

推奨

買い

希望の株価	32,800
市場株価	26,750
Upside	22.6%

取引情報

流行株式数(100 万株)	3,497
時価総額(10 億ドン)	93,184
52 週間の高値(ドン)	36,300
10 日間の平均売買高(1,000 株)	1,336,285
外国人投資家の保有率	22.5%

大口株主(%)

MaSan	15%
Ho Hung Anh 氏の家族	17%
Nguyen Canh Son 氏の家族	3.3%
Phu Si 投資コンサルティング株式会社	2.1%

株価の動向



Tran Thi Hong Tuoi
tuoith@bsc.com.vn

企業概要。TCB の資本金額は 11 兆 6,550 億ドンとなった、2018 年に 34 兆 9,700 億ドン増となると見込みだ。2018 年 6 月 30 日の時点まで、TCB は全国で、代表事務所 2 箇所がある本社、出張所 312 箇所、子会社 3 社を持っている。
最近のレポート: [link](#)

信頼できる人物を選ぶ

価格算定

BSC は算定方法 P/B で、TCB の投資評価を目標価格の 32,800ドン/株で「買い」と推奨している。2018 年の P/B は 2.21xである。

投資観点

- 経営モデルは高所得者層顧客に集中し、バリューチェーンでの顧客に焦点を当てることによって強固な成長を遂げる。
 - 投資銀行、保険、銀行取引などの事業の成長余地が残っている。
 - 収益性指標はベトナムと地域におけるトップになった。2018 年上半期に、純金利マージン(NIM)が 3.79%となり、総資産利益率(ROA)が 3.16%となり、株主資本利益率(ROE) (ROE)が 24.32%となった。2015 年～2017 年に、毎年、税引後利益の成長率は連続で 100%以上上昇した。2018 年上半期に、税引後利益の成長率は引き続き 90% 上昇した。
- 資産質が健全である。2018 年第 2 四半期の終わりに、不良債権率が 2.04%となった。2017 年に、TCB が全部の不良債権を VAMC に売却した。

投資リスク

- 大きな顧客グループに依存しているというリスク。
- 貸倒引当金の費用はは引き続き増加しているというリスク。
- 顧客が TCB の商品サービスの使用をやめるリスク
- 金利引き上げのリスク

	2014	2015	2016	2017	2018F
総資産 (10 億ドン)	175,902	191,994	235,363	269,392	325,755
株主資本 (10 億ドン)	14,986	16,458	19,586	26,931	51,922
総収入 (10 億ドン)	7,007	9,344	11,919	16,344	17,954

2018年8月24日

TCBーテクコムバンク

BSC

税引後利益 (10 億ドン)	1,082	1,529	3,149	6,446	8,115
EPS					2,321
簿価					14,849
NIM	3.92%	4.21%	4.05%	3.72%	3.83%
ROE	7.49%	9.73%	17.47%	27.71%	20.58%
ROA	0.65%	0.83%	1.47%	2.55%	2.73%

ソース: BSC research

TCBーテクコムバンク

業界と企業の概要

BSC は以下の要素を基づいて TCB の投資評価を目標価格の 32,800 ドン/株で「買い」と推奨した。

経営活動

- 経営モデルは顧客を中心にし、様々な規模で多くのバリューチェーンを設定することである。中に、大企業との 7 つのバリューチェーンに焦点を当てる。これで、TCB は大きな収入を得るだけではなく、バリューチェーンでの顧客の密接関係を設定し、リスクを早く発見できるだろう。
- 定期的取引している顧客の数が多く、2017 年末まで、取引している個人顧客の数が 150 万人だった（個人顧客の全体の 30% を占めた）。中小企業と大企業の顧客の数はそれぞれ 16,000 社、298 社だった。3 年以上に取引している顧客の割合が 38% を占め、5 年以上に取引している顧客の割合が 26% を占め、2 つ以上の商品を使用している顧客の割合が 91% を占めた。
- TCB は社債発行コンサルティング市場シェアの 39%、HSX での社債ブローカー市場シェアの 82% を占めている。投資銀行事業からの収入が 1 兆 610 億ドンに達し、TCB の活動総収入の 6.6% に相当した。この投資銀行事業の成長余地が残っている、特に、社債事業ある。
- 2017 年上半期に、TCB はバンカシュアランス市場シェアの 26.2% を占めた。2017 年に、TCB はカナダの最大の保険会社であるベトナムの市場シェアで 3 位にランクインされている Manulife と独占契約を締結した。2008 年～2017 年の期間における生命保険料からの売上が 22.71% 増加し、2018 年第 1 四半期に 55% 増加した。TCB は今後 5 年間で生命保険料からの売上が 10 兆ドンに達することを狙っている。現在、引取している顧客のうちに、2% のみが TCB を通して保険を購入した。TCB はこの割合を 15～205 に引き上げる計画。
- TCB は投資総額の 3,000 万ドルで取引銀行事業を投資している。今後 3 年間の投資総額が 3 億ドルになると見込みだ。2017 年に、取引銀行事業からの収入が 1 兆 1,880 億ドンとなり、活動総収入(TOI)の 7.4% に寄与した。特に、取引銀行事業の発展は TCB が長期の間に顧客の注目を集め、サービスを向上、長期的な活動総収入を成長することの前提である。

利益性

- 収益性指標はベトナムと地域におけるトップになった。NIM、ROA、ROE はそれぞれ 3.79%、3.16%、24.32% となった。2015 年～2017 年の期間における年間税引後利益の成長率が 100% 以上上昇した。2018 年上半期に、税引後利益の成長率が 90% 増となった。

資産質

- 2018 年第 2 四半期末の時点で、不良債権率が 2.04% となった。2017 年に、TCB が全部の不良債権を VAMC に売却した。貸付損失準備金/不良債権比率は 74% となり、上

TCBーテクコムバンク

場銀行の平均水準と同じだった。2018 年 3 月 31 日まで、繰延支払信用状(L/C)及び債権の売却により未収金を含む総資産が 4 兆 290 億ドンとなり、不良債権損失引当金が 5,610 億ドンに達した。

投資リスク

- 投資リスク。(1)大きな顧客グループに依存しているというリスク。(2)貸倒引当金の費用は引き続き増加しているというリスク。(3)顧客がTCBの商品サービスの使用をやめるリスク。(4)金利引き上げのリスク。(5)不良債権の増加。

2018 年 8 月 24 日

TCBーテクコムバンク

BSC

TCBーテクコムバンク

企業概要

経営モデルはお客様を大事にし、様々な規模で多くのバリューチェーンを開設することである。中に、大企業との 7 つのバリューチェーンを集中している。TCB はバリューチェーンでの顧客に焦点を当て、商売事業を発展し、リテールバンキングのサービスの成長を促進している。3 つの主要な顧客グループは個人顧客 (PFS)、中小企業 (SMEs)、大企業である。他方、TCB のサービスは銀行取引、資金・金融市場、銀行投資である。

業務	業務の内容
個人顧客	2018 年上半期には、活動総収入 (TOI) の 32.4%を寄与した。TCB は高所得者層顧客 (年間 2 億 VND 以上) に集中している。 現在、TCB の個人顧客の数は 500 万人である。中に、アクティブな顧客¹ の数は 150 万人である。
中小企業	2018 年上半期に、TOI の 9.8%を寄与した。中小企業は年間 200 億～6,000 億ドンの収入を得ている社である。 2017 年末まで、TCB の中小企業² の数は 114,674 万社である。中に、アクティブな中小企業² の数は 16,000 社である。バリューチェーンでの顧客は全体の 82%を占めている。
大企業	2018 年上半期に、TOI の 21%を寄与した。大企業は年間 6,000 億ドン以上の収入を得ている社であり、バリューチェーンでの企業、個人を結び付ける要素である。TCB のアクティブな大企業³ の数は 298 社である。7 つのバリューチェーンを結び付けた。
資金・金融機関	2018 年上半期に、TOI の 19.8%を寄与した。この事業は銀行自身及び顧客に資本と金融市場に関するサービスを提供する。 自己勘定取引部について、TCB は銀行の流動性を保証し、貸借対照表を管理することを狙っている。 他方、TCB は外為ブローカー、商品先物取引と共に預金、貸付、投資に関するサービス料を徴収する。
投資銀行	2018 年上半期に、TOI の 3.5%を寄与した。社債発行諮問・引受、社債媒介、資産管理、投資ファンド、為替リスク

