

---

## 目次

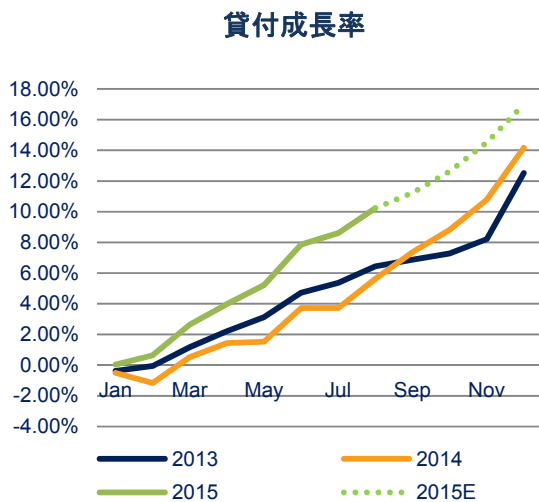
銀行業の見通し.....	2
不動産業の見通し.....	5
建設業の見通し.....	7
セメント業の見通し.....	9
テクノロジー業の見通し.....	10
港湾業の見通し.....	12
保険業の見通し.....	13
衣料縫製業の見通し.....	15
電力業の見通し.....	17
タイヤ業の見通し.....	19
製薬業の見通し.....	23
水産業の見通し.....	27
石油・ガス業の見通し.....	28
肥料業の見通し.....	31
製糖業の見通し.....	33
海運業の見通し.....	35
天然ゴム業の見通し.....	36

## 各業界の第4四半期の見通し

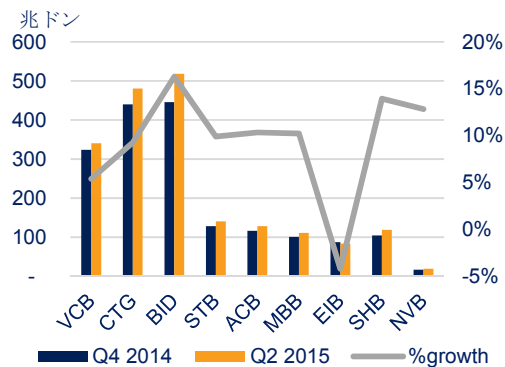
### 銀行業の見通し

#### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

2015年9月21日時点では、貸付成長率が10.78%であり、2011年以来の最高成長率となった。一方、資金調達成長速度は貸付成長よりも遅くになり、8.9%に達した。



上場銀行の2015年第2四半期に貸付残高及び貸付成長率



ソース: 中央銀行, 各銀行の財務諸表, BSC 証券の推定

不良債権比率は増加し、金融機関の実際の貸付質を反映している。我々が言及したように、2014年末時点での不良債権比率は3.25%だったが、2015年上半期に増加し、2015年6月末には3.72%となった。我々は、金融機関が報告した不良債権比率がより実際に適切になり、中央銀行の監督の下での債権分類結果に近いであると評価している。8月末時点での不良債権比率は3.21%に減少した。

金融機関の不良債権比率

不良債権比率	中央銀行の監督	金融機関の報告
12/2014	4.83%	3.25%
01/2015	4.55%	3.49%
02/2015	4.75%	3.59%
03/2015	3.81%	3.81%
06/2015	N/A	3.72%
08/2015	N/A	3.21%

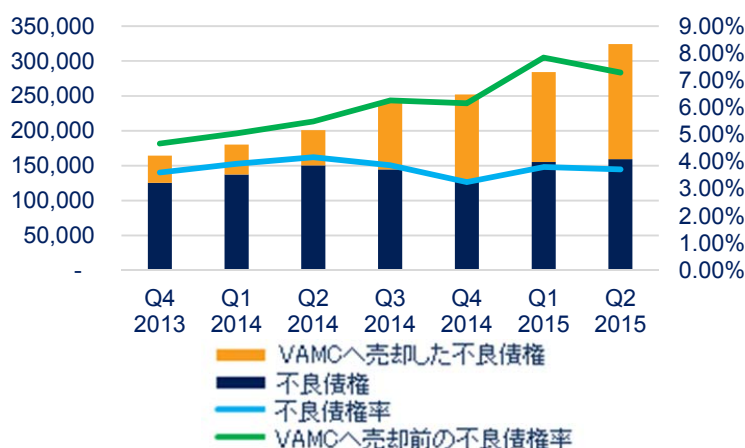
2015年末時点での不良債権比率の推定

2015年末時点での不良債権比率	貸付成長率					
	13%	14%	15%	16%	17%	
80,000	2.49%	2.47%	2.45%	2.43%	2.41%	
VAMCが2015年に購入する予定の元貸付金残高	85,000	2.38%	2.36%	2.34%	2.32%	2.30%
	90,000	2.27%	2.25%	2.23%	2.21%	2.19%
	95,000	2.16%	2.14%	2.12%	2.10%	2.08%
	100,000	2.05%	2.03%	2.01%	1.99%	1.98%

ソース: 中央銀行, BSC 証券の推定

ベトナム債権回収公社(VAMC)への不良債権の売却を強化する。2015年9月15日時点では、金融機関がVAMCに82兆ドンの不良債権を売却し、VAMCに売却した不良債権の合計は205兆ほどとなった。金融機関は2015年9月30日までにVAMCに100%の決めた不良債権を売却しなければならない。これはシステム全体の2015年末時点での不良債権を中央銀行の目標3%の下に減少させることを期待している。しかし、これも各銀行の2016年貸倒引当金繰入を急増させる。VAMCに大きい不良債権を売却した銀行はBID(12兆ドン)、STB(6兆ドン)、EIB(5兆ドン)である。

VAMCへ売却する前及び売却した後の不良債権率



ソース:中央銀行, BSC

不良債権は増加するだけでなく、VAMCに売却する特別債券に対して貸倒引当金を繰り入れるため、貸倒引当金繰入費用は増加し続けると予測されている。我々は、厳格な債権分類及び高い貸付損失準備金／不良債権率のおかげで、VCBとMBBの貸倒引当金繰入費用が上場銀行の中で最低程度にあると思っている。貸倒引当金繰入費用を増加させる銀行はSTB、EIB、SHB、NVBである。

2015年年初6ヶ月業績が選別される。2015年年初6ヶ月には、上場銀行8行の貸付金残高は1,923兆ドンに達し、2015年年初に比べ10.11%急増した。各銀行は貸倒引当金繰入費用を増加させ、貸倒引当金繰入費用の合計は12兆2,370億ドンだった。上場銀行8行の税引後利益は前年同期比8.32%増の11兆9,650億ドンに達した。業績が前年同期比急増したのはBID(28.66%増)、VCB(10.33%増)、MBB(8.05%増)だった。一方、業績が前年同期比急落したのはEIB(14.16%減)、STB(7.12%減)、SHB(5.63%減)、ACB(0.47%減)であり、主に高い貸倒引当金繰入費用のためだった。

上場銀行の2015年第2四半期の業績

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB
<b>規模</b>								
資本金(10億ドン)	45,657	54,595	35,232	17,766	12,342	18,959	10,480	14,487
総資産(10億ドン)	576,530	685,747	724,762	200,489	189,496	210,777	177,392	130,159
<b>年初比成長率</b>								
資産成長率	-0.08%	3.72%	11.44%	5.63%	5.50%	5.13%	10.12%	-23.00%
貸付成長率	5.38%	9.25%	16.28%	10.22%	10.34%	9.91%	13.94%	-4.21%

預金成長率	5.34%	4.84%	14.56%	-2.04%	3.62%	10.75%	42.08%	-23.04%
<b>経営効果</b>								
経常利益(引当金繰入れ前)	6,497	6,415	6,715	3,016	1,222	2,223	727	733
前年同期比加減率	23.65%	14.75%	20.40%	14.14%	0.86%	15.24%	12.12%	-14.67%
貸倒引当金繰入費用	3,346	2,536	3,565	1,188	491	698	247	166
税引後利益(10億ドン)	2,453	3,027	2,485	1,429	571	1,180	379	442
前年同期比加減率	10.33%	0.29%	28.66%	8.05%	-0.47%	-7.12%	-5.63%	-14.16%
NIM	2.60%	3.14%	2.81%	3.80%	3.05%	4.08%	2.28%	2.34%
EPS(ドン/株)	2,076	1,536	1,907	2,170	1,050	1,857	830	(14)
ROA	0.89%	0.89%	0.85%	1.30%	0.52%	1.09%	0.50%	-0.01%
ROE	10.69%	10.62%	16.11%	15.62%	7.71%	11.77%	7.37%	-0.12%
<b>自己資本</b>								
株主資本/総資産	7.95%	7.96%	4.90%	8.55%	6.51%	8.99%	6.11%	11.13%
<b>資産品質</b>								
不良債権比率	2.48%	1.45%	2.80%	2.04%	1.69%	1.21%	2.48%	2.09%
貸付金/総資産	59.10%	70.08%	71.51%	70.18%	67.73%	52.59%	47.06%	91.12%

ソース: 上場銀行の財務諸表

## ②投資アドバイス

我々は、銀行業に対して「ポジティブ」の評価を維持し続ける。銀行業はVNインデックスに最大影響を与える業界ままである。貸付成長率は景気回復、低貸付金利、中長期貸付に短期資金を使える上限を30%から60%に引き上げることのおかげで、ポジティブになり続けると予想されている。また、各商業銀行は貸倒引当金繰入及び不良債権の売却を強化しているため、年末時点での不良債権率は3%未満の目標を達成する可能性がある。

我々は、STBとPNBの合併はSTBの貸倒引当金繰入費用を増加させ、STBの存続性を低下させることに注意している。また、BIDが11月にMHB株との交換による3億3,692万1,100株及び既存株主への新株を上場させること、CTGがPGBankと合併することはこれらの株式の株価へ悪影響を及ぼす可能性がある。

大幅に上昇した銀行株(VCB、BID、CTG)の以外、上場している他の大規模な商業銀行に注目すべきなのはACB、MBBなどだと思っている。

銘柄	2014年 税引後利 益(10億 ドン)	2015年 税引後 利益の 見通し (10億ド ン)	2015年 のEPS の見通 し	P/E FW	P/B FW	株価(2014 年12月31 日)	株価(2015 年9月30 日)	増/減	目標株価
VCB*	5,876	4,664	1,750	24.51	2.51	31,200	42,900	37.5%	50,000
BID*	4,948	5,724	2,036	11.64	2.13	11,500	23,700	106.09%	24,900
CTG*	5,712	5,690	1,528	12.83	1.534	13,100	19,600	49.62%	22,200
MBB*	2,476	2,554	2,070	7.24	1.01	12,300	15,000	21.95%	16,600
ACB*	952	1,014	1,131	17.15	1.41	14,800	19,400	31.08%	22,600

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

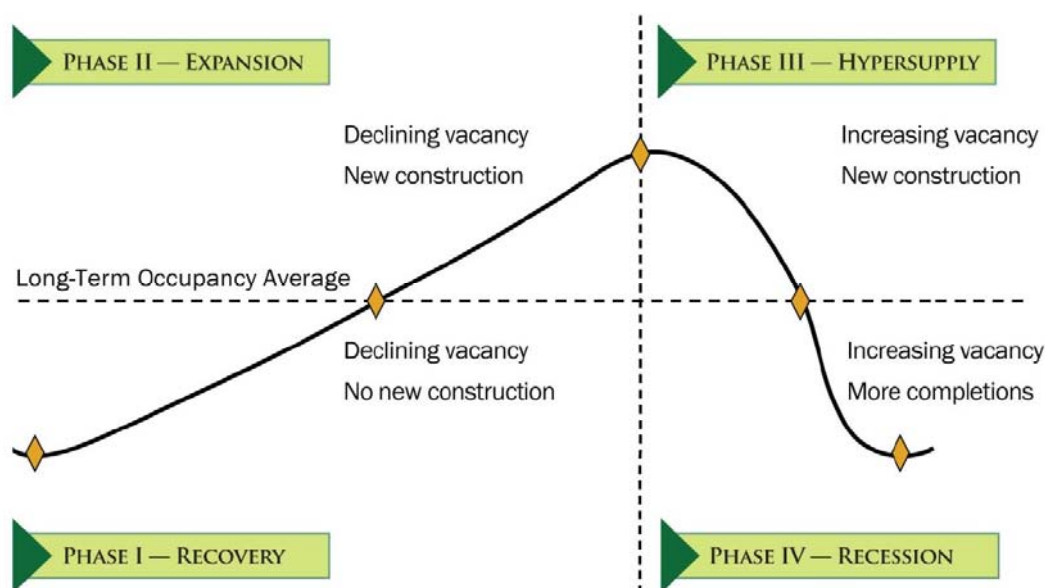
## 不動産業の見通し

### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

不動産市場は第3四半期に引続きポジティブに動いて行く: ハノイではアパートの約6,880戸が販売され、前年同期比154%増加した。ホーチミン市ではアパートの約7,682戸が販売され、前年同期比88%増加した。成長は主に中高級区分に集中した。すべての区分の販売価格は安定した。

バブル現象はまだ出現していない: 不動産市場のサイクルは通常、4つの段階を経る。それは回復段階(新規建設案件なし、低消費率)、拡張段階(消費率が急増し、価格も増加し、新規案件が展開される)、供給が急増する段階(価格が増加し続けるが減速する)衰退段階(競争が激化し、販売速度が減少し、販売価格が急落する)。我々はベトナム不動産市場が拡張段階にあると思っている。販売されたマンションの数は大幅に上昇したが、各企業の数年前の在庫であり、価格がいくつかの案件で3%~5%増加した。

### Market Cycle Quadrants



Source: Mueller, Real Estate Finance, 1995.

