16
財務費用	(13)	(53)	(30)	(30)	(59)
借入利息	(8)	(5)	(16)	(27)	(29)
販売費用	(32)	(24)	(25)	(32)	(33)
管理費用	(35)	(38)	(45)	(59)	(56)
営業利益/損失	135	86	29	104	202
他の収入	1	1	1	1	(3)
税引前利益	136	87	31	105	199
税引後利益	106	71	29	100	180
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	106	71	29	100	180
EPS					

売上高は 2018 年平均販売価格が前年比 20.9%に増加したことのおかげで、前年比 21%増の 2 兆 4,080 億ドンとなった。消費量は前年と相当した。
対 USD は大幅に増加したために、STK は為替差損 297 億 VND を計上した。
販売費用・収入の割合は 1.6%から 1.4%に減少した。
管理費用・収入の割合は 2.9%から 2.3%に減少したことで、税引前利益率は 6.3%から 10.2%に増加した。
税引後利益は前年比 80%増となった。

短期資産	463	467	594	613	796
現金及び現金相当	148	7	87	117	198
短期未収金	112	74	85	63	69
在庫	184	356	402	399	499
他の短期資産	20	30	20	34	31
長期資産	782	1,252	1,431	1,365	1,308
長期未収金	-	-	-	-	-
固定資産	744	607	1,350	1,208	1,146
進行中である長期資産	-	563	1	2	14
他の長期資産	37	42	40	129	146
総資産	1,245	1,719	2,025	1,979	2,105
買掛金	570	1,029	1,329	1,200	1,195
短期負債	208	401	678	732	847
短期借入	26	190	391	341	427
長期負債	363	628	652	468	348
長期借入	207	627	652	467	348
株主資本	675	690	695	779	910
出資資本	423	465	535	599	599
未処分利益	222	188	123	143	274
総資本	1,245	1,719	2,025	1,979	2,105

現金及び現金相当の残高は年初比 70%増となった。
未収金はかなり小さかった。売掛金回転率は速かった。
在庫は年初比 24.8%増となった。主に完成品在庫(年初比 48%増の 1,100 億ドン)から由来した。

短期借入残高は 1,000 億ドンを増加し、収入の 17%で維持した。
長期借入残高は-1,200 億ドンとなった。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	2,571	6.8%	227.4	26.6%	3,313
企業の計画	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

BSC の予想は以下の仮定を基づく
- 繊維販売量は年初比 5.5%増となった。各種繊維の販売価格は変わらなかったが、平均販売価格は引き上げる。
- 原材料費用は前年比 1%減となる。経営活動により利益は前年比 10.6%増の 2,710 億ドンとなる。

-金融費用は前年比 56%減の 190 億ドンとなる。

水産業

VHC - ビンホアン株式会社 - 目標価格 108,000VND/株 - Upside 14.8%

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	6,292	6,493	7,304	8,152	9,323
売上総利益	823	803	1,067	1,172	2,042
財務収入	238	166	87	58	148
財務費用	(65)	(210)	(93)	(89)	(178)
借入利息	(38)	(37)	(68)	(71)	(56)
販売費用	(245)	(253)	(266)	(274)	(209)
管理費用	(162)	(118)	(115)	(142)	(143)
営業利益/損失	590	389	680	725	1,747
他の収入	(3)	(2)	(7)	(9)	(39)
税引前利益	587	387	672	715	1,708
税引後利益	463	321	565	593	1,452
少数株主持分	24	(2)	(1)	(0)	(0)
親会社株主利益	439	323	567	593	1,452
EPS	4,587	3,274	5,707	6,551	15,585

短期資産	3,119	2,847	2,748	2,999	4,130
現金及び現金相当	892	296	334	418	651
短期未収金	670	1,188	1,150	1,328	2,000
在庫	1,455	1,299.75	1,214	1,198	1,377
他の短期資産	102	63	50	54	103
長期資産	1,373	1,510	1,702	2,032	2,169
長期未収金	-	4	1	1	2
固定資産	1,170	1,067	1,323	1,515	1,407
進行中である長期資産	-	246	177	224	259
他の長期資産	110	181	184	290	105
総資産	4,492	4,357	4,451	5,030	6,299
買掛金	2,605	2,268	2,058	2,109	2,275
短期負債	2,534	1,819	1,517	1,683	2,242
短期借入	2,036	1,334	866	1,012	1,269
長期負債	71	449	541	426	33
長期借入	8	438	518	399	-
株主資本	1,870	2,089	2,393	2,922	4,024
出資資本	924	924	924	924	924
未処分利益	725	936	1,250	1,785	2,876
総資本	4,492	4,357	4,451	5,030	6,299

2019 年 の売上 高	成長率	2019 年の税	成長率	EPS
--------------------	-----	-------------	-----	-----

2018 年には、VHC は大幅増収増益を計上した。売上高と税引後利益のそれぞれは前年比 14.4%増の 9 兆 3,230 億ドン、同 140.2%増の 1 兆 4,520 億ドンに達した。

VHC の輸出額は前年比 26%増の 3 億 7,800 万ドルとなり、そのうち、米国市場と中国市場への輸出額はそれぞれ、前年比 63%増の 2 億 4,200 万ドル、同 171%増の 6,800 万ドルとなった。

売上総利益率は 21.9%に達し、最高水準を記録した。原因は販売価格は前年比 35%と大幅に増加したことによる。

- (1) 種魚や原料用魚の供給が不足すると投入価格が急増した。
- (2) 米国と中国である 2 つの主要市場での消費需要が増加したため、買い手は平均よりも高い価格を支払うことにした。
- (3)

POR12 より 62%高い POR13 の公式税率も、他のチャー魚企業が米国に輸出できない時に VHC の利点である。

流動比率は 1.78 から 1.84 に引き上げた。

未収金は大幅に増加し、前四半期比 47.7%増の 1 兆 9,240 億ドンとなった。特に、Coast Beacon の未収金は前四半期比 63.2%増の 1 兆 4,510 億ドンとなった。

短期借入は 1 兆 2,690 億ドンと引き続き増加した。

2019 年の業績では、BSC は以下の仮定を基づく収入を前年比 8%増の 10 兆 2,170 億ドン、税引後利益を同 9%減の 1 兆 3,150 億ドンと予想しております。

引後利
益

BSC の予想	10,217	8%	1,315	-9.4%	14,193
---------	--------	----	-------	-------	--------

(1)生産量は 10%増となる。(2)販売価格は米国で下げ、他の市場で変わらない。

MPC -ミンフー水産株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	15,095	12,287	11,973	15,665	16,925
売上総利益	2,016	1,072	983	1,864	2,198
財務収入	147	270	142	142	130
財務費用	(258)	(441)	(311)	(280)	(337)
借入利息	(167)	(217)	(226)	(181)	(205)
販売費用	(695)	(729)	(638)	(772)	(898)
管理費用	(158)	(165)	(151)	(162)	(196)
営業利益／損失	1,053	8	25	792	896
他の収入	(5)	4	76	0	(0)
税引前利益	1,048	12	101	792	902
税引後利益	921	(7)	82	714	824
少数株主持分	166	(39)	10	75	116
親会社株主利益	755	32	72	639	708
EPS	10,930	474	1,053	9,382	5,110
短期資産	7,592	7,264	6,615	8,032	7,623
現金及び現金相当	1,785	1,759	2,069	2,016	964
短期未収金	1,270	1,114	1,260	1,913	1,906
在庫	4,451	4,312	3,220	4,073	4,674
他の短期資産	86	78	64	29	79
長期資産	1,693	1,961	1,557	1,478	1,483
長期未収金	-	241	15	15	7
固定資産	1,550	1,316	1,156	979	1,040
進行中である長期資産	-	145	161	158	172
他の長期資産	119	145	112	206	139
総資産	9,285	9,225	8,171	9,510	9,106
買掛金	7,010	6,982	5,878	6,519	5,368
短期負債	6,462	2,942	2,335	4,411	4,119
短期借入	5,929	2,386	1,769	3,476	3,377
長期負債	549	4,040	3,544	2,107	1,249
長期借入	500	3,969	3,476	2,043	1,190
株主資本	1,787	2,244	1,802	2,992	3,738

2018 年には、MPC の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 8% 増の 16 兆 9,250 億ドン、同 15% 増の 8,240 億ドンに達した。輸出額は前年比 8% 増の 7 億 5,000 万ドルとなった。2018 年の生産量は同 19.5% 増の 67,000t だった。販売価格は同比 10% 減となった。BSC は、(1) インドがエビのシーズンを迎える、(2) 中国が課税の恐れでエビ輸出を後押するため、世界的なエビ供給が増加すると考えております。

輸出市場の構成: 米国(前年比 11 5 増の 3 億 600 万ドル)、日本(同 6% 減の 1 億 5,300 万ドル)、ヨーロッパ(同 49% 増の 6,700 万ドル)、韓国(同 0.2% 減の 5,400 万ドル)である。

