

2020年5月26日

# Vietnam JS Commercial Bank of Industry and Trade (CTG: HOSE)

## 増資は成長の主要な推進力

### 株主総会の重要なポイント

・総会は、CTGの信用成長目標を4%~8.5%の範囲で、総資産成長を1%~3%の範囲で、預金成長を5%~10%の範囲で承認した。NPLは2%未満をターゲットにしている。2020年のPBT目標はまだ確定されていない。なぜなら、それはCovid-19パンデミックがどのように進展するかと銀行の資本状況の両方に依存するためである。銀行は2020年上半期の税引前利益が前年比12.5%増で6兆ドンに達成すると予想している。

・2020年の焦点は継続的な不良債権の解決である。経営陣は、残りのVAMC債券(5.36兆ドンの純残高、総貸出残高の0.58%占め、年初来13.4%減)、および不良債権の増加(1.83%、年初来56.4%増)を清算するために引当金を準備していると強調した。信用の伸びが停滞しているため、2020年の信用コストが上昇すると予測している。

・経営陣は、2020年に、NIMが減少すると予想している。原因は次のとおりである。

- (1) コロナの影響を受けた企業を支援するための経済刺激パッケージによって課される貸出金利の低下
- (2) CARレベルを改善するために劣後債が追加に発行されるため、資金調達コストが増加する

・銀行は現金配当を支払わずに、2019年のすべての利益を保持することを政府に提案した。

### 2020年第1四半期の業績ハイライト：不良債権が増加

・第1四半期では、グループ3の債権(返済能力が標準以下の債権)がほぼ4倍になり、不良債権残高が6.1兆ドン増加し、前年比で56.4%増加した。延滞ローンの残高は8.4兆ドン増加し、年初来51%増になった。NPL比率は、2019年の比較的堅調な1.16%から1.83%に急上昇した。

・VAMC債券を含めると、不良債権比率と不良債権残高に対する引当率(LLC)は、2019年のそれぞれ1.8%と76%から2020年第1四半期に2.4%と59%と大幅に悪化した。

## 経済刺激パッケージの影響

2020年の第1四半期末までに、CTGは3,000名の顧客に0.5%~1.5%の金利引下げを適用し、これらの顧客の貸出残高は60兆ドンで、銀行全体の貸出残高の6.5%に相当していた。同時に、18兆ドンの貸出残高は、通達01に従って再編され、銀行貸出総額の2%を占めていた。これにより、資産利回りが前四半期比24bps低下し、NIMが前四半期比13bps低下して2.83%になった。CTGは、第2四半期から新しい大規模な経済刺激パッケージも提供していた。これは、将来の利息収入に影響を与え、将来の引当金の上昇をもたらす。会長によれば、2020年の債務再編と金利優遇プログラムによる総収入損失は3~4兆ドンと推定されている。

## 評価観点

Covid-19の影響を反映するため、CTGの利益の予測を前年比21.7%減の9.22兆ドンに下方修正した。2021年には、CTGは税引前利益が前年比45.5%増の13.42兆ドンに達成すると予想している。2020年および2021年のROAEは、それぞれ9.4%および12.8%と予測されている。一株あたり23,050ドンの現在価格で、CTGはそれぞれ1.06xと0.98xの2020年P/Bと2021年P/Bで取引されている。1年間の目標価格は、1株あたり27,200ドンである。アップサイドは18.0%であるため、「OUTPERFORM」という推奨を維持する。

## 2020年株主総会

CTGは最近2020年の年次総会を開催した。以下が主なハイライトである。

【表1】2020年の目標

(兆ドン、%)	2018年	2019年	前年比	2020年(計画)	前年比
総資産	1,164	1,241	6.6%	1,253 to 1,278	1-3%
信用総額	888	953	7.3%	991 to 1,034	4-8.5%
預金残高(有価証券を含め)	872	950	8.9%	997 to 1,045	5-10%
NPL(通達02に基づき)	1.59%	1.16%		2%未満	
税引前利益(10億ドン)	6,559	11,781	79.6%	未定	