TCB-テックコムバンク

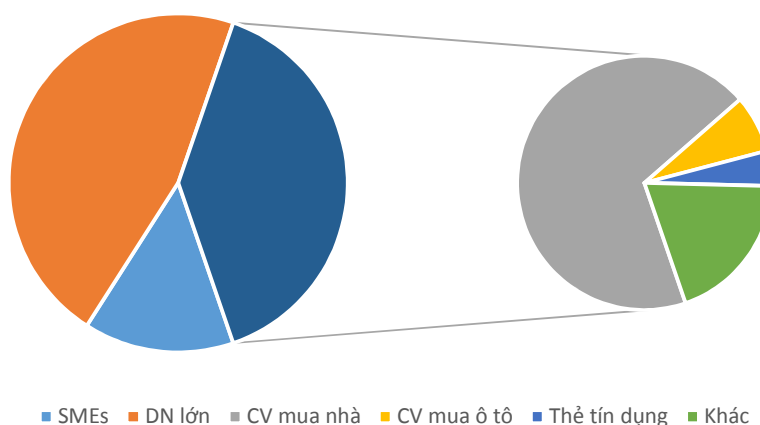
及び貨物管理など銀行投資の事業は Techcom Securities (TCBS) 及び Techcom Capital によって行われている。

取引銀行及びその他

2018 年上半期に、TOI の 13.3% を寄与した。代金回収サービス、現金管理、国内外の決済サービス、国際貿易、サプライチェーン支援である。

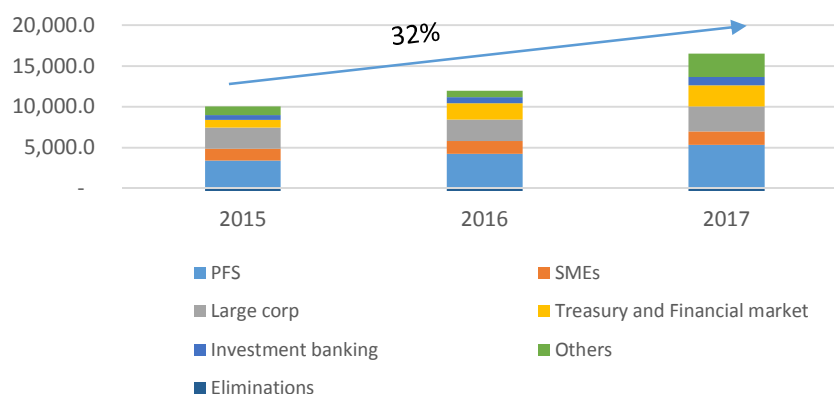
ソース: TCB, BSC research

2017 年の TCB の貸付構成



ソース: TCB

事業及び顧客区分に基づく TCB の活動収入 (10 億ドン)



ソース: TCB, BSC research

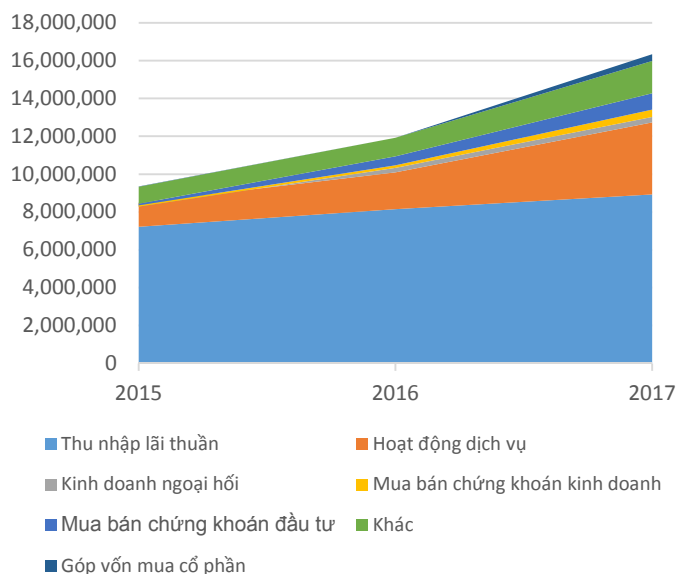
TCB-テコムバンク

資本規模は引き続き増加している。2018 年 7 月末の時点で、TCB の資本金は 34 兆 9,700 億ドンに達し、BIDV の 34 兆 1,870 億ドンと同等し、トップは VCB の 35 兆 9,780 億ドン及び CTG の 37 兆 2,340 億ドンだった。

成長率が高かった。2012 年～2017 年の期間における、年平均成長率 (CAGR) は 53%に達した。特に、2016 年～2017 年の期間における税引後利益の成長率は連続で 100%以上上昇した。2017 年に、TCB の税引後利益は 6 兆 4,460 億ドンに達し、VPB の 6 兆 4,410 億ドンと同等し、BIDV の 6 兆 7,870 億ドンに次いた。2018 年に、TCB は税引前利益が 10 兆ドンとなることを狙っている。2018 年上半期、税引後利益は前年同期比 90%増の 4 兆 1,500 億ドンとなった。資金回収からの異常な収入を除いた税引前利益は前年同期比 57.34%増の 4 兆 3,010 億ドンとなった。

業績の成長は主に非金利収入から来た。2015 年～2017 年の期間における、貸付の年間平均成長率は 19.7%増となり、年間利息収益は 11.3%増となった。非金利収入の年間平均成長率は 87%増となった。上場銀行の中には、TCB の非金利収入からの収入の割合は最も高く、2018 年上半期の総収入の 41.7%を占めた。上場銀行の非金利収入からの収入の平均割合は 21.32%だった。TCB は銀行サービスを引き続き発展して多様化して、定期的な収入を得て、利息収益に依存しないことを狙っている。

2015 年～2017 年の期間における TCB の活動収入 (10 億ドン)



ソース: TCB, BSC research

2018年8月24日

TCBーテクコムバンク

BSC

TCBーテクコムバンク

事業方向の注目点

注目1: 効率的な経営モデルは持続的な成長をもたらします。

経営モデルは顧客を中心にし、包括的なパッケージを顧客に提供している。TCB は、目標顧客グループごとに分かれ、適切な製品パッケージを設計し、積極的に顧客に対する需要を引き出します。これは顧客に高く評価されています。2017 年末までに、TCB の個人顧客及び法人顧客はそれぞれ 500 万人、11 万 4,000 社となった。TCB と 3 年間、5 年間以上取引している顧客はそれぞれ、総顧客の 38%、26%を占めている。TCB の 2 製品を利用している顧客は総顧客の 91%を占めている。VISA カード取引活動により TCB の収入は一位となっている。2017 年末までに、TCB はクレジットカードやデビットカードの 230 万台を発行して、利用率が 70%になった。TCB の信用カードで取引額が全国取引総額の 11.4%を占めている。

TCB はバリューチェーンの中で顧客を拡大し、顧客エコシステムを作成した。そのうち、大きな バリューチェーンを持っている企業顧客に中心をしている。TCB は、大規模な顧客に包括的な金融パッケージを提供することにより、サプライヤー、流通業者、仲介業者、最終消費者、従業員を含むバリューチェーンの企業や顧客にサービスを提供している。現在、TCB は様々な規模がある多くのバリューチェーンを利用しているが、現在は不動産業、航空業、電力業、通信業の大手名企業を含む 7 つのバリューチェーンに主に焦点を当てています。