外国資本はホーチミン市における不動産案件に集中する傾向がある。チュティエム地区における主な案件はエンパイア・シティー複合案件(12 億ドル)、チュティエム・スマート・コンプレックス案件である。直接投資のほか、海外企業は不動産企業への出資を強化している。例えば、日本のクリードグループはアンザー不動産投資開発株式会社へ 2 億ドルを投資し、ガムダランド(Gamuda land)はサコムリアル不動産株式会社(SRC)に 6,400 万ドルを投資した。

外国人向け不動産販売や所有権に関する議定やガイダンス通達はまだ展開中の段階にある。我々は、具体的なガイドラインがあった場合、不動産市場への影響が大きすぎず、購入区分に集中すると思っている。

ハノイ市やホーチミン市における不動産企業の年初 6 ヶ月業績はポジティブだった。VIC については、各案件による売上高を計上する時期が 2016 年であるため、売上高や利益が一時的に減少した。VIC の大規模案件の販売速度は非常に良い、年初 7 ヶ月の累計売上高は 40 兆ドンに達し、通年の売上高は 60 兆ドンに達し、年初に設定した計画の 45 兆ドンよりもかなり高くなると予測されている。

銘柄	2015 年上半期の売上高 (10 億ドン)	2015 年上半期の利益 (10 億ドン)	2014 年上半期の売上高 (10 億ドン)	2014 年上半期の利益 (10 億ドン)	売上高の加減率	利益の加減率
VIC	12433	717.2	13869	1934	-10%	-63%
DXG	383.9	202.4	210.3	66.9	83%	203%
KDH	481.9	101.5	86	40.5	460%	151%
GEO	299.2	65.5	100.8	14.1	197%	365%
SJS	205.6	39.6	46.7	17.9	340%	121%

ソース: BSC

前受収益(10 億ドン)			
	2015 年上半期	2014 年上半期	加減率
VIC	6349	3299	92%
DXG	617.1	234.2	163%
KDH	186.9	77.8	140%
CEO	33.9	0.11	30718%
SJS	128.7	65.7	96%

ソース: BSC

**第 4 四半期の見通し:** 不動産販売向け貸付成長のおかげで、販売速度は成長し続けると予想されている。また、為替レートが増加し、世界の経済状況が変動している状況では、投資家が不動産などの安全な資産へ投資する傾向にある。

## ②投資アドバイス

我々は不動産業に対して「ポジティブ」の評価を維持し続け、この業が銀行業と共に VN インデックスを導き続ける可能性があると思っている。不動産売買活動が年初 9 ヶ月で大幅に増加したことと売上が遅く計上されることは 2016 年業績を急増させるだろう。不動産市場のサイクルを見ると、不動産市場はまだ成長段階にあるため、現在は不動産企業への投資の良い時点である。我々は、KBC 株に対して「保持」とお勧めし、KDH や VIC に対して「ポジティブ」の評価を維持し続け、CEO、UNI、ITC、BCI などが好業績の予測がある株にも注目すべき。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価
VIC*	27,727	3776	35,671	4649	3,196	14	5.42	37,900	41,700	10.03%	53,000
DXG*	523	168	716	258	2,562	6.5	2.43	14,000	17,800	27.14%	17,000
KBC	1,069	326	2,182	615	1,293	12.92	1.13	15,900	12,600	-20.75%	N/A
KDH	631	102	1,252	202	1,600	14.06	1.22	20,200	21,600	6.93%	25,100
UNI	26.58	0.92	86.91	18.92	1,334	8.62	0.97	7,900	11,500	45.57%	14,488

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 建設業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

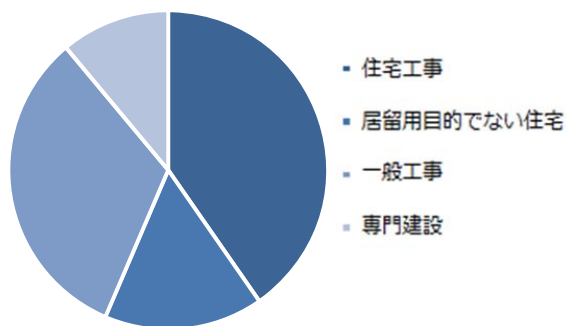
不動産業の強い回復のおかげで、建設業の動きは[2015 年におけるセクターの展望]レポートでの評価のように、まだ「ポジティブ」である。2015 年第 3 四半期では、建設業のいくつかの注目すべき問題は以下の通り。

- ①建設総額は成長し続けた。
- ②政府議定 59 号 2015/ND-CP は正式に有効になった。
- ③国家銀行は BOT や BT 方式の交通案件向け貸付活動に対するリスクの管理を強化した。

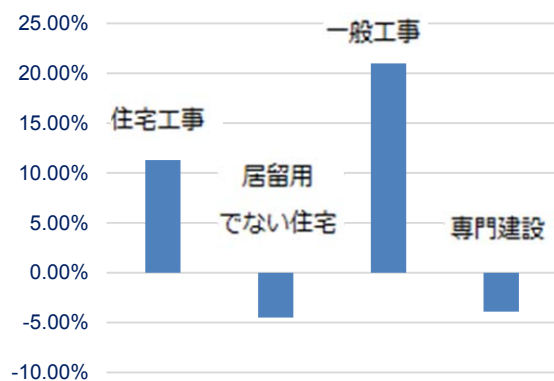
建設総額は大幅に増加した。統計総局によると、年初 9 ヶ月の建設総額は現在価格を基づけば、660 兆 9,000 億ドンになり、2010 年の比較的な価格を基づけば、524 兆 4,000 億ドンになり、前年同期比 9.3%増だった。我々は、この増加率を年初 6 ヶ月の増加率 6.8%及び GDP の年初 9 ヶ月の成長率 6.5%と比べ大幅な増加率であると評価した。年初 9 ヶ月の増加率に主に寄与したのは住宅建設(前年同期比 11.3%増)、一般工事(同 21%増)だった。

社会全体の 2015 年年初 9 ヶ月の投資総額は現在価格を基づけば、前年同期比 8.5%増の 909 兆 5,000 億ドンであり、GDP の 31.9%を占めた。その内、FDI は前年同期比 10.1%増の 209 兆ドンとなった。

2015年年初9ヶ月の建設総額



2014年同期比加減率 (2010年の価格を基く)



ソース: GSO, BSC

2015 年 8 月 5 日から有効になった政府議定 59 号 2015/ND-CP は建設投資案件を厳密に管理することに貢献している。同議定は次の 2 つの主要な問題を解決する。

- ① 国家予算の資本を使用する案件を厳密に管理する。政府は各案件の投資目的、規模、コストの状態を管理する。
- ② 建設投資手順を締める。

指令第 05/CT-NHNN の発行は交通業の建設総額を減少させる可能性がある。最近、交通インフラ案件は推進されており、投資資本は主に国内商業銀行に融通されている。国家銀行が本指令を発行した目的は密接に交通インフラ案件への融資を管理することであり、金融システムや経済全体へのリスクを制限するのに役立つが、将来の交通インフラの建設総額を減少させる。

## ②投資アドバイス

我々は 2015 年第 4 四半期に建設シーズンに入った建設業の見通しに対して「ポジティブ」の評価を維持している。我々は引続き LCG や HBC や CMS に対して中長期の購入をお勧めする。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価



し

LCG	1,266	(12)	1,467	45	593	11.47	0.52	8,500	6,800	-20.0%	11,400
HBC*	3,518	69	5,300	180	2,414	7.04	1.16	10,700	17,000	58.88%	21,401
CMS*	391	16	435	28	1,615	6.32	0.82	10,100	10,200	0.99%	13,793
HUT*	2,762	259	2,316	145	1,129	9.65	0.97	12,700	10,900	-14.2%	

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## セメント業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

2015 年年初 9 ヶ月では、不動産業や建設業の回復のおかげで、セメントの生産や販売状況は好調だった。しかし、外貨建て債務を持っている企業の第 3 四半期の業績は 8 月における為替レートの変動からの大きく影響を受けた。

販売量は大幅に増加したが、輸出市場は中国市場に脅かされている。建設省の建設資材部分によると、年初 8 ヶ月のクリンカーの販売量は 4,692 万に達しており、その内、国内販売量は前年同期比 9.65% 増の 3,602 万トンであり、輸出量は同 12.6% 増の 1,090 万トンだった。国内販売量が増加したのは不動産業が大幅に回復したためだ。

輸出市場については、8 月の輸出量が前年同月比 27% 増の 125 万トンに達した。中国国内の需要は減少傾向にあるが、中国が世界最大のセメントの年産能力(25 億トン)を持っている国であるため、輸出市場は 2015 年年初から現在まで、中国市場からの強い競争力を受けている。また、ベトナムの最大輸出国であるバングラデシュでのセメント需要は縮小しており、セメント輸出成長率は遅くになさせている。

外貨建て債務を持っている企業の第 3 四半期業績は為替レートの消極的な変動からの影響を受ける。我々は、HT1 や BCC や BTS は為替差損を計上するため、財務費用が大幅に増加すると推定している。ベトコムバンク(VCB)の 2015 年 6 月 30 日と 9 月 29 日時点での為替レートに基づいて、HT1 や BCC や BTS の第 3 四半期の未実現為替差損益はそれぞれ、870 億ドン、503 億ドン、450 億ドンと推定されている。

### ②投資アドバイス

現在は建設シーズンにかけているため、我々は 2015 年第 4 四半期にセメント業に対して「ポジティブ」の評価を維持している。建設資材企業の売上高と利益は改善される見通し。我々は、HT1、BCC、BTS 株に対して中長期の購入をお勧めし続ける。具体的には次のとおり。

①HT1:セメント国内販売量は大幅に増加した。セメント協会によると、HT1 の 2015 年 9 月 18 日までの販売量は前年同期比 21.5% 増の 374 万トンに達した。有利な状況ならば、HT1 の 2015 年通年の販売量は 5 万トンを超過し、仮定の賞与福利積立金を除いた 2015 年の EPS は 1,636 ドンに達する可能性がある。

②BCC:2015 年年初 9 ヶ月の販売量はセメントが 276 万トン、クリンカーが 31 万 1,000 トンであり、全体的に前年同期比約 3%~4%増だった。我々は仮定の賞与福利積立金を除いた 2015 年の EPS が 1,989 ドンに達すると推定している。

③BTS:セメント協会によると、BTS の 2015 年 9 月 18 日までの販売量は前年同期比 18%増の 174 万トンに達した。仮定の賞与福利積立金を除いた 2015 年の EPS は 1,259 ドンに達すると推定されている。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価
BCC*	4,336	162	4,700	238	1,989	6.54	0.73	14,700	13,000	-11.6%	20,254
HT1	6,758	309	7,363	650	1,636	13.45	1.61	17,400	22,000	26.44%	24,939
BTS	2,930	122	2,901	171	1,259	7.07	0.81	7,600	8,900	17.11%	10,665

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## テクノロジー業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

ベトナムでのインターネット普及率は、アセアン地域において平均レベルにあり、発展ポテンシャルが極めて大きい。「We are social」の 2015 年報告書によると、2015 年 3 月時点でのベトナムのインターネット利用者数は 2014 年 1 月に比べ 13%増の約 4,100 万人であり、普及率 45%に相当した。東南アジア地域 (44%) に比べ平均レベルであり、世界の平均レベル (42%) に比べ高いである。同地域の他の国々に比べ、ベトナムは人口第 3 位であるが、インターネット普及率はタイ、シンガポール、マレーシア、ブルネイよりも低い。

世界銀行(WB)によると、ベトナムは東南アジア地域において高い都市化率を持っている国の一国である。都市化率は 19%(1986 年)からほぼ 34%(2013 年)に増加した。ベトナムの都市化率は 2020 年に 45%に達す見通し。そのため、我々はベトナムのインターネット発展ポテンシャルが極めて大きい、IT・通信業を後押しするチャンスであると評価している。

