

業界:水産業

**推奨** **観察** **ビンホアン株式会社 (HSX: VHC)**  
**困難な期間が終えた。**

現値:	36,700	レポート作成日:	2020年8月7日	株主構成	
前理論価格	33,800	流行中株数(100万)	182	Trương Thị Lệ Khanh	43.1%
前理論価格	39,000	時価総額(10億ドン)	6,677	Mitsubishi Corporation	6.5%
配当率	0%	過去6ヶ月平均売買高	519,232	ベトナム・ファンド・マネジメント (Viet	4.9%
<u>上昇率</u>	<u>6%</u>	外国人投資家保有率	32.39%	Fund Management=VFM)	1.9%
				Norges Bank	

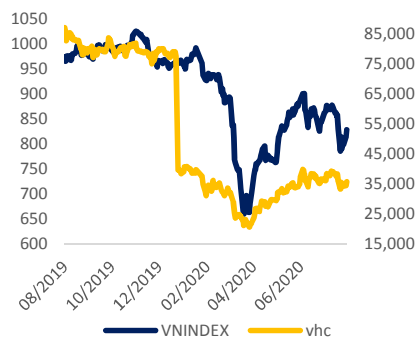
**業界分析:**

Nguyễn Thị Cẩm Tú  
(テクノロジー,水産,繊維・アパレル)  
tuntc@bsc.com.vn

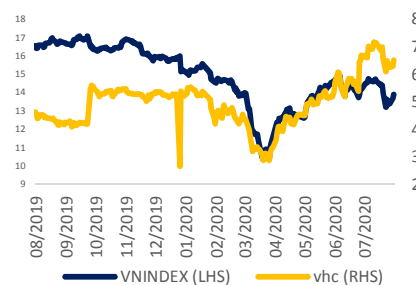
**テクニク分析:**

Nguyễn Tiến Đức  
ducnt@bsc.com.vn  
推奨価格: N/A  
損切り値: N/A

**株価の推移**



**P/E**



**評価**

- BSC は(1)2020年下半期の収益が前年同期比 28%増となる。(2)2021年の収益成長率は2020年の低平均成長率を基づくという仮定を基づくVHC株の理論株価を2020年8月17日の終値比6%増の3万9,000VND/株と評価し、投資評価を「観察」で維持しております。

**業績予測**

- 2020年には、BSCは売上高を前年比8.6%増の8兆5,440億ドン、税引後利益を同19.4%減の9,510億ドン、EPSを5,169VND/株、PEFWを7.1と予測しております。

**投資観点**

- 2020年下半期の業績は好調になると期待されています。
- コラーゲンとゼラチン生産ラインから由来するVHCの成長原動力はVHCの営業モデルがより持続的に発展するのを助けるだろう。

**リスク**

- 輸出市場では、新型コロナウイルス感染症が再流行する。
- コラーゲンとゼラチン生産ラインは新型コロナウイルス感染症の流行により延長される。
- 米国で反ダンピング税率を0%としたことを維持しない。

**企業アップデート**

- 2020年上半期の業績は大幅に落ち込んだ。落ち込みの原因は(1)前年同期の利益は高水準で留まった;(2)輸出状況は新型コロナウイルス感染症の流行により困難を直面しているということから由来した。収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比14.3%減の3兆2,660億ドン、同49.5%減の3,680億ドンを達した。  
・輸出額には、米国と中国での輸出事業による収入はそれぞれ、前四半期比462%減、同+285%増となった。

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	5.2	5.7	7.4	14.1	収入	9,323	7,867	8,544	10,827
PB (x)	2.2	1.2	0.7	1.9	売上総利益	2,042	1,533	1,505	1,919
PS (x)	0.9	0.8	0.4	29	税引後利益	1,452	1,179	951	1,296

ROE (%)	26.5%	18.3%	4.6%	13.6%	EPS	15,585	12,559	5,169	7,067
ROA (%)	18.3%	13.6%	1.2%	2.4%	EPS 成長率	138%	-19%	N/A	37%
					純借入/株主資本	57%	36%	43%	42%

