

## 企業アップデート

# GMD – 総合フォワーディング株式会社

2018年10月5日

# BSC

## 港湾事業からの成長潜在

### 推奨

Nguyễn Hoàng Vy Thảo (PTCB)

[thaonhv@bsc.com.vn](mailto:thaonhv@bsc.com.vn)

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

[hienmtm@bsc.com.vn](mailto:hienmtm@bsc.com.vn)

目標価格	36,838
終値	28,350
Upside	30%

Lê Quốc Trung (PTKT)

[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

目標価格	30,500
損切り値	26,000

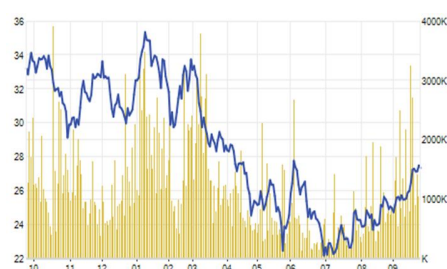
### 市場データ

発行済株式数 (100万株)	296.9
時価総額(10億ドン)	8,225
過去52週間の最高値	35,348
過去10日の売買高 (株)	1,048
外国人投資家保有率	48.47%

### 大口株主 (%)

Lê Thúy Hường	29.55%
VI Fund II, L.P	7.3%
ReCollection Pte.Ltd	6.11%

### 株価の推移 (1年間)



### 企業アップデート

運営の 25 年を過ぎて、GMD は港湾運営、ロジスティクス、輸送、貨物船管理の分野における大手な企業である。また、GMD はベトナムで唯一のロジスティクスでのバリューチェーンを所有している会社である。

その他のレポート: [link](#)

同比 586%増の 1 兆 7,900 億ドンとなり、年間計画の 84%を達成した。中に、税引前利益の 86%(1 兆 5,200 億ドン)は子会社の売却から由来した。

### 買い

### 価格算定

BSC は DCF、EV/EBITDA の2つの算定方法で、GMD の投資評価を 2018 年理論価格の 36,838VND/株(2018 年 10 月 5 日の終値 28,350VND より 30%増)で、「買い」と推奨しております。現在、GMD の P/E 及び P/B はそれぞれ 4.21x、1.25xである。

### 業績予測

子会社の売却よりの収入 1 兆 5,200 億 VND のおかげで、GMD の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 35%減の 2 兆 5,900 億 VND、同比 269%増の 1 兆 8,760 億 VND となり、2018 年予想 EPS は前年同期比 201%増の 5,908 となると予測されている。異常な収入を除いた場合は、税引後利益が前年同期比 11%減の 5,210 億ドンとなり、予想 EPS が同比 36%減の 1,248 ドン/株となり、予想 P/E が 22.72xとなる。

### 事業傾向

(1) 2018 年第 3 四半期に、GMD が外国人投資家の保有率を 49% に引き上げると、外国人投資家購入可能株数は 1,400 万株 (6%相当)である。

(2) 港湾サービス価格帯調整に関する通達草案:

- 第 1 エリア(北部): 2 つのオプションがある。(1) Lach Huyen 地域での港湾の荷役料がそのまま維持されるが、その他の港湾の荷役料は 10%に引き上げる。(2) 2019 年~2021 年に、毎年、サービス料が 10%増となる。
- 第 2 エリア(中部): 荷役料が平均に 11%増となる。
- 第 3 エリア(南部): Cai Mep-Thi Vai 地域では、輸入出コンテナの荷役料が 0%~6%増となり、経由するコンテナ(サイズ 20 - 40 ft)の荷役料が 15%~19%減となる。

### 投資リスク

(1) Lach Huyen 国際港湾が稼動してから、供給過剰になり、ハイフオン港での GMD の取扱量が影響される。

(2) 2018 年上半年に、ゴム事業(資産の 16%を占め)の赤字は 950 億ドンとなった。その問題はまだ解決されていない。現在、GMD はこの事業を脱出するように、パートナーを探している。

### 企業アップデート

2018 年上半年の業績。GMD の売上高は前年同期比 31%減の 1 兆 2,990 億ドンとなり、年間計画の 54%を達成した。税引前利益は

ロジスティクス会社の売上高を連結しなかったから、2018年上半期の売上総利益率は2017年上半期の25%から37%に上がった。BLNG 6T2018 tăng lên 37% (từ mức 25% H1/2017) do không còn hợp nhất DT công ty logistics (vốn có BLN thấp).