顧客貸付モデル

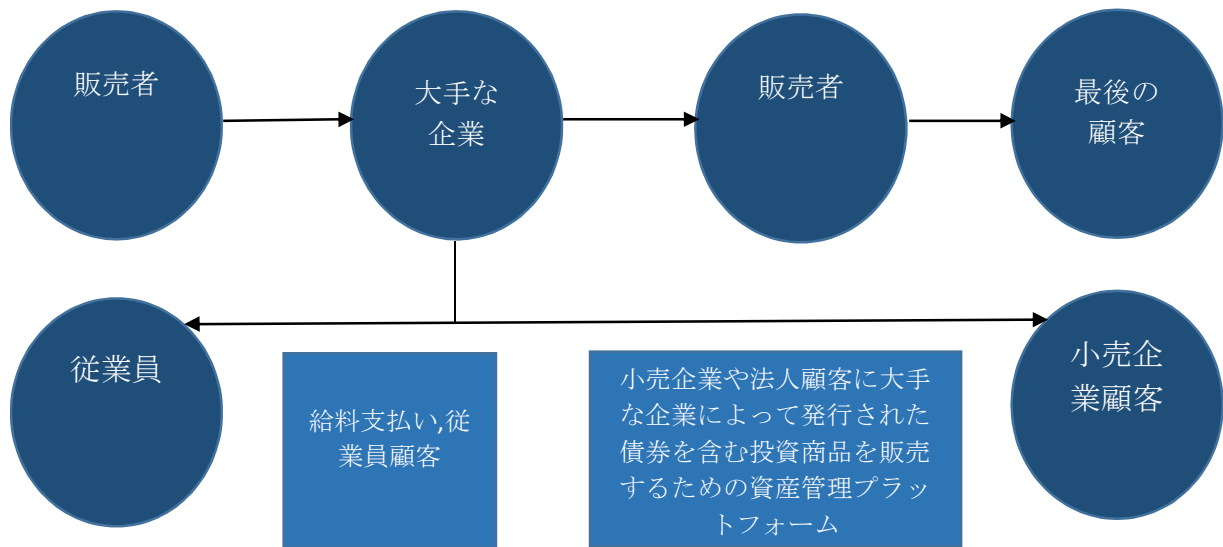
短期流動資本出
資;取引業務

短期流動資本出
資;固定収入発行
資金割当;取引業
務

短期流動資本出資;
取引業務

小売貸付; アンダー
ライター業務; 資産
管理; CASA

TCBーテクコムバンク



ソース: TCB

TCB は中位・高所得者層に焦点を当てている。この顧客グループの取得総額は 2 億 VND／年である。この顧客グループはトナムの成人人口の約 9.2%を占めています。TCB の推定によると、この顧客グループは個人顧客事業の総収入の 71%を占めている。

TCB—テクコムバンク

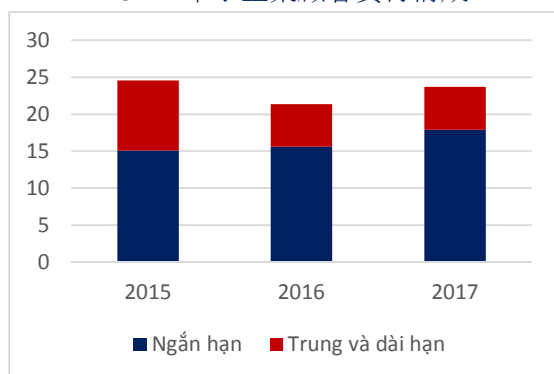
中位・高所得者層は 2017 年に TCB の収入と成長に寄与している

	低所得者層	中位・高所得者層
個人顧客に寄与された活動収入	29%	71%
個人顧客の預金	22%	78%
5 年間以上取引している顧客	22%	50%
顧客が少なくとも 3 つの製品を使用しています。	20%	57%

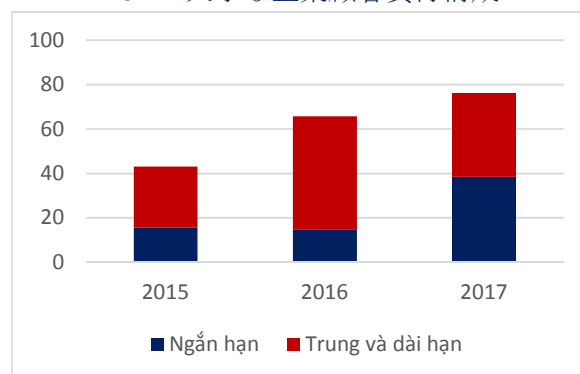
ソース: TCB

法人顧客との中長期貸付残高を減少。中長期貸付の比率が 2016 年の 74.84% から 2017 年の 60.58% に下げた。

TCB の中小企業顧客貸付構成



TCB の大手な企業顧客貸付構成



ソース: TCB

注目 2: 各事業の成長潜在が残っている。

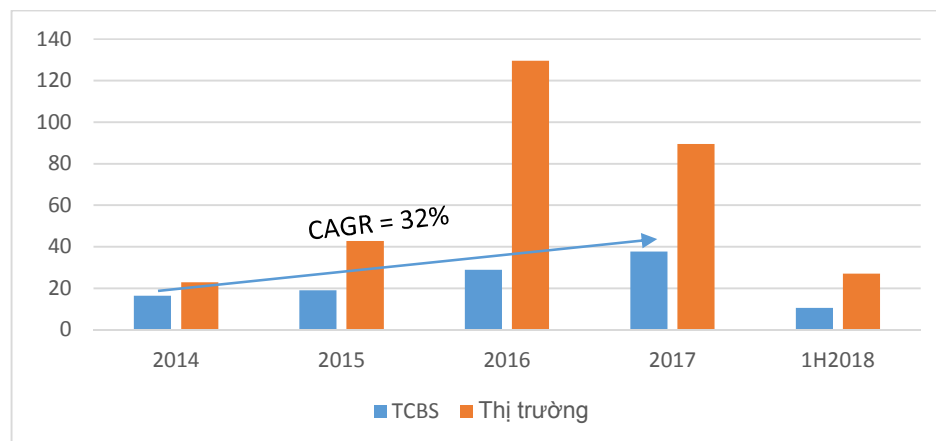
2.1. TCB の投資銀行事業による収入は 1 兆 610 億ドン、活動総収入の 6.6% を占めている

TCBーテクコムバンク

TCB の企業債券発行コンサルティング業務はトップ 1 行。

- テクコムバンク証券会社の企業債券発行コンサルティングシェアは全の 39%を占め、発行総額は 37 兆だった。
- テクコムバンク証券会社(TCBS)は銀行・投資ファンド・保険会社(ポートフォリオの 28%を占め)及び個人顧客(ポートフォリオの 72.5%を占め)に企業債券を発行している。テクコムバンク証券会社はホーチミン証券取引所に債券業務シェアの 82%を占めている。
- 債券業務による収入は総収入の 1 兆ドンに寄与している。また、債券業務のおかげで、TCB は中長期貸付を最小限に抑え、中長期貸付対短期資本活用率をコントロールし、顧客が債券を購入することを誘致し、TCB のシステムにキャッシュフローのシフトを活用することができます。

TCBS 及び全市場の債券発行コンサルティングの総額(1 兆ドン)



ソース: TCB

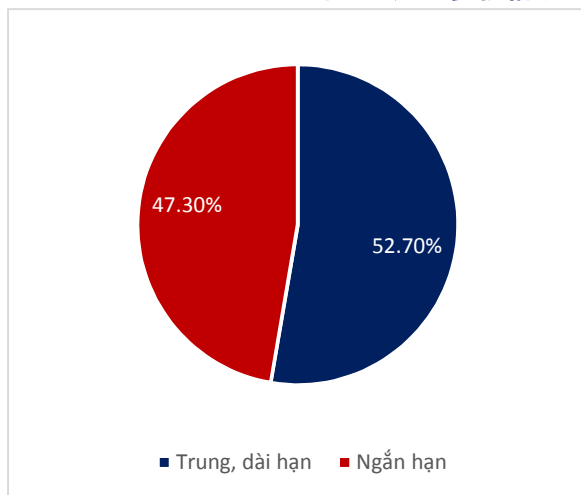
貸付成長率の余地が大きく残っている。

- 2018 年 5 ヶ月には、中長期的な貸付の残高は全国の貸付総額残高の 52.7%を占めている。多くの銀行では、中長期的に貸付するために短期資本活用率は高水準で留まっている。ベトナム国家銀行(中央銀行)の規定によると、この比率は 2017 年末の 50%から 2018 年末の 45%に引き下げ、2019 年末に 40%となる。これは多くの銀行に圧力をかけている。多くの銀行は資本及び貸付の再構成を実施しなければならない。企業の長期的な投資ニーズを満たすための実現可能な解決策の 1 つは、中長期社債を発行してから、個人および非銀行機関に売却することだ。

TCBーテクコムバンク

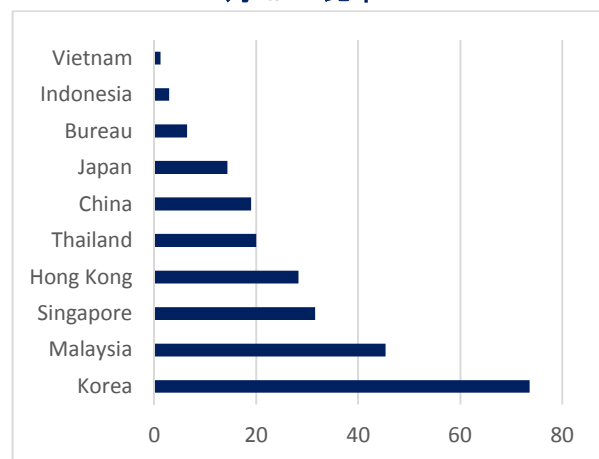
- ベトナム債券市場は、地域や世界の他の国々に比べて原始的な小規模です。2017 年末の時点で、社債債務対 GDP 比率はアジア地域で 1.25% と最も低く、政府の目標は、社債債務対 GDP 比率を 2020 年の 7%、2030 年の 20% に設定することだ。

