

業界: 小売業

推奨	観察	フーニョアンジュエリー株式会社 (HSX: PNJ) 現困難を直面しているが、将来に回復する。			
現値:	60,900	レポート作成日:	07/09/2020	<b>株主構成</b>	
前理論価格	64,500	流行中株数(100万)	222.56	Cao Thị Ngọc Dung	9.05%
新理論価格:	<b>65,016</b>	時価総額(10億ドン)	13,554	LGM Investment Ltd	4.40%
配当率	3.3%	過去6ヶ月平均売買高:	521	Route One Investment	3.94%
<b>上昇率</b>	<b>6.6%</b>	外国人投資家保有率	0%		

業界分析:

Mã Tuấn Minh Hiễn  
(消費財・小売、精糖、建設)  
hienmtm@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức  
ducnt@bsc.com.vn  
推奨価格: 73,570 VND  
損切り値: 52,000 VND

評価

- BSCはDCF方法とPE方法に基づくPNJ株の理論株価を2020年9月1日の終値比6.6%増の6万5,016VND/株と評価し、PNJの投資評価を「観察」と推奨しております。BSCは、2021年~2025年の期間におけるPNJの収益の年平均成長率(CARG)は(1)市場と顧客のニーズに応じる製品の多様化、(2)顧客を誘致するためプロモーションを強化すること、(3)PNJの再構成を実施するために重要なポジション向け多くの人材を採用することという経営戦略に基づく、前年比では22%増加すると期待しております。

業績予測

- BSCは2020年には、PNJの売上高を前年比6.6%減の15兆8,740億ドン、税引後利益を同25.9%減の8,810億ドン、EPSを3,877VND/株、Pefwを15.6x、PBfwを2.7xと予測しております。税引後利益は仮定の変更により前予測の減少率11.8%に比べて同25.9%減となる見込みだ。

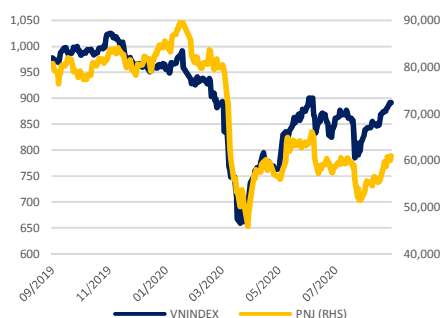
リスク

- 消費者のジュエリー購入需要は新型コロナウイルス感染症の影響で、特にショッピングセンターで低下している。
- 輸出事業と卸事業による収入は需要の低下に減少する。
- 借入コストの増加は税引後利益を減少させる。

企業アップデート:

- 2020年7ヶ月には、PNJの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比1.3%増の9兆530億ドン年間計画の62.5%で、同24%減の4,950億ドン同59.5%を達成した。

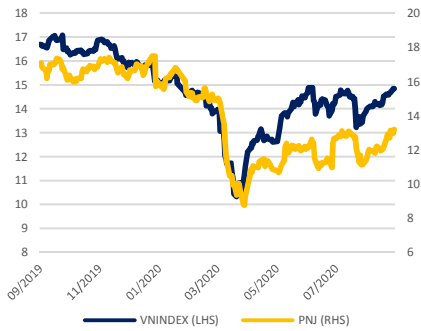
株価の推移



せん

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	11.2	13.6	23.8	14.1	収入	14,571	17,001	15,875	17,813
P/B (x)	4.2	2.6	2.3	1.9	売上総利益	2,779	3,461	3,121	3,503
EV/EBITDA (x)	13.3	8.5	10.2	1.4	税引後利益	960	1,191	882	1,008
ROS (%)	7.0%	6.2%	2.2%	13.6%	EPS	4,214	4,915	3,877	4,407
ROA (%)	13.8%	11.1%	3.9%	2.4%	EPS 成長率	19.1%	20.4%	-21.1%	13.7%
ROE (%)	26.0%	19.1%	6.1%	11.7%	純借入/株主資本	41.8%	57.2%	47.0%	46.0%

