

MBB –軍隊商業銀行

2019 年 9 月 10 日

BSC

推奨

買い

戦略的なパートナーへ株式の売却から期待

Vương Chí Tâm (業界分析)

tamvc@bsc.com.vn

目標価格	28,458
終値	22,750
Upside	25%

Tô Quang Vinh (テクニク分析)

vinhtq@bsc.com.vn

目標価格	25,000
損切値	20,000

市場データ

発行済株式数(100 万株)	2,113
時価総額(10 億ドン)	47,762
過去 52 週間の最高値(VND)	23,400
過去 10 日の平均売買高(株)	6,127,180
外国人投資家保有率	0%

大口株主(%)

ベトテル軍隊通信グループ	15%
SCIC	10%
ベトナム・ヘリコプター 総公社(Tổng CT trực thăng VN)	8%
サイゴンニューポート 総会社(TCT Tân Cảng SG)	7%
その他	60%

価格の推移



企業概要: MBB は 2019 年に戦略的な株主への株式を売却する計画。

評価

BSC は PB(F=1.5x)方法に基づく MBB 株の理論株価を 2 万 8,458VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。この予測は(1)高い利益性と良い資産質、(2)MBB の株価が実価値より安いで評価される、(3)戦略的なパートナーへ株式を 2019 年に売却するために、MBB の株価が再評価されるという要素に基づいている。

業績予測

BSC は MBB の総営業収益と税引前利益の 2019 年成長率予測をそれぞれ、-1.4%、+3.5%に上方修正しております。CASA 比率(普通・当座預金比率)は 34.3%に低下した。CIR が 45%で維持している。

事業傾向

- (1) 海外戦略パートナーへ株式の売却
- (2) MBB の株価が実価値より安いで評価される。

投資リスク

- (1) 子会社 M クレジット(MCredit)の主な業務はより高いリスク性付け貸付業務であるが、貸付構成の大きな割合を占めていない。
- (2) CASA 比率が低下したのは資本費用を増加させる。

投資観点

利益性が業界全体より高い水準で維持している。(1) 利息収入は前年同期比 25.4%増の 4 兆 3,950 億ドンである、(2) 非金利収入は前年同期比 59%増となった。

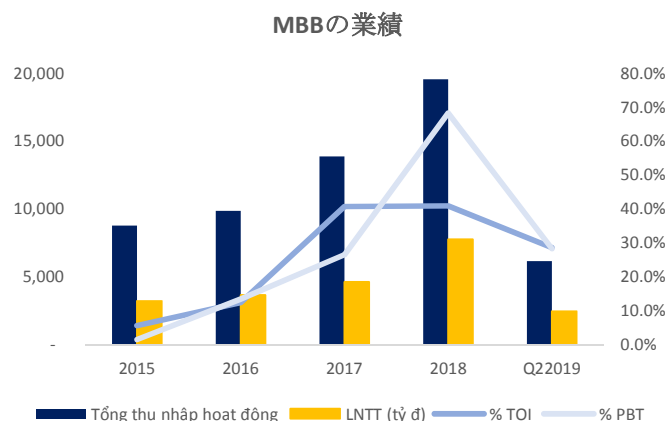
資産の質は良好ですが、MCredit の貸付拡大が MBB の業績に影響を及ぼす可能性がある。不良債権比率(連結)は 1.18%であり、そのうち、親銀行と MCredit での不良債権比率はそれぞれ、1.08%と 11%だった。不良債権回収率は 97.6%で、銀行業の平均水準より高かったために、事業活動を確保することができます。CAR Basel II は 10.5%である。

MBB の株価が実価値より安いで評価されている。2019 年 PBF は 1.2x である。戦略的なパートナーへ株式を 2019 年に売却するために、MBB の株価が再評価されるという要素に基づいている。

企業アップデート

1. 利益率は高い水準で維持している。成長余地が大きく残っている。

2019 年第 2 四半期の業績には、MBB の総営業収益(TOI)と税引前利益はそれぞれ、前年同期比 28.5%増の 6 兆 1,580 億ドン、同 28.3%増の 2 兆 4,510 億ドンとなった。総資産の成長率は年初比 11%増となり、貸付成長率は同 11.3%増となり、預金成長率は同 7.9%増となった。2015 年～2019 年第 2 四半期の期間における総営業収入と税引前利益の年平均成長率(CARG)はそれぞれ、24.8%、25.7%と上昇した。