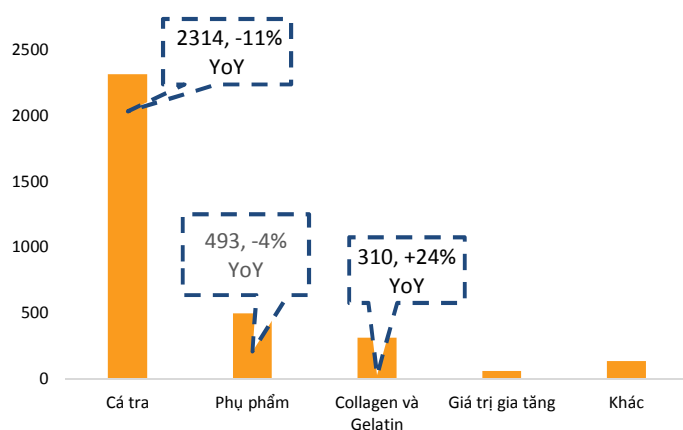
## I. 2020 年上半期業績アップデート

2020 年上半期の業績は大幅に落ち込んだ。落ち込みの原因は(1)前年同期の利益は高水準で留まった; (2)輸出状況は新型コロナウイルス感染症の流行により困難を直面しているということから由来した。2020 年上半期には、VHC の収入は前年同期比 14.3%減の 3 兆 2,660 億ドンで、年間計画の 38%を達成した。税引後利益は同 49.5%減の 3,680 億ドンで、年間計画の 35%を達成した。

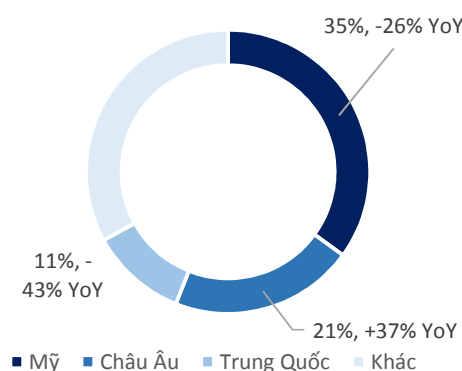
チャ魚輸出市場での動きは BSC の観点とほとんど同じだ。明細は以下の通り。

- 米国市場では、2020 年第 2 四半期の収入は前四半期比 47%減の 4,020 億ドンを達した。
- 中国市場では、2020 年第 2 四半期の収入は前四半期比 285%増の 2,810 億ドンを達した。
- ヨーロッパ市場では、収入は前年同期比 54%増の 4,190 億ドンを達した。収入の増加は(1)スーパーマーケットチャネルを介しているチャ魚販売の割合は、米国市場よりも大きい、(2)販売価格が安い水産製品は大きな成長の重要な要素である。

2020年上半期の収入



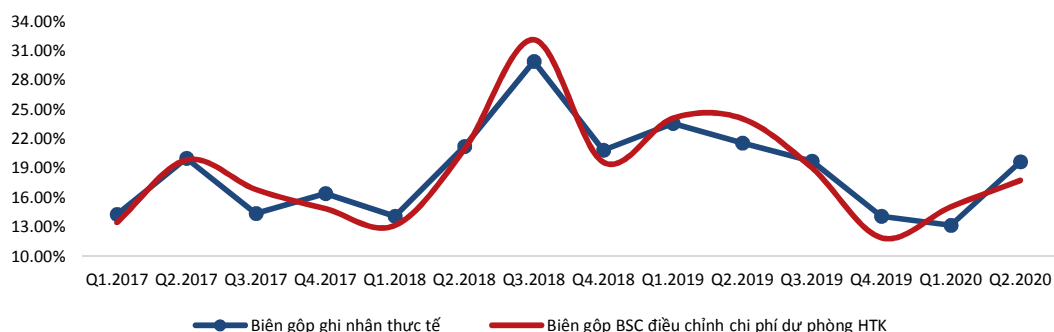
2020年上半期の輸出市場構成



ソース: VHC

2020 年 4-6 月期の売上総利益率は 19.6%で、前四半期の 13.1%から増加した。しかし、2020 年 1-3 月期の在庫額が売上総利益率の 30%を占めた 660 億ドンなので、売上総利益率が大幅に減少した。そのために、BSC の推定によると、2020 年 1-3 月期と 4-6 月期の売上総利益率はそれぞれ、15.01%、17.3%となるだろう。また、BSC は、この上昇が(1)コラーゲンとゼラチン生産販売事業による収入の割合を増加している、(2)水産養殖費用の削減ということから由来したと評価しております。

四半期経売上総利益率



ソース: BSC Research

2020年4-6月期には、VHCが主にMWG、FPTとHPGなどの有価証券を売買するのは初めだった。2020年4-6月期末の時点で、VHCは60億ドンを投資の減価償却引当金に繰入れた。VHCの代表者によると、多くの案件が新型コロナウイルス感染症の流行により延長されたことで、同社が短期的に有価証券を売買することにした。長期的には、VHCは遊金を預け入れる。