P/E

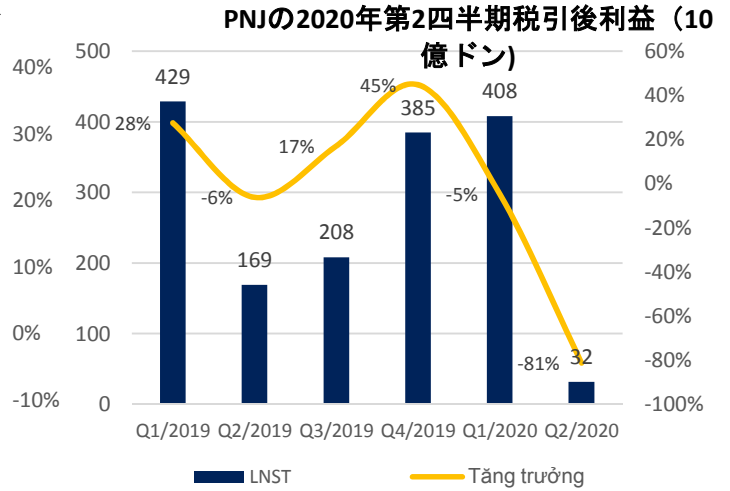
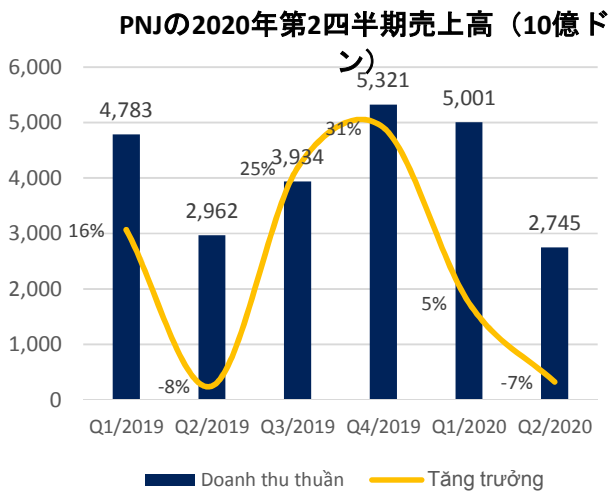


- 2020年7月には、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比10%増の1兆3,070億ドン、同+2.3%増の554億ドンを達した。
- 1)小売事業による2020年7月收入は前年同期比16%増となった。(2)ゴールドバーガー事業による2020年7月收入は同59%増となった。(3)卸事業による収入は同7%減となった。

PNJの業績アップデート

2020年第3四半期には、ジュエリー小売チャンネルは回復した。

2020年7ヶ月には、PNJの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比1.3%増の9兆530億ドン年間計画の62.5%で、同24%減の4,950億ドン同59.5%を達成した。2020年7月単位には、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比10%増の1兆3,070億ドン、同+2.3%増の



554億ドンを達した。

ソース: VNM, BSC Research.

PNJの2020年7ヶ月における月刊売上高の構成

ソース: PNJ

単位: 10億ドン	T1/20	T2/20	T3/20	T4/20	T5/20	T6/20	T7/20	7M19	7M20	KH2020	%2020
売上高	1,668	1,978	1,354	501	1,019	1,227	1,307	8,933	9,054	14,485	62.5%
前年比	0.5%	6.9%	6.3%	-46.0%	20.0%	3.6%	9.9%		1.35%		
小売	1,091	1,141	726	237	586	712	721	5,035	5,214		
%W	65.4%	57.7%	53.6%	47.4%	57.5%	58.0%	55.2%	56.4%	57.6%		
%YoY	15.4%	14.9%	-9.6%	-61.7%	19.6%	25.5%	16.0%		3.6%		
卸	300	249	210	67	261	199	203	1,917	1,488		
%W	18.0%	12.6%	15.5%	13.3%	25.6%	16.2%	15.5%	21.5%	16.4%		
%YoY	-33.0%	0.5%	-5.9%	-60.3%	18.2%	-33.4%	-35.9%		-22.4%		
シルバージ	3	2	3	-	-	-	-	8	8		
%W	0.2%	0.1%	0.2%	0%	0%	0%	0%	0.1%	0.1%		
%YoY	-98.7%	-99.4%	-29.1%						-1.5%		
ゴールドバ	244	564	395	188	155	244	358	1,804	2,148		
%W	14.6%	28.5%	29.2%	37.6%	15.2%	19.9%	27.4%	20%	24%		
%YoY	-	108.7%	75.3%	44.0%	42.5%	-16.2%	58.5%		19.1%		
その他 (B2B)	30	22	20	9	17	72	25	140	195		
%W	1.8%	1.1%	1.5%	1.7%	1.7%	5.9%	1.9%	2%	2%		
%YoY	-	-	6.3%	-8.2%	-34.2%	191.2%	9.9%		39.0%		
売上総利益	390	419	240	42	193	248	230	1,917	1,763	2,894	60.9%
売上総利益率	23.4%	21.2%	17.7%	8.4%	18.9%	20.2%	17.6%	21.5%	19.47%	20.0%	
%YoY	6.9%	6.9%	-17.9%	-81.6%	-	13.2%	-0.8%		-8.1%		
税引後利益	167	177	67	(89)	42	82	55	652	495	832	59.5%
純利益率	10.0%	8.9%	4.9%	-17.8%	4.1%	6.7%	4.2%	7.3%	5.5%	5.7%	
%YoY	9.2%	1.7%	-34.3%	-267.9%	9.8%	5.1%	2.2%		-24.0%		