単位: 100 万人	人口	インターネット利用者数 (1)	普及率	2014 年 1 月比加減率	ソーシャル・ネットワーキングサービス利用者数 (2)	普及率	2014 年 1 月比加減率	携帯加入者数 (3)	普及率	2014 年 1 月比加減率	アジア太平洋地域におけるネットワーク情報の安全性のランク
ベトナム	90.7	41	45%	13%	30	33%	50%	128.3	141%	-4%	10
タイ	64.9	35	54%	47%	34	52%	42%	97	149%	15%	7

インドネシア	255.5	72.70	28%	0%	74	29%	19%	308.2	121%	9%	5
シンガポール	5.47	4.45	81%	12%	5	91%	56%	8.3	152%	3%	4
マレーシア	30.51	20.14	66%	5%	17	56%	9%	41.8	137%	1%	8
フィリピン	101.1	44.2	44%	18%	42	42%	24%	114.6	113%	7%	9
ブルネイ	0.393	0.319	81%	29%	0.26	66%	0%	0.495	126%	5%	8
カンボジア	15.41	3.8	25%	414%	2.4	16%	100%	24.2	157%	27%	15
ラオス	6.8	0.85	13%	20%	0.68	10%	62%	7	103%	8%	17
ミャンマー	51.42	2.6	5%	346%	3.8	7%	206%	13.3	26%	144%	8
アセアン地域の平均			44%	19%		37%	46%		131%	8%	

ソース:「We are social」の 2015 年報告書、ITU レポート

IT 企業向け税制優遇政策は将来的に検討される可能性がある。現在、IT 企業向け税制優遇措置は 2001 年～2008 年間に適用された税制優遇措置よりも低い。理由は現在の法人税法や個人所得税が適用されている。IT アプリケーション国家委員会は、将来的に IT 企業向け税制優遇措置に関する必要な調整を検討している。我々は、税制優遇措置が増加されるのが IT 企業の業績の改善に大きく貢献すると評価している。

## ②投資アドバイス

我々は、IT・通信業の 2015 年第 4 四半期見通しに対して「ポジティブ」の評価を維持する。理由は次のとおり。

- ①国内企業、特に金融企業は技術開発への投資を強化している。政府機関の場合、政府も IT サービスの外部委託を許可した。そのため、システムインテグレーション分野の成長に原動力を与える。
- ②ソフトウェア輸出分野は強化されており、顧客が米国、日本、韓国 (FPT、CMG) である。
- ③テレコム分野は大きな成長ポテンシャルを持っている。
- ④IT・通信企業の売上高や利益は 2015 年第 4 四半期に計上され、CMG や ITD などの 3 月 31 日に終了する会計年度がある企業の場合には 2016 年第 1 四半期に計上される。

FPT、CMG、ITD に対して中長期の購入をお勧め、HIG に対して観察するべき。

- ①FPT:業績は大幅に成長し、2015 年年初 8 ヶ月の売上高が前年同期比 24%増の 25 兆 9,770 億ドン、税引後利益が同 10%増の 1 兆 4,830 億ドンに達した。しかし、売上高や利益の成長率は年初数ヶ月に比べ減少した。我々は、FPT の 2015 年 EPS が 4,659 ドンに達すると推定している。
- ②CMG:2015 年上半期の税引前利益は 520 億～540 億ドンに達すると予想されており、予想よりかなり高い(前年同期比が 461 億 9,000 万ドン)。同業界の特徴は各企業が上半期に通年計画 30%～40%しか達成できなく、利益が年末に計上される。
- ③ITD:同社はワンストップの通行料金向けソリューション分野において市場シェア 80%を占めている。同社は現在、ハノイ・ハイフォン高速道路の通行料金向けソリューションを提供している。我々は ITD の 2015 年 EPS が約 1,795 ドンに達すると推定している。

銘柄	2014年 の売上高	2014年 の利益	2015年 の売上高 の見通し	2015年 の利益の 見通し	2015 年の EPS の見 通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株 価
FPT*	32,645	2,079	39,600	2,359	4,659	9.55	2.05	40,100	44,500	10.97%	56,186
CMG	3,265	118	3,093	155	1,800	7.89	1.19	8,900	14,200	59.55%	15,668
ITD*	448	20	540	33	1,795	8.86	1.05	8,100	15,900	96.30%	17,357
HIG*	503	5	575	11	506	11.06	0.32	4,000	5,600	40.00%	

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 港湾業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

最初 6 ヶ月における港湾システムを通じた貨物量は前年同期比 10.3%増の 2 億 400 万トンに達した。主な原動力は FDI 企業の輸出活動であり、輸出総額が前年同期比 22%増の 1,007 億ドルに達した。

ベトナム航海総公社(Vinalines=ビナラインズ)の資金回収プロセスを加速され、またはビナラインズの保有率を支配比率の下に引き下げる。ビナラインズがハイフォン港及びサイゴン港への出資率を 20%に引上げることは個人投資家を誘致し、資金回収プロセスを加速させる。

インフラは完全に投資されている。ハノイ・ハイフォン高速道路の建設はハイフォン地区に位置しているポートへの時間を半分節約するのに役立つ。

業績が大幅に増加する。特に VSC、HAH、DVP などのハイフォン地区に位置している企業だ。

銘柄	2015 年上半 期の売上高 (10 億ドン)	2015 年上半 期の利益(10 億ドン)	2014 年上半 期の売上高 (10 億ドン)	2014 年上半 期の利益(10 億ドン)	売上高の加減 率	利益の加減率
VSC	452.4	135.7	437	112.7	4%	20%
HAH	246.8	71.2	159.3	54.6	55%	30%
DVP	322.5	132.3	254.6	106.1	27%	25%
DXP	94.3	24.1	85.6	21.2	10%	14%
PDN	154.6	26.1	120.9	25.7	28%	2%
CLL	126.2	35.5	108.9	38.9	16%	-9%

ソース: BSC

第 4 四半期の見通し: 我々は、現在輸出シーズンに入っているため、港湾運営企業の第 4 四半期の業績がポジティブになり、第 4 四半期に各ポートを通じる貨物量は他の月に比べ高いである。

### ②投資アドバイス

我々は、港湾業の株式に対して「ポジティブ」の評価を維持し、港湾株式が魅力的な株式であると評価している。理由は以下の通り。

- ①自由貿易協定(FTA)の締結や経済の回復のおかげで、成長の見通しはポジティブである。
- ②港湾運営企業の業績は良かったが、低く評価されている。現在の平均 P/E は約 7.4 であり、市場の平均レベル(約 10.1)に比べ相対的に低い。

市場が大幅に変動しており、世界が不安定の状況では、投資家は港湾株のような高い安定性や安定した配当率がある株式に注目する。現在のリスクは中国とヨーロッパの遅い成長速度であり、港湾を通じる輸出入貨物量を減少させる可能性がある。

我々が勧めた株式は大幅に上昇した。それらは VSC(33%増)、HAH(15.6%増)、GMD(10.7%増)だった。我々はこれらの株式に対してポジティブの勧めを維持する。

我々は次の企業分析レポートに目標株価をアップデートする。

銘柄	2014 年の 売上 高	2014 年の 利益	2015 年の 売上 高の 見通し	2015 年の 利益 の見 通し	2015 年の EPS の見 通し 2015	P/E F	P/B F	終値(2014 年12月31 日)	終値(2015 年9月30 日)	加減率	目標 株価
VSC*	909	248	901	270	6,500	9.3	1.6	40,500	60,500	49.38%	N/A
HAH*	430	131	504	135	5,800	6.9	1.7	N/A	38,100	N/A	N/A
GMD*	3,696	530.9	3,320	380	3,270	10.6	0.7	28,900	34,400	19.03%	N/A

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 保険業の見通し

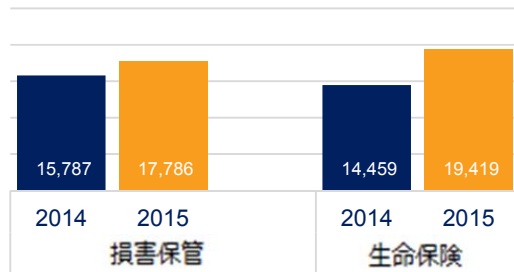
### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

保険市場は 2015 年年初 7 ヶ月で大幅に成長した。業界全体の元受収入保険料は前年同期比 23% 増の 37 兆 2,050 億ドンに達すと推定されており、2005 年～2014 年の平均成長率 13.8% に比べ印象的な成長率だった。その内、生命保険分野が前年同期比 34.3% 増、損害保険分野が同 12.66% 増だった。

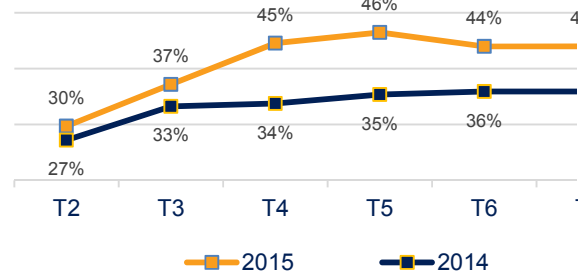
生命保険分野は高品質の新規契約のおかげで、大幅に成長している。生命保険企業の 2015 年年初 7 ヶ月の新規契約による経常収益は前年同期比 51.52% 増の 6 兆 4,369 億ドンと推定され、2014 年の成長率 23.72% よりも高かった。主な要因は新規契約の平均保険料が前年同期比 45.5% 増加したためだった。また、契約数は 72 万 521 件に達し、4.1% 増加した。

損害保険企業はより持続的に成長しており、リスクの管理や財務能力を向上している。2015 年年初 5 ヶ月の損害保険事業に対する貸倒引当金は 105 兆ドン、2014 年に比べ 22.5% 増だった。

2015年年初7ヶ月の保険料収入  
(10億ドン)



2014年より高い  
賠償比率



ソース: 保険監督管理局

損害保険分野の賠償比率は2014年に比べ高いレベルに留まっている。上場保険会社の中では、PVI及びBMIはかなり高い賠償比率があり、それぞれ56.6%と49.9%である。PVIの賠償比率は資産保険及び損失保険に依存する。BMIの火災保険向け賠償比率は200%急増し、これが同社の収益構造の19%を占めている保険商品だ。PGI、PTI、BICなどの保険会社は38%以下の安全な賠償比率がある。

保険会社6社の内の4社は2015年上半期に好業績を達成した。賠償比率は良く精査されているため、利益が良好に成長する。学生健康保険による収入は計上されるため、損害保険企業の第3四半期の収益は増加すると期待されている。

銘柄	事業	2015年上半期の収益 (10億ドン)	前年同期比加減率	2015年上半期の賠償比率	2015年上半期の税引後利益 (10億ドン)	前年同期比加減率	備考
BVH	生命保険、損害保険	6,988.0	20%	37.2%	910.0	10%	
PVI	生命保険、損害保険	3,674.2	49%	56.6%	228.2	-56%	技術資産の損失により賠償費用が急増
BMI	損害保険	1,322.1	0%	49.9%	97.5	45%	投資に対する貸倒引当金戻入益が計上されたため、投資による収益が55%急増
PGI	損害保険	1,087.1	7%	38.3%	65.6	25%	
PTI	損害保険	1,106.4	49%	31.8%	62.6	24%	
BIC	損害保険	742.3	27%	37.1%	74.3	11%	

ソース: BSC

2015年第4四半期の見通しがポジティブである。

- 賠償比率は精査されている。今年の洪水シーズンの前半では、9月末時点での自然災害の被害が2014年よりも少なくなっていた。そのため、2015年通年の賠償比率は良いレベルにあると期待できる。
- BICやPTIの戦略的な株主への新株発行は2015年に完成した。長期的には、戦略的パートナーが経験や財務力を持っている国際保険会社となる。彼らはスタッフのトレーニング、ブラン

ディング、市場開発の面でサポートする。PGI の増資は 2015 年末に完成する予定であるため、同社の今年の経営状況に影響を与えない。

## ②投資アドバイス

我々は、BIC や PTI などの戦略的な株主への新株発行を完成した企業の第 4 四半期業績は[ポジティブ]と評価している。ベトナムペトログループ傘下の企業である顧客が石油価格の下落からの影響を受けているため、PVI は困難を直面する可能性がある。我々は今後のレポートで以下の株式の目標価格をアップデートする。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価
PTI*	1718.2	67.3	2300	118	1,405	14.0	0.84	15,600	19,700	26.3%	N/A
BIC*	1219.5	107.3	1305	123	1,049	21.4	1.27	15,600	22,400	77.7%	N/A
PGI*	2123.6	88.2	2533	92	1,049	13.8	0.94	10,200	14,500	42.2%	N/A

