BSC

2020年
セクター見通し

科目

1. 2020 年投資のテーマ 1
2. 2020 年のセクターに影響する国内外情勢及び政策 5
3. 各業種の経済サイクルと見通し 7
4. 2020 年セクター見通し 9
5. 2020 年に推奨される銘柄 12
銀行業 [有望] 14
消費財業 [有望] 21
IT・郵便業[有望] 25
電力業[有望] 28
工業団地区用不動産業 [有望] 32
損害保険業[中立] 35
不動産業[中立] 38
石油・ガス業[中立] 43
航空業 [中立] 46
水産業 [中立] 49
医薬品[中立] 52
ゴム業とタイヤ業[中立] 55
繊維・アパレル業[中立] 57
鉄鋼業[中立] 60
セメント業[中立] 62
プラスチック業[中立] 64
海運業[中立] 67
港湾業[中立] 69
精糖業[弱気] 71
建設業[弱気] 73

1. 2020 年投資のテーマ

第 1 のテーマは、ベトナムを「フロンティア市場」から「第二新興国市場」への昇格を期待するのは外資のキャッシュフローを誘致する。

第 2 のテーマは、カバーワラントと新規 ETF ファンドの開始という新製品は 2020 年上半期に海外のキャッシュフローを誘致すると期待しております。

第 3 のテーマは、新規上場、IPO、上場転換などの 2020 年計画がもっと促進される。2019 年 9 月の時点で、127 社のうち 36 社のみは株式化の手続きが完了し、年間計画の 28.3%を達成した。2019 年 9 月の時点で、405 社のうち 89 社は資回収を終え、年間計画の 21.9%を達成した。

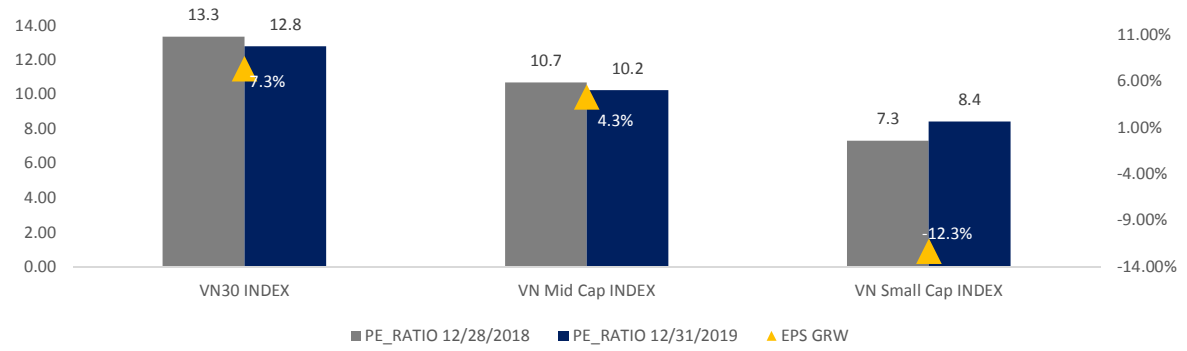
順番	社名	資本金(100 万 USD)	売却予定の割合(%)
1	Agribank	1,309	<35
2	Genco 1	770	>50
3	Genco 2	508	>50
4	VNPT	2,727	50-65
5	Vicem	622	50-65
6	Mobifone	644	50-65
7	Satra	372	50-65
8	HUD	89	>50
9	TKV	1,502	<35
10	DAKWACO	315	>50
	合計	**8,543**	

ソース: BSC Research

第 4 のテーマは、VN30 銘柄の中に割合の変更は VN インデックスに 2020 年に大きいな影響を与える。

第 5 のテーマは、ブルチップ株特に銀行業、小売業と IT 業は 2020 年に高い成長率を維持すると予測される。

VNインデックスの2019年PEとEPS成長率



ソース: Bloomberg, BSC Research

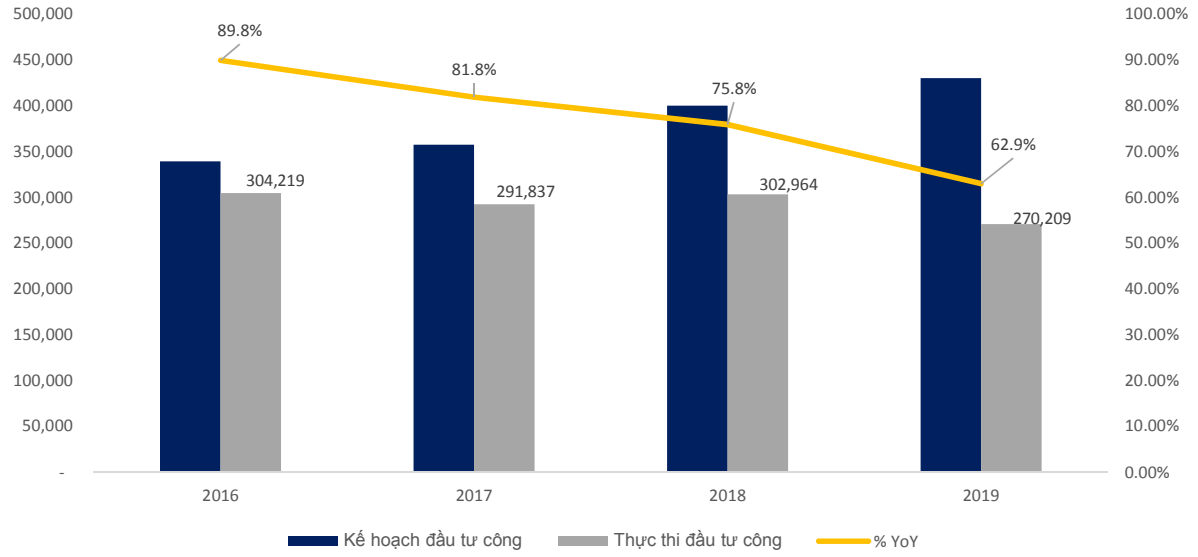
2020 年に新規上場銀行

銀行名	資本金(10 億ドン)	総資産(10 億ドン)
ベトナム農業農村開発銀行	30,496	1,353,171
Sài Gòn	15,232	552,548
Đông Nam Á	9,369	152,559
ベトナム公共銀行	9,000	151,738
Hàng Hải	11,750	148,342
Phương Đông	6,599	106,413
Nam Á	3,354	87,820
Việt Á	3,500	72,680
Bảo Việt (Baoviet bank)	3,150	53,663
Bản Việt	3,171	48,019
Petrolimex	3,000	30,940
Sai Gon Cong Thuong 銀行	3,080	22,077
Đông Á 銀行	5,000	
Dai Duong 銀行	4,000	
グローバル石油銀行	3,018	
建設銀行	3,000	
合計	**116,719**	**2,779,970**

ソース:商業銀行の財務諸表, BSC Research

第 6 のテーマは、公共投資が 2020 年に推進される政府の主要計画。

公共投資


500,000
450,000
400,000
350,000
300,000
250,000
200,000
150,000
100,000
50,000
-
100.00%
90.00%
80.00%
70.00%
60.00%
50.00%
40.00%
30.00%
20.00%
10.00%
0.00%
89.8%
81.8%
75.8%
62.9%
304,219
291,837
302,964
270,209
2016
2017
2018
2019
Kế hoạch đầu tư công
Thực thi đầu tư công
% YoY

ソース: 商工省

セクターにマクロ要素の影響

	貿易戦争	湾岸緊張/(石油価格は上昇)	FRBの利下げ	ヨーロッパ経済の困難/ Brexit / EURの下落	国内の利下げ	中国経済の低迷	CPTPP協定	FTAs協定
海運業	(+/-)	(-)		(+)	(+)		(+)	(+)
不動産業					(+)			
建設業					(+)			
セメント業				(+)	(+)			
繊維・アパレ	(+/-)	(-)		(-)	(+)		(+)	(+)
電気業		(-)		(+)	(+)			
薬製品業				(+)	(+)			
プラスチック業		(-)			(+)			
タイヤ業	(+)	(-)				(-)		
銀行業	(-)		(+)	(-)		(-)	(+)	(+)
鉄鋼業	(-)				(+)	(-)		
水産業	(+)			(-)	(+)	(-)		
精糖業					(+)	(-)		
石油・ガス業		(+/-)			(+)	(-)		
肥料業		(-)			(+)	(+)		
ゴム業		(+)				(-)		
タイル業		(-)			(+)			
IT 業		(-)		(-)				(+)
港湾業	(+/-)				(+)		(+)	
航空業	(+/-)	(-)			(+)		(+)	(+)
自動車業							(+)	
保険業	(-)				(+)			
小売業					(+)		(+)	(+/-)
食品業					(+)		(-/+)	(+/-)

ソース: BSC Research

2. 2020 年のセクターに影響する国内外情勢及び政策

順番	情勢や各政策	有効日	影響	影響度	2019 年 1 月 6 日の状態
国際情勢及び各政策					
	金融政策				
1	FRB：米国の経済成長率は安定し、現在金利を維持する。		絡み合い	超強い	影響中
2	中国人民銀行（PBOC）：中国経済の成長率は減速する		マイナス	超強い	影響中
3	欧州中央銀行(ECB)：金融緩和政策の継続		絡み合い	強い	影響中
4	原材料特に原油の価格が上がる。		絡み合い	強い	影響中
地域のマクロ政策					
5	米意中貿易戦争		絡み合い	超強い	影響中
6	アジア経済が前向きに成長しない		マイナス	強い	影響中
7	OPEC の会議	06/03/2020	絡み合い	強い	まだ影響していない
8	G7 の会議	10-12/06/2020	絡み合い	適当	まだ影響していない
国内情勢及び各政策					
	法律改正				
1	公共投資法の改正(PPP)		絡み合い	強い	まだ影響していない
2	投資法、企業法の改正		プラス	強い	まだ影響していない
3	証券法の改正	01/01/2021	プラス	強い	まだ影響していない
4	食品・ガソリンの価格が上昇		マイナス	適当	影響中
5	ベトナムが FTSE Russell の二次新興国市場にアップグレードする		プラス	強い	まだ影響していない

順番	情勢や各政策	有効日	影響	影響度	2019 年 1 月 6 日の状態
6	クウェートのアップグレードにより、MSCI フロンティア・マーケット・インデックスにおけるベトナム関連銘柄の構成比率が拡大する。	05/2020	プラス	強い	まだ影響していない
7	国有企業の株式化の強化		中立	適当	影響中
	金融政策				
8	米ドルの為替レートの低迷		中立	超強い	影響中
9	自己資本比率(CAR)は 8%である。	01/01/2020	絡み合い	適当	影響済み
	証券政策				
10	入庫待ち株式の売却		プラス	強い	まだ影響していない
11	保管証明書はなんですか、議決権がない保管証明書		プラス	強い	まだ影響していない
12	上場株式分類・変動幅緩和提案、		絡み合い	強い	まだ影響していない
13	株式商業銀行上場、ベトナム農業農村開発銀行（Agribank）の回収		プラス	強い	まだ影響していない
14	公開会社になるための条件を高める		絡み合い	適当	まだ影響していない
自由貿易協定					
1	ベトナム – EFTA FTA	交渉中	プラス	強い	まだ影響していない
2	ベトナム– Israel FTA	交渉中	プラス	強い	まだ影響していない
3	RCEP ASEAN	交渉中	プラス	強い	まだ影響していない

ソース: BSC Research

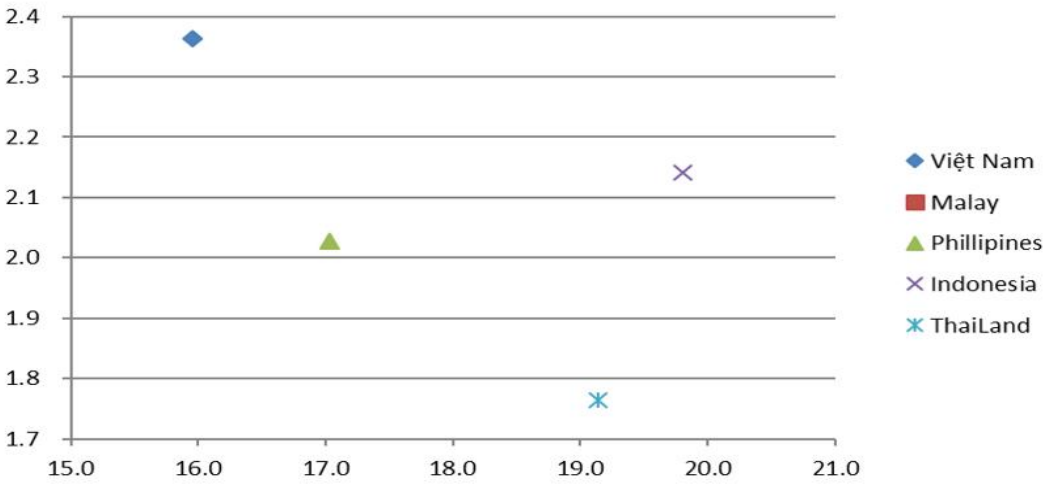
3. 各業種の経済サイクルと見通し

経済サイクル	インフレ率	経済政策	市場の状態
復旧の初期（Initial Recovery）	インフレ率が低下する	刺激	短期金利は下がる、長期金利が底につく 債権はピークになる 株価は上昇し始める
高度成長の前期（Early Upswing）	経済成長が好調が、インフレ率が下がる	刺激を手加減	短期金利は上がり、長期金利は底につくか、上昇するか。 債券は下がり始める 株価は上昇する
高度成長の後期（Late Upswing）	**インフレ率が上がり始める**	**引き締め**	**短・長期金利は上がる 債券は下がる 株価はピークで移動する**
減速期（Slowdown）	インフレ率が上がる	引き締めを手加減	短・長期金利はピークになり、低下し始める。 債券は上昇する。 株価が低下する
後退期（Recession）	インフレ率がピークになる	緩和	短・長期金利は低下する。 債券は上昇する。 後退期末に株価が上昇し始める。

ソース: BSC Research

地域の証券市場との比較

ベトナムと地域の PE、PB の比較



ソース: Bloomberg, BSC Research

国別の各セクターの PE、PB

	ベトナム		中間値		インドネシア		マレーシア		フィリッピン		タイ	
	P/E	P/B	**P/E**	**P/B**	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
金融	13.5	1.4	**16.4**	**1.6**	80.4	30.6	16.0	1.3	16.4	1.8	16.5	1.1
消費財	14.4	1.4	**27.9**	**2.2**	28.9	2.4	31.9	4.6	22.0	1.9	27.0	1.3
工業	11.2	1.0	**24.4**	**1.8**	30.8	1.8	20.3	2.2	14.5	1.8	28.4	1.3
石油･ガス	11.2	1.8	**12.1**	**1.1**	6.3	0.7	30.6	3.8		0.4	12.1	1.5
サービス	13.3	2.1	**27.2**	**2.3**	33.1	1.8	10.5	3.2	27.4	2.8	27.0	1.3
基本資材	21.7	0.7	**28.4**	**1.4**	29.5	1.2	27.3	2.7	7.5	1.6	72.1	0.9
公共	12.7	1.6	**23.4**	**1.7**	22.3	1.1	39.4	1.5	10.7	1.9	24.5	2.3
テクノロジー	16.1	1.7	**22.8**	**1.5**	29.6	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a	16.1	1.4
健康	15.7	2.0	**30.4**	**2.3**	19.6	2.3	51.1	2.2	n/a	n/a	30.4	3.4
通信	12.2	2.8	**26.2**	**3.6**	53.9	2.6	24.1	3.9	24.1	3.9	28.3	3.3

ソース: Bloomberg, BSC Research

4. 2020 年セクター見通し

業界	観点	注意銘柄
銀行業	有望	買い: VCB ACB MBB VPB 観察: TCB
工業団地区用不動産	有望	買い: SIP 観察: KBC, IDC
IT・通信業	有望	買い: FPT, VTP, 観察: CMG
電気業	有望	買い: REE, PC1
消費財業	有望	買い: MWG, PNJ , 観察: SAB,VNM,MSN
商業用不動産	中立	買い: VHM, NLG, KDH, HDG

水産業	中立	買い: VHC 観察: ANV
薬製品業	中立	観察: DHG
港湾業	中立	観察: GMD
ゴム・タイヤ業	中立	買い: DRC, 観察: GVR, PHR
繊維・アパレル業	中立	買い: MSH, STK. 観察: TNG
石油・ガス業	中立	買い: PVD 観察: GAS

航空業 g	中立	観察: VJC, HVN
鉄鋼業	中立	買い: HPG
セメント業	中立	買い: HT1
プラスチック業	中立	観察: BMP, AAA
海運業	中立	観察: PVT
精糖業	弱気	買い: QNS
建設業	弱気	観察: CTD , HBC , LCG