ソース: PNJ

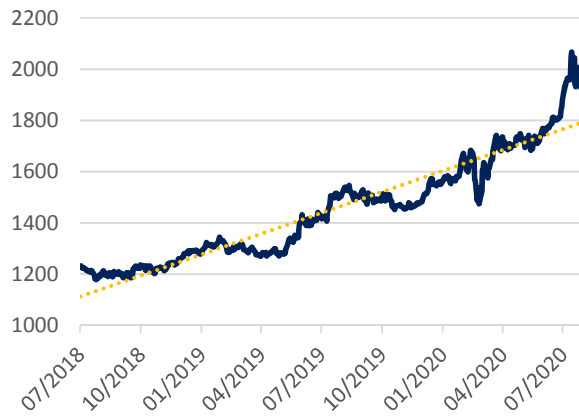
(1)新型コロナウイルス感染症の流行は2020年6月から封じ込まれた時、小売事業は回復するシグナルがある。2020年7ヶ月には、小売事業の収入は前年同期比4%となり、7月単位に同16%増となった。しかし、PNJは新型コロナウイルス感染症の第2波により7月28日~8月11日までダナンで店舗を閉めなければならなかったため、2020年8月の収入に一部影響する可能性がある。また、2020年上半期に既存店舗での収益成長率(SSSG)は政府が新型コロナウイルス感染症の流行で4月社会隔離措置を適用したことで僅かに下落した。BSCはPNJの業績が2020年下半期に回復すると期待しております。

(2)ゴールドバーガー事業による2020年7月収入は大幅に上昇した。それによると、ゴールドバーガー事業による2020年7月収入は前年同期比59%増の3,580億ドンで、収入構成の27.4%を占めた。現在、ゴールド価格は世界で前年同期比29%増、前月比0.7%増の1,968ドル/ounceで、国内で5,500万~5,700万で推移している。

2020年8月に世界ゴールド価格が大幅に増加した



2020年下半期に世界ゴールド価格が引き続き上げる (US\$/ounce)

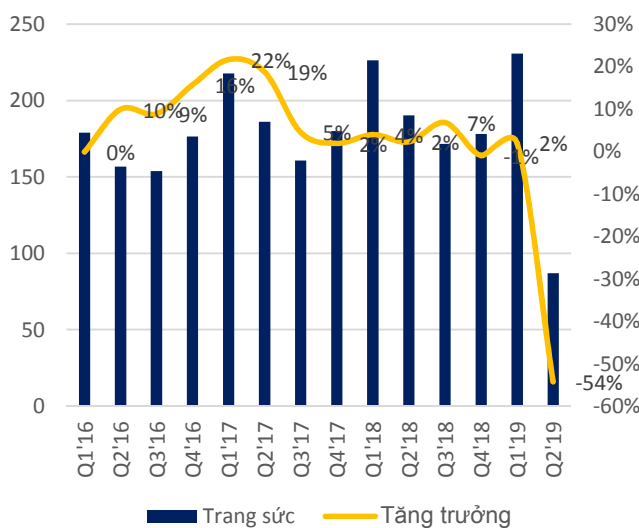


ソース: Bloomberg.

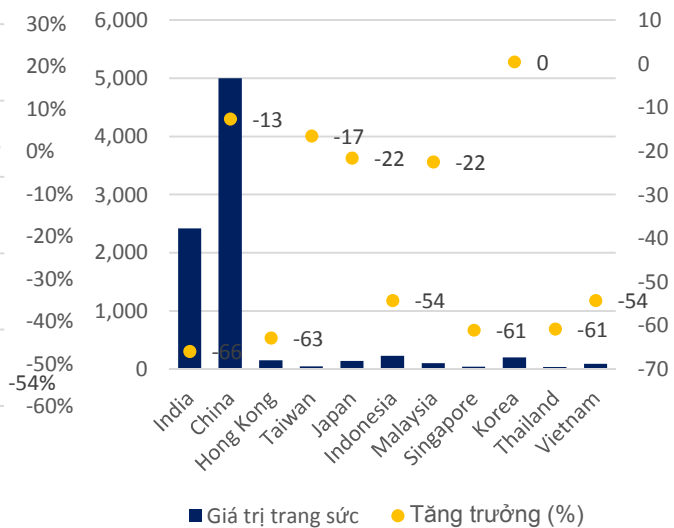
(3) 2020年7ヶ月には、卸事業による収入は同22%減となった。7月単位では、卸事業による収入は同7%減となった。Goldhubの調査によると、ベトナムでの2020年上半期ジュエリー需要額は前年同期比23.5%減の3億1,800万ドルで、2020年第2四半期単位同54%減となった。

また、新型コロナウイルス感染症の第2波は多くのアジア諸国で拡大した際に、多くの市場が一時的に閉鎖されたため、輸出活動に悪い影響を及ぼし、そのうち、インド(前年比66%減)、香港(同-63%減)、シンガポール(同-61%減)、タイ(同-61%減)、インドネシア(同54%減)だった。

2020年2四半期におけるベトナムのジュエリー需要の価値(100万USD)