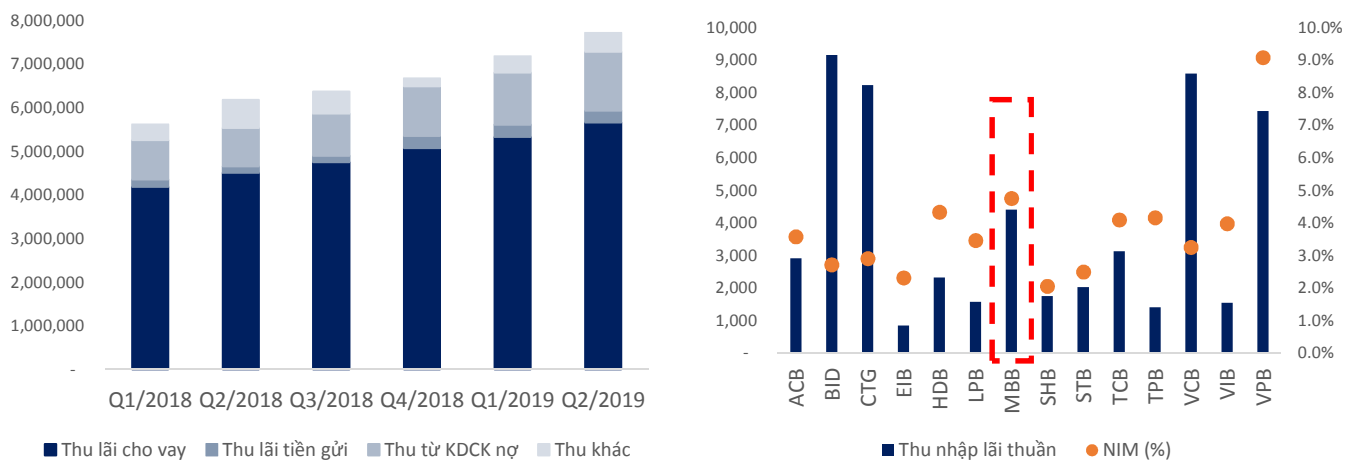
ソース: Fiinpro, BSC Research

利息収入は以下の要素のおかげで、前年同期比 25.4%増の 4 兆 3,950 億ドンとなった。

- 2019 年上半期には、貸付成長率は年初比 13.9%増となり、そのうち、親銀行での貸付成長率は年初比 13.2%増となり、M Credit での貸付成長率は年初比 33.4%増となった。
- 純金利マージン(NIM)は 4.74%で、2018 年第 2 四半期比+11 bps 増となり、2019 年第 1 四半期比+5 bps 増となった。MBB の平均貸付金利は 9.4%で、

2019 年第 1 四半期比+11bps 増となった。MBB の平均預金金利は 3.7%で、2019 年第 1 四半期比+3.7bps 増となった。

2019 年下半期には、BSC は(1)MBB の貸付成長率(連結)が 17.7%である、(2)NIM が 4.64%に上昇するという要素に基づく MBB の利億収入を前年同期比 20%増の 17 兆 4,680 億ドンと期待しております。

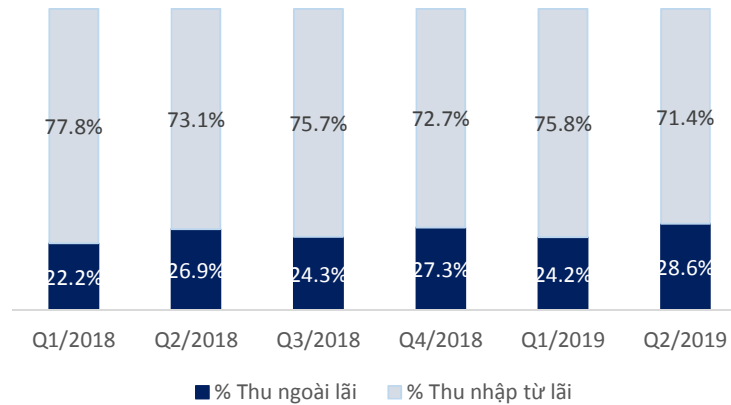


ソース: BSC Research, Fiinpro

2019 年第 2 四半期には、非利息収入の成長率は前年同期比 37%増となった。BSC は、2019 年の非利息収入の成長率が 30~50%と増加すると期待しております。