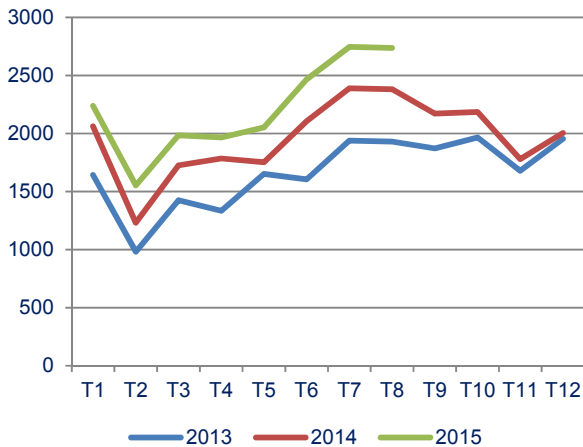
ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 衣料縫製業の見通し

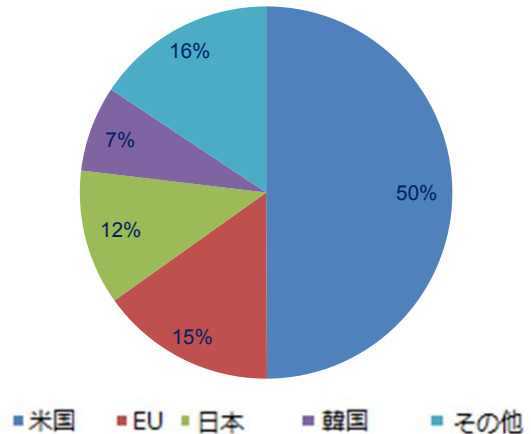
### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

ベトナムの年初 8 ヶ月の繊維製品の輸出総額は 2014 年同期比 10.4%増の 176 億ドルと推定されている。米国は引き続きベトナム市場の最大の繊維製品輸出国であり、2015 年年初 7 ヶ月の輸出総額が前年同期比 9.7%増の 63 億ドルだった。第 2 位は EU 市場である、輸出総額が同 3.8%減の 19 億 2,000 万ドルに達した。次いでは日本市場であり、ベトナムからの繊維製品の輸入総額が前年同期比 5.19%増の 15 億ドルに達した。多くの企業は 2015 年第 4 四半期のための輸出契約を締結した。

繊維製品の月間輸出総額  
(2013年～2015年8月)



衣料縫製業の輸出構成  
(2015年年初7ヶ月)



ソース:ベトナム縫製協会

2015年年初8ヶ月の輸入総額は前年同期比9.28%増の110億7,000万ドルと推定されている。輸入品目の内、生地は常に最も大きな割合を占めており、ベトナムの生地の輸入総額は年初8ヶ月に68億ドル、輸入総額の61.4%占めると推定されている。衣料縫製業の原材料の最大輸入市場は中国までである。中国からの年初7ヶ月の輸入総額は88億ドル、輸入総額の91.5%を占める見通し。

### 2015年第3四半期に衣料縫製業へ影響を与えた事件

**中国は人民元を切り下げる。** 現在、衣料縫製業の輸入原材料の80%は中国からである。人民元安は衣料縫製の投入原料の価格が下落させたが、ベトナムの国内外、特に米国での衣料縫製の競争力は激しくなる。中国は現在、米国の衣料縫製の輸入総額の45%~50%を占めているが、ベトナムが5%~7%を占めている。将来的には、ベトナムの企業は中国の製品と競争するために、価格の切り下げの圧力を受ける。

**欧州ベトナム自由貿易協定(EVFTA)は交渉を終了した。** ベトナムと欧州連合(EU)間の交渉は2015年8月に終了し、EVFTAは2015年末に締結されると予想されている。それにより、繊維製品に対する税率は原材料の起源の適格性を満たせる製品に対する税率が12%から0%に削減され、適用期間が7年間となる。原材料のほとんどは現在、中国、台湾、自由貿易協定(FTA)に参加していない国から輸入されている。この税制優遇措置を受けるためには、ベトナム繊維が日本、韓国などのFTAに参加している国からより30%~35%高い価格で原材料を輸入する必要があり、または国内の原材料生産企業と協力する。EVFTAからのインセンティブを受けるため、ベトナムの衣料縫製業における外国企業の直接投資活動も活気になる。

**TPP協定の交渉は完了されている。** TPP協定は合意された場合、ベトナムの縫製品に対する関税が現在の17%から0%に減少するが、条件は生地がベトナム国内、またはTPP加盟国で生産されなければならない。中国はTPPのメンバーではないが、衣料縫製業向けの輸入原材料の80%以上が中国から輸入されている。



## ②投資アドバイス

我々は第4四半期に衣料縫製業に対して[ポジティブ]と評価し続ける。縫製企業は第4四半期の契約書のほとんどが締結されたため、売上高や利益の成長速度を維持し続ける。署名した各協定は同業界に好影響を与え続けている。

衣料縫製業は直近2年間で急激に増加していることを注意すべき。そのため、TPP協定は同業界の株式への影響も大きくなく、同業界はあまりにも魅力的ではない。

我々は衣料縫製業の株式に対して[買い]とお勧めし続ける。

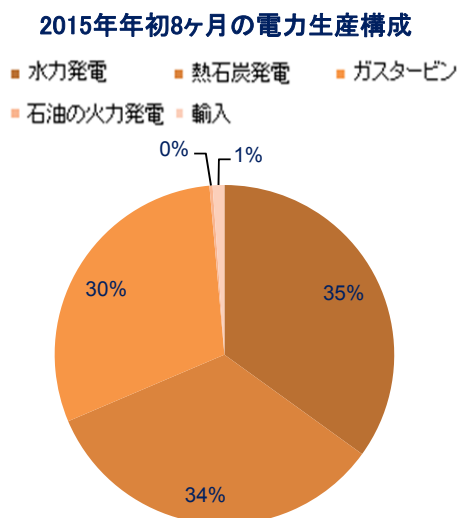
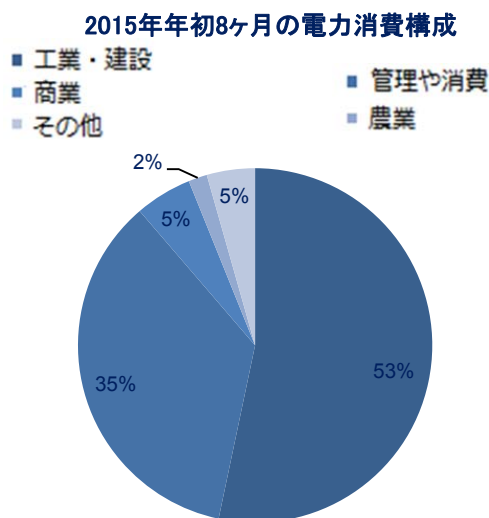
銘柄	2014年 の売上 高	2014年 の利益	2015年 の売上 高の見 通し	2015年 の利益 の見通 し	2015 年の EPS の見通 し	P/E F	P/B F	終値 (2014年 12月31 日)	終値 (2015年 9月30 日)	加減率	目標株 価
TCM*	2,594	168	2,675	173	4,110	8.3	2.06	32,000	36,700	+14.69%	39,600
TNG*	1,382	53	1,722	75	3,899	7.5	1.30	19,500	26,800	+37.44%	29,400
STK	1,457	106	1,722	177	2,778	6.5	1.08		30,900		

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 電力業の見通し

### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

2015年年初8ヶ月の発電量は大幅に増加し続けた。EVNの2015年年初8ヶ月の自己発電量や外部調達量は前年同期比11.78%増の1,051億5,000万kWhと推定されている。社外調達量は前年同期比11.54%増の937億6,000万kWhに達すと推定されている。最も増加したのは農業向け発電量(25.7%増)、次いで貿易向け発電量(21.79%増)、工業・建設向け発電量(11.22%増)、消費・管理向け発電量(10.41%増)、他の部門向け発電量(9.99%増)だった。

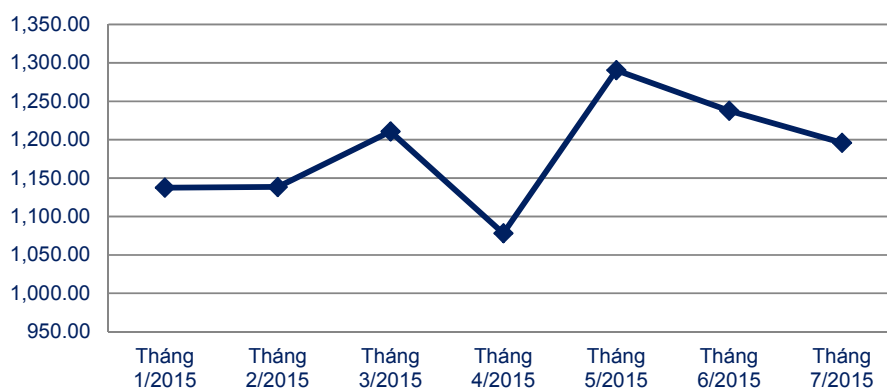


### 電力供給量は 2015 年第 3 四半期に困難に陥る。

- **いくつかの熱石炭発電所は洪水からの影響を受けた。**北部における各省、特にクアンニン省での深刻な洪水は北部における電力の伝送だけではなく、各火力発電所、特に第 1 スエンハイや第 2 ビンタン火力発電所への石炭量にも影響を及ぼしている。そのため、熱石炭発電量は 8 月に 24 億 9,000 万 kWh だけに達した。
- **エルニーニョ現象が長引いたのは深刻な干ばつを起こせた。**2015 年年初 8 ヶ月には強いエルニーニョ現象が長引いたため、中部、高原、南部における主要な河川の流れを数年の平均と比べ 20%~60%不足させた。北部において、河川の流れは年初 2 ヶ月に数年の平均より 5%~30%低かったが、3 月から 8 月までの期間では 20%~70%低かった。これは多くの水力発電所の 2015 年第 3 四半期の発電量が前年同期比低くさせた。

EVN の平均電力購入価格は高いレベルに留まっている。電力供給が第 3 四半期に困難に陥るのは EVN の平均電力購入価格を減少させるが、高いままである。

EVNの平均電力購入価格



ソース:BSC

為替レートの変動はいくつかの発電所へ影響を及ぼす。ドル建て為替レートを 1%切上げることや為替レートの変動幅を 3%拡大することはドンが他の通貨に比べ安くなさせた。PPC と NT2 は為替差損が計上するが、BT は第 3 四半期に利益を計上する。

電力企業の業績はかなりポジティブである。社外調達量や電力価格が上昇するため、GHP、NT2、PPC、VSH、HJS、TMP などの年初 6 ヶ月の業績は利益が大幅に成長した。しかし、メンテナンスや修理を行い、または為替差損を計上したいくつかの企業(BTP、SHP、SBA、NBP)は業績が急激に低下した。第 3 四半期には、NT2、PPC などの企業は為替差損を計上したが、業績がよかった。

銘柄	事業	発電能力(MW)	場所	2015 年上半期の売上高 (10 億ドン)	前年同期比加減率	2015 年上半期の税引後利益 (10 億ドン)	前年同期比加減率
PPC	熱石炭発電	1040	Hai Duong	4,264	0%	369	132%
NT2	ガスタービン	750	Dong Nai	3,744	19%	622	524%

BTP	ガスタービン	388	Vung Tau	851	-36%	(45)	-221%
NBP	熱石炭発電	100	Ninh Binh	350	-43%	5	-68%
TMP	水力発電	150	Binh Phuoc	334	0%	133	47%
CHP	水力発電	170	Hue	317	60%	134	1124%
VSH	水力発電	136	Binh Dinh	271	49%	173	84%
SHP	水力発電	122.5	Lam Dong	182	-9%	(8)	-113%
TBC	水力発電	120	Yen Bai	159	-9%	85	5%
SJD	水力発電	104	Binh Phuoc; Gia Lai; Dien Bien;	159	3%	78	13%
HJS	水力発電	12	Ha Giang	82	25%	15	59%
SBA	水力発電	73	Quang Nam; Phu Yen	59	-18%	3	-84%

ソース: BSC

2015年第4四半期の業績がポジティブになると期待している。競争発電市場における発電量や価格は増加するため、我々はNT2、PPCなどの火力発電企業の業績が第4四半期に成長し続けると期待している。しかし、我々はCHP、SJDなどの水力発電企業に対して「ポジティブ」と評価している。発電量の向上とコスト削減のおかげで、利益が2014年に比べ成長すると期待されている。

