

企業アップデート

VCB - ベトナム銀行

BSC

2019年11月20日

推奨

買い

Vương Chí Tâm (業界分析)

tamvc@bsc.com.vn

目標価格	97,000 - 121,000
終値	85,700
Upside	13% - 41%

Nguyễn Tiến Đức (テクニク分析)

ducnt@bsc.com.vn

目標価格	129,000
損切値	76,500

市場データ

発行済株式数(100万株)	3,709
時価総額(10億ドン)	294,856
過去52週間の最高値(VND)	81,900
過去10日の平均売買高(株)	433,794
外国人投資家保有率	0%

大口株主(%)

ベトナム国家銀行	55.4%
Mizuho Bank	15%
GIC Private	2.6%
FPT	1.2%
FPT 通信社	0.6%

価格の推移



企業概要: VCBの規模と資産質は銀行業界でトップとなっている。

保険商品販売事業から期待

評価

BSCは2020年にVCB株の理論株価を9万7,000VND~12万1,000VND/株と評価し、VCBの投資評価を「買い」と推奨しております。この予測は(1)高い利益性と良い資産質、(2)大規模と多くの事業が将来に成長すると期待されていること、(3)保険商品販売事業は今後VCBの利益を増加させることから由来した。

業績予測

BSCはVCBの総営業収益(TOI)と税引前利益予測成長率をそれぞれ-0.7%減、+5%増を修正しております。

事業傾向

- (1) 戦略パートナーであるGICへ株式を売却する。
- (2) FWDと保険商品販売契約書を2020年に署名することができます。
- (3) 産業及び地域と比較して顕著な成長。

投資リスク

- (1) 株価は高く評価されております。しかし、この評価は今後VCBの見通しに適しているだろう。

投資観点

2019年9ヶ月におけるVCBの総営業収益(TOI)と税引後利益はそれぞれ、前年同期比22.6%増の35兆660億ドン、同51%増の17兆6,130億ドンだった。2019年9ヶ月の利息収入の伸び率は前年同期比27%増となった。利息収入の増加は(1)貸付成長率が年初比11.8%増となった、(2)NIMは

VCB – VCB – ベトナム銀行

BSC

3.2%であるということから由来した。非金利収入は前年同期比 11.7%増となった。

資産の質は良好である。不良債権比率は 1.08%である。規模見ると、VCB は不良債権比率が銀行業界に最低水準で留まっている銀行である。不良債権回収率(LLCR)は 185%であり、銀行システムで最高水準である。預貸率(LDR)と短期資本比率も低い水準で留まっている。CAR Basel II は 9.2%だった。

VCB は約 10 億ドルの契約額で独占代理店として FWD 保険社と業務委託契約を締結し、この事業を 2020 年に開始すると期待されています。

企業アップデート

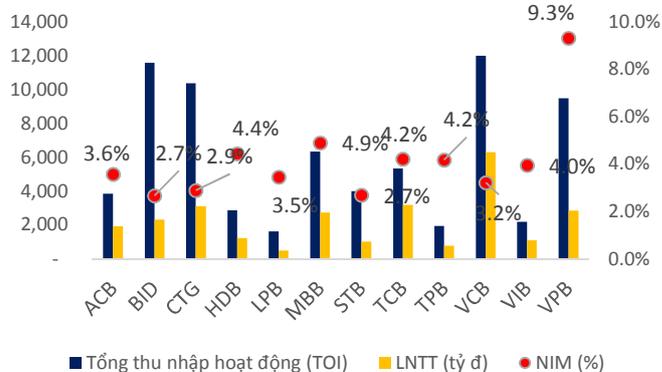
利息収入は前年同期比 27%増となり、向上されている。

- 貸付成長率は年初比 11.8%増となった。2019 年には、VCB は貸付成長率が 15%上昇すると期待しています。
- NIM は 3.2%である。
- 2019 年 10-12 月期には、VCB は貸付金利と預金金利をそれぞれ 0.5%、0.2%に引下げると見込んだ。