(1) 港湾運営事業(総売上高の79%):2018年上半期、取扱量が15%増の913,000 TEUsとなったことで、売上高は前年同期比24%増の1兆230億ドンとなった。外業界の案件を脱出してから、GMDは利益率を引き上げるように、港湾運営を集中する。

- Nam Dinh Vu 港第1段階の稼働(2018年第2四半期から)はハイフォン港でのGMDの取扱能力を500,000 TEUs引き上げた。設備投資額が7,500万米ドルとなった。第2段階は2018年第3四半期に開始し、2020年第1四半期に完成する予定がある、設備投資額が7,500万米ドルと見込みだ。BSCの評価によると、Nam Dinh Vu 港第1段階の取扱能力が100%となることで、GMDは2019年~2020年に堅実に成長するだろう。
- GMDはGemalink – Cai Mep 港第1段階の案件に対するため大手銀行4行の貸付承認を待機している。2018年10月に貸付を実施し、2018年第4四半期に展開する予定がある。

(2) ロジスティクス事業(売上高の21%):ロジスティクス会社の売上高を連結しなかったため、2018年上半期の売上高は前年同期比74%減の2,740億ドンとなった。顧客数の多い、テクノロジー、経験によると、GMDのロジスティクス事業はCJ企業との取引から恩恵を受けるだろう。

## 企業アップデート

2018年上半期の業績。税引前利益が586%増となった。主には、譲渡よりの異常な利益を計上したから。

2018年上半期、GMDの売上高は前年同期比31%減の1兆2,990億ドンとなり、年間計画の54%を達成した。税引前利益は同比586%増の1兆7,900億ドンとなり、年間計画の84%を達成した。中に、税引前利益の86%(1兆5,200億ドン)はGMD Shipping、GMD Logistics及びHoa Sen 国際港湾 – GMDの売却から来た。

異常な収入を除いたら、GMDのコア事業からの税引前利益が前年同期比4%増の2,720億ドンとなった。純利益率が2017年上半期の12%から21%に上がった(図1)。

ロジスティクス会社の売上高を連結しなかったから、売上総利益率が2017年上半期の25%から37%に上がった。具体的には、

- (1) 港湾運営事業よりの売上総利益率は安定に42%レベルを維持した。
- (2) ロジスティクス事業よりの売上総利益率は2017年上半期の13%から20%に上がった。

2018年10月5日

表 1: 2018 年上半期の業績

10 億ドン	2017 年 上半期	2018 年 上半期	前年同期比	2018 年価 格	達成 (%)
売上高	1,868	1,299	-31%	2,405	54%
港湾運営事業	826	1,023	24%	2,183	47%
ロジスティクス事業	1,041	274	-74%	222	123%
売上総利益	468	485	4%		
港湾運営事業	337	427	27%		
ロジスティクス事業	131	55	-58%		
管理・販売費用	(182)	(229)	26%		
販売費用	(37)	(79)	114%		
管理費用	(145)	(150)	4%		
財務収入	36	1,546	4,194%		
財務費用	(86)	24	128%		
税引前利益	261	1,790	586%	2,130	84%
コア事業より	261	270	4%		
資金回収より	-	1,520	100%		
税引後利益	231	1,554	573%		
少数株主持分	193	1,529	692%		

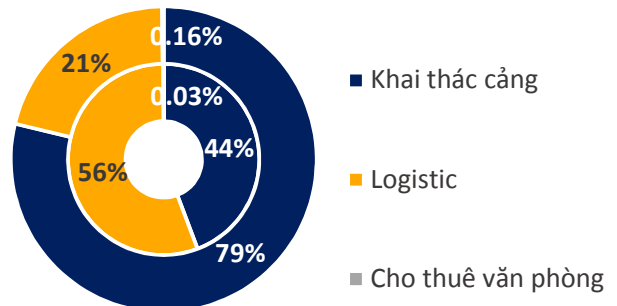
ソース: GMD, BSC Research

(1) 港湾システムの開発のおかげで、港湾運営事業は引き続き成長している。

2018 年上半期に、港湾運営事業よりの売上高は前年同期比 24%増の 1 兆 230 億ドンとなり、全体の 79%を占めた。売上総利益は同比 27%増の 4,270 億ドンとなり、全体の 88%を占めた(図 2)。取扱量が 15%増の 913,000 TEUs となったことで、2018 年上半期の業績が好調だった。