## ②投資アドバイス

我々は、2015年第4四半期に電力業、特に火力発電企業に対して「ポジティブ」の評価を維持し続ける。

銘柄	2014年の売上高	2014年の利益	2015年の売上高の見通し	2015年の利益の見通し	2015年のEPSの見通し	P/E F	P/B F	終値(2014年12月31日)	終値(2015年9月30日)	加減率	目標株価
NT2	7,065	1,591	7,411	865	2,999	8.30	1.41	18,500	24,900	+35%	29,514
CHP	626	213	681	306	2,322	8.05	1.36	13,700	18,700	+37%	20,781
SJD	391	183	434	207	4,157	6.21	1.11	28,700	25,800	-10%	30,941
SHP	596	216	632	226	2,417	7.74	1.39	18,900	18,700	-1%	20,600

ソース: BSCの予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## タイヤ業の見通し

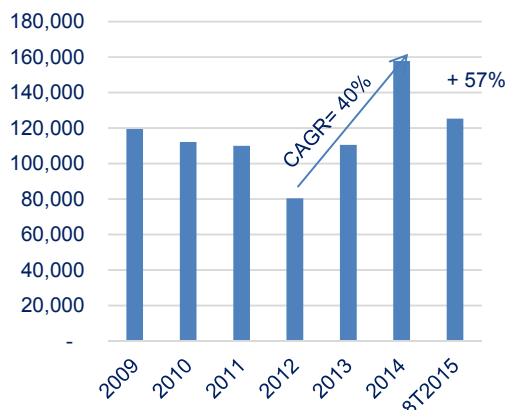
### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

車販売台数が増加したのはタイヤの消費需要を高めている。市場全体の2015年年初8ヶ月の車販売台数は前年同期比57%増の14万2,077台だった。その内、輸入車の販売台数は前年同期比67%増であり、国内で組み立てた車が同54%増だった。ベトナムは自由貿易協定に参加した後に車輸入関税が減少すると期待されたが、輸入車の販売価格は増加し続ける可能性がある。理由は次のとおり。

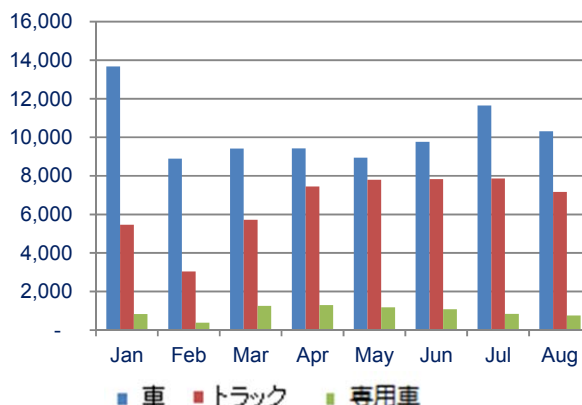
①輸入車向け特別消費税の変更は課税価格が20%~30%増加させた。

②ドル建て為替レートが上昇したのは車小売価格を高めた。このことは将来の車販売量の成長率を低減させる可能性がある。

年初8ヶ月の車販売量



2015年の車販売量



ソース:VAMA

競争力は高く、増加する傾向がある。

①各工場の生産能力は増加する。DRC や CSM はラジアル・タイヤ生産工場の第2段階を展開する予定であり、工場2ヶ所のタイヤ年産能力を60万個に向上する。また、CSMはスチール・ラジアル・タイヤ生産工場の建設を展開する予定であり、2015年のタイヤ年産能力が400万個である。米のタイヤメーカーのブリヂストンは2017年に年産能力を9万個から18万個を高めることを計画している。

②タイヤ生産企業に対する最大競争圧力は中国企業のタイヤ製品、特に安くて高品質のタイヤ製品である。

原材料価格は下落したが、タイヤ生産企業の利益率が増加しない可能性がある。2015年年初9ヶ月の原料ゴムRSS3の平均価格は2014年の平均価格に比べ10.88%減となった。高い競争力のため、国内タイヤ生産企業は市場シェアを維持するために、製品販売価格を切り下げられなければならなかった。2015年年初9ヶ月の減少率は5%~8%だった。そのため、原料ゴムの価格は下落したが、企業の利益率が改善されない可能性がある。

2015年上半期の業績はポジティブではなかった。上場企業3社の総売上高の合計は前年同期比17.11%増の4兆890億ドン、税引後利益が同2.62%増の4,020億ドンだった。しかし、CSMの計上された不動産販売による売上を除けば、これらの3社の総売上高は前年同期比5.66%増の3兆6,890億ドン、税引後利益が同14.64%減の3,340億ドンとなった。

	2015 年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015 年上半期の税引後利益	前年同期比加減率
DRC	1,677	8.50%	203.83	10.20%
CSM	1,945	32.48%	160.30	-5.32%
SRC	467	-2.25%	37.38	1.04%

ソース: DRC、CSM、SRC の財務諸表

**業績の見通し。**我々は、DRC の第 3 四半期と第 4 四半期の業績は良い販売量のおかげで、ポジティブになり続けると思っている。残りの 2 社の業績は第 2 四半期に比べ減少する可能性がある。特に、CSM は第 2 四半期のように不動産プロジェクトの譲渡による特別利益がなかったため、同社の業績は大幅に低下するだろう。

## ②投資アドバイス

競争圧力が増加し、タイヤ生産企業が投入ゴム価格の低下からの恩恵を受けられないため、我々は同業界の評価を「ポジティブ」から「中立」に引き下げた。DRC のラジアルタイヤの消費状況が良く、同社の財務状況も健全であるため、我々は DRC 株への投資をお勧めしている。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価
DRC*	3,251	353	3,565	395	4,012	11.54	2.89	48,500	46,300	-4.54%	49,000
CSM*	3,178	331	3,437	312	3,853			36,700	28,600	-22.07%	N/A

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## プラスチック業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

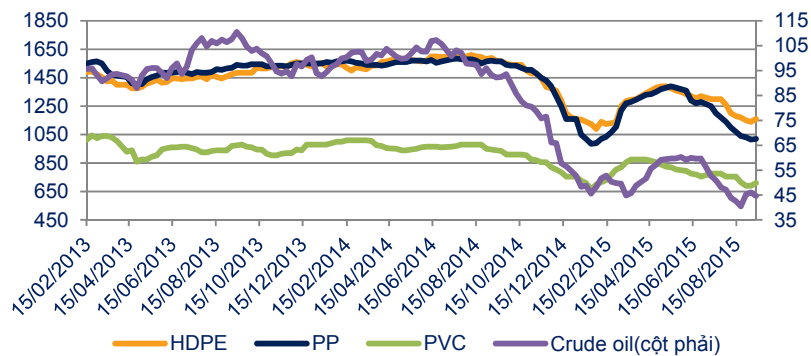
**建設プラスチックの需要は大幅に増加し、輸出プラスチックの成長率が減少する。**2015 年上半期のプラスチックパイプ販売量は前年同期比 15%増だった。上半期の輸出成長率は前年同期比 1.45%増だったが、2014 年同期の成長率は 2013 年同期比 17.61%増だった。日本と EU への輸出総額はそれぞれ 9.63%、1.60%減となった。

**プラスチック粒の価格が急落した。**プラスチック粒の価格変動は原油価格の変動に同様である。原油価格は 2014 年 6 月末から急落したため、プラスチック粒の価格も 2014 年 9 月から大幅に減少した。2015 年年初 9 ヶ月では、プラスチック粒の 2014 年平均価格に比べると、PVC プラスチック粒価格が 17.14%減、HDPE プラスチック粒が 17.91%減、LDPE プラスチック粒が 17.38 減、PP プラスチック粒が 21.48%減となった。

2013年～2015年のプラスチック粒価格と原油価格の間の相関係数

プラスチック粒	相関係数
HDPE	0,87
PP	0,91
PVC	0,89

2013年～2015年9月のプラスチック粒価格(左)と原油価格(右)の推移



ソース: Bloomberg, BSC

プラスチック粒の価格は2015年に低いままと予測されており、プラスチック製品生産企業にコストに関するメリットをもたらす。

ドル高はプラスチック企業の生産コストを増加させる。ベトナムのプラスチック原材料の80%以上は主にタイ、台湾、韓国、シンガポール、サウジアラビアなどの国から輸出しなければならない。国家銀行が為替レート変動幅を1%から3%に切り下げたのはプラスチック企業の原材料輸入コストを増加させた。ギソン製油所は2018年に稼働を開始する予定だ。そのことは国内のプラスチック粒の供給量を増やし、企業の為替レートへの依存を軽減させるのに役立つ。

業績は選別されている。2015年上半期では、上場企業の売上高が前年同期比12.57%増の6兆1,670億ドン、税引後利益が同30.6%増の5,480億ドンに達した。ほとんどの建設プラスチック企業(BMP、NTP、DNP、DAG)は好業績に達した。一方、ほとんどのプラスチック包装企業(AAA、TTP、TPC)の業績は好くなかった。

単位: 10億ドン	主な製品	2015年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015年上半期の税引後利益	前年同期比加減率
NTP	プラスチックパイプ	1,636	19.46%	175	7.40%
BMP	プラスチックパイプ	1,304	16.48%	274	43.80%
AAA	包装	687	-2.77%	1	-103.39%
TTP	包装	663	-4.48%	26	304.38%
DAG	プラスチック窓	620	18.35%	20	47.07%
RDP	包装	530	1.13%	28	2229.61%
DNP	プラスチックパイプ	387	65.45%	21	255.32%
TPC	包装	300	-0.38%	3	-53.69%

DPC	プラスチックパイプ	38	837.09%	0	-4.41%
-----	-----------	----	---------	---	--------

ソース:企業の財務諸表

**業績の見通し。**消費需要の増加やプラスチック粒価格の下落のおかげで、建設プラスチック企業の2015年上半期の業績は上昇すると期待している。一方、販売量や販売価格が下落し続けるため、包装企業の業績も下落し続ける。理由は次のとおり。

- ①ユーロや円安
- ②ベトナム企業は価格交渉にはアドバンテージを持っていない。
- ③世界経済の回復速度が遅い。
- ④ベトナムのプラスチック袋の製品は米国に反ダンピング措置がとられ続ける。

## ②投資アドバイス

我々はプラスチック業に対して「中立」の評価を維持する。2015年は建設プラスチック企業にとって良い年になる。一方、プラスチック包装企業は困難に直面し続ける可能性がある。我々は建設プラスチック部門における主要の株式であるBMPとNTPへの投資をお勧めする。

銘柄	2014年 の売上 高	2014年 の利益	2015年 の売上高 の見通し	2015年 の利益の 見通し	2015 年の EPSの 見通し	P/E F	P/B F	終値(2014 年12月31 日)	終値(2015 年9月30 日)	加減率	目標株 価
BMP*	2,416	377	2,807	552	12,139	9.14	2.51	70,500	111,000	57.45%	120,900
NTP*	2,998	325	3,399	378	6,105	7.47	1.85	47,100	45,600	-3.18%	54,300

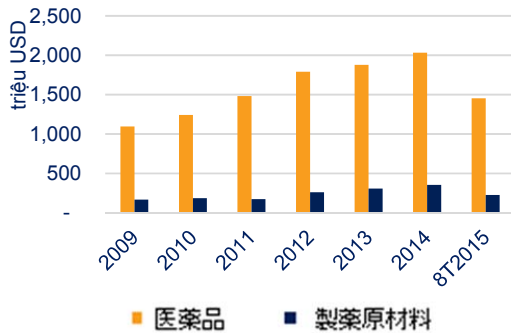
ソース:BSCの予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 製薬業の見通し

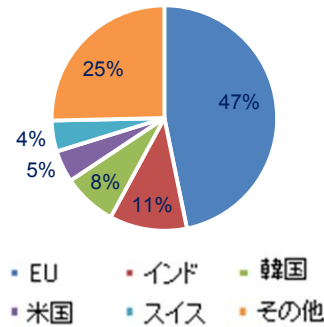
### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

**国内製薬企業の市場シェアは低下している信号がある。**医薬品の輸入量は高いレベルで維持しているが、国産の医薬品の生産量は横ばい状態にある。2015年年初8ヶ月の医薬品の輸入量は前年同期比10.22%増の14億5,600万ドルに達した。一方、製薬原材料の輸入総額は同2.77%減の2億2,900万ドルとなった。生産指数の成長率は2015年年初8ヶ月で4.3%増、ベトナム全体の工業業界の成長率(9.9%)より低かった。これは国内製薬企業が外国企業に市場シェアを失っているという信号を示している。

医薬品や製薬原材料の輸入総額  
(2009年～2015年年初8ヶ月)



2015年年初8ヶ月の輸入市場の構成



ソース: 税関総局

自由貿易協定に参加するのは製薬業を不利な状況に置く可能性がある。ベトナムはEU、韓国、米国などの大規模な医薬品輸出市場と自由貿易協定を締結し、交渉を進めている。関税障壁が撤廃されるのはベトナムへの医薬品輸入量を増加させる。TPP協定は著作権薬の保護期間を延長し、国内企業の新薬への近接や生産能力を抑制し、医薬品の平均輸入関税を2.5%から0%に削減させる。