ソース: BSC Research

5. 2020 年に推奨される銘柄

銘柄	2020 年の収入	2020 年の税引後利益（10 億ドン）	2020 年の EPS（ドン/株）	予想 P/E	予想 P/B	2020 年の ROA	2020 年の ROE	2019 年 12 月 31 日の終値	目標価格
VCB	56,165	24,531	6,814	12.5	3.5	1.90%	27.7%	85,200	98,556
CTG	36,555	9,174	2,463	8.3	0.9	0.70%	11.0%	20,150	24,700
TCB	24,046	11,645	3,326	7.1	1.1	3.00%	15.9%	23,600	26,000
VPB	40,093	10,125	4,002	4.5	0.9	2.40%	19.1%	18,010	24,000
MBB	27,218	9,480	3,702	6.2	1.1	1.90%	17.7%	22,800	28,500
HDB	13,020	4,542	4,090	6.7	1.2	1.50%	17.4%	27,600	30,696
STB	15,452	2,353	1,248	8.8	0.7	0.50%	7.8%	10,950	12,568
TPB	8,088	3,294	3,845	5.8	1.3	2.00%	22.1%	22,350	24,154
ACB	18,857	6,855	3,874	6	1.4	1.60%	23.9%	23,400	27,800
VIB	9,984	3,533	3,727	4.9	1.1	1.70%	21.6%	18,200	19,528
LPB	6,403	1,648	1,816	4	0.5	0.70%	12.8%	7,300	9,856
PNJ	18,288	1,420	6,285	15.9	3.7	16.80%	25.9%	86,000	97,310
MWG	130,852	5,145	10,569	10.8	3.1	11.20%	31.2%	114,000	176,400
VNM	59,909	11,693	6,054	19.5	5.2	25%	31.7%	116,500	135,800
MSN	43,135	5,000	4,145	23.7	7.6	11.90%	10.8%	56,500	65,000
SAB	42,698	6,263	8,674	31.8	6.9	22%	31.6%	228,000	280,000
FPT	33,857	4,919	5,971	9.7	2.5	17%	24%	58,300	75,300
VTP	10,881	503	7,745	14.9	7.1	15%	45%	115,000	162,500
PPC	7,834	875	2,682	10	1.54	13.20%	15.3%	26,900	31,200
POW	30,350	2,095	895	14.8	0.9	4.06%	6.8%	11,450	14,000
NT2	7,229	420	1,459	11.3	1.67	5.30%	10.9%	21,650	25,100
REE	5,510	1,695	5,466	6.7	0.92	8.70%	13.6%	36,300	48,000
PC1	6,469	623	3,910	4.6	0.6	7.10%	14.5%	17,500	29,000
KBC	3,726	1,021	2,148	7.19	1.05	12.80%	7.5%	15,450	17,139
SIP	4,029	332,6	4,816	19.8	3.5	17%	11%	95,500	131,074
PVI	9,509	710	2,820	11	0.9	3.30%	9.3%	31,200	37,900
BMI	4,071	172	2,015	12	0.96	3.30%	7.6%	24,600	28,300
VHM	60,857	25,560	7,803	11.7	4.6	15.20%	38.5%	84,800	102,600
KDH	3,930	1,182	2,713	9.9	2.2	9.00%	13.1%	26,900	32,700
NLG	1,717	1,011	4,227	6.5	1	10.10%	15.7%	27,500	37,000
HDG	6,533	1,195	9,765	3.07	0.72	7.10%	14.5%	17,500	41,560
GAS	84,227	13,197	6,895	13.5	3.2	18.60%	22.7%	98,000	105,500
PVD	5,515	131	310	29.5	0.42	0.60%	0.9%	15,050	18,900
HVN*	77,435	2,624	1,865	18.1	2.6	3.80%	14.2%	33,750	N/A
VJC	63,197	5,822	11,114	13.1	3.75	13.10%	32.2%	146,200	156,800
VHC	9,624	1,327	7,533	5.2	1.5	18%	25.0%	39,850	46,800

ANV	5,428	483	5,859	4	1.1	19%	27.0%	22,900	N/A
DHG	4,243	661	4,551	20.1	2.7	12%	16.0%	91,000	89,000
DBD	1,285	156	2,978	18.4	2.6	11%	15.0%	54,800	N/A
PME	2,013	362	4,820	11.3	1.7	14%	16.0%	54,300	N/A
PHR	1,430	903	6,671	5.8	1.7	13.50%	7.8%	38,200	46,725
DPR	1,117	234	5,833	6.7	0.8	9.40%	6.6%	35,250	40,736
DRC	4,468	314	3,045	7.7	1.6	17.70%	11.2%	23,300	28,894
MSH	5,136	814	9,175	4.8	1.5	16%	32.0%	44,300	56,000
TNG	4,833	236	4,783	3.1	0.7	8%	22.0%	14,900	N/A
STK	2,750	257.6	3670	4.7	1	18%	8.0%	17,550	19,590
HPG	75,522	9,089	2,993	7.9	1.7	9.10%	21.0%	23,500	35,000
HT1	9,279	816	1,924	8.5	1.07	8.50%	15.2%	14,950	20,200
BMP	4,497	477	5,241	8.6	1.4	13.70%	16.3%	45,200	52,400
AAA	10,678	515	2,709	4.7	0.6	5.60%	14.4%	12,700	15,900
PVT	8,381	937	2.621	6.39	0.79	6.80%	13.6%	16,800	20,200
GMD	3,100	454	1,394	12.4	1	3.80%	6.1%	23,300	27,500
QNS	9,673.90	1,336.70	3,688	8	1.7	17.70%	23.3%	27,000	35,000
CTD	10,190	853	10,373	6.1	0.5	5%	10.0%	51,300	51,865
HBC	17,453	528	2,681	4.1	0.6	3.50%	15.0%	10,700	11,260

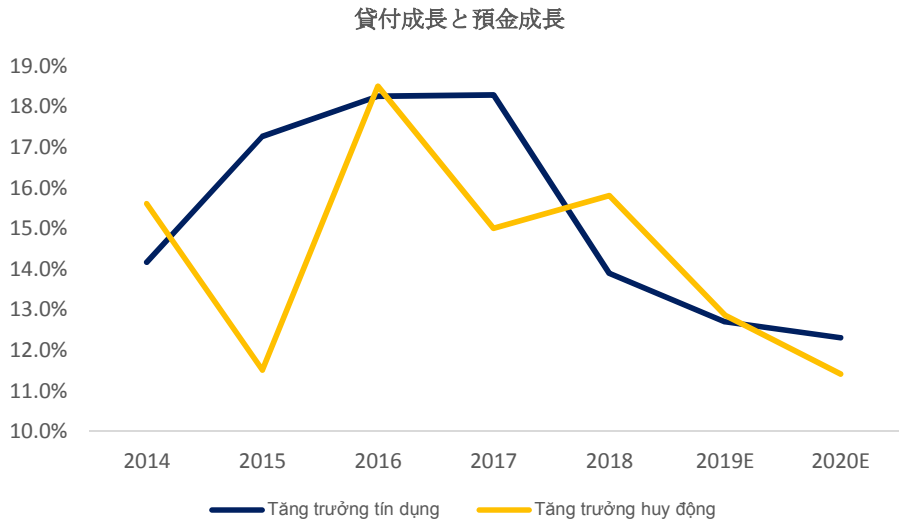
ソース: BSC Research

銀行業 [有望]

- 2020 年には、BSC の予測によると、貸付成長率は+12.5%であり、預金成長率は+11.4%である。
- 銀行業の NIM（純金利マージン）は 2020 年に僅かに上昇すると予想された 。NIM の上昇は(1)貸付金利と預金金利を引き下げる傾向がある;(2) 預貸率（貸付金残高／資金調達勘定残高＝LDR)を 85%に上げるのは預金圧力を低下させる;(3)貸付構成の変更は NIM を改善するということから由来する。
- 各銀行は、バーゼル2の基準に沿って自己資本比率の引き上げ、外国パートナーよりの増資を引き続き行う。
- **各銀行は運営体制の健全化及び安全化を促進している。**
- OCB、MSB、Seabank などのいくつかの銀行は新規上場を予定している。

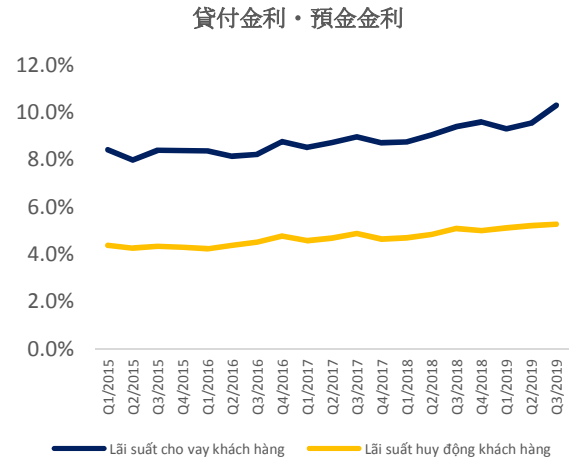
ベトナムは銀行業界の発展を支える安定した経済を維持し続けています。BSC は、2020 年には、ベトナム経済は成長率が僅かに減速するが、地域や世界と比較して高い水準で維持すると予測しています。国内総生産(GDP)成長率は 6.5～6.6%と上昇する。銀行システムの流動性は安定的な水準で維持すると予測されています。

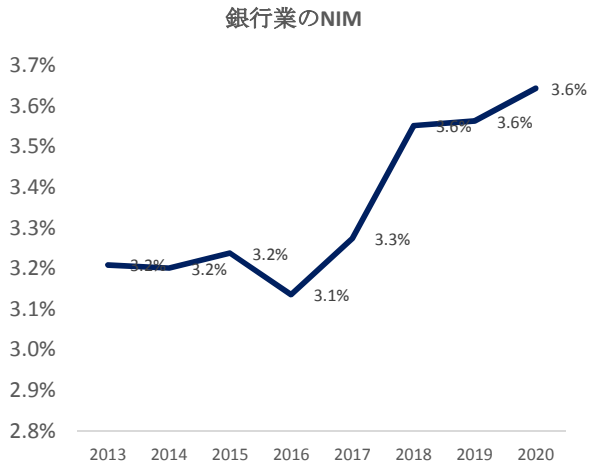
BSC の予測によると、2020 年の貸付成長率は 12.5%で、前年の 13%から減速する。この予測は、(1)経済成長と GDP 成長の減速、(2)生産と経営用長期借入成長の減速、(3)CTG、Agribank などの資本が足りない銀行が信用を制限されることに基づいています。BSC は、銀行システムの預金成長率は 11.4%上昇すると期待しております。



ソース: BSC Research

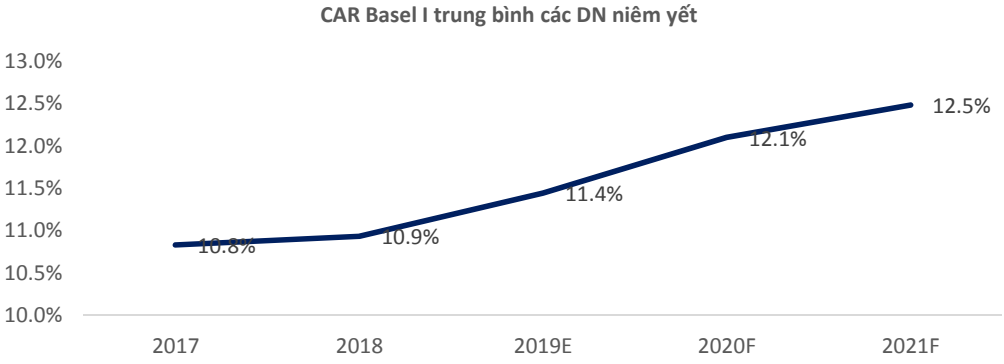
銀行業の NIM（純金利マージン）は 2020 年に僅かに上昇すると予想された 。NIM の上昇は(1)貸付金利と預金金利を引き下げる傾向がある;(2) 預貸率（貸付金残高／資金調達勘定残高＝LDR)を 85%に上げるのは預金圧力を低下させる;(3)貸付構成の変更は NIM を改善するということから由来する。BSC は銀行業の NIM が 2020 年に 3.64%上昇すえうと推定しております。





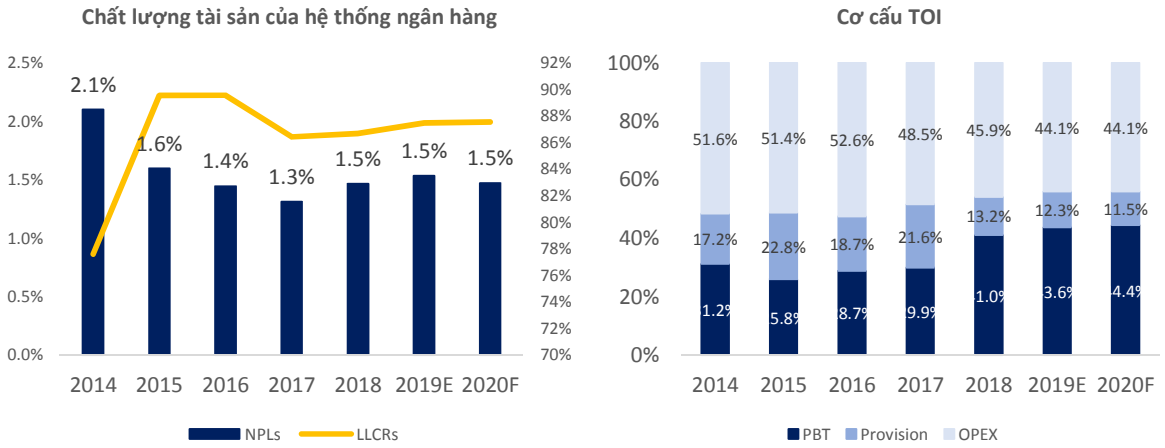
ソース: BSC Research

各銀行はバーゼル2の基準に沿って自己資本比率を引き上げる。自己資本比率の引き上げは(1)株式配当を支払うこと、(2)外国人パートナーへ新株を発行することを通じます。2019 年には、韓国の KEB ハナ銀行(KEB Hana Bank)は BID の株式（資本金の 15%相当を購入した。現在、BSC の推定によると、上場銀行の国際的な資本規制「バーゼル I」は 2019 年に 11.4%であり、2020 年に 12.1%に上げる可能性がある。



ソース: BSC Research

貸倒引当金繰入費用は資産質の向上で減少する。2020 年には、各銀行の資産質は、(1)貸付成長率が低い水準であることで、各銀行が安全的な借入を選ぶことができること;(2)不動産業、製造業などのリスクがある産業への貸付を管理・制限すること;(3)不良債権の処理を強化すること;(4)上場銀行の大部分は国際的な資本規制「バーゼル I」の導入を完了すること;(5)多くの銀行は不良債権の処理を完成したこと;(6) 短期資金での長期貸付比率は 2020 年 10 月に 40%に引き下げ、2022 年に 30%に引き下げることのおかげで、向上されると評価しております。



ソース:財務諸表, BSC Research

今後に新規上場する予定の銀行:OCB(資本金 4 兆 VND)、Maritimebank(資本金 11 兆 7,500 億 VND)、Seabank(資本金 5 兆 4,660 億 VND)、ABBbank(資本金 5 兆 3,190 億 VND)、Saigonbank(資本金 3 兆 800 億 VND)、Nam A Bank(資本金 3 兆 210 億 VND)、Viet A Bank(3 兆 5,000 億 VND)だった。

投資観点 –有望

2020 年には、利息による収益の成長率は前年比+14.6%上昇するが、サービス手数料、保険商品販売事業、債務の回収などの非金利収入の成長率は大幅に上昇すること及び、資産の品質が向上されることは減価償却引当金費用を減少させると予測しております。それによると、BSC は、2020 年には、上場銀行の総営業収益(TOI)と税引前利益(PBT)をそれぞれ、前年比 15.7%増の 325 兆 8,080 億ドン、同 21.4%増の 125 兆 8,920 億ドンと予測しております。BSC は銀行業の 2020 年見通しを「有望」と評価して、VCB、ACB などの主力株の投資戦略を「買い」と推奨しております。

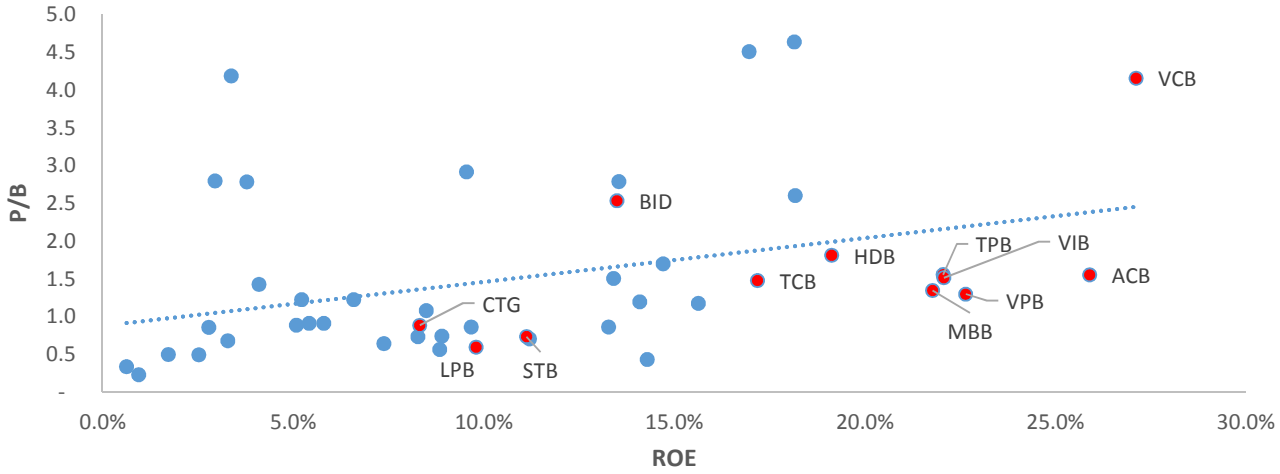
上場銀行の 2019 年業績(BSC の推定)

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
規模												
資本金(10 億ドン)	24,532	76,770	74,790	19,655	11,465	44,275	27,684	61,431	12,391	72,830	13,391	42,330
株主資本(10 億ドン)	16,752	54,472	37,234	9,810	8,250	23,333	18,852	34,966	8,566	35,978	7,835	25,300
総資産(10 億ドン)	377,185	1,625,090	1,245,055	251,601	210,367	427,096	450,440	358,514	153,215	1,180,887	183,687	370,266
株主資本／総資産	6.5%	4.7%	6.0%	7.8%	5.4%	10.4%	6.1%	17.1%	8.1%	6.2%	7.3%	11.4%
成長(年初比)												
% 信用	17.0%	12.0%	6.0%	19.6%	14.0%	17.7%	16.0%	18.4%	17.0%	15.0%	34.0%	16.6%
% 総資産	14.5%	23.8%	6.9%	16.4%	20.1%	17.9%	10.9%	11.7%	12.5%	10.1%	32.0%	14.5%
% 貸付	17.0%	12.3%	6.0%	20.6%	14.0%	18.6%	16.1%	12.2%	18.3%	15.1%	35.3%	17.0%
% 預金	10.0%	20.7%	16.6%	20.2%	4.1%	17.7%	11.8%	10.4%	15.0%	10.0%	5.2%	12.1%
% TOI	16.6%	13.0%	11.2%	22.2%	13.5%	16.2%	13.9%	16.4%	32.5%	20.8%	33.9%	12.6%
%貸倒引当金前純利益	16.2%	13.4%	23.5%	27.9%	30.0%	15.6%	13.9%	19.5%	47.5%	18.3%	36.8%	13.1%
% 税引前利益(PBT)	14.7%	14.0%	42.5%	24.8%	55.9%	26.6%	13.2%	15.3%	42.0%	31.4%	34.3%	3.5%
資産質												
2 グループ不良債権比率(%)	0.2%	2.3%	0.6%	1.2%	1.6%	1.7%	0.4%	1.8%	2.1%	0.6%	1.5%	5.2%
不良債権比率(%)	0.7%	1.9%	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	2.1%	1.5%	1.3%	1.0%	2.0%	3.4%
VAMC へ売却した不良債権を含む不良債権比率	0.7%	2.6%	2.4%	2.9%	1.6%	1.3%	12.1%	1.5%	1.3%	1.0%	2.0%	4.0%
問題がある不良債権(%)	-0.3%	2.8%	0.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.1%	2.1%	2.2%	-0.2%	2.9%	7.4%
不良債権引当金／貸付金残高合計	1.2%	1.5%	1.6%	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.1%	1.8%	0.7%	1.5%
不良債権回収率(LLCRs)	160.0%	77.0%	100.0%	71.2%	90.0%	105.0%	70.0%	84.9%	90.0%	180.0%	34.9%	42.1%
不良債権引当金／2～5 グループ不良債権	130.2%	34.9%	72.4%	39.7%	42.0%	45.8%	57.9%	46.7%	35.1%	112.0%	19.9%	16.5%

