BSC
BIDV SECURITIES JSC

2023 年セクター見通し



科目

内容 **ページ**

1. 2023 年市場の見通し....3
2. 2023 年セクターの見通し....9
3. 2022 年の注目銘柄....16
4. 業界に影響を及ぼすマクロ要素....18
5. 2023 年出来事....19
6. 2023 年に業界に影響を及ぼす政策....20
7. 2023 年セクター見通し....23
7.1. 金利低下及び政策反転の場合、恩恵を受ける業界....23
銀行業 [有望]....23
工業団地区用不動産業 [有望]....31
商業不動産業 [強気]....35
7.2. 公共投資からの恩恵を受ける業界....42
港湾業 [中立]....42
鉄鋼業 [中立]....45
7.3. 中国の経済活動再開から影響を受ける業界....48
消費材・小売り業 [消費材・小売り業]....48
航空サービス業[有望] – 航空運輸業[中立]....51
原油製品輸送業[有望] – コンテナ運輸業[弱気]....56
自動車業[中立]....59
水産業[中立]....61
タイヤ業[有望]....64
畜産業[中立]....67
肥料業[中立]....68
化学業[中立]....70
7.4. 他の業界....71
石油・ガス業[有望]....71
IT・郵便通信業[有望]....Error! Bookmark not defined.
損害保険業[中立]....77
電気業[中立]....80
繊維・アパレル業[弱気]....83

付録 86

1. 2023 年市場の見通し

数年にわたって、BSC は年間投資テーマや機会について概要を提供している。投資家はこの評価を基く、年間投資選択を得ることができる。2022 年には、投資家は様々な感情を経験していた。そのうち、2022 年の投資環境に左右したいくつかの要素は下記の通りです。

1. ロシア・ウクライナ戦争、中国の「ゼロコロナ政策」は生産、輸出に影響を与え、世界インフレを間接的に加速した。
2. インフレ率上昇に対応するために、世界で FED は金融引き締め政策を実施した。特に、米中央銀行が金利を 0%～0.25%から 4.25%～4.5%に引き上げた。従って、多くの中央銀行は利上げを実施した。
3. 不動産市場、証券市場における価格操作、社債発行違反行為は投資家の心理、VN インデックスに大きく影響を与えた。

2023 年には、証券市場は様々な困難に直面する予測されている。2022 年には、(1)GDP 成長率が前年比+8.2%増となった、(2)輸出入額が 7,302 億ドルに達した、(3)インフレ及び為替レートがコントロールされた。しかし、2023 年に世界経済が減速する予測されていることで、ベトナム経済は影響されるだろう。

2023 年には、BSC は下記の通りにマクロ経済を予想しております。

- 2023 年の GDP 成長率はポジティブなシナリオには、6.7%、ネガティブなシナリオには、6.2%となると予測される。
- 2022 年下半期には、国内インフレ率が上昇した背景には、USD/VND レートは安定的な水準で維持する。
- 世界経済が減速することで、ベトナムの輸入出の伸び率が低下する。

2018 年～2022 年におけるマクロ指標及び 2023 年予想指標

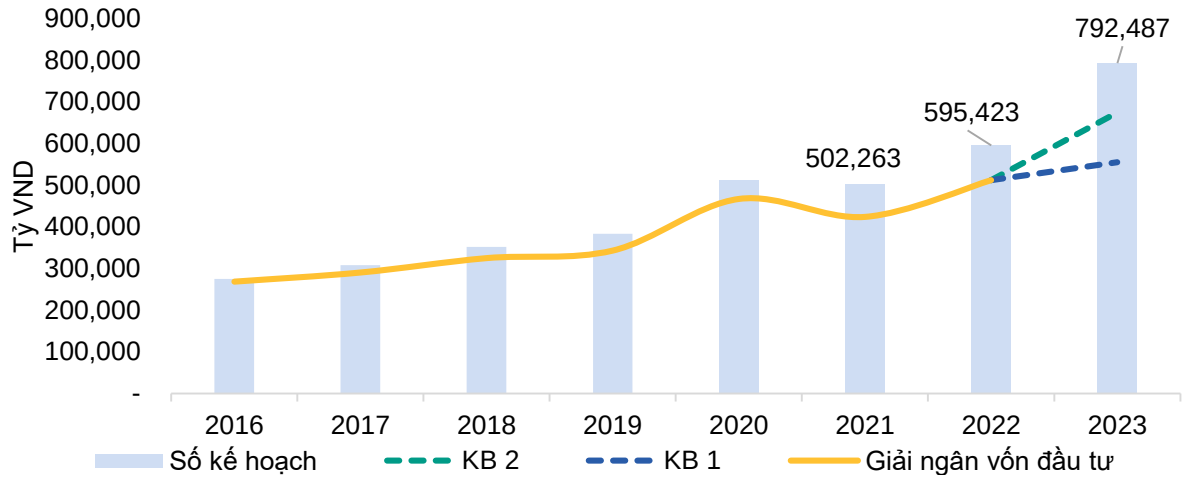
指標／年	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
						KB1	KB2
GDP YoY (%)	7.08	7.02	2.91	2.58	8.02	6.2	6.7
インフレ率 YoY (%)	2.98	5.3	0.2	1.81	4.55	5.1	3.5
輸出額(10 億ドル)	243.5	263.45	281.5	336.25	371.5	393.4	402.6
輸入額 (10 億ドル)	236.7	253.51	262.4	332.25	360.3	380.1	387.4
貿易収支(10 億ドル)	6.8	9.9	19.1	4.0	11.2	13.3	15.2
為替レート (VND/USD)	23,355	23,229	23,229	22,920	23,480	24,400	23,900
公共債務/GDP (%)	58.4	57.4	56.8	43.7		-	
政府債務/GDP (%)	50	49.9	50.8	39.5		-	
国家予算の実行額	324,906	342,948	466,597	423,647	511,562		
貸付成長率 (%)	14	13	12	13	13	8%	14%
FDI 認可額(10 億 USD)	25.57	22.5	21.1	24.3	22.5	-	
FDI 実行額 (10 億 USD)	19.1	20.4	20	19.9	22.4	24.8	27.0

BSC は 2023 年には、業界における明暗で大きく分かれると強調しております。そのために、投資家は 2023 年の「波」を超える為に、株式選択及びリスク管理規則という羅針盤を守るべきだ。下記は 2023 年に市場に影響を与える問題である。

1. **拡大財政政策は公共投資刺激パッケージと共に 2023 年～2025 年期間における経済回復・発展計画をサポートする枠となる。**2022 年には、国家予算実行額は前年比+18.8%増の 511 兆 5,620 億ドンで、年間計画の 85.2%を達成した。

しかし、(1)いくつかの大型案件への投資額が予想を上回った、(2)案件の企画に関する手続きが遅くなったという問題は解消のシグナルを見せている。具体的には、2023 年 1 月 1 日以後、南北高速道路案件の 12 案件は着工されて、2025 年に完成する見込みです。インフレ率上昇及び高い金利により、企業の経営環境が様々な困難に直面している背景には、公共投資は経済成長に対して「ゴールド鍵」だと評価されている。BSC は建設業、建材業などの直接的な業界及び商業不動産業、工業団地区不動産業業、港湾などの間接的な業界は積極的に恩恵を受けると期待しております。

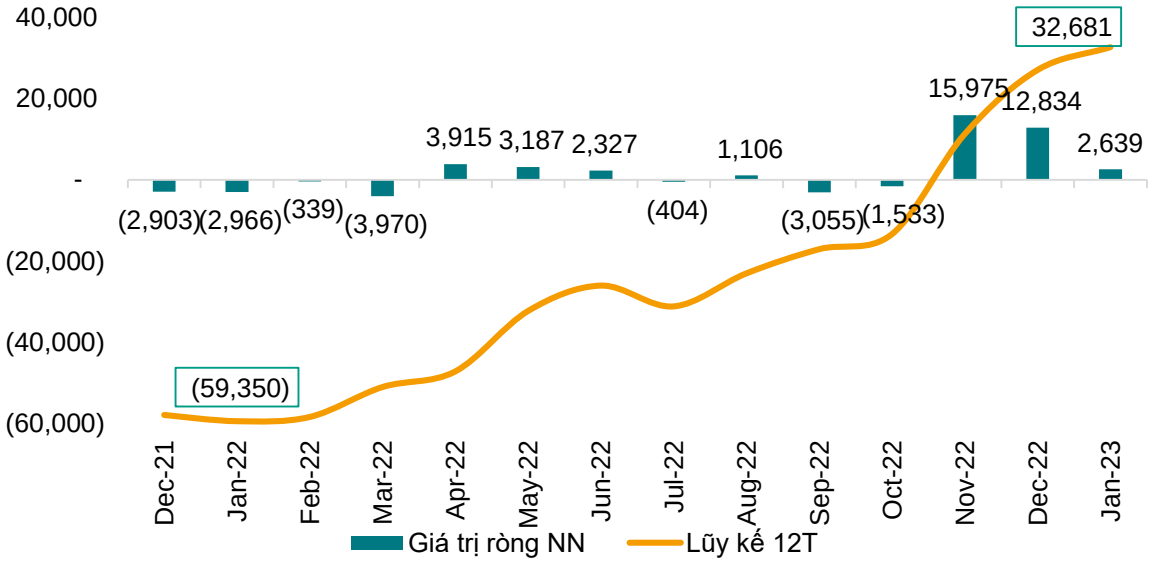
2016 年～2023 年期間における国家予算実行額



ソース：FiinPro

1. 中国が経済活動を再開したのはベトナムの経済成長を促進する。それは(1)中断されたサプライチェーンを回復し、国内企業の生産費用を削減する、(2)観光業を回復するということです。
2. 2022 年第 4 四半期には、外国人投資家は市場を牽引して、2023 年に引き続き肝心な要素となると予測された。2023 年 1 月まで、12 ヶ月の買越額は 32 兆 6,810 億ドンに達した。そのうち、最も額は 2022 年 11 月及び 12 月に集中した。その時、VN インデックスは大幅に下落し、5 年ぶり最低水準で評価された。

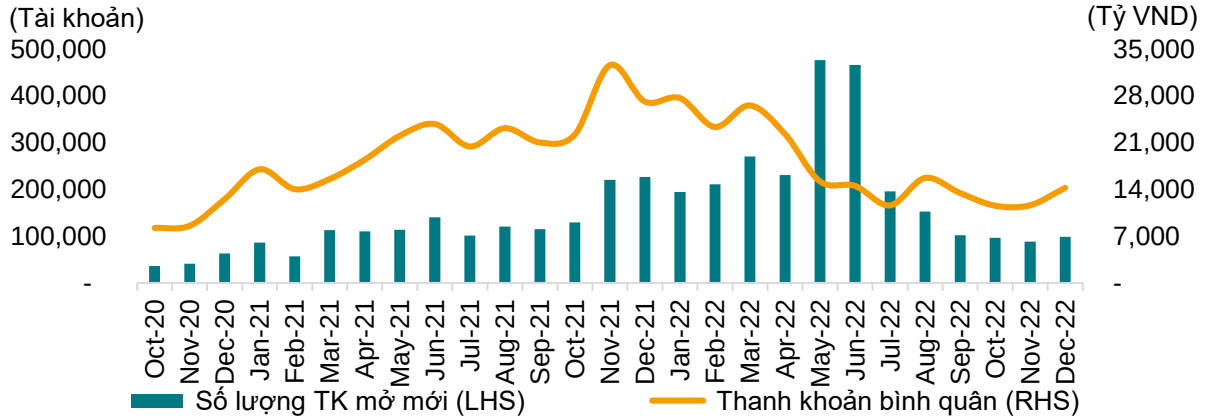
外国人投資家の月刊及び 12 ヶ月の買越額及び売越額（10 億ドン）



ソース：Fiinpro

3. 現在まで、国内個人投資家の 680 万口座は次の段階に市場発展の原動力となる。そのうち、2021 年～2022 年期間には、新規口座数は 410 万口座で、20 年間（2000 年～2020 年）の新規口座数に比べて 2.5 倍に増加した。BSC はマクロ経済が安定的になると共に、政府が企業の資本調達チャネルとなる証券チャネルを促進する背景には、個人投資家の資本は証券市場の原動力となると評価しております。

新規証券口座数及び平均売買代金



ソース：Fiinpro

4. **株式取引からの利益を増やすのは困難に直面する。原因は VN インデックスが 2022 年に大幅に上昇したことから由来した。しかし、BSC はポジティブなシナリオには、利益率が前年比+4%増となると予測しております。BSC は株式を 3 グループを分けた。**
   - 電力業界、IT 業界、通信業界などの防衛株は二桁成長率を維持する。
   - 建材業界、航空業界、小売り業界、飲食料品業界の株式は 2022 年に低い水準で留まったが、2023 年に大幅に回復する。

- 2022 年に高い水準に達した後、2023 年に利益率上昇の圧力を受ける株式は銀行業界、水産業界、繊維・アパレル業界、石油業界、不動産業界、港湾業界及び化学品業界である。

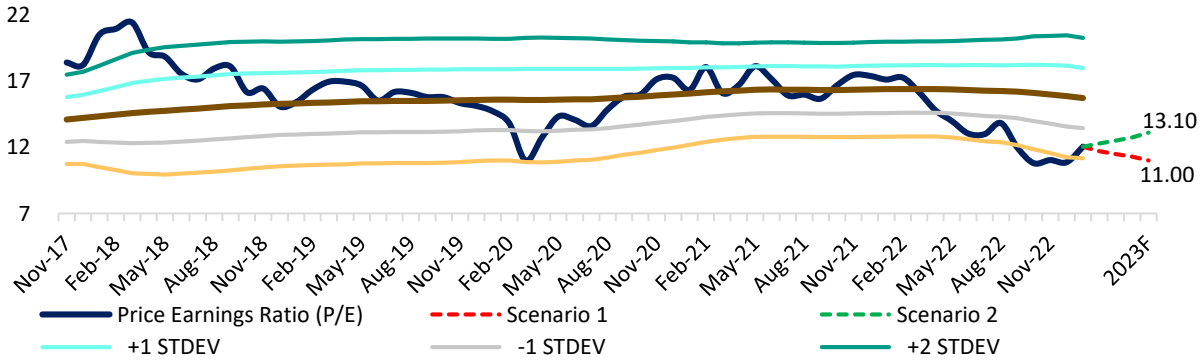
2022 年及び 2023 年予想の業界成長率

業界	2022 年の成長率	2023 年の成長率
石油	71%	-21%
工業	147%	-20%
繊維・アパレル	-2%	-9%
不動産	-8%	-7%
水産	128%	-3%
飲食料品	-36%	7%
電力	18%	9%
銀行	27%	11%
小売り	-1%	14%
テクノロジー	21%	23%
通信	5%	30%
港湾	72%	33%
建材	-79%	44%
航空	72%	292%

ソース：BSC research

5. **直近の数年には、証券市場は魅力的な水準（2023 年 P/E FW：11.5x）で評価されている。** 2023 年 1 月 20 日時点まで、VN インデックスは P/E の 12.0x で取引し、2020 年の最低評価の付近と相当した。BSC の評価によると、ベトナム経済が長期的に GDP 成長率を高い水準（+6.2%～+6.7%）で維持するに従って、企業の利益率が回復し、成長軌道に戻る。これは長期的に優良な株式を累積の為に、「ゴールデン時点」だと評価されている。

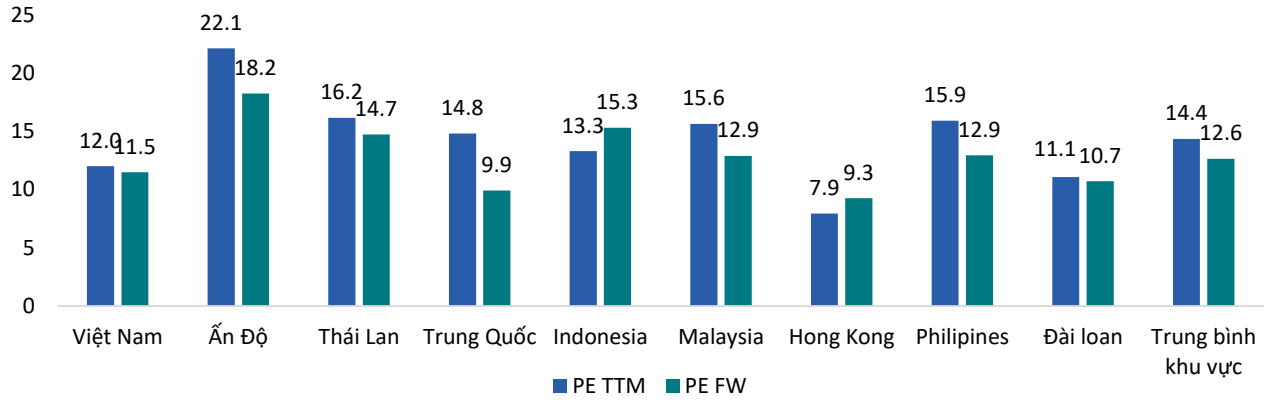
VN インデックスの P/E



ソース：BSC 収集、Bloomberg

ベトナム証券市場の評価は地域の平均予想 PE（12.4x）より低いです。しかし、（1）成長率の余地が大きく残っている、（2）若い人口、（3）安定的な政治制度、（4）ROE、ROA が地域における最高水準に達するグループにある、（5）新興国市場にアップグレードする可能性があるという要素は市場の長期的な上昇原動力となる。