ベトナムにおける 2018 年 5 ヶ月の債務構成



ソース: 国家金融監督委員会

アジア諸国における 2017 年 12 月の社債債務対 GDP 比率



ソース: Asiabondonline

ベトナムの債券市場の発展に影響している要素は以下の通り。

- (1) 英大手格付会社フィッチ(Fitch Ratings)のデータによると、ベトナムの国家信用格付けは BB であることで、企業の最高信用格付けも BB であり、ジャンク債の水準に相当する。これは国際投資家の市場参入を制限するだろう。
- (2) ベトナムは格付機関がない。

リスク:

- (1) 銀行は社債をかわなければならないし、信用リスクを負うだろう。
- (2) 顧客は、銀行に対するマイナスの見方を持ち、発行社が破産した場合銀行を離れることさえある。このリスクを軽減するために、TCB は、大手発行社をコンサルティングすることを選擇している。

2.2. 保険ーManulife との独占販売契約の期待

TCBーテクコムバンク

TCB は、PetroVietnam Holdings と Bảo Việt Holdings などの生命保険会社及び損害保険会社の保険代理店としてコミッション料を徴収している。また、注意べきなことは、TCB は Manulife との独占販売契約を締結している。それによると、TCB は 15 年間に Manulife の戦略的パートナーになっている。そのことのおかげで、TCB は前払い金の 1 兆 4,464 億ドンを受けた。15 年間以内、実際保険販売による売上を基づく、Manulife は TCB にコミッション料をを与える。

2015 年～2017 年の期間における保険コミッション料による収入は 13.6x 増となった。Frost & Sullivan のレポートによると、2017 年上半期における TCB のバンカシュアランス事業のシェアは 26.2 を占めている。2017 年には、TCB が徴収した同等年間保険料支払額(APE)は 6,490 億ドン、2015 年より 3 倍増となり、2016 年より 44.22% 増となった。保険販売による 2017 年コミッション料は前年比 52.2% 増の 5,130 億ドンとなった。2018 年上半期には、TCB が徴収した同等年間保険料支払額は前年同期比 51% 増となり、保険販売コミッション料による収入は前年同期比 12% 増の 2,920 億ドンとなった。

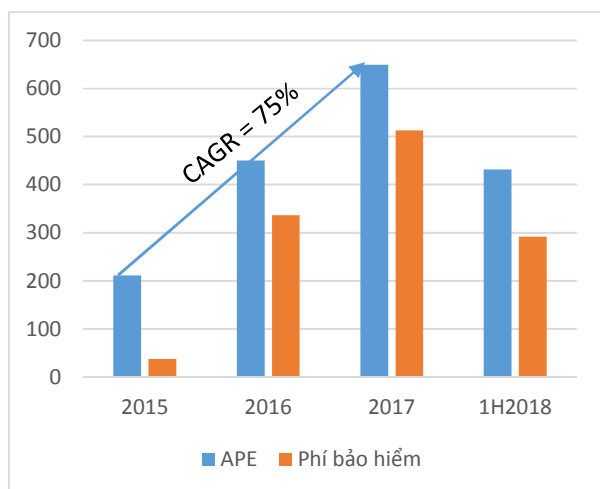
成長潜在

- 全国保管料収入の成長は引き続き上昇している。2008 年～2017 年の期間における年平均成長率(CAGR)は 19.39% 増となり、2018 年第 1 四半期に 19% 増となった。ベトナムでの保険普及率が 1.8% と低くなっていることで、元受収入が今後引き続き成長すると期待しております。
- バンカシュアランス事業(銀行が保険商品を販売すること)の成長率は急増し、2017 年 9 ヶ月には前年同期比 66.7% 増となった。バンカシュアランス事業は保管業の元受収入に 7% を寄与した。
- Manulife (マニユライフ) は、ベトナムにおける市場シェアの第 3 位を占めるカナダの生命保険会社であり、市場シェアの 12.5% を占めています。Manulife の有名度と TCB の広いネットワークにより、保険販売収入は今後数年間で増加すると予想しております。
- Techcombank は今後 5 年間で保険料収入の 10 兆ドン以上を達成することを目標としています。