BSC は、VCB が年末の 2 ヶ月に貸付金利と預金金利をそれぞれ、-0.5%と -0.2%に引下げると仮定すると、利息収入と利益が僅かに減少するだろう。そのために、BSC は VCB の業績予定額を前予測比 0.8%減の 33 兆 9,470 億ドンに下方修正しております。

現在、VCB の小売業向け貸付比率は 51%であり、今後の 1~2 年間に 60%に引き上げる可能性がある。

上場銀行の業績



VCBの利息収入



規模と資産の質はトップを維持している。

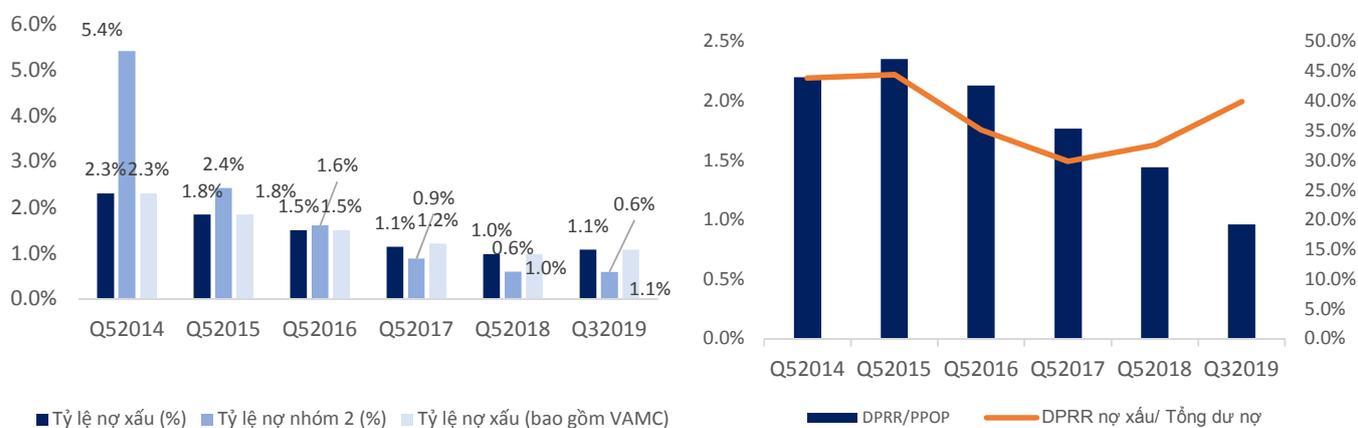
不良債権比率は 1.08%である。規模見ると、VCB は不良債権比率が銀行業界に最低水準で留まっている銀行である。

不良債権回収率(LLCR)は 185%であり、銀行システムで最高水準である。

預貸率(LDR)は 80.8%と低い水準で留まっている。

短期的な資本比率は 28%である。

CAR Basel II は 9.9%であり、新株発行により今後の 1–2 年間に増加すると見込み。



ソース: VCB の財務諸表, BSC Research

VCB は約 10 億ドルの契約額で独占代理店として FWD 保険社と業務委託契約を締結し、この事業を 2020 年に開始すると期待されています。

年	銀行名	パートナー	期間	契約額	Upfront fee
2017	TCB	Manulife	15 年間	10 兆	1 兆 5,000 万
2017	VPB	AIA	15 年間		
2018	SHB	Daiichi	15 年間	N/A	N/A
2020 年予定	VCB	FWD	N/A	25 兆	4 億ドル以上 (*)

ソース: BSC Research, (*) theo Bloomberg

予測と評価

	2018	2019	2020
TOI	39,288	45,587	55,905
PBT	14,658	18,936	24,149
NIM	2.8%	3.0%	3.0%
ROAA	1.4%	1.6%	1.8%
ROAE	25.1%	27.7%	30.1%
EPS	4,031	5,209	6,644
BVPS	17,589	19,972	24,246
P/E (x)	20.1	15.6	12.2
P/B (x)	4.6	4.1	3.3