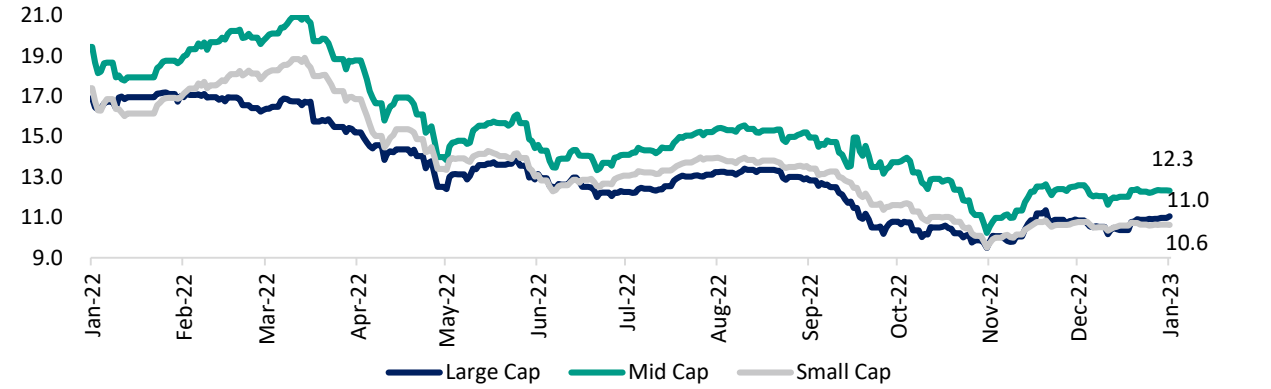
いくつかの市場の PE 及び PE FW



ソース：BSC 収集、Bloomberg

2023 年には、大型株は市場の注目の的になる。銀行業界、IT 業界、鉄鋼業界、石油業界（BSR、GAS を除く）、小売り・食品および飲料(F&B)業界なのの大型株は 2023 年にプラス成長を維持すると予測されている。一方、水産業界、繊維・アパレル業界、化学業界などの中小型株は利益が減少する可能性がある。2022 年 1 月 20 日時点で、大型株は PE の 11x で取引していた。

大型株、中型株、小型株の PE



ソース：BSC 収集、Bloomberg

地域における業界別の P/E 及び P/B

地域における業界別の P/E 及び P/B

国	ベトナム		中央値		インドネシア		マレーシア		フィリピン		タイ	
評価	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
証券	10.5	1.0	12.4	0.8	12.6	0.8	12.2	1.1	9.8	0.9	12.9	0.8
消費財	8.0	1.0	13.0	1.2	11.3	1.1	11.9	1.9	15.6	1.0	14.2	1.2
工業	10.0	0.8	12.7	1.0	12.2	1.0	19.0	0.9	13.2	1.3	12.2	1.0
石油	14.8	1.3	7.8	0.7	6.5	0.7	29.5	3.9	9.0	0.2	6.5	0.7
消費サービス	10.4	1.3	15.8	1.5	13.6	1.5	176.7	1.3	17.9	1.9	13.6	1.5
基本的な建材	8.1	0.7	5.3	1.4	5.3	1.1	12.0	2.0	4.3	1.7	5.3	1.1
ユーティリティー	8.3	1.8	9.6	1.0	7.7	1.0	15.5	1.0	11.5	1.1	7.7	1.0
テクノロジー	10.8	2.0	13.1	2.2	13.1	2.2	n/a	n/a	n/a	n/a	13.1	2.2
健康	13.5	1.3	12.6	1.7	12.6	1.7	30.1	2.0	n/a	n/a	12.2	1.0
通信	17.6	4.4	18.8	2.6	15.7	1.6	21.9	3.6	21.9	3.6	15.7	1.6

ソース：BSC, Bloomberg

2. 2023 年セクターの見通し

各業種の経済サイクルと見通し

2023 年には、(1) インフレ圧力が強まった、(2) 輸出入活動が減速した、(3) 金利が高い水準で維持した、(4) 社債市場及び不動産市場からのリスクという要素は経済成長の目的に達成するを目指す。しかし、(1)VND/USD レートが安定的な水準で維持する、(2)中国が経済活動を再開する、(3)公共投資の実行を強化するというポジティブな要素が見られている。そのために、BSC の評価によると、ベトナムの経済指標を見ると、経済が減速段階にある。経済が回復段階に入る為に、重要な要素は必要がある。それは(1)預金金利及び貸付金利がピックに達して、低下する必要がある、(2)インフレがピークに達し、再び下落する、(3)株価が持続的な上昇傾向を形成するということでございます。

経済循環	インフレ	経済政策	市場のシグナル
(Initial Recovery) 復旧の初期	インフレ率が低下する	刺激	短期金利が低い水準で維持すること或いは引下げること可能性がある。 長期金利が債券価格のトップ高及びトップ安に接近する。 株価が上昇し始める。
(Early Upswing) 高度成長の前期	インフレ率が低水準で維持し、経済成長率が高いです。	刺激を緩和する。	長期金利がトップ安に打つまたは引き上げると共に、債券価格が下落始める。 株価が上昇する。
(Late Upswing) 高度成長の後期	インフレ率が上がる。	引き締め始める。	短・長期金利が引き上げると共に、債券価格が下落する。 株価がトップ高の周りで推移する。
(Slowdown) 高度成長の後期	インフレ率が上がっている。	引き締めを緩和する。	短・長期金利がトップ高に打った後、引下げ始めると共に、債券価格が上昇する。 株価が下落する。
(Recession) 減速期	インフレ率がピックに達する。	緩和	短・長期金利は低下すると共に、債券価格が引続き上昇する。 株価が後退期末に上昇し始める。

セクター見通しのまとめ

業界	観点
銀行業界	有望
消費財・小売り業界	有望
航空業界	有望
原油輸送業界	有望
石油業界	有望
工業団地区不動産業界	有望
IT 業界	有望
港湾業界	中立
鉄鋼業界	中立
航空輸送業界	中立
自動車業界	中立
水産業界	中立
タイヤ業界	中立
畜産業界	中立
肥料業界	中立
化学業界	中立
電力業界	中立
損害保険業界	中立
商業不動産業界	弱気
コンテナ輸送業界	弱気
繊維・アパレル業界	弱気

ポジティブな要素:

1. 公共投資強化及び金融政策
2. 社債発行及び不動産市場サポートに関する第 65 号議定修正
3. 中国の経済活動再開
4. 2024 年以後金利低下傾向

リスク:

1. 米国及びヨーロッパで景気後退リスク
2. 循環株式の業績が高い水準で維持すると共に、物価が急落するリスク
3. ベトナムで経済成長減速リスク

業界	観点	評価	注目銘柄
銀行	有望	• 2023 年の貸付成長率は 12%に低下する。 • 上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の割合は業界によって明暗で分かれ、4 つの商業銀行に集中している。 • 預金金利が上昇する背景には、資本コストが安くなっていない。 • 金利を引き上げる傾向により、銀行業界の当座・普通預金(CASA)が困難に直面する可能性がある。 • 純金利マージン(NIM)がわずかに低下すると予測される。 • ·現在、2023 年 1 月 27 日の時点での銀行業の平均 P/B は 1.3xで評価された。この評価が低い水準で留まったが、現在銀行の財務健全性が良くなっている。そのために、BSC は銀行業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。 • しかし、(1)貸付成長率が低下する、(2)資本調達コストが増加し、CASA の比率が低下することで、NIM が縮小する、(3)資産質の低下リスクにより、貸付コスト及び貸倒引当金繰入額が増加するというリスクに直面する可能性があることで、銀行の利益率を制限する。	–
商業不動産業	有望	• ホーチミン市とハノイの市場で中級製品及び平民製品の不足により、需要は満たされていない。 • 「低金利」周期は終了した。資本調達が問題に直接している背景には、不動産企業は供給源不足段階を過ごしている。その問題は(1)製品が実需に満たされていなくて、不動産企業が買い手と共に借入資本に依存している、(2)不動産分野に対して信用が厳しく管理されている、(3)社債／株式など資本調達チャネルが順調になっていない、(4)金利が上昇する、(5)多くの社債の償還期限が 2023 年～2024 年期間に集中するということです。 • 不動産市場の循環性は高いです。そのために、再構成し、問題が処理されるまでに待つのは不動産市場の低迷段階を乗り越える為の最適な方式だと評価されている。 • 優良な財務健全性、快適な製品、効率な運用を保有している企業は土地面積を拡大する機会がある。BSC は住宅実需がまだ高い水準で維持し、供給源が段々法的な手続きを完成されている背景には、商業不動産業の長期的な見通しが明るいだと評価されている。 • BSC は商業不動産業の中期的な見通しを「弱気」と評価しております。	VRE
工業団地区用不動産業	有望	• 世界で外国への直接的な投資活動がまだ回復していない背景には、ベトナムは世界におけるメーカーを誘致する潜在的な到達点だと評価されている。 • 中国が経済活動を再開したことのおかげで、中国から生産移転傾向がさらに速くなると期待されている。	KBC, IDC, BCM, LHG

業界	観点	評価	注目銘柄
		• 法律環境がより明確くなり、完璧になっているのは行政手続きを短縮し、持続可能な開発を促進すると期待されている。 • 工業団地区のセンターで供給源が不足するのはまだ解決されない問題のほか、賃貸価格を高い水準に牽引した原因です。 • BSC は工業団地区不動産業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。	
港湾業	**中立**	• 2022 年には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量はゆっくりと成長した。2022 年 11 月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比 5%増の 2,300 万 TEU となった。BSC は 2023 年には、世界経済の減速により、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比+3～4%増となると予測しております。 • Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量の成長余地はまだ 20 ～ 25%くらい残っているため、競争が 2023 年に戻す可能性がある。 • 2023 年には、Hai Phong 省で港湾企業の優位性は大きく改善されるだろう。 • BSC は港湾業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。	GMD, VSC
鉄鋼	**中立**	• 2022 年には、鉄鋼消費量は国内も輸出市場で減少した。2022 年の鉄鋼業の消費量は前年比-10.8%減となり、そのうち、国内が同-7%減、輸出市場が同-21%減となった。 • 2023 年に入ると、BSC は不動産に関する問題を解消する政策のおかげで、鉄鋼の消費量が回復すると期待しております。しかし、(1) 国内の不動産市場が冷え込んでいる背景には、企業が案件再構成するために、時間がかかる、(2)大国の経済が引き続き減速するに従って、需要が減少するということを基づく、鉄鋼の消費量がゆっくりと回復するだろう。BSC は鉄鋼業の消費量が前年比+3～5%増となると予測しております。 • 2023 年第 1 四半期には、鉄鋼企業の利益率は回復する。 • BSC は高値で在庫量が 2022 年下半期に計上されたことで、鉄鋼業の 2023 年第 1 四半期見通しを「中立」と評価しております。	HPG, HSG
消費材・小売り業	**有望**	• 2022 年の小売業は 2021 年の低水準を基づくプラスな成長を記録した。 • 2023 年-予測不可能な年間:需要の低迷と大量の在庫からの困難は小売消費企業の 2023 年上半期業績に圧力をかけると予想されております。 • しかし、BSC は小売消費事業が 2023 年末の時点でよりプラスな成長を達すとと予想しています。 • BSC は小売消費業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。	MWG, VNM, MSN, PNJ, DG, FRT

業界	観点	評価	注目銘柄
航空サービス業	**有望**	• 2022 年には、国内線旅客数は前年比 195%増の 8,700 万人となった。2023 年には、BSC は国内線旅客数が前年比 0.3%増の 9,200 万人と予測しております。 • 2022 年には、国内線旅客数は前年比 2,300%増の 1,200 万人となった。 • BSC は航空サービス業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。	ACV, SCS, HVN, VJC
航空運輸業	**中立**	• BSC は主なベトナムの最大航空市場である中国市場の再開により、航空運輸業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。	HVN, VJC
原油製品輸送業	**有望**	• 2022 年末までに、コンテナ価格指数は急激に下落した。2023 年には、BSC は、(1) 供給の大幅な増加、(2) 輸出入活動がゆっくり引き続き成長するという要素を基づくコンテナ運賃が前年比 65% 減少するとの見方を維持しています。 • BSC はコンテナ運輸業の 2023 年投資見通しを「弱気」と推奨しております。	PVT
コンテナ運輸業	**強気**	• 2022 年末までに、(1) ヨーロッパでの石油サプライ チェーンの混乱、(2) タンカーの供給不足ということを受け、石油の運賃が急激に上昇した。 • BSC は、1 月の運賃下落は一時的なものであり、原油用船の供給が期限限られているため、原油価格は 2023 年も高水準で引き続き留まると考えております。 • BSC は原油製品輸送業の 2023 年投資見通しを「有望」と推奨しております。	HAH
自動車業	**中立**	• 2022 年には、全市場の新車販売台数は前年比 33%増の 40 万 4,635 台だった。 • BSC は(1)2022 年の高い基準水準及びインフレ率や金利が高い水準で維持することを受け、自動車販売額が減少すると予想される；(2)自動車生産企業の利益率が主要な生産原材料価格の下落のおかげで僅かに改善すると予想されるという要素を基づく、自動車業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。	VEA
水産業	**中立**	• 2022 年には、水産製品の輸出額は前年比 23%増の 109 億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年比 11%増、同 59%増となった。 • 水産業の 2023 年事業見通し：エビ製品事業：米国とヨーロッパなどの重要な消費市場が多くの困難に直面すると予想されるという背景には、ベトナムのエビ製品消費需要に悪影響を及ぼだろう。 • チャー魚製品事業：BSC は中国の経済開始がチャー魚消費量を増加させて、チャー魚事業の成長が上昇すると期待しております。	VHC, ANV

業界	観点	評価	注目銘柄
		• BSC は水産業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。	
タイヤ業	有望	• BSC はタイヤ企業は（1）収益の伸びが国内需要と主要な輸出市場の継続的な回復で上昇する、（2）稼働効率が資材費や物流費の削減で改善されるという要素のおかげで、2023 年にプラスな成長を維持すると考えております。 • BSC はタイヤ業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。	DRC
畜産業	中立	• 国内生体豚の 2022 年平均価格は豊富な供給と中国市場での生体豚価格から「ドミノ」効果の影響により、大きく変動した。 • 2023 年上半期には、畜産業は、消費者の需要が低く、生体豚の価格に改善要因がないことで、多くの困難を直面する可能性があると予想されております。 • しかし、売上総利益率は（1）供給源の圧力が低下する、（2）中国が経済活動を徐々に正常化している時に需要がサポートされる、（3）家畜用飼料の原材料費用が下落するという要素を基づく、2023 年末の数か月に改善されると予測されております。 • BSC は畜産業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。	DBC
肥料業	中立	• BSC は、肥料企業が（1）2022 年の販売価格が高い水準である、（2）中国が輸出量を増加し、輸入量を減少することにより、販売価格が下落する見込みだ、（3）販売価格が投入ガス価格より大きく下落すると予想されるため、利益率を高い水準で維持することは難しいだろうという要素を基づく、 2023 年にマイナスな成長の圧力に直面すると考えています。 • BSC は肥料業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。	DPM, DCM
化学業	中立	BSC は化学業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。しかし、化学株は数年間に安い水準で取引している。化学品価格が 2022 年のピーク価格帯を超えるために明確な動力を持っていない背景には、成長原動力は、(i) 生産コストの削減(垂直展開) または (ii) 伝統的な製品及び新製品への投資の拡大（水平展開）から由来するだろう。 しかし、BSC は、民間化学企業が開発投資の拡大に国有企業よりも多くの利点を持つと考えております。 • DGC では、BSC は、輸出商品価格が 2022 年のピークを超える動力を持っていないことで、2022 年の高い価格は DGC にとって大きな挑戦であると考えています。しかし、多額の現金残高と安い値のバリュエーション（株価は直近の 8 年間に低い PE で取引されている）ということは DGC の魅力的な要素である。	DGC, CSV