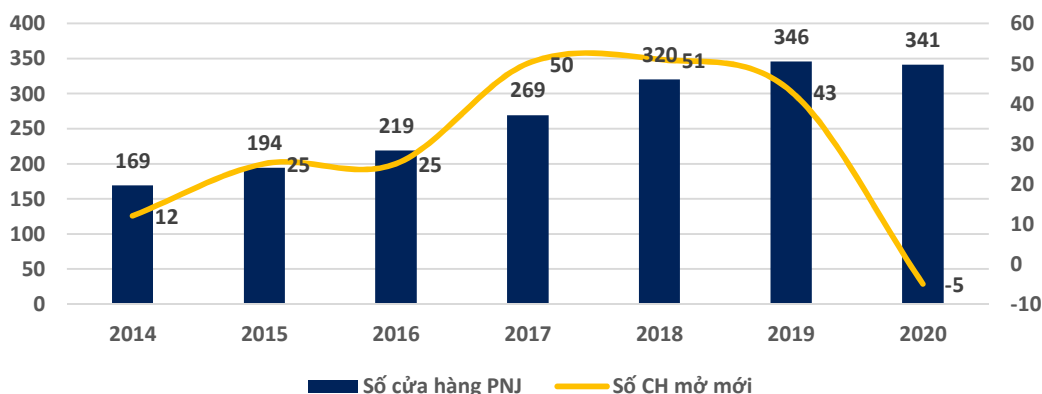
アジア地域のジュエリー需要の価値 (100万USD)



ソース: GoldHub.

PNJ は新型コロナウイルス感染症の流行後、店舗位置の再構成を実施する。2020年7月の時点では、PNJ は 10 カ所の店舗を閉めたことで、現在の店舗数が 336 店舗である。そのうち、(1)PNJ Silver は 10 カ所の店舗を閉めた。(2) PNJ Gold は効率が低い経営の店舗 14 カ所を閉め、新型コロナウイルス感染症の流行後より良い位置で設置する新規店舗 14 カ所をオープンした。(3) PNJ Watch はジュエリー付け新規製品を集中する計画でショップ・イン・ショップ (shop-in-shop) モデルで新規店舗 24 カ所をオープンした。PNJ は 2020 年に新規店舗 30 ヶ所をオープンする計画がある。

2020年7ヶ月におけるPNJの新規店舗数



ソース: PNJ.

新型コロナウイルス感染症後の市場に適応するために戦略を柔軟に変更する。

(1)PNJ は第 2 地域と第 3 地域における顧客を誘致するため適した価値のあるジュエリー製品に集中する。

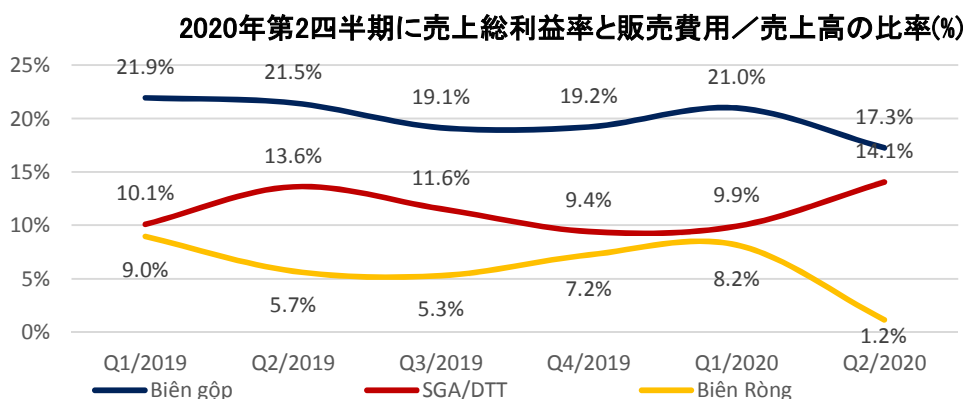
(2)PNJ は高い投機的な需要によりゴールドバーガーの割合を 16.9%から 22%に引き上げた。

しかし、製品構成を変更したのは PNJ の売上総利益率を減少させた。2020年7月の売上総利益率は 17.6%で、前年同期の 19.5%から減少した。2020年7ヶ月の売上総利益率は 19.4%で、前年同期の 21.5%から減少した。BSC は PNJ の 2020 年売上総利益率が 19.5%で、前年の 20.2%から減少すると考えております。

経営活動の再構成を実施する。管理販売費用／売上高の比率は経営活動の再構成を実施したことで、14.1%と上昇した。

(1)管理職の変更。小売分野、IT 分野と供給分野の部長を解任した。Nguyen Tri Thong 社長は小売分野と供給分野を担当します。

(2)テクノロジーへの投資の強化。PNJ は煩雑なプロセスを削減するためのデジタルトランスフォーメーションを強化している。また、PNJ は、イタリア、インドネシア、中国からの輸入製品をより高度な技術がある製品に切り替え、売上総利益率を高める。



ソース: PNJ.