2018年8月24日

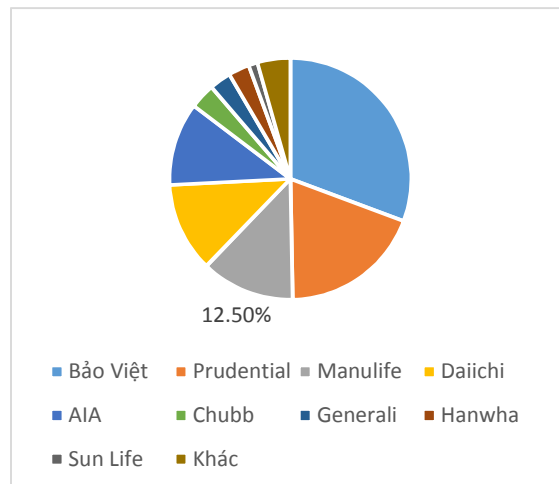
TCBーテクコムバンク

TCB の APE 及び保険販売コミッション料



ソース: TCB

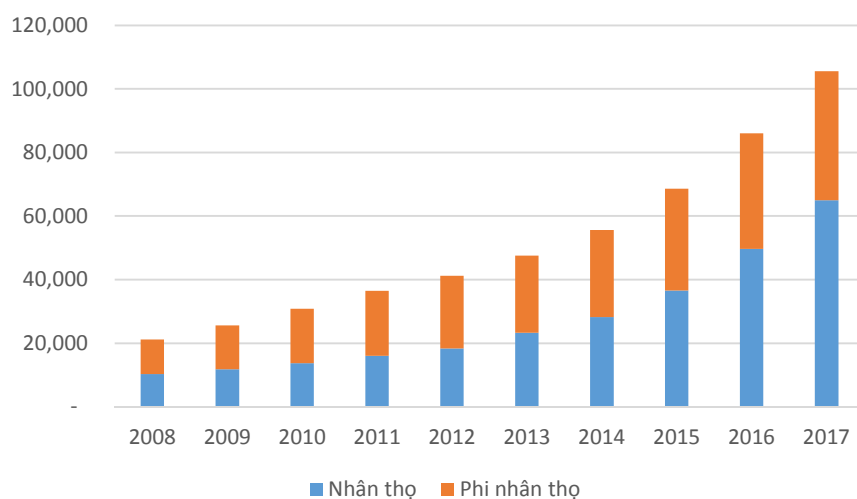
ベトナムにおける生命保険シェア



ソース: 保険監督管理局

TCB-テコムバンク

2008 年～2017 年の期間におけるベトナムでの元付収入

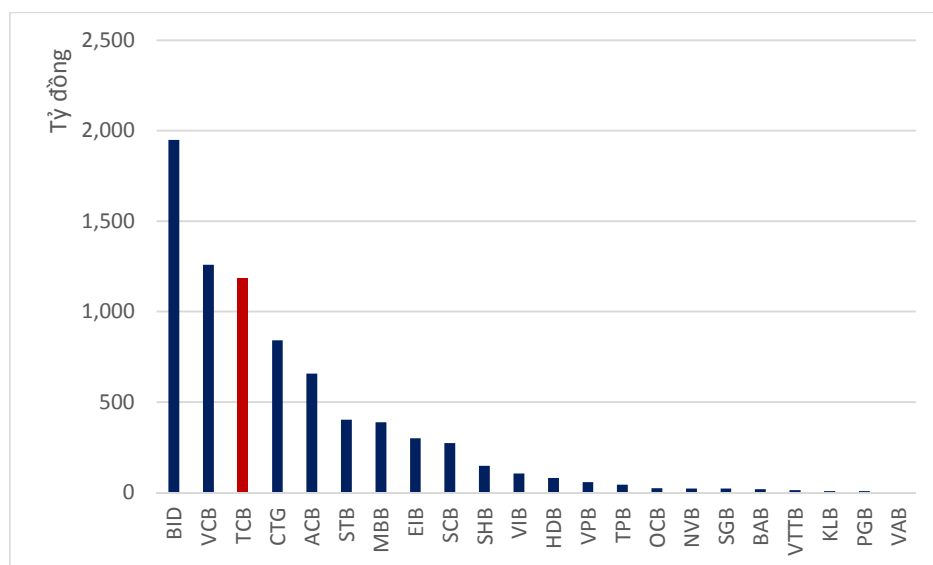


ソース: 保険監督管理局

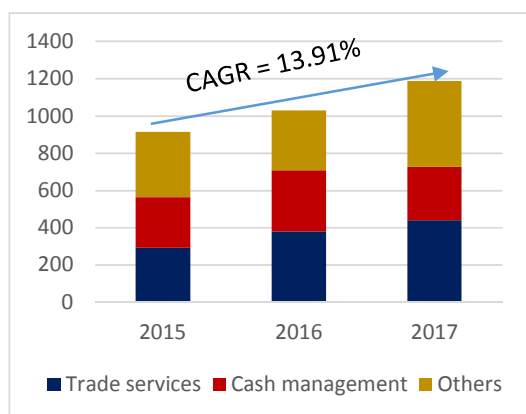
2.3. 決済インフラを引き続き投資

支払いサービスは TCB の非利息収入に最も大きな割合を占めている。2017 年には、支払いサービスによる純収入は前年同期比 15.4% 増の 1 兆 1,880 億ドンに達し、2010 年～2017 年の期間における平均成長率より 10.63% 増となった。TCB の決済サービスからの収入は上場銀行の中で 3 位にランクされ、次は CTB、ACB、MBB である。

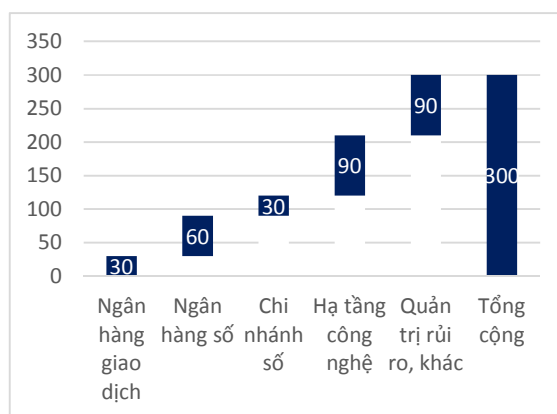
支払いサービスによる純収入



ソース: BSC research

2015 年～2017 年の期間における TCB の
決済事業による純収入

ソース: TCB

2018 年～2020 年の期間における投資額 3
億ドル対 TCB の投資計画

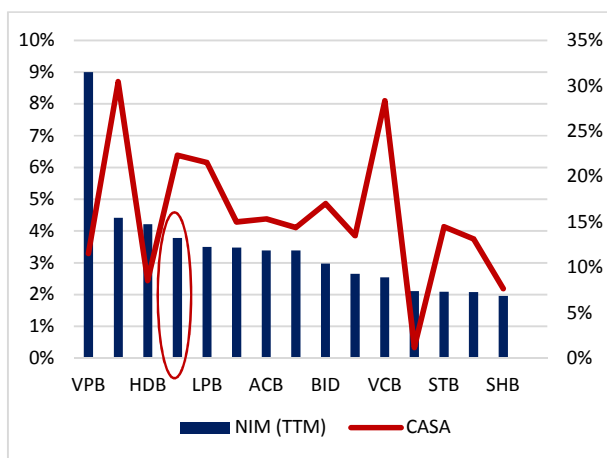
ソース: TCB

注目 3: 高い収益性、高い成長率

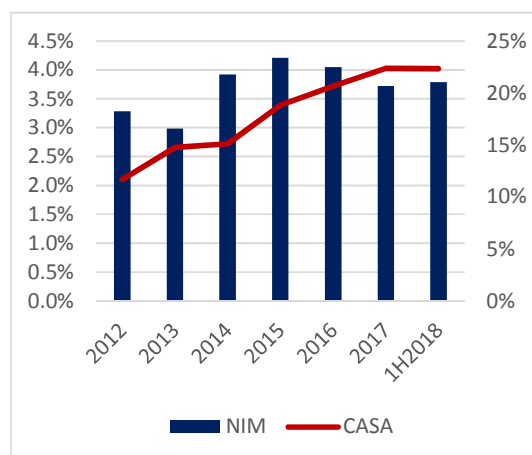
収益性が高い。2018 年第 2 四半期末までに、TCB の純金利マージン(NIM)は第 4 位で 3.79%となり、トップは VPB (第 1 位)、MBB (第 2 位)、HDB (第 3 位)だった。TCB の NIM は業界の平均水準より高水準で留まっている。MBB (30.46%)、VCB (28.34%)の後、TCB の普通預金の比率(CASA)は高いレベルで 22.35%になっている。

TCB—テクコムバンク

ベトナムでの銀行及び TCB の NIM と CASA



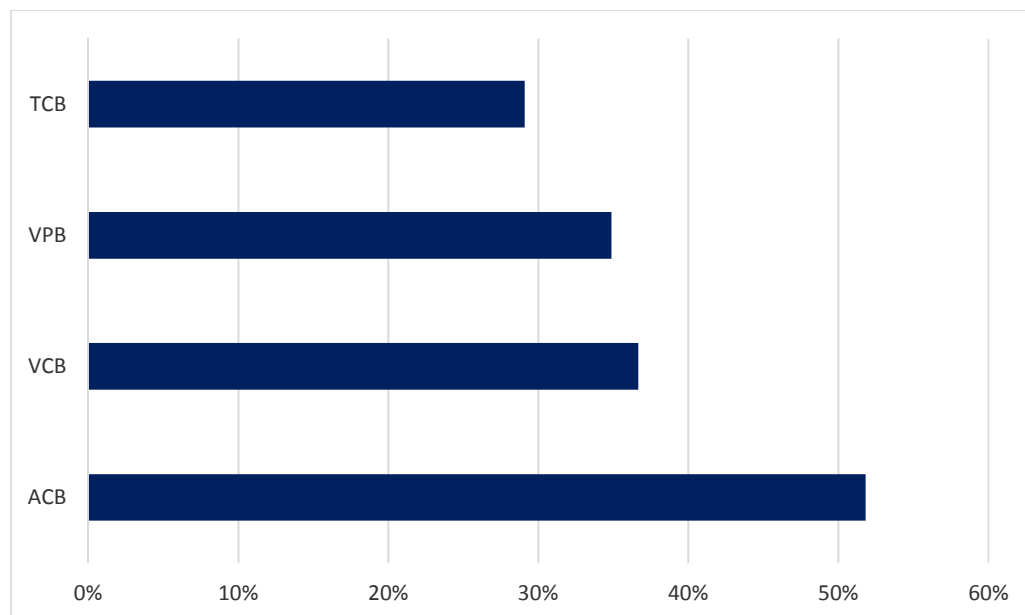
2012 年～2018 年第 2 四半期における TCB の NIM



ソース: TCB, BSC research

費用収益比率(CIR)は国内及び地域で最も低い、TCB が費用をよく管理していることを示した。2018 年上半期には、TCB の CIR は 27.94%となり、上場銀行（平均 CIR が 41.15%である）の中に最低水準である。Techcombank Finance の譲渡による収入を除けば、TCB の CIR は 31.15%である。