業界	観点	評価	注目銘柄
		• CSV では、BSC は 2022 年の高い価格が CSV にとって大きな挑戦であると考えています。CSV の株価は直近の 8 年間に低い PE で取引されている。	
繊維・アパレル業	強気	• 2022 年には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年比 14.7%増、前四半期比 28%増の 375 億 7,000 億ドンだった。2022 年の成長率は上昇したが、2022 年第 4 読ん半期に前年同期比 5%減となった。 • 繊維・アパレル業の 2023 年見通し:BSC は 2023 年には、繊維・アパレル企業が多くの困難に直面すると考えております。とりわけ、衣料企業は、顧客が経済的困難の背景には大量の在庫を処理し続けるため、新規受注に署名する際に多くの困難に直面するだろう。 • BSC は繊維・アパレル業の 2023 年投資見通しを「弱気」と評価しております。	MSH, TNG
石油・ガス業	有望	• 2022 年には、原油価格は大きく変動し、90 ドル/バレルを戻した。 • 原油消費量は安定的に維持しているが、供給源が OPEC の減産により引き締めされている。 • ベトナムの油田・ガス田からの生産量の減少により、新しいプロジェクトが間もなく開始されるだろう。 • LNG 傾向は長期的に引き続き強化される。 • BSC は石油・ガス業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。BSC は GAS、BSR と PVD の 2023 年投資評価を「買い」と推奨しております。	GAS PVD PVS PLC BSR PVT
IT・郵便通信業	有望	• 2022 年には、IT 業と郵便通信業の収入はそれぞれ、前年比 8.7%増の 1,480 億ドル、同 1.6%増の 1,380 億ドルだった。 • 2023 年には、BSC は、(i) デジタル トランスフォーメーションの継続的な傾向と政府のスマート トランスポートへの投資、(ii) 改正通信法が企業にプラスの影響を与えているという要素を基づく、テクノロジー業と郵便通信業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。 • BSC はテクノロジー業と郵便通信業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。	FPT, CTR
電気業	中立	• 2022 年の商業用発電量は前年比 5.3%増加した。 • エルニーニョ 現象はすぐに戻ると予想されており、これは火力発電所に対す前向きなシグナルだ。 • 新発電価格の枠組みは風力発電所や太陽光発電所への投資を減速させるだろう。 • BSC は電気業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。	HND, QTP, POW, NT2, REE

業界	観点	評価	注目銘柄
損害保険業	中立	• 保険手数料の成長率は上昇したが、保険事業コストの増加が多くの保険企業の保険事業による利益を減少させた。 • 金利が引き上げる傾向があることで、2023 年に金融活動事業の収入は増加すると予測されております。 • BSC は損害保険業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。	BVH, PVI, MIG

3. 2022 年の注目銘柄

銘柄	2023 年の売上高 (10 億 VND)	% YoY	LNST 2023 年の税引後利益 (10 億 VND)	% YoY	2023 年の EPS	P/E fw	P/B fw	2023 年の ROA	2023 年の ROE	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside (%)
LHG	777	24%	316	56%	5,810	3.8	0.6	10%	18%	22,100	31,500	43%
KBC	4,735	395%	1,823	18%	3,166	7.4	0.6	6%	10%	23,400	29,800	27%
BCM	8,447	30%	2,920	73%	2,593	32.6	4.1	6%	17%	84,500	94,200	11%
GVR	27,803	10%	3,510	-8%	1,217	12.1	1.0	6%	8%	14,750	19,100	29%
IDC	9,750	18%	2,926	27%	8,439	4.4	1.3	19%	34%	37,400	52,000	39%
PHR	2,095	23%	967	9%	6,238	6.7	1.5	16%	35%	41,550	61,300	48%
VHM	66,656	7%	22,369	-22%	5,137	8.9	1.2	10%	14%	46,600	n.a	n.a
VRE	9,491	30%	3,673	34%	1,576	18.1	1.8	9%	10%	28,500	31,800	12%
DXG	4,497	-19%	234	57%	1,304	9.6	0.5	2%	4%	12,500	n.a	n.a
NLG	5,364	24%	796	43%	2,602	10.6	1.0	19%	34%	27,000	n.a	n.a
KDH	3,162	9%	1,217	10%	1,614	15.8	1.5	6%	9%	27,000	n.a	n.a
GMD	3,997	2%	2,127	114%	7,059	7.4	1.7	15%	23%	52,100	57,000	9%
HPG	118,630	-16%	11,142	31%	1,916	10.9	1.2	4%	10%	20,850	21,500	3%
HSG	38,764	-22%	1,304	420%	2,181	6.6	1.3	8%	11%	14,450	16,500	14%
MWG	128,461	-4%	4,815	17%	3,289	13.5	1.6	7%	18%	44,500	54,600	23%
VNM	61,883	3%	9,282	9%	4,214	18.0	1.6	19%	27%	75,800	82,200	8%
MSN	84,146	10%	3,710	4%	2,605	35.9	1.6	3%	13%	93,500	96,000	3%
PNJ	35,454	5%	1,968	9%	7,475	11.1	1.6	15%	26%	82,900	95,000	15%
DGW	31,282	42%	766	12%	5,334	7.8	1.6	9%	26%	41,700	45,000	8%
FRT	33,307	10%	418	7%	2,965	25.4	1.6	4%	21%	75,300	77,100	2%

銘柄	2023 年の売上高 (10 億 VND)	% YoY	LNST 2023 年の税引後利益 (10 億 VND)	% YoY	2023 年の EPS	P/E fw	P/B fw	2023 年の ROA	2023 年の ROE	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside (%)
ACV	20,168	46%	8,833	24%	4,058	20.8	3.5	12%	17%	84,538	100,000	18%
SCS	902	6%	674	4%	6,934	10.6	4.3	39%	41%	73,500	76,000	3%
HVN	89,895	27%	-4,329	-59%	(1,955)	(6.4)	(2.1)	-7%	33%	12,600	n.a	n.a
VJC	52,551	34%	552	-125%	1,019	106.0	3.2	1%	3%	108,000	n.a	n.a
HAH	2,694	-16%	374	-55%	5,473	6.9	1.0	7%	11%	37,900	40,000	6%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%
VEA	4,988	5%	7,805	3%	5,721	7.0	1.6	29%	31%	40,065	45,000	12%
VHC	14,372	341%	1,959	-8%	12,800	5.1	1.6	20%	27%	65,400	67,500	3%
ANV	5,346	9%	762	13%	6,900	4.5	1.0	10%	19%	30,900	30,000	-3%
DRC	5,328	9%	338	10%	2,597	8.6	1.6	10%	18%	22,350	23,500	5%
DBC	13,206	8%	159	6%	690	20.8	1.6	1%	3%	14,350	16,400	14%
DPM	15,195	-18%	2,947	-47%	14,174	3.0	1.2	40%	30%	43,200	48,000	11%
DCM	13,035	-18%	2,256	-47%	8,076	3.3	1.4	20%	14%	26,300	30,000	14%
DGC	12,124	-16%	4,322	-22%	10,844	5.1	1.5	21%	33%	55,000	71,300	30%
CSV	2,071	-2%	323	-9%	7,300	4.1	1.0	15%	20%	29,800	30,000	1%
MSH	5,437	-2%	291	-14%	5,800	5.7	0.9	9%	18%	33,000	38,000	15%
TNG	6,375	-6%	274	-6%	2,900	5.2	1.6	6%	15%	15,200	14,750	-3%
GAS	104,090	3%	13,819	-7%	6,793	15.8	3.2	16%	22%	107,300	122,300	14%
PVD	6,771	25%	250	-354%	266	73.3	0.7	2%	3%	19,500	24,600	26%
PVS	20,222	23%	956	24%	1,340	17.6	0.8	3%	6%	23,600	28,900	22%
PLC	9,527	11%	210	58%	2,149	11.9	1.4	3%	12%	25,600	32,500	27%
BSR	118,509	-29%	7,178	-50%	2,292	7.0	0.9	8%	12%	16,083	18,400	14%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%
FPT	51,669	17%	7,991	23%	5,901	13.8	4.1	11%	27%	81,200	91,900	13%
CTR	9,894	6%	571	29%	6,000	10.2	1.6	11%	28%	61,300	70,000	14%
MIG	3,460	30%	146	-8%	885	17.6	1.2	2%	8%	15,100	16,000	6%
BMI	4,145	9%	244	-17%	2,228	10.8	1.1	3%	9%	25,200	24,500	-3%
PVI	5,470	15%	938	12%	3,821	13.3	1.4	3%	11%	49,900	45,900	-8%
HND	11,119	6%	822	44%	1,562	9.0	0.9	10%	12%	13,988	17,200	23%
QTP	11,349	9%	958	24%	2,129	7.0	0.9	11%	16%	14,889	21,300	43%
POW	29,967	6%	2,128	12%	993	12.3	0.8	5%	8%	12,250	13,000	6%
NT2	8,931	2%	790	8%	2,737	10.3	1.8	11%	19%	28,100	28,000	0%
REE	9,034	-4%	2,736	2%	7,698	9.5	1.2	10%	19%	73,500	85,000	16%

ソース: BSC Research

4. 業界に影響を及ぼすマクロ要素

業界に影響を及ぼすマクロ要素

	貿易戦争	原油価格上昇	FEDが金利を引き下げる	米国経済の困難／ブレグジット／EURの値引き下げ	国内銀行の金利を引き下げ	中国が経済活動を再開し	アジア太平洋地域における経済連携協定	自由貿易協定（FTAs）
港湾業	(+/−)	(−)		(−)		(−)	(+)	(+)
不動産業			(−)		(−)			
建設業			(−)		(−)			
セメント業					(+)	(−)		
繊維・アパレル業界	(+/−)	(−)		(−)	(+)		(+)	(+)
電力業		(−)		(+)	(+)			
医薬品業				(+)	(+)			
プラスチック業		(−)			(+)			
タイヤ業	(+)	(−)				(−)		
銀行業	(−)		(−)	(−)	(+) (−)	(−)	(+)	(+)
鉄鋼業	(−)				(+)	(−)		
水産業	(+)			(−)	(+)	(−)		
石油業		(+)				(−)		
肥料業		(−)			(+)	(+)		
ゴム業		(+)				(−)		
タイル業		(−)			(+)			
技術業		(−)		(−)				(+)
港湾業界	(+/−)			(−)			(+)	
航空業	(+/−)	(−)					(+)	(+)
自動車業							(+)	
保険業	(−)				(+)			
小売り業			(−)		(+)		(+/−)	(+/−)
消費財		(−)	(−)		(+)		(−/+)	(+/−)

5. 2023 年出来事

月	日付	ベトナム	日付	国際
1	16	ETF：Finlead、VN30、Midcap、VN100 が投資ポートフォリオを発表する。	31	FED: Meeting
1	19	Future VN30:先物取引契約の決済日		
1	20	上場企業:第 4 四半期財務諸表提出の締切		
2	6	ETF：Finlead、VN30、Midcap、VN100 が銘柄リストでの株式の割合を構成する。	1	FED: Meeting
2	14	ETF：iShares が投資ポートフォリオを発表する。	2	ECB: Meeting
2	16	Future VN30:先物取引契約の決済日		
2	28	ETF: iShares が銘柄リストでの株式の割合を構成する。		
3	10	ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。	16	ECB: Meeting
3	16	Future VN30:先物取引契約の決済日	21 – 22	FED: Meeting
3	17	ETF：VNM が投資ポートフォリオを発表する。	30 – 31	FTSE: Market review
3	24	ETF：VNM, FTSE VN が銘柄リストでの株式の割合を構成する。		
4	17	ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。		
4	20	上場企業:第 1 四半期財務諸表提出の締切		
4	13	Future VN30:先物取引契約の決済日		
5	2	ETF：Vn-Diamond が銘柄リストでの株式の割合を構成する。	2-3	FED: Meeting
5	17	ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。	4	ECB: Meeting
5	18	Future VN30:先物取引契約の決済日		
5	31	ETF: iShares が銘柄リストでの株式の割合を構成する。		
5	5 月	第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会の第 7 回会議		
6	9	ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。	13 – 14	FED: Meeting
6	15	Future VN30:先物取引契約の決済日	15	ECB: Meeting

6	16	ETF：VNM が投資ポートフォリオを発表する。	22	MSCI: Market Review
6	23	ETF：VNM, FTSE VN が銘柄リストでの株式の割合を構成する。	28 – 30	IEA: 経済セミナー
6	6 月	国家議会		
7	17	ETF：Finlead、VN30、Midcap、VN100 が銘柄リストでの株式の割合を構成する。	25 – 26	FED: Meeting
7	20	上場企業:第 2 四半期財務諸表提出の締切	27	ECB: Meeting
7	13	Future VN30:先物取引契約の決済日		
8	7	ETF：Finlead、VN30、Midcap、VN100 が銘柄リストでの株式の割合を構成する。		
8	17	Future VN30:先物取引契約の決済日、ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。		
8	31	ETF: iShares が銘柄リストでの株式の割合を構成する。		
9	1	ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。	09 – 10	G-20: Meeting
9	8	ETF：VNM が投資ポートフォリオを発表する。	14	ECB: Meeting
9	14	Future VN30:先物取引契約の決済日	19 – 20	FED: Meeting
9	15	ETF：VNM、FTSE VN が銘柄リストでの株式の割合を構成する。	28	FTSE: Market Review
10	16	ETF：Vn-Diamond が投資ポートフォリオを発表する。	26	ECB: Meeting
10	20	上場企業:第 3 四半期財務諸表提出の締切	31	FED: Meeting
10	19	Future VN30:先物取引契約の決済日		
10	10 月	第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会の第 7 回会議		
11	6	ETF：Vn-Diamond が投資ポートフォリオを構成する。	1	FED: Meeting
11	16	Future VN30:先物取引契約の決済日、ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。		
11	30	ETF: iShares が銘柄リストでの株式の割合を構成する。		
11	11 月	国家議会		

12	1	ETF：FTSE VN が投資ポートフォリオを発表する。	12 – 13	FED: Meeting
12	8	ETF：VNM が投資ポートフォリオを発表する。	14	ECB: Meeting
12	14	Future VN30:先物取引契約の決済日		
12	15	ETF：VNM, FTSE VN が投資ポートフォリオを構成する。		

ソース：BSC Research

6. 2023 年に業界に影響を及ぼす政策

国内外の情報は改正、追加された政策と共に証券市場と各企業に様々な影響を与える。BSC は 2023 年の目立つ政策及び事件をまとめた。

2023 年の目立つ政策及び事件

順番	マクロ政策及び情報	有効日	影響	影響度	2023 年 1 月 31 日の状態
国際マクロ及び経済の政策					
	金融政策				
1	FED：金融政策を引き締め、金利を 3 回引き上げる。	26/01/2022	マイナス	超強い	✓
2	PBoC:中国経済がゆっくりと成長する。金利を低い水準で維持し、不動産市場の支援パッケージ	Q2/2022	マイナス	超強い	✓
3	ECB：金融引き締め政策及びインフレ抑制政策を維持する。	27/07/2022	マイナス	強い	✓
4	原材料価格が安定的な水準で維持する。	06/2022	絡み合い	強い	✓
地域のマクロ政策					
1	中国は経済活動を再開する	08/01/2023	絡み合い	強い	✓
2	OPEC 総会	04/06/2023	絡み合い	強い	✓
国内マクロ及び経済政策					
	法律改正				
1	経済支援パッケージ	02/2022	強い	強い	✓
2	国家及び個人投資家の協力による投資法	2021	絡み合い	強い	✓
3	土地法律改正	2023	絡み合い	強い	✗

順番	マクロ政策及び情報	有効日	影響	影響度	2023年1月31日の状態
4	証券法の改正	01/01/2021	プラス	強い	✓
5	社債に関する第65/2022/ND-CP議定改正を交付する。	16/09/2022	絡み合い	強い	✓
6	不動産案件の展開の問題を解消するに関する第1435/QD-TTg 2022	17/11/2022	プラス	適当	✗
7	石油価格下落	01/07/2022	絡み合い	適当	✓
	金融政策				
1	政策金利引き上げ	23/09/2022	マイナス	強い	✓
2	公開市場操作（OMO）チャネルを通して、売買代金を調整する。	21/06/2022	絡み合い	強い	✓
3	為替レートの変動幅を±3%から±5%に引き上げる。	17/10/2022	プラス	適当	✓
4	自己資本比率(CAR)が8%となる。	01/01/2020	絡み合い	適当	⏻
	証券政策				
1	預託証券の表決権がない。	2023-2024	プラス	強い	✗
2	上場株式表を分け、株価変動幅を拡大する。	2023-2024	絡み合い	強い	✗
3	商業株式銀行が上場、資金回収する。	2023-2024	プラス	強い	✗
4	公開会社になる条件を向上する。	2023-2024	絡み合い	適当	✗
5	VN30のいくつかの指標を改正する為に、研究する。	2023	プラス	強い	✓
6	KRX証券取引システムを適用し、T+0取引に向ける。	2023-2024	プラス	強い	✓
自由貿易協定					
1	EVFTA	01/08/2020	プラス	強い	✓
2	UKVFTA	31/12/2020	プラス	強い	✓
3	RCEP ASEAN	01/01/2022	プラス	強い	✓
4	ベトナム－ETFTA協定及びベトナム～イスラエル	交渉中	プラス	強い	✓