販売費用・管理費用の比率は配送料、倉庫保管料、手数料など外サービスコストの増加のために、5.9% から 6.4% に増加した。

未収金は変わらなくて、Censea Inc (1,820 億ドン); Aqua Star (1,440 億ドン); H.T.Foods (670 億ドン); Kaillis Bros PTY (450 億ドン) から由来した。

在庫回転率は 3.78 から 3.37 に下げた。ことで、平均売掛金日数は 134 日となった。

短期借入は流動資本を調達するための銀行から借入金である。

長期借入は金利の 7.5% / 年で転換社債であり、期限は 2020 年である。

出資資本	700	700	700	700	1,400
未処分利益	763	774	766	1,452	1,511
総資本	9,285	9,225	8,171	9,510	9,106

負債株主資本の割合は 2.18 から 1.44 に急減した。

2019 年には、MPC は税引前利益を前年比 155%増の 2 兆 3,000 億ドンと予想した。

(1) 輸出額は前年比 13%増の 8 億 5,000 万ドルである見込み。

(2) 生産量は前年比 16%増の 7 万 7,400tとなる。

(3) 輸出市場での販売価格は 10.9 ドル／キロであ。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
企業の計画			2,300	155%	13,142

HVG -フンブオン株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,700	2,292	1,452	1,599	1,345
売上総利益	0	118	61	160	155
財務収入	217	(76)	134	243	2
財務費用	(125)	(111)	(67)	(37)	(55)
借入利息	(122)	(101)	(66)	(62)	(49)
販売費用	(84)	(108)	(47)	(51)	(62)
管理費用	(32)	(90)	(35)	(25)	(17)
営業利益／損失	3	(306)	23	246	25
他の収入	5	(15)	(21)	137	(3)
税引前利益	7	(321)	2	383	22
税引後利益	7	(387)	14	373	22
少数株主持分	(18)	15	(16)	7	3
親会社株主利益	25	(402)	30	366	18
EPS	114	-1,775	134	1,534	82

短期資産	8,230	7,233	6,102	6,586	6,708
現金及び現金相当	200	190	206	408	136
短期未収金	5,283	4,583	3,841	3,963	4,105
在庫	2,439	2,153.01	1,745	1,897	2,157
他の短期資産	309	307	311	318	311
長期資産	3,646	3,483	2,168	1,849	1,868
長期未収金	2	2	2	4	2
固定資産	1,809	1,780	816	748	738
進行中である長期資産	900	764	286	250	222
他の長期資産	466	509	268	231	223
総資産	11,877	10,716	8,270	8,434	8,576
買掛金	9,672	8,558	6,504	6,290	6,386
短期負債	8,912	7,983	6,159	5,964	6,074
短期借入	5,287	4,911	3,351	2,941	2,778
長期負債	760	575	345	326	312
長期借入	749	564	335	319	300
株主資本	2,205	2,158	1,767	2,145	2,191
出資資本	2,270	2,270	2,270	2,270	2,270
未処分利益	(451)	(697)	(646)	(409)	(406)
総資本	11,877	10,716	8,270	8,434	8,576

2018 年～2019 年度には、HVG の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 50.1%減の 1 兆 3,450 億ドン、同 194.5%増の 215 億ドンとなった。

(1) 水産輸出: 収入は前年比 55%減の 3 兆 2,980 億ドンである。

(2) 水産用飼料: 収入は前年比 26%減の 2 兆 1,400 億ドンである。

(3) 国内水産製品加工: 収入は前年比 18%増の 1 兆 5,300 億ドンである。

HVG は資産と負債を構成するために、いくつかの会社で出資金を回収した。

(1) 2017 年～2018 年度第 1 四半期には、HVG は FMC におけるすべての保有株式を売却し、利益の 1,320 億ドンを計上した。

(2)

2017 年～2018 年度第 4 四半期には、HVG は VTF における保有率の 57.22%を譲渡し、利益の 3,350 億ドンを計上した。

現在、未収金は 4 兆 1,050 億ドンで、そのうち、国内顧客 (2 兆 2,320 億ドン) 及び海外顧客 (1 兆 2,180 億ドン) を含む。

経過貸金は前年比 45%減の 1 兆 2,610 億ドンだった。貸倒引当金は 6,830 億ドンだった。現在、HVG はいくつかの不良債券を依存している。これは M&T Seafood (2,340 億ドン); Folgender LTD (1,480 億ドン) である。

2018 年～2019 年度第 1 四半期の総資産は HVG が FMC と VTF における保有株式を売却した後、前年同期比減少した。

銀行から借入金 は 2 兆 7,780 億ドン、前年同期比減少した。

VND 建て借入の金利は 5.3%～8.9%の辺りに推移し、USD 建て借入金利は 4.5%～5.8%の辺りに推移している。

2019 年には、HVG は税引後利益が大幅に増加することを目標にしております。

(1) 水産製品輸出事業では、VHG は収入を 4 兆 4,000 億ドン、輸出量を 6 万tと見込まれます。売上総利益は 7,000 億ドン、税引後利益は 750 億ドンとなる。

(2) 水産用飼料事業では、収入は 6 兆ドン、生産量は 55 万tであると見込まれた。売上総利益は 8,200 億ドン、税引後利益は 1,800 億ドンとなる見込まれた。

POR14 の予備税率には、HVG は税率の 0%を受けています。

運輸・物流業

ACV – ベトナム空港総公社 – 観察 – P/E fw = 26.5x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	10,555	13,173	14,650	13,849	16,088
売上総利益	3,066	3,517	5,826	5,693	7,728
財務収入	2,504	960	1,385	1,219	1,556
財務費用	(501)	(811)	(1,036)	(701)	(892)
借入利息	(66)	(90)	(100)	(96)	(96)
販売費用	(416)	(428)	(700)	(295)	(306)
管理費用	(1,296)	(1,203)	(1,282)	(824)	(874)
営業利益／損失	3,358	2,055	4,245	5,341	7,551
他の収入	49	223	2,424	61	77
税引前利益	3,408	2,277	6,669	5,402	7,628
税引後利益	2,634	1,753	5,290	4,204	6,216
少数株主持分	2	41	185	21	13
親会社株主利益	2,632	1,712	5,105	4,182	6,203

売上高は前年比 16.3%増となった。そのうち、(i)港を通過する乗客数は前年比 10.5%増の 1 億 400 万人に達し、物品量は同 10.5%増の 150 万 9,000t;旅客サービス、地上サービスと警備スクリーニングの価格は議定第 2345 号/2017 を基づく 10~40%に増加したことのおかげで、航空サービス収入は前年比+ 19.2%増となった。(ii)非航空サービス収入は広告リース及び駐車場の収入のおかげで、前年同期比 17.5%増となった。

総営業費用は前年比 4.4%増となった。そのうち、減価償却費は総費用の 45%を占め、同 5%減となり、人件費は総費用の 31%を占め、同+ 12%増となった。

多額の預金残高及び金融投資のおかげで、預金利息は税引前利益に 17%を寄与した。VND 対 JPY 為替レートは前年比 3.4%増となったことで、ACV は為替差損 7,740 億 VND(前年比 58%増)を計上した。

短期資産	19,002	21,815	22,315	26,667	31,670
現金及び現金相当	14,567	17,331	16,806	18,877	24,369
短期未収金	3,376	3,478	4,499	7,300	6,460
在庫	540	712	721	402	493
他の短期資産	519	295	289	88	348
長期資産	24,771	23,036	24,627	22,494	22,074

短期預金は総資産の 44%(年初比 35%増)を占めたことで、ACV が安定した預金金利を維持している。これは 新規投資プロジェクトのための資金源を確保する。

BSC RESEARCH
2018 年業績レポート

BSC

長期未収金	442	179	277	16	329
固定資産	23,568	20,661	21,982	18,980	18,251
進行中である長期資産	-	1,054	738	637	513
他の長期資産	439	467	385	170	171

総資産	43,772	44,852	46,942	49,161	53,744
買掛金	23,282	24,237	22,609	21,726	23,209
短期負債	7,540	8,151	8,581	7,315	8,047
短期借入	250	308	263	148	155
長期負債	15,742	16,086	14,028	14,411	15,161
長期借入	12,268	13,119	13,964	14,328	15,043
株主資本	20,490	20,615	24,333	27,436	30,535
出資資本	16,274	17,093	21,772	21,772	21,772
未処分利益	2,904	1,807	2,277	4,900	6,147

総資本	43,772	44,852	46,942	49,161	53,744
-----	--------	--------	--------	--------	--------

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	17,314	7.60%	7,478	20.50%	3,263