## II. 投資観点

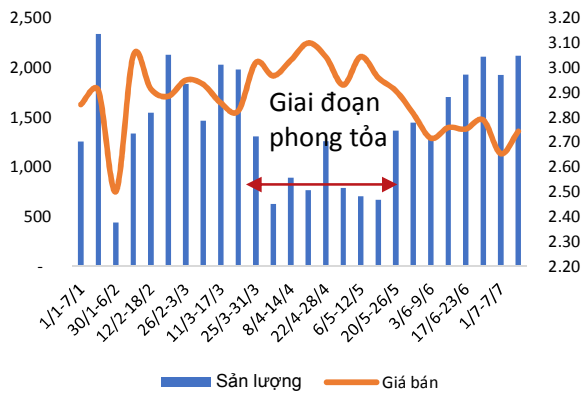
BSCは2020年下半期業績が好調になると期待しております。

(i) 閉鎖が解除され、ホテル・レストラン・カフェチャンネルが再開すると、需要が回復するだろう。また、2020年上半期には、チャ魚在庫量は低い水準で維持したために、水産輸出企業は封鎖が解除された後、水産製品輸出活動を強化します。

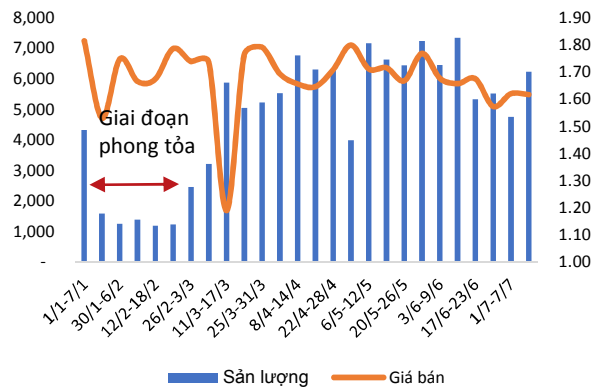
+ 中国が3月に閉鎖措置を終えた後、中国への輸出量が4ヶ月連続で増加し、封鎖期間より2.9倍増となり、前年同期比13%増の5,900t/週間だった。しかし、BSCは、輸出量の増加は販売価格の引上げと相当していなかったと考えております。BSCの評価によると、2020年下半期には、輸出量は現在の水準で維持するが、販売価格が僅かに引き上げるだろう。

+ 米国は4月と5月に閉鎖措置を解約した時から、米国への輸出量は回復し、週間当たり1,700tを達した。BSCは米国への輸出量が次の数ヶ月に高い水準で維持していると期待しております。

米市場での2020年チャ魚輸出量と販売価格



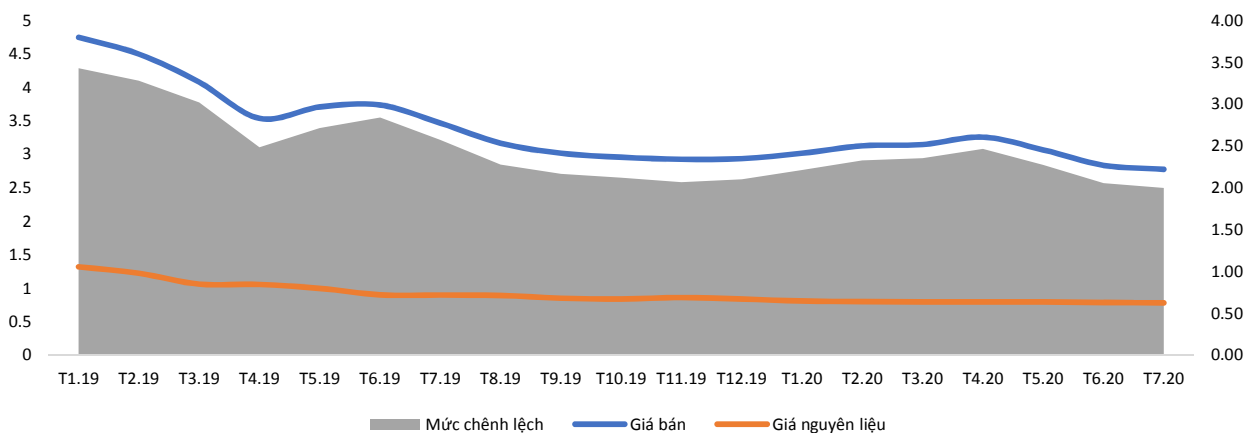
米市場での2020年チャ魚輸出量と販売価格



ソース: BSC

BSC は 輸出量の急増がポジティブなシグナルであるが、販売価格が底値で留まって回復のシグナルをまだ見せていないことで、チャ魚産業が好転できるという期待は本当に明確ではないと考えております。