ソース：収集、BSC Research

7. 2023 年セクター見通し

7.1 金利低下及び政策反転の場合、恩恵を受ける業界

銀行業[有望]

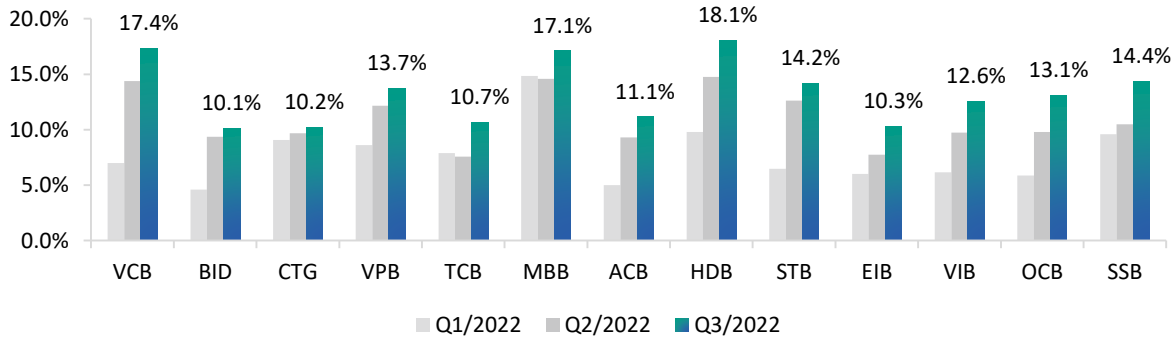
分析者:Phan Quốc Bửu *Email: buupq@bsc.com.vn*

- 2023 年の貸付成長率は 12%に低下する。
- 上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の割合は業界によって明暗で分かれ、4 つの商業銀行に集中している。
- 預金金利が上昇する背景には、資本コストが安くなっていない。
- 金利を引き上げる傾向により、銀行業界の当座・普通預金(CASA)が困難に直面する可能性がある。
- 純金利マージン(NIM)がわずかに低下すると予測される。
- ·現在、2023 年 1 月 27 日の時点での銀行業の平均 P/B は 1.3xで評価された。この評価が低い水準で留まったが、現在銀行の財務健全性が良くなっている。そのために、BSC は銀行業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。
- しかし、(1)貸付成長率が低下する、(2)資本調達コストが増加し、CASA の比率が低下することで、NIM が縮小する、(3)資産質の低下リスクにより、貸付コスト及び貸倒引当金繰入額が増加するというリスクに直面する可能性があることで、銀行の利益率を制限する。

2022 年の貸付成長率は年初比 14.5%に達した。2022 年 12 月末に貸付成長枠が拡大された後、15.5～16.0%となった。しかし、全銀行システムの総貸付成長率が 14.5%となった。

2023 年には、国家銀行は(1)インフレを抑制する為に、金融政策を安定的で、アクティブに運営する、(2)貸付成長率をコントロールし、貸付資本を生産・経営活動向けに使用するという方針に集中する。

2022 年 9 ヶ月の貸付成長率

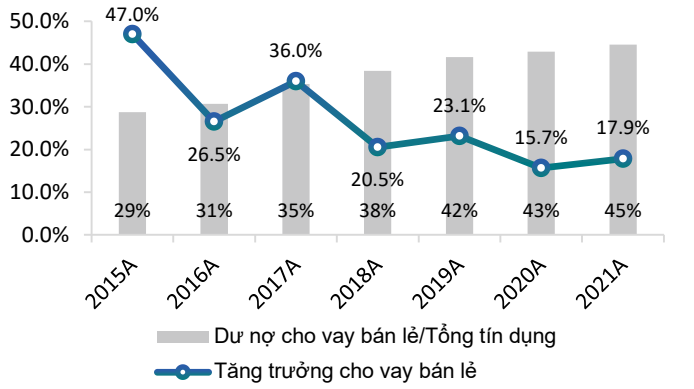


ソース：上場商業銀行、BSC Research

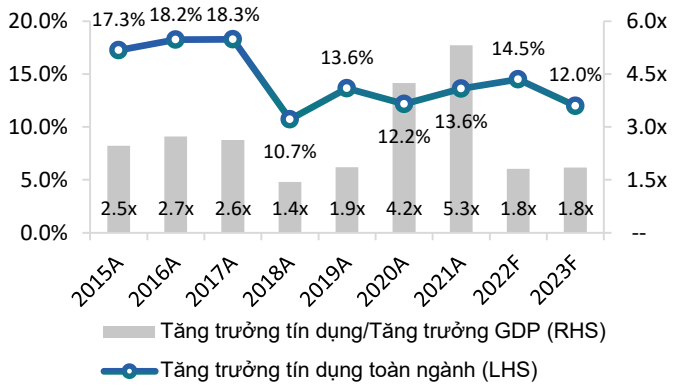
2023 年に小売り事業に対しての貸付活動からの原動力が続ける。2025 年～2021 年期間における小売り業に対しての貸付残高の CAGR は 23%に達し、全銀行システムの成長率（14%）に比べて高いです。国家銀行は金融機関を再構成する銀行の以外、小売り業に対しての貸付の割合が高い銀行に対して貸付限度額を優先している。そのために、小売り業に対しての貸付率は次の数年に高い水準で引き続き維持すると予測される。

政府はインフレを抑制し、マクロ経済を安定化することを努力している背景には、BSC は 2023 年の予想貸付成長率は 12%に低下すると推定しております。原因は GDP 成長率が減速し、社債市場が混乱し、公共投資金の実行額がまだ遅くなっているということから由来する。

小売り業に対しての貸付金残高は総貸付金より高くなった。



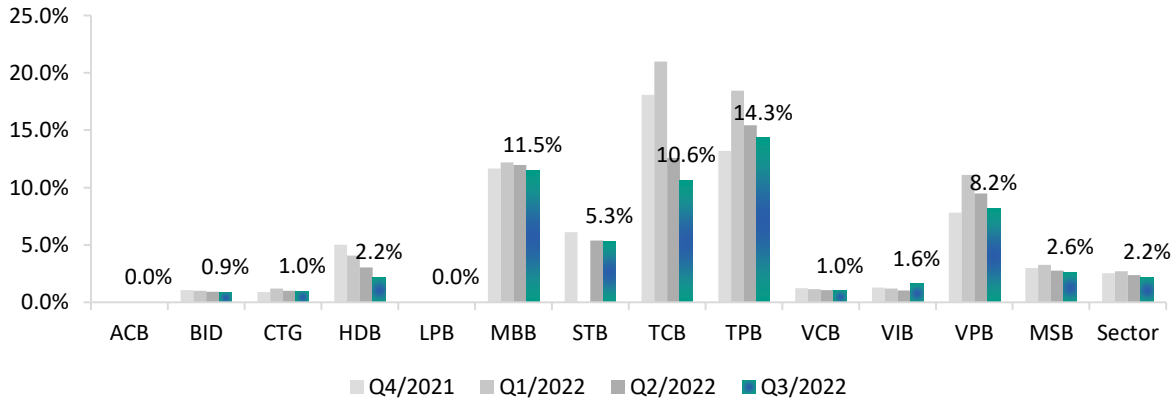
全銀行システムの貸付成長率は 2023 年に低下すると予測される。



ソース：国家銀行、BSC Research

上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の割合は業界によって明暗で分かれ、4 つの商業銀行に集中している。

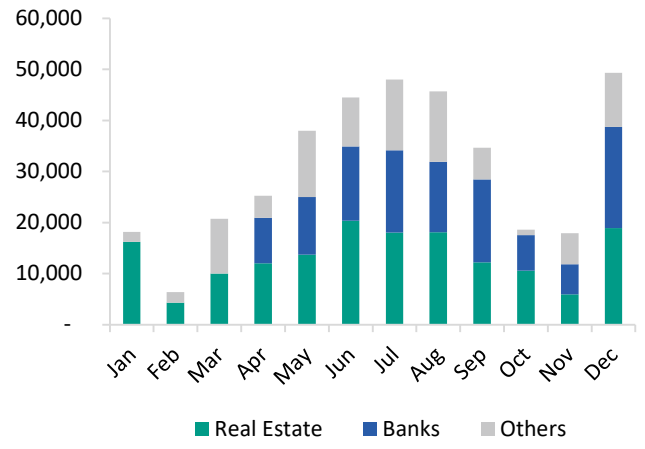
2022 年第 3 四半期時点で、商業銀行の社債の割合は減少し、低い水準で留まった。



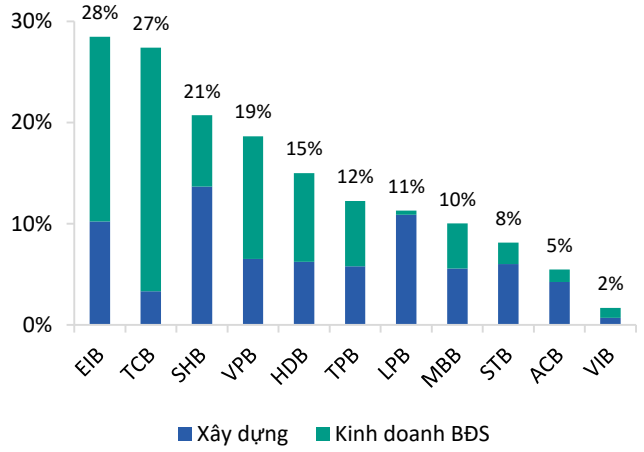
ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

また、発行機関が直面しているキャッシュフローの圧力により、財務省は 2022 年 12 月初に第 65 号議定改正法案を提出した。それによると、プロの投資家の確認、社債の配布時期、信用格付けなどに関する規定の実施時点が 2024 年 1 月 1 日まで延長された。

2023 年に社債償還額（10 億ドン）



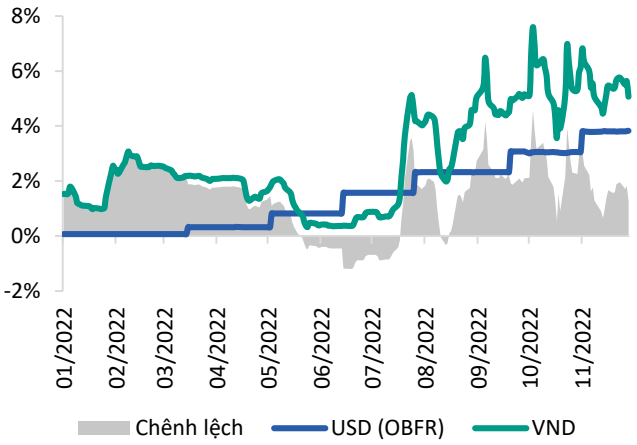
2022 年第 2 四半期まで、商業銀行の不動産業に対しての貸付の割合



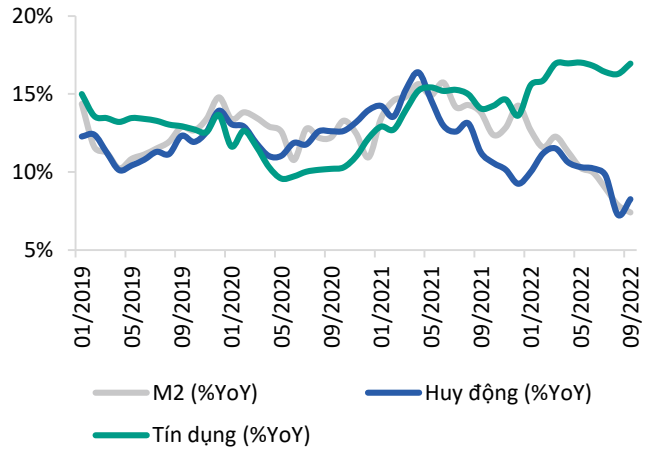
ソース：商業銀行の財務諸表、Fiinpro、BSC Research

売買代金及び資本コストは観察するべき要素である。FED は利上げを連続で実施したことで、USD が高くなった。これは為替レートに圧力をかけた。そのために、国家銀行は USD を連続で売り越した後、2022 年第 3 四半期以後政策金利を引き上げた。1 ヶ月には、国家銀行は政策金利を 2 回引き上げたことで、ドン建ての銀行間翌日物金利が上昇し、USD 建ての金利との格差が広がった。

ドン建ての銀行間翌日物金利が大幅に上昇した。

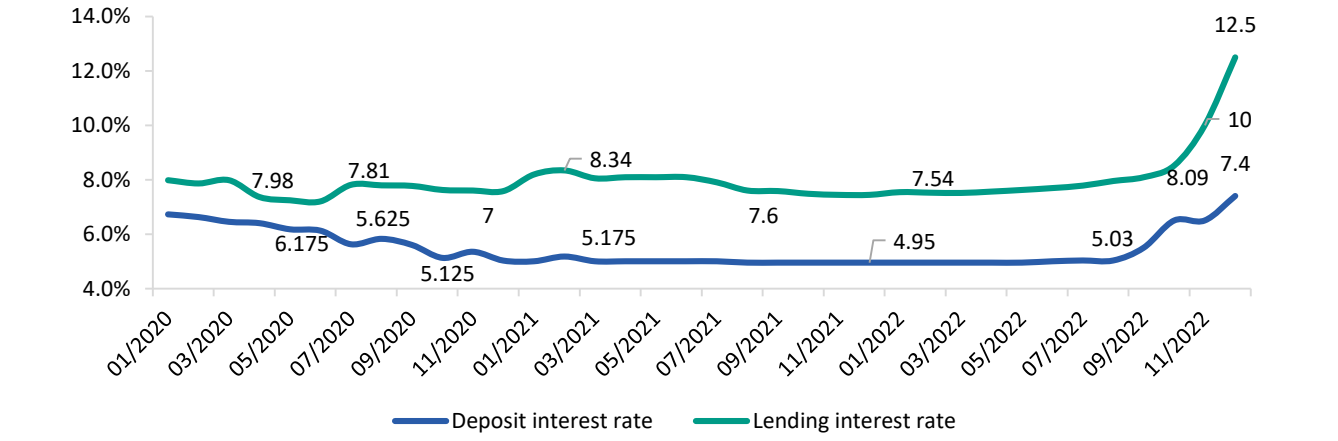


資金調達の成長率は貸付の成長率と逆に推移した。



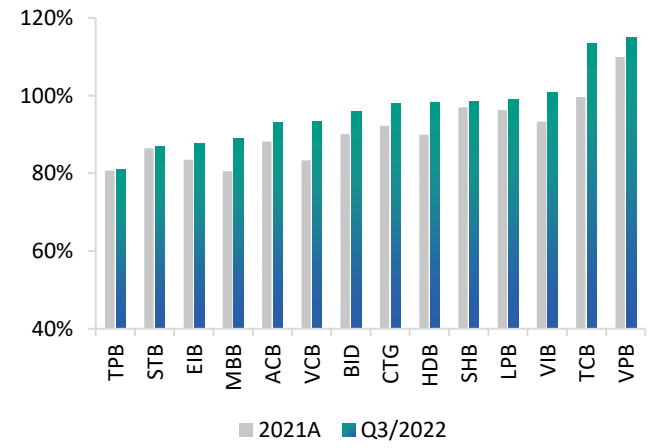
ソース：国家銀行、NewYork Fred、BSC Research

4 つの商業銀行の借入金利及び貸付金利

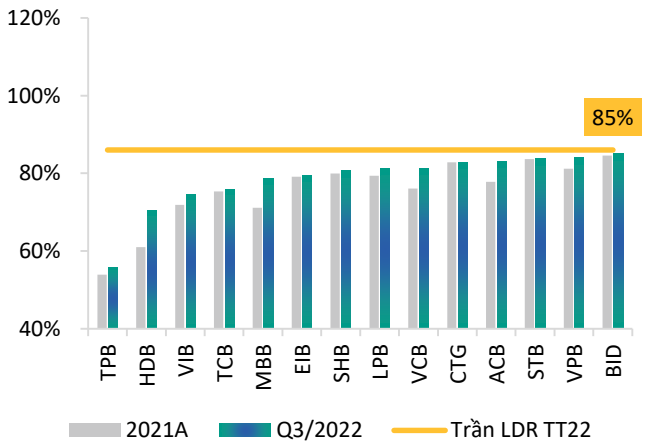


ソース：Fiinpro, BSC Research

商業銀行の LDR 比率（貸付金残高/調達資本の比率）



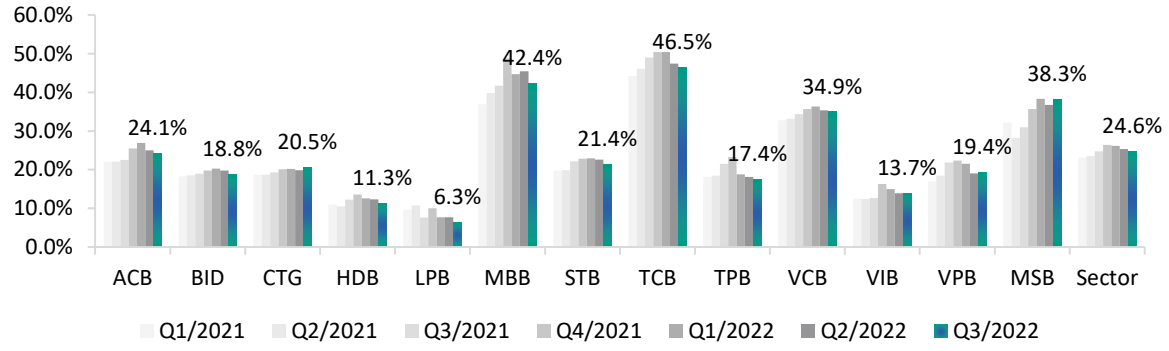
第 22/2019 号/TT-NHNN 通達によって LDR 比率比較



ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

金利を引き上げる傾向により、銀行業界の当座・普通預金(CASA)が困難に直面する可能性がある。2022 年第 3 四半期には、CASA 比率が引き続き低下した。この低下傾向は 2023 年に続く可能性がある。CASA 比率が高い（30%以上）、LDR 比率が低い銀行は資本コストを低い水準で維持し、調達コスト増加傾向に対応するために、NIM を保つことができるだろう。