利益は経営活動の再構成により減少した。2020年7ヶ月には、PNJの税引後利益は前年同期比24%減の4,950億ドンを達した。注意すべきなことは、PNJの財務費用は短期借入残高が前年同期比82%増の2兆6,470億ドンとなったことで、前年同期比107%増の440億ドンであるということだ。BSCは前レポートではPNJが短期借入残高を削減するために在庫を売却できると期待したが、現在、借入残高が増加したことで、2020年の財務費用が前年比27~35%増の1,500億~1,600億ドンを達す可能性があることに注意しております。

#### 2020年業績予測

BSCは2020年には、PNJの売上高を前年比6.6%減の15兆8,740億ドン、税引後利益を同25.9%減の8,810億ドン、EPSを3,877VND/株、Pefwを15.6x、PBfwを2.7xと予測しております。税引後利益は仮定の変更により前予測の減少率11.8%に比べて同25.9%減となる見込みだ。

- (1) 2020年の店舗数は340店舗であり、そのうち、新規オープン店舗数が14店舗で、PNJ SilverとPNJ Goldの閉鎖店舗数がそれぞれ、14店舗と14店舗である。
- (2) 既存店舗での2020年収益成長率(SSSG)は-8%である。
- (3) 販管／売上高の比率は+11.74%増となる。
- (4) 財務費用は前年比27%増の1,510億ドンとなる。

単位：10億ドン	FY 2018	FY 2019	FY 2020E Cũ	FY 2020E Mới	FY 2021
<b>売上高</b>	<b>14,693</b>	<b>17,105</b>	<b>16,442</b>	<b>15,875</b>	<b>17,813</b>
前年比	32.7%	16.7%	-4.1%	-6.6%	12.2%
ゴールデンジュエリ	11,743	13,865	12,452	11,903	13,021
小売	7,930	9,748	8,747	9,021	9,995
卸	3,813	4,118	3,706	2,882	3,026
シルバージュエリー	279	304	331	258	271
ゴールドバーガー	2,628	2,890	3,613	3,671	4,477
その他 (B2B)	44	45	46	43	44
<b>売上総利益</b>	<b>2,779</b>	<b>3,461</b>	<b>3,266</b>	<b>3,178</b>	<b>3,526</b>
ゴールデンジュエリ	2,565	3,374	3,010	2,968	3,300
小売	2,450	3,168	2,825	2,823	3,148
卸	114	206	185	144	151
シルバージュエリー	167	182	195	154	162
ゴールドバーガー	25	28	34	35	43
その他 (B2B)	25	26	26	21	22
<b>売上総利益率</b>	<b>18.9%</b>	<b>20.2%</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.85%</b>	<b>19.8%</b>
ゴールデンジュエリ	21.8%	24.3%	24.2%	24.9%	25.3%
小売	30.9%	32.5%	32.3%	31.3%	31.5%
卸	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
シルバージュエリー	59.8%	59.8%	58.9%	59.8%	59.8%
ゴールドバーガー	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
その他 (B2B)	56.8%	56.8%	56.5%	50.0%	50.0%
<b>財務収入</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>財務費用</b>	<b>(66)</b>	<b>(119)</b>	<b>(154)</b>	<b>(160)</b>	<b>(162)</b>
<b>経営活動費用</b>	<b>(1,516)</b>	<b>(1,842)</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(1,785)</b>	<b>(2,020)</b>
<b>他の収入</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税引前利益</b>	<b>1,206</b>	<b>1,503</b>	<b>1,325</b>	<b>1,236</b>	<b>1,345</b>
<b>課税費用</b>	<b>(246)</b>	<b>(312)</b>	<b>(275)</b>	<b>(257)</b>	<b>(279)</b>
<b>税引後利益</b>	<b>960</b>	<b>1,191</b>	<b>1,050</b>	<b>979</b>	<b>1,066</b>
<b>少数株主と税引後利益</b>	<b>960</b>	<b>1,191</b>	<b>1,066</b>	<b>979</b>	<b>1,066</b>
前年比	32.4%	24.0%	-11.8%	-17.8%	8.9%
<b>EPS</b>	<b>4,214</b>	<b>4,915</b>	<b>4,592</b>	<b>4,302</b>	<b>4,660</b>

ソース: BSC Research

## 評価

BSCはDCF方法とPE方法に基づくPNJ株の理論株価を2020年9月1日の終値比6.6%増の6万5,016VND/株と評価し、PNJの投資評価を「観察」と推奨しております。BSCは、2021年～2025年の期間におけるPNJの収益の年平均成長率(CARG)は(1)市場と顧客のニーズに応じる製品の多様化、(2)顧客を誘致するためプロモーションを強化すること、(3)PNJの再構成を実施するために重要なポジション向け多くの人材を採用することという経営戦略に基づき、前年比では22%増加すると期待しております。

評価方法	
P/E (50%)	DCF (50%)
	Terminal Value (10億) 23,880
	WACC 11.4%
	g 3%
	PV(Terminal Value) 15,099
	PV(FCFF) 2020-2021 3,297
	キャッシュフロー(10億) 18,396
	(修正) (2,679)
EPS FW: 4,302	株主資本(10億ドン) 15,717
目標P/E: 14.0 x	流行中株数(100万株) 225.29
<b>目標価格 60,235</b>	<b>目標価格: 69,760</b>
<b>目標価格 64,984</b>	
Upside 10.1%	