買い
理論価格 97,000
VND – 121,000
VND
Upside 13% – 41%

ソース: BSC Research

付録 1: 銀行業の 2020 年見通し

事業
環境

安定

国内総生産(GDP)成長率は2019年に+7%で、2020年に+6.5%である。

米中貿易における緊張の高まりは、世界経済の成長率及びベトナムを含むこれらの2ヶ国の重要な輸入出パートナーの経済成長率が落ち込む可能性がある。

EVFTA, CPTPPなどの大手な協定はヨーロッパ市場へ輸出成長率をサポートする。

2019年9ヶ月の全国消費者物価指数(CPI)は前年同期比2.5%増となり、2019年と2020年に4%未満維持される。

2019年9ヶ月には、貸付成長率と預金成長率、貨幣供給量(M2)成長率はそれぞれ、年初比+9.4%増、同+10.1%増、同+8.6%増となった。BSCは2019年貸付成長率が12~13%であり、中央銀行の予想成長率(14%)より低いと予想しております。BSCは2020年貸付成長率が13~14%で維持すると期待しております。

銀行間金利と国債金利は低い水準で維持する。流動性は豊富だ。

為替レートが安定する。

資産
の質

向上

2019年9ヶ月における上場銀行の不良債権比率は1.6%であり、不良債権回収比率は79.1%である。2019年の不良債権比率は2%未満であると期待しております。2020年には、銀行は不良債権を引き続き処理し、健全なバランスシートを維持する。

多くの銀行は予定より早くバーゼルII標準を適用した。

VCB、ACBなどの多くの銀行は高い水準の貸倒引当金を繰り入れた。

直近の数年間には、貸付成長率の急増は長期的に資産質に影響するだろう。

各銀行は不動産業、建設業などのリスク性がある業界に対し貸付割合を低下し、長期的な資金調達を強化している。

自己資本比率(CAR)は年を経て改善されている。多くの銀行は予定より早くバーゼルII標準を適用した。

2019年11月20日

VCB – ベトナム銀行

BSC

NII は貸付の再構成のおかげで改善されている。

利益性

向上

非利息収入は各銀行の収入構成に大きな割合を占めている。

各銀行は費用の削減を強化し、業界全体の CIR を減少させる。

引当金の費用は資産質の改善のおかげで減少し、利益を増加させる

評価 低い

P/E = 8x, P/B = 1.5x sv P/E KV = 22x, P/B KV = 2x

ソース: BSC Research.

付録 2: 2019 年 9 ヶ月における VCB の業績

VCB	2019 年 9 ヶ月	2018 年 9 ヶ月	変動	評価	
利息収入	25,938	20,429	27.0%	VCB の利益は銀行業界でトップとなり、大きく成長している。利益の増加は(1)利息収入が前年同期比 27%増となり、そのうち、貸付成長率が年初比 11.8%増となり、NIM が +44 bps となった;(2) 非利息収入は前年同期比 11.7%増となる;(3) 経営活動費用が小幅に増加した;(4) 引当金費用があまり変動しなかったということから由来した。	
非利息収入	9,128	8,169	11.7%		
そのうち: サービス料による収入	3,423	2,628	30.3%		
総営業収益(ROI)	35,066	28,598	22.6%		
経営活動費用	(12,633)	(11,917)	6.0%		
引当金前利益	22,432	16,681	34.5%		
引当金費用	(4,819)	(4,998)	-3.6%		
税引前利益	17,613	11,683	50.8%		
普通預金の比率(CASA)	30.0%	29.7%	0.3%		資産の質は業界トップで維持している。
(%)貸付成長率(%)	11.8%	14.8%	-3.0%		