未収金の利益・手数料／貸付	1.5%	1.2%	0.8%	2.9%	3.2%	1.6%	8.3%	3.7%	1.5%	1.2%	1.5%	2.0%
流動性リスクと自己資本比率(CAR)												
預貸率(LDR)	80.0%	85.0%	90.0%	73.1%	75.0%	80.0%	75.0%	67.5%	60.0%	78.0%	85.0%	93.1%
流動資産／総資産	26.2%	30.2%	23.7%	37.2%	31.7%	36.1%	21.7%	44.8%	33.7%	37.3%	32.9%	24.9%
流動資産／預金	31.7%	39.6%	33.7%	62.2%	42.3%	54.8%	25.1%	91.3%	60.5%	60.6%	59.2%	46.2%
インターバンクから預金／預金総額	5.6%	1.7%	8.8%	15.6%	6.8%	13.3%	0.3%	11.8%	0.0%	9.1%	12.2%	9.3%
財務レバレッジ	15.4	21.2	16.6	12.8	18.3	9.6	16.3	5.8	12.4	16.2	13.7	8.7
CAR Basel I	12.7%	11.4%	10.2%	12.0%	10.4%	11.5%	10.5%	14.1%	11.4%	11.3%	12.3%	13.5%
経営効率												
総営業収益(TOI)	16,358	50,265	31,946	11,539	5,540	22,705	13,302	21,355	7,456	47,445	8,149	35,013
貸倒引当金前純収益（10 億ドン）	8,506	32,170	17,890	6,394	2,380	12,488	4,373	14,949	4,101	30,365	4,645	23,134
税引前利益(10 億ドン)	7,329	10,801	9,593	4,999	1,891	9,831	2,544	12,289	3,207	24,044	3,683	9,525
利息収入／TOI	73.5%	76.9%	76.7%	83.1%	102.7%	74.8%	66.1%	65.9%	67.5%	76.6%	73.5%	85.5%
普通預金の比率(CASA)	17.5%	14.1%	16.7%	8.5%	18.4%	34.3%	15.2%	31.9%	19.1%	31.9%	16.6%	13.7%
平均総金利	8.4%	7.3%	6.5%	9.2%	7.3%	7.9%	8.1%	7.7%	8.9%	3.2%	8.2%	14.8%
平均預金金利	4.9%	4.7%	4.8%	4.3%	4.7%	3.6%	5.3%	3.7%	4.4%	6.0%	4.4%	5.8%
純金利	3.5%	2.7%	1.7%	4.9%	2.7%	4.3%	2.8%	4.0%	4.5%	2.8%	3.9%	9.0%
NIM	3.6%	2.7%	2.0%	4.3%	2.7%	4.5%	2.4%	4.4%	4.1%	3.3%	4.0%	9.3%
不良債権引当金／引当金前利益	13.8%	66.4%	46.4%	21.8%	20.6%	21.3%	41.8%	17.8%	21.8%	20.8%	20.7%	58.8%
CIR	48.0%	36.0%	44.0%	44.6%	57.0%	45.0%	67.1%	30.0%	45.0%	36.0%	43.0%	33.9%
ROAA	1.6%	0.5%	0.6%	1.4%	0.7%	1.8%	0.5%	2.7%	1.7%	1.6%	1.6%	2.0%
ROAE	23.9%	10.9%	10.3%	17.7%	13.1%	17.4%	7.4%	15.9%	20.7%	26.5%	22.0%	17.9%
RORWA	2.6%	1.0%	0.8%	1.8%	0.9%	2.1%	0.7%	2.1%	2.2%	2.8%	3.0%	2.3%
RARORAC	24.7%	13.1%	11.4%	21.3%	13.2%	22.3%	10.8%	19.2%	23.2%	28.9%	16.1%	21.2%
評価												
EPS (VND/株)	3,500	1,540	2,073	3,554	1,814	3,304	1,080	2,790	2,992	5,364	3,761	2,996
簿価(VND／株)	14,644	14,093	20,086	20,036	13,897	18,975	14,685	17,569	14,465	20,243	17,093	16,731

ソース: BSC Research

地域における他の銀行比ベトナム銀行の評価



ソース: Bloomberg, BSC Research.

ACB – 買い –理論価格 27,800 VND/株 – Upside 21%

ACB は、コア事業の好調な業績、良好な性質を持っている銀行であり、我々の選好している銘柄である。2020 年には、ACB は安定的な成長率を維持し、利益成長率が前年比 15～17%で上昇すると予測されております。また、今後、ACB は(1)保険商品販売の独占署名、(2)子会社の一部の売却という特別な収入を計上する可能性がある。BSC は(1)貸付成長率が 14%上昇し、NIM が 3.6%である;(2)不良債権比率が 0.7%、不良債権回収率が 165%、LDR が 80%であるという仮定を基づく、ACB の総営業収入(TOI)を前年比 15.3%増の 18 兆 8,570 億ドン、税引前利益を同 16.9%増の 8 兆 5,690 億ドン、2019 年の EPS を 3,761VND／株と予測しております。

VCB – 買い – 理論価格 98,500 VND – 121,000 VND／株 – Upside 12.8% – 40.7%

2020 年には、BSC は(1)高い利益性、良い資産品質;(2)大規模と多くの前向きな事業傾向;(3)保険商品販売事業が VCB の利益をもたらすという仮定を基づく、VCB の投資評価を「観察」から「買い」に引き上げ、理論価格を 97,000VND～121,000VND／株と評価しております。2020 年には、VCB は外国人投資家へ株式を引き続き売却する可能性がある。BSC は VCB の総営業収入(TOI)を前年比 22.6%増の 55 兆 9,050 億ドン、税引前利益を同 26.5%増の 30 兆 5,380 億ドン、2020 年の EPS を 6,644VND／株と予測しております。

MBB – 買い – 理論価格 25,000 VND/株 – Upside 19%

BSC は 2020 年には、(1)高い利益性、良い資産品質;(2)株価が安く評価されているという仮定を基づく、MBB の投資評価を「買い」とし、理論価格を 25,000VND／株と評価

しております。MBB は中長期的な投資に適した株式です。今後の 2～3 年間には、MBB の利益の平均成長率は 15%～20%上昇すると評価しております。M Credit は MBB の NIM を向上させるだろう。しかし、M Credit の資産質は他の金融機関より低いと注意してください。2020 年には、BSC は MBB の総営業収入(TOI)を前年比 16.4%増の 26 兆 4,760 億ドン、税引前利益を同 16.4%増の 11 兆 4,880 億ドン、2020 年の EPS を 3,414VND／株、PBF が 1.1xと予測しております。

VPB – 買い – 理論価格 24,000 VND/株 – Upside 24.5%

BSC は 2020 年には、(1)高い利益性、良い資産品質;(2)株価が安く評価されている;(3)多くの前向きな事業傾向が 2020 年にあるという仮定を基づく、VPB の投資評価を「買い」とし、理論価格を前年比 37%増の 26,500VND／株と評価しております。2019 年には、VPB は VAMC の社債の約 2 兆 5,000 億ドンを貸倒引当金に繰入れたことで、VPB の利益を大幅増加させるだろう。2020 年には、BSC は VPB の総営業収入(TOI)を前年比 11.8%増の 40 兆 930 億ドン、税引前利益を同 25%増の 12 兆 9,550 億ドン、2020 年の EPS を 3,414VND／株と予測しております。

TCB – 観察 – 理論価格 26,000 VND/株 – Upside 13%

BSC は 2020 年には、(1)高い利益性;(2) 多くの潜在的な事業で先駆銀行となり;(3)株価が安く評価されているという仮定を基づく、TCB の投資評価を「観察」とし、理論価格を前年比 18%増の 26,000VND／株と評価しております。今後の 2～3 年間には、TCB の収益成長率は 15～20%で上昇するだろう。2020 年には、BSC は TCB の総営業収入(TOI)を前年比 12.6%増の 24 兆 460 億ドン、税引前利益を同 19.2%増の 14 兆 6,500 億ドンと予測しております。

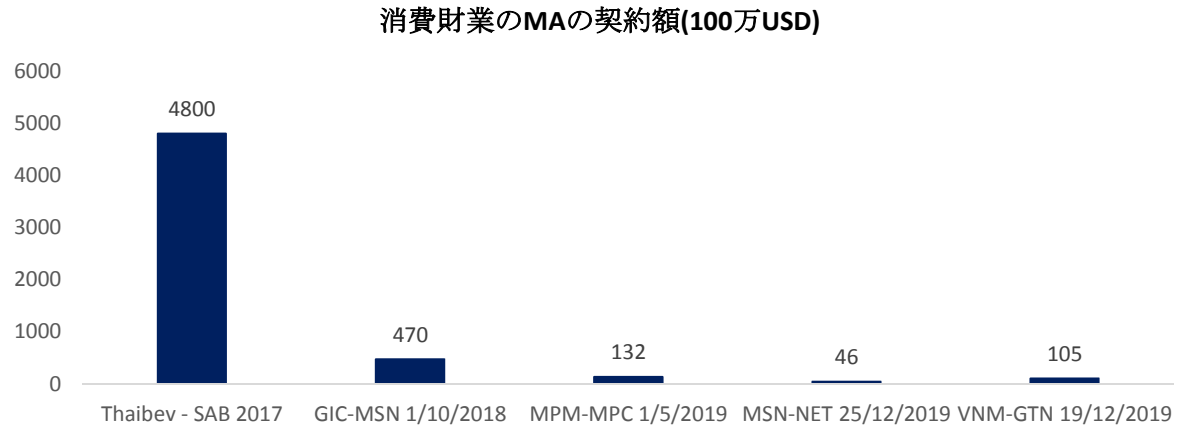
銘柄	2020 年の売上予想（10 億ドン）	2020 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2020 年の EPS 予想（VND/株）	P/E 2020	P/B 2020	ROA 2020	ROE 2020	2019 年 12 月 18 日の終値	理論価格
VCB	56,165	24,531	6,814	12.5	3.5	1.9%	27.7%	85,200	98,556
CTG	36,555	9,174	2,463	8.3	0.9	0.7%	11.0%	20,150	24,700
TCB	24,046	11,645	3,326	7.1	1.1	3.0%	15.9%	23,600	26,000
VPB	40,093	10,125	4,002	4.5	0.9	2.4%	19.1%	18,010	24,000
MBB	27,218	9,480	3,702	6.2	1.1	1.9%	17.7%	22,800	28,500
HDB	13,020	4,542	4,090	6.7	1.2	1.5%	17.4%	27,600	30,696
STB	15,452	2,353	1,248	8.8	0.7	0.5%	7.8%	10,950	12,568

TPB	8,088	3,294	3,845	5.8	1.3	2.0%	22.1%	22,350	24,154
ACB	18,857	6,855	3,874	6.0	1.4	1.6%	23.9%	23,400	27,800
VIB	9,984	3,533	3,727	4.9	1.1	1.7%	21.6%	18,200	19,528
LPB	6,403	1,648	1,816	4.0	0.5	0.7%	12.8%	7,300	9,856

ソース: BSC Research

消費財業 [有望]

- 統計総局(GSO)の発表によると、2019 年通年の小売売上高(推定値)は、前年比+12.4%増の 4,940 兆ドンとなった。
- ベトナムのアクセサリーの 2019 年消費成長率は前年比-2%減少すると予想されています。
- BSC は、消費財業の 2020 年見通しが「有望」であり、成長率が 2 桁を超えると予測しています。



ソース: Cafef, BSC Research

投資観点- 有望

BSC は消費財業の 2020 年見通しを「有望」と評価しております。小売業の 2020 年収益成長率は 20%以上上昇すると評価しております。しかし、食品・飲料業は「中立」と評価を維持しております。BSC は PNJ と MWG という小売業の投資評価を「買い」とし、VNM と SAB、MSN という食品・飲料業の 2020 年投資評価を「観察」としております。

MWG – 買い – 理論価格 176,400 VND/株 – PE fw = 11.5x.

- **2020 年には、MWG は**家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH)」の新規オープン店舗数と 食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach

hoa XANH) の新規オープン店舗数を増加することではなく、経営品質の改善に集中します。BSC は、(1) 2020 年には、既存店舗収益成長率(SSSG)が7%上昇する;(2) 時計、メガネ、ラップトップなどの様々な商品を拡大することという要素を基づく、MWG の収益が増加すると期待しております。

- 食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH)-店舗数を引き続き拡大。MWG が 2019 年に倉庫(DC)及び物流システムの開発を促進したことで、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)-店舗数は 2020 年末に 1500 店舗を引き上げると期待しております。また、2020 年の売上総利益率は 18%から 20%に引き上げ、2020 年 1-3 月期の平均収入は 1 店舗当たり 15 億ドンに達すと期待しております。
- **BSC は、MWG の 2020 年収入を前年比 26.8%増の 130 兆 850 億ドン、税引後利益を同 33.5%増の 5 兆 1,450 億ドンと予測しております。**

PNJ – 買い – 理論価格 97,310 VND/株 – PE fw = 13.6x.

- **BSC は PNJ が 2020 年に回復すると期待しております。**
- 2020 年には、既存店舗収益成長率(SSSG)は 10～12%上昇する。
- **PNJ は売上総利益率を 30～31%で維持するだろう。2019 年には、PNJ の売上総利益率は 33%と上昇し、最高水準を記録した。しかし、原材料費用が増加する傾向があるし、PNJ が事業の再構成を実施することで、2020 年の売上総利益率が 30～31%で留まるだろう。**
- **BSC は、2020 年には、PNJ の収入を前年比 12.7%増の 18 兆 2,880 億ドン、税引後利益を同 21%増の 1 兆 4,200 億ドンと予測しております。**

MSN – 観察 – 理論価格 65,000 VND/株 – PE fw = 23.7x

- **企業の再構成。**MSN が Vincommerce 社を受け取った後、MCH は、VCM が蓄積した損失を回避するために、VCM の事業再構築に焦点を合わせる必要があると考えています。また、MCH の主な製品の消費成長率は 5%で、前年同期の 20%から減速している。
- **2020 年には、MML は EBITDA で損益分岐点を達す計画を設定しています。BSC はこの計画を達成するために、MML が北部と南部における店舗数の 200～300 店舗をオープンするのは必要だと評価しております。また、**MML は、

南部市場向けの冷肉供給源に対応するため、ロンアンに冷肉工場を建設します。

- **MSR の挑戦**: MSR の収入は 2019 年にタングステン価格の急落により大幅に減少した。BSC は、米中貿易戦争が冷え込む時にタングステン価格が 2020 年に上昇する可能性があると考えられます。
- **BSC は 2020 年には、MSN の収入を前年比 8%増の 43 兆 1,350 億ドン、税引後利益を同 7%増の 5 兆ドンと予測しております。**

VNM – 観察 – 理論価格 135,800 VND/株 – PE fw 19.5x

- **2020 年には、国内市場での収益成長率は前年比 5～7%と上昇する。VNM の国内シェアは 61%を占め、トップとなった。**現在、VNM は新製品の開発とマーケティングの強化に集中しており、顧客を引き付けています。
- **GTN からの成長潜在。2019 年 12 月には、VNM は GTN 株 75%を保有していると発表した。そのために、VNM 会社が北部で市場シェアを拡大し、GTN を通じる中国市場へ輸出する計画がある。**
- **BSC は 2020 年には、VNM の収入を前年比 6.7%増の 59 兆 9,090 億ドン、税引後利益を同 7%増の 10 兆 9,640 億ドンと予測しております。**

SAB – 買い – 理論価格 280,000 VND/株 – PE fw 31.8x.