ドル高は製薬企業の生産コストを増加させる。ベトナムの医薬原材料の90%は輸出されている。国家銀行が為替レート変動幅を1%から3%に切り下げたのは製薬企業の原材料輸入コストを増加させた。

2015年第2四半期の業績。2015年第2四半期では、上場製薬企業の総売上高は変わらず、5兆3,230億ドンに達し、税引後利益が前年同期比4.02%増の5,760億ドンとなった。好業績を達成したいくつかの企業は、IMP(25.47%増)、TRA(27.34%増)だった。我々は、天気が寒くなり、医薬品の消費量が増加するため、製薬企業の上半期の業績は改善されると予想している。

銘柄	2015年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015年上半期の税引後利益	前年同期比加減率
DHG	1,468	-13.30%	261	-3.77%
TRA	961	33.34%	77	27.34%
DMC	547	-29.22%	67	4.40%
IMP	445	19.20%	53	25.47%
DHT	437	7.96%	15	-0.30%
OPC	358	6.62%	40	11.98%
SPM	324	35.53%	18	-38.19%
DCL	318	-9.34%	30	29.21%
DBT		2.31%		66.53%



	265		9	
PMC	181	4.41%	30	-1.49%

ソース:企業の財務諸表

## ②投資アドバイス

我々は、ベトナムが自由貿易協定へ加入した後、国内製薬企業が外国企業に市場シェアを失い、競争圧力が増加することを懸念しているため、同業界に対する格付けを「中立」から「ポジティブでない」に引き下げた。いくつかの注目すべき銘柄は TRA、IMP である。これらの企業は健全な財務状況があり、商品販売の戦略や政策が改善されている。

銘柄	2014年 の売上高	2014年 の利益	2015年 の売上 高の見 通し	2015年 の利益 の見通 し	2015 年の EPS の見 通し	P/E F	P/B F	終値(2014 年12月31 日)	終値(2015 年9月30 日)	加減率	目標株 価
TRA	1,650	146	1,860	190	7,700	10.52	2.53	73,000	81,000	10.96%	86,000
IMP	897	86	1,050	130	4,492	9.55	1.24	41,800	42,900	4.63%	50,000

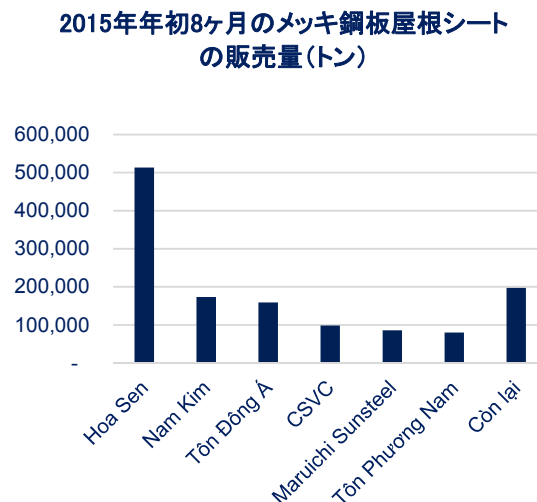
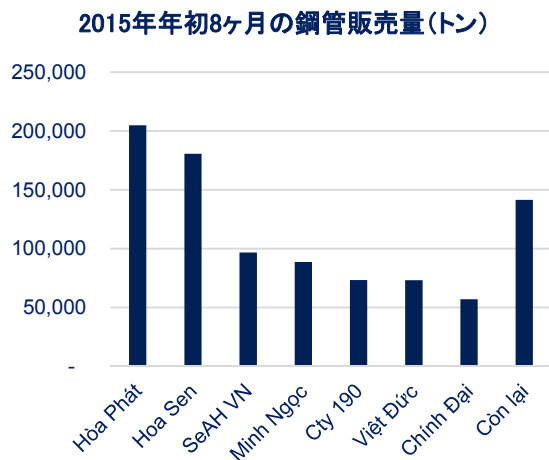
ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 鉄鋼業の見通し

### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

国内不動産市場は回復しているため、鉄鋼業界も第3四半期に好調に推移した。しかし、原材料の価格の急落や中国から輸入鉄鋼の競争のため、ほとんどの企業の業績が改善されていない。また、最近の為替レートの引上げは新規投資プロジェクトがある企業の投資コストや減価償却費のコストに影響を与える。

**不動産業の回復のおかげで、販売量は急激に増加した。**ベトナム鉄鋼協会によると、建設鉄鋼の2015年年初8ヶ月の販売量は2014年同期比21.86%増の407万トンに達した。HPGの市場シェアは2014年年初8ヶ月の17.7%から2015年年初8ヶ月に21.9%に増加し、ベトナム鉄鋼総公社の2015年年初8ヶ月の市場シェア22.5%に相当した。HPGの鋼管製品の年初8ヶ月の販売量は前年同期比34.57%増の91万5,788トンであり、トップの地位占め続けた。HSGのメッキ鋼板屋根シートの販売量は前年同期比10.55%増の131万トンに達し、トップの地位占め続けた。



ソース: ベトナム鉄鋼協会、BSC

原材料価格の急落や中国産鉄鋼からの競争のため、企業の業績が改善されていない。中国鉄鋼の輸出量が急激に増加しているのは世界鉄鋼業に影響を与えた。中国の2014年の鉄鋼生産量は8億2,300万トンだったが、国内需要が7億1,100万トンだけだった。そのため、中国は鉄鋼輸出を強化した。2015年年初7ヶ月の鉄鋼輸出量は前年同期比27%増の6,713万トンに達し、日本の2015年年初7ヶ月の鉄鋼生産量に相当した。ベトナムでは、2015年年初8ヶ月の中国からの鉄鋼輸入量は前年同期比79.4%増の600万トンに達し、ベトナムの輸入鉄鋼量の60.54%を占めた。

第3四半期に為替レートを調整したのは新しい生産ラインへの投資を行っている企業に影響を与える。国家銀行は市場を安定させるために、8月に為替レートを2回調整した。HSG、NKG、HPGは新しい生産ラインへの投資を行っているため、我々は今回のレート調整がこれらの企業に大幅に影響を与えると考えている。

## ②投資アドバイス

我々は2015年に鉄鋼業に対して「中立」の評価を維持し、NKG、HSG及びHPGを監視し続ける。

①NKG: コア事業の業績が好い。第3四半期の税引前利益は約600億ドンに達すると見通しだが、通年の税引後利益の目標が1,200億ドンだ。しかし、公式の業績は8月の為替レート変動の影響を受け、調整させる可能性がある。

②HSG: 2015年末に稼働を開始する予定案件はホアセン・ビンディン工場案件(プラスチックパイプ: 9,600トン)、亜鉛めっき鋼材工場案件(鉄管: 2万5,000トン)である。

③HPG: 第3四半期の建設鉄鋼の販売量は31万7,000トンに達すると予想されている。最近の為替レートの変動からの影響を受け、第3四半期の利益率は第2四半期のような高レベルを維持できない見通しだ。また、建設資材企業の第3四半期の経営状況は良好ではない。

銘柄	2014年の売上高	2014年の利益	2015年の売上高の見通し	2015年の利益の見通し	2015年のEPSの見通し	P/E F	P/B F	終値(2014年12月31日)	終値(2015年9月30日)	加減率	目標株価
NKG*	5,835	76	7,642	117	2,717	5.01	0.94	12,400	13,600	9.68%	19,105
HSG*	14,990	410	16,500	612	6,072	6.72	1.50	45,800	40,800	-10.92%	49,396
HPG*	25,525	3,250	22,500	3,270	4,432	6.86	1.64	34,500	30,400	-11.88%	36,475

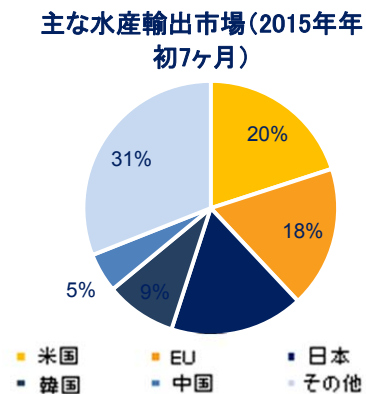
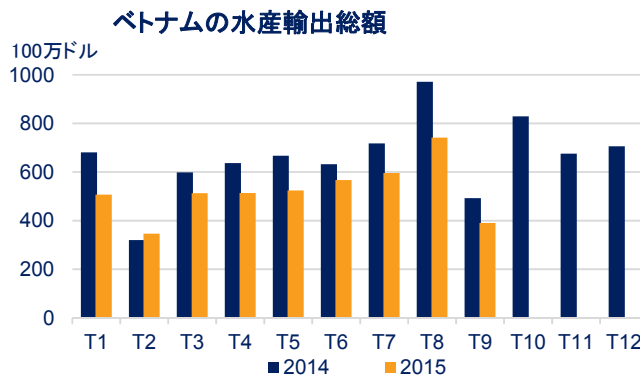
ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 水産業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

ベトナムの水産輸出は第 3 四半期に引続き減少した。第 3 四半期の輸出総額は前年同期比 20% 減の 17 億ドンであり、年初 9 ヶ月の輸出総額は同 17.8% 減少した。すべての商品の輸出総額は減少し、その内、主要な商品であるエビやチャ魚はそれぞれ、28.8%と 9.2%急落した。

主な輸出市場での輸出総額は需要の減少や為替レート変動からの影響を受け、大幅に減少した。2015 年年初 8 ヶ月では、米国への水産輸出総額が前年同期比 30% 減、EU への輸出総額が同 17% 減となった。米ドル・ペッグは、ベトナム企業の競争力を低下させる。また、EU 市場における需要の減少及び最大水産生産国からの大きな供給は水産輸出を不利な状況に置いた。



ソース: 統計総局

輸出市場は困難に陥っているが、国内の水産養殖活動は 2014 年に比べ安定している。年初 8 ヶ月の水産養殖の生産量は 2014 年比 1.9% 増の 230 万トンに達した。輸出市場が困難に陥っているのは国内のエビ価格を急落させ、水産養殖企業をこき使っている。

水産養殖企業の第 2 四半期業績は大幅に選別されている。大きなブランドと輸出経験がある企業は大幅に成長したが、多くの企業の業績は急落した。

銘柄	2015 年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015 年上半期の税引前利益	前年同期比加減率	備考
HVG	7,128	2.0%	132	-50.9%	水産輸出活動は急落した。
FMC	1,235	-1.7%	32	8.8%	
AGF	1,057	-27.6%	12	-80.5%	魚輸出活動は 44.5%急落した。
ACL	569	30.9%	13	75.5%	
ABT	228	3.8%	42	-12.3%	財務費用は急増した。
VHC	3,510	34.4%	231	71.7%	

第 4 四半期の水産輸出状況は為替レートの調整や需要の増加のおかげで繁栄する。米国や EU 市場におけるエビの需要はクリスマスシーズンや正月に増加する。また、通貨政策が 8 月中旬に調整されたのはベトナム企業の競争力を向上させた。

## ②投資アドバイス

我々は、水産業に対して「中立」の評価を維持している。第 4 四半期の業績はおそらく改善されるが、全体的に 2014 年に比べ減少する見通し。FMC や VHC は税 0%で米国へ主な輸入品を輸出できるため、アドバンテージを持っている。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価
FMC*	2,900	63	3,655	75	3,750	6.7	1.2	20,100	25,300	25.9%	30,100
VHC*	6,300	463	7,270	320	3,463	10.6	1.6	36,900	36,700	-0.5%	44,850

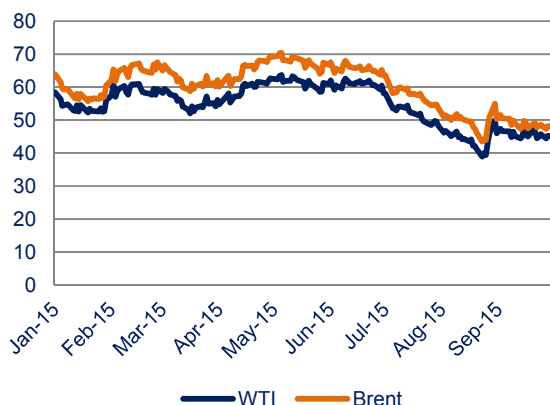
ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 石油・ガス業の見通し