2019年11月20日

VCB – ベトナム銀行

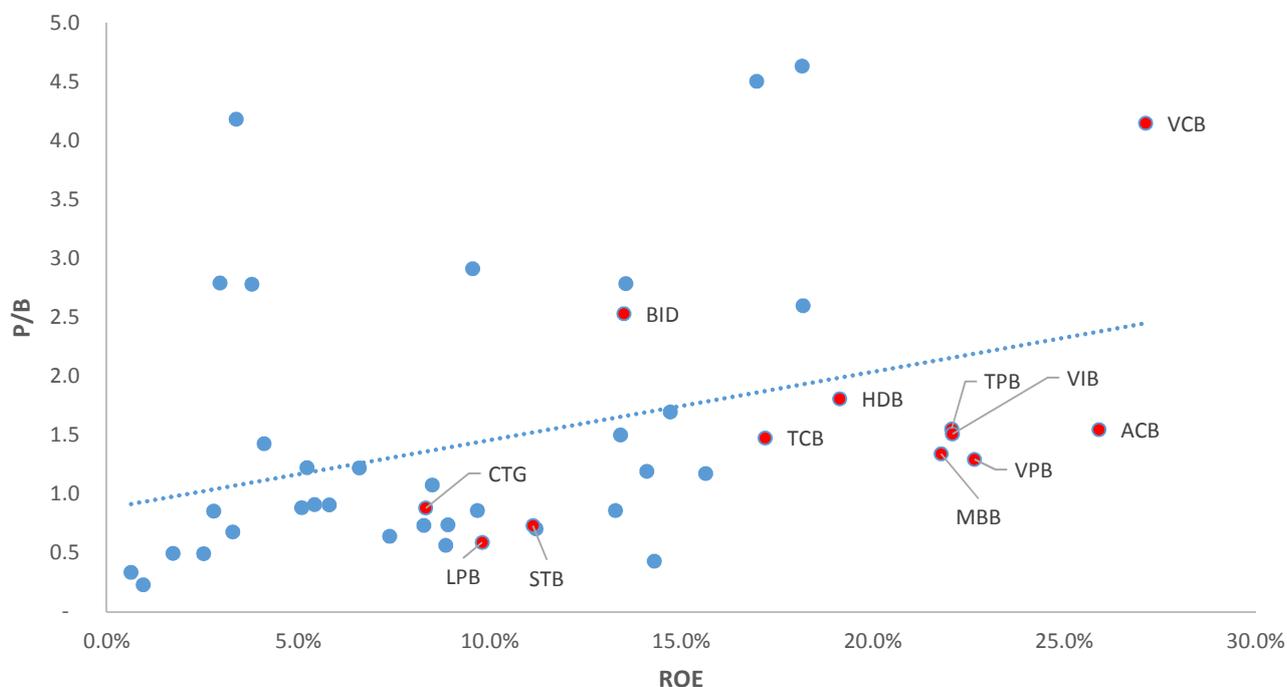
2グループ不良債権比率	0.6%	0.6%	-0.05%
不良債権比率	1.1%	1.2%	-0.11%
問題がある不良債権比率(%)	-0.3%	0.0%	-0.31%
不良債権回収率(LLCR)	185.2%	155.5%	29.7%
預貸率(LDR)	80.8%	83.8%	-3.0%
NIM	3.2%	2.8%	0.44%
CIR	36.0%	41.7%	-5.6%
ROAA	1.7%	1.2%	0.56%
ROAE	24.8%	19.1%	5.7%
CAR Basel I	10.0%	10.5%	-0.5%

BSC

自己資本比率(CAR)は安全な水準で維持している。
 今後の事業傾向: 経営事業の成長率は前年比 20%以上上昇する。
 VCB は約 10 億ドルの契約額で独占代理店として FWD 保険社と業務委託契約を締結し、この事業を 2020 年に開始すると期待されています

ソース: VCB BCTC, BSC Research.

付録 3: ベトナム銀行の評価



ソース: Bloomberg, BSC Research.