- Nam Hai ICD 港と Phuoc Long PIP&Binh Duong 港の 2018 年上半期の取扱量はそれぞれ前年同期比 28%増の 115,100 TEUs、同比 16%増の 327,000 TEUs となった。
- Nam Dinh Vu 港第 1 段階の稼働(2018 年第 2 四半期から)はハイフォン港での GMD の取扱能力を 500,000 TEUs に引き上げた。Nam Dinh Vu 港第 2 段階は 2018 年第 3 四半期に開始し、2020

図 2: 2018年上半期の売上高の構成



ソース: GMD, BSC Research  
外: H1/2017, 内: H1/2018

2018年10月5日

年第1四半期に完成する予定がある、設備投資額が7,500万米ドルと見込みだ。ハイフォン港での取扱能力超過について問題を解決するように、GMDがNam Dinh Vu港により投資した。現在、Nam Hai港とNam Hai Dinh Vu港はそれぞれ取扱能力の120~170%、取扱能力の122%で稼働している。BSCの分析によると、2018年、Nam Dinh Vu港の売上高は5,221億ドンとなり、取扱能力は416,000TEUsとなり、荷役量はまだ維持される。しかし、土砂が多い位置のため、土砂撤去費用が高いだろう。

- Nam Dinh Vu港の位置が便利である。(1)河口に建設されたから、寄港が安易になる、燃料と時間を節約できる。(2)多くの工業団地が近くて、荷物量が多い。(3)水位が深いし、埠頭がハイフォン地域で最も長いから、積載量4万DWT級船舶が寄航できる。
- Gemalink港はCai Mep – Thi Vai湾団で最大深水港であり、資金総額が3兆4,500万米ドルとなった。GMD及びCMA – CGMの保有率はそれぞれ75%、25%である。GMDの投資金の39%が株主資本、61%が負債から来た。中に、GMDは大手銀行4行からの貸付承認を待機して、2018年10月に貸付を実施し、2018年第4四半期に展開する予定がある。第1段階が稼働すると、取扱量を150万TEUsに引き上げるだろう。

Gemalink港はCai Mepで競争優位がある。(1)河口である便利な位置と共に水位が深いから、大型貨物船が寄航できる。(2)母船(積載量:25万DWT以上)と瀬取り船は同時に寄航できる。(3)Cai Mep – Thi Vai地域は将来に、東南アジアの物流センターになる。(4)GMDはICD Phuoc Long & Binh Duong浅水港システム、倉庫・配付システムがある。

GMDはGemalink港に再投資することにした。理由では、(1)Gemalink港は2019年にCai Mep – Thi Vai港の取扱能力超過の問題を解決する。Cai Mep – Thi Vai港の2017年の実利用効率が87%に達した。(2)合併企業であるCMA – CGMは80万~100万TEUを供給することを約束した。これは第1段階の設計上の最大生産能力の60~80%に相当する。

## (2) ロジスティクス事業:売上高は子会社の売却により減少した。

2018年上半期に、ロジスティクス事業よりの売上高は前年同期比74%減の2,740億ドンとなり、全体の21%を占めた。売上総利益は同比58%減の550億ドンとなり、全体の11%を占めた(図2)。これはGMDが子会社を売却したから。

CJと緊密に取引することによると、GMDのロジスティクス事業がより成長するだろう。理由では:

- 顧客の数が多く、全世界のサービスネットワークがある。
- 先端的なテクノロジーのおかげで、完全で一貫物流サービス体制を展開できる。
- ロジスティクス分野におけるCJの豊富な経験のおかげで、GMDは航空輸送効率を向上して、国際物流サービスを実行する。