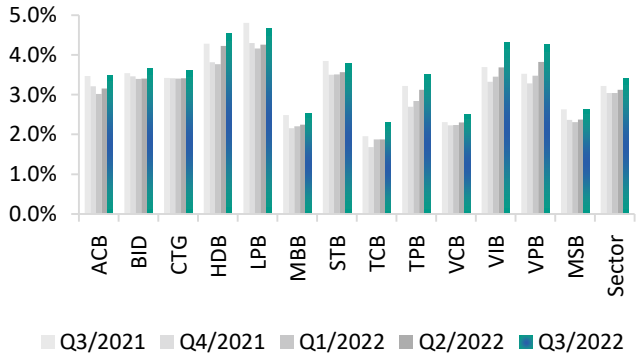
2022 年第 3 四半期末の商業銀行の CASA 比率



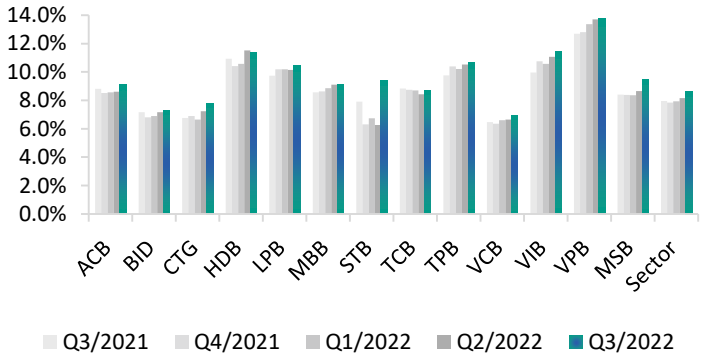
ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

BSC は純金利マージン(NIM)がわずかに低下すると予測しております。原因は(1)インフレに対応する為に、国家銀行が金利を高い水準で維持する可能性がある、(2)貸付金利の上げ幅が預金金利より遅い、(3)当座・普通預金(CASA)が調達金利に対してマイナス影響を与えるということから由来する。しかし、各銀行の NIM に対しての影響は同じではない。

商業銀行の平均預金金利

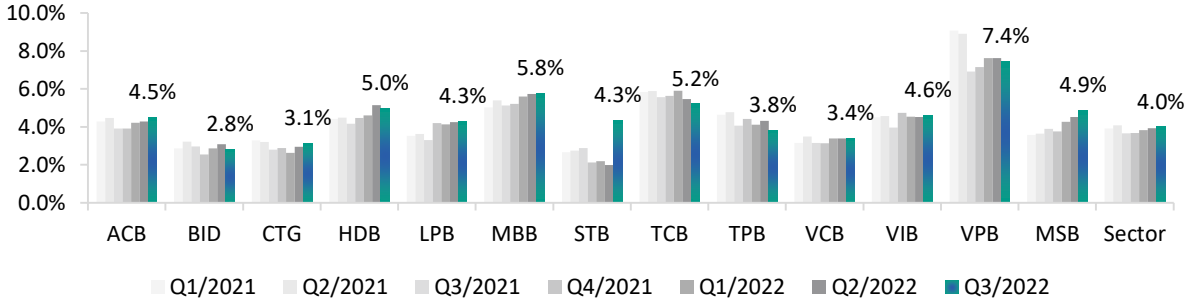


商業銀行の貸付金利



ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

商業銀行の NIM の比較



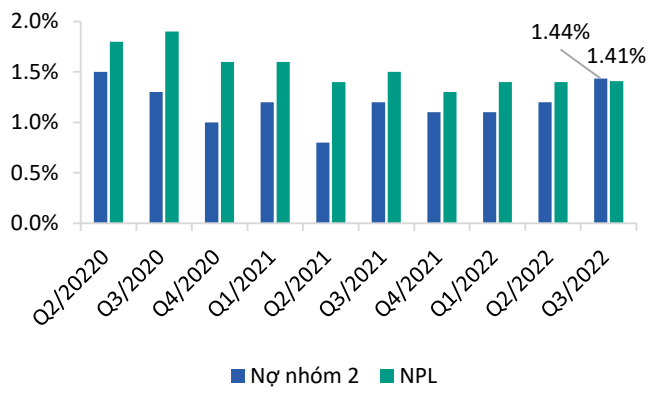
ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

資産質はコントロールの下にあるが、不動産市場及び社債市場の影響により、低下リスクも可能性がある。第 41 号/2021/TT-NHNN 通達が 2022 年第 2 四半期から有効になってから、銀行業の不良債権率が上昇した。商業銀行は直近の 2 年間に貸倒引当金繰入額を増やし、不良債権回収率（LLCRs）を記録的な水準に引き上げた。一流の不動産投資家が債務再構成し、キャッシュフローを作る可能性があることで、BSC は不良債権率が 2022 年第 4 四半期に引き続き上昇する可能性があると予測しております。

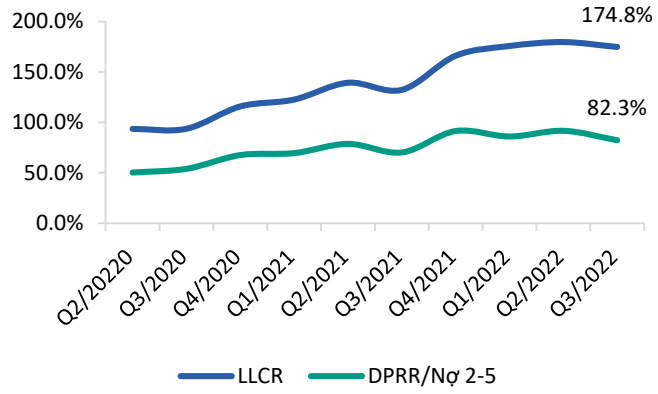
財務省は政府に 2022 年 12 月初に第 65 号議定の法案を提出した。それによると、プロ投資家の資格の確認、社債分布、信用格付けなどの規定は 2024 年 1 月 1 日まで実施を延長される。特に、この法案が承認されれば、社債の元現金の決済期限がさらに 2 年間延長される。そのために、新しい法案は短期的に社債市場の流動性の圧力を緩和すると予測されている。

BSC は 2023 年に貸付コストが増加すると予測しております。多くの銀行は貸倒引当金繰入額を増やす可能性がある。BSC は不良債権回収比率及び貸倒引当金繰入額が高い水準で維持する銀行の圧力が他の銀行より少ないと評価しております。

銀行業の不良債権率が 1.4%でコントロールされた。



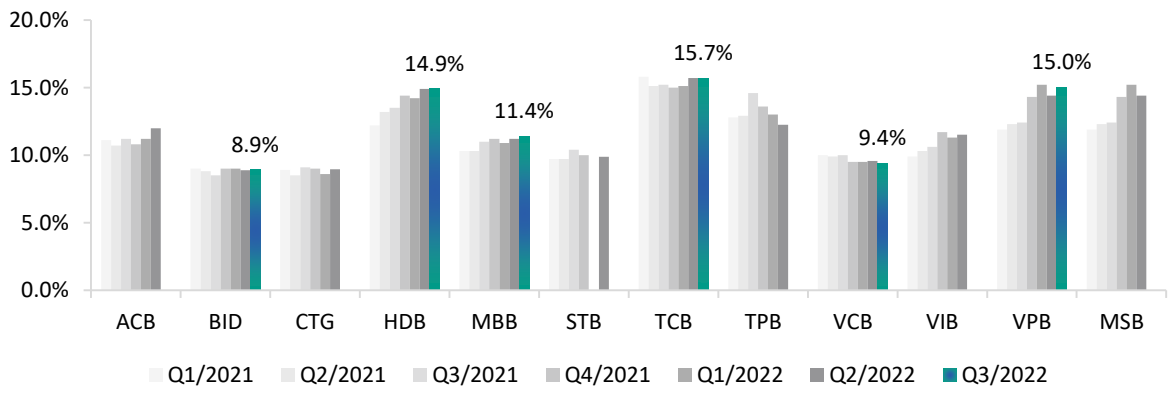
銀行業の不良債権回収比率が記録的な水準で維持した。



ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

自己資本比率(CAR)は改善された。CAR Basel II の比率は高い水準で維持して、中期的な貸付に対する短期資本比率が安全な水準で維持された。

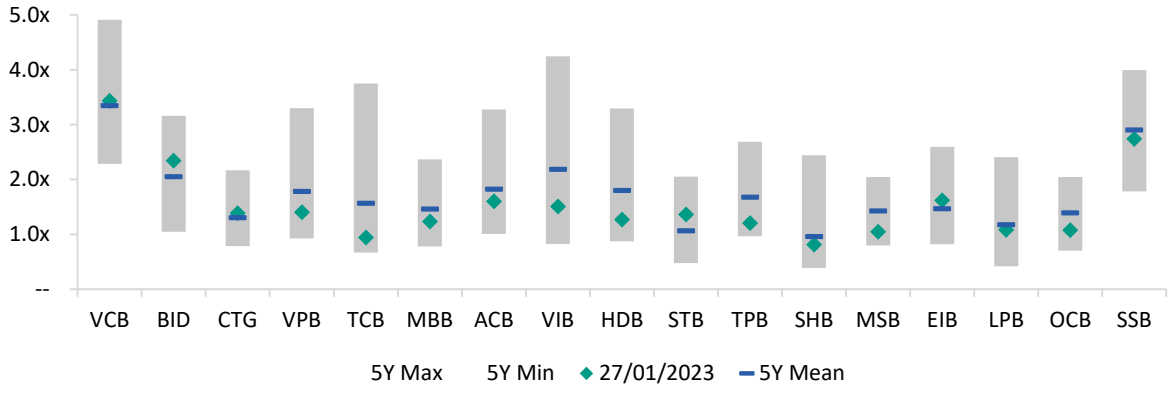
CAR Basel II の比率は改善された。



ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

現在、2023 年 1 月 27 日の時点では、HSX での上場商業銀行の平均 P/B は 1.3xで評価された。この評価が低い水準で留まったが、現在銀行の財務健全性が良くなっている。そのために、BSC は銀行業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの銀行の評価



ソース：Bloomberg, BSC Research

つまり、銀行業は 2023 年にゆっくりと成長する可能性がある。そのリスクは（1）貸付成長率が低下する、（2）預金金利が上昇し、CASA の比率が低下することで、NIM が縮小する、（3）不動産市場及び社債市場からの不良債権が予想より増加するリスクが挙げられる。

しかし、BSC は（1）銀行業の現評価が低い水準で留まっている、（2）銀行の資産構成が改善され、小売り事業に対して貸付を促進することで、集中リスクを制限している、（3）不良債権回収率が記録的な水準に達したという銀行に対してのポジティブな要素だと評価しております。

2023 年には、BSC は貸付限度額を優先され、慎重的な貸付リストを保有し、利益期限の利益格差が少ない、CASA 比率を高い水準で維持できる商業銀行が短期的な困難を乗り越える可能性が高いとひょうかしております。

BSC が観察している上場銀行の 2022 年第 4 四半期の業績

10 億ドン	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB	MSB
規模													
資本金	34,046	66,204	57,868	25,426	17,291	47,597	20,602	36,205	18,379	53,130	21,078	66,551	19,892
株主資本	58,439	104,206	108,305	38,995	24,055	79,613	38,627	113,425	32,239	137,988	32,651	103,517	26,654
総資産	607,875	2,120,528	1,809,189	416,273	327,746	728,532	591,994	699,033	328,634	1,814,188	343,069	631,074	213,394
株主資本／総資産	9.6%	4.9%	6.0%	9.4%	7.3%	10.9%	6.5%	16.2%	9.8%	7.6%	9.5%	16.4%	12.5%
成長率													
%信用	14.3%	12.1%	12.1%	25.6%	12.7%	24.8%	18.6%	12.5%	14.3%	18.8%	14.5%	25.0%	17.8%
%総資産	15.2%	20.4%	18.1%	11.1%	13.3%	20.0%	13.6%	22.9%	12.2%	28.2%	10.8%	15.2%	4.8%
%預金	9.0%	6.8%	7.5%	17.7%	19.8%	15.3%	6.4%	13.9%	39.7%	9.5%	15.3%	25.4%	23.8%

% 総営業収益(TOI)	32.7%	15.9%	24.2%	26.8%	21.3%	16.2%	69.7%	−7.2%	1.4%	25.5%	4.1%	15.3%	−8.7%
%D/P 前利益	8.7%	10.9%	35.1%	7.6%	71.1%	22.1%	134.2%	−19.6%	−8.5%	19.3%	−7.0%	5.9%	−31.0%
% 税引前利益	19.2%	87.6%	45.4%	13.4%	3.8%	−2.3%	65.0%	−22.7%	15.7%	54.0%	3.5%	−51.4%	0.3%
資産質													
2 グループ債権	0.6%	1.7%	2.3%	2.8%	1.5%	1.7%	1.2%	2.1%	1.9%	0.4%	4.4%	5.4%	1.4%
不良債権	0.7%	1.2%	1.2%	1.7%	1.5%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	2.5%	5.7%	1.7%
貸倒引当金／貸付	1.2%	2.5%	2.3%	1.2%	2.1%	2.6%	1.3%	1.1%	1.1%	2.2%	1.3%	3.1%	1.2%
不良債権引当金／2〜5 グループ不良債権	90.0%	88.4%	65.1%	26.3%	69.6%	93.3%	57.6%	38.0%	41.2%	208.4%	19.3%	27.9%	38.7%
信用費用	0.2%	1.3%	1.8%	1.5%	2.3%	3.2%	3.1%	0.7%	0.3%	0.6%	0.6%	7.0%	0.2%
再構成負債													
予想利益													
流動性リスク及び自己資本安全													
預貸率(LDR)	79.0%	85.2%	82.7%	75.8%	81.1%	78.1%	86.5%	76.4%	56.3%	77.3%	76.6%	87.1%	68.0%
財務レバレッジ	10.4	20.3	16.7	10.7	13.6	9.2	15.3	6.2	10.2	13.1	10.5	6.1	8.0
CAR Basel II	12.0%	8.9%	9.0%	14.9%	0.0%	11.2%	9.9%	15.7%	12.3%	9.6%	11.5%	14.4%	14.4%
MTLT													
経営効率													
総営業収益(TOI)	7,926	17,680	17,245	5,869	3,681	11,751	7,833	9,427	3,663	18,663	4,687	12,768	2,665
税引前利益	3,611	5,381	5,349	2,252	867	4,538	1,899	4,746	1,903	12,419	2,767	1,383	963
NII/TOI	81.7%	80.6%	74.2%	82.0%	83.3%	79.0%	65.6%	74.0%	72.9%	78.2%	82.9%	71.0%	77.8%
CASA	22.3%	18.9%	20.0%	10.6%	8.8%	40.6%	19.2%	37.0%	18.0%	33.9%	13.8%	17.7%	31.2%
平均売上総利益	8.4%	6.6%	7.1%	10.6%	8.6%	9.2%	8.8%	8.1%	8.2%	6.0%	9.4%	11.7%	7.8%
加重平均資本コスト	4.3%	4.0%	4.3%	5.4%	5.5%	3.9%	4.7%	3.9%	4.6%	2.8%	5.1%	5.2%	3.6%
純金利マージン(NIM)	4.5%	2.8%	3.0%	5.3%	3.5%	5.8%	4.4%	4.5%	3.8%	3.5%	4.7%	7.2%	4.5%
CPDP/PPOP	6.5%	46.7%	50.8%	29.6%	60.1%	44.1%	63.4%	12.7%	5.7%	11.9%	11.3%	84.1%	6.7%
CIR	51.3%	42.9%	36.9%	45.5%	40.9%	30.9%	33.8%	42.3%	44.9%	24.5%	33.4%	31.8%	61.3%
ROAA	2.0%	0.8%	1.0%	1.8%	0.8%	2.1%	1.2%	2.1%	1.9%	2.3%	2.6%	0.7%	1.5%
ROAE	20.1%	16.3%	15.9%	18.2%	11.3%	17.7%	18.5%	12.7%	19.3%	29.8%	28.1%	8.8%	11.8%
評価													
EPS(ドン)	4,106	3,656	3,222	3,072	2,707	4,013	2,291	5,885	3,917	5,308	3,867	15,351	13,423
1 株株主資本(BPS)(ドン)	17,303	20,600	22,536	15,503	13,912	17,559	20,489	31,619	20,382	29,158	15,492	15,351	13,423
P/B TTM (08/02/23)	1.4x	2.2x	1.3x	1.2x	1.0x	1.0x	1.2x	0.9x	1.2x	3.2x	1.4x	1.2x	0.9x

ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

工業団地区用不動産業[有望]

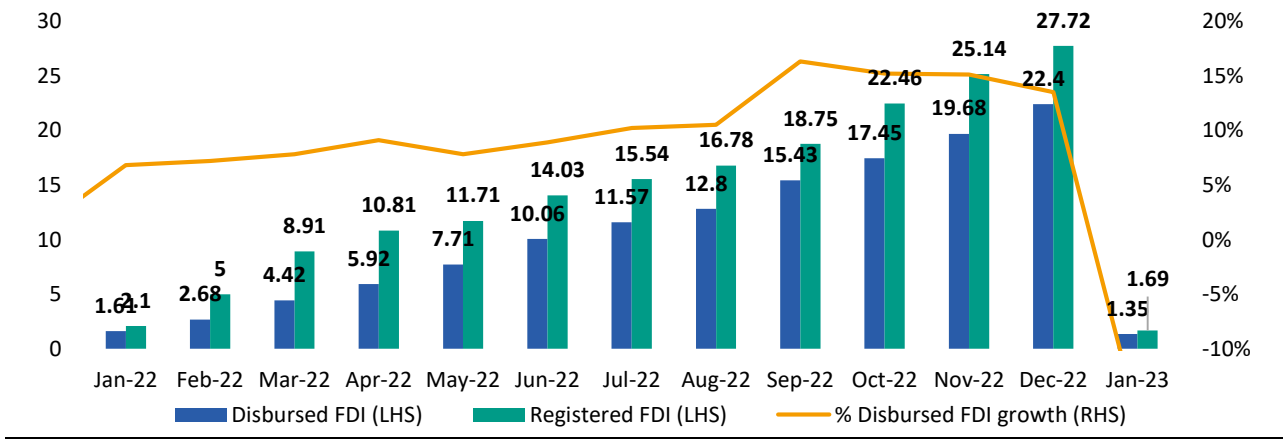
分析者:Lâm Việt *Email: vietl@bsc.com.vn*

- 世界で外国への直接的な投資活動がまだ回復していない背景には、ベトナムは世界におけるメーカーを誘致する潜在的な到達点だと評価されている。
- 中国が経済活動を再開したことのおかげで、中国から生産移転傾向がさらに速くなると期待されている。
- 法律環境がより明確くなり、完璧になっているのは行政手続きを短縮し、持続可能な開発を促進すると期待されている。
- 工業団地区のセンターで供給源が不足するのはまだ解決されない問題のほか、賃貸価格を高い水準に牽引した原因です。
- BSC は工業団地区不動産業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

2022 年の FDI 実行額が大きく増加したが、FDI 認可額が減少した。原因は前年同期に資本が急に増加した案件を計上したということから由来した。

統計局によると、2022 年の FDI 認可額が前年同期比−11%減の 277 億 2,000 万 USD となった。減少の原因は前年同期に 第 I&II 電力・ガス工場案件(31 億 USD)及び第 II O Mon 火力発電所案件(13 億 1,000 万 USD)という新規案件を計上したということから由来した。しかし、FDI 実行額が前年同期比+13.5%増の 224 億 USD で、5 年間ぶり最高水準を記録した。2023 年 1 月に入ると、新規認可案件数は前年同期比+48.5%増の 153 案件で、FDI 新規認可額は同+3.1 倍に増加した。

2022 年～2023 年 1 月年期間のベトナムでの FDI 新規認可額及び FDI 実行額(10 億ドン)

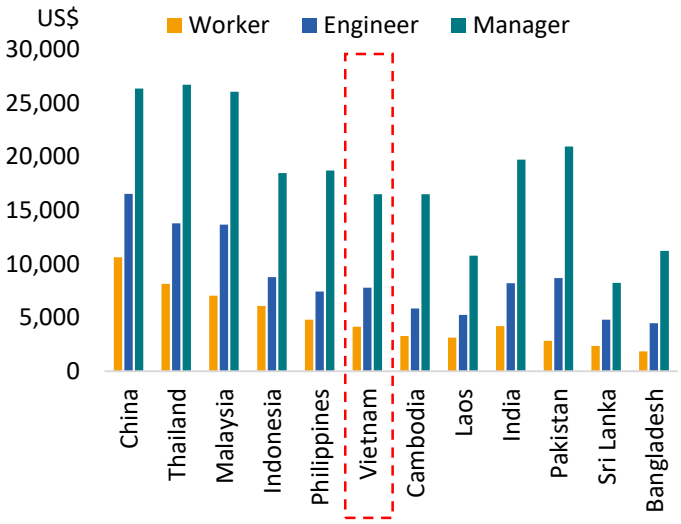


ソース:GSO

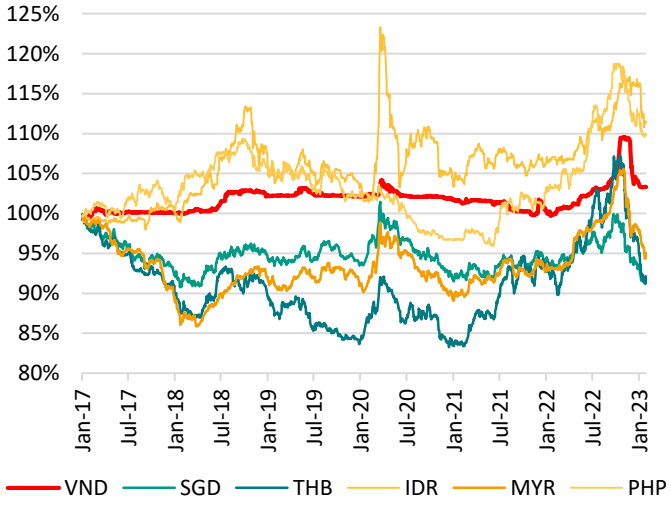
中国は経済活動を再開したのはグループのサプライ・チェーンリバランスを促進すると予測されている。2022 年には、地政学的なイベント、中国の新型コロナウイルスの流行を封じ込む政策はグループのサプライチェーンにマイナス影響を与えた。

BSC はベトナムが人件費の安さ、安定的なマクロ環境、便利な地理位置という利点として、FDI 企業を誘致する到達点だと評価しております。JETRO の予測によると、ベトナムでの人件費が前年同期比+4.8%増で、地域に比べて低いです。BSC は中国から移転される一部の生産がベトナムに積極的に吸収され、工業団地区事業の長期的な見通しが明るくなると信じております。

ベトナム及び地域におけるいくつかの国の人件費



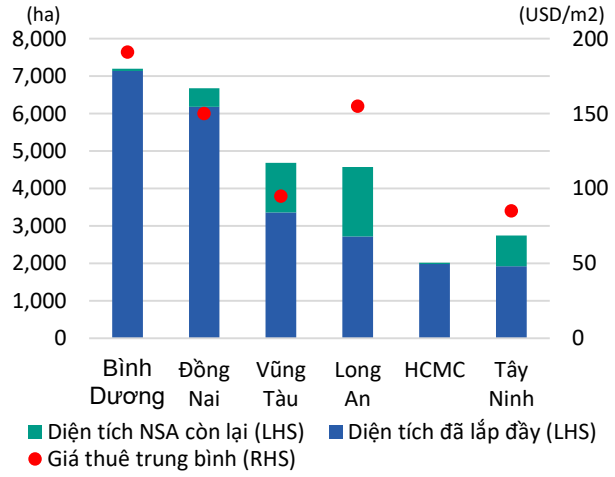
USD/VND のレートが安定的な水準で維持された。



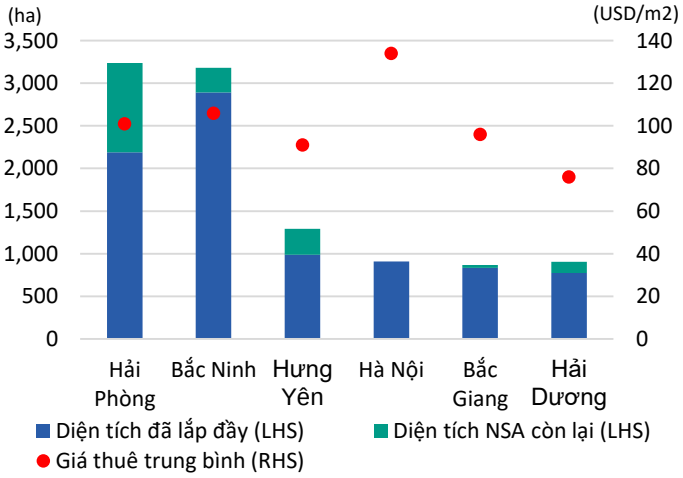
ソース：JETRO, Bloomberg, BSC Research 収集

工業団地区のセンターで供給源が不足するのはまだ解決されない問題のほか、賃貸価格を高い水準に牽引した原因です。2021 年～2022 年上半期に供給源がブームになった後、2022 年下半期に新規案件がほとんどありません。住宅及び不動産市場管理局によると、全国の入居率が上昇している。そのうち、南部での入居率は 80%を上回った。工場、工業団地区賃貸価格は前年同期比+10%増となり、平均 100～120USD/平均メートル／周期に達し、引き続き上昇する可能性がある。

南部における工業団地区の供給源及び入居率



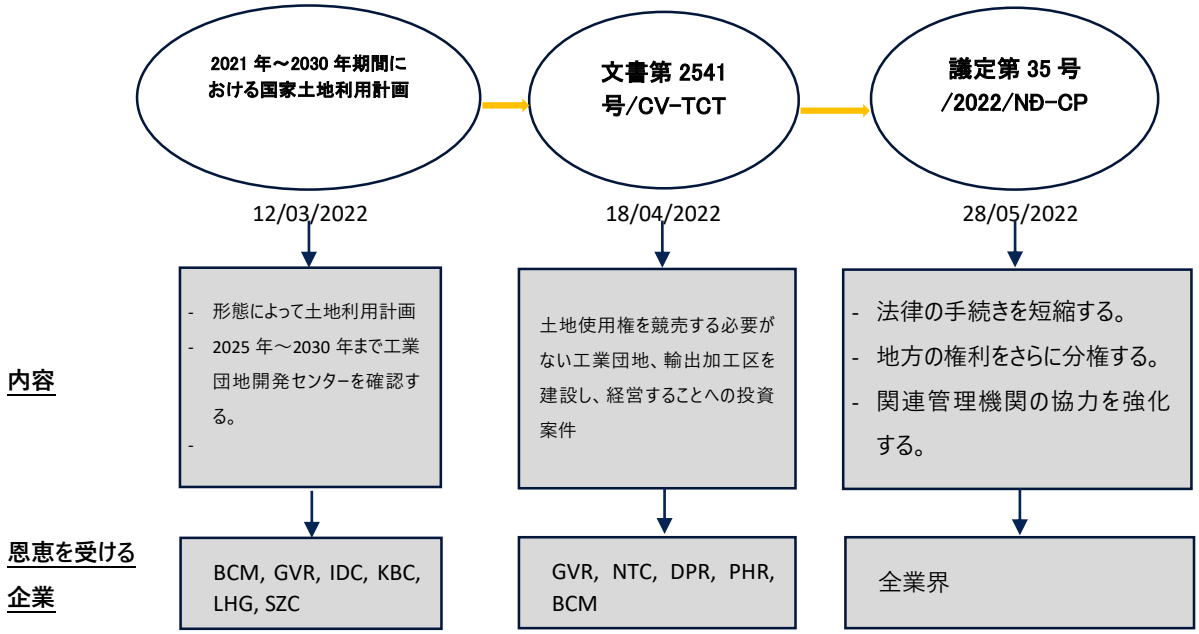
北部における工業団地区の供給源及び入居率



ソース：Savills

法律環境がより明確くなり、完璧になっているのは行政手続きを短縮し、持続可能な開発を促進すると期待されている。2022 年には、ベトナムは工業団地区開発に関する 3 つの文書を公式に承認した。しかし、短期的には、南部の上級管理部の変更により、供給源不足を解決することはまだ遅くなっているだろう。

工業団地への投資法理環境



ソース：Chinhphu.vn, BSC Research 収集

工業センターは南部で集中し、ホーチミン市の衛星都市へ拡大する傾向がある。BSC は南部での工業団地区不動産市場、特に Binh Duong 省及び Dong Nai 省（入居率が 90%以上）が 2022 年に開拓を強化されると信じております。

2023 年から展開を強化されている接続交通インフラは「流通」というボトルネックを処理し、工業団地区用不動産業に直接的にサポートする。ベトナムでのロジスティクスコストが貨物価値の約 16.8%を占めているが、世界が約 10.6%を示した。ロジスティクスコストは外国生産企業の投資を誘致するに対して障壁となっている。

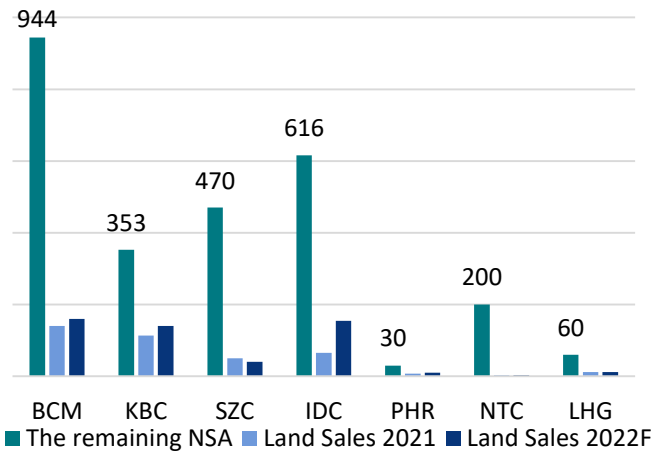
BSC は工業団地区不動産企業、特にベトナムゴム工業グループ(Vietnam Rubber Group＝VRG)傘下の企業の財務基礎がかなり優良だと評価しております。これらの企業は純債務がない、社債債務がない、流動資本及び配当支払いの為に短期借入額を利用する。社債負債／総借入額の比率が高い企業（BCM、KBC）について、負債／総資産の比率が安全的な水準で維持し、借入額が旦保財産があり、資産の質が優良な状態を維持し、2023 年に社債の返済額が多くない（BCM：1 兆ドン、KBC：2 兆 9,000 万ドン）と評価されている。