- **2020 年の収入成長率は、(1)新製品発展研究事業に投資し、**Heineken, Saporo などの外国の企業と競争するために、ハイエンドセグメントで SAB の製品類を再構成する;(2)起業の再構成を実施し、売上総利益率を向上するために費用を削減することのおかげで、上昇する。
- **2020 年には、原材料の価格が下落するのは売上総利益率を増加させる。**
- **議定第 100 号/2019 はビール業の生産量及び SAB の成長率にマイナス影響するだろう。**
- **BSC は 2020 年には、SAB の収入を前年比 9%増の 42 兆 6,980 億ドン、税引後利益を同 18%増の 6 兆 2,360 億ドンと予測しております。**

銘柄	2020 年の売上予想	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	P/E 2020	P/B 2020	ROA 2020	ROE 2020	2019 年 12 月 18	理論価格	Upside

	（10 億ドン）	予想（10 億ドン）	予想（VND/株）					日の終値		
PNJ	18,288	1,420	6,285	15.9	3.7	16.8%	25.9%	86,000	97,310	+13.2%
MWG	130,852	5,145	10,569	10.8	3.1	11.2%	31.2%	114,000	176,400	+54.7%
VNM	59,909	11,693	6,054	19.5	5.2	25%	31.7%	116,500	135,800	+16.5%
MSN	43,135	5,000	4,145	23.7	7.6	11.9%	10.8%	56,500	65,000	+15%
SAB	42,698	6,263	8,674	31.8	6.9	22%	31.6%	228,000	280,000	+22.8%

ソース: BSC Research

IT・郵便業[有望]

- IT人材の不足は2020年に増え続けており、企業の採用が困難になっています。
- 2020年には、5Gネットワークの展開は加速すると予想されます。
- BSCはIT・郵便業の2020年見通しを「有望」と評価しております。買い銘柄：FPT、VTP；観察銘柄：CMG。

IT 人材の不足は 2020 年に増え続けており、企業の採用が困難になっています。

2020 年には、5G ネットワークの展開を強化すると予想されます 。

投資観点—有望

BSC は IT・通信業の投資見通しを**「有望」**と評価している。ソフトウェアの輸出と通信サービスの成長可能性で、FPT と CMG の見通しが有望になっている。しかし、IT 人材の不足は 2020 年に増え続けているのは業績の成長率に影響するだろう。ベトナムの IT 企業の株価が地域の同業他社より魅力的である。

VTP などの郵便業では、BSC は、(1)オンラインで販売チャンネルの成長率が引き続き増加している；(2)販売システムが VTP の成長原動力となるということを期待しております。VGI などの通信業関連株式では、ミャンマー市場は 2020 年に強力な成長（減価償却費と金融費用を相殺するのに十分な）を維持し続けると期待しております。

FPT – 買い – 理論価格 75,300 VND/株 – Upside 29.2% – P/E fw = 9.8

BSC は PE と DCF 方法を基づく FPT 株の理論価格を 75,300VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。この評価は以下の論点を基づく。

(1) 新テクノロジー傾向（デジタルトランスフォーメーション）と大規模な輸出市場は、業界の成長を確実にします。 ベトナムの利点は、安価な労働力と競争力のある価格である。

(2) 経営活動の前向きな成長率は今後 3～4 年間維持すると予測されています。売上総利益率はデジタルトランスフォーメーション案件の割合が増加したことで、向上される。

(3) 新しい技術開発と M&A 機会を通じる製品価値を高めると期待する。

(4) FPT の PE は数年間を経て低くて評価されて、現在再評価されている。

BSC は 2020 年には、(1) ソフトウェアのアウトソーシングの成長率が前年比 33%上昇する;(2)通信業の成長率が前年比 13%上昇する;(3)売上総利益率が同 39.85上昇するという仮定を基づく、FPT の売上高を前年比 19.8%増の 33 兆 8,580 億ドン、税引前利益を同 22%増の 5 兆 8,670 億ドンと予測しております。

VTP – 買い – 理論価格 162,500 VND/株 – Upside 40% – P/E fw = 14.9

BSC は PE 方法を基づく VTP 株の理論価格を 16 万 2,500VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。この評価は以下の論点を基づく
(1) 2018 年～2022 年の期間にかけて宅配サービス市場の成長率は 42.1%/年で維持すると予想されております。

(2) ベトテル郵便のネットワークは様々なサービスで全国に広がっています。

(3) 豊富な現金で健全な財務状況がある。

(4) VTP の PE は 14.8zで、地域における他の企業の 23.5xより低いだ。

2019 年 9 ヶ月の業績。VTP の収入は前年同期比 56.7%増の 5 兆 730 億ドン、年間計画の 65.7%を達成した。税引後利益は同 37.8%増の 2,660 億ドン、年間計画の 70%を達成した。税引後利益の成長率が収入の成長率より低かったのは売上総利益率が 10.4%で、前年同期の 11.3%から減速したことから由来した。

2020 年には、高速配達業は人々のオンライン消費傾向のおかげで高い成長率を維持し続けると予想されます。**BSC は 2020 年には、(1) 運輸市場の成長率が前年比 45%上昇する;(2)VTP のシェアが 38%となるという仮定を基づく、VTP の収入を前年比 41.6%増の 10 兆 8,810 億ドン、税引前利益を同 30.2%増の 6,290 億ドン、EPS を同 22%増の 7 兆 7,450 億ドンと予測しております。**

CMG –
2019 年～2020 年度の上半期には、CMG の収入は前年同期比 6.5%減の 2 兆 3,000 億ドン、年間計画の 37%を達成した。税引前利益は同 8.2%減の 1,100 億ドン、年間計画の 35%を達成した。

銘柄	2020 年の売上予想	2020 年の税引後利	2020 年の EPS 予想	P/E 2020	P/B 2020	ROA 2020	ROE 2020	2019 年 12 月 18 日の終値	理論価格	Upside

	（10 億ドン）	益予想（10 億ドン）	（VND/株）							
FPT	33,857	4,919	5,971	9.7	2.5	17%	24%	58,300	75,300	29.2%
VTP	10,881	503	7,745	14.9	7.1	15%	45%	115,000	162,500	40.0%

ソース: BSC Research

電力業[有望]

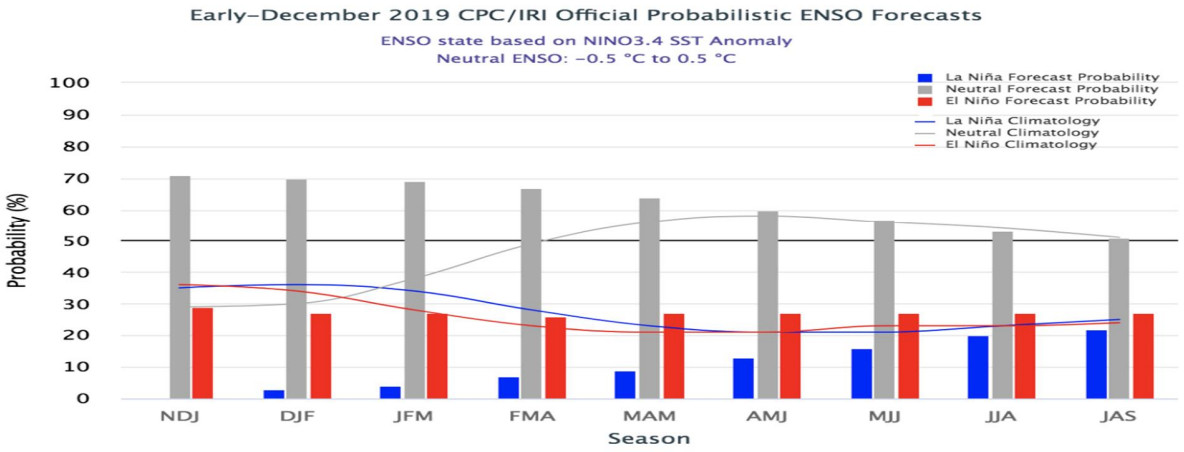
- 2019年の発電量は前年比9.9%増となった。2020年の発電量が前年比8.8%増となる計画。
- 2020年～2023年の期間におけるベトナムは電力が不足すると予測されており、これは石炭火力発電所、ガス火力発電所及び電力建設の機会であるだろう。
- BSCは火力発電所の2020年見通しを「有望」、水力発電所の2020年見通しを「弱気」と評価しております。

2019 年業績と 2020 年の計画。商業用発電量は前年比 9.04%増の 1,770 億 kWh だった。平均電気販売価格は前年比 6.8%増の 1,298VND／kWh だった。2020 年の計画では、輸入と国内発電所の総発電量は前年比 8.2%増の 2,614 億 5,600 万 kWh、全国の最大発電能力が 4 万 1,237MW となる見通しだ。2020 年に導入する新発電所の総発電能力は 4329.4MW である。2020 年には、EVN はオイル火力発電量の前年比 126%増の 33 億 kWh を調達する予定。

2020 年～2023 年の期間におけるベトナムは電力が不足すると予測されており、これは石炭火力発電所、ガス火力発電所及び電力建設の機会であるだろう。

水力発電では、湖の水は量が不足となるだろう。湖の水量は 243 億 m3 に達し、通常の水位と比較して約 113 億 m3 の不足になる見通し。

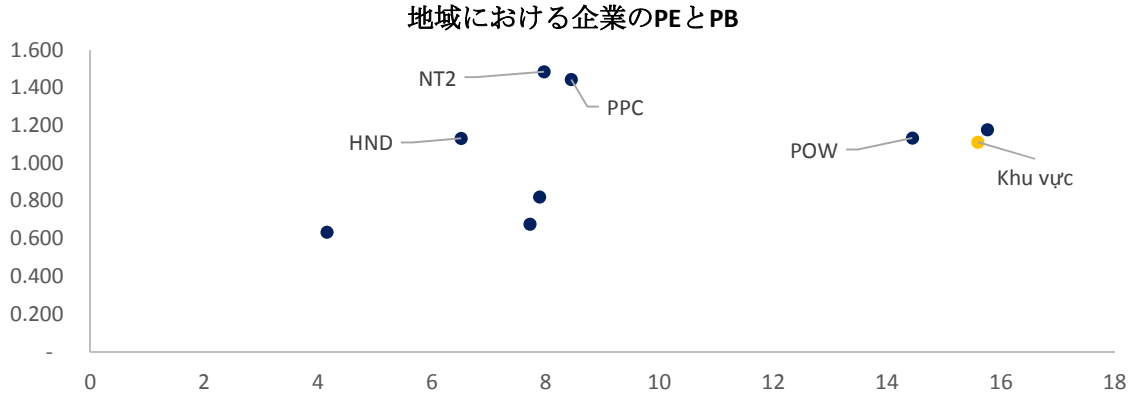
2020 年のエルニーノ確率予測



ソース: IRI columbia university

水量が不足となる背景には、PPC、HND、QTP、POW などの安定的に稼動している石炭火力発電所は恩恵を受けるだろう。

投資観点– 有望



BSC は NT2, POW, HND, PPC などの火力発電関連株及び PC1 などの電力電線建設関連株の 2020 年投資見通しを「有望」、TMP, TBC, VSH などの水力発電関連株を「弱気」と評価しております。

REE – 買い – 理論価格 48,000 VND/株 – Upside 30% – PE fw = 6.7x

BSC は REE の理論価格を 4 万 8,000VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

- 魅力的な評価がある。
- **2019 年と 2020 年には、投資家は長期的に投資するために REE を購入することを検討するべきだ。**
- **REE の 2020 年利益成長原動力は Etown EW と Etown 5 の収入を計上することから由来します。BSC は 2020 年には、収入を前年比 3.8%増の 5 兆 5,100 億ドン、税引後利益を同 9.5%増の 1 兆 6,950 億ドンと予測しております。**

PC1 – 買い – 理論価格 29,000 VND/株 – Upside 62% – PE fw = 4.6x

BSC は PC1 の理論価格を 2 万 9,000VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。2020 年には、BSC は PC1 の収入を前年比 13.9%増の 6 兆 4,690 億ドン、税引後利益を同 50%増の 6,230 億ドン、PE を 4.6x、PB を 0.6xと予測しております。

- **2020 年には、水力発電能力が前年比 46%増加することで、水力発電の収入が同 25%増加するだろう。**
- **2020 年には、PC1 は PCC1 Thanh Xuân 案件の譲渡により収入の 8,800 億ドン税引後利益の 1,140 億ドンを計上する。この案件は、売上総利益率が 30%となり、純利益率が約 17%となる。**

- 建設事業の収益成長率は安定的に維持すると評価しております。

POW – 観察 – 理論価格 14,000 VND/株 – Upside 13.6% – PE fw = 14.8x

BSC は POW の理論価格を 1 万 4,000VND／株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。2020 年には、BSC は POW の収入を前年比 11%減の 30 兆 3,500 億ドン、親会社株主利益を同 20%減の 2 兆 950 億ドンと予測しております。

(1) 石炭を自由に輸入することができるのは POW の困難を解決することができます。
(2) NT1 工場と NT2 工場の発電量は、Nam Con Son システムでのガスの不足により、それぞれ前年同期比 55%減、同 10%減となった。
(3) Ca Mau 12 の新しい電力購入契約に関する情報は POW に対するリスクとして開示されていない。

NT2 – 観察 – 理論価格 25,100 VND/株 – Upside 15.6% – PE fw = 11.3x

BSC は NT2 の理論価格を 2 万 5,100VND／株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。2020 年には、BSC は NT2 の収入を前年比 9.3%減の 7 兆 2,500 億ドン、税引前利益を同 35%減の 4,690 億ドン、PE を 17x、PB を 1.9xと予測しております。

- **2020 年の発電産量は前年比 10%減の 447 万 8,000** kWh を達す計画。BSC は、南部が電力不足のリスクに直面しているにもかかわらず、NT2 の発電産量が 2020 年に削減される理由の 1 つは、ロット 06.1 とロット 11.2 からのガス産量の影響から由来すると考えています。
- **2020 年に契約上の電力販売価格を 20VND**／kWh に下方修正する。NT2 の電力販売価格は 2020 年と 2021 年に **20VND**／kWh を引き下げ、2022 年に **30VND**／kWh を追加引き下げる。BSC の推定によると、NT2 の平均発電産量は 48 億～50 億 kWh／年であることと供に、販売価格は 2020 年と 2021 年に **20VND**／kWh を引き下げるのは税引前利益を約 960 億～1,000 億ドン（2019 年の税引前利益の 13.7%相当）に減少させるだろう。
- **2020 年業績の予測。**2020 年には、BSC は NT2 の収入を前年比 7.3%減の 7 兆 3,730 億ドン、税引後利益を同 34%減の 4,540 億ドンと予測しております。

銘柄	2020 年の売上予想（10 億ドン）	2020 年の税引後利益予想（10 億ドン）	2020 年の EPS 予想（VND/株）	P/E 2020	P/B 2020	ROA 2020	ROE 2020	2019 年 12 月 18 日の終値	理論価格	Upside
PPC	7,834	875	2,682	10	1.54	13.2%	15.3%	26,900	31,200	16.0%
POW	30,350	2,095	895	14.8	0.9	4.06%	6.83%	11,450	14,000	22.3%
NT2	7,229	420	1,459	11.3	1.67	5.3%	10.9%	21,650	25,100	15.9%
REE	5,510	1,695	5,466	6.7	0.92	8.7%	13.6%	36,300	48,000	32.2%
PC1	6,469	623	3,910	4.6	0.6	7.1%	14.5%	17,500	29,000	65.7%

ソース: BSC Research

工業団地区用不動産業 [有望]

- 2019 年 11 ヶ月における FDI 実行額が前年同期比 6.8%増となったことで、工業団地区用不動産業の成長率は上昇している。
- 電子商取引と消費財の傾向は倉庫と工場の需要を押し上げている。
- 2019 年の賃貸価格は前年比 7-15%増加したことで、2020 年の賃貸価格は大幅に増加しないと予測されています。

工業団地区用不動産業はマクロ要素からの継続的な支援のおかげで、前向きです。計画投資省海外投資局(FIA)によると、2019 年 11 ヶ月には、FDI 実行額は前年同期比 6.8%増の 177 億ドルとなった。成長率は前年同期より減速した。加工・製造業は FDI 資本を最も誘致し、FDI 認可額が 216 億ドル、認可総額の 67.8%を占めている。次は不動産業であり、FDI 認可額が 33 億ドル、認可総額の 10.4%を占めている。

多くの主要プロジェクトが展開されています。これは同業界の企業のチャンスとなる。(1) シャープは、2020 年に VSIP(Binh Duong)に新工場を建設する計画を発表した。(2) ブルックスランニング(Brooks Running)靴製造会社が工場を中国から近隣諸国に移転する計画。(3) Apple に部品を提供している Fox conn グループは、KBC の工業団地区で 2019 年 7 月にベトナムに工場を建設した。(4) GoerTek(Apple の提供社)は、AirPods 製造工場(本社)をベトナムに KBC の Que Vo 工業団地区に移転した。

2019 年の賃貸価格は前年比 7-15%増加したことで、2020 年の賃貸価格は大幅に増加しないと予測されています。2019 年 7－9 月期の平均賃貸価格は前年同期比 6.7%増の 95 ドル／m2 だった。2019 年 10－12 月期の平均賃貸価格は前年同期比 12%増の 101 ドル／m2 だった。高い賃貸価格は賃貸需要を減少させたことで、2020 年の賃貸価格は大幅に増加しないと予測されています。

工業団地区用土地提供量は市場の需要を満たすために引き続き増加する。

電子商取引と消費財の傾向は倉庫と工場の需要を押し上げている。

投資観点- 有望

BSC は工業団地区用不動産業の 2020 年投資見通しを「有望」と評価しております。

SIP – 買い – 理論価格 131,074VND/株 – Upside 37%

BSC は(1)土地面積は 1,009 ヘクタールである。各工業団地区案件は重要な経済区に集中している。(2 健全な財務状況があり、現金が豊富で約 5 兆 5,040 億ドン、時価総額が 6 兆 7,000 億ドンがあるという論点を基づく、RNAV 方法で SIP の理論価

格を 13 万 1,074VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。2020 年には、BSC は以下の仮定を基づく SIP の収入を前年比 17%増の 4 兆 960 億ドン、税引前利益を同 15%増の 3,490 億ドンと予測しております。

工業団地区。Dong Nam 工業団地区(面積 220 ヘクタール)と Phước Đông II（面積 760 ヘクタール）は SIP の長期的な成長原動力であると期待しております。計画によると、SIP は 2020 年以降この工業団地区の 2 ヶ所を賃貸するだろう。賃貸面積の合計は年間 75～100 ヘクタールであり、工業団地区事業の売上総利益率は賃貸価格が前年比 11%増となることで、2018 年の 54%から 64%に上昇するだろう。

- 電気・水道・商品サービス事業の利益率はやく 7～8%と安定的に成長する。
- **投資リスク。**SIP の株主構造は非常に集中しています。

IDC – 観察 – 理論価格 21,736 VND／株 – Upside +14% – ハノイ市場に転換する

IDC の工業団地区は Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Bắc Ninh, Long An などの重要な地位に設置している。Nhơn Trạch I、Nhơn Trạch V、Mỹ Xuân B1、Mỹ Xuân A などの工業団地区の入居率は 100%となった。利用できる残りの土地面積は Phú Mỹ II (92,3 ヘクタール), Phú Mỹ II の拡大 (214 ヘクタール), Quế Võ II (132 ヘクタール), Hữu Thành (362 ヘクタール)及び Cầu Nghin (121 ヘクタール)である。BSC は、Phú Mỹ II (入居率の 72%), Quế Võ II (入居率の 30%)の収入成長が主に IDC の収入に短期的に寄与し、Hữu Thạnh,及び Cầu Nghìn 工業団地区の収入成長が IDC の収入に長期的に寄与すると評価しております。
道路及び水力発電の料金徴収による安定した収益を計上する。
リスク。
(1)新案権の承認が延長されることで、将来の土地面積に影響を与えます。
(2) エルニーノ現状は水力発電事業の業績に影響を与える。

KBC – 観察 – 理論価格 17,139 VND／株 – Upside 11% – Nam Sơn Hạp Lĩnh 工業団地区の待機

BSC は 2020 年には、KBC の収入を 3 兆 7,260 億ドン、税引後利益を 1 兆 210 億ドンと予測しております。BSC は KBC の理論価格を 1 万 7,139VND／株と評価しております。

銘柄	2020 年の収入	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格
KBC	3,726	1,021	2,148	7.19	1.05	12.8%	7.45%	15,450	17,139
SIP	4,029	332,6	4,816	19.8	3.5	17%	11%	95,500	131,074