出典: CTG, SSI Research

## 2020年の経営計画

・総会は、CTGの信用成長目標を4%~8.5%の範囲で、総資産成長を1%~3%の範囲で、預金成長を5%~10%の範囲で承認した。NPLは2%未満をターゲットにしている。2020年のPBT目標はまだ確定されていない。なぜなら、それはCovid-19パンデミックがどのように進展するかと銀行の資本状況の両方に依存するためである。

WWW.SSI.COM.VN

SSI SECURITIES CORPORATION

Member of the Ho Chi Minh Stock Exchange, Regulated by the State Securities Commission

HO CHI MINH CITY

Floor 18th, Office Tower 2, Saigon Centre, 67 Le Loi Street, Ben Nghe Ward, District 1, Ho Chi Minh City  
Tel: (84-28) 3636 3688  
Fax: (84-28) 3636 3668  
Email: info@ssi.com.vn

HANOI

1C Ngo Quyen Street, Ha Noi City  
Tel: (84-24) 3936 6321  
Fax: (84-24) 3936 6311  
Email: info@ssi.com.vn

・2020年の焦点は継続的な不良債権の解決である。経営陣は、残りの VAMC 債券（5.36 兆ドンの純残高、総貸出残高の 0.58% 占め、年初来 13.4% 減）、および不良債権の増加（1.83%、年初来 56.4% 増）を清算するために引当金を準備していると強調した。信用の伸びが停滞しているため、2020年の信用コストが上昇すると予測している。

・経営陣は、2020年に、NIM が減少すると予想している。原因は（1）コロナの影響を受けた企業を支援するための経済刺激パッケージによって課される貸出金利の低下、と（2）CAR レベルを改善するために劣後債が追加に発行されるため、資金調達コストが増加することにある。

・CIR は 2020 年第 1 四半期に 31% で十分に管理され、2020 年には 40% 未満を目標としている（2019 年の CIR は 38.8%）。銀行は人員削減を計画していないが、運営効率を確保するために必要に応じて人員を再編成する。

## 2019 年配当と増資

・銀行は現金配当を支払わずに、2019 年のすべての利益を保持することを政府に提案した。

・2020 年第 1 四半期の CAR は、通達 41（バーゼル II）によると 8.6% で、通達 22（バーゼル I）によると 10% であった。CTG は引き続き資本バッファを改善するための対策を講じる。これらには、Tier 2 資本（補完的自己資本）を増やすために劣後債を発行すること（2019 年に発行された劣後債は 5.55 兆ドンだった）、多数の子会社における持ち分を売却すること、および他行の Tier 2 債券への投資ポートフォリオのサイズを縮小することなどがある。

・現在、CTG は国の所有比率の最低レベル（64.5%）と外国投資家の所有比率の上限（29.6%）に達しているため、私募では資本を調達できない。

## 2020 年第 2 四半期の見込み

4 月末までに、貸出残高は第 1 四半期と比較して減少し続け、Covid-19 による需要の低迷から年初来 2% 減となった。ただし、5 月から、社会的距離の緩和により、貸出は回復すると見通す。

当行は、2020 年上半期の税引前利益が前年比 12.5% 増の 6 兆ドンを達成すると予測し、厳しいビジネス環境にもかかわらず、積極的な目標を掲げている。NPL は、2020 年第 1 四半期の 1.83% から 2020 年第 2 四半期の 1.5% に削減される。

## 2020年第1四半期の業績

2020年第1四半期に、総業務利益（TOI-Total Operating Income）は前年比10.9%増の10.69兆ドンを達成し、税引前利益は前年比5.7%増の2.97兆を達成した。TOIは、Covid-19の流行の状況下でも順調に成長し、そのうち、純利息収入と手数料収入が前年比それぞれ5.9%増と9.3%増の1桁成長していたが、トレーディングおよび投資活動からの収入およびライトバックによる収入が大幅に成長した（前年比52.2%増と34%増）。運用コストは前年比2.5%増に大幅に抑制されたが、引当金コストは35.5%増加した。