資金回収よりの財務収入は業績を伸ばした。

2018年10月5日

表 2: GMD の港湾の情報

港湾	位置	保有率 %	状態	取扱能力 (TEU/năm)	取扱量 2017 (TEU)	積載量 (DWT)
Nam Hải	Hải Phòng	100%	稼働している	150,000	165,800	10,000
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	85%	稼働している	500,000	643,500	30,000
Nam Đình Vũ	Hải Phòng	60%	稼働している。第2段階を建設している	600,000	-	40,000
Nam Hải ICD	Hải Phòng	100%	稼働している	200,000	-	N/A
Dung Quất	Quảng Ngãi	82%	稼働している	150,000 & 2tr tấn hàng rời	-	70,000
Phước Long PIP & Bình Dương	Bà Rịa VT	100%	稼働している	650,000	636,000	N/A
Gemalink – Cái Mép	Bà Rịa VT	75%	稼働している	2,400,000	-	200,000

ソース: GMD, BSC Research

2018年第1四半期に、Gemadept Logistics の51%及び Gemdept Shipping の49%を CJ へ譲渡してから、GMD は引き続き Hoa sen 国際港湾—GMD & 物流株式会社における資本金の51%を譲渡して、財務収入の1,150億ドンを取得した。2018年第2四半期、GMD の財務総収入は前年同期比4,194%増の1兆5,460億となり、税引前利益の86%を占めた。

表 3: 2018 年上半期の資金回収

会社	保有率 (%) (31/12/2017)	Tỷ lệ chuyển nhượng (%)	目的
Gemadept Logistics 有限会社	100%	51%	コア事業を集中して発展するため
Gemadept Shipping 有限会社	100%	49%	
ホアセン国際港湾と物流株式会社	51%	51%	Gemalink 港に集中するため

ソース: GMD, BSC Research

全国での港湾サービス料を7.4%~13%を引き上げることに関する通達草案。現在、交通運輸省は港湾サービス料の値上がり調整について通達を作成している。2019年1月1日から実施される。主には各地域における国内と国際のコンテナの荷役料の調整である。明細は以下の通りでございます。

第1エリア: 荷役料は地位や計画によって8.5%~16%と平均引き上げる。

(1) 国内のコンテナ(サイズ:20~40 ft)の上限価格を6~10%に、下限価格を-18~-10%に引き下げる予定。そのうち、コンテナ(サイズ:40 ft 以上)の上限価格及び下限価格を16%に引き上げる。輸出入貨物が下流と Lach Huyen にシフトする傾向があること及び値下がりのために売上総利益率が減少することにより、Cam 川の上流にある企業は困難になるだろう。

2018年10月5日

(2) コンテナの荷役料の調整について、2つのオプションがある。(1)Lach Huyen 地域での港湾の荷役料がそのまま維持されるが、その他の港湾の荷役料は 10%増となる。(2)2019 年～2021 年に、毎年、荷役料が段々に引き上げる。

現在、ベトナム各港湾での荷役料は地域より約 40%低い。そのため、今回の値上がりは下流での企業の利益率を改善する。しかし、Lach Huyen と下流での港湾間の価格差が縮小され、競争が激しくなる。

次の1～2年に、この情報は短期的に市場をサポートする。しかし、長期的に、激しい競争のせいで、貨物が Lach Huyen 港に集中して、下流地域に港湾の取扱量が減少するだろう。

好影響を受ける企業は VSC (VIP Green 港)、GMD、DVP、HAH、PHP である。

**第2エリア:荷役料が2つのオプションの両方に対し10%と平均引き上げる予定。**

(1) **国内:**コンテナ(サイズ:20～40 ft)の荷役料の最高価格と最低価格は4%と平均引き上げる。

**国際:**すべてのコンテナ(サイズ:20～40 ft)の荷役料は14%と平均引き上げる。

(1) 値上がりによると、Thanh Hoa から Binh Thuan までに設置している港湾は好影響を受ける。中に、Da Nang 港は中部の物流センターであるから、最も恩恵を受けるだろう。