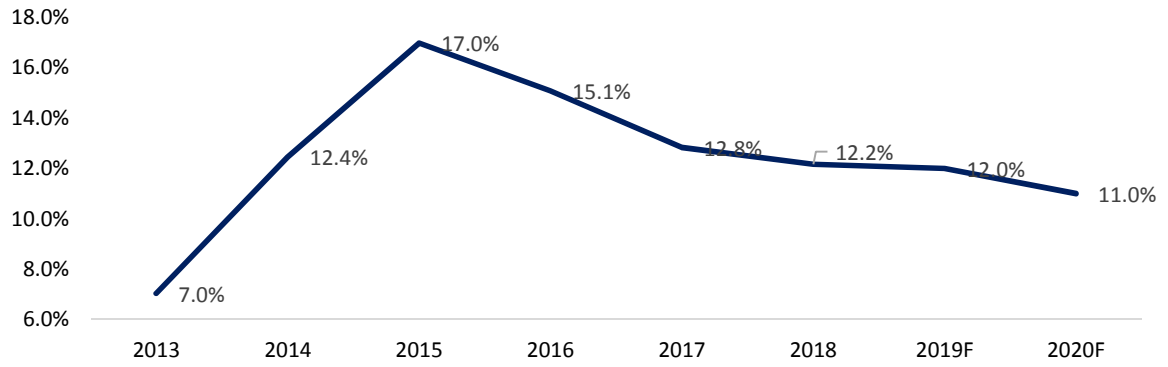
ソース: BSC Research

損害保険業[中立]

- 損害保険業の成長率は 2020 年に 11～12%上昇すると予測されています。
- 大手な企業トップ 5 のシェアは市場シェアの 60%以上占めて、段々増加している。
- 預金金利は 2019 年に下げて、2020 年に引き続き下げると予測されている。
- 2020 年に保険会社における資金を回収し続ける.
- BSC は損害保険業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価し、PVI と BMI の投資評価を「買い」と推奨しております。

損害保険業の成長率は 2020 年に 11～12%上昇すると予測されています。**保険料の売上高は前年比 11%～12%上昇すると期待しております。**

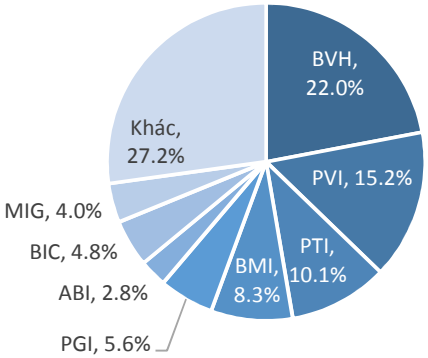
損害保険業の保険料



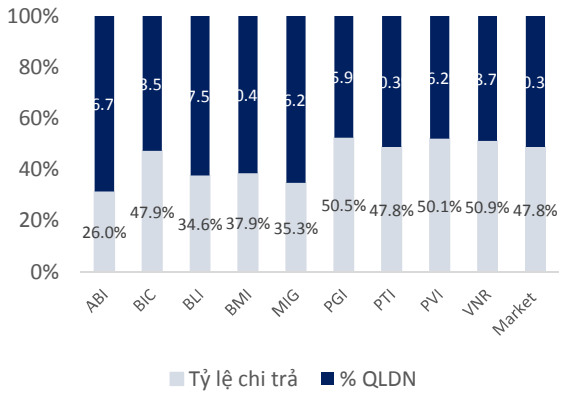
ソース: BSC Research

大手な企業トップ 5 のシェアは市場シェアの 60%以上占めて、段々増加している。具体的には、大手な企業である BVH と PVI のシェアはそれぞれ、22%と 15.2%である。次は、PTI のシェアは 10.1%である。しかし、損害保険業の合算比率は約 98%と高い水準で留まったことで、コア事業の成長率と収入の割合が減少するだろう。BSC は、2020 年には、損害保険企業が管理費用を引き続き削減すると期待しております。しかし、損害率（保険金支払いの割合）が増加する傾向があるので、合算比率は 97～98%で維持するだろう。

2019年7－9月期の損害保険シェア



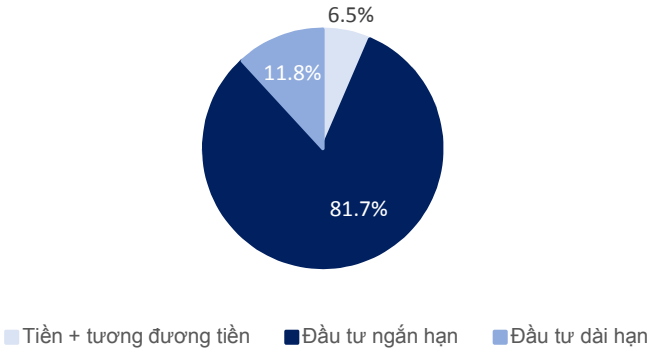
合算比率の構成



ソース: BSC Research

預金金利は 2019 年に下げて、2020 年に引き続き下げると予測されている。BSC は、銀行での預金金利は 2020 年に 0.25%～0.3%に引き下げると評価しております。保険企業の短期預金は大きな割合をしめていることで、預金金利の下がりは保険企業の財務収入に影響するだろう。

保険企業の財務投資構成

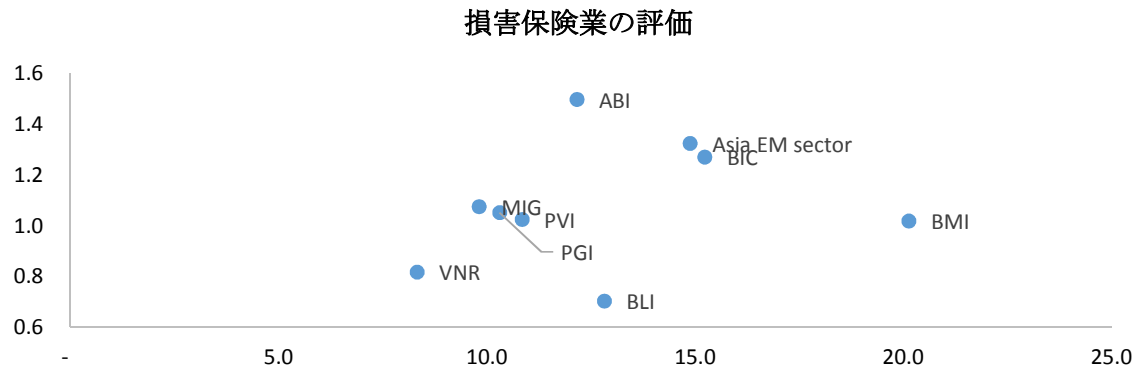


ソース: BSC Research

2020 年に保険会社における資金を回収し続ける。2018 年に、PVI の資金回収は PVN の計画にあったが、まだ実行されていない。そのため、PVN は 2020 年に PVI における資金回収に注力するだろう。また、SCIC からスーパー委員会に譲渡された後の BMI も、2020 年資金回収計画に含まれるだろう。損害保険業は成長率が高くて、成長の余地がまだ多いので、損害保険会社における資金回収は投資家に注目されるだろう。

投資観点 – 中立

BSC は損害保険業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価し、PVI と BMI の投資評価を「買い」と推奨しております。



ソース: Bloomberg, BSC Research

PVI – 買い – 理論価格 37,900 VND／株 – upside 21.5%

PVI は損害保険市場における大きなシェアを持っており、特に資産保険事業における権力がある。2020 年には、BSC は、PVI がドイツ系会社に株式を売却するのは PVI の価格を再評価すると期待しております。また、BSC は、PVI の保険料収入を前年比 12%増の 9 兆 5,090 億ドン、税引前利益を同 6%増の 9,620 億ドン、EPS を 2,820VND／株と予測しております。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
PVI	9,509	710	2,820	11x	0.9x	3.3%	9.3%	30,600	37,900	3.4%
BMI	4,071	172	2,015	12x	0.96x	3.3%	7.6%	24,800	28,300	14.1%

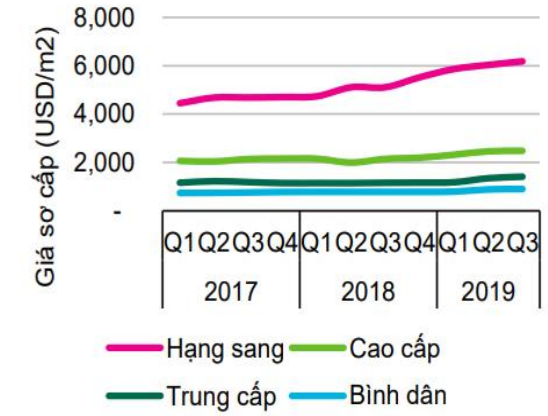
ソース: BSC Research

不動産業[中立]

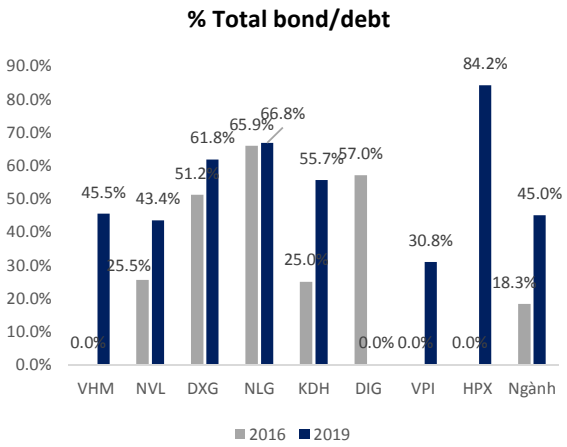
- 2020 年には、供給が引き続き制限される背景には、不動産市場は引き続き低迷となるだろう。
- 2020 年には、ホーチミン市場での供給は Vinhome Grand Park などの大手な案件から由来する。2019 年 9 ヶ月には、ハノイ市場での新規販売アパート数は前年同期比 9%増の 3 万 3,000 戸となる見込み。
- 信用がベトナム国家銀行の通達第 22 号により引き続き締められることで、信用へのアクセスがより困難になるが、不動産企業の財務健康は依然として健全であり、社債チャンネルを通じる資本を調達することができます。
- BSC は商業用不動産業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2020 年には、供給が引き続き制限される背景には、不動産市場は引き続き低迷となるだろう。上場不動産企業のアパート販売の進捗を見ると、2019 年の案件承認の進捗は非常に遅く、2020 年には低迷し続けると予測されております。しかし、住宅需要が依然として多い背景には、2021 年には住宅供給は徐々に緩和される可能性があるだろう。

2020 年には、ホーチミン市場での供給は Vinhome Grand Park などの大手な案件から由来する。JLL のデータによると、2019 年 9 ヶ月におけるホーチミン市場での販売済アパートは前年同期比 10.6%減の 2 万 5,600 戸となった。



Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q3/2019.



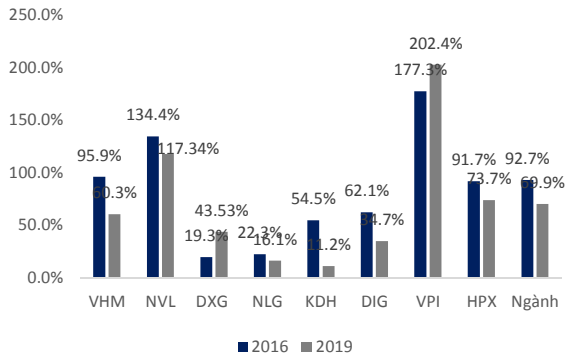
ソース: BSC Research

2019 年 9 ヶ月には、ハノイ市場での新規販売アパート数は前年同期比 9%増の 3 万 3,000 戸となる見込みだ。

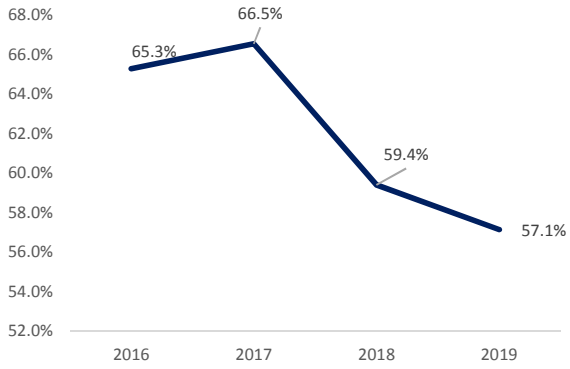
信用がベトナム国家銀行の通達第 22 号により引き続き締められることで、信用へのアクセスがより困難になるだろう。

しかし、不動産企業の財務健康は依然として健全であり、社債チャンネルを通じる資本を調達することができます。2019 年 7－9 月期財務諸表及び Fiinpro のデータによると、不動産業の純債務／株主資本の割合は 2016 年の 65.3%から 2019 年の 57.1%に低下した。また、2019 年には、社債市場の規模は 2019 年国内総生産（GDP）成長率の 11.3%で、2018 年の GDP 成長率の 9.01%から増加した。流行中社債額は約 670 兆 VND である。時価総額が大きな上場不動産企業の 8 社のデータによると、社債債務／総債務の割合は 2016 年の 18.6%から 2019 年 7－9 月期の 45%に引き上げた。

2018年～2019年の期間における不動産企業の債務/株主資本の割合



2016年～2019年の期間における不動産業の債務/株主資本の割合



ソース: BSC Research

投資観点– 中立

BSC は商業用不動産業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。原因では、（1）案件の進捗が遅れた;（2）貸付金利が上がる可能性がある;（3）不動産企業の信用を引き締める。2020 年に、BSC は（1）**土地基金が大きくて、2020 年に販売開始を準備する多くの案件がある。(2)2020 年に引き渡されることができる案件のおかげで良い利益成長率を計上できる。(3)魅了な評価がある**という基準を基づく企業を選択しております。**BSC は** VHM、NLG、HDG と KDH の投資評価を「買い」と推奨しております。

VHM (31/12/2019 の終値): 84,800 VND –買い– 理論価格 102,600 VND – Upside +21% – P/E FW 11.7x, P/B FW 4.4x.

VHM は 2020 年～2021 年の期間に利益を計上するだろう。2019 年 9 ヶ月には、販売済アパートが 4 万 6,000 戸で、販売総額が前年同期比 177%増の 66 兆 5,000 億ドンだった。

供給が制限されている背景には、VHM は案件を販売できる雄一企業である。2019 年第 3 四半期末の時点では、販売額（一）収入にまだ計上しない応札保証金の総額は前年同期比 44.3%増の 82 兆ドンだった。

BSC の推定によると、2019 年末の販売総額は前年比 52.9%増の 106 兆 7,520 億ドンで、利益の 31 兆 9,500 億ドンと相当するだろう。

前向きな業績見通しがある。BSC は 2019 年には、VHM の収入を前年比 33.4%増の 51 兆 6,100 億ドン、少数株主持分を同 43.5%増の 20 兆 5,390 億ドン、EPS を 6,293VND／株と予測しております。

また、BSC は 2020 年には、VHM の税引後利益を前年比 24%増の 25 兆 5,600 億ドン、EPS を 7,803VND／株、PEFW を 11.7x、PBFW を 4.6xと予測しております。

NLG (31/12/2019 の終値): 27,500 VND – 買い – 理論価格 37,000 VND – Upside +35% – P/E FW 6.5x, P/B FW 1.0x.

NLG は大きな規模がある土地銀行（539.3 ヘクタール）の経営を開始する。NLG は **South Gate (Watepoint)及び Akari City という案件の2つの販売を開始した。それによると、2019 年には、NLG は South Gate (Watepoint)及び Akari City という案件の2つを販売し、販売価格が予測より高かったことで、売上総利益率が向上された。**

BSC は、NLG が販売したアパートは 2019 年に 2,500 戸であり、そのうち、**SouthGate 案件の 750 戸及び Akari City 案件の 1,500 戸を含んだ**と推定しております。販売総額は約 6 兆 8,870 億ドンの見込みだ。2020 年には、NLG は第 1 期 SouthGate 案件の他の分区及び Akari City 案件の次の段階の販売を引き続き促進します。

Akari City 案件と SouthGate 案件の譲渡により利益は NLG の利益成長率をサポートするだろう。Akari City 案件と SouthGate 案件の譲渡により収入は約 6,500 億ドン、売上総利益の 2,400 億ドンと相当すると推定される。BSC は 2020 年には、NLG の収入を前年比 18.7%減の 1 兆 7,170 億ドン、税引後利益を前年比 20%増の 1 兆 110 億ドン、EPS を 4,227VND／株と予測しております。

魅了的な評価。2019 年 12 月 31 日の時点では、NLG の PEFW と, PBFW 2020 はそれぞれ、6.5xと 1.0xだった。

KDH (31/12/2019 の終値): 26,900 VND – 買い – 理論価格 32,000 VND／株 – Upside +35% – P/E FW 6.5x, P/B FW 1.0x.