VHCの販売価格と原材料価格の差額



ソース: BSC

(ii) コラーゲンとゼラチン生産ラインから由来する VHC の成長原動力は VHC の営業モデルがより持続的に発展するのを助けるだろう。

BSC は 2020 年 8 月に完成した後のコラーゲンとゼラチン生産ラインの拡大が 2020 年末から VHC の収入と利益に寄与すると期待しております。

BSC は、(1)VHC がコラーゲン及びゼラチン生産工場の運営に 5 年間を経ている、(2)コラーゲンの需要は生産能力を上回っていることで、新生産ラインが早く稼働し、稼働最初期間にリスクが少なくなると考えております。

BSC は、収入と利益に割合を段々増加しているコラーゲンとゼラチン製品が VHC の経営モデルをより持続的に変え、伝統的なチャ魚製品の大きな変動を減少させると評価しております。

VHC はコラーゲンとゼラチン製品の収入を前年比 59%増の 3,500 万ドル(8,750 億ドンの相当)と計画しております。純利益は前年比では+50%上昇すると見込まれる。2020 年上半期には、コラーゲンとゼラチン製品の収入は 3,100 億ドンで、年間計画の 35%を達成した。

	2016	2017	2018 KH	2018	2019 KH	2019	2020 年計画
収入(10 億ドン)	28	157	260	283	473	550	875
税引後利益(10 億ドン)	-12	-13	40	83	180	200	
収入比率	0.4%	1.9%		3.0%		7.0%	10.2%
税引後利益比率				5.7%		16.9%	

ソース: VHC

### III. 予測と評価

2020 年には、BSC は VHC の売上高を前年比 8.6%増の 8 兆 5,440 億ドン、税引後利益を同 19.6%減の 9,470 億ドンと予測しております。

+ 収入構成:チャ魚切り身製品販売の収入は前年比 4.8%増の 5 兆 9,780 億ドンで、収入割合の 70%を占めている。製品販売による収入と添加物販売による収入はそれぞれ、前年比 23.9%増の 1 兆 4,410 億ドン、同 0.7%減の 9,600 億ドンを達した。

+ 輸出市場構成:米市場への輸出事業による収入は 3 兆 7,180 億ドンで、収入の 40%を占めている。次は、中国市場、ヨーロッパ市場及び他の市場への輸出事業による収入

はそれぞれ、1兆250億ドン(収入の12%を占め)、1兆9,650億ドン(収入の23%を占め)、2兆1,530億ドン(収入の25%を占め)を達した、2020年上半期には、VHCの市場構成はそれぞれ、米市場(収入の35%を占め)、中国市場(収入の11%を占め)、ヨーロッパ市場(収入の21%を占め)及び他の市場(収入の33%を占め)である。

+ 2020年売上総利益は17.6%で、前年の19.4%から減速すると予測された。2020年上半期には、VHCの売上総利益率は16.3%を達した。2020年下半期には、BSCは(1)原材料価格が低値で推移する、(2)販売価格が2020年10-12月期に小幅上昇することで、売上総利益率が向上されると期待しております。