地域における TCB と他の銀行の CIR



ソース: Bloomberg, BSC research

2018 年 8 月 24 日

TCBーテクコムバンク

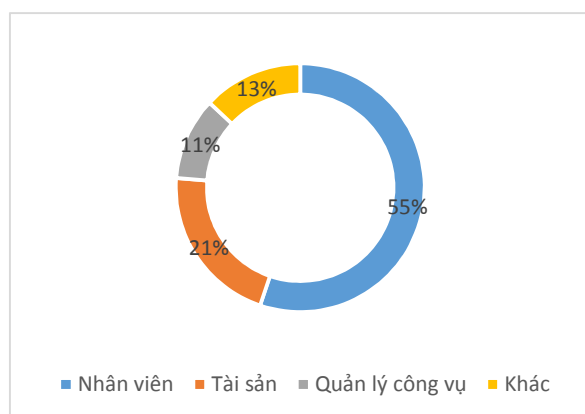
BSC

2018 年 8 月 24 日

BSC

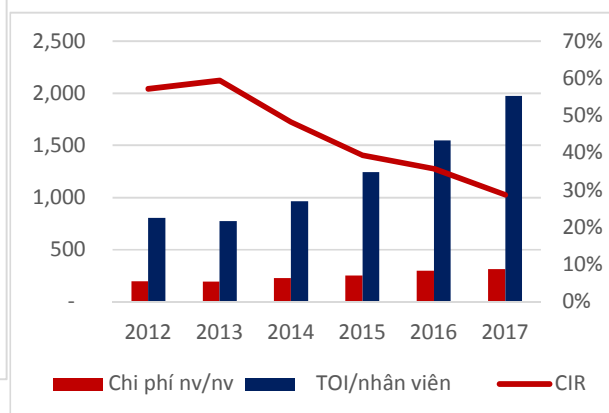
TCBーテクコムバンク

TCB の活動費用構成



ソース: TCB

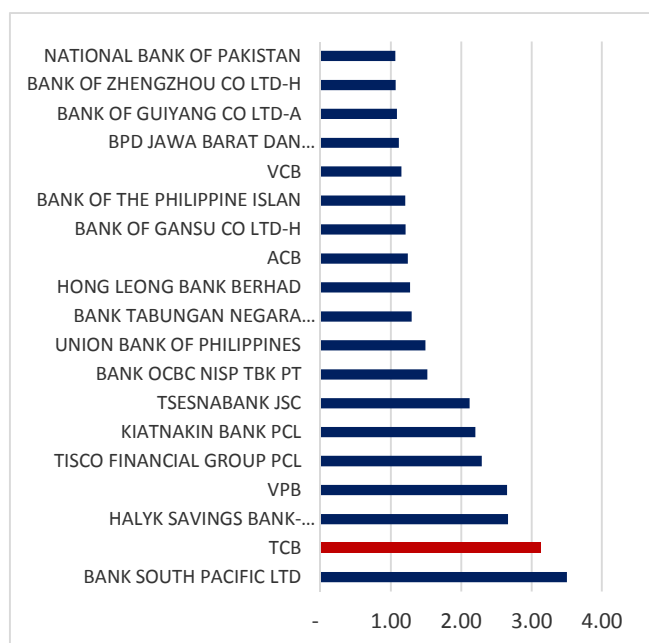
2012 年～2017 年の期間における TCB の社員対労働効率・費用



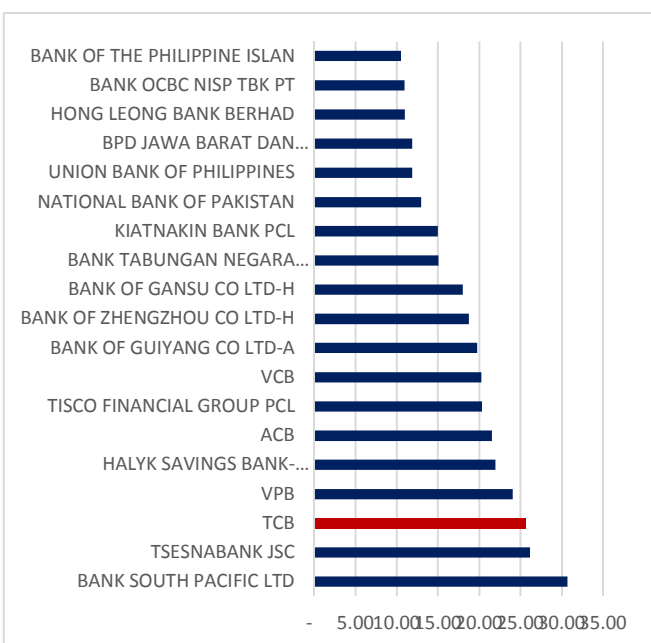
ソース: TCB

収益性が高い。ROA と ROE はそれぞれ 3.16%、24.32%であり、ベトナム市場での上場銀行の中に最高水準である。

2018 年第 2 四半期における TCB と他の銀行の ROA



2018 年第 2 四半期における TCB と他の銀行の ROE



ソース: TCB, Bloomberg

成長率が高い。2012 年～2017 年の期間における税引後利益の平均成長率 (CAGR)は 53%だった。特に、2016 年と 2017 年の税引後利益が前年比 100% 増となった。2018 年上半期には、税引後利益は前年同期比 90%増の 4 兆 1,500

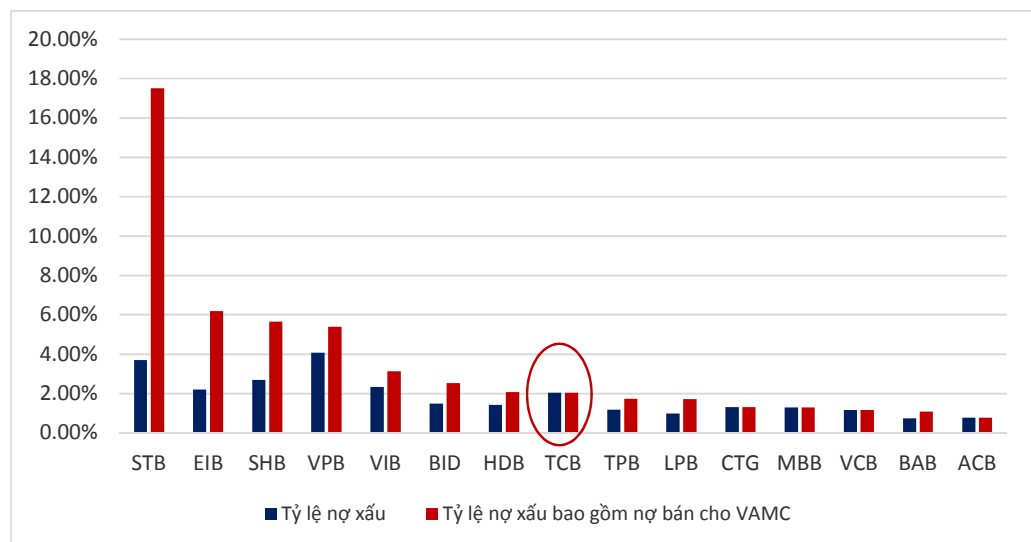
TCB-テコムバンク

億ドンとなった。資本回収による利益を除けば、税引前利益は同 57.34% 増となった。業績の成長は主に非金利収入から来た。TCB の 2018 年業績計画は、税引前利益が 10 兆ドンに達す。長期的には、TCB は貸付平均成長率が年間 20% 増となり、総資産平均成長率が年間 20% 増となり、サービス収入平均成長率が年間 30% 増となることを目標にした。

注目 4: 優れた資産質

TCB は VAMC に売却された不良債権の処理を終えた最初の銀行 4 行の 1 つである。2017 年末の時点で、VAMC 社債の債務残高は決済された。VAMC 社債引当金の 1 兆 6,430 億ドンは 2018 年から TCB の業績バランスシートに出ない。

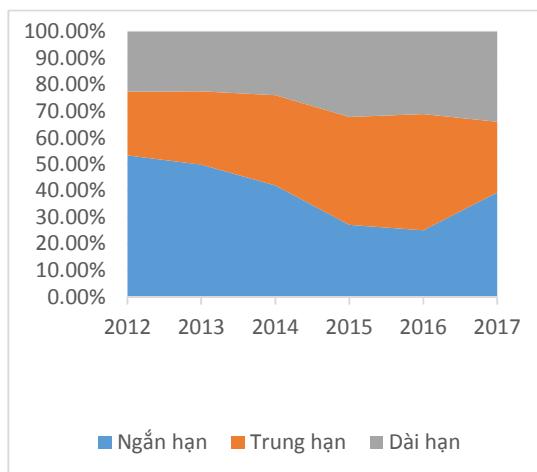
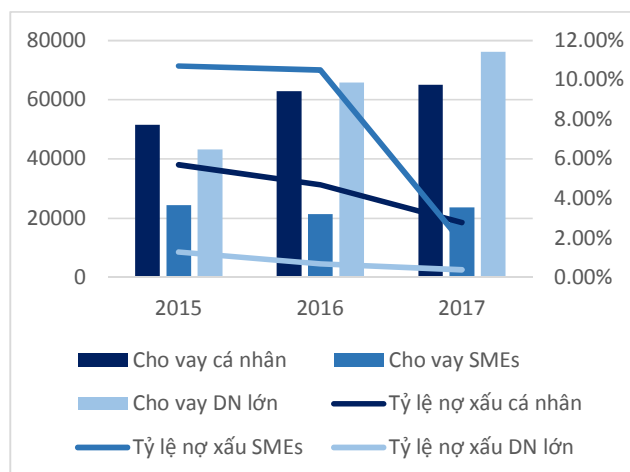
2018 年第 2 四半期でのベトナム銀行の VAMC へ売却した不良債権を含む不良債権比率