2018 年～2019 年の期間における販売開始を完了した案件のおかげで、2020 年～2021 年の期間における KDH の年間平均成長率は確保され、約 25%上昇するだろう。2020 年～2021 年の期間における KDH の利益に寄与する案件は(1) Saphiree 案件, (2)Lovera Vista 案件及び (3)Verosa Park 案件である。BSC の推定によると、2019 年 10－12 月期の販売開始の総額は 6 兆 720 億ドンであり、上記の案件 3 つの総収入は 8 兆 8,390 億ドンである。Saphiree 案件と Lovera Vista 案件は販売を終えたが、Verosa Park 案件は総製品の 20%だけ販売し、残り分は 2020 年上半期に販売する見込みだ。

KDH は承認待ち土地銀行を保有している。KDH の土地銀行はホーチミン市に設置している Lê Minh Xuân 工業団地区 (110 ヘクタール)、Tân Tạo 案件 (330 ヘクタール)及び第 2 号 Phong Phú 住宅地案件(133 ヘクタール)を含む 611.8 ヘクタールであると推定された。

リスク：Verosa Park 案件の販売価格を引き下げるのは同案件の利益率を減少させるだろう。リスクは、残りのプロジェクトの実施の遅れと土地収用補償金の増加から由来する。

BSC は 2020 年には、KDH の収入を前年比 35%増の 3 兆 9,300 億ドン、親会社株主帰属利益を前年比 23.4%増の 1 兆 1,820 億ドン、EPS を 2,713VND／株、PEFW を 9.9 x、PBFW を 1.2xと予測しております。

HDG – 買い – 理論価格: 41,600VND／株 – Upside: 38.5%

2019 年業績のアップデート:

2019 年には、HDG は収入を前年比 15%増の 3 兆 7,000 億ドン、税引後利益を同 20%増の 9,500 億ドンと推定しております。上記のデータを基づく、HDG は 2020 年収入成長率を最低 20%上昇すると設定しております。

HDG は 2020 年 1 月 13 日に 2019 年臨時現金配当を 1,000VND／株(額面比 10%相当)支払う予定。

展開中案件進捗の更新

(1) 不動産事業：Hado Charm Villas 案件は内部インフラを完了し、2020 年 3 月まで販売期間を延長する予定。Hado Centrosa Garden プロジェクトは、消防受け入れを完了し、2020 年初に顧客に引き渡される予定です。
(2) エネルギー事業：第 4 号 Sông Tranh 4 案件と第 2 号 Đăk Mi 案件は展開されて、2020 年 6 月と 2021 年 3 月に稼動する見込みだ。

BSC は以下の仮定を基づく HDG の投資評価を「買い」と推奨しております。

(1) Hado Centrosa 案件の Iris の 4 欄の収益を計上することのおかげで、2020 年の利益成長率が前年比では 48%上昇する見込み。
(2) 2021 年の成長は、Hado Charm Villas 案件と Hado Green Lane 案件などの進行中の不動産プロジェクトと水力発電事業の前向きな成長のおかげで確保されています。
(3) 不動産事業が困難を直面する背景には、エネルギー事業からの安定的なキャッシュフローは HDG のの成長原動力となる。
(4) 安い評価。P/E T12M = 3.7x、P/E fw 2019 = 4.3xである。

業績予測

BSC は 2020 年には、HDG の収入を前年比 47.7%増の 6 兆 5,330 億ドン、親会社株主帰属利益を前年比 47.8%増の 1 兆 1,950 億ドン、EPS を 9,765VND／株、P/E fw を 3.07xと予測しております。売上総利益率は 42%から 44.1%に増加する見込みだ。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
VHM	60,857	25,560	7,803	11.7	4.6	15.2%	38.5%	84,800	102,600	21.0%
KDH	3,930	1,182	2,713	9.9	2.2	9.0%	13.1%	26,900	32,700	21.5%
NLG	1,717	1,011	4,227	6.5	1.0	10.1%	15.7%	27,500	37,000	15.9%
HDG	6,533	1,195	9,765	3.07	0.72	7.1%	14.5%	17,500	41,560	38.5%

ソース: BSC Reseach

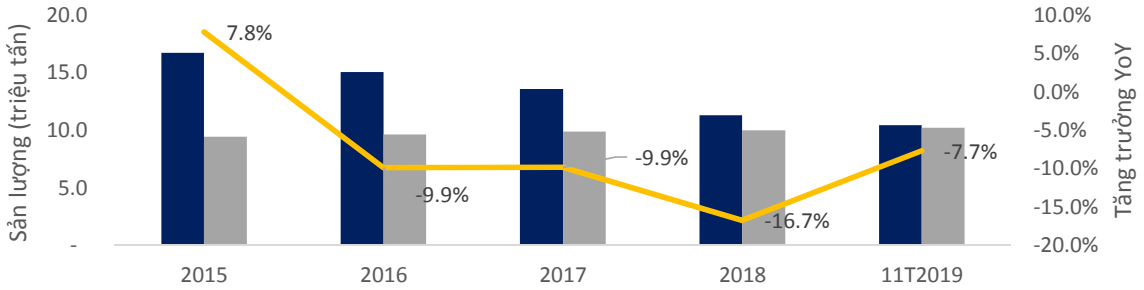
石油･ガス業[中立]

- 石油輸出国機構（OPEC）及び一部非 OPEC 産油国は日産量 120 万バレルの減産を日産量 170 万バレルに拡大することで合意した。これは石油価格を支える要素となります。
- 新しい石油案件の探査と開発を加速する圧力は、石油埋蔵量が減少していることから由来した。
- また、BMI の予測によると、ベトナムのガス需要は一連の電力プロジェクトからの高い需要により、2021 年からの生産量を上回ると予想されています。
- BSC は石油･ガス業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

石油輸出国機構（OPEC）及び一部非 OPEC 産油国は日産量 120 万バレルの減産を日産量 170 万バレルに拡大することで合意した。これは石油価格を支える要素となります。世界経済成長の減速と米中貿易戦争の背景には、産量削減の期限は 2020 年 3 月 3 日であるものの、IEA の予測によると、需要が日量 145 万バレルから 125 万バレルに減少することで、産量削減を延長する可能性が高い。そのために、BSC はブレント油の価格が 2020 年に 1 バレルの当たりに 60 ドルで推移すると仮定しております。

新しい石油案件の探査と開発を加速する圧力は、石油埋蔵量が減少していることから由来した。商工省によると、ベトナム国内の石油生産量は 2016 年初から原油価格の回復にもかかわらず、引き続き減少している。具体的には、2019 年 11 ヶ月には、国内の石油生産量は前年同期比 7.7%減の 1,040 万tで、2015 年の最高量の 1,510 万tから減少した。生産量の減少は、主に Bach Ho 油田に集中した石油埋蔵量の減少から由来した。

ベトナムの石油と原油の生産量



ソース:商工省

また、BMI の予測によると、ベトナムのガス需要は一連の電力プロジェクトからの高い需要により、2021 年からの生産量を上回ると予想されています。2019 年 11 ヶ月における天然ガスの生産量は 102 億 m3 だった。エネルギー需要が今後数年間で急激に増加すると予想される背景には、LNG Thi Vai 案件などのいくつかの主要プロジェクトが何年も遅れて実施されているのは 2022 年からのガス供給を支援するだろう。しかし、ベトナムのエネルギー産業には他の国内供給も必要です。また、BSC は、PVN が発電所向けの原油生産量およびガス資源を確保するために、B 区 O Mon 案件、第 2 期 Su Tu Trang 案件、Ca Voi Xanh 案件などの主要プロジェクトを再開し、加速すると期待しております。

投資観点 – 中立

BSC は石油・ガス業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

GAS (31/12/2019 の終値): 98,000 VND／株 – 観察– 理論価格 105,500 VND／株 – Upside +7.6% – P/E FW 13.5x, P/B FW 3.2x.

BSC は以下の通りに仮定しております。2020 年にブレント原油の平均価格は1バレル 60 ドルである。そのうち、2019 年には、GAS の収入と税引前利益はそれぞれ、前年比 1.3%増の 77 兆 7,000 億ドン、同 4.1%減の 139 億ドンとなった。

2020 年業績の計画。GAS は収入を前年比 13.6%減の 66 兆 2,000 億ドン、税引後利益を 6 兆 6,000 億ドンと設定しています。

GAS は BOT 工場向け販売価格の引上げにより利益を計上することを延期し、この利益は 2020 年に計上される。BSC の推定によると、2020 年に計上される利益は約 1 兆 6,670 億ドンである。そのために、GAS の 2020 年利益成長率が前年比 18.9%上昇する見込みだ。

GAS の生産量は LNG Thi Vai 案件のおかげで、2023 年から増加するだろう。LNG Thi Vai プロジェクトは、発電所向け LNG ガス不足の背景には重要なプロジェクトです。同案件の第 2 期の生産量は 100 万～300 万tを増加する見込みだ。同案件の第 2 期は研究中期間である。

BSC は 2020 年には、GAS の収入を前年比 7.4%増の 84 兆 2,270 億ドン、税引後利益を同 15.1%増の 13 兆 1,970 億ドン、EPS FW を 6,895 VND／株、PE FW を 13.5x、P/B FW を 3.2x と予測しております。

PVD (31/12/2019 の終値): 15,050 VND／株 – 買い– 理論価格 18,900 VND／株 – Upside +25.5% – P/E FW 29.5x, P/B FW 0.42x.

2020 年の稼動効率は改善され、2019 年の 88.4%から 93%に上昇する。

PVD の TAD – V 掘削ドリル用リグが落札したのはキャッシュフローに前向きなシグナルをもとらす。PVD はブルネイシェルに設置する TAD リグの落札を発表した。賃貸価格は現在交渉されているが、日 8 万～9 万ドルであると期待しております。

日賃貸価格は ASEAN 地域における石油・ガス案件の回復のおかげで、段々向上されている。具体的には、ASEAN 地域における平均リグ賃貸価格は 1 日当たりの 6 万 9,000～7 万ドルの範囲で推移していることで、PVD は日賃貸価格も向上されると期待しております。現在、PVD の日賃貸価格は 1 日当たりの 5 万 7,000～5 万 8,000 ドルの範囲で推移している。PVD によると、2020 年の平均賃貸価格は 6 万 5,000～7 万 5,000 ドル／日の範囲で向上されると期待しております。

不良債権の回収と貸倒引当金戻入益に期待しております。2019 年第 3 四半期末の時点で、PVEP の不良債権の合計は 3,610 億ドン、年初比 825 億ドンを増加し、2019 年第 4 四半期に残りの 50 億ドンを計上するだろう。2019 年第 3 四半期末の時点で貸倒引当金の合計は 2,231 億ドンだった。BSC は 2020 年には、PVD が不良債権の半分を回収することができると期待しております。

BSC は 2020 年には、PVD の収入を前年比 22.5%増の 5 兆 5,150 億ドン、税引後利益を同 48.8%増の 1,310 億ドン、EPS FW を 310 VND／株、PE FW を 29.5x、P/B FW を 0.42x と予測しております。

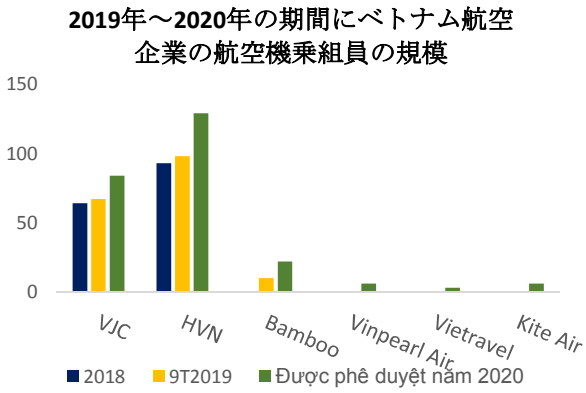
銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
GAS	84,227	13,197	6,895	13.5	3.2	18.6%	22.7%	98,000	105,500	7.6%
PVD	5,515	131	310	29.5	0.42	0.6%	0.9%	15,050	18,900	25.5%

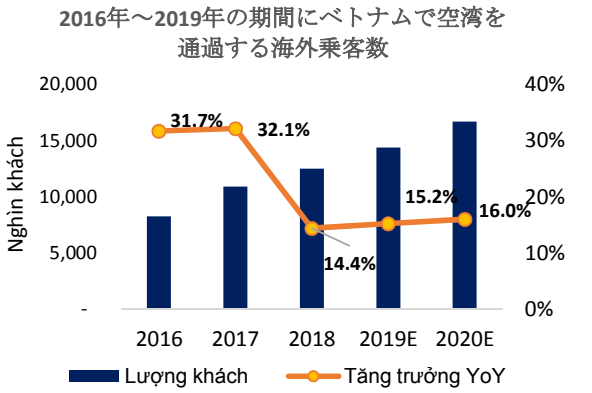
ソース: BSC Reseach

航空業 [中立]

- BSC の予測によると、2020 年空湾を通過する乗客数の成長率は前年比 11%上昇し、2015 年～2019 年の期間における平均水準の 16.5%より低い。
- 高い競争は航空企業の成長に圧力がかかります。
- 新議定は、長期的に様々な影響を与えます。
- 原油価格は低水準で維持すると予測されたことで、航空企業の利益が僅かに向上されるだろう。
- BSC は航空業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

BSC の予測によると、2020 年空湾を通過する乗客数の成長率は前年比 11%上昇し、2015 年～2019 年の期間における平均水準の 16.5%より低い。BSC の推定によると、2020 年の乗客数は 1 億 2,700 万人である。成長原動力は、(1)多くの新航空企業は航空運輸事業に参加することで、乗客数を誘致するために運賃を削減すること;(2)人民の収得水準が高まること;(3) 国際路線の拡大傾向とベトナムの観光業界の発展から由来する。しかし、BSC は、(1) 特に Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng などの主要空港での限られたインフラ、(2) 政策上の懸念により拡大プロジェクトの進捗が遅れると、業界の乗客数の成長が抑制されるという懸念がある。

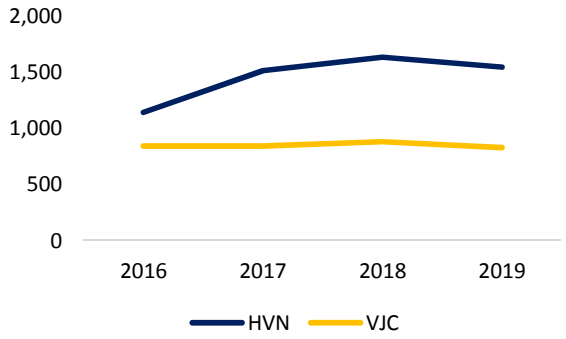




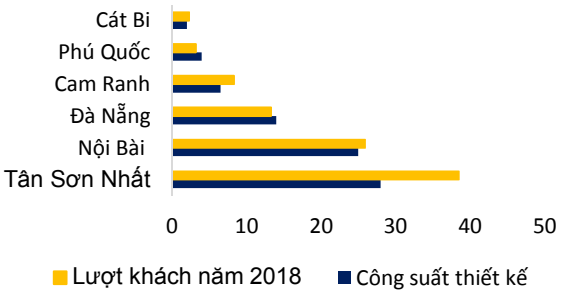
ソース: BSC Research, 観光総局

高い競争は航空企業の成長に圧力がかかります。

運輸事業の収入/RPK



いくつかの主要空港での運行状況(100万人)



ソース: BSC Research

新議定は、長期的に様々な影響を与えます。この議定第 89 号/2019/NĐ-CP は 2020 年 1 月 1 日から有効となる。

議定第 89 号/2019/NĐ-CP のいくつかの変更点

内容				議定第 92 号/2016/NĐ-CP (古)	議定第 89 号/2019/NĐ-CP (新)
航空輸送企業	企業確立維持のため最低資本(10 億ドン)	飛行機の 10 台	国際	700	300
			国内	300	
		飛行機の 11 台～30 台	国際	1,000	600
			国内	600	
		飛行機の 30 台以上	国際	1,300	700
			国内	700	
	外国人投資家の最大保有率			30%	34%
空港企業	企業確立維持のため最低資本(10 億ドン)		国際	200	100
			国内	100	

ソース: BSC Research

原油価格は低水準で維持すると予測されたことで、航空企業の利益が僅かに向上されるだろう。IATA の予測によると、2020 年の JET ガソリン価格は需要成長率の減速により前年比 1.8%減の 75.6 ドル／バレルである。燃料価格が変わらない場合には、JET

ガソリン価格の引き下げは VJC と HVN の営業利益を約 4%増加させると推定しております。

投資観点– 中立

BSC は航空業の 2020 年見通しを「中立」と評価して、HVN と VJC の投資評価を「観察」と推奨しております。

VJC – 観察 – 理論価格 160,200 VND/株 – Upside 9.6%

BSC は 2020 年には、航空サービス事業の成長率が減速すると評価しております。成長率の減速は(1)競争性が激しくなる背景には、乗客運輸の市場シェアが前年比 2%減となる、(2) 乗客 1 人あたりのサポート収入は、成長の余地があまりないということから由来した。

BSC は 2020 年には、VJC の収入を前年比 14.2%増の 62 兆 7,500 億ドン、税引後利益を同 10.6%増の 5 兆 9,810 億ドン、EPS を 11,419VND／株、PEF を 12.8x、PBF を 3.66xと予測しております。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
HVN*	77,435	2,624	1,865	18.1	2.6	3.8%	14.2%	33,750	N/A	N/A
VJC	63,197	5,822	11,114	13.1	3.75	13.1%	32.2%	146,200	156,800	7.3%

**親会社*

ソース: BSC Research

水産業 [中立]

- 輸出市場でのエビとチャー魚という 2 つの主要な水産品需要は逆の動きを見せています。そのうち、エビ輸出量が僅かに回復したが、チャー魚輸出量が 3 つの重要な市場で大きく変動した。
- 水産企業の成長は生産量の成長から由来する見込み。
- 反ダンピング税率は、水産企業の輸出に引き続き影響を及ぼします。
- BSC は水産業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。BSC は VHC の投資評価を「買い」とし、ANV の投資評価を「観察」と推奨しております。

輸出市場でのエビとチャー魚という 2 つの主要な水産品需要は逆の動きを見せています。そのうち、エビ輸出量が僅かに回復したが、チャー魚輸出量が 3 つの重要な市場で大きく変動した。エビ製品では、POR13 税率の削減と供に米国がインドとバングラデシュからのエビ輸入量の削減は、ベトナムのエビに対してプラスの要素であるだろう。ただし、ベトナムの販売価格が高いため、BSC はエビ輸出量がわずかに回復すると予想しています。チャー魚については、2020 には、3 つの主要な輸出市場で需要は多くの変動があると考えております。水産業界の成長は中国市場から引き続き由来する。原因は(1)中国での消費需要が高い水準で留まっている;(2)水産企業は中国である新しい市場の発展に焦点を当てていることから由来した。米国市場での輸出量は 2020 年上半期まで引き続き減少すると予想されますが、POR 15 税が低ければ、それは前向きな要素となるだろう。また、長年にわたる減少している EU 市場への輸出量は回復兆候をまだ見せていない。

水産企業の成長は生産量の成長から由来する見込み。

反ダンピング税率は、水産企業の輸出に引き続き影響を及ぼします。

輸出企業	POR 11 相談中	POR 11 正式	POR 12 正式	POR 13	POR 13 正式	POR 14 相談中	POR 14 正式	POR 15 相談中
ビンホアン株式会社(VHC)	0	0	0	0	0	0	0	0
Bien Dong 水産有限会社	0	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0

フンブオン株式会社						0		n.a
(HVG)	0.36	0.41	0.41	2.39	3.87			
Can Tho 水産輸入出株式						n.a		0
会社	0.6	0.69	2.39	2.39	3.87			
全国の税率	n.a	n.a	2.39	2.39	3.87	n.a	2.39	2.39

ソース: BSC Reseach

投資観点 – 中立

BSC は水産業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

チャー魚の輸出量は 2019 年には、大幅に減少したが、重要な市場での需要はまだ低い水準で維持しているので、2020 年のチャー魚輸出量の成長は大きく上昇しにくいだろう。米市場とヨーロッパ市場である重要な市場は回復傾向をまだ見せていないことで、BSC はこれらの市場での消費量が 2020 年上半期末までに減少し続けると予測しております。中国市場での消費量成長率は引き続き上昇すると期待されているので、水産企業は中国市場へ輸出傾向を続けていると評価しております。ANV、IDI などの中国への輸出割合の高い水産企業は VHC などの減少している市場へ輸出している水産企業より恩恵を受ける。