未収金の 51%は国内航空会社 3 社から由来した。

固定資産は Tan Son Nhat、Phu Quoc での駅と駐車場の拡張プロジェクトの完成のおかげで前年比 8.7%増となった。

短期借入は主に飛行場の資産に関連する買掛金であり、流動資本の残高がなかった。

長期負債は総資本の 28%を占め、T2-ノイバイ駅に投資するための円建て借入額である。

未処分利益は当期利益から増加し、2018 年現金配当は額面比 9%である予定。

BSC の予想は以下の仮定を基づく。

- 2019 年には、港を通過する乗客数は前年比 7.95%増の 1 億 1,210 万人に達し、物品量は同 10.9%増の 166 万 6,000tとなる。

- 固定資産を投じるための出資金は 4,500 億ドンである。

- 対 USD と対 JPN の為替レートは前年比 1%増となる。

HVN -ベトナム航空総会社- 目標価格: 37,000VND/株 - P/E fw = 29x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	69,030	65,942	70,089	83,014	96,821
売上総利益	7,472	9,023	10,843	10,698	12,207
財務収入	890	1,752	900	906	1,156
財務費用	(2,963)	(4,925)	(3,049)	(2,286)	(3,673)
借入利息	(1,184)	(1,154)	(1,365)	(1,558)	(1,561)
販売費用	(3,609)	(4,023)	(4,456)	(4,889)	(4,757)
管理費用	(1,556)	(2,062)	(2,245)	(2,337)	(2,608)
営業利益/損失	234	(193)	2,067	2,074	2,309
他の収入	582	1,242	534	1,084	930
税引前利益	724	1,049	2,601	3,159	3,240
税引後利益	417	806	2,105	2,666	2,533
少数株主持分	164	300	51	288	251
親会社株主利益	252	506	2,055	2,379	2,282

EPS

航空輸送収入は総収入の 80.5%を占め、前年比 14%増 78 兆 5,770 億 VND;販売収入は総収入の 14%を占め、前年比 42.2%増となり、交通補助サービス収入は同 4.1%増となった。

売上総利益率は 12.9%から 12.6%に減少した。原因は燃料費用(総費用の 30~35%を占め)が前年比 30%に急増したことから由来した。

2018 年には、対 USD の為替レートは大幅に引き上げたために、HVN は円高・ドン安による前年同期比 3 倍増の為替差損 1 兆 4,760 億 ドン を 計 上 し た。

税引後利益は前年比 4.7%減の 2 兆 5,330 億ドン、年間計画の 132%を達成した。

短期資産	18,833	19,257	22,309	20,970	20,122
現金及び現金相当	5,691	4,956	3,529	7,951	6,479
短期未収金	10,891	12,169	15,623	9,443	9,437
在庫	1,864	1,727	2,712	3,228	3,693
他の短期資産	386	405	445	348	514
長期資産	53,375	69,925	74,171	67,464	62,060
長期未収金	4,296	7,036	4,833	4,177	2,017
固定資産	39,910	55,316	61,410	55,066	51,026
進行中である長期資産	-	549	262	287	249
他の長期資産	6,818	5,059	5,600	5,818	6,633
総資産	72,208	89,182	96,480	88,434	82,182
買掛金	61,271	77,039	80,236	70,993	63,575
短期負債	26,123	27,735	29,363	32,615	32,011
短期借入	11,177	13,751	11,036	9,692	8,254
長期負債	35,148	49,305	50,873	38,378	31,564
長期借入	34,336	48,483	49,829	37,431	30,212
株主資本	10,441	12,142	16,245	17,440	18,607
出資資本	9,023	11,199	12,275	12,275	14,183
未処分利益	41	65	1,801	2,916	3,312
総資本	72,208	89,182	96,480	88,434	82,182

現金及び現金相当は前年比 51.6%減の 3 兆 8,870 億ドンとなったために、現金総資産の割合は 8.5%から 4.4%に減少した。預金を通じる短期金融投資は 7 倍増となった。**在庫は年初比 12.4%増となった。**

固定資産は総資産の 75%を占めた。

HVN の買掛金は総資産の 15~17%を占めている。
借入割合は 53.2%から 46.8%に減少した。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	99,982	3.3%	3,159	38.4%	1,415
企業の計画	112,000	13.2%	N/A	N/A	N/A

BSC の予想は以下の仮定を基づく。

- 航空輸送収入は前年比 3.4%増となり; 港を通過する乗客数は前年比 0.7%増となり; 入居率は 81%に僅か増加する。

- 2019 年に Jet A1 の価格は前年比 7%減の 78~79 ドル/バレルとなる。

- 対 USD の為替レートは前年比 1%増となり、金融費用は前年比 54%減の 1 兆 1,520 億ドンとなる。

VJC - ベトジェットエア株式会社 - 目標価格 125,000VND/株 - P/E fw = 11x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	8,706	19,845	27,499	42,360	52,388
売上総利益	880	2,110	3,902	6,018	7,536
財務収入	77	154	145	170	466
財務費用	(210)	(562)	(654)	(610)	(1,055)
借入利息	(64)	(130)	(181)	(238)	(258)
販売費用	(186)	(318)	(518)	(574)	(714)
管理費用	(141)	(203)	(189)	(224)	(330)
営業利益/損失	409	1,160	2,671	4,741	5,822
他の収入	35	8	32	8	7

旅客輸送収入は、航空旅客数が前年比 33.5%増の 2,310 万人となったことのおかげで、前年比 47%増の 25 兆 310 億ドンとなった。**有効座席キロ数の平均収入 (RASK)**は前年比 3.7%増の 4.47 セント/USD となった。補助収入は前年比 53.3%増、SLB 航空機賃貸・販売の収入は前年比 6.4%減となった (SLB 飛行機 16 台、2017 年比-1 台減)。

BSC RESEARCH
2018 年業績レポート

BSC

税引前利益	444	1,168	2,703	4,749	5,829
税引後利益	360	1,171	2,496	4,517	5,217
少数株主持分	(0)	0	0	(1)	0
親会社株主利益	360	1,170	2,496	4,517	5,217

EPS

短期資産	4,230	6,258	10,313	19,522	19,789
現金及び現金相当	797	1,194	2,743	6,857	7,982
短期未収金	3,255	4,691	7,129	12,142	11,009
在庫	94	164	138	243	422
他の短期資産	85	209	304	280	376
長期資産	3,447	5,787	9,749	12,387	19,433
長期未収金	1,391	2,885	5,105	5,726	9,290
固定資産	33	29	1,047	1,518	2,700
進行中である長期資産	146	137	181	226	1,264
他の長期資産	1,868	2,727	3,348	4,849	6,111

総資産	7,677	12,045	20,063	31,908	39,222
買掛金	6,710	9,897	15,329	21,871	25,298
短期負債	4,211	6,394	10,570	15,140	15,916
短期借入	2,602	3,543	6,102	6,905	5,852
長期負債	2,499	3,504	4,759	6,731	9,382
長期借入	-	-	695	625	572
株主資本	967	2,147	4,734	10,037	13,925
出資資本	800	1,450	3,000	4,513	5,416
未処分利益	165	686	1,703	5,253	8,137
総資本	7,677	12,045	20,063	31,908	39,222

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	54,252	3.60%	6,045	16.50%	10,772
企業の計画	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

税引前利益率は 13.6%から 12.4%に減少した。原因は Jet A1 の価格が前年比 28%増となったことにより、**有効座席キロ数**の平均燃料費は前年比 16.9%増の 1.8 米セントとなり、燃料費を除く**有効座席キロ数**の運用費用は同 1.8%減の 2.2 米セントとなり、**有効座席キロ数**の運用費用は同 5.54%増の 4 米セントとなったことから由来した。

他の金融費用が大幅に増加したことで、2018 年の金融費用は 2 倍増となった。

他の未収金は総資産の 40%以上占め、年初比 11.9%増となった。これらの未収金は主に前年比 16%減の航空機購入手付け金であり、フライチームが 2018 年 12 機を追加増加したことにより、修理およびメンテナンス基金(+ 50%)に貢献したことから由来した。

他の資産は総資産の 16~17%を占め、主に航空機のメンテナンスと大きな修理のためのコストである。

負債総資産の割合は 67%から 64%に僅かに減少し、そのうち、主にメンテナンス費及び賃借した航空機とエンジンの返却に対する引当金であり、負債は総資本の 16%のみ占めている。

2018 年には、VJC は株式配当として新株を額面比 20%で発行した。

BSC は VSC の見通しが以下の恩恵から由来すると考えております。

– 航空輸送収入は前年比 9.1%増の 27 兆 3,140 億ドンとなり; 入居率は 88.05%に増加する。SLB の収入は前年比 9.7%減の 16 兆 7,110 億ドンとなる。