付録 4: 2019年7-9月期の上場企業の業績

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
規模												
資本金	16,627	34,187	37,234	9,810	8,881	21,605	18,852	34,966	8,566	37,089	9,245	25,300
株主資本	25,364	59,377	74,879	19,594	12,291	37,683	26,230	58,941	11,909	81,391	12,498	40,491
総資産	358,175	1,425,399	1,202,210	217,245	193,536	397,441	450,200	367,538	153,930	1,157,490	175,658	358,236

2019年11月20日

VCB – ベトナム銀行

BSC

株主資本/総資産	7.1%	4.2%	6.2%	9.0%	6.4%	9.5%	5.8%	16.0%	7.7%	7.0%	7.1%	11.3%
成長率												
% 資産	11.1%	9.1%	3.2%	11.6%	11.7%	14.1%	13.2%	12.4%	17.5%	11.8%	26.2%	14.7%
% 貸付	8.8%	8.6%	3.2%	0.5%	10.5%	9.7%	10.9%	14.5%	13.0%	7.8%	26.2%	10.8%
% 預金	11.1%	8.6%	3.9%	13.8%	13.0%	11.9%	13.2%	28.4%	20.4%	12.1%	28.2%	14.5%
% TOI	10.4%	9.6%	4.8%	-2.5%	6.4%	5.9%	14.3%	8.6%	12.4%	12.5%	34.0%	20.3%
%貸倒引当金前純利益	14.5%	6.6%	11.7%	35.7%	23.6%	32.2%	36.4%	15.6%	41.3%	27.4%	48.5%	25.0%
%税引前利益(PBT)	9.0%	21.9%	16.0%	64.0%	16.7%	43.2%	69.7%	7.3%	87.0%	43.9%	60.9%	41.8%
% 資産	19.3%	1.6%	34.0%	50.7%	49.2%	25.4%	223.4%	24.1%	33.1%	72.1%	92.1%	63.3%
資産質												
2 グループ不良債権	0.2%	2.5%	0.9%	1.6%	1.0%	1.5%	0.4%	0.9%	2.0%	0.6%	1.2%	5.1%
不良債権比率	0.7%	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%	1.8%	1.5%	1.1%	2.0%	3.5%
VAMC へ売却した不良債権を含む不良債権比率	0.7%	1.4%	2.5%	1.7%	1.7%	1.5%	2.0%	1.8%	1.5%	1.1%	2.1%	3.7%
問題がある不良債権	-0.2%	2.3%	1.5%	2.2%	1.5%	1.4%	1.0%	1.3%	2.3%	-0.3%	2.3%	7.1%
不良債権引当金/貸付金残高合計	1.1%	1.6%	1.8%	1.1%	1.2%	1.6%	1.4%	1.4%	1.2%	2.0%	1.0%	1.7%
不良債権回収率(LLCRs)	157.9%	78.2%	118.1%	73.3%	80.6%	102.7%	70.5%	77.1%	80.1%	185.2%	49.9%	49.6%
不良債権引当金/2~5 グループ不良債権	117.1%	35.4%	75.8%	35.9%	48.8%	52.5%	58.6%	51.1%	34.4%	119.4%	31.1%	20.2%
未収金の利益・手数料/貸付	1.2%	1.2%	0.8%	2.4%	3.1%	1.7%	7.1%	2.5%	1.5%	1.2%	1.3%	2.2%
流動性リスクと自己資本比率(CAR)												
預貸率(LDR)	81.4%	92.8%	91.5%	80.7%	81.0%	82.5%	71.2%	78.8%	72.9%	80.8%	84.2%	95.2%
流動資産/総資産	26.3%	23.1%	22.6%	32.2%	26.6%	34.6%	24.9%	39.4%	31.8%	37.5%	28.1%	24.1%
流動資産/預金	31.6%	30.4%	31.4%	55.9%	38.7%	54.1%	28.1%	66.2%	57.1%	48.2%	43.4%	41.9%
インターバンクから預金/預金総額	2.4%	3.4%	6.8%	15.9%	7.0%	12.2%	0.1%	17.2%	22.5%	4.1%	12.3%	2.4%
財務レバレッジ	14.1	24.0	16.1	11.1	15.7	10.5	17.2	6.2	12.9	14.2	14.1	8.8
経営効率												
総営業収益(TOI)	3,849	11,588	10,376	2,871	1,626	6,345	4,019	5,359	1,961	11,995	2,207	9,501
貸倒引当金前純収益(10億ドン)	2,005	8,075	6,623	1,587	644	4,053	1,667	3,564	1,233	7,812	1,294	6,379