BSC は、エビ輸出量が 2019 年に比べて僅かに増加すると期待しております。輸出市場での消費量の増加はエビ輸出企業の好調な業績をもたらします。

VHC – 買い – 理論価格 46,800 VND/株 – Upside 17.9% – P/E fw = 5.5x

2019 年 9 ヶ月の業績。VHC の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 11.9%減の 5 兆 6,960 億ドン、同 11.1%減の 1 兆 870 億ドンを達した。売上総利益率は 21.6%で、前年同期の 22.6%から減速した。2019 年 11 ヶ月の輸出額は前年同期比 12.4%減 2 億 9,600 万ドルとなった。業績の減少は(1)重要な輸出市場である米市場への輸出額が前年比 47.4%減となった;(2)消費量の減少と投入費用の下落の背景には、販売価格も下落したということから由来した。

重要な市場である米市場の需要はまだ低い水準で維持しているので、2020 年のチャー魚輸出量の成長は大きく上昇しにくいだろう。また、ヨーロッパ市場である重要な市場は回復傾向をまだ見せていないことで、BSC はこれらの市場での消費量が 2020 年上半期末までに減少し続けると予測しております。そのために、輸出量を増加するために、現在の市場より低い販売価格で中国市場への輸出を強化するのは必要だと評価しております。

2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、VHC の収入を前年比 18%増の 9 兆 6,240 億ドン、税引後利益を同 10.1%増の 1 兆 3,270 億ドン、EPS を 7,533VND／株、Pefw を 5.2xと予測しております。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
VHC	9,624	1,327	7,533	5.2	1.5	18%	25%	39,850	46,800	17.9%
ANV	5,428	483	5,859	4.0	1.1	19%	27%	22,900	N/A	N/A

ソース: BSC Research

医薬品[中立]

- 国内医薬品企業はマイナスな成長を計上したが、BSCは、高齢者が人口構成の割合に大きな割合を占め、人々が健康と構成への支出を増やしている背景には、医薬品業界の長期的な成長余地が残っていると評価しております。

- 2020年には、製薬企業は病院チャネルでの投入材料と販売価格に悪影響を及ぼしています。
- BSCは医薬品業の2020年見通しを「中立」と評価し、DHGの投資評価を「観察」と推奨しております。

国内医薬品企業はマイナスな成長を計上したが、BSC は、高齢者が人口構成の割合に大きな割合を占め、人々が健康と構成への支出を増やしている背景には、医薬品業界の長期的な成長余地が残っていると評価しております。

(1) BMI によると、2019 年～2020 年の期間における市場規模の平均成長率は 年間 10.6%である。そのうち、OTC 市場の規模は 2019 年に 16 億ドルの見込みであり、2019 年～2020 年の期間における OTC 市場規模の平均成長率は 年間 9.5%である。

(2) 統計総局の予測によると、65 歳以上高齢者の割合は 2049 年に人口構の 18.1%を占め、2017 年の 3 倍増加する。そのために、人々が健康と構成への支出を増やすだろう。

しかし、2013 年～2017 年の期間における上場製薬企業の 15 社の CAGR は 3.1%であり、BMI のデータより低かった。BSC は国内製薬企業の低い成長率は(1)市場の激しい競争;(2)様々な製品があまりないということから由来した。

2020 年には、製薬企業は病院チャネルでの投入材料と販売価格に悪影響を及ぼしています。BSC は、材料価格の上昇傾向は 2020 年も続くと考えています。入札価格については、2019 年の入札価格は 3 年連続で下落している。BSC は入札価格が引き続き下落すると考えております。

公立厚生企業での薬品の入札規制に関する通達第 15 号は 2020 年から有効となる。

投資観点 – 中立

BSC は医薬品業界の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

DHG – 観察 – 理論価格 89,000 VND/株 – Upside -2.7% – P/E fw = 20.1x

2019 年 9 ヶ月の業績。DHG の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 2%減の 2 兆 6,170 億ドン、同 6%減の 4,810 億ドンを達した。売上総利益率は 43.9%、前年同期の 44.8%から減速した。

2020 年には、BSC は、(1) 薬局による消費量の減少;(2) 市場が飽和状態となる背景に薬局チャネルでの激しい競争は DHG の経営活動に悪影響を及ぼすと評価しております。

2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、DHG の収入を前年比 3.6%増の 4 兆 2,430 億ドン、税引後利益を同 2%増の 6,610 億ドン、EPS を 4,551VND／株、PEFW を 20.1x であると予測しております。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
DHG	4,243	661	4,551	20.1	2.7	12%	16%	91,000	89,000	-2.7%
DBD	1,285	156	2,978	18.4	2.6	11%	15%	54,800	N/A	N/A
PME	2,013	362	4,820	11.3	1.7	14%	16%	54,300	N/A	N/A

ソース: BSC Research

ゴム業とタイヤ業[中立]

- BSC は、2020 年のゴム平均価格は前年比 6～8%上昇すると予測しております。
- タイヤ企業は米市場とインド市場へ輸出拡大のおかげで、好調な業績を達すと予測されております。
- 売上総利益率は原材料の値下がりにより約 2～4%上昇するだろう。

BSC は、2020 年の天然ゴム需要が前年比 2.6%増加すると推定したことで、2020 年のゴム平均価格は前年比 6～8%増の 198 円～200 円であると予測しております。 天然ゴム需要の増加は(1)タイヤではない製品需要の成長率が前年比 4.3%増となる;(2)タイヤ販売価格が引き上げたことで、タイヤ製品の売上総利益率も前年比 1.5%増加するということ由来する。

タイヤ企業は米市場とインド市場へ輸出拡大のおかげで、好調な業績を達すと予測されております。

タイヤ企業の売上総利益率は原材料の値下がり及び輸出価格の増加のおかげで約 2～4%上昇するだろう。ゴム価格は 3,300 万～3,500 万／tであり、石炭価格は前年比 20%減となる傾向がある。

投資観点 – 中立

BSC はゴム企業とタイヤ企業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。長期的には、天然ゴムの需要は自動車生産業に大きく依存しているが、現在、自動車生産業が低迷している。しかし、短期的には、(1)天然ゴム価格は一時的な供給不足に引き上げる;(2)国内タイヤ企業は輸出市場を拡大することで、売上総利益率が改善され、好調な業績を達すだろう。

DRC – 買い – 理論価格 28,893VND／株 – Upside 24% – P/E fwd 7.7x – 輸出市場の拡大

2019 年 9 ヶ月の業績。2019 年 7－9 月期の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 8.3%増の 1 兆 130 億ドン、同 2.65 倍の 820 億ドンとなった。DRC の販売管理費用は安定して、収入の 4.4%を占めている。2019 年 9 ヶ月の収入と税引後利益はそれぞれ、年間計画の 77%、135%を達成した。
2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、(1)ビアスタイヤ事業の利益率が 23.4%であり、ビアスタイヤ生産量が前年同期比 9%減となる;(2)ラジアルタイヤの利益率が

12%であり、ラジアルタイヤ生産量が前年同期比 50%増となるという仮定を基づく、DRC の収入を前年比 10%増の 4 兆 4,820 億ドン、税引後利益を同 25%増の 3,140 億ドンと予測しております。BSC は DCF 方法を基づく、DRC の合理的な価格を 28,894VND ／株と評価しております。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
PHR	1,430	903	6,671	5.8	1.7	13.5%	7.8%	38,200	46,725	22.3%
DPR	1,117	234	5,833	6.7	0.8	9.4%	6.6%	35,250	40,736	15.6%
DRC	4,468	314	3,045	7.7	1.6	17.7%	11.2%	23,300	28,894	24%

ソース: BSC Research

繊維・アパレル業[中立]

- BSCは、(1)2019年11月の時点まで繊維企業の受注成長率は前年同期の80%と相当した;(2)短期受注の割合は長期受注のより増加したということを基づく、繊維・アパレル業の2020年見通しが2019年のように前向きではないと評価しております。
- 貿易協定は依然としてベトナムの繊維企業に機会を引き続きもたらすが、特別な利益をもたらすのは難しいだろう。
- BSCは繊維・アパレル業の2020年見通しを「中立」と評価して、MSHとSTKの投資評価を「買い」とし、TNGの投資評価を「観察」と推奨しております。

BSC は、(1)2019 年 11 月の時点まで繊維企業の受注成長率は前年同期の 80%と相当した;(2)短期受注の割合は長期受注のより増加したということを基づく、繊維・アパレル業の 2020 年見通しが 2019 年のように前向きではないと評価しております。BSC は、需要の減少が(1)世界経済成長率が 2020 年に減速すると予測された;(2)税制上の優遇措置、低生産コストによる競争ということから由来した。
貿易協定は依然としてベトナムの繊維企業に機会を引き続きもたらすが、特別な利益をもたらすのは難しいだろう。

投資観点 – 中立

BSC は繊維・アパレル業の 2020 年見通しを「中立」と評価して、MSH と STK の投資評価を「買い」とし、TNG の投資評価を「観察」と推奨しております。BSC は、(1) 世界の需要が減少すると予想される時に、繊維・アパレル業の成長率は減速する;(2) 米中貿易戦争と EV-FTA 協定は、期待の通りにプラスの影響を与えていない;(3) ベトナム市場と低生産コストがある諸国との競争はますます激しくなっていると評価しております。しかし、BSC は繊維・アパレル業関連株式は 3 年ぶり最低値を戻ったと評価しております。そのために、健全な財務及び安定的な受注数を持っている大規模な繊維・アパレル企業は注目すべき投資機会になると考えております。

MSH – 買い – 理論価格 56,000 VND/株 – Upside 26.4% – P/E fw = 4.8x.

2019 年 9 ヶ月の業績。MSH の収入と税引前利益はそれぞれ、前年同期比 15.3%増の 3 兆 3,870 億ドン、同 30.4%増の 4,370 億ドンとなった。2019 年 9 ヶ月の売上総利益率は 20.7%で、前年同期の 19.7%から増加した。

2020 年には、BSC は、MSH の成長は(1)FOB 受注の価値、(2) 寝具製品事業の再構成から由来すると考えております。現在、FOB 受注の契約額は前年同期比 17%増の 1 億 6,500 万～1 億 7,000 万ドルだった。
2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、(1)FOB 受注の成長率が 12%増となる;(2) 売上総利益率が 20.9%になるという仮定を基づく、MSH の収入を前年比 15%増の 5 兆 1,360 億ドン、税引後利益を同 15%増の 4,830 億ドン、EPS を 9,175VND／株、PEFW を 4.8xと予測しております。

STK – 買い –理論価格 20,844 VND/株 – PE fw 4.1x

- STK は総収入の 43%に RE 糸の割合を拡大する。2019 年には、リサイクル糸の収入は前年同期比 32%増となり、売上総利益が 29～31%の範囲で推移した。そのために、STK はユニクロなどの大手な企業に接近することを目的として、総収入の 43%に RE 糸の割合を拡大する予定。
- **糸価格は 2020 年に再上昇する。BSC は STK の売上総利益率は 14.8～15%で、前年同期の 14～14.5%から増加すると期待しております。**
- **BSC は 2020 年には、STK の売上高を前年比 23.5%増の 2 兆 7,500 億ドン、税引後利益を同 24.5%増の 2,576 億ドンと予測しております。**

銘柄	2020年の売上高	2020年の税引後利益	2020年のEPS	2020年のP/E fw	2020年のP/B fw	ROE	ROA	2019年12月31日の終値	理論価格	Upside
MSH	5,136	814	9,175	4.8	1.5	16%	32%	44,300	56,000	26.4%
TNG	4,833	236	4,783	3.1	0.7	8%	22%	14,900	N/A	N/A
STK	2,750	257.6	3670	4.7	1	18%	8%	17,550	19,590	11.6%

ソース: BSC Reseach

鉄鋼業[中立]

- 消費量が減少し、供給量が前年比では 10%増加したことで、競争性が激しくなる。
- 販売価格が引き続き下落しているのは鉄鋼企業の利益率に悪影響を与える。
- 一方、鉄鋼石価格が 2020 年に前年比 8～10%減の 70～75 ドル／tに引き下げるのは生産企業の利益をサポートすると予測されています。
- BSC は鉄鋼業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

消費量が減少し、供給量が前年比では 10%増加したことで、競争性が激しくなる。BSC は、2020 年の国内鉄鋼消費量が土木及びインフラ建設活動からの需要により前年比では 5%上昇すると評価しております。輸出活動では、アンチダンピングおよび反補助金の調査による貿易保護が増加している傾向があり、輸出活動特に亜鉛メッキ鋼を困難にし続けるでしょう。また、2020 年の鉄鋼生産量は増加することで、供給・需要の状況が激しくなるだろう。

販売価格が引き続き下落しているのは鉄鋼企業の利益率に悪影響を与える。供給が増加する背景には、鉄鋼価格は 2020 年も下降傾向を続けると予測しています。売上総利益率は 2019 年 5～10%を減少し、2020 年に引き続き減少すると予測されています。

一方、鉄鋼石価格が 2020 年に前年比 8～10%減の 70～75 ドル／tに引き下げるのは生産企業の利益をサポートすると予測されています。

投資観点– 中立

BSC は鉄鋼業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。市場の困難な消費状況は 2020 年には改善できず、鉄鋼業界は新規供給と大きな競争に直面するだろう。

HPG – 買い – 理論価格: 35,000VND／株 – Upside: 48.7%

BSC は以下の論点を基づく、HPG の理論価格を 35,000VND／株で評価し、HPG の 2020 年投資評価を「買い」と推奨しております。

(1) Hoa Phat Dung Quat 鉄鋼コンブレックス案件は戦略的な案件であり、鉄鋼業界に HPG の主導的な地位を示している。

業績予測

2019 年には、BSC は HPG の収入を前年比 12%増の 62 兆 5,340 億ドン、税引後利益を同 10.6%減の 7 兆 6,620 億ドン、EPS を 3,137VND／株、PE を 7.5 と予測しております。HPG の収入予測は(1)建設用鉄鋼消費量が前年比 16.8%増の 278 万tで、鉄鋼パイプ消費量が同 15.8%増の 75 万 7,350tである;(2)建設用鉄鋼販売価格が前年比では 9%減少するという仮定を基づく。

BSC は 2020 年には、HPG の収入を前年比 20.8%増の 75 兆 5,220 億ドン、税引後利益を同 18.6%増の 9 兆 890 億ドン、EPS を 2993VND／株、PEFW を 7.9xと予測しております。

弊社の予測は以下の仮定を基づく。

(1) 第 1 高炉と第 2 高炉の生産能力は設計上の最大生産能力の 75%と相当する。2020 年に第 1 期 Hoa Phat Dung Quat 鉄鋼コンブレックス案件の原価償却は約 1 兆 7,000 億ドンを追加増加する見込み。
(2) 建設用鉄鋼消費量は前年比 29.5%増の 360 万t、販売価格が消費量の増加のために引き続き下落する。
(3) 輸入鉄鋼石の平均価格は 2020 年に前年比 18.4%減の 80 ドル／tであり、石炭価格は 178 ドル／t、鉄鋼価格が前年比 1.6%増の 315 ドル／tである。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
HPG	75,522	9,089	2,993	7.9	1.7	9.1%	21%	23,500	35,000	48.7%

(*) 2021 年の理論価格, ソース: BSC Research

セメント業[中立]

- 建設省は、2020 年のセメント消費量が前年比 4～5%増の 1 億 100 万～1 億 300 万tであると予測しています。
- 市場の需給バランスは、輸出活動に大きく依存しています。
- BSC は投入石炭価格が引き続き下落することで、セメント企業の生産費用が 2020 年に減少すると予測しております。
- BSC はセメント業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

建設省は、2020 年のセメント消費量が前年比 4～5%増の 1 億 100 万～1 億 300 万t であると予測しています。そのうち、国内セメント消費量は前年比 4.5～6%増の 690 万～700 万t、輸出量は同 3～6%増の 320 万～340 万tである。

市場の需給バランスは、輸出活動に大きく依存しています。2020 年のセメント生産能力は 1 億 584 万tであり、輸出セメント消費量・国内セメント消費量の 2%を超えると推定しております。この生産能力は国内消費量を超えることで、輸出活動が市場の供需をバランスするために重要な役割を果たすだろう。現在、ベトナムの最大輸出市場は中国（輸出量の 46%を占め）である。次はフィリピン（輸出量の 16%を占め）である。

BSC は投入石炭価格が引き続き下落することで、セメント企業の生産費用が 2020 年に減少すると予測しております。

投資観点 – 中立

BSC はセメント業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

HT1 – 買い –理論価格 20,200VND／株 – Upside: 30%

BSC は HT1 の理論価格を 20,200VND／株で評価し、HT1 の 2020 年投資評価を「買い」と推奨しております。

2019 年業績の予測。BSC は 2019 年には、HT1 の売上高を前年比 7.7%増の 9 兆 210 億ドン、税引後利益を同 16.1%増の 7,488 億ドン、EPS を 1,766VND／株と予測しております。2019 年の消費量は前年比 6%増の 780 万t、平均販売価格が同 1.5%増となると予測しております。

2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、HT1 の売上高を前年比 2.9%増の 9 兆 2,790 億ドン、税引後利益を同 9%増の 8,157 億ドン、EPS を 1,924VND／株、PEFW を

8x、売上総利益率を 17.5%と予測しております。また、長期借入コストが約 400 億ドンを減少する見込みだ。

銘柄	2020年の売上高	2020年の税引後利益	2020年のEPS	2020年のP/E fw	2020年のP/B fw	ROE	ROA	2019年12月31日の終値	理論価格	Upside
HT1	9,279	816	1,924	8.5	1.07	8.5%	15.2%	14,950	20,200	35%

ソース: BSC Reseach

プラスチック業[中立]

- BSC はプラスチック業の消費量成長率がテクニック用プラスチック及び包装用プラスチックからの成長原動力のおかげで、2019 年に約 6～7%に上昇すると予測しております。
- 2020 年にプラスチック樹脂の価格は、石油価格の下落動向を応じる下落すると予想されております。そのために、プラスチック企業の利益率が改善されるだろう。
- BSC はプラスチック企業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

BSC はプラスチック業の消費量成長率がテクニック用プラスチック及び包装用プラスチックからの成長原動力のおかげで、2019 年に約 6～7%に上昇すると予測しております。包装用プラスチック事業（総生産量の 35%を占め）では、包装用プラスチックの消費量成長が飲食料品・小売事業のと供に上昇することで、包装用プラスチック事業の成長率は 10%以上上昇すると予測されています。テクニック用プラスチック事業（総生産量の 19%を占め）では、BSC は、今後生産量が裾野産業の発展のおかげで、増加すると考えています。建設用プラスチック事業では、BSC は、土木建設とインフラ建設の需要があまり改善されていないために、建設用プラスチック事業は競争が激しくなり、2020 年に困難を直面すると考えています。