企業	純現金/純借入	借入残高	借入/総資産	社債債務/借入	残り床面積（ヘクタール）	賃貸可能床面積（ヘクタール）	顧客
グループ 1：社債の保有率が高い企業							

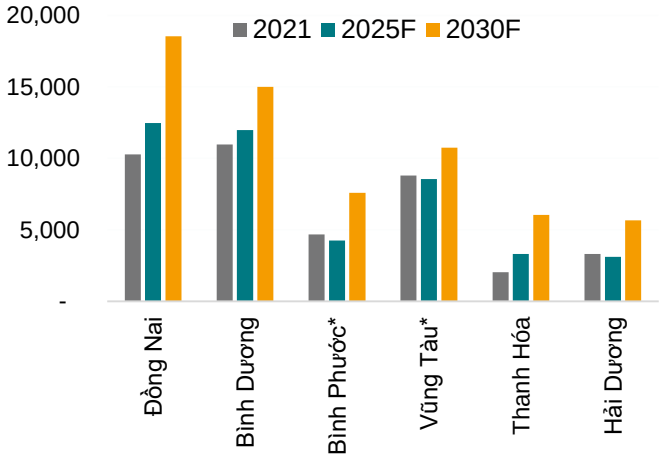
BCM	(14,381)	(15,886)	33%	67%	944	944	FDI グループ：輸入出及びハイテクノロジー
KBC	(3,514)	(7,638)	22%	56%	1,053	353	FDI グループ：チップ、電子、設備分野に関するハイテクノロジー
グループ 2：社債の保有率が低い企業							
SZC	(2,330)	(2,635)	42%	18%	651	470	SME：組立、加工、機械
IDC	(1,338)	(3,468)	21%	12%	1,079	616	FDI グループ：重工業 (Phu My 2 工業団地区)、ロジスティック企業、倉庫（Huu Thanh 工業団地区）
3 グループ：純借入がない企業							
GVR	8,070	(7,412)	9.5%	0%	N/A	N/A	SME：労働集約産業
SIP	3,524	(689)	3.6%	0%	N/A	N/A	
PHR	2,135	(264)	4.2%	0%	836	30	
NTC	1,053	(72)	1.8%	0%	200	200	
LHG	1,082	(142)	4.7%	0%	270	60	SME：ロジスティック、倉庫

ソース：BSC Research 収集

2023 年期間における賃貸可能商品用総面積（ヘクタール）



土地利用計画によって重要な省・市での工業団地用土地面積（ヘクタール）



ソース：BSC Research 収集

投資観点ー有望

BSC は（1）供給源が不足しているが、需要が回復することで、工業団地区賃貸価格が高い水準で維持する、（2）中国が経済活動を再開した背景に、グローブのサプライチェーンのリバランスが促進されることへの期待、（3）法的な問題が解消されることのおかげで、企業が供給源を拡大できる、（4）交通インフラが中期に改善されるということを基づく、工業団地区用不動産業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの工業団地区用不動産企業の業績推定

銘柄	2023 年の売上高（10 億ドン）	% YoY	2022 年税引き後利益（10 億ドン）	% YoY	2023 年の EPS(VND／株)	P/E fw	P/B fw	2023 年の ROA	2023 年の ROE	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside (%)
LHG	777	24%	316	56%	5,810	3.9	0.6	10%	18%	22,850	31,500	38%
KBC	4,735	395%	1,823	18%	3,166	7.4	0.9	6%	10%	24,300	29,800	24%
BCM	8,447	30%	2,920	73%	2,593	32.4	4.1	6%	17%	84,000	94,200	12%
GVR	27,803	2%	3,510	-8%	874	17.8	1.0	6%	8%	15,550	19,100	23%
IDC	9,750	18%	2,926	27%	8,439	4.7	1.4	19%	34%	39,100	52,000	33%
PHR	2,095	23%	967	9%	6,238	7.0	1.6	13%	29%	43,600	61,300	41%

ソース：BSC Research

商業不動産業［強気］

分析者：Lâm Việt *Email: vietl@bsc.com.vn*

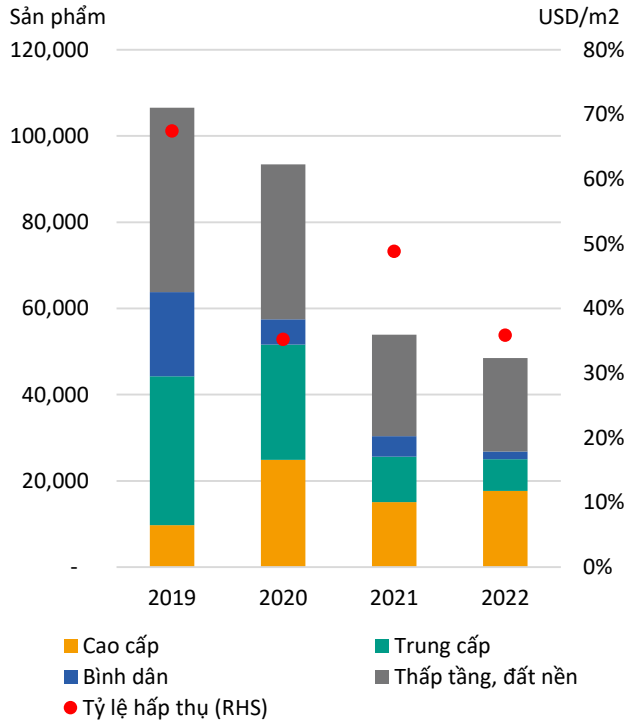
- ホーチミン市とハノイの市場で中級製品及び平民製品の不足により、需要は満たされていない。
- **「低金利」周期は終了した。資本調達が問題に直接している背景には、不動産企業は供給源不足段階を過ごしている。**その問題は（1）製品が実需に満たされていなくて、不動産企業が買い手と共に借入資本に依存している、（2）不動産分野に対して信用が厳しく管理されている、（3）社債／株式など資本調達チャネルが順調になっていない、（4）金利が上昇する、（5）多くの社債の償還期限が 2023 年～2024 年期間に集中するということです。
- 不動産市場の循環性は高いです。そのために、再構成し、問題が処理されるまでに待つのは不動産市場の低迷段階を乗り越える為の最適な方式だと評価されている。
- 優良な財務健全性、快適な製品、効率な運用を保有している企業は土地面積を拡大する機会がある。BSC は住宅実需がまだ高い水準で維持し、供給源が段々法的な手続きを完成されている背景には、商業不動産業の長期的な見通しが明るいだと評価されている。
- BSC は商業不動産業の中期的な見通しを「弱気」と評価しております。

2018 年～2022 年期間の不動産周期－案件の法的な問題

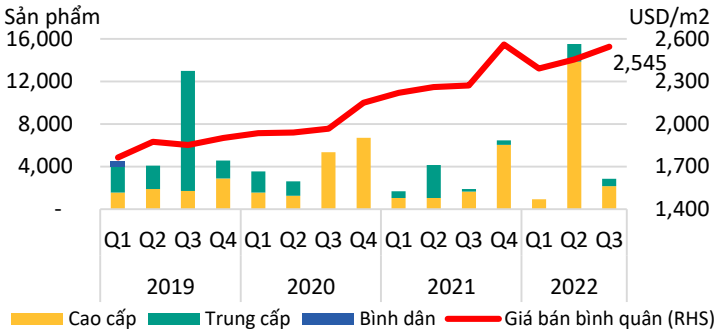
供給源が需要に満たさない。中級・普通級製品が大規模な市場で段々減少している。2018 年以後、製品構成は高級製品に移転している。原因は（1）法律が改正されたが、行政手続がまだ不明な状況で留まっていることで、新規案件の許可の進捗がゆっくりとなっている、（2）不動産企業が利益を維持する為に、より高級製品を開発し、大都市の付近地域へ移転している傾向があるということから由来した。ベトナム不動産ブローカー会のデータによると、2022 年には、供給源が前年比-10%減の 4 万 8,500 製品で、そのうち、高級アパート数が同 17%増、中級、平民アパート数がそれぞれ、同-30%減、同-60%減となった。

平民アパート販売価格はホーチミン市で前年同期比+12%増、ハノイで同+23%増となった。しかし、販売されたアパート数が高くないのは不動産市場がかなり低迷していると示した。入居率は 2022 年上半期には、60～70%に達したが、第 3 四半期に 35%に達し、第 4 四半期に 18～21%に達した。

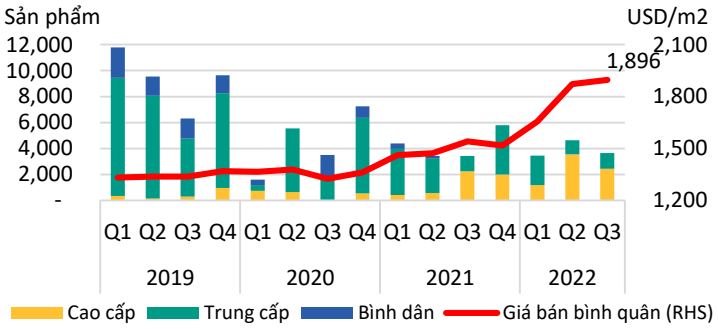
商業用不動産市場の供給源の構成



ホーチミン市でのアパート市場



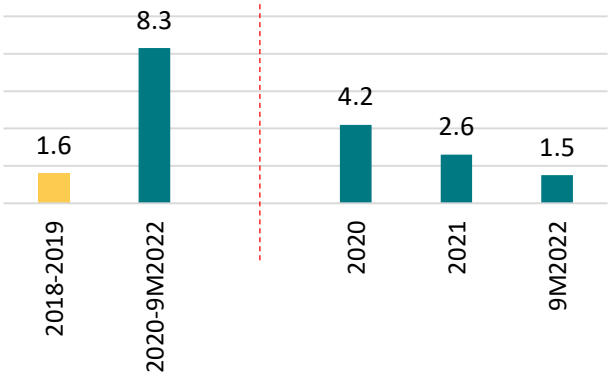
ハノイでのアパート市場



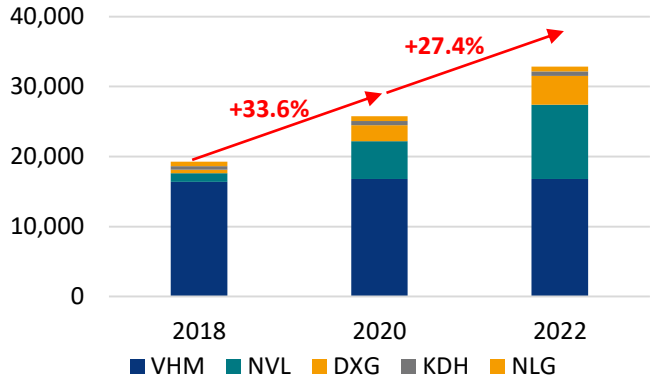
ソース：VARS、CBRE、BSC Research

「低金利」周期には、多くの企業は土地面積を拡大する為に、財務レバレッジを利用している。新規案件の投資主張、許可証を供与することは困難に直面している背景には、不動産案件の買収合併が連続でブームになった。2020 年～2022 年 9 月期間における不動産業の買収合併額は 2018 年～2019 年期間に比べて 5.2 倍の 83 億ドルに達した。

不動産業の買収合併総額（10 億ドル）



不動産業の上場企業のトップ 5 の土地面積（ヘクタール）

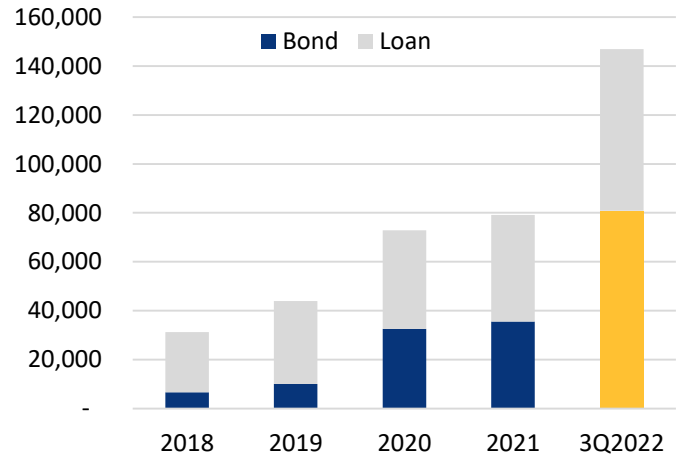


ソース：Savills、Cushman & Wakefield、BSC Research 収集

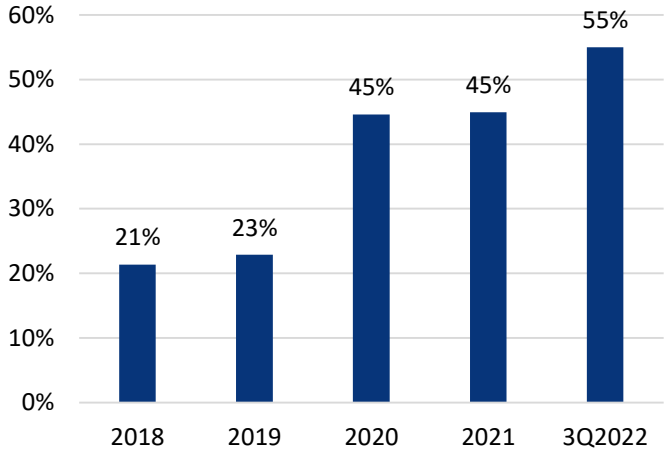
レバレッジ、特に社債は案件寄付に対して重要な手段である。しかし、不動産企業の流動性が困難に直面したら、リスクが出るだろう。

BSC の評価によると借入構成が社債に移転した原因は「低金利」及び個人の投資需要の増加だけでなく、法律的条件が不足している案件により、企業は銀行からの借入額を入手しにくいだろう。

不動産業の上場企業トップ 10 の借入構成（10 億ドン）



社債／総借入額の比率



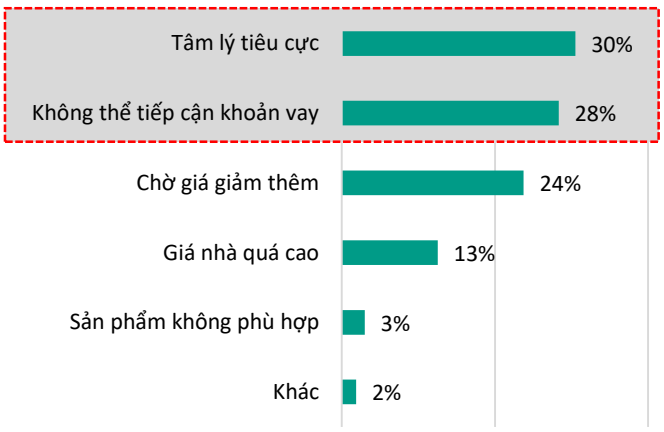
ソース：不動産企業の財務諸表、BSC Research 収集

現チャレンジー需給格差及び財務レバレッジ過剰利用

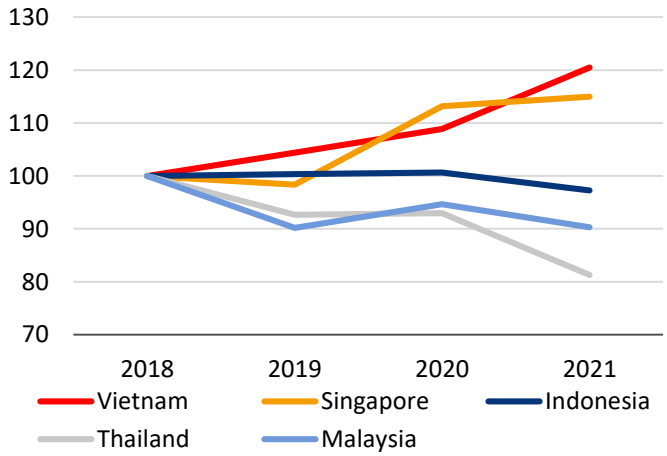
「低金利」周期が終了した。資本調達が問題に直接している背景には、不動産企業は供給源不足段階を過ごしている。その問題は（1）製品が実需に満たされていなくて、不動産企業が買い手と共に借入資本に依存している、（2）不動産分野に対して信用が厳しく管理されている、（3）社債／株式など資本調達チャネルが順調になっていない、（4）金利が上昇する、（5）多くの社債の償還期限が 2023 年～2024 年期間に集中するということです。

動産企業が顧客からの資金を調達することは難いだろう。原因は住宅の買い手の信用が減少し、実需が満たさなくて、投資需要が急減し、借入が様々な困難に直面しているということから由来する。