2019年11月20日

VCB – ベトナム銀行

BSC

税引前利益(10億ドン)	1,939	2,319	3,121	1,238	519	2,741	1,030	3,199	784	6,309	1,095	2,856
利息収入／TOI 普通預金の比率(CASA)	78.5%	75.5%	80.3%	87.2%	94.3%	72.2%	72.8%	67.6%	73.5%	73.9%	73.3%	84.0%
平均総金利	8.9%	7.7%	7.4%	9.7%	9.6%	9.0%	9.2%	7.8%	9.3%	6.5%	9.7%	16.3%
平均預金金利	5.5%	5.4%	4.7%	5.1%	6.2%	4.1%	5.9%	3.6%	5.0%	3.4%	5.7%	6.7%
純金利	3.4%	2.3%	2.7%	4.6%	3.4%	4.9%	3.3%	4.2%	4.3%	3.1%	4.0%	9.6%
NIM	3.6%	2.7%	2.9%	4.4%	3.5%	4.9%	2.7%	4.2%	4.2%	3.2%	4.0%	9.3%
不良債権引当金／ 引当金前利益	3.3%	71.3%	52.9%	22.0%	19.3%	32.4%	38.2%	10.3%	36.4%	19.2%	15.4%	55.2%
CIR	49.3%	31.3%	35.3%	46.2%	57.8%	37.1%	61.6%	34.5%	41.9%	36.0%	41.5%	34.7%
ROAA	1.7%	0.6%	0.8%	1.7%	0.9%	2.2%	0.6%	2.8%	1.8%	1.7%	2.0%	2.3%
ROAE	25.6%	13.0%	12.8%	18.2%	15.5%	22.8%	10.1%	17.0%	22.8%	26.2%	26.8%	20.4%
RORWA	2.6%	0.6%	0.9%	1.9%	1.3%	1.9%	1.0%	1.8%	2.2%	2.3%	1.7%	2.6%
RARORAC	19.3%	11.9%	12.6%	17.3%	11.1%	19.3%	11.1%	15.4%	19.3%	20.1%	19.9%	17.6%
評価												
EPS (VND/株)	3,727	2,122	2,698	3,664	1,862	4,094	1,638	2,922	2,929	5,445	3,790	3,609
簿価(VND/株)	15,255	17,368	20,110	19,973	13,839	17,442	13,913	16,857	13,903	21,945	13,519	16,005
PER (x)	6.8	19.2	14.4	8.9	5.4	7.1	7.0	9.7	7.4	26.0	5.2	7.4
PBR (x)	1.6	2.5	1.1	1.6	0.6	1.6	0.7	1.5	1.7	4.1	1.3	1.4

ソース: BSC Research

2019年11月20日

VCB - ベトナムバンク

BSC

付録 5: VCB の業績予想

	2018	2019F	2020F		2018	2019F	2020F
利息収入	28,409	33,947	39,376	I. 規模			
サービス事業による純利益	3,401	4,157	5,085	支店数	123	128	133
外貨営業による純利益	2,266	2,720	3,264	社員	17,215	17,736	18,244
有価証券の投資による純利益	-	-	-	II. 資産質			
他の事業による純利益	3,234	4,608	7,995	1. 自己資本比率 (CAR)			
資本出資による純利益	1,727	-	-	CAR Basel II	10.5%	11.2%	12.0%
総営業収入	39,288	45,587	55,905	株主資本/総資産	6.0%	5.8%	6.2%
営業費用	(13,610)	(16,411)	(19,008)	財務レバレッジ	16.8	17.4	16.1
貸倒引当金前純収益 (10 億ドン)	25,679	29,176	36,897	2. 資産質			
貸倒引当金費用	(7,379)	(5,604)	(6,835)	2 グループ不良債権	0.6%	0.6%	0.6%
税引前利益	18,300	23,572	30,062	不良債権比率	1.0%	1.0%	1.0%
	(3,642)	(4,636)	(5,913)	VAMC へ売却した不良債権を含む不良債権比率	1.0%	1.0%	1.0%
法人税費用				問題がある不良債権	0.0%	-0.1%	-0.1%
税引後利益	14,658	18,936	24,149	不良債権回収率	165%	170%	175%
少数株主持分	(16)	(16)	(16)	不良債権引当金/2	103%	106%	109%
	14,642	18,919	24,133	~5 グループ不良債権			
親会社株主利益				3. 流動比率			
				預貸率(LDR)	72%	72%	73%
				流動資産/総資産	40%	41%	40%
				流動資産/預金	67%	71%	68%
				インターバンクから預金/預金総額	9%	8%	8%
				III. 利益性			
				% 信用	15%	15%	15%
				利息収入/TOI	72.3%	74.5%	70.4%