– 2019 年に Jet A1 の価格は前年比 7%減となる。税引前利益は 12.4%から 14.2%に増加する。

PVT – ペトロベトナム運輸総公社– 目標価格 19,260 VND／株 – Upside

10.7% – P/E fw 8.6x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	5,268	5,761	6,734	6,148	7,534
売上総利益	549	777	762	806	1,055
財務収入	159	132	159	187	223
財務費用	(146)	(227)	(150)	(160)	(178)
借入利息	(95)	(97)	(123)	(160)	(122)
販売費用	(6)	(8)	(9)	(10)	(10)
管理費用	(190)	(212)	(227)	(233)	(248)
営業利益／損失	367	494	562	591	842
他の収入	91	52	40	28	100
税引前利益	486	546	602	646	968
税引後利益	402	433	483	497	771
少数株主持分	61	65	68	78	127
親会社株主利益	341	368	416	418	644
EPS	1,333	1,439	1,477	1,599	2,183

短期資産	3,258	3,628	3,723	3,935	4,274
現金及び現金相当	2,397	2,639	2,898	2,921	2,851
短期未収金	646	850	703	855	1,145
在庫	103	103	86	95	147
他の短期資産	112	36	35	65	132
長期資産	6,092	6,028	5,347	5,257	5,960
長期未収金	-	13	8	15	9
固定資産	5,590	5,523	5,062	4,920	5,627
進行中である長期資産	-	0	0	7	1
他の長期資産	114	113	42	76	132
総資産	9,350	9,656	9,070	9,192	10,234
買掛金	5,377	5,331	4,737	4,546	5,099
短期負債	1,522	2,178	1,874	2,044	2,243
短期借入	629	902	530	537	668
長期負債	3,856	3,153	2,862	2,502	2,856
長期借入	3,238	2,716	2,432	2,153	2,318
株主資本	3,131	4,325	3,573	4,645	5,136
出資資本	2,559	2,559	2,814	2,814	2,814
未処分利益	426	678	581	606	841
総資本	9,350	9,656	9,070	9,192	10,234

2018 年には、売上高は前年比 22.4%増の 7 兆 5,230 億ドンに達した。売上総利益は前年比 28%増の 1 兆 834 億ドンとなり、売上総利益率が 14.4%と相当した。親会社株主利益は同 44.8%増の 6,521 億ドンとなり、EPS が 2,183VND／株と相当した。固定資産の売却（ヘラクレス船の売却）により利益の 785 億ドンを差し引くと、税引後利益は前年比 27.5%増の 5,736VND／株となり、EPS が 1,904VND／株と相当した。2018 年の売上総利益率は、PVT Hera 船の運営がコストを削減させたことにより、14%に改善した。

2019 年初には、PVT は新しい Aframax 船を買い続け、古い船を売却するので、2019 年第 1 四半期に他の収入が増加するだろう。

主に PV Oil, BSR 及び子会社から由来する PVT の短期未収金は PVT の債務方針により増加の兆しを見せています。

2019 年には、PVT は今後もさらに 8 隻の船を投資し、投資総額は 6,000 万ドルになるでしょう。売掛金日数は 36.46 日に増加し、PVT の流動資本フローを制限させた。

PVT は株主資本で船隊に投じる、そのうち、株主資本は 30%、借入は 70%である。

そのために、PVT が船を購入する時に、借金が増えるだろう。借入は主に米ドルであるため、VND 対ドルの為替レートの引上げリスクにより影響されるだろう。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	8,122	8%	745.1	6.2%	2,165
企業の計画	5,500	-27%	400	-48.7%	1,162

港湾業

GMD -総合フォワーディング株式会社- 目標価格 29,100 VND／株 - Upside

4.3% - P/E fw 14.5x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	3,013	3,586	3,742	3,923	2,686
売上総利益	625	947	1,018	1,024	966
財務収入	665	56	39	173	1,618
財務費用	(251)	28,250	(151)	(132)	(52)
借入利息	(113)	(118)	(121)	(142)	(129)
販売費用	(32)	(45)	(63)	(86)	(100)
管理費用	(280)	(261)	(297)	(355)	(325)
営業利益／損失	752	491	597	734	2,261
他の収入	(51)	15	(116)	(84)	(79)
税引前利益	701	506	481	650	2,182
税引後利益	565	461	444	581	1,900
少数株主持分	34	58	54	77	70
親会社株主利益	531	402	390	504	1,830
EPS	4,598	3,271	2,009	1,962	6,153

売上高は前年比 31.5%減の 2 兆 6,860 億ドンに達した。下落の原因は物流事業から資本金の一部を回収することから由来した。南部港湾での事業は、Phuoc Long 港が前年比 35%に増加したことのおかげで順調に成長した。北部の港湾区の成長は 3 つの港のシステムと安定している：Nam Hai 港（前年比-10%減）、Nam HaiDinh Vu 港（同+ 5%増）および Nam Dinh Vu 港（2019 年第 1 四半期に完成し、稼働能力の 19 万 TEUs）である。売上総利益率は 2018 年に 36%に達した。借入費用売上高の割合は 5%に達した。現在、GMD は多くの建設中港プロジェクトを持って、借入比率が 6:4 である。税引後利益は前年比 227%増の 1 兆 9,000 億ドンに達した。財務収入は Gemadept Logistics Holding と Gemadept Shipping Holding における投資金の回収から由来した。

短期資産	2,395	2,678	2,140	2,158	1,292
現金及び現金相当	1,075	996	813	891	283
短期未収金	1,167	1,515	1,128	1,069	849
在庫	91	107	87	103	60
他の短期資産	63	60	112	94	99
長期資産	5,784	6,321	7,978	9,079	8,660
長期未収金	177	198	151	131	74
固定資産	2,461	2,432	2,698	3,224	3,423
進行中である長期資産	799	1,086	1,824	2,448	1,693
他の長期資産	402	595	997	956	795

GMD は Nam Hai Dinh Vu や Gemalink などの多くの新しい港に投資していることで、長期資産は総資産の 87%を占めている。

負債株主資本の割合は 52%で維持している。しかし、Gemalink 案件は負債を大幅に増やし、それが企業の財務状況に影響を与えるでしょう。

総資産	8,180	8,999	10,118	11,237	9,952
買掛金	2,961	3,385	4,251	4,145	3,402
短期負債	1,169	1,606	2,961	2,584	1,464
短期借入	407	424	1,579	679	637
長期負債	1,791	1,779	1,290	1,561	1,938
長期借入	1,480	1,455	928	1,256	1,630
株主資本	5,219	5,614	5,867	7,092	6,550
出資資本	1,161		1,794	2,883	2,969
未処分利益	1,031	1,153	1,131	1,108	572
総資本	8,180	8,999	10,118	11,237	9,952

しかし、長期借入額は前年比 24.15%増の 1 兆 9,380 億ドンとなり、Nam Dinh Vu 第 1 期案件の建設により、4000 億 VND に追加増加した。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	2,828	5.31%	593.6	6.3%	1,901
企業の計画					

VSC -ベトナムコンテナ株式会社 - 目標価格 46,400 VND/株 - Upside 4% -

P/E fw 8.2x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	891	928	1,082	1,303	1,694
売上総利益	312	371	396	408	496
財務収入	16	14	17	10	9
財務費用	8	(2)	(44)	(50)	(35)
借入利息	(0)	(1)	(44)	(50)	(35)
販売費用	(3)	(8)	(11)	(15)	(27)
管理費用	(45)	(41)	(53)	(61)	(63)
営業利益/損失	301	344	311	298	387
他の収入	1	2	1	0	1
税引前利益	302	346	311	298	388
税引後利益	248	277	262	264	354
少数株主持分	-	(3)	11	27	54
親会社株主利益	248	279	251	237	300
EPS	7,182	6,282		4,967	4,261

2018 年には、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 30%増お 1 兆 6,940 億ドン、同 34%増の 3,540 億ドンとなった。2018 年の EPS は 5,395VND/株、P/E は 8.1x、P/B は 1.01x だった。

Vip Green 湾、Green 湾を通じるコンテナ処理量はそれぞれ、660,000 TEUS、32 万 TEUS だった。PTSC Dinh Vu 湾及び Nam Hai Dinh Vu 湾の一部でのコンテナ処理量はそれぞれ 18 万 TEUS、1 万 TEUS だった。2018 年には、コンテナ処理量の合計は 117 万 TEUS に達うと見込まれた。理由は(1)サービス船の数は週に 12 便に増え、Evergreen、Maersk Line、OOCL などの新運航会社が新規参加した。(2) Depot 湾が稼働し、VGP の倉庫効率を向上させる。(3) 効率を向上するために労働力を最適化する。

2018 年売上総利益率は前年比 1.83%減の 29.3%となった。原は VSC が PTSC Dinh Vu 湾と Nam Dinh Vu 湾の一部を雇わなければならないため、アウトソーシング費用が増加したことから由来した。

短期資産	480	586	605	492	603
現金及び現金相当	268	411	364	261	283
短期未収金	159	93	130	155	201
在庫	7	10	9	13	21