+ VHCの管理販売費用率は2020年に収入の4.9%を占め、前年の0.2%から減速する。

### VHCの業績予測

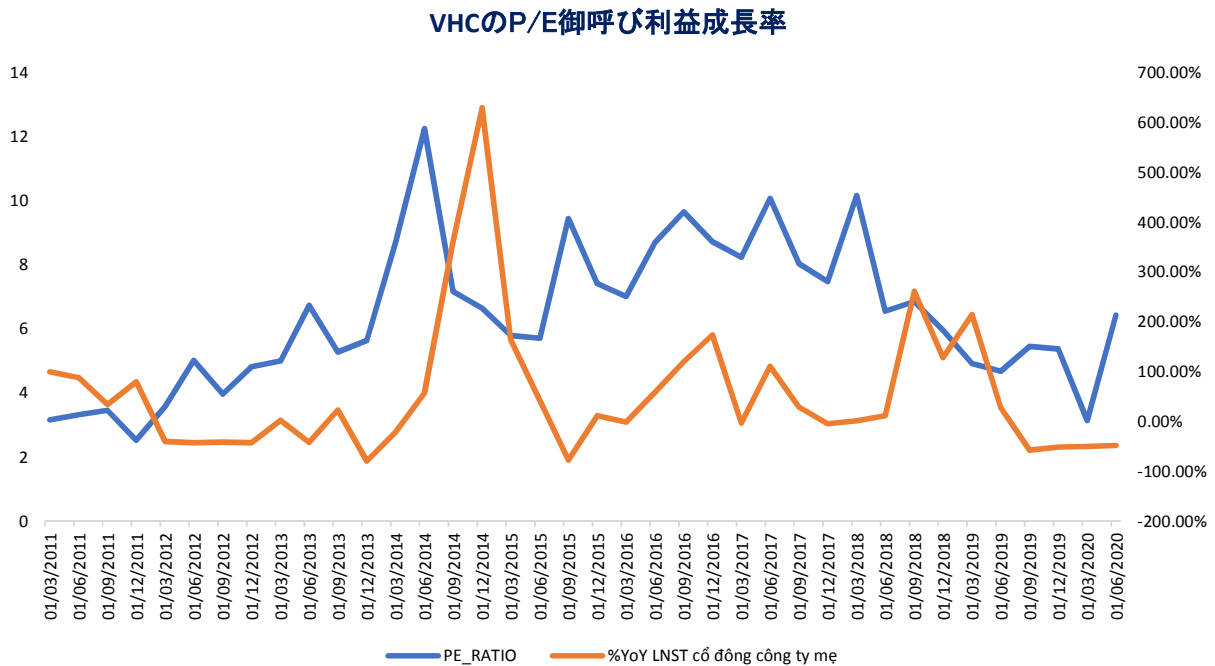
単位:10億ドン	2018	2019	2020F	2021F
<b>売上高</b>	<b>9,271</b>	<b>7,867</b>	<b>8,544</b>	<b>10,827</b>
<i>前年比</i>	<i>13.7%</i>	<i>-15.1%</i>	<i>8.6%</i>	
完成品販売による収入	7,366	5,699	5,978	
添加物販売による収入	1,102	967	960	
製品販売による収入	864	1,163	1,441	
原材料販売による収入	21	9	47	
サービス提供による収入	53	55	55	
売上原価	(7,232)	(6,334)	(7,039)	(8,908)
<b>売上総利益</b>	<b>2,039</b>	<b>1,533</b>	<b>1,505</b>	<b>1,918</b>
<b>売上総利益率</b>	<i>21.9%</i>	<i>19.4%</i>	<i>17.6%</i>	<i>17.7%</i>
販売費用	(210)	(252)	(231)	(292)
<i>販売費用率</i>	<i>2.2%</i>	<i>3.2%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>
管理費用	(144)	(149)	(191)	(196)
<i>管理費用率</i>	<i>1.5%</i>	<i>1.9%</i>	<i>2.2%</i>	<i>1.8%</i>
<b>税引前利益</b>	<b>1,688</b>	<b>1,309</b>	<b>1,118</b>	<b>1,529</b>
<b>税引後利益</b>	<b>1,442</b>	<b>1,180</b>	<b>951</b>	<b>1,300</b>
<b>EPS</b>	<b>15,489</b>	<b>12,573</b>	<b>5,169</b>	<b>7,067</b>
<i>成長率</i>	<i>137.9%</i>	<i>-18.8%</i>		<i>37.1%</i>

ソース: BSC Research

+ PE 方法: 現在、VHC の P/E trailing は 5.3 である。(1)2020 年下半期の業績が回復し、税引後利益が前年比 28% 増となる; (2)2021 年の収益成長率は 2020 年の低平均成長率に基づき、コラーゲンとゼラチン事業の寄与という期待と共に、BSC は VHC が下落期間を経験し、上昇の期間最初に入っていると考えております。そのために、BSC は PE を 5.5 から 6.5 に引き上げることをしております。

### VHC の PE

	P/E
2017 年～2018 年の上昇期間	7.16
2014 年 - 2015 年の上昇期間	6.64
2019 年～2020 年の下落期間	5.37
2012 年～2013 年の下落期間	4.81
<b>10 年間の平均 P/E</b>	<b>6.19</b>



ソース: Bloomberg

PE 方法	2020	2021	2022
EPS	5,169	7,067	8,127
PE	6.5	6.5	6.5
合理的な価格	33,590	45,935	52,826

ソース: BSC Research

+ DCF 方法:

	2020	2021	2022
Dòng tiền tự do của công ty	623	350	760
Giá trị hiện tại	7,439		
Tổng giá trị doanh nghiệp	9,017		
Nợ	866		
Vốn chủ sở hữu	8,151		
Số lượng cổ phiếu	183,376,956		
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>	<b>44,500</b>		