2019 年第 2 四半期には、サービス料による売上は前年同期比 59%増となり、外貨営業による収入は同 65%増となった。2019 年上半期における生命保険料による売上は前年同期比 210%増の 1 兆ドンとなり、生命保険料による利益は 930 億ドンとなった。

非利息収入の割合



ソース: MBB の財務諸表, BSC

2. 資産の質は良い水準で留まっている、MCredit の貸付拡大が MBB の業績に影響を及ぼす可能性がある。

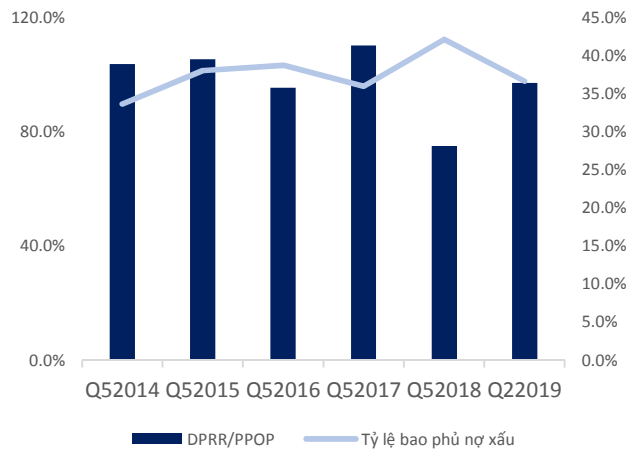
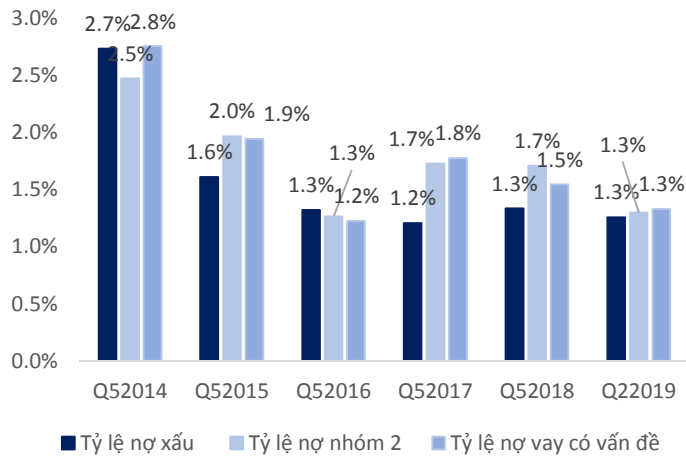
資産の品質は十分に管理されています。

不良債権比率(連結)は 1.18%であり、そのうち、親銀行と MCredit での不良債権比率はそれぞれ、1.08%と 11%だった。不良債権回収率は 97.6%で、銀行業の平均水準より高かったために、事業活動を確保することができます。CAR Basel II は 10.5%である。