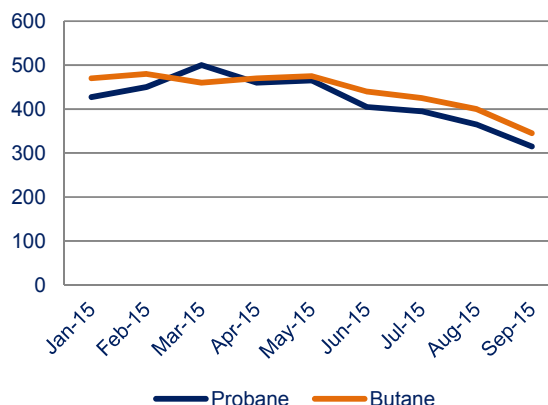
### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

原油開拓量は大幅に増加した。2015 年年初 9 ヶ月の石油開拓量は 2,030 万トンと推定されている。その内、原油は 2014 年同期比 10.6%増の 1,250 万トン、天然ガスは同 1.8%増の 77 億 7,000 万 m<sup>3</sup> に達した。

世界石油価格の推移(2015年年初9ヶ月)  
(USD/バレル)



世界LPG価格の推移(2015年年初9ヶ月)  
(USD/トン)



ソース: BSC

石油やLPGの価格は第3四半期に大幅に減少した。2015年9月30日時点では、石油価格が2015年6月30日時点に比べ約26%下落した。主な理由は、新興市場、特に中国における低経済成長への懸念であり、原油需要を低下させたが、供給が上昇したため、原油の供給過剰を悪化させた。

原油の輸出総額は大幅に減少した。2015年9月15日時点では、ベトナムの原油輸出量が654万トン、輸出総額が28億5,000万ドルに達した。2014年同期に比べ、輸出量が2.5%増加したが、輸出総額が48%急落した。

石油・ガス企業の業績は原油価格の下落の影響を反映した。GASやPVDは原油価格の下落からの影響を受け、販売価格やサービス料が大幅に減少したため、年初6ヶ月業績が大幅に下落した。一方、PXS、PVS及びPVBは開拓量が増加したため、好業績を維持できた。同時に、PGD、PVG、CNGなどのガス販売企業は投入コストが減少したため、業績が前年同期比増加した。原油価格が第3四半期に急落したのは、石油・ガス企業に影響を与えた。具体的には、PVDの第3四半期の売上高および利益はそれぞれ38%と5%減少すると推定された。GAS、PVC、PVBの第3四半期業績も好くないと見通した。

	主な事業	2015年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015年上半期の税引後利益	前年同期比加減率
GAS	ガス	31,301	-10%	5,340	-18%
PVS	石油・ガス探査サービス	12,506	-7%	883	0%
PVD	油田・ガス田の掘削サービス	8,253	-17%	1,075	-22%
PGS	ガス	2,995	-17%	91	-10%

PGD	ガス	2,548	-21%	172	99%
PVC	油田開発ドリル用 溶液	1,791	-15%	145	-19%
PVG	ガス	1,405	-33%	15	
PXS	掘削ドリル用リグ の製造	1,064	21%	78	27%
PVB	コーディングパイ プの製造	681	29%	107	-2%
CNG	ガス	456	-11%	58	7%

ソース: BSC

石油・ガス企業の経営活動は低い原油価格のため、第 4 四半期に困難に陥り続ける。低い原油価格は PGS、CNG、PVG、PGD などのガス販売企業に直接に影響を与え、販売価格が石油価格に固定されているためだ。また、原油価格の下落は、石油・ガスサービス料を減少させ、PVD、PVS、PVC、PVB などの石油・ガスサービスを提供している企業の業績に影響を与える。

#### 各機関の原油価格の予測

機関	2015 年第 4 四半期	2016 年第 1 四半期	2016 年第 2 四半期	2016 年第 3 四半期	2016 年第 4 四半期
Prestige Economics LLC	49	52	58	60	63
Natixis SA	43	40	43	47	51
Citigroup Inc	39	39	46	51	55
Capital Economics Ltd	50	51	52	53	55
Westpac Banking Corp	44	44	44	44	47
Lloyds Bank PLC	55	61	66	64	69
Societe Generale SA	43	48	45	50	55
Commerzbank AG	52	54	57	62	62
Itau Unibanco Holding SA	46	47	48	49	50
BNP Paribas SA	51	55	52	58	59
Intesa Sanpaolo SpA	50	54	59	63	66
Standard Chartered Bank	41	44	53	63	70
Santander UK PLC	45	51	53	53	55
Danske Bank A/S	48	53	58	60	62
Toronto-Dominion	44	50	55	63	68
LBBW	45	45	50	50	55
CIBC World Markets Corp	60	55	60	65	70
<b>Median</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>62</b>
<b>Mean</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>61</b>

ソース: Bloomberg

## ②投資アドバイス

我々は、第 4 四半期に石油・ガス業に対して「中立」の評価を維持し続ける。PGD、CNG、PGS などのガス経営企業は販売量の増加や投入コストの下落のおかげで、業績が成長すると期待している。また、PVS や PXS はサービス提供量の増加のおかげで、第 4 四半期に好業績を維持できると期待している。

我々は、PGS や CNG の 2015 年通年業績の見通しを最新レポートに比べ下方修正した。しかし、これらの株式に対して「ポジティブ」の評価を維持する。

銘柄	2014 年の売上高	2014 年の利益	2015 年の売上高の見通し	2015 年の利益の見通し	2015 年の EPS の見通し	P/E F	P/B F	終値 (2014 年 12 月 31 日)	終値 (2015 年 9 月 30 日)	加減率	目標株価
PXS*	1,666	124	1,882	130	2,600	8.00	1.52	17,800	15,200	-14.6%	20,800
PVS*	31,373	1,765	28,227	1,466	3,163	8.00	1.07	25,700	20,800	-19.1%	25,300
CNG	1,086	112	1,013	117	4,328	7.49	1.70	28,900	29,600	2.4%	32,426
PGS	7,484	191	6,293	191	2,881	8.31	1.00	19,200	19,100	0.5%	23,934
PGD	6,965	165						29,700	43,000		

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 肥料業の見通し

### ①2015 年年初 9 ヶ月の状況評価

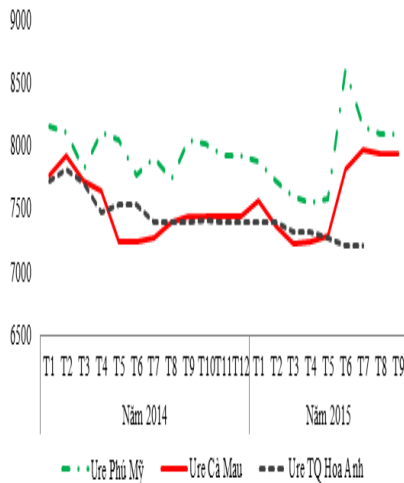
肥料の生産量はわずかに増加し続けた。年初 8 ヶ月の尿素肥料の生産量は 2014 年同期比 0.7% 増の 143 万 1,000 トン、NPK 肥料の生産量は同 2.9% 増の 167 万 5,000 トンに達した。

国内工場はメンテナンスや修理を止めたため、肥料の輸入は大幅に増加し続けた。農業農村開発省によると、ベトナムの年初 8 ヶ月の肥料輸入量は前年同期比 13% 増の 281 万トン、総額は同 11.8% 増の 8 億 2,200 万ドルに達した。特に、多くの工場は第 2 四半期にメンテナンスや修理を行っていたため、尿素肥料の輸入量は 81% 増であり、輸入総額が 87% 増となった。

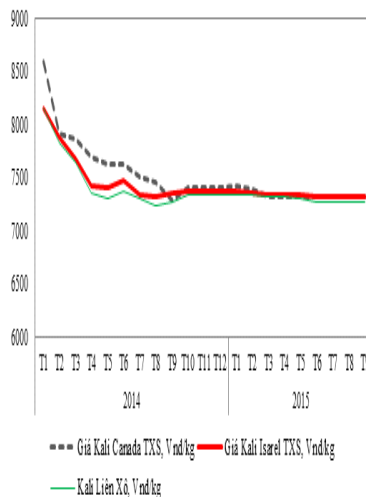
ドル建て為替レート及びレート変動幅を上げたのは国内肥料の競争力を向上させた。この前、中国からの輸入肥料価格は国内の肥料価格より 1 キロ当たり 500 ドン低かった。中国は人民元を切り下げたが、ドル建て為替レート及びレート変動幅を上げたのおかげで、国内の肥料価格は中国からの輸入肥料価格に等しくなった。(中国からの輸入肥料がベトナムの輸入肥料の 50% を占めている)。

肥料価格は第 3 四半期に安定した。尿素肥料の価格は第 2 四半期に大幅に上昇したが、第 3 四半期に安定した。また、需要は大きく変動しなかったため、他の肥料種類の価格も安定していた。

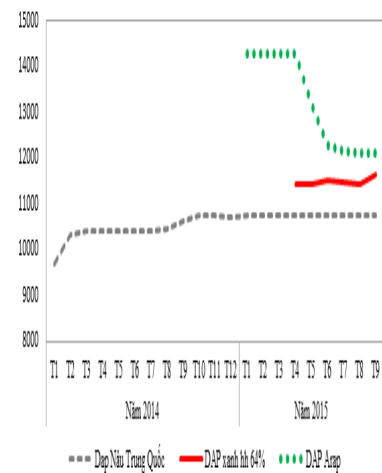
ベトナムでの尿素肥料価格の推移  
(1 キロ当たり 1,000 ドン)



ベトナムでのカリウム肥料価格  
の推移  
(1 キロ当たり 1,000 ドン)



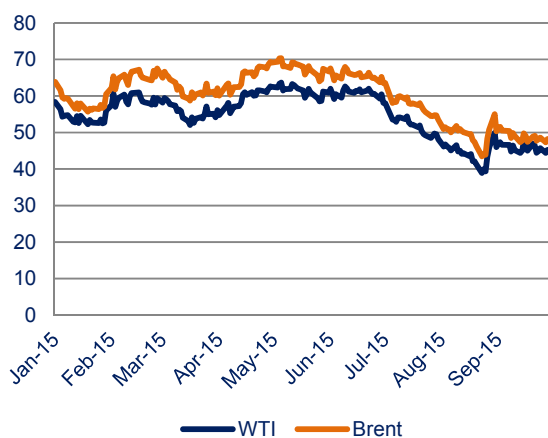
ベトナムでの DAP 肥料価格の  
推移  
(1 キロ当たり 1,000 ドン)



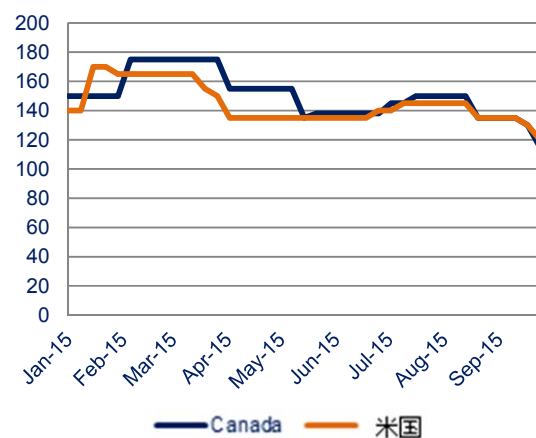
ソース: Agromonitor

投入原料の価格は急落した。2015 年 6 月 30 日から 2015 年 9 月 28 日までには、原油価格の下落のおかげで、DPM の尿素肥料の生産用投入ガスの価格は約 26%減少した。原油価格は第 4 四半期に低いレベルにあるままであり、硫黄価格は約 150 ドル/トンで安定すると予測されている。

世界石油価格の推移 (2015 年年初 9 ヶ月)  
(USD/バレル)



世界硫黄価格の推移 (2015 年年初 9 ヶ月)  
(USD/トン)



ソース: BSC

肥料企業の業績は混合し続けている。原油価格が下落したのおかげで、DPM の 2015 年上半期の業績は好くなり、第 3 四半期に成長し続けると予測されている。LAS の第 1 四半期の業績は販売価格の下落からの大きい影響を受けたが、第 2 四半期には販売方法の変更や硫黄価格の下落のおかげで、業績が好調に推移した。



	主な製品	2015年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015年上半期の税引後利益	前年同期比加減率
DPM	尿素肥料	5,128	3%	785	17%
DCM	尿素肥料	2,834		452	
LAS	磷酸肥料	2,757	-13%	174	-17%
QBS	商業	1,607		44	
SFG	NPK	1,218	-1%	59	-9%

ソース: BSC

第4四半期の業績は好くなると期待されている。ガス価格は原油価格に減少すると期待され、DPMの利益率は第4四半期に改善され続けると予想されている。肥料企業の販売量は増加し、LASやDCMのような企業の業績を引続き増加させると期待されている。しかし、SGFは販売価格が下落するが、投入コストが削減されていないため、業績が減少し続ける可能性がある。