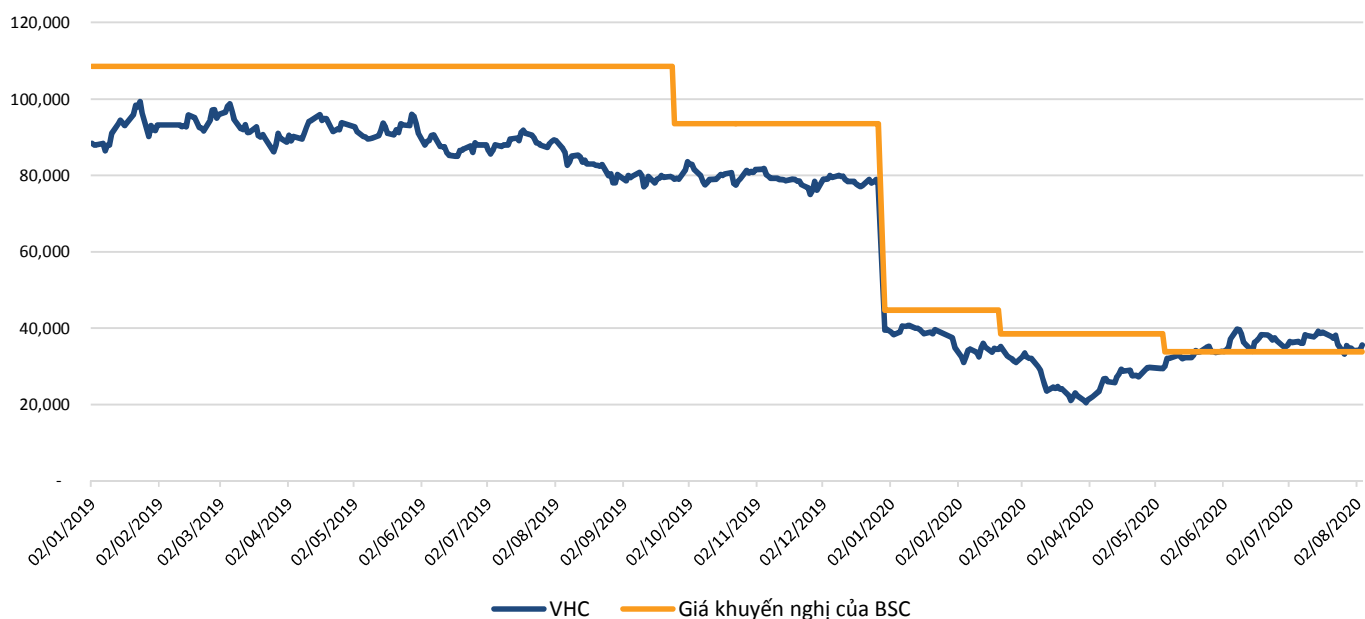
Chi phí vốn bình quân	
Rf	6%
Beta	0.9
Ke	13.83%
Kd	8%
E/A	60%
Tax rate	20%
WACC	10.86%
g	1%

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	44,500	50%	22,250
P/E	33,500	50%	16,750
		<b>Giá mục tiêu</b>	<b>39,000</b>
		Giá hiện tại	36,800
		Upside	5.98%

BSC は PE 方法と FCFF 方法に基づく VHC 株の理論株価を 3 万 9,000VND/株と評価し、投資評価を「観察」で維持しております。

VHC の株価推移





## テクニク分析

### VHC -ビンホアン株式会社- 困難を直面する

#### テクニクハイライト

- ❖ 現在傾向: 累積傾向
- ❖ MACD 指標: シグナル線の上にある。
- ❖ RSI 指標: レベル 50 を上回っている。
- ❖ MA: EMA12 が EMA26 の上にある。

#### 評価

VHC は 4 月初から上場した後、直近の数週間に抵抗線の 39-40 のマイナス圏で推移している。テクニク指標は上昇傾向をサポートしているが、転落可能のシグナルを見せている。売買高が減少し、20 日の平均水準を下回っている。しかし、RSI 指標がレベル 50 を上回っているのは VHC 株が次の 1~2 週間に横に推移する可能性がある。BSC の評価によると、VHC は長期的な上昇傾向を設定する前に、サポート線まで下落する可能性がある。

**推奨:** 投資家は VHC の動きを観察し、保有率を低下することを検討するべきだ。



ソース: BSC, iTrade のテクニク分析

## 付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	9,323	7,867	8,544	10,827
売上原価	-7,281	-6,334	-7,039	-8,908
売上総利益	2,042	1,533	1,505	1,919
販売費用	-209	-252	-230	-292
企業管理費用	-142	-149	-191	-196
<b>営業利益／損失</b>	<b>1,747</b>	<b>1,308</b>	<b>1,118</b>	<b>1,568</b>
金融活動収益	148	251	126	239
金融活動費用	-178	-90	-96	-122
借入費用	-56	-59	-96	-122
合併・関連会社関連収益	86	14	10	10
他の収益	-39	1	0	0