好影響を受ける企業は CDN、CNH、NAP、Quy Nhon 港(OTC)、GMD (Dung Quat 港)である。

**第3エリア:平均荷役料が地位及び計画によって3%～13%増となる。**

(1) **国内:**コンテナ(サイズ:20～40 ft)の荷役料の最高価格と最低価格は平均に8%増となる。

(2) **国際:**

- Cai Mep – Thi Vai 地域:輸入出コンテナの荷役料が0%～6%増となり、積み替えコンテナの荷役料が15%～19%減となる。
- メコンデルタ: 輸入出コンテナと積み替えコンテナの荷役料はそれぞれ Cai Mep – Thi Vai 地域の75%、55%と相当である。
- その他の地域:輸入出コンテナの荷役料が12%増となり、積み替えコンテナの荷役料が18%増となる。

ホーチミンから Ca Mau までの港湾は好影響を受ける。中に、ホーチミンでの Phuoc Hiep、Cat Lai 港の取扱量が安定して、設計上の最大生産能力を上回っているから、最も恩恵を受けるだろう。

ところが、Cai Mep – Thi Vai 港における経由するコンテナの荷役料が15%減となったら、SP – PSA 港、SITV 港、TCIT-TCCT 港、CMIT 港、TCOT 港、SSIT 港 及び Gemalink 港が影響されるだろう。

う。しかし、これらの港は東南アジアの物流センターになる予定がある。そのため、BSC はこれらの状態を観察している。

好影響を受ける企業は SGP、CLL、CAG、TCL、CCT、PDN と GMD (Phuoc Long ICD 港、Binh Duong 港)である。

GMD - 総合フォーディング株式会社  
2018年10月5日

BSC

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
売上高	1,008	980	1,054	689	597
売上総利益	272	271	262	205	280
財務収入	21	5	126	1,395	147
財務費用	(50)	(19)	(3)	(20)	53
借入利息	(52)	(21)	(27)	(23)	(30)
販売費用	(21)	(20)	(27)	(22)	(53)
管理費用	(77)	(83)	(130)	(78)	(80)
営業利益/損失	173	184	257	1,504	380
他の収入	(31)	(16)	(37)	3	(98)
税引前利益	143	167	220	1,507	281
税引後利益	122	145	205	1,279	275
少数株主持分	25	27	13	11	15
親会社株主利益	97	119	192	1,267	261
EPS					

2018年上半期の販売費用は Nam Dinh Vu 港第1段階の経営活動をサポートするように、前年同期比2倍増の790億 VND に達した。

2018年上半期の税引前利益は財務収入の1兆5,460億ドン(前年同期比4,190%増)を計上したことで、前年同期比586%増の1兆7,900億 VND となり、2018年計画の84%を達成した。

短期資産	2,162	2,374	2,158	1,629	1,380
現金及び現金相当	717	668	891	584	275
短期未収金	1,254	1,537	1,069	833	868
在庫	116	100	103	82	82
他の短期資産	75	69	94	131	155
長期資産	8,089	8,295	9,079	8,228	8,553
長期未収金	132	135	131	105	105
固定資産	2,748	2,759	3,224	3,035	3,436
進行中である長期資産	1,955	2,121	2,448	1,727	1,577
他の長期資産	978	959	956	840	772
総資産	10,251	10,669	11,237	9,856	9,933
買掛金	3,461	3,711	4,145	3,487	3,325
短期負債	2,191	2,259	2,584	1,594	1,495
短期借入	721	671	679	428	560
長期負債	1,269	1,452	1,561	1,892	1,830
長期借入	904	1,074	1,256	1,590	1,525
株主資本	6,791	6,958	7,092	6,370	6,608
出資資本	2,883	2,883	2,883	2,883	2,883
未処分利益	787	916	1,108	498	663
総資本	10,251	10,669	11,237	9,856	9,933

子会社を売却したから、短期未収金は前年同期比31%減の8,680億 VND となった。

Hoa Sen 港-GMDに残っている燃料と共に Gemadep Logistics からの部品を計上しなかったから、2018年上半期の在庫は30%減の820億 VND となった。