2019年11月20日

VCB – ベトナム銀行

BSC

貸付	622,358	715,667	823,789	普通預金(CASA)の比率	30.3%	31.7%	32.2%
有価証券の投資	149,296	92,119	109,787	平均総金利	5.4%	5.7%	5.7%
出資、長期投資	2,477	2,477	2,477	平均預金金利	3.0%	3.2%	3.3%
固定資産	6,528	6,436	6,341	純金利	2.4%	2.5%	2.4%
他の資産	17,500	16,067	18,070	NIM	2.8%	3.0%	3.0%
				貸倒引当金費用／引当金前利益	28.7%	19.2%	18.5%
買掛金と株主資本	1,072,983	1,259,202	1,420,155	CIR	34.6%	36.0%	34.0%
総買掛金	1,009,094	1,186,661	1,332,090	ROAA	1.4%	1.6%	1.8%
政府と中央銀行から借入額	90,685	90,685	90,685	ROAE	25.1%	27.7%	30.1%
他の金融機関の預金と貸付	76,524	84,176	92,593	RoRWA	2.4%	2.7%	3.1%
顧客の預金	802,223	890,252	1,017,463	RARORAC	23.5%	25.3%	26.6%
デリバティブと他の債務	-	-	-	IV. 評価			
有価証券	21,461	18,215	18,215	EPS (VND/株)	4,031	5,209	6,644
他の債務	18,175	19,132	20,514	BVPS (VND/株)	17,589	19,972	24,246
株主資本	63,889	72,541	88,065	V. 成長率			
資本金	35,978	35,978	35,978	% 総資産	3.6%	17.4%	12.8%
資本剰余金	-	-	-	% 貸付	16.3%	15.0%	15.1%
金庫株	-	-	-	% 預金	13.2%	11.0%	14.3%
他の資本	345	344	344	% 税引前利益	46.4%	13.6%	26.5%
未処分利益	20,029	23,521	35,408	親会社株主帰属利益	61.4%	28.8%	27.5%

ソース: BSC Research

テクニク分析

VCB – 上昇

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 上昇傾向
- MACD 指標: シグナル線の上にある。

2019年11月20日

VCB – ベトナム銀行

BSC

- RSI 指標: 買われ過ぎゾーンにある。
- MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

評価: VCB は長期的な上昇傾向を見せている。テクニク指標は長期的な上昇傾向をサポートしている。直近の数ヶ月に売買高が減少しているのは投資家が長期的に株式を保有している傾向を示した。BSC の評価によると、VCB は中期的に価格の 100 までに上昇する可能性がある。VCB は株価の 100 を超えれば、株価の 130 をテストする可能性がある。

推奨: 投資家は長期的に株式を保有するべきだ。VCB は株価の 82 までに下落する場合、追加購入することができます。損切り値は 76.5 の上下である。

VCB のテクニクチャート



ソース:iBoard のテクニク分析, BSC

2019年11月20日

VCB – ベトナムバンク

BSC

利用規約

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

BSC 本社

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

BSC ホーチミン 支店

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>