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019
税引後利益	1,708	1,309
原価償却及び割当て	150	165
流動資本変更	-863	591
他の修正	-	-
営業活動からキャッシュフロ	909	1,489
—		
固定資産購入額	-741	-378
他の投資金	-136	-365
投資活動からキャッシュフロ	-877	-743
—		
配当金	-369	-185

税引前利益	1,708	1,309	1,118	1,568
法人税額	-256	-130	-168	-235
<b>税引後利益</b>	1,452	1,179	951	1,333
少数株主持分	0	0	0	0
少数株主利益等控除利益	1,452	1,179	945	1,333
EPS	15,585	12,559	5,169	7,247

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
<b>現金及び現金相当</b>	43	86	304	78
短期投資	608	1,492	1,492	1,492
短期未収金	1,999	1,516	1,790	2,269
棚卸資産	1,377	1,414	1,414	1,252
その他流動資産	103	103	103	103
<b>他流動資産</b>	4,130	4,611	4,927	5,549
有形資産	1,407	1,504	1,701	2,094
原価償却	259	335	285	235
建設中非流動資産	396	1	1	1
長期投資	105	154	154	154
他の非流動資産	2,169	2,001	2,142	2,527
<b>非流動資産</b>	6,299	6,612	7,070	8,076
<b>総資産</b>	272	282	263	334
買掛金	1,269	866	966	1,016
短期借入	253	218	338	352
他の短期借入	2,242	1,716	1,667	1,897
<b>短期借入総額</b>	0	0	0	0
長期借入	0	0	0	0
他の長期借入	33	19	19	19
長期借入	2,275	1,735	1,776	2,143
<b>負債総額</b>	924	1,834	1,834	1,834
出資金	224	224	224	224
株式会社化による資本剰余金	2,876	2,931	3,183	3,754
未処分利益	0	0	0	0
他の株主資本	0	0	0	0
少数株主持分	4,024	4,991	5,294	5,933
<b>株主資本総額</b>	6,299	6,612	7,070	8,076
<b>総資本</b>	92.4	183.3	183.3	183.3

借入から金額	325	-403
他の未収金	-	-
金融活動からキャッシュフロー	-34	-703
初期キャッシュフロー	45	43
最終期キャッシュフロー	43	86

指数(%)	2018	2019
<b>支払能力</b>		
流動比率	1.84	2.69
当座比率	1.18	1.80

資本構成	2018	2019
負債比率/総資産	36%	26%
負債比率/株主資本	57%	36%

稼働能力	2018	2019
棚卸資産回転期間	64.8	80.4
売掛金回収期間	61.4	77.6
買掛金回収期間	12.7	16.0
現金回転率	113.3	142.0

利益性	2018	2019
売上総利益率	21.9%	19.5%
税引後利益率	15.6%	15.0%
ROE	41.7%	26.5%
ROA	25.6%	18.3%

評価	2018	2019
PE	8.1	6.1
PB	1.7	2.2

成長率(前年同期比)	2018	2019
売上高	14.4%	-15.6%
税引前利益	136.3%	-23.3%
EPS	137.9%	-19.4%

ソース: BSC Research.

## いくつかの財務指標

	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020
売上高	2,025	1,882	2,171	1,636	1,630
売上総利益	428	370	305	215	320
財務収入	148	35	54	55	40
財務費用	(24)	(22)	(24)	(18)	(40)
借入利息	(15)	(14)	(12)	(12)	(9)
販売費用	(62)	(65)	(76)	(39)	(36)
管理費用	(35)	(32)	(38)	(40)	(36)
営業利益／損失	444	286	222	172	247
他の収入	6	(2)	0	(1)	(6)
税引前利益	449	283	223	172	241
税引後利益	392	254	199	152	215
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	392	254	199	152	215
EPS	4,437	2,692	2,118	836	1,175

短期資産	4,111	4,443	4,664	4,612	4,497
現金及び現金相当	1,072	1,183	1,340	1,578	1,723
短期未収金	1,226	1,286	1,451	1,516	1,180
在庫	1,711	1,875	1,779	1,414	1,450
他の短期資産	103	99	94	103	145
長期資産	2,147	1,804	1,836	2,001	2,243
長期未収金	1	1	6	6	1
固定資産	1,396	1,449	1,431	1,504	1,739
進行中である長期資産	281	238	245	335	319
他の長期資産	106	111	153	155	182
総資産	6,258	6,247	6,500	6,613	6,740
買掛金	1,935	1,737	1,708	1,734	1,495
短期負債	1,906	1,709	1,687	1,714	1,477
短期借入	1,208	994	1,007	866	849
長期負債	30	28	21	20	18
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	4,323	4,509	4,791	4,879	5,244
出資資本	924	924	924	1,834	1,834
未処分利益	3,175	3,362	3,644	2,933	3,299
総資本	6,258	6,247	6,500	6,613	6,740