## ②投資アドバイス

我々は第4四半期に肥料業に対して「中立」の評価を維持し続ける。DPM、DCM、LASなどの企業の第4四半期業績は成長し続けると期待している。

銘柄	2014年の売上高	2014年の利益	2015年の売上高の見通し	2015年の利益の見通し	2015年のEPSの見通し	P/E F	P/B F	終値(2014年12月31日)	終値(2015年9月30日)	加減率	目標株価
DPM	8,980	1,129	8,540	1,354	3,418	9.90	1.42	29,300	31,200	6.5%	33,838
LAS	4,985	439						30,900	31,500	1.9%	
DCM	6,044	821						13,600 (**)	13,000	-4.41%	

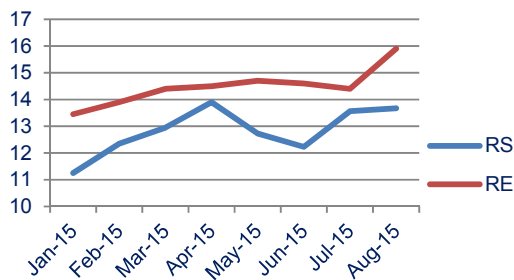
ソース: BSCの予測、「\*」は株価が調整された銘柄、「\*\*」上場日での株価(2015年3月31日)

## 製糖業の見通し

### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

砂糖価格は2015年年初8ヶ月に上昇した。理由は、サトウキビ栽培は4%減だったが、砂糖消費需要が3.45%小幅に減少したため、2014年~2015年の収穫期における砂糖生産量が前年比10.66%減の142万トンとなった。このことは2014年~2015年の収穫期の末期時点での砂糖在庫を49万7,000トンに急落させた。

### 国内砂糖価格



### 2015年～2016年の収穫期における砂糖在庫の予測

単位:トン	2013年～ 2014年の 収穫期	2014年～ 2015年の 収穫期	2015年～ 2016年の 収穫期(予 測)
収穫期の初 期時点での 在庫	671,290	641,790	496,790
生産量	1,587,000	1,417,800	1,560,000
輸入量	73,500	77,200	81,000
輸出量	240,000	240,000	240,000
販売量	1,450,000	1,400,000	1,600,000
収穫期の末 期時点での 在庫	641,790	496,790	297,790

ソース: BSC

砂糖価格は2015年第4四半期に増加し続けると予測されている。

- ①在庫は前収穫期に比べ減少すると推定されている。我々は2015年～2016年収穫期の在庫が前年同期比40%減の29万7,790トンであると推定している。
- ②世界砂糖価格は上昇すると予想されている。このことは国内砂糖価格に積極的な影響を与える。

### 世界砂糖価格の予想

単位:セント /ポンド	現在価格	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
Bloomberg	12.05	13.1-14	14.11-15.77	14.74-17	14.96-19.4	N/A
BMI		14	15	15	16.5	17.5
USDA		17.22	15.42	19.81	16.57	16.96

ソース: Bloomberg, BMI, USDA

アセアン諸国からの輸入砂糖はもう課税されないため、競争が激化になる。共通効果特惠関税(CEPT)によると、2015年にはアセアン諸国からの輸入砂糖向け関税が0%になるという。国内砂糖業はタイ、中国などの大手砂糖生産国と競争しなければならない。

2015年上半期の業績は強く選別された。売上高や利益が大幅に増加したいくつかの企業は SBT、BHS、SLS、KTS だった。一方、業績が減少したのは NHS、LSS だった。

単位:10 億ドン	2015年上半 期の売上高	2014年上半 期の売上高	前年同期 比加減率	2015年上半 期の利益	2014年上半 期の利益	前年同期 比加減率
BHS	1,634,240	1,263,543	29.34%	56,624	40,828	38.69%
SBT	1,114,220	1,005,043	10.86%	116,014	18,270	535.00%
NHS	906,522	518,886	74.71%	-34,877	125,189	-127.86%
LSS	736,797	832,159	-0.27%	15,418	33,278	-56%

SLS	390,245	302,406	29.05%	48,189	19,499	147.14%
KTS	203,210	88,502	129.61%	14,693	-923	1691.87%

ソース:企業の財務諸表

## ②投資アドバイス

我々は砂糖業に対して「中立」と評価し、いくつかの銘柄を注意する。

銘柄	2014年 の売上高	2014年 の利益	2015年 の売上高 の見通し	2015年 の利益の 見通し	2015 年の EPS の見 通し	P/E F	P/B F	終値(2014 年12月31 日)	終値(2015 年10月1 日)	加減率	目標株 価
LSS	1,958	120	2,001	131.5	1,256	N/A	N/A	30,000	38,200	27.3%	N/A
SBT	1,962	120.6	2050	180	1,242	N/A	N/A	12,900	13,700	6.2%	N/A
NHS	1,086	46	1,500	63	829.6	N/A	N/A	12,500	15,000	20%	N/A

ソース: BSC の予測、「\*」は株価が調整された銘柄

## 海運業の見通し

### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

バルティック海運指数(BDI)は回復し始めたが、まだ低いままである。第1四半期に最低レベル(509点)に急落した後、BDIが943点に回復した。BDIは回復したが、現在の運賃では海運会社が単に収益と費用の間のバランスを取っているが、まだ利益を計上できない。

ドル建て為替レートは9ヶ月で5.06%増加したため、多額のドル建て貸付金残高がある企業の為替差損が急増する。VOSは895億ドン、PVTが1,280億ドン、VTOが432億ドンだった。

PVT、GSP、VTOなどの企業は主に国内で輸送しており、世界運賃の変動からの影響を受けていないため、業績が前年同期に比べ成長した。VOS、VNAなどの乾貨物運送企業は運賃が急落したため、赤字に転落した。

**第4四半期の見通し。**この時点は輸出シーズンであり、輸送量が増加するため、海運企業のベストタイムである。しかし、貨物価格がまだ回復してなく、中国の経済が減速しているのは運賃に圧力をかけるだろう。我々は各企業の第4四半期業績が大きく変動しないと思っている。

銘柄	運送	積載 貨物 量 (DWT)	2014年上半期の 売上高(10億ド ン)	2014年上半期 の利益(10億ド ン)	2015年上 半期の売 上高(10 億ドン)	2015年上半期 の利益(10億 ドン)	売上高 の加減 率	利益の 加減率
PVT	石油	131	2,583.00	34.8	2,531.00	38.3	-2%	10%
GSP	LPG		447.30	17.4	500.70	33.9	12%	95%
VIP	石油	145	336	7.5	301.1	28.6	-10%	281%
VTO	石油	162	792.8	21.3	646.6	26.6	-18%	25%

VOS	乾貨物	472	1060	-85.3	792.6	-186.7	-25%	-119%
VNA	乾貨物	175.6	343.6	-24.6	325.2	-37.5	-5%	-52%
TJC	乾貨物	26	115.3	5.2	96.4	7.3	-16%	40%

ソース: BSC

## ②投資アドバイス

我々は海運業の見通しを「ポジティブではない」に引き下げる。低い原油価格からの恩恵を受けているが、海運企業は多くの困難に直面している。

## 天然ゴム業の見通し

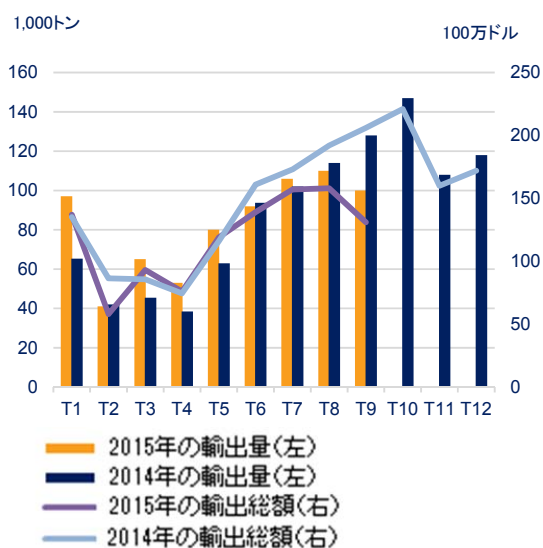
### ①2015年年初9ヶ月の状況評価

第3四半期のゴム輸出量は前年同期比8.1%減の31万6,000トンに達し、総額が同21.8%減の4億4,600万ドルとなった。年初9ヶ月のゴム輸出量は前年同期比7.5%増の74万4,000トン、総額が同13.1%減の10億6,800万ドルとなった。

第3四半期の輸出量が減少した理由は次の通り。

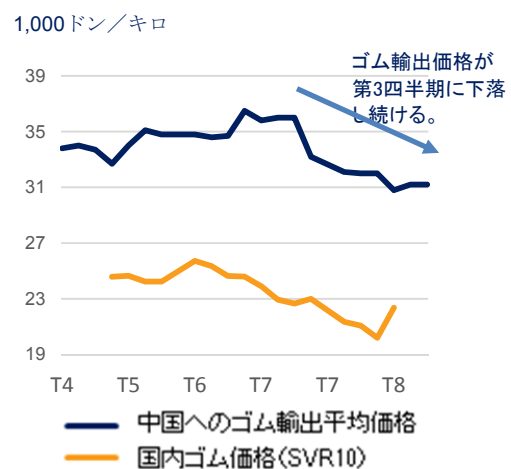
- ①2015年7月1日に適用された中国の混合ゴムの新基準は、88%~95%の天然ゴム含有ゴム製品向け輸入関税を0%から20%に引き上げた。
- ②北部の国境検問所における洪水のため、中国への非公式の輸出活動は8月に停滞していた。
- ③第3四半期の低い原油価格は、ゴム混合物の代替品である原油からの合成ゴムの生産コストを削減させた。

輸出活動



ソース: Bloomberg

ゴム輸出や国内ゴム価格



ソース: ベトナムゴム協会

ゴム輸出価格が引続き下落したのは第3四半期の平均ゴム輸出価格を減少させた。主な市場、特に中国での需要が減少したことと人民元が4.6%値下がったことはゴム価格を8月の後半から低下させた。

ゴム企業の第2四半期業績は好くなかった。ほとんどの企業の2015年上半期の売上高及び利益は前年同期に比べ大幅に減少した。TNCやDPRなどの企業はゴム農園売却活動を強化したため、これらの企業の税引前利益が増加した。

	2015年上半期の売上高	前年同期比加減率	2015年上半期の税引前利益	前年同期比加減率	備考
TNC	39.92	+29.3%	10.22	+181%	他の利益は主にゴム木の売却が120億ドンを貢献した。
TRC	151.8	-34.8%	24.62	-70.4%	
DPR	250.47	-23.9%	132.04	+49.4%	ゴム農園売却や資産損失補償は約500億ドンを貢献した。
HRC	34.46	-61.2%	34.86	-10.3%	
PHR	524.85	-28.5%	66.7	-53.9%	
VHG	234.14	+63.2%	50.92	+60.6%	投資金譲受による金融収益が450億ドンを貢献した。

ソース: BSC

ゴム価格は第4四半期や2016年に低水準で推移すると予想されている。ベトナムゴム協会によると、世界の天然ゴム生産量は供給過剰30万トンの状態にあり、世界のゴム価格は2016年に回復するのが容易ではないことという。一方、中国での景気減速はベトナムのゴム輸出量に影響を与える。

## ②投資アドバイス

我々は第4四半期にゴム業に対して「ポジティブでない」の評価を維持する。ゴム企業はゴム農園売却や財務活動により、業績を改善させているが、長期的に維持するのが難しいである。また、ゴム栽培をやめる農家が増加していることは供給量を減少させ、国内のゴム価格を増加させる可能性があるため、ゴム輸出企業の利益に影響を与える。

## 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。

**Le Thi Hai Duong**  
(投資コンサルタント部長)  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

**Tran Thang Long**  
(部長)  
Tel: 0439352722 (118)  
[longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

## ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)・分析部

**Luong Thu Huong**  
[huonglt@bsc.com.vn](mailto:huonglt@bsc.com.vn)

**Tran Thi Hong Tuoi**  
[tuoith@bsc.com.vn](mailto:tuoith@bsc.com.vn)

**Vu Thu Ha**  
[Havt@bsc.com.vn](mailto:Havt@bsc.com.vn)

**Nguyen Hong Ha**  
[hanh@bsc.com.vn](mailto:hanh@bsc.com.vn)

**Nguyen Bao Hoang Le**  
[lenbh@bsc.com.vn](mailto:lenbh@bsc.com.vn)

**Nguyen Hoai Thu**  
[thunh@bsc.com.vn](mailto:thunh@bsc.com.vn)

## コンタクト

**ハノイ本社**  
10F, BIDV Tower  
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**ホーチミン支店**  
9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,  
Dist.1, HCMC  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
facebook: [www.Facebook.com/BIDVSecurities](http://www.Facebook.com/BIDVSecurities)

## ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。