2018年上半期、GMDは財務投資引当金戻入益の1,000億を計上し、長期投資引当率を2017年上半期の53%から7%に引き下げた。

子会社の売却のため、短期負債は前年同期比22%減の5,600億 VND となった。

売上高の成長率 (%)	6%	8%	1%	-20%	-41%
-------------	----	----	----	------	------



# GMD - 総合フォワーディング株式会社

2018年10月5日

# BSC

売上総利益率	27%	28%	25%	30%	47%
借入費用/売上高	5%	2%	3%	3%	5%
販売費用/売上高	2%	2%	3%	3%	9%
管理費用/売上高	7.6%	8.5%	12.3%	11.3%	13.4%
純利益率	12.1%	14.8%	19.5%	185.5%	46.1%

ロジスティクス事業よりの売上高を連結しなかったから、2018年上半期の売上総利益率は顕著に改善されて、37%に達した。

1. 支払能力	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
流動比率	0.99	1.05	0.84	1.02	0.92
当座比率	0.90	0.98	0.76	0.89	0.76

流動比率は0.76に下がった。これは港湾の建設及び拡張のため、2018年上半期の現金及び現金相当が68%減の2,750億VNDとなったから。

2. 資本構成	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
短期資産/総資産	0.21	0.22	0.19	0.17	0.14
長期資産/総資産	0.79	0.78	0.81	0.83	0.86
負債比率/総資産	0.34	0.35	0.37	0.35	0.33
負債比率/株主資本	0.51	0.53	0.58	0.55	0.50
短期負債/総資産	0.21	0.21	0.23	0.16	0.15
長期負債/総資産	0.12	0.14	0.14	0.19	0.18

Nam Hai Dinh Vu 港や Gemalink 港など新港湾に多く投資しているから、2018年上半期の長期資産は総資産の86%を占めた。

3. 稼働能力	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
棚卸資産回転率	23.5	30	30	28	25
売掛金回転率	7.7	6	7	9	7
買掛金回転率	5.3	5	5	7	5
在庫日	15.6	12	12	13	14
売掛日	47.6	56	49	41	52
買掛日	69.2	75	77	52	70
現金回転率	(6.0)	(7)	(16)	2	(4)

2018年上半期、長期負債は前年同期比68%増の1兆5,250億ドンとなった。そのため、長期負債/株主資本は0.12から0.18に上がった。負債の増加は主に港湾の建設と拡張のためだ。

4. 利益性	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
税引後利益/売上高(%)	12.1%	14.8%	19.5%	185.5%	46.1%
税引後利益/株主資本	7.3%	7.7%	9.0%	28.4%	28.4%
税引後利益/総資産	4.6%	4.7%	5.4%	17.4%	18.5%
資産運用による収益/売上高	17.2%	18.8%	24.4%	218.3%	63.5%

債務収入の1兆5,460億ドンを計上したことで、2018年上半期の利益率は120%に達した。

5. DuPont モデル	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
総資産/株主資本	1.58	1.59	1.64	1.62	1.51
収入/総資産	0.39	0.37	0.37	0.37	0.32
EBIT/収入	0.17	0.18	0.20	0.58	0.69
EBT/EBIT	0.76	0.79	0.83	0.94	0.96
利鞘/税引前利益	0.90	0.89	0.90	0.86	0.88

6. 評価	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
PE	19.2	22.6	15.1	4.1	3.9
PB	1.9	2.1	1.1	1.3	1.2
EPS	2,116	1,946	1,762	6,316	6,382
簿価	20,924	21,315	22,005	19,825	20,600

BSCの予測によると、2018年予想PE及び予想P/Bはそれぞれ4.8x、1.28xとなり、業界の平均レベルの10.48x、1.39よりずっと低かった。

7. 成長率(前年同期比)	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
総資産	11%	13%	11%	-3%	-3%