不良債権回収率は 97.6%で、銀行業の平均水準より高かったために、事業活動を確保することができます。預貸率(LDR)が 73~74%で留まっている。

中長期貸付対短期資本活用率は 34%で留まっているが、30%以下低下すると見込まれた。

CAR Basel II は 10.5%で、2018 年末の 11%から減速した。



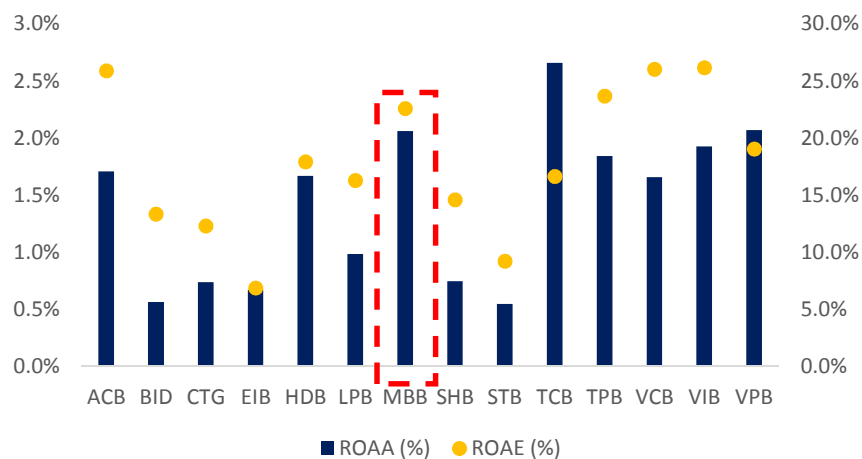
ソース: MBB の財務諸表, BSC Research

3. MBB の株価が実価値より安いで評価されている。しかし、MBB の株価を再評価するのは問題が大きく残っている。

BSC の予測によると、MBB の PB は 1.2x である。浮動株比率 (free float) は 51% と高い水準で留まっていることで、MBB の株価を再評価するのはあまり正確ではないだろう。

MBB は 2019 年或いは 2020 年年初に海外株主へ資本金 7.5%~10% 相当の株式を売却する計画。

銀行システムの ROAA, ROAE



ソース: BSC Research

予測と評価

買い 理論価格 28,458 VND/株 Upside 25%		2018	2019	2020
	TOI	19,539	22,741	26,476
	PBT	7,767	9,870	11,488
	NIM	4.5%	4.5%	4.5%
	ROAA	1.8%	2.0%	1.9%
	ROAE	19.4%	19.7%	18.6%
	EPS	2,736	3,168	3,414
	BVPS	15,817	18,980	20,830
	P/E (x)	8.3	7.1	6.6
	P/B (x)	1.4	1.2	1.1

ソース: BSC Research

付録 1: 2019 年下半期の銀行業見通し

経営環境	安定	国内総生産(GDP)成長率は投資事業と消費事業の上昇で 2019 年で 6.7%と 2020 年で 6.5%上昇する。
		米中貿易貿易の緊張は世界的な経済成長率を減少させる。
		EVFTA, CPTPP などの主要協定はヨーロッパ圏における大手な諸国へ輸入出成長をサポートする。
		2019 年 1~8 月期の全国消費者物価指数(CPI)は前年同期比 2.26%上昇し、2019 年に 4%以下維持される。
		2019 年 1~6 月期の貸付成長率は前年同期比 7.36%増加した。2019 年 1~5 月期の預金成長率は年初比 5.5%増加した。2019 年 1~5 月期の貨幣供給量(M2)成長率は年初比 6.4 増加した。2019 年の貸付成長率が 12%~13%の範囲で推移すると期待しております。
		銀行間金利と国債利息は低い水準で維持する。
		為替レートは安定する。
資産質	改善 されて いる	2019 年第 2 四半期の不良債権比率は 1.9%だった。不良債権回収率は 75.9%だった。2019 年の不良債権比率が 2%未満留まると期待しております。
		各銀行は不良債権と VAMC への売却済不良債権の処理を強化している。多くの銀行は予定より早くバーゼル II 標準を適用した。
		VCB、ACB などの多くの銀行は高い水準の貸倒引当金を繰り入れた。
		直近の数年間には、貸付成長率の急増は長期的に資産質に影響するだろう。

		各銀行は不動産業、建設業などのリスク性がある業界に対し貸付割合を減少し、長期的な資金調達を強化している。
		自己資本比率(CAR)は年を経て改善されている。多くの銀行は予定より早くバーゼル II 標準を適用した
利益性	改善 されている	NII は貸付の再構成のおかげで改善されている。
		非利息収入は各銀行の収入構成に大きな割合を段々示している。
		各銀行は費用の削減を強化し、業界全体の CIR を減少させる。
		引当金の費用は試算質の改善で減少し、利益を増加させる。
評価	安値	株価が実価値より安いで評価される。

ソース: BSC Research.