ソース: BSC Research

### 1. DCF 方法:

PNJ - DCF方法					
	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E
売上高	16,009	17,963	20,736	24,095	28,399
EBITDA	1,456	1,562	1,790	2,073	2,429
税引後利益	979	1,066	1,244	1,485	1,825
(+) I*(1-T)	126	126	123	103	47
(+) 減価償却	63	56	66	66	66
(-) 流動資本の変更	(744)	(517)	(766)	(230)	243
(-) CAPEX	(112)	(144)	(187)	(193)	(227)
<b>FCFF</b>	<b>312</b>	<b>588</b>	<b>479</b>	<b>1,232</b>	<b>1,954</b>
<b>PV (FCFF)</b>	<b>295</b>	<b>542</b>	<b>397</b>	<b>915</b>	<b>1,303</b>

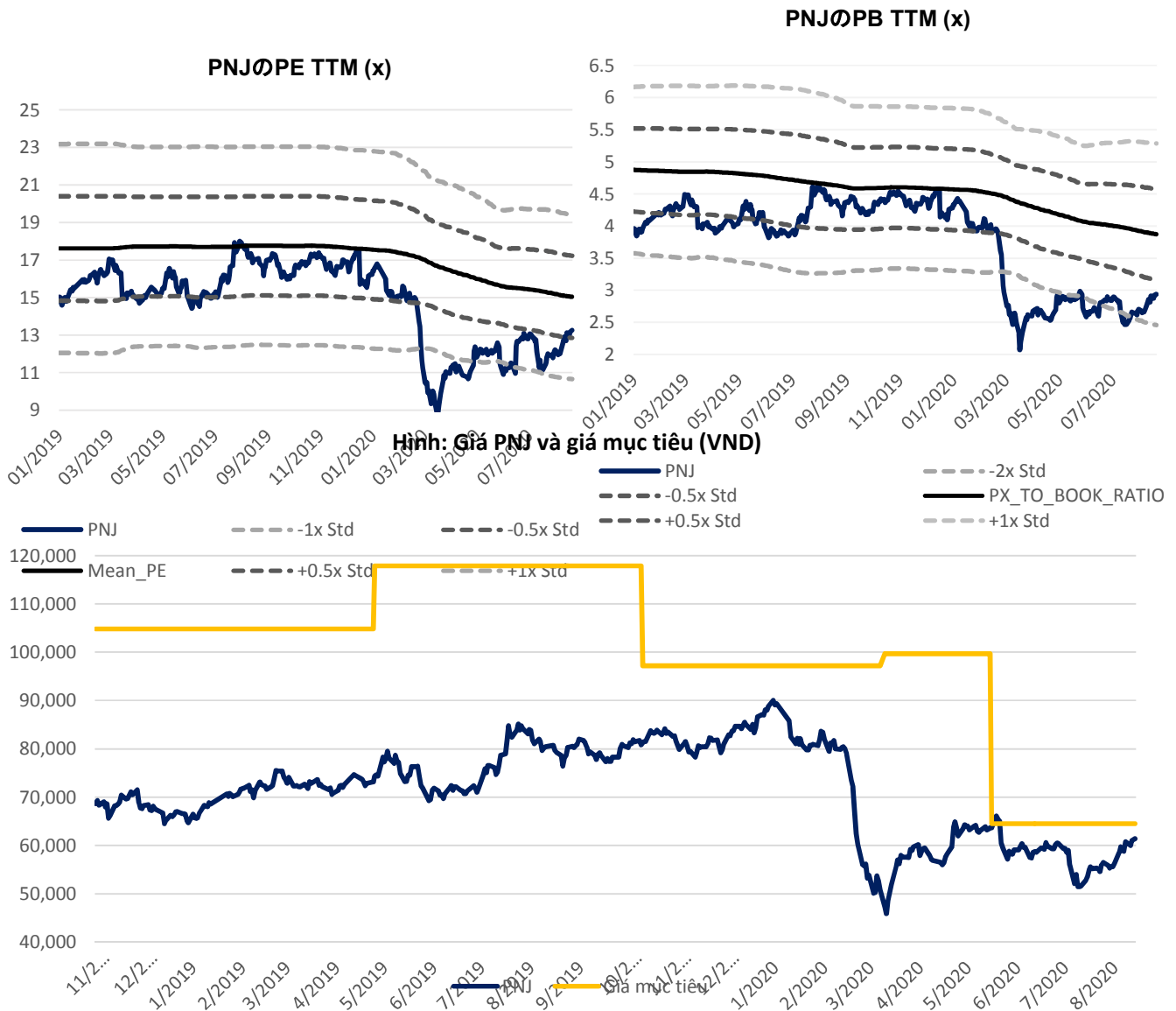
### PNJの敏感度



PNJの株価の敏感度		WACC						
		12.93%	12.43%	11.93%	11.43%	10.93%	10.43%	9.93%
g	1.5%	48,770	51,790	55,120	58,810	62,920	67,520	72,690
	2.0%	51,110	54,390	58,030	62,070	66,600	71,700	77,470
	2.5%	53,680	57,260	61,240	65,700	70,720	76,410	82,890
	3.0%	56,500	60,430	64,820	<b>69,740</b>	75,360	81,750	89,100
	3.5%	59,630	63,960	68,820	74,340	80,630	87,860	96,270
	4.0%	63,110	67,900	73,330	79,530	86,650	94,930	104,650
	4.5%	67,000	72,340	78,450	85,470	93,620	103,190	114,570