GMD - 総合フォワーディング株式会社  
2018年10月5日

BSC

負債	22%	23%	20%	7%	-3%
売上高	6%	8%	1%	-20%	-41%
売上総利益	-10%	16%	2%	5%	3%

2018年10月5日

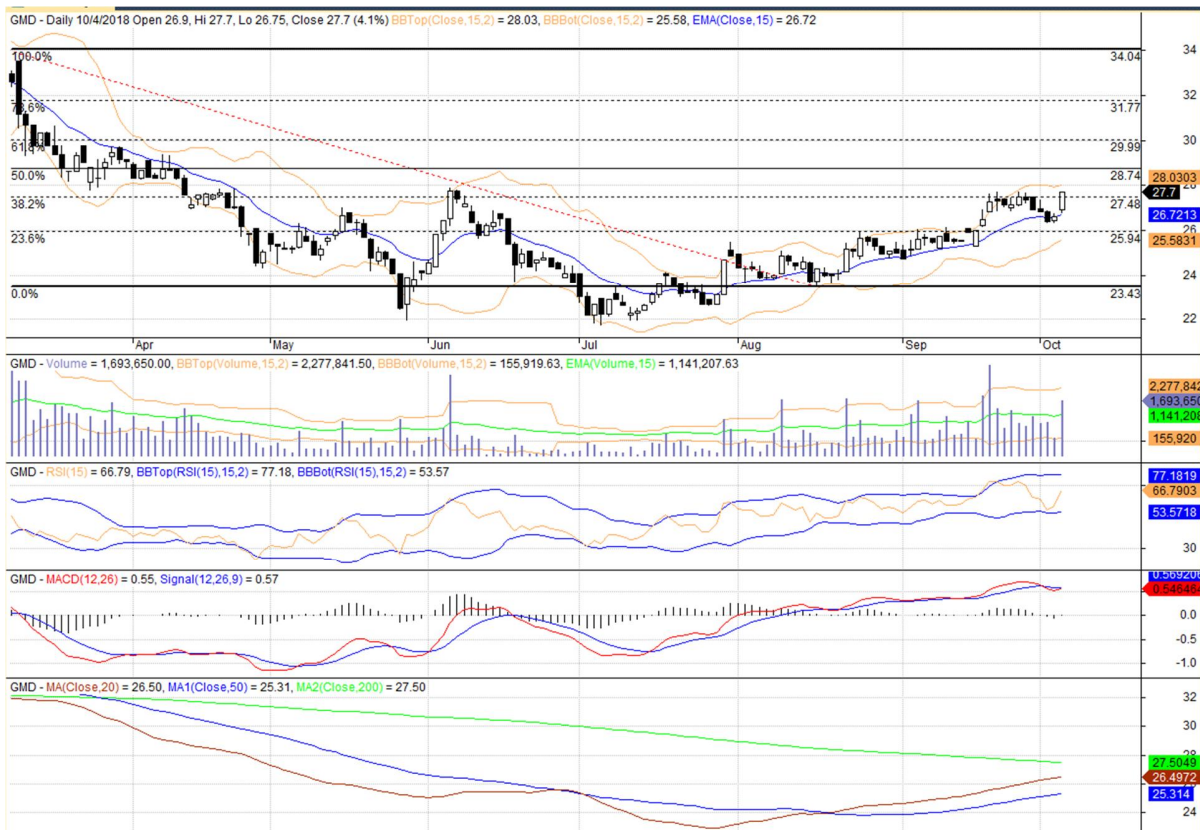
テクニクハイライト

- ・現在傾向:突破。
- ・MACD 指標:センター線に収束する。MACD 線はシングル線を上回る傾向がある。
- ・RSI 指標:ボリンジャー線の下から回復して、買われ過ぎゾーンに近づいている。
- ・MA 線:MA20 線及び MA50 線が MA200 線に近づいている。

**評価:**GMD 株は底値 26.6 から急増している。現在、本日の売買高が大幅に増加した。MACD 指標は価格線と分岐して、シングル線を上回る傾向を示した。RSI 指標は回復している。これは、RSI 指標が買われ過ぎゾーン或いはボリンジャー線にまだ接近しないものの、上昇力が維持していると示した。3 つの MA 線の傾向は、MA20 線が MA200 線を上回る時に、株価が引き続き上昇する可能性があるとする。

**推奨:**売買高は減少兆しがあれば、買値は 27.5、利益確定売値は 30.5 である。売買高が引き続き増加すれば、利益確定売値は 32 であるだろう。GMD がサポート線 26 を下回ったら、投資家が損切り売るべきだ。

テクニクチャート:



### 利用規約

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

### BSC 本社

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

### ホーチミン支店

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>