付録 2: 2019 年第 2 四半期における MBB の業績

MBB	Q22019	Q22018	変 動	評価
利息収入	4,395	3,504	25.4%	NII は(1)貸付成長率が 13.9%となり、(2)NIM は 4.74%であるという要素に基づく前年同期比 25.4%増となった。非利息収入は前年同期比 37%増となった。増収はサービス料による収入が前年同期比 59%増となり、外貨売買事業による収入が同 65%増となったことから由来した。貸付成長率はほぼ 17%に近づいている。
非利息収入	1,763	1,287	37.0%	
そのうち: サービス料による収入	1,055	663	59.2%	
活動総収入(TOI)	6,158	4,791	28.5%	
経営活動費用	(2,307)	(1,927)	19.7%	
引当金前利益	3,851	2,864	34.5%	
引当金費用	(1,400)	(953)	46.9%	
税引前利益	2,451	1,911	28.3%	
貸付成長率(%)	9.6%	13.9%	4.3%	
不良債権比率	1.25%	1.18%	+7 bps	
不良債権回収率(LLCR)	97.6%	106.6%	-9 %	不良債権比率は安定的に維持し、貸倒引当金比率が前年同期比減少したが、高い水準で維持している。CIR は僅かに低下し、引き続き改善されると期待しております。利益性が高い水準で留まっている。
預貸率(LDR)	92.2%	87.2%	+5%	
NIM	4.7%	4.5%	+11 bps	
費用収益比率(CIR)	37.7%	39.3%	-1.6%	
ROAA	2.0%	1.7%	+0.3%	
ROAE	22.5%	18.5%	+4%	

ソース: MBB BCTC, BSC Research.

付録 2:上場銀行の営業活動

2019 年第 2 四半期	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
1.規模												
資本金	12,886	34,187	37,234	9,810	8,881	21,605	18,852	34,966	8,566	37,089	7,835	25,300
株主資本	23,834	57,589	72,497	18,604	11,877	35,526	25,499	56,366	11,282	77,337	11,621	38,208
総資産	350,938	1,400,186	1,183,796	210,291	189,955	402,264	439,170	360,663	145,716	1,122,970	163,856	348,732
株主資本/総資産	6.8%	4.1%	6.1%	8.8%	6.3%	8.8%	5.8%	15.6%	7.7%	6.9%	7.1%	11.0%
2. 成長率												
% 資産	6.6%	6.6%	1.7%	-2.7%	8.5%	11.0%	8.2%	12.4%	7.0%	4.6%	17.7%	7.9%
% 貸付	8.8%	7.7%	2.4%	11.9%	8.4%	11.3%	8.9%	15.9%	15.3%	10.1%	19.1%	11.6%
% 預金	7.9%	7.1%	2.5%	1.6%	4.1%	7.9%	11.1%	9.4%	6.2%	8.6%	16.8%	15.5%
% TOI	23.2%	11.9%	18.1%	14.5%	70.4%	28.5%	23.7%	17.3%	31.2%	22.1%	34.5%	29.5%
%貸倒引当金前純利益	2.8%	19.7%	32.6%	11.9%	169.3%	34.5%	9.8%	9.5%	37.0%	34.1%	52.1%	28.0%
%税引前利益(PBT)	15.3%	-9.4%	-2.5%	9.2%	445.3%	28.3%	-18.8%	15.9%	49.9%	48.3%	59.8%	45.7%
3. 資産質												
2 グループ不良債権	0.2%	2.5%	0.8%	1.4%	1.3%	1.3%	0.4%	1.5%	2.5%	0.6%	1.2%	5.1%
不良債権	0.7%	2.0%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	2.0%	1.8%	1.5%	1.0%	2.2%	3.4%
問題がある不良債権	-0.2%	3.0%	0.8%	1.8%	1.6%	1.3%	1.0%	1.9%	2.8%	-0.2%	2.4%	6.8%
不良債権引当金／ 貸付金残高合計	1.1%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.8%	1.0%	1.7%
不良債権回収率	160.2%	72.5%	100.1%	74.7%	77.9%	97.6%	68.5%	77.1%	83.9%	177.5%	44.0%	48.5%
不良債権引当金／2 ～5 グループ不良債権	117.4%	32.2%	63.8%	37.8%	41.3%	48.1%	57.3%	41.6%	31.2%	115.0%	28.3%	19.6%
インターバンクから 預金／預金総額	3.5%	3.8%	8.2%	11.2%	8.5%	14.7%	0.2%	16.8%	19.6%	5.1%	15.0%	6.2%
未収金の利益・手数料／貸付	1.0%	1.2%	0.8%	2.6%	3.2%	1.6%	7.6%	2.5%	1.6%	1.1%	1.3%	1.8%
財務レバレッジ	14.7	24.3	16.3	11.3	16.0	11.3	17.2	6.4	12.9	14.5	14.1	9.1
預貸率 (LDR)	81.1%	94.0%	90.0%	82.1%	80.6%	80.5%	70.4%	70.5%	76.1%	81.5%	85.5%	93.6%
4. 経営効果												
活動総収入 (TOI)	3,949	11,995	10,037	2,708	1,626	6,158	3,301	4,688	1,917	11,303	1,948	8,869
貸倒引当金前純収益 (10 億ドン)	2,026	7,775	6,418	1,415	661	3,851	1,016	3,117	1,122	7,236	1,174	5,826
税引前利益 (10 億ドン)	1,915	2,251	2,182	1,109	605	2,451	400	3,045	767	5,425	1,010	2,560
利息収入／TOI	73.5%	76.2%	82.0%	85.8%	96.1%	71.4%	61.3%	66.6%	73.3%	75.9%	78.6%	83.7%
普通預金の比率 (CASA)	17.4%	15.0%	15.2%	10.2%	13.3%	33.0%	15.6%	30.4%	18.0%	30.6%	12.1%	10.4%
平均総金利	33.7%	30.9%	29.0%	38.0%	37.9%	34.3%	32.3%	29.5%	35.9%	25.3%	35.6%	61.8%
平均預金金利	20.3%	20.9%	18.2%	20.7%	24.0%	15.6%	22.9%	15.2%	19.1%	13.1%	20.0%	25.5%
純金利	13.4%	10.0%	10.8%	17.3%	13.9%	18.7%	9.4%	14.3%	16.8%	12.2%	15.7%	36.3%