2020 年にプラスチック樹脂の価格は、石油価格の下落動向を応じる下落すると予想されております。そのために、プラスチック企業の利益率が改善されるだろう。

投資観点 – 中立

BSC はプラスチック企業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

BMP – 買い – 理論価格: 52,400VND/株 – Upside: +16%

BSC は BMP の理論価格を 52,400VND／株で評価し、BMP の 2020 年投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は、BMP の利益成長率は建設市場の低迷により 2020 年に約 3～5%上昇すると評価しております。利益はプラスチック樹脂の価格の動きに依存するだろう。また、安定的なキャッシュフローのおかげで、BMP は配当金の 3,000～4,000VND／株(額面比 30～40%)を支払う可能性がある。

2019 年 9 ヶ月の業績。2019 年 9 ヶ月のプラスチック消費量は前年同期比 15.6%増の 7 万 6,400tだった。総収入は同 9.7%増の 3 兆 1,810 億ドンとなった。売上総利益率は 23.1%で、前年同期の 22.1%から増加した。PVC 樹脂の価格は前年同期比 2%減となった。2019 年 9 ヶ月の税引後利益は前年同期比 3.6%減の 3,282 億ドンとなった。

2019 年業績の予測。BSC は 2019 年には、総収入を前年比 6.5%増の 4 兆 3,990 億ドン、税引後利益を同 0.7%増の 4,300 億ドン、EPS を 4,730VND／株と予測しております。売上総利益率は 14.4%で、前年同期の 15.6%から減速した。

2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、総収入を前年比 2.3%増の 4 兆 4,970 億ドン、税引後利益を同 10.8%増の 4,770 億ドン、EPS を 5,241VND／株、PEFW を 8.62 と予測しております。プラスチック樹脂の価格が前年比 1%下落すると仮定を基づく、売上総利益率は 24.1%で、前年の 23.4%から増加する。

AAA – 観察 – 理論価格: 15,900VND／株 – Upside: +25%

BSC は AAA の投資評価を「観察」と推奨しております。

2019 年 9 ヶ月の業績。売上高は前年同期比 27.6%増の 7 兆 4,060 億ドン、年間計画の 74%を達成した。税引後利益は同 176%増の 4,380 億ドン、年間計画の 86%を達成した。成長原動力は土地と工業団地区での工場賃貸事業及び包装プラスチック事業から由来した。売上総利益率は 15.3%で、前年同期の 13.9%から増加した。

2019 年業績の予測。BSC は 2019 年には、AAA の収入を前年比 22.3%増の 9 兆 7,950 億ドン、親会社株主利益を同 155.1%増の 4,600 億ドン、EPS を 2,417VND／株と予測しております。

2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、総収入を前年比 9.3%増の 10 兆 6,780 億ドン、親会社株主利益を同 12.1%増の 5,153 億ドン、EPSFW を 2,709VND／株、PE を 4.7xと予測しております。そのうち、

- 包装プラスチック事業。BSC は AAA の消費量を前年比 6%増の 10 万 6,503t、収入を同 9.5%増の 4 兆 5,380 億ドン、売上総利益率を 15%と予測しております。
- 商業用プラスチック樹脂事業。生産量は効率の改善に焦点を当てるため、現在の水準で維持する。売上総利益率は 3%で、前年の 2.5%から増加する。
- 工業団地区事業。土地売り・土地と工場賃貸事業の収入は前年比 3.2%増の 7,080 億ドンと予測しております。

銘柄	2020 年の	2020 年の税引	2020 年の EPS	2020 年の	2020 年の	ROE	ROA	2019 年 12 月	理論価格	Upside

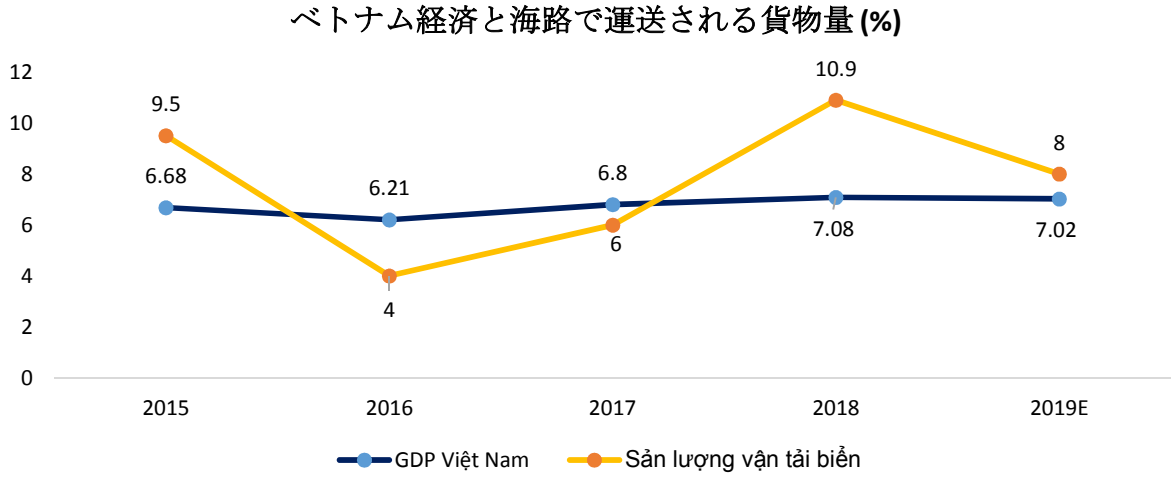
	売上高	後利益		P/E fw	P/B fw			31 日の終値		
BMP	4,497	477	5,241	8.6	1.4	13.7%	16.3%	45,200	52,400	16%
AAA	10,678	515	2,709	4.7	0.6	5.6%	14.4%	12,700	15,900	25%

ソース: BSC Reseach

海運業[中立]

- 海路で運送される貨物量の成長率は 2020 年に 7-8%上昇するだろう。
- IMO 規定は様々な効果をもたらします。
- BSC は海運業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

海路で運送される貨物量の成長率は 2020 年に 7-8%上昇するだろう。



ソース: GSO, BSC Research

IMO 規定は様々な効果をもたらします。

投資観点- 中立

BSC は海運業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。VOS、VFR などのバラ荷運搬企業は供給が需要を超えている背景には、困難を引き続き直面するだろう。PVT などの液体貨物運搬企業は IMO 準拠を応じた燃料の需要で恩恵を受ける可能性がある。しかし、ビンソン製油石化工場の大規模なメンテナンス（期間：2020 年 6 月～ 7 月）が PVT の輸送量に影響を与える可能性もある。BSC は PVT の投資評価を「観察」と推奨しております。

PVT - 観察 -理論価格 20,200 VND/株 - Upside 20.5%

BSC は PVT の理論価格を 20,200VND／株と評価し、PVT の投資評価を「観察」と推奨しております。

2019 年業績の予測。BSC は 2019 年には、PVT の収入を前年比 2.7%減の 7 兆 8,830 億ドン、税引後利益を同 39.3%増の 8,510 億ドンと予測しております。

2020 年業績の予測。BSC は PVT の 2020 年業績が新しい船舶の運航及び高運賃のおかげで、2019 年のように成長率を維持すると考えています。BSC は 2020 年には、PVT の売上高を前年比 6%増の 8 兆 3,820 億ドン、税引後利益を同 11%増の 9,370 億ドン、EPS を 2,621VND／株と予測しております。

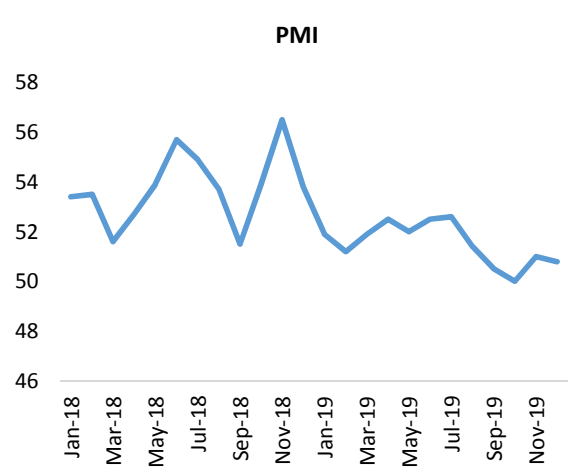
銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
PVT	8,381	937	2.621	6.39	0.79	6.8%	13.6%	16,800	20,200	20.5%

ソース: BSC Research

港湾業[中立]

- BSC は、ベトナム港湾を通じる運送される貨物量が 2020 年に 10%上昇すると予測しております。
- 供給過剰の状況により、ハイフォン湾でのサービス価格を引き上げることは困難だ。
- しかし、Cái Mép – Thị Vải 港湾帯を通じる運送される貨物量の成長率は前年比 25%上昇する可能性がある。
- BSC は港湾業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

BSC は、ベトナム港湾を通じる運送される貨物量が 2020 年に 10%上昇し、2019 年のより低いと予測しております。EVFTA 協定への署名が明確ではないが、経済が徐々に飽和状態になる背景には、輸入出総額は減少する可能性がある。



ソース: BSC Research

供給過剰の状況により、ハイフォン湾でのサービス価格を引き上げることは困難だ。GMD の Nam Dinh Vu 湾が稼働し、ハイフォン港湾帯を通じる運送される貨物量は 700 万 TEUs になった。そのうち、2019 年 10 ヶ月には、ハイフォン港湾帯を通じる運送される貨物量は前年同期比 15増の 420 万 TEUs だった。

しかし、Cái Mép – Thị Vải 港湾帯を通じる運送される貨物量の成長率は前年比 25%上昇する可能性がある。

投資観点– 中立

BSC は港湾業の 2020 年見通しを「中立」と評価しており、GMD の投資評価を「観察」と推奨しております。

GMD – 観察 – 理論価格 27,500VND/株 – Upside 18.2%

BSC は以下の要素を基づく GMD の理論価格を 27,500VND／株と評価し、GMD の投資評価を「観察」と推奨しております。

(1) コア事業の成長率は前年比 8%増となる。
(2) Gemalink 案件は 2020 年第 3 四半期から稼動を開始することで、費用が増加するが、純利益が減少する。GMD は同案件により 2020 年赤字の 4,130 億ドンと 2021 年赤字の 1,410 億ドンを計上すると推定しています。BSC は同案件の利益が 2022 年から好転すると期待しております。
(3) ゴム事業から資本回収及び不動産案件の譲渡から期待します。

2019 年業績の予測。BSC は 2019 年には、GMD の収入を前年比 4%減の 2 兆 9,750 億ドン、税引後利益を同 2%減の 6,560 億ドンと予測しております。

2020 年業績の予測。BSC は 2020 年には、GMD の売上高を前年比 9%増の 3 兆 1,000 億ドン、税引後利益を同 31%減の 4,540 億ドン、EPS を 1,394VND／株と予測しております。

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
GMD	3,100	454	1,394	12.4	1.0	3.8%	6.1%	23,300	27,500	18.2%

ソース: BSC Research

精糖業[弱気]

- アジア地域における諸国の砂糖輸入関税が 0%に引き下がられることに関する ASEAN 物品貿易協定（ATIGA）は 2020 年 1 月 1 日から有効となる。
- 世界精糖の価格は産量の減少により前年比 11%増となる。
- BSC は精糖業の 2020 年見通しを「弱気」と評価しております。

アジア地域における諸国の砂糖輸入関税が 0%に引き下がられることに関する ASEAN 物品貿易協定（ATIGA）は 2020 年 1 月 1 日から有効となる。BSC はベトナム精糖業が 2020 年に以下の困難を直面すると考えております。

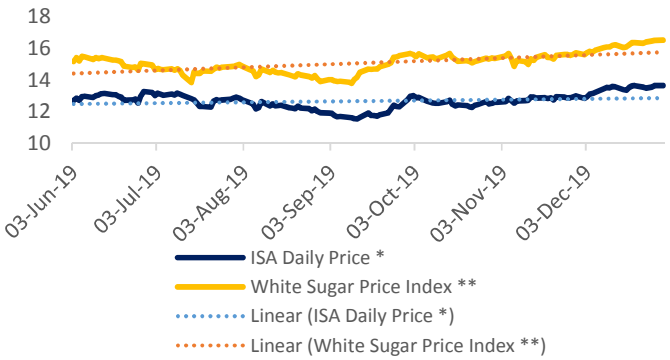
(1) タイから輸入される無制限砂糖量はベトナム市場での予想価格 8,000～9,000 VND /キロで販売される。この販売価格は国内市場の砂糖価格 10,000～13,000 VND / キロより安くなる。

(2) 生産能力が 1 日当たり 3,000t未満の工場を持つ国内精糖生産企業は高生産コストによりタイの砂糖と競合することはできません。

しかし、QNS などの RE 製糖工場への投資しているいくつかの精糖生産企業は ATIGA 協定から恩恵を直接受けると評価しております。

世界精糖の価格は産量の減少により前年比 11%増となる。ISO によると、原料糖と精錬砂糖の価格はそれぞれ、前四半期比 10.98%増の 13.64 cts/lb、同 6.31%増の 16.51 cts/lb だった。ISO の予測によると、2019 年～2020 年度収穫の世界精糖生産量は前年より 1 億 7,200 万t（−2.3%相当）を減少するだろう。

原料糖と精錬砂糖の価格**(cents/lb)**



Quốc gia	Đ2018/19	Đ2019/20	% YoY
Brazil	22.3	21.8	-2.4%
Thái Lan	14.4	12.9	-10.4%
EU* (củ cải)	18.3	17.7	-3.6%
Ấn Độ	32.9	27.0	-17.9%
Trung Quốc	10.8	10.9	1.1%
Pakistan	21	17.0	-19.0%

投資観点-弱気

BSC は精糖業の 2020 年見通しを「弱気」と評価しており、QNS の投資評価を「買い」と推奨しております。

QNS -買い - 理論価格 35,000 VND/株 - PE fw 8x.

- **QNS は豆乳シェアの 35%を占めている、2025 年に豆乳シェアの 50%を占めることを目標にする。**
- **QNS は ANKHE 精錬砂糖工場を投じ、2020 年 1 月 1 日から稼動を開始する。**
- **発電バイオマスの販売価格は前年比 25%増の 7.03～8.47 cts/kwh である。**
- **BSC は 2020 年には、QNS の売上高を前年比 20.4%増の 9 兆 6,730 億ドン、税引後利益を同 10.7%増の 1 兆 3,370 億ドンと予測しております。**

銘柄	2020 年の売上高	2020 年の税引後利益	2020 年の EPS	2020 年の P/E fw	2020 年の P/B fw	ROE	ROA	2019 年 12 月 31 日の終値	理論価格	Upside
QNS	9,673.9	1,337	3,688	8.0	1.7	17.7%	23.3%	27,000	35,000	+29.6%

ソース: BSC Research

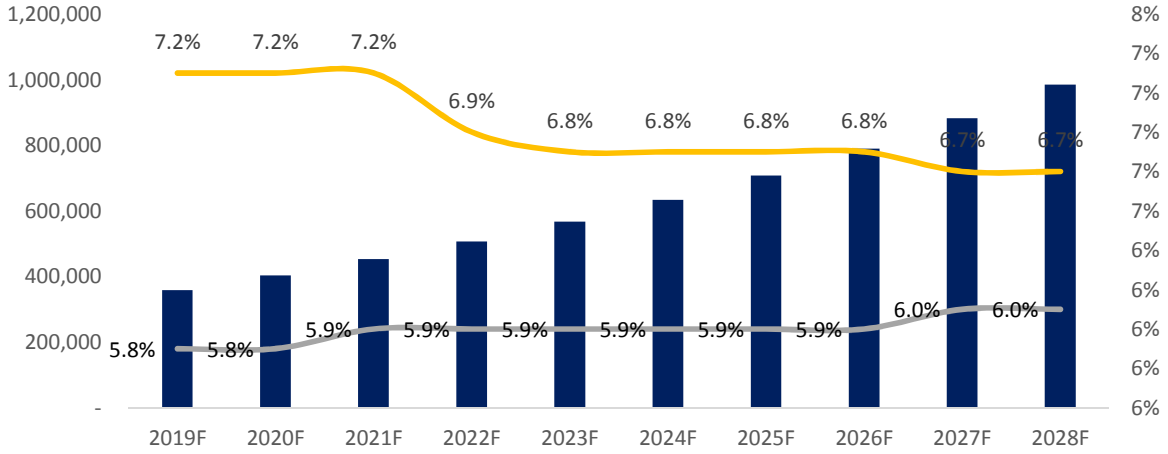
建設業[弱気]

- 建設業はベトナムの成長率を対応するために政府の政策によりサポートされるのは必要だ。
- ベトナムの発展を応じるインフラへの公共投資を拡大する。
- 2020 年～2030 年の期間における都市化傾向は続けるだろう。
- PPP 2020 政策パートナーシップ方式を基づく投資法を完了する。
- BSC は建設業の 2020 年見通しを「弱気」と評価しております。

建設業はベトナムの成長率を対応するために政府の政策によりサポートされるのは必要だ。BSC は建設業が 2019 年に困難を直面したことで、2020 年には大きな変更が以下の通りに必要だと評価しております。

(1) ベトナムの発展を応じるインフラへの公共投資を拡大する。
(2) 2020 年～2030 年の期間における都市化傾向は続けるだろう。
(3) PPP 2020 政策パートナーシップ方式を基づく投資法を完了する。

2019年～2028年の期間における建設業の成長率（10億ドン)



ソース: BMI,BSC Research

投資観点– 弱気

BSC は建設業の 2020 年見通しを「弱気」と評価しております。

銘柄	2020年の売上高	2020年の税引後利益	2020年のEPS	2020年のP/E fw	2020年のP/B fw	ROE	ROA	2019年12月31日の終値	理論価格	Upside
CTD	10,190	853	10,373	6.1	0.5	5%	10%	51,300	51,865	+1%
HBC	17,453	528	2,681	4.1	0.6	3.50%	15%	10,700	11,260	+5%

ソース: BSC Research

利用規約

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

BSC 本社

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

BSC 支店

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

Website: http://www.bsc.com.vn
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: RESP BSCV <GO>

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM

HỘI SỞ
Địa chỉ: Tầng 10, 11 Tháp BIDV 35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84) 24 3935 2722

CHI NHÁNH
Địa chỉ: Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: (+84) 28 3821 8885
Website: www.bsc.com.vn