### 不良債権が増加した

・クレジット残高は1.4%わずかに減少したが、セクター平均は年初来1.3%増加した。貸出残高は前年比1.2%減少し、社債（クレジット全体の1.74%を占める）は前年比8.9%減少した。

・顧客別では、貸出構造は安定し、そのうち、33%が個人顧客向け貸出し、23%が中小企業向け貸出し、39%が大企業向け貸出し、5%がFDIセグメントに属している。

・反対に、質によって分かれている債務グループ間には、大きな変化が見られる。詳細には、グループ3の債権（返済能力が標準以下の債権）がほぼ4倍になり、不良債権残高が6.1兆ドン増加し、前年比で56.4%増加した。延滞ローンの残高は8.4兆ドン増加し、年初来51%増になった。NPL比率は、2019年の比較的堅調な1.16%から1.83%に急上昇した。

・VAMC債券を含めると、不良債権比率と不良債権残高に対する引当率（LLC）は、2019年のそれぞれ1.8%と76%から2020年第1四半期に2.4%と59%と大幅に悪化した。

・その結果、引当金コストは主にグループ3とグループ4のローンのため、前年比35.5%増加した。

### 経済刺激パッケージの影響

・2020年の第1四半期末までに、CTGは3,000名の顧客に0.5%~1.5%の金利引下げを適用し、これらの顧客の貸出残高は60兆ドンで、銀行全体の貸出残高の6.5%に相当していた。同時に、18兆ドンの貸出残高は、通達01に従って再編され、銀行貸出総額の2%を占めていた。これにより、資産利回りが前四半期比24bps低下し、NIMが前四半期比13bps低下して2.83%になった。CTGは、第2四半期から新しい大規模な経済刺激パッケージも提供していた。これは、将来の利息収入に影響を与え、将来の引当金の上昇をもたらす。会長によれば、2020年の債務再編と金利優遇プログラムによる総収入損失は3~4兆ドンと推定されている。

・当四半期の手数料収入は、1桁成長して前年比9.3%増となった。しかし、2019年の前年比46.4%増と比較すると、大幅な減少であった。クレジットの減少の影響を受けたが、銀行は顧客への手数料を大幅に削減し、平均20%から50%までに減少した。具体的には、特別な顧客サポートを提供するために、トレードファイナンス手数料など、いくつかの種類の手数料が免除されていた。

## 予測調整

**2020年の場合**、Covid-19の影響を反映するために、CTG利益の予測を前年比21.7%減の9.22兆ドンに修正する。主な仮定と根拠は次のとおりである。

・**増資**：2019年の初めに、中央銀行の総裁は、増資のためにCTGが2017年と2018年の残りのすべての利益（所定資金とボーナス資金に割り当てた後）を保持する計画をすでに承認していると述べた。これらの金額は、銀行の定款資本金の18.9%に相当している。

それでも、このプロセスにはいくつかの法的手続きを完了する必要がある。これまで、財務省は政令91/2015および政令32/2018の改正案を完成させ、政府の承認を求めるために6月初旬に提出する予定である。これは、今年5月に開催され、6月まで続く国会の承認も必要である。

CTGは2017年と2018年の残りの利益を保持できると想定している。また、銀行が増資ができない限り、2019年と2020年には現金配当は支払われないと想定している。さらに、資本を増やすために、追加の措置がまもなく導入されると私たちは信じているが、これはまだ利益評価モデルに反映されていない。

・**融資の伸び**は、前回の予想である前年比8.6%増から、前年比6.8%増に下方修正された。

・**NIM**は、38bps低下して2.52%に下方修正された。これは、貸出金利が38bps低下し、7.72%/年に落ち込むためである。この結果は、前述の膨大な経済刺激パッケージと、Circular 01に従って再構築された債務による利息収入の損失を検討したことである。CTGは資本バッファを改善するためにTier-2債券を追加に発行することにより、資金調達コストも9bps上昇して年率4.62%になる。

・手数料収入の成長率の予測は、前年比31.5%増から、前年比14%増に調整された。この調整は、クレジットの伸びの低下、および顧客の取引手数料を削減するさまざまな刺激策に沿ったものである。Covid-19により、取引総額の増加も減少する。