ソース: BSC research

2018 年第 2 四半期末までに、TCB は不良債権を 2.04% にコントロールできた。TCB は不良債権比率を 2% 未満に維持することを目指している。2018 年第 2 四半期末までに、貸付損失準備金/不良債権比率は 74% となり、上場銀行に比べて平均水準で留まっている。また、TCB の不良債権は年初より 31.43% 増となり、未収金は同 21% 増の 4 兆 6,710 億ドンとなり、総貸付残高の 2.8% と相当したことで、TCB の債務質について懸念しております。一方、TCB は不良債権を積極的に処理し、オフバランスシートの不良債権は 1 兆 1,320 億ドンだった。他の銀行に比べて、BSC は TCB の貸付政策と質を高く評価している。

TCBーテクコムバンク

2012年～2017年の期間におけるTCB
の貸付構成2015年～2017年の期間におけるTCBの
VAMCへ売却済不良債権を含む貸付残高及び
不良債権比率

ソース: TCB

投資リスク

大きな顧客グループに依存している。

(1)2017 年末の時点で、TCB での上位 10 顧客グループの貸付残高は TCB の貸付総残高の 17%を占め、そのうち、貸付残高が貸付総残高の 2.33%を占めている顧客グループはない。

(2) 現在の経営モデルでは、大手な顧客グループが衛星顧客を通じる TCB の業績に直接影響を与えるだけでなく、TCB の成長にも影響している。このリスクを軽減するために、TCB の顧客交渉部長は、大きなバリューチェーンと長期的な開発見通しを持つ目標グループを分析して選択します。

貸倒引当金の費用は引き続き増加しているというリスクだ。

(1)2018 年上半期には、不良債権は 31%増の 3 兆 3,960 億ドン、不良債権比率は 2.04%となった。

(2)TCB は大手な銀行の資産質と相当する貸付損失準備金/不良債権比率の増加を通じる貸倒引当金を引き上げた。2018 年第 2 四半期末の時点で貸付損失準備金/不良債権比率は 74%となった。慎重な評価では、BSC は TCB が貸付損失準備金/不良債権比率を高める必要があると考えております。

TCB—テクコムバンク

(3)他の資産グループの貸倒引当金を増加した。2018 年第 2 四半期には、未収利息・手数料は 4 兆 4,670 億ドン、貸付総残高の 2.85を占めている。

大規模な顧客グループが問題を抱え、社債発行者は債務を返済できない個人に売却する場合、顧客が銀行を離れる可能性があるというリスクだ。このリスクを軽減するために、大手な法人顧客グループの評価・選択のは必要だ。

金利引き上げのリスク。金利を引き上げる場合、TCB の業績にマイナス影響するだろう。

業績予測及び評価

業績

2018 年業績の計画。TCB は 2018 年の総資産成長率が前年比 17%増となり、預金成長率が同 40%増となり、貸付残高成長率が同 18%増となり、不良債権比率が 2%未満であることを目標にした。2018 年税引前利益は前年比 24%増の 10 兆ドン(Techcombank Finance の譲渡による収益の 8,950 億ドンを含む)に達す計画。長期的には、TCB は非金利収入の成長に集中し、非金利収入の平均成長率が年間 30%であると期待しております。

業績予測

BSC の予測によると、TCB の税引後利益は 2018 年に前年比 26%増の 8 兆 1,150 億ドン、2023 年に 13 兆 5,990 億ドンに達す、年間平均成長率は 115であるだろう。

いくつかの仮定

- 貸付の成長率は 2018 年に 15%増となるが、2019 年～2023 年の期間に減速して 10%のみだ。2018 年第1四半期の不良債権比率が 1.87%となった。
- 2018 年に、預貸率(LDR)が 78%であり、その後 80%に上昇する。中に、預金の年間平均成長率は 12%増となり、有価証券は変わらない。
- 預貸率貸付・預金金利の比率が 2018 年第 1 四半期より変動しないことで、2018 年の NIM が 3.83%となる。
- 利息収益は 2018 年に 10 兆 9,550 億ドンとなり、2023 年に 20 兆 3,560 億ドンとなると見込まれた。

TCBーテクコムバンク

- 2018年に、サービス活動による純益は2兆9,470億ドンとなり、2017年より減少する。Manulifeとの独占契約からの前払い料金を除いた場合は、2018年のサービス活動による純益が前年比25%増となる。中に、(1)引受活動による収入が前年比19.36%増となる。(2)保険の手数料の成長が20%/年増となる。(3)代理・委託のサービスの成長は20%/年増となる。(4)支払いなどその他のサービスの成長は預金の成長と同様する。
- 2018年に、キャピタルサービスによる収入は1兆2,340億ドンと予測された。債券取引及びその他の投資商品による収入は5,000億ドンとなる。そのうち、証券取引による収入は2018年に1兆7,340億ドンとなり、2023年に2兆5,000億ドンとなる。2018年上半期に、この事業による収入は7,430億ドンとなった。
- 外貨・金営業による収入は2018年に3,290億ドンとなり、2023年に5,500億ドンとなる。
- 2018年に、その他の活動による損益は1兆890億ドンとなる。中に、資金回収による収入は9,750億ドンとなる。
- 2018年に、出資・株式購入による収入は8,950億ドンと予測された。主にはTechcombank Financeの資金回収から来る。次の数年、この収入は僅かになる、主に出資した会社の配当から来る。
- 2018年の活動費用は前年比15.89%増の5兆4,460億ドンとなる。中に、人件費は2兆9,780億となる。CIRが30.34%に上昇する。他方、人件費が5%/年増となる。インフラに3億ドルを投資するために、減価償却費が上昇する。そのため、2019年～2023年に、活動費用が14%/年増となると予測された。2018年～2023年のCIRは30.55%から31.89%までである。
- 貸倒引当金費用は2018年に2兆3,640億となり、2023年に3兆8,870億となる。不良債権の引当率が2018年から100%となる。2018年に、売却したが徴収していない債権のための繰り入れ額は7,560億ドンとなる。

算定

BSCはTCB株を評価するために算定方法P/Bを使用した。20年以上に、世界と地域での銀行の算定を観察したことによると、BSCは平均P/Bが1.57x～1.77xであり、トップバンクのP/Bが2.22x～2.58xだと考えている。

- 2018年の簿価は14,849ドン/株と見込まれた。
- TCBのP/Bは各銀行の平均水準の2.21xである。

2018 年 8 月 24 日

TCBーテクコムバンク

- 目標価格は 32,800VND／株である。

BSC は TCB の投資評価を目標価格の 32,800 ドン／株で「買い」と推奨している。2018 年の P/B は 2.21xである。

BSC

付録 1: 2018 年上半期の TCB と上場銀行

	TCB	CTG	VCB	BID	MBB	STB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
規模												
資本金(10 億ドン)	11,655	37,234	35,978	34,187	21,605	18,852	24,963	11,259	9,810	7,500	5,842	5,644
株主資本	47,429	68,042	58,603	53,097	31,331	23,649	32,989	18,319	16,576	9,787	9,657	9,663
総資産(10 億ドン)	300,404	1,140,081	977,682	1,268,549	333,203	400,686	293,112	309,968	191,293	175,881	126,533	127,238
株主資本／総資産	15.79%	5.97%	5.99%	4.19%	9.40%	5.90%	11.25%	5.91%	8.67%	5.56%	7.63%	7.59%
成長率												
資産	11.51%	4.11%	-5.56%	5.51%	6.16%	8.74%	5.53%	9.02%	1.03%	7.62%	1.94%	3.31%
貸付	3.64%	9.72%	11.52%	7.18%	11.21%	10.65%	8.87%	11.76%	15.16%	13.82%	16.31%	9.29%
預金	8.96%	13.22%	7.90%	12.16%	6.64%	11.25%	13.29%	10.94%	5.18%	14.06%	6.93%	10.17%
CASA	22.35%	13.50%	28.34%	17.01%	30.46%	14.47%	11.52%	15.36%	8.53%	21.57%	14.38%	15.01%
貸付／預金	89.49%	101.77%	79.27%	96.33%	87.24%	69.32%	131.44%	82.85%	94.92%	78.27%	98.14%	115.87%
資産質												
不良債権比率	2.04%	1.29%	1.15%	1.49%	1.29%	3.70%	4.07%	0.78%	1.43%	0.98%	1.17%	2.33%
VAMC へ売却した 不良債権を含む不 良債権比率	2.04%	1.29%	1.15%	2.51%	1.29%	17.51%	5.39%	0.78%	2.08%	1.72%	1.73%	3.14%
貸倒引当金／総負 債残高	1.51%	1.44%	1.62%	1.26%	1.37%	1.27%	1.79%	1.02%	1.14%	1.11%	1.15%	1.24%
貸倒引当金／総不 良債権	74%	111%	141%	85%	106%	34%	44%	131%	80%	113%	99%	53%
末金利／総貸付	2.80%	1.69%	1.08%	1.24%	1.41%	9.64%	2.00%	1.07%	2.59%	3.31%	1.56%	1.36%
経営効果												
利息収入(%)	58.33%	83.29%	67.75%	79.41%	75.20%	68.90%	83.98%	74.69%	79.62%	107.55%	75.37%	83.56%
貸倒引当金前純収 益(10 億ドン)	6,240	10,218	11,252	15,044	5,488	1,510	9,822	3,596	2,558	814	1,396	1,385
前年同期比	22.04%	5.81%	36.27%	50.08%	42.69%	128.10%	35.31%	61.33%	94.52%	-36.21%	97.45%	128.93%
貸倒引当金費用(10 億ドン)	(1,044)	(4,952)	(3,235)	(10,007)	(1,659)	(514)	(5,446)	(445)	(495)	(148)	(372)	(235)
前年同期比 (%)	16.73%	48.46%	28.75%	66.52%	30.23%	34.04%	55.45%	12.37%	19.35%	18.18%	26.65%	16.97%
税引後利益(10 億 ドン)	4,150	4,237	6,431	3,942	3,040	768	3,501	2,462	1,495	546	819	921