VSC の流動比率は 2018 年に 2.22 倍に向上され、短期借入支払い用現金を確保する。

BSC RESEARCH
2018 年業績レポート

BSC

他の短期資産	46	72	102	62	99
長期資産	1,015	1,638	1,792	1,987	1,886
長期未収金	-	0	-	0	0
固定資産	415	959	1,215	1,202	1,189
進行中である長期資産	6	83	11	75	8
他の長期資産	493	487	461	598	577
総資産	1,495	2,224	2,397	2,479	2,489
買掛金	279	793	882	769	545
短期負債	270	375	297	369	271
短期借入	4	7	58	120	14
長期負債	10	418	585	400	273
長期借入	9	418	585	400	273
株主資本	1,216	1,431	1,515	1,710	1,945
出資資本	345	414	456	501	501
未処分利益					
	251	275	258	285	382
総資本	1,495	2,224	2,397	2,479	2,489

財政状態は健全であり、負債株主資本の割合は 28%であり、2015 年から着実に減少した。

2018 年には、売掛金日数は 32.6 日であり、直近の 4 年間に安定的に維持した。買掛金日数は 30 日である。現金回転日は 7.7 日である。

BSC は VSC の見通しが以下の恩恵から由来すると考えております。

(1) Hai Phong ポートに通じる商品総量の成長率は 2019 年に 10～12%に上昇する。

(2) VSC は船会社と良好な関係にあるので、貨物量は安定しています。

(3) 効率を最大化し、VSC 顧客の時間とコストを削減するための E-PORT オンラインポータルを展開する。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	1,608	-5%	303.9	-1.2%	5,489
企業の計画					

自動車業

VEA -ベトナム動力農業機械総公社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	5,098.2	5,899.1	6,324.9	6,585.5	7,073
売上総利益	425.98	625.6	637.7	620.07	604
財務収入	16.41	73.3	435.3	254.1	417
財務費用	(44.1)	(149.7)	(317.6)	(41.6)	(80)
借入利息	(34.9)	(32.2)	(25.7)	(35.6)	(20)
販売費用	(188.5)	(225.1)	(315)	(282.4)	(169)
管理費用	(435.5)	(614.2)	(529.9)	(595.4)	(471)
営業利益／損失	(225.6)	(290.2)	(89.5)	(45.3)	346.49
他の収入	77.3	37.1	25.90	(2.9)	42
税引前利益	3,492.2	4,590.3	4,575.9	5,169.9	6,848.7
税引後利益	3,343.9	4,337	4,512.3	5,121.9	7,192
少数株主持分	3,325.1	4,370	4,492.1	5,085.9	7,130
親会社株主利益	(4.58)	(2.95)	(12.42)	(39.85)	59

短期資産	4,541	5,321	8,274	10,987	16,406
現金及び現金相当	1,318	1,512	4,103	4,640	9,992
短期未収金	1,304	1,669	1,688	2,610	4,014
在庫	1,802	2,024	2,372	3,503	2,302
他の短期資産	117	117	111	234	98
長期資産	11,076	11,752	12,102	12,374	10,005
長期未収金	144	164	116	117	156
固定資産	2,086	2,284	2,390	2,333	2,347
進行中である長期資産	0	169	216	301	118
他の長期資産	219	310	293	317	375
総資産	15,616	17,073	20,376	23,361	26,411
買掛金	1,648	1,821	7,066	4,786	1,582
短期負債	1,368	1,535	6,822	4,563	1,415
短期借入	625	505	428	285	380
長期負債	280	287	244	223	167
長期借入	263	235	198	175	120
株主資本	13,720	15,251	13,310	18,575	24,829
出資資本	4,539	4,901	13,288	13,288	13,288
未処分利益	7,744	8,081	-250	4,993	11,364
総資本	15,616	17,073	20,376	23,361	26,411

	2019 年 の売上 高	成長率	2019 年 の税引 後利益	成長率	EPS
BSC の予想	7,424	5%	8,288.2	15.5%	6,193

売上高と税引後利益はそれぞれ前年比 7.4%増、同 40.4%増となった。利益の大幅な増加は連結会社の利益から由来し、とりわけ、ホンダ、トヨタ及び FORD の税引後利益はそれぞれ、前年比 12.13%増の 16 兆 8,000 億ドン、同 15.79%増の 3 兆 6,000 億ドン、同 5%減の 1 兆 700 億ドンとなった。2018 年には、ホンダベトナムは VEA の利益に 83.6%を寄与した。原因はシェアが 73%から 76%に引き上げ、バイク販売量が前年比 7.1%増の 255 万台、販売価格は前年比 14.9%増の 3,322 万 VND／台から由来した。また、売上総利益率が 30%となった。預金による財務利益は未収金と在庫の減少及び預金額の増加（前年比 157%増の 9 兆 9,880 億ドン）のおかげで、前年比 63.8%増の 4,166 億 9,000 万 VND だった。販売費用・管理費用売上高の割合は 13.3%から 9%に減少した。

現金と短期投資は短期資産の 61%を占めている。
在庫は短期資産の 14%を占めている。

流動比率は 2.41 から 11.59 までに大きく増加した。

稼働能力は増加する傾向があることで、現金回転率は 197 日から 147 日までに減少した。

買掛金総資産の割合は 20.48%から 5.9%に大幅に減少した。

VEA は、営業費用を前年比 49.8%減の約 2,360 億ドンに削減するために、効果的に営業していない子会社におけ保有株式を売却する予定。企業は、鋳造及び鍛造ラインなどの裾野産業の開発に注力しており、子会社に約 5,000 億ドンの投資を計画している。配当計画:2018 年現金配当比率は額面比 37%、2019 年に額面比 45%予定。

BSC の仮定:

1) (1)ホンダの 2019 年税引後利益は前年比 8%増の 18 兆 1,500 億ドンである。市場シェアは 2%に引き上げる。販売価格は約 5%に引き上げる。

(2)トヨタと FORD の税引後利益はそれぞれ、前年比 9.39% 増の 3 兆 9,382 億ドン、同 20%増の 1 兆 2,860 億ドンとなる。

HAX -ハンサイン自動車サービス株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,220	1,821	2,880	3,833	4,756
売上総利益	36	52	100	146	230
財務収入	0	0	1	0	0
財務費用	(5)	(5)	(12)	(36)	(43)
借入利息	(4)	(5)	(12)	(36)	(42)
販売費用	(24)	(36)	(59)	(84)	(109)
管理費用	(11)	(19)	(23)	(41)	(52)
営業利益／損失	(4)	(7)	6	(15)	27
他の収入	21	44	91	125	98
税引前利益	17	37	97	110	125
税引後利益	16	28	78	84	98
少数株主持分	(0)	(1)	0	0	(0)
親会社株主利益	17	29	78	84	99

売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 24.1%増の 4 兆 7,560 億ドン、同 16%増の 980 億ドンとなった。そのうち、
(1)販売量は前年比 24.4%増の 2,400 台だった。HAX は Mercedes-Benz の販売システムに第 1 位にランクされています。Mercedes-Benz の販売額は前年比 22.8%増の 4 兆 4,300 億ドンとなった。

(2)修理回数は前年比 29.7%増の 22,520 回だった。サービス事業の収入は前年比 36.2%増の 3,016 億ドンとなった。
(3) 保険手数料収入は前年比 203%増の 236 億ドンとなった。

売上総利益率は 4~5%の辺りに維持している。

短期資産	191	363	663	1,105	1,399
現金及び現金相当	13	23	41	69	121
短期未収金	67	74	215	359	663
在庫	110	253	390	629	590
他の短期資産	1	13	18	48	24
長期資産	52	79	198	371	418
長期未収金	-	0	0	0	6
固定資産	50	73	127	308	360
進行中である長期資産	-	-	4	-	-
他の長期資産	0	6	67	63	52
総資産	242	442	861	1,476	1,817
買掛金	140	311	556	1,087	1,364
短期負債	140	311	554	1,083	1,361
短期借入	59	147	338	885	998
長期負債	-	1	1	4	4
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	101	130	305	390	453
出資資本	111	111	142	233	350
未処分利益	(15)	13	88	84	99
総資本	242	442	861	1,476	1,817

未収金総資産の割合は 32.4%から 47.4%までに増加した。在庫は 57%から 44%に減少した。在庫には、2016 年モデルと 2017 年モデルがほとんどない。
借入総資産の割合は 0.75 であり、借入株主資本の割合は 2.79 から 3.01 に増加した。

2018 年には、HAX の市場シェアは全市場の 38%を占めた。HAX は MBV の販売代理店の中に販売代理店トップになっている。BSC は以下の要素を基づく 2019 年に HSX の自動車販売量引き続き増加すると考えております。

(1) CBU の供給は 2018 年末に流通した。

(2)EVFTA 協定は高級車消費需要を促進する。

	2019 年 の売上 高	成長率	2019 年 の税引 後利益	成長率	EPS
企業の計画	5,707.2	20%	117.6	20%	3,358

2019 年の計画:

- (1) Mercedes-Benz の正式な販売代理店として消費シェアの 45%を達す。
- (2) 収入と利益の成長率は 20%に上昇する。

ゴム業

DRC – ダナンゴム株式会社 – 目標価格 27,180 VND/株 – Upside 13% – P/E

fw 20.2x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	3,251	3,318	3,361	3,669	3,551
売上総利益	804	799	701	458	427
財務収入	10	11	16	8	12
財務費用	(143)	(124)	(83)	(74)	(98)
借入利息	(85)	(55)	(43)	(42)	(49)
販売費用	(161)	(77)	(85)	(118)	(113)
管理費用	(68)	(84)	(73)	(66)	(55)
営業利益/損失	442	526	476	207	173
他の収入	11	7	18	0	2
税引前利益	452	532	494	208	175
税引後利益	353	415	395	166	139
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	353	415	395	166	139

2018 年の売上高は前年比 3.2%減となった。バイアスタイヤ販売量は前年比 20%と大幅に減少したが、ラジアルタイヤ販売量は同 12.63%増となった。ラジアルタイヤの売上総利益率は 2018 年に 2.7%となった。

2018 年の天然ゴム価格は前年比 19.84%減となり、合成ゴム価格は同 15.7%減となり、化学価格は同 24.8%増となり、黒石炭価格は同 41.06%増となった。そのために、DRC の売上総利益率は 12%となった。

財務費用はラジアルプタイヤ案件第 2 フェーズ向け借入の増加により増加した。

DRC の 2018 年税引後利益は前年比 16.3%減の 1,390 億ドンに達し、EPS は 1,110VND/株だった。

EPS	2,972	4,234	3,252	1,132	1,110
-----	-------	-------	-------	-------	-------

短期資産	1,111	1,304	1,247	1,090	1,246
現金及び現金相当	85	240	51	67	51
短期未収金	296	278	419	412	315
在庫	716	785	771	596	846
他の短期資産	15	0	6	15	35
長期資産	2,026	1,839	1,568	1,704	1,587
長期未収金	-	0	0	0	0
固定資産	1,993	1,760	1,488	1,518	1,517
進行中である長期資産	-	59	16	131	0
他の長期資産	29	16	59	50	66
総資産	3,137	3,143	2,815	2,794	2,833
買掛金	1,602	1,470	1,233	1,268	1,310
短期負債	793	877	842	859	1,065
短期借入	337	446	513	525	707
長期負債	808	593	392	409	245
長期借入	808	593	392	409	245
株主資本	1,536	1,673	1,582	1,527	1,523
出資資本	831	914	1,188	1,188	1,188
未処分利益	495	461	225	142	113
総資本	3,137	3,143	2,815	2,794	2,833

未収金は前年比 23.5%減となった。

在庫はラジアルタイヤ案件第 2 フェーズ向け原材料の追加輸入により前年比 42%増となった。

短期借入は前年比 24%増となった。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
NSC の予想 企業の計画	3,933	10.8%	157	12.9%	1,192

PHR – フォックホアゴム株式会社- P/E fw 5.68

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,605	1,227	1,178	1,654	1,558
売上総利益	275	169	158	284	256
財務収入	70	73	77	75	163
財務費用	(32)	(35)	(21)	(51)	(39)
借入利息	(31)	(35)	(19)	(49)	(28)
販売費用	(39)	(24)	(18)	(21)	(25)
管理費用	(82)	(67)	(61)	(81)	(79)
営業利益／損失	191	156	158	233	347
他の収入	141	105	101	179	413
税引前利益	344	261	260	412	760
税引後利益	267	215	223	330	637
少数株主持分	3	3	3	5	15
親会社株主利益	264	212	220	325	622

売上高は前年比 5.6%減となった。そのうち、2018 年のゴムラテックスの販売額は前年比 10.2%減の 1 兆 4,420 億ドンであり、総売上高の 92.5%を占めた。売上総利益率は 14.1%から 8.5%に減少した。(1)ゴムラテックス販売量は前年比 7.37%増の 3 万 1,614.35tとなったが、収穫量は前年比 10%減の 1 万 3,109.6tとなった。(2)PHR のゴム販売価格は前年比 18.24%減の 3,297 万 VND/トとなったが、原価は前年比 8%減の 3,030 万 VND/トとなった。

営業利益率は 2017 年の 14.08%から 22.27%までに増加した。原因は(1) PHR は労働賃金を削減した、(2)原材料費用の削減から由来した。

税引後利益は 93%と大幅に増加した。原因はゴム木の売却により他の収入は前年比 112%増の 4,250 億ドンを計上したことから由来した。そのうち、ゴム木売却面積は 1,300 ヘクタール、売却価格は 2 億 8,000 万 VND/ヘクタールだった。

短期資産	1,21	890	1,194	1,051	1,363
現金及び現金相当	825	602	825	539	707
短期未収金	108	107	160	218	297
在庫	215	148,3	177	258	295
他の短期資産	61	33	31	36	64
長期資産	2,219	2,41	2,666	3,244	3,724
長期未収金	-	10	7	8	9
固定資産	1,847	533	622	923	1,212
進行中である長期資産	-	1,579	1,566	1,381	1,137
他の長期資産	65	66	154	338	338
総資産	3,429	3,3	3,86	4,295	5,087
買掛金	1,13	1,107	1,565	1,884	2,41
短期負債	829	779	1,016	1,063	798
短期借入	491	360	603	463	127
長期負債	301	329	549	821	1,612
長期借入	257	254	232	239	377
株主資本	2,253	2,193	2,296	2,411	2,677
出資資本	813	813	813	813	1,355
未処分利益	483	314	377	290	304
総資本	3,429	3,3	3,86	4,295	5,087

流動比率は 0.99 から 1.71 までに増加した。

短期未収金短期資産の割合は年間 52%で維持した。未収金は主に NTC からの配当金 525 億ドンと Tan Binh 工業団地区からに 77 億ドンから来た。

在庫は短期資産の 22%を占めている。

長期資産は総資産の 22.3%を占めている。現金回転率は 62 日から 87.9 日までに増加した。

短期借入は 3,360 億ドンを減少した。

借入総資産の割合は 44%から 47%に増加した。

現在、PHR の未売却ゴム木公園面積は 3,000 ヘクタールだった。PHR は今後の 2~3 年間にこの収入を確保するために、2020 年までにゴム木の 1,000 ヘクタールを年間売却し続けるだろう。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	1,531.5	-2%	1,189.2	91%	8,644

BSC の仮定:

- (1) ゴム価格は 3,300 万 VND/ト、販売量は 2 万 9,400tである。
- (2) ゴム木の販売価格は 3 億 VND/ヘクタールである。
- (3)他の収入は 7,460 億ドンである。

DPR - ドンフーゴム株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	924	855	853	1,070	1,030
売上総利益	285	203	215	318	340
財務収入	54	55	52	57	65
財務費用	(19)	(16)	(6)	(12)	(16)
借入利息	(4)	(2)	(3)	(8)	8
販売費用	(19)	(16)	(15)	(15)	(16)
管理費用	(51)	(65)	(66)	(79)	(85)
営業利益／損失	250	160	181	269	288
他の収入	6	30	9	1	14
税引前利益	256	190	189	270	302
税引後利益	214	156	161	225	235
少数株主持分	-	11	8	12	1
親会社株主利益	214	145	153	213	235

DPR の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 3.7%減の 1 兆 298 億 4,000 万 VND。同 10.2%増の 2,349 億ドンに達した。そのうち、

(1)ゴム販売量は前年比 4.6%減の 1 万 5,820t、収穫量は同 4.6%減の 1 万 3,627t、耕作能力は 2.1t／ヘクタールである。
(2)ゴムの平気価格は前年比 17.54%減の 3,290 万 VND／ヘクタール、原価は 3,060 万 VND／tであるために、ゴム事業の売上総利益率は 23%から 7%までに減少した。

(3)ゴム木公園の売却面積は 2018 年に 554.45 ヘクタールであることで、収入の 1,552 億 4,600 万 VND(前年比 21.3%増)を計上した。

販売費用と管理費用売上高の割合は原材料費用と外サービス費用の増加により 8.78%から 9.8%までに増加した。
税引後利益は前年比 10.2%増となり、ゴム木売却額の 1,550 億ドン(前年比 55%増)という他の収入から由来した。

短期資産	1,132	1,200	1,170	1,195	1,245
現金及び現金相当	599	749	622	519	277
短期未収金	80	118	57	80	87
在庫	140	128	113	133	142
他の短期資産	37	36	39	54	40
長期資産	2,180	2,193	2,277	2,288	2,446
長期未収金	52	46	59	58	76
固定資産	687	634	714	1,092	1,378
進行中である長期資産	1,206	1,298	1,267	845	593
他の長期資産	10	17	19	37	128
総資産	3,312	3,393	3,448	3,483	3,690
買掛金	658	722	794	859	1,252
短期負債	268	290	265	260	520
短期借入	68	92	61	22	47
長期負債	390	432	529	598	732
長期借入	206	221	211	203	191
株主資本	2,654	2,672	2,654	2,624	2,438
出資資本	430	430	430	430	430
未処分利益	709	661	578	515	297
総資本	3,312	3,393	3,448	3,483	3,690