NIM	3.6%	2.7%	2.9%	4.3%	3.5%	4.7%	2.5%	4.1%	4.2%	3.2%	4.0%	9.1%
不良債権引当金／ 引当金前利益	5.5%	71.0%	66.0%	21.6%	8.5%	36.3%	60.6%	2.3%	31.7%	25.0%	13.9%	56.1%
CIR	50.0%	31.8%	34.9%	47.0%	56.4%	37.7%	63.4%	35.0%	44.3%	36.6%	41.6%	35.8%
ROAA (%)	1.7%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%	2.1%	0.5%	2.7%	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%
ROAE (%)	25.9%	13.3%	12.3%	17.9%	16.3%	22.6%	9.2%	16.6%	23.7%	26.0%	26.1%	19.0%
5. 評価												
EPS (VND/株)	4,758	2,068	1,898	3,206	2,195	3,700	652	2,756	2,863	4,703	4,127	3,239
簿価(VND／株)	18,496	16,845	19,471	18,964	13,373	16,444	13,526	16,120	13,171	20,852	14,833	15,102
PER (x)	6.8	16.7	13.9	8.8	4.8	6.8	8.6	8.3	8.4	16.7	5.7	6.5
PBR (x)	1.5	2.2	1.1	1.5	0.6	1.4	0.7	1.3	1.6	3.8	1.4	1.2

ソース: BSC Research

付録 4: MBB の業績予測

	2018	2019F	2020F
利息収入	14,583	16,973	19,695
サービス事業による純利益	2,564	3,173	3,899
外貨営業による純利益	445	598	782
有価証券の投資による純利益	300	399	476
他の事業による純利益	1,517	1,509	1,535
資本出資による純利益	130	89	89
総営業収入	19,539	22,741	26,476
営業費用	(8,734)	(10,234)	(11,914)
貸倒引当金前純収益 (10 億ドン)	10,805	12,508	14,562
貸倒引当金費用	(3,038)	(2,638)	(3,074)
税引前利益	7,767	9,870	11,488
法人税費用	(1,577)	(2,004)	(2,333)
税引後利益	6,190	7,865	9,155
少数株主持分	98	125	145
親会社株主利益	6,190	7,740	9,009