## 2. P/E 方法:

BSC は PNJ の 2020 年 PE が 14x であると維持しております。

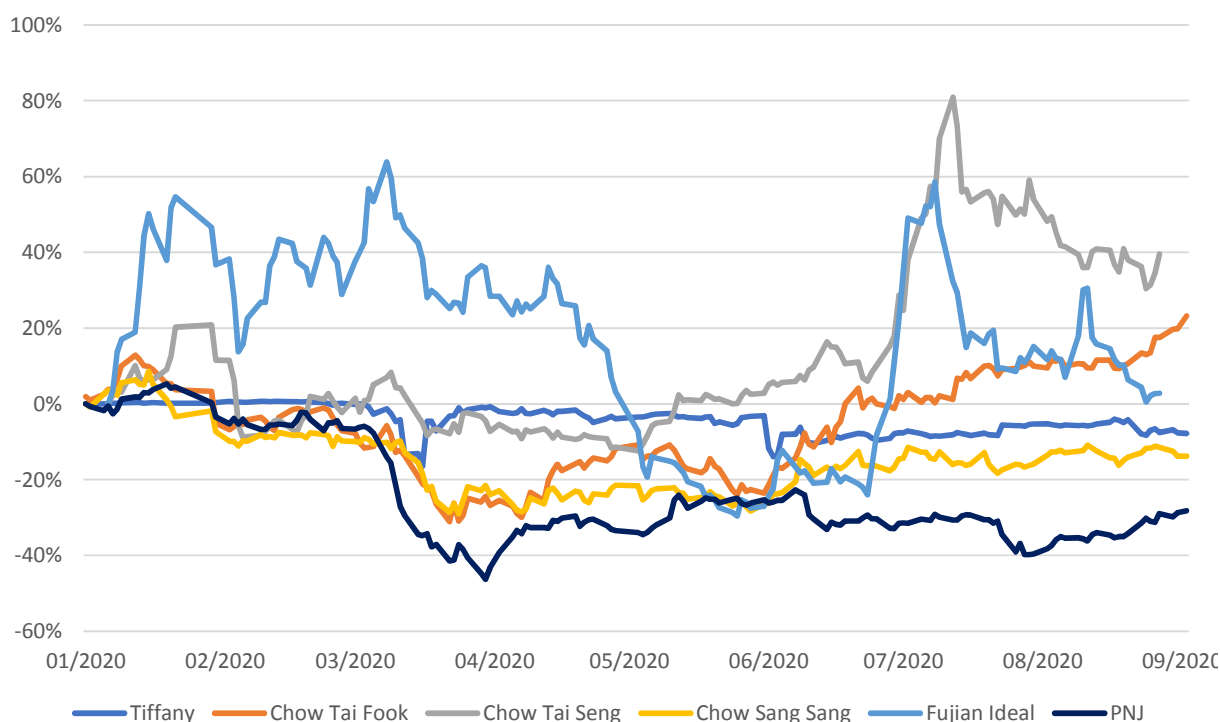


### 地域における同業界の企業

Tên Công Ty	Mã Cổ Phiếu	Vốn hóa (tỷ)	P/E TTM	P/B TTM	EV/EBITDA TTM	Biên góp (%)	ROA (%)	ROE (%)
ZHEJIANG MING JEWELRY CO-A	002574 CH	389.6	-	0.8	-	10.5	0.6	0.7
FUJIAN IDEAL JEWELLERY IND-A	002740 CH	420.1	-	1.2	-	28.7	(6.5)	(11.5)
CHOW SANG SANG HLDG	116 HK	758.7	9.1	0.6	4.4	-	4.3	6.1
CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A	002867 CH	2,600.8	19.7	3.7	-	43.3	15.5	20.0
CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	1929 HK	10,748.2	28.7	3.2	13.8	-	4.6	10.2
TIFFANY & CO	TIF US	14,746.0	37.4	4.7	14.7	55.7	5.4	11.1
<b>PHU NHUAN JEWELRY JSC</b>	<b>PNJ VN</b>	<b>569.2</b>	<b>12.7</b>	<b>2.8</b>	<b>10.2</b>	<b>17.3</b>	<b>14.1</b>	<b>23.6</b>
	<b>Trung bình</b>	4,943.9	23.8	2.3	5.5	34.6	3.9	6.1
	<b>Trung vị</b>	1,679.8	24.2	2.2	2.2	36.0	4.4	8.1