売上高の成長率 (%)	-5.2%	-25.4%	-23.3%	-8.2%	-19.5%
売上総利益率	21.2%	19.7%	14.1%	13.1%	19.6%
借入費用／売上高	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
販売費用／売上高	3.1%	3.5%	3.5%	2.4%	2.2%
管理費用／売上高	1.7%	1.7%	1.7%	2.5%	13.2%

VHC の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 19.5% 減の 1兆6,300億ドン、同 49% 減の 2,150 億ドンを達した。減収減益は主に米市場への輸出額が前年同期比では-49% 減少したことから由来した。また、VHC は Van Duc Tien Giang 子会社からの投資の回収による 1,000 億ドンを計上した。

VHC は初めて証券を投じるために預金を利用した。VHC は主に MWG、FPT と HPG などの株式の購入に 1,900 億ドンを投じ、現在 60 億ドンの赤字を計上している。

VHC の在庫額は 2019 年第 4 四半期比 18% 減となった。未収金は減少し、とりわけ、Coast Beacon (年初比-24.8% 減)、Octogone Trading Co., (前年比-14.0% 減) だった。

借入年初比減少し続けている。BSC は VHC の財務状況が健全であると評価しております。各案件の進捗が遅くなっている背景には、VHC の借入需要も低下している。

VHC の売上総利益率は大きく変動し、原材料価格の変動に依存するだろう。

## いくつかの基本的な財務指標

1. 支払い可能	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020
流動比率	2.60	2.76	2.69	3.09	3.04
当座比率	0.70	0.79	0.92	1.10	1.26
<b>2. 資本構成</b>					
短期資産/総資産	0.71	0.72	0.70	0.67	0.67
長期資産/総資産	0.29	0.28	0.30	0.33	0.33
負債比率/総資産	0.28	0.26	0.26	0.22	0.22
負債比率/株主資本	0.39	0.36	0.36	0.28	0.29
短期負債/総資産	0.27	0.26	0.26	0.22	0.22
長期負債/総資産	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>3. 稼働能力</b>					
棚卸資産回転率	4.80	4.21	4.05	3.84	3.78
売掛金回転率	7.26	5.30	6.18	5.07	5.90
買掛金回転率	34.54	54.41	24.31	10.1	5.20
在庫日	76.1	86.6	90.0	95	96.6
売掛日	50.3	68.9	59.1	72	61.9
買掛日	10.6	6.7	15.0	36	70.2
現金回転率	115.8	148.8	134.1	131	88.3
<b>4. 利益性</b>					
税引後利益/売上高(%)	19.4%	16.5%	9.20%	9.30%	13.2%
税引後利益/株主資本(%)	44.9%	32.6%	26.5%	24.6%	16.8%
税引後利益/総資産	28.2%	44.4%	18.3%	18.6%	3.20%
資産運用による収益/売上	21.9%	15.2%	10.2%	10.5%	15.2%
<b>5. DuPont モデル</b>					
総資産/株主資本	1.49	0.70	1.45	1.28	1.29
収入/総資産	1.49	2.68	1.22	2.00	0.24
EBIT/収入	23.3%	15.8%	10.8%	11.3%	0.15
EBT/EBIT	96.9%	95.9%	95.7%	93.3%	0.96
利鞘/税引前利益	86.5%	88.8%	90.2%	88.5%	0.89
<b>6. 評価</b>					
PE	-	-	-	-	-
PB	-	-	-	-	-
EPS	4,437	2,692	2,118	836	1,172
簿価	49,107	51,854	26,593	27,416	26,913
<b>7. 成長率(前年同期比)</b>					
総資産	19.5%	8.40%	5.00%	2.90%	8.0%
負債	-15.5%	-22.9%	-23.8%	-27.1%	-12.7%
売上高	-5.20%	-25.4%	-23.3%	-8.20%	-19.5%
売上総利益率	-5.30%	-50.9%	-46.7%	-49.0%	-26.7%
税引後利益	19.2%	-58.3%	-52.1%	-50.5%	-48.7%
EPS	19.2%	-58.3%	-51.0%	-74.4%	-74.2%

流動比率と当座比率は安全的な水準で留まっている。

資産構成は安全的な水準で留まった。主な現金と在庫などの流動資産は資産構成の676%を占めている。

短期借入と長期借入/総資産の比率は低水準で維持し、総資産の22%を占めた。

VHCのROEは2020年第2四半期に低下した。

## 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 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>