	2018	2019F	2020F
総資産	362,361	427,106	497,126
現金、金、銀、宝石	1,737	2,037	2,392
中央銀行での預金額	10,548	12,170	14,152
他の金融機関で預金・貸付	45,062	52,861	62,074
有価証券の売買	578	578	578
デリバティブとその他の金融資産	36	37	37
貸付	211,475	250,986	289,430
有価証券の投資	73,834	86,732	104,163
出資、長期投資	497	497	497
固定資産	2,699	2,569	2,435
他の資産	15,865	18,645	21,374

	2018	2019F	2020F
I. 規模			
支店数	300	315	330
社員	15,233	16,956	19,740
II. 資産質			
1. 自己資本比率(CAR)			
CAR Basel II	11%	N/A	N/A
株主資本/総資産	9.4%	10.4%	10.6%
財務レバレッジ	10.6	9.6	9.5
2. 資産質			
2 グループ不良債権	1.6%	1.7%	1.7%
不良債権比率	1.3%	1.3%	1.4%
VAMC へ売却した不良債権を含む不良債権比率	1.3%	1.3%	1.4%
問題がある不良債権	1.5%	1.7%	1.8%
不良債権回収率	113.2%	105.0%	100.0%
不良債権引当金/2~5 グループ不良債権	49.3%	45.8%	43.6%
3. 流動比率			
預貸率(LDR)	77.6%	80.0%	80.0%
流動資産/総資産	36.4%	36.1%	36.9%
流動資産/預金	54.9%	54.8%	55.5%
インターバンクから預金/預金総額	19.4%	19.6%	19.3%
III. 利益性			
% 信用	16.9%	17.7%	14.6%
利息収入/TOI	74.6%	74.6%	74.4%
CASA 比率	42.1%	34.3%	36.2%
平均総金利	7.7%	7.9%	7.8%
平均預金金利	3.3%	3.6%	3.6%
純金利	4.4%	4.3%	4.2%
NIM	4.5%	4.5%	4.5%
貸倒引当金費用/引当金前利益	28.1%	21.1%	21.1%

買掛金と株主資本	362,361	427,106	497,126
総買掛金	328,188	382,821	444,637
政府と中央銀行から 借入額	2,633	2,633	2,633
他の金融機関の預金 と貸付	60,471	71,166	81,583
顧客の預金	239,964	281,500	330,558
デリバティブと他の債 務	42	42	42
有価証券	11,158	11,158	11,158
他の債務	13,601	16,003	18,344
株主資本	34,173	44,285	52,490
資本金	21,605	23,333	25,200
資本剰余金	—	—	—
金庫株	—	(2,376)	(2,376)
他の資本	28	28	28
未処分利益	7,124	16,684	21,624

CIR	44.7%	45.0%	45.0%
ROAA	1.8%	2.0%	1.9%
ROAE	19.4%	19.7%	18.6%

IV. 評価

EPS (VND/株)	2,736	3,168	3,414
BVPS (VND/株)	15,817	18,980	20,830

V. 成長率

% 総資産	15.4%	17.9%	16.4%
% 貸付	16.2%	18.7%	15.3%
% 預金	9.0%	17.3%	17.4%
% 税引前利益	37.3%	15.8%	16.4%
% 親会社株主帰属利益	68.3%	27.1%	16.4%

ソース: BSC Research

テクニク分析

MBB_ 下落

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 短期的な下落傾向
- MACD 指標: プラス分岐
- RSI 指標: 中立ゾーン、下落傾向

評価: MBB は抵抗線を株価の 24 で超えなかった後、下落している。売買高は下落している傾向があり、20 日の平均水準を下回っている。RSI 指標と MACD 指標は短期的な下落傾向をサポートしている。次の数日には、MBB は抵抗線を株価の 24 でテストする前に株価の 21.5~22.5 の範囲で累積するだろう。

MBB のテクニクチャート



Source: Amibroker, BSC

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。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

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

BSC ホーチミン 支店

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>