Nguồn: Bloomberg

### 2020年における株価の変動(年初比)



## 付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021
売上高	14,571	17,001	15,875	17,813
売上原価	(11,792)	(13,540)	(12,753)	(14,309)
売上総利益	2,779	3,461	3,121	3,503
販売費用	(1,170)	(1,363)	(1,389)	(1,558)
企業管理費用	(346)	(479)	(475)	(533)
営業利益/損失	1,263	1,619	1,257	1,412
金融活動収益	7	2	6	15
金融活動費用	(66)	(119)	(151)	(155)
借入費用	61	(115)	(150)	(151)
営業利益/損失	-	-	-	-
他の収益	2	0	0	0
税引前利益	1,206	1,503	1,113	1,272
法人税額	(246)	(312)	(231)	(264)
税引後利益	960	1,191	882	1,008
少数株主持分	-	-	-	-
少数株主税引後利益	960	1,191	882	1,008
EBITDA	1,305	1,675	1,320	1,468
EPS	4,214	4,915	3,877	4,407

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021
現金及び現金相当	207	95	432	825
短期投資	-	-	-	-
短期未収金	155	139	132	143
棚卸資産	4,968	7,019	6,579	7,136
その他流動資産	75	78	77	87
他流動資産	5,405	7,331	7,221	8,192
有形資産	-	-	-	-
原価償却	(228)	(271)	(271)	(271)
建設中非流動資産	-	-	-	-
長期投資	-	-	-	-
他の非流動資産	185	247	247	247
非流動資産	1,033	1,270	1,319	1,406

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021
税引後利益	1,206	1,503	1,113	1,272
原価償却及び割当て	42	56	63	56
流動資本変更	(1,285)	(1,953)	(62)	(440)
他の修正	(319)	(398)	(381)	(415)
営業活動からキャッシュフロー	(302)	(677)	877	610
固定資産購入額	(336)	(208)	(112)	(144)
他の投資金	167	2	6	15
投資活動からキャッシュフロー	(169)	(206)	(106)	(129)
配当金	(268)	(344)	(225)	(338)
借入から金額	674	1,048	(208)	250
他の未収金	771	1,115	(227)	(338)
金融活動からキャッシュフロー	503	771	(434)	(87)
初期キャッシュフロー	175	207	95	432
内期キャッシュフロー	32	(111)	337	393
最後期キャッシュフロー	207	95	432	825

指数(%)	2018	2019	2020	2021
支払能力				
流動比率	3.47	2.81	3.00	3.09
当座比率	0.23	0.09	0.23	0.36
資本構成				
負債比率/総資産	0.24	0.30	0.28	0.28
負債比率/株主資本	0.42	0.57	0.47	0.46
稼働能力				
棚卸資産回転期間	123.5	149.4	150.0	145.0
売掛金回収期間	3.9	3.0	3.0	2.9
買掛金回収期間	10.6	18.5	4.9	5.9

<b>総資産</b>	<b>6,438</b>	<b>8,600</b>	<b>8,540</b>	<b>9,599</b>
買掛金	343	688	171	231
短期借入	1,558	2,611	2,403	2,654
他の短期借入	776	629	636	714
<b>短期借入総額</b>	<b>2,677</b>	<b>4,018</b>	<b>3,363</b>	<b>3,822</b>
長期借入	8	4	4	4
他の長期借入	1	0	0	0
長期借入総額	16	8	8	8
<b>負債総額</b>	<b>2,693</b>	<b>4,026</b>	<b>3,371</b>	<b>3,830</b>
出資金	1,670	2,253	2,253	2,253
株式会社化による資本剰余金	-	-	-	-
未処分利益	885	1,042	1,637	2,237
他の株主資本	(0)	(2)	(2)	(2)
少数株主持分	-	-	-	-
<b>株主資本総額</b>	<b>3,745</b>	<b>4,574</b>	<b>5,169</b>	<b>5,769</b>
<b>総資本</b>	<b>6,438</b>	<b>8,600</b>	<b>8,540</b>	<b>9,599</b>
流行中株数	167	225	225	225

現金回転率	116.8	133.8	148.1	142.0
-------	-------	-------	-------	-------

<b>利益性</b>				
売上総利益率	18.9%	20.2%	19.5%	19.5%
税引後利益率	6.6%	7.0%	5.6%	5.7%
ROE	25.6%	26.0%	17.1%	17.5%
ROA	14.9%	13.8%	10.3%	10.5%

<b>評価</b>				
PE	14.32	11.54	15.58	13.63
PB	3.08	4.24	2.66	2.38

<b>成長率(前年同期比)</b>				
売上高	32.7%	16.7%	6.6%	12.2%
税引後利益	33.1%	28.2%	22.3%	12.3%
税引前利益	32.9%	24.6%	25.9%	14.3%
EPS	32.9%	16.6%	21.1%	13.7%

ソース: BSC Research.

## 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: +84439352722  
Fax: +84422200669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

**Bloomberg: RESPBSCV <GO>**