流動比率は現金及び現金相当が前年比 46.6%減となったことにより、5.23 から 2.39 までに減少した。

安定した資本構成。短期資産総資産の割合は年間 0.34 で維持した。負債総資産の割合は 0.24 から 0.34 までに増加した。未収金は前年比 54.7%増の 4,180 億ドンだった。
進行中である長期資産総資産の割合は 2017 年の 24.3%から 16%に減少した。

稼働能力は減少する傾向がある。そのために、現金回転率は 64 日間から 76 日間までに増加した。
Bac Dong Phu 工業団地区:2018 年には、Binh Phuoc 県での工業用地賃貸需要が急激に増加した。2018 年～2020 年の期間における賃貸価格は 30～32 ドル／m2 である。

	2019 年 の売上 高	成長率	2019 年 の税引 後利益	成長率	EPS
BSC の予想	1,111.9	-2%	289.5	15.1%	6,853

BSC の仮定:

(1)販売価格は 3,300VND／株であり、販売量は 1 万 8,282.5t

(2)ゴム木売却面積は 500 ヘクタール、売却価格は 2 億 8,000 万 VND／ヘクタールである。

(3)他の収入は不動産事業から由来する。

プラスチック業

BMP -ビンミン・プラスチック株式会社-目標価格: 63,140VND/株 - P/E fw =
11.7x

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,416	2,792	3,309	3,825	3,920
売上総利益	669	890	1,061	923	872
財務収入	27	28	49	24	24
財務費用	(20)	(30)	(42)	(98)	(105)
借入利息	(7)	(4)	(3)	(1)	(0)
販売費用	(124)	(126)	(167)	(136)	(166)
管理費用	(73)	(96)	(115)	(124)	(96)
営業利益/損失	479	667	786	590	530
他の収入	1	(2)	(2)	(7)	1
税引前利益	481	665	784	583	531
税引後利益	377	519	627	465	428
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	377	519	627	465	428
EPS					

生産量は 9 万 4,582t に達したことで、総収入は前年比 1.8% 増となった。消費量の構成: PVC: 85-86%, PE 10%, PPR 4%。

原材料の平均費用は高い競争性により前年比 15.3% 増となった。そのために、売上総利益率は 24.1% から 22.2% に減少した。

販売費用は前年比 22% 増となった。

支払割引率は僅かに増加した。総割引率は売上総利益の 7.9% を占め、前年同期の 8.6% より減少した。

税引後利益率は 17.3% から 15.6% に減少した。税引後利益は前年比 7.9% 減となった。

短期資産	1,486	1,886	2,186	1,815	1,805
現金及び現金相当	704	1,041	895	895	612
短期未収金	394	505	810	510	598
在庫	374	333	472	385	567
他の短期資産	15	8	9	26	27
長期資産	443	552	705	1,057	1,006
長期未収金	-	-	-	-	-
固定資産	211	281	594	935	857
進行中である長期資産	-	9	34	10	13
他の長期資産	218	248	11	45	67
総資産	1,929	2,438	2,891	2,872	2,811
買掛金	210	423	594	423	356
短期負債	210	423	594	423	356
短期借入	58	61	106	61	59
長期負債	-	0	0	-	-
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	1,718	2,015	2,297	2,449	2,454
出資資本	455	455	455	819	819
未処分利益	323	448	540	346	309
総資本	1,929	2,438	2,891	2,872	2,811

短期預金は 2018 年配当を額面比 15% で支払ったために、年初比 2,000 億ドンに減少した。

売掛金回転率は 9.4 回から 10 回に僅かに増加した。

在庫は前年比 47.4% 増となった。そのうち、完成品在庫は 38% を占め、前年同期比 2 倍増加した。

短期負債は総資産の 2% を占めた。長期負債はない。

BMP は 2018 年現金配当の 1,228 億ドン (額面比 15%) を支払ったために、未処分利益は前年比 10.6% 減となった。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	3,984	1.6%	417	-2%	4,590
企業の計画	4,076	4%	437	2%	4,828

BSC の予想は以下の仮定を基づく。

- 2019 年の販売量は前年比 2%増の 9 万 6,470tとなる。
- 販売価格は変わらない。貿易割引率は 5.5%に引き上げ、支払割引率は 2.5%に下落する。
- プラスチック樹脂価格は 2018 年と同じだ。
- 賞与福利積立金:税引後利益の 10%と相当する。

NTP – ティエンフォン・プラスチック株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,998	3,556	4,354	4,430	4,520
売上総利益	926	1,266	1,570	1,473	1,331
財務収入	3	2	2	2	15
財務費用	(38)	(52)	(56)	(77)	(108)
借入利息	(36)	(49)	(55)	(76)	-
販売費用	(414)	(681)	(878)	(779)	(733)
管理費用	(113)	(152)	(193)	(182)	(148)
営業利益／損失	364	400	453	547	376
他の収入	(2)	11	(6)	10	3
税引前利益	382	412	447	557	380
税引後利益	325	366	398	493	332
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	325	366	398	493	332
EPS					

生産量は 9 万 400t に達したことで、総収入は前年比 2% 増となった。消費量の構成: PVC: 68%, PE 14%, PPR 16%。
売上総利益率は樹脂価格特に PE と PPR の価格の上げにより 33.2% から 29.4% に減少した。
販売費用収入の割合は 17.6% から 16.2% に減少した。そのうち、割引割合は 13% を占めた。
管理費用は前年比 18% 減となった。管理費用収入の割合は 4.1% から 3.3% に減少した。
2018 年には、NTP はオフィス設備・機会の原価償却年を増加したことで、費用の 1,070 億ドンを節約すると推定した。
連結活動からの利益は大幅に減少した。原因は NTP が 2017 年に NTP 南部から特別利益を記録したことから由来した。
税引後利益は前年比 32.7% と急減した。

短期資産	1,416	1,807	1,924	2,302	2,612
現金及び現金相当	50	240	110	125	83
短期未収金	650	823	1,080	1,293	1,489
在庫	703	742	717	853	995
他の短期資産	14	2	17	32	45
長期資産	1,164	1,445	1,496	1,959	2,204
長期未収金	-	-	-	-	-
固定資産	1,010	1,050	1,115	1,315	1,552
進行中である長期資産	-	174	215	192	184
他の長期資産	38	87	19	8	11
総資産	2,580	3,252	3,420	4,262	4,816
買掛金	1,114	1,532	1,586	2,176	2,563
短期負債	1,091	1,454	1,399	1,933	2,327
短期借入	840	1,071	994	1,456	1,884
長期負債	23	79	187	243	236
長期借入	23	71	174	238	236
株主資本	1,466	1,719	1,833	2,086	2,253
出資資本	563	620	744	892	892
未処分利益	379	435	367	461	536
総資本	2,580	3,252	3,420	4,262	4,816

未収金は前年比 26.8% 増となった。
在庫は原材料在庫が年初比 50% に増加したことにより、前年比 16.6% 増となった。在庫シフト成長は大幅に減速し、棚卸資産回転率は 96 日間から 104 日間に増加した。

固定資産は前年比 18% 増となった。

負債比率は 53% であり、株主資本とバランスを保持し続ける

AAA -アンファットプラスチック・グリーン環境株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,561	1,615	2,144	4,070	8,012
売上総利益	183	190	307	550	673
財務収入	8	22	30	56	62
財務費用	(26)	(50)	(54)	(95)	(209)
借入利息	(17)	(24)	(27)	(81)	(126)
販売費用	(79)	(75)	(57)	(106)	(157)
管理費用	(36)	(42)	(63)	(79)	(124)
営業利益／損失	57	49	166	326	246
他の収入	1	2	1	2	8
税引前利益	57	51	167	328	254
税引後利益	48	41	143	263	212
少数株主持分	1	1	1	40	32
親会社株主利益	47	40	142	223	180
EPS					

収入は前年比 97% 増となった。そのうち、(1)販売による収入は総収入の 52% を寄与した。(2)完成品による収入は生産量が前年比 14% 増の 85,500t に達し、平均販売価格が同 12% 増となったことのおかげで、前年比 26.4% 増となった。2018 年包装用プラスチック輸出市場構造: ヨーロッパ(44%)、日本(29%)、米(19%)。売上総利益率は 13.5% から 8.4% までに急減した。原因は、(1)包装用プラスチック事業の売上総利益率は 16.8% と小幅に増加したが、(2)貿易事業の売上総利益率は 6.3% から 2.7% までに大幅に減少した。