・**CIR**は38.8%から37.4%に調整され、銀行の計画である40%を下回っている。運用コストを削減するために、PPOPの成長を維持するために人件費が大幅に削減されることを想定している。

・クレジットコストは 22 bps 上昇して 1.16%となる。これは、償却前の不良債権が前年比 20.3%急増し、特にグループ 5 の債権は前年比 50%急増することを想定している。また、VAMC 債券のための引当金について、銀行は 3.63 兆ドン増加し、2019 年の残高の約 59%になると想定している。CTG は、当初予定のように VAMC 債券の解決は 2020 年に完了することができなくて、2021 年までに延長される。

2021 年には、CTG は税引前利益が前年比 45.5%増の 13.42 兆ドンに達成すると予想している。2020 年および 2021 年の ROAE は、それぞれ 9.4%および 12.8%と予測されている。主な仮定は次のとおりである。

- ・信用の伸びは、前年比 8.4%増に回復する。
- ・NIM は 2.71%（前年比 19 bps 増）に回復し、2019 年の 2.88%を下回る見込みである。2020 年と比較すると、資産の利回りと資金調達コストは前年比それぞれ 21 bps 増と 4 bps 増でどちらでも増加する。NII は、前年比 15.9%増の 36.14 兆ドンに上昇すると想定している。
- ・手数料収入は、前年比 18%と緩やかに増加する。非利息収入は前年比 14.1%増加し、8.73 兆ドンになる。
- ・銀行は引き続き不良債権に対する引当金を増やし、信用コストを 1.14%に引き上げる。私たちは、銀行が 2021 年に VAMC 債の残りの 2.56 兆トンの清算を完了すると想定している。

## 投資観点

一株あたり 23,050 ドンの現在価格で、CTG はそれぞれ 1.06x と 0.98x の 2020 年 P/B と 2021 年 P/B で取引されている。

CTG は近年、資産と資金源の再構築、および収益性を高めるためのさまざまな手段の導入に非常に積極的に取り組んでいる。しかし、Covid-19 パンデミックは銀行の利益にさまざまな課題をもたらし、特に CTG は社会的に責任のある国営銀行であり、支援プログラムを実施する必要があることである。したがって、目標の P/B を 1.4x から 1.2x に減らす。

1 年間の目標価格は、1 株あたり 27,200 ドンである。アップサイドは 18.0%であるため、「OUTPERFORM」という推奨を維持する。

## 1. 免責事項

---

このレポート内の情報、意見、見通しは信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、当社はその正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は作成時点の最新の情報に基づき熟考されたものであり、公正で合理的なものとなっております。これらの意見は予告なく変わる可能性があります。また、このレポートは投資勧誘を目的としたものではありません。当社及びその関連会社は本資料に記載された会社の証券等を自己勘定で売買することがあり、また当該企業に対し投資銀行業務を行なう場合があります。

このレポートは提供されたお客様限りでご利用下さい。当社は本資料による直接的、間接的損失に関して一切の責任を負いません。投資に関する最終決定はお客様自身の判断と責任でなされるようお願い致します。

## 2. 問い合わせ先情報

---

Hoàng Việt Phương

部長

[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

Trần Việt Hà

アシスタント

[hatv@ssi.com.vn](mailto:hatv@ssi.com.vn)

---

**WWW.SSI.COM.VN**

**SSI SECURITIES CORPORATION**

Member of the Ho Chi Minh Stock  
Exchange, Regulated by the State  
Securities Commission

**HO CHI MINH CITY**

Floor 18th, Office Tower 2, Saigon  
Centre, 67 Le Loi Street, Ben Nghe  
Ward, District 1, Ho Chi Minh City  
Tel: (84-28) 3636 3688  
Fax: (84-28) 3636 3668  
Email: [info@ssi.com.vn](mailto:info@ssi.com.vn)

**HANOI**

1C Ngo Quyen Street, Ha Noi City  
Tel: (84-24) 3936 6321  
Fax: (84-24) 3936 6311  
Email: [info@ssi.com.vn](mailto:info@ssi.com.vn)