2018 年 8 月 24 日

BSC

TCBーテクコムバンク

前年同期比 (%)	90.02%	8.53%	52.32%	45.14%	54.79%	65.52%	34.34%	151.22%	141.52%	-22.77%	112.18%	200.98%
NIM (TTM)	3.79%	2.66%	2.54%	2.98%	4.41%	2.09%	9.00%	3.39%	4.22%	3.50%	3.39%	3.48%
CIR (TTM)	27.94%	41.06%	41.35%	31.69%	39.28%	-29.94%	32.31%	44.74%	45.19%	62.28%	47.26%	48.70%
ROA (TTM)	3.13%	0.70%	1.15%	0.61%	1.44%	0.39%	2.65%	1.24%	1.41%	0.93%	1.07%	1.38%
ROE (TTM)	25.60%	11.94%	20.26%	14.52%	15.06%	6.33%	24.06%	21.51%	18.16%	15.92%	17.38%	19.06%
EPS (VND/株) (TTM)	2,563*	2,085	3,140	2,378	2,102	819	3,069	3,320	2,797	1,701	2,215	3,197
簿価(VND/株)	13,564*	18,191	16,261	14,628	16,384	12,544	21,006	16,270	15,886	12,878	14,374	17,120

ソース: BSC research

2018 年 8 月 24 日

BSC

TCBーテクコムバンク

付録 2:企業財務の概要

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半期
規模					
資本金(10 億ドン)	8,878	8,878	8,878	11,655	11,655
株主資本	14,986	16,458	19,586	26,931	47,429
総資産(10 億ドン)	175,902	191,994	235,363	269,392	300,404
株主資本／総資産	8.52%	8.57%	8.32%	10.00%	15.79%
成長率					
資産	10.70%	9.15%	22.59%	14.46%	11.51%
貸付	14.28%	39.69%	27.13%	12.78%	3.64%
預金	9.76%	8.01%	21.94%	-1.43%	8.96%
CASA	15.11%	18.83%	20.66%	22.36%	22.35%
貸付／預金	61%	70%	71.77%	76.62%	89.49%
資産質					
不良債権比率	2.38%	1.66%	1.58%	1.61%	2.04%
VAMC へ売却した不良債権を含む不良	5.35%	3.99%	2.64%	1.61%	2.04%
貸倒引当金／総負債残高	1.20%	1.04%	1.05%	1.17%	1.51%
貸倒引当金／総不良債権	50%	63%	67%	73%	74%
末金利／総貸付	4.16%	2.72%	2.80%	2.41%	2.80%
経営効果					
利息収入(%)	83.79%	77.20%	68.31%	54.64%	58.33%
貸倒引当金前純収益(10 億ドン)	3,698	5,665	7,658	11,646	6,240
前年同期比	61.34%	53.18%	35.17%	52.08%	22.04%
貸倒引当金費用(10 億ドン)	(2,281)	(3,628)	(3,661)	(3,609)	(1,044)
前年同期比 (%)	61.68%	64.04%	47.81%	30.99%	16.73%
税引後利益(10 億ドン)	1,082	1,529	3,149	6,446	4,150
前年同期比 (%)	64.15%	41.35%	105.92%	104.70%	90.02%
NIM (TTM)	3.6%	3.8%	4.06%	3.9%	3.79%
CIR (TTM)	47.22%	35.29%	35.75%	28.75%	27.94%
ROA (TTM)	0.65%	0.83%	1.47%	2.55%	3.13%
ROE (TTM)	7.49%	9.73%	17.47%	27.71%	25.60%

ソース: BSC research

2018年8月24日

TCBーテクコムバンク

BSC

付録3.業績予測

業績予測					バランスシート				
	2017年	2018年	2019年	2020年		2017年	2018年	2019年	2020年
利息収入	8,930	10,959	13,079	14,411	A. 総資産	269,392	325,755	351,643	386,709
サービス活動から利息	3,812	2,947	3,202	3,555	I. 現金、金、宝石	2,344	3,004	3,025	3,076
外貨・金 営業利益／損失	279	330	358	399	II. ベトナム国営銀行での預金	4,279	5,065	5,495	6,132
証券売買 利益／損失	397	198	198	198	III. 他の信用機関への預金・貸付	30,156	30,156	30,156	30,156
投資証券売買 利益／損失	856	1,536	1,606	1,764	IV. 経営証券	6,758	6,758	6,758	6,758
他の 営業利益／損失	1,715	1,089	1,589	1,745	V. デリバティブ金融商品及びその他の金融資産	36	0	0	0
出資・株式購入による収入	356	895	0	0	VI. 貸付	158,964	181,514	199,666	219,632
活動総収入	16,344	17,954	20,032	22,073	VII. 投資証券	51,542	83,850	87,505	98,154
活動費用	(4,698)	(5,446)	(6,160)	(6,968)	VIII. 長期投資・出資	10	10	10	10
貸倒引当金費用 前営業活動による純利益	11,646	12,508	13,873	15,105	IX. 固定資産	1,511	1,511	4,511	7,511
貸倒引当金費用	(3,609)	(2,364)	(2,965)	(3,004)	X. 投資不動産	1,238	1,198	1,157	1,117
税引前利益の合計	8,036	10,144	10,908	12,100	XI. 他の資産	12,542	12,690	13,360	14,163
税引後利益	6,446	8,115	8,726	9,680	B. 買掛金及び株主資本	269,392	325,755	351,643	386,709
					買掛金の合計	242,462	273,833	291,037	316,472
					I. 政府とベトナム国家銀行による債務	1,000	1,000	1,000	1,000
					II. 他の金融機関からの預金及び貸出	46,324	46,324	46,324	46,324
					III. 顧客の預金	170,971	202,342	219,547	244,981
					IV. デリバティブ金融商品及びその他の金融負債	0	0	0	0
比率									
不良債権比率	1.61%	1.87%	1.87%	1.87%					
LDR（貸付金残高／資金調達勘定残高）	76.62%	78.00%	80.00%	80.00%					

2018 年 8 月 24 日

TCBーテクコムバンク

BSC

貸倒引当金前 収益成長率	52.08%	7.41%	10.91%	8.88%	v. 政府及び他の信用機関による投資 委託及び支援資本	0	0	0	0
税引後利益の 成長率	104.70%	25.90%	7.53%	10.93%	VI. 価格がある書類 発行	17,640	17,640	17,640	17,640
NIM	3.72%	3.83%	4.01%	4.07%	VII. 他の債務	6,527	6,527	6,527	6,527
CIR	28.75%	30.33%	30.75%	31.57%	VIII. 株主資本	26,931	51,922	60,605	70,237
ROA	2.55%	2.73%	2.58%	2.62%	IX. 少数株主持分	0	0	0	0
ROE	27.71%	20.58%	15.51%	14.80%					

ソース: BSC research

TCBーテコムバンク 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。

ハノイ本社

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi – Hoan Kiem – Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

ホーチミン支店

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook:
www.facebook.com/BIDVSecurities