販売費用と管理費用収入の割合は 4.5% から 3.5% に減少した。

借入コストは借入残高の増加により前年比 56% 増となった。為替差損が前年比 4 倍増となった。また、AAA は他の金融費用の 350 億ドンを計上した。

短期資産	694	1,072	1,362	2,143	3,979
現金及び現金相当	367	470	407	560	1,356
短期未収金	179	364	456	961	1,613
在庫	138	214	451	537	863
他の短期資産	11	24	49	85	147
長期資産	727	883	1,716	2,433	3,550
長期未収金	-	-	-	-	21
固定資産	651	637	1,434	2,299	2,199
進行中である長期資産	29	191	215	98	1,208
他の長期資産	8	13	22	36	63
総資産	1,422	1,955	3,078	4,576	7,529
買掛金	635	1,135	2,123	2,951	4,549
短期負債	508	667	1,140	1,991	3,206
短期借入	329	439	801	1,418	2,492
長期負債	128	468	983	960	1,343
長期借入	128	171	983	960	1,343
株主資本	786	819	955	1,625	2,980
出資資本	396	495	570	836	1,712
未処分利益	188	116	162	284	266
総資本	1,422	1,955	3,078	4,576	7,529

短期預金は年末時点で 7,100 億ドンに急増した。

短期未収金は前年比 67.8% 増となった。在庫は前年比 60.8% 増となった。進行中である長期資産は 1 兆 1,000 億ドンだった。

短期借入は前年比 76% 増となり、長期借入は同 60% 増となった。負債割合は 60% に小幅に減少した。2018 年第 4 四半期には、AAA は転換社債の 4,000 億ドンを発行した。

出資資本は 2 倍増となった。AAA は 2018 年 5 月にお新株発行を実施し、割当比率は 1 対 1、発行価格は 14,000 VND / 株だった。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
企業計画	10,000	25%	510	155%	2,550

化学業

DPM – ベトロベトナム化学肥料社 – 目標価格 20,600VND/株– Upside –1%–

P/E FW 10.76

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	9,549	9,765	7,925	7,996	9,297
売上総利益	2,428	3,153	2,396	2,111	1,899
財務収入	407	257	234	165	124
財務費用	(5)	(7)	(14)	(1)	(74)
借入利息	(3)	(3)	(4)	(0)	(63)
販売費用	(702)	(751)	(735)	(803)	(612)
管理費用	(571)	(597)	(499)	(639)	(486)
営業利益／損失	1,278	1,856	1,385	837	854
他の収入	7	25	8	16	16
税引前利益	1,285	1,880	1,393	853	871
税引後利益	1,134	1,522	1,165	708	712
少数株主持分	38	34	24	13	13
親会社株主利益	1,096	1,488	1,141	694	700

DPM の 2018 年収入は生産量の増加及び平均販売価格の上げのおかげで、前年比 15%増の 9 兆 4,000 億ドンに達した。

2018 年のガス価格は前年比 27%と大幅に上げたことにより、売上総利益率が大きく影響された。

総費用率は販売費用の減少により、前年比 20%減となった。

DPM の 2018 年税引後利益は前年比 0.56% 増の 7,120 億ドンに達し、1 株当たり利益 (EPS)が 1,820VND/株に相当した。

短期資産	7,201	8,082	5,816	5,017	5,172
現金及び現金相当	5,155	5,771	4,154	3,257	2,672
短期未収金	406	821	513	257	521
在庫	1,492	1,365	923	1,223	1,663
他の短期資産	147	125	227	281	317
長期資産	2,910	2,837	3,753	5,247	5,962
長期未収金	2	22	2	2	1
固定資産	2,049	1,854	1,910	1,835	5,313
進行中である長期資産	247	612	1,350	2,862	137
他の長期資産	109	87	163	241	215
総資産	10,111	10,919	9,569	10,264	11,134
買掛金	1,106	2,372	1,340	2,221	2,879
短期負債	1,044	1,835	1,159	1,418	1,514
短期借入	94	2	-	-	202
長期負債	62	536	180	803	1,365
長期借入	1	230	-	629	1,032
株主資本	9,005	8,548	8,229	8,043	8,255
出資資本	3,800	3,800	3,914	3,914	3,914
未処分利益	1,470	1,038	625	442	657
総資本	10,111	10,919	9,569	10,264	11,134

DPM の 2018 年固定資産は NH3-NPK 工場チェーン(総投資額の 4 兆 VND)の完成により前年比 190%と大幅に増加した。

2016 年～2018 年の期間における DPM の長期負債は年間+275%と大幅に増加した。

	2019 年の売上高	成長率	2019 年の税引後利益	成長率	EPS
BSC の予想	9,490	2.1%	755	6%	1,928
企業の計画	9,968	7.2%	471	-44.9%	1,202

消費量を前年比 13%増の 1,350t、収入を同 6%増、利益を 4,710 億ドンと見込みだ。BSC は、DPM が 2019 年に計画を完成することができると考えております。

DGC -ドックザン化学洗剤株式会社

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	2,037	2,438	2,622	626	6,062
売上総利益	363	471	419	116	1,368
財務収入	37	96	31	90	42
財務費用	(22)	(31)	(19)	(1)	(56)
借入利息	(12)	(8)	(6)	-	(27)
販売費用	(95)	(130)	(133)	(51)	(341)
管理費用	(28)	(44)	(44)	(15)	(92)
営業利益／損失	260	413	342	140	920
他の収入	0	0	0	0	(5)
税引前利益	260	413	342	140	916
税引後利益	221	390	320	128	882
少数株主持分	72	110	78	-	1
親会社株主利益	149	280	242	128	880
EPS	4,224	5,412	2,982	2,466	12,389

短期資産	944	827	839	371	2,134
現金及び現金相当	8	11	186	83	520
短期未収金	742	609	470	239	749
在庫	156	177.67	173	35	797
他の短期資産	38	30	11	14	68
長期資産	733	1,007	1,165	516	2,610
長期未収金	-	-	-	-	-
固定資産	535	613	651	36	2,345
進行中である長期資産	64	29	36	11	157
他の長期資産	35	48	49	30	108
総資産	1,677	1,835	2,005	886	4,744
買掛金	743	641	641	220	1,563
短期負債	743	641	641	220	1,563
短期借入	453	333	386	-	1,133
長期負債	-	-	-	-	-
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	934	1,194	1,364	666	3,181
出資資本	335	422	500	500	1,078
未処分利益	127	240	296	60	1,155
総資本	1,677	1,835	2,005	886	4,744

	2019 年 の売上 高	成長率	2019 年 の税引 後利益	成長率	EPS
企業の計画	6,812	12.3%	700	-20.6%	6,493

2018 年には、DGL と合併した後、DGC 印象的な業績を達した。売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比 868%増の 6 兆 620 億ドン、同 589%増の 8,820 億ドンとなった。

(1) 黄リン: 売上は前年比 31%増の 2 兆 4,980 億ドン、生産量は同 26%増の 40,900t、販売価格は 6,107 万 VND/t となった。

(2) WPA50%: 売上は前年比 14%増の 1 兆 4,850 億ドン、生産量は同 9%減の 192,868t、販売価格は 770 万 VND/t となった。

(3) HPO85%: 売上は前年比 31%増の 5,230 億ドン、生産量は同 17%増の 25,291t、販売価格は 2,070 万 VND/t となった。

(4) MAP 肥料: 売上は前年比 128%増の 6,600 億ドン、生産量は同 98%増の 73,812t、販売価格は 890 万 VND/t となった。

(5) 第二リン酸カルシウム: 売上は前年比 27%増の 4,360 億ドン、生産量は同 12%増の 57,765t、販売価格は 750 万 VND/t となった。

DGL と合併した後、未収金は急増し、とりわけ、Chemtrade Phosphorus Specialties LLC (760 億ドン); Agrifields DMCC (1,160 億ドン)だった。

2 案件を展開している。

(1) 化学 NPK 案件: 10 万 t/年。

(2) 赤リン案件: 5,000t/年。

短期借入

(1) Đào Hữu Duy Anh 取締役役員からの 1,360 億ドン、金利は 7%/年。

(2) 銀行からの借入金 9,970 億ドン。

2019 年には、同社は 2018 年に比べて、税引後利益を下方修正した。

(1) 黄リン: 売上を前年比 32%増の 3 兆 3,000 億ドン、生産量を同 22%増の 50,000t、と計画した。

(2) WPA50%: 売上を前年比 5%増の 1 兆 5,650 億ドン、生産量を同 0.4%減の 19 万 2,000t と計画した。

(3) HPO85%: 売上を前年比 45%減の 2,860 億ドン、生産量を同 41%減の 1 万 5,000t、と計画した。

-
- (4) MAP 肥料: 売上を前年比 9%減の 6,000 億ドン、生産量を同 5%減の 7 万tと計画した。
 - (5) 第二リン酸カルシウム: 売上を前年比 4%増の 4,550 億ドン、生産量を同 21%増の 7 万と計画した。

利用規約

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

BSC 証券・本社

10F, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hoan
Kiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 39352722
Fax: (84 4) 22200669

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru St.,
Dist. 1, HCMC
Tel: (84 8) 3 8128885
Fax: (84 8) 3 8128510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