不動産案件売買の困難



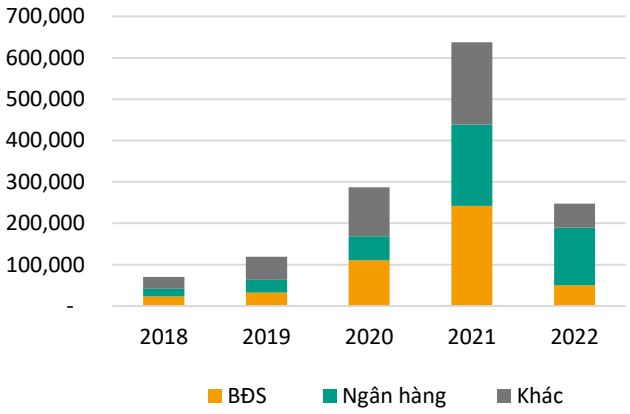
ベトナムで住宅価格が高騰したのは新規供給源が高級製品に集中したことから由来した。



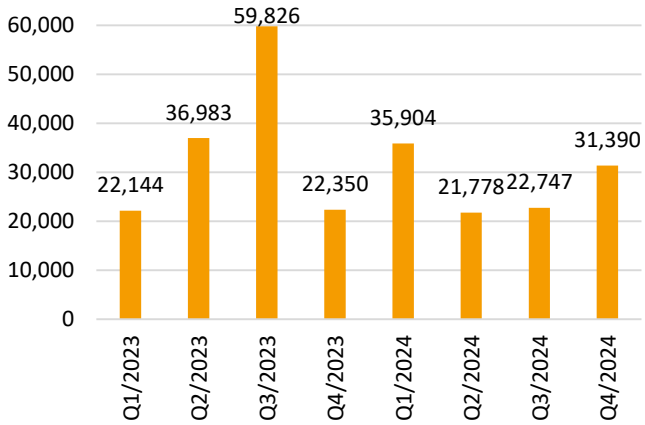
ソース：VRES 2022、batdongsan.com.vn

社債／株式など資本調達チャネルが順調になっていない。2022 年には、不動産市場は(1)「市場の粛清」、(2)大手不動産企業の社債発行に関する違反が発生したことで、社債発行活動は比較的静かだった。2022 年の社債発行額は前年比 79.1%減の 50 兆 4,270 億ドンであり、そのうち、第 4 四半期の発行額が前年同期比-99.7%減の 2,800 億ドンとなった。

2022 年の社債発行額は前年比 79.1%減の 50 兆 4,270 億ドンに達した。



2023 年～2024 年期間の不動産社債償還額(10 億ドン)



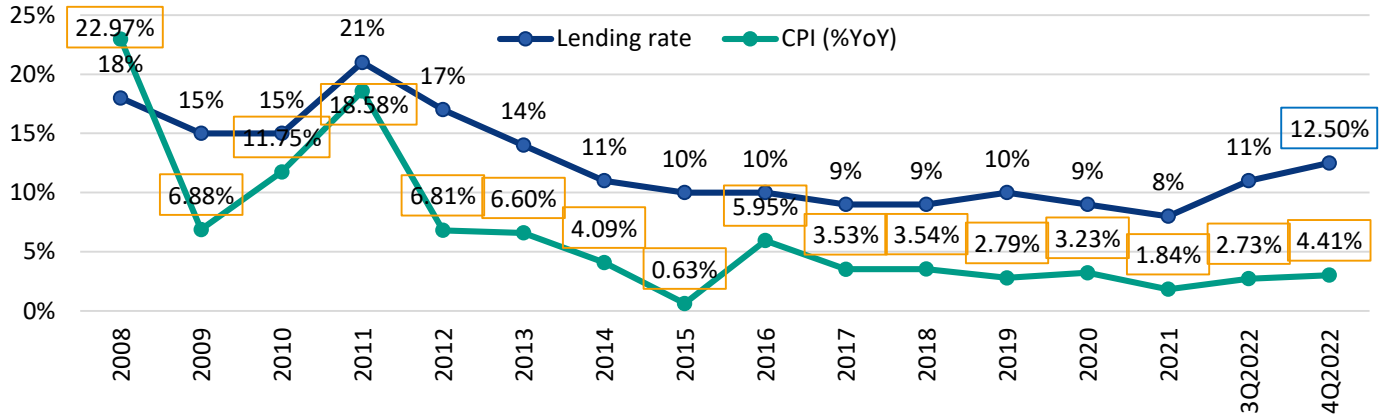
ソース：HNX、FiinPro、BSC Research 収集

社債満期の期間は 2023 年～2024 年に集中し、そのうち、不動産企業の 2023 年社債満期の規模は 2022 年に比べて 80%増加し、全市場の社債満期の総額の 49%を占める。社債の購入活動が 2022 年に活発になったが、社債償還額の圧力が次の 2 年、特に 2023 年第 2 四半期～第 3 四半期及び 2024 年第 1 四半期にまだ大きいだと評価されている。

高い金利が不動産開発及び購入者にマイナス影響を与える。2022 年下半期から平均貸付金利が 8%～9%から 12.5%／年に引き上げた。2023 年には、多くの国の金融政策が引き締められている背景には、貸付金利が高い水準で維持すると予測されている。

- 住宅購入者に対して：BSC は(1)住宅購入借入の期限が 25 年間、(2)2022 年初の金利が 9%／年、(3)2022 年末の金利が 12.5%／年という仮定を基づく、月間支払額が 29.9%を越えると推定しております。そのうち、銀行口座に月間支払額/平均月収入の比率が 50%以下だったら、住宅購入貸付を許可しています。これは購入者の借入可能を制限している。
- 不動産企業に対して：取引数が減少することの以外、借入コストが約 38.9%増となり、企業が消費需要を刺激する為に、ディスカウントを適用する。

2008 年～2022 年期間における平均借入金利及びベトナムの CPI



ソース：GSO、BSC Research 収集

困難時期に再構成し、問題が解消されることを待つ。

2023 年～2024 年期間は不動産市場に対して困難な段階だと評価されている。BSC の観点によると、企業の完全な再構成する為に、(1)借入再構成、(2)製品ポートフォリオ再構成、(3)法律的な問題が解消し、第 65/2022/NĐ-CP 号議定改正が交付すると待つということが必要です。

- **借入再構成**：いくつかの案件の出資金を回収し、財務健全性が優良なパートナーを探し、運用コストを最適化する。特に、第 65/2022/NĐ-CP 号議定改正は償還期限が来る社債に対して圧力を緩和すると期待されている。
- **製品ポートフォリオ再構成**：案件の展開を強化し、ディスカウントを展開し、案件または投資主企業の株式を通して、資産を売却する。現在、製品セグメントが高級製品に深く集中しているのは企業の経営活動の効果に影響を与えている。

大部分の案件が高級セグメントに属していることで、実需を満たしないことのほか、新規案件の展開が様々な困難に直接し、信用が引き締められ、マクロ経済が不安定な状況にある背景には、BSC は新規案件の販売総額が引き続き減少すると予測しております。しかし、財務健全性が優良な企業は安いコストで土地面積を拡大するためにチャンスが多いだろう。

企業	負債／総資産	償還期限が 2023 年に来る社債	Presales 2021 2021 年の新規販売総額	Presales 6T2022 2022 年上半期の新規販売総額	Presales 9T2022 2022 年の 9 ヶ月の新規販売総額	CFO 2022	CFI 2022	CFF 2022
NVL	25%	19,109	84,900	55,536	73,500	(3,262	(7,458)	2,071
VHM	10%	3,834	78,900	92,500	110,200	42,118	(38,559)	2,628
DXG	19%	416	4,352	2,300	2,600	(3,873)	235	1,820
NLG	19%	443	8,800	6,500	9,922	(225)	(547)	1,434
KDH	31%	-	N/A	N/A	N/A	(1,824)	(20)	3,230
AGG	14%	1,209	N/A	N/A	N/A	2,937	(1,573)	(1,039)

ソース：ベトナム統計総局、BSC Research 収集

長期的な見通しが明るい

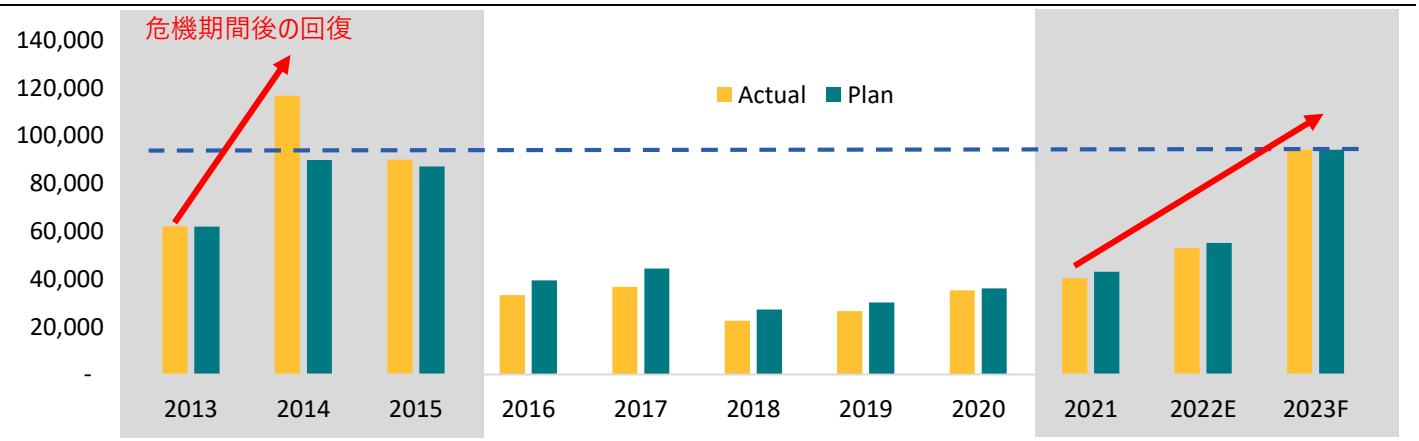
不動産市場は困難な時期を過ごし、不安定な状況で留まっている。これは、需給格差、市場セグメントの格差、高級住宅セグメントの信用格差ということを示している。BSC は不動産業が臨時低迷な段階にあり、完全な再構成段階に入って、次の周期を待っていると信じております。しかし、(1)法律完全の進捗が促進される、(2)接続インフラストラクチャは同期的に開発されることのおかげで、実需を近郊へ移転し、大きな都市の圧力を緩和するという要素のおかげで、供給源が増加すると期待される。また、住宅の実需が高いです。そのために、BSC は不動産業の長期的な見通しが明るいだと評価しております。

(1) 2022 年末にポジティブなシグナルが出った。

- 第 65/2022/NĐ-CP 号議定の改正法案は社債償還期限を延長することを許可することで、社債発行者、特に不動産企業が社債を返済する為に、時間を伸ばすことができる。
- 土地法律の改正法案が案件の展開の効率を向上し、不動産市場を明確にする。
- 第 1435/QĐ-TTg 号議定は不動産案件の困難、問題ためのをワーキンググループを設立した。

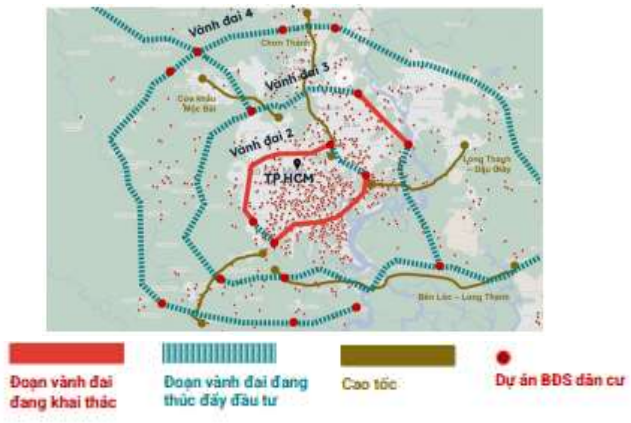
(2)2023 年には、インフラ投資の実行額を促進したら、不動産市場が大きく回復、需給がバランスを取ると期待される。

2023 年におけるインフラ公共投資計画

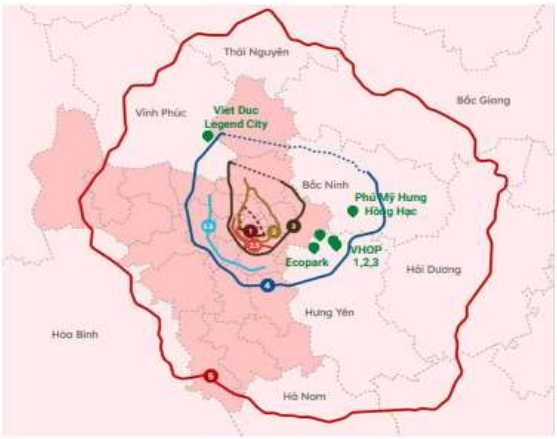


ソース:交通運輸省、BSC Research 収集

ホーチミン市でのインフラ地図—2025 年末に Vanh dai 4 通りを実施する目標



ハノイでのインフラ地図–2027 年前 Vanh dai 4 通りを実施する目標



投資観点 - 弱気

BSC は商業不動産業の見通しを「弱気」と評価しております。

銘柄	2023 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2023 年の税引後利益(10 億 VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside (%)
VHM	66,656	7%	22,369	−22%	5,137	8.9	1.2	10%	14%	46,600	N/A	N/A
VRE	9,491	30%	3,673	34%	1,576	18.1	1.8	9%	10%	28,500	31,800	12%
DXG	4,497	−19%	234	57%	1,304	9.6	0.5	2%	4%	12,500	N/A	N/A
NLG	5,364	24%	796	43%	2,602	10.6	1.0	19%	34%	27,000	N/A	N/A
KDH	3,162	9%	1,217	10%	1,614	15.8	1.5	6%	9%	27,000	N/A	N/A

ソース：BSC Research

7.2 公共投資からの恩恵を受ける業界

港湾業 [中立]

分析者:Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

- 2022 年には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量はゆっくりと成長した。2022 年 11 月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比 5%増の 2,300 万 TEU となった。BSC は 2023 年には、世界経済の減速により、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比+3～4%増となると予測しております。
- Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量の成長余地はまだ 20 ～ 25%くらい残っているため、競争が 2023 年に戻す可能性がある。
- 2023 年には、Hai Phong 省で港湾企業の優位性は大きく改善されるだろう。
- BSC は港湾業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量はゆっくりと成長した。2022 年 11 ヶ月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比 5%増の 2,300 万 TEU となった。2021 年 8 月～9 月に低い水準を除ければ、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比+2～3%増となった。原因は(1)ユーロ圏、米国の経済が減速し、(2)中国が「ゼロコロナ」政策を維持したことということから由来した。

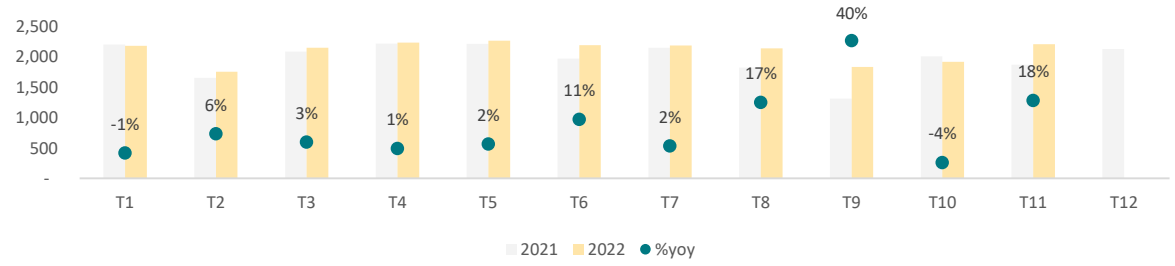
Cai Mep Thi Vai 港湾では、GML 港を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+43%増となったのは 2021 年に稼働し始まったことで、低い水準で留まったことから由来した。一方、ユーロ圏、米国への輸出受注数が減少したことで、他の港湾を通じるコンテナ取扱量は同+3～5%減となった。特に、輸出入が困難に直面している背景には、不便な場所に位置している一部の港(SSIT)は空コンテナを取扱しなければならない。

Hai Phong 港では、2021 年の低い水準のおかげで、TC-HICT 港を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+71%増となった。、Cam 川で他の港を通じるコンテナ取扱量が同+1%増となった。

BSC は 2023 年には、米国、ユーロ圏、日本などの経済が減速する共に、輸出入が今後ゆっくりと成長すると予測される背景には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比+3～4%増となると予測しております。

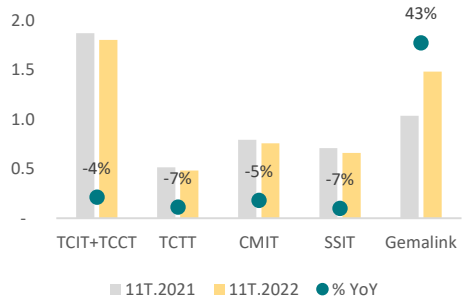
2022 年 11 ヶ月におけるベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比+5%増となった。

100 万 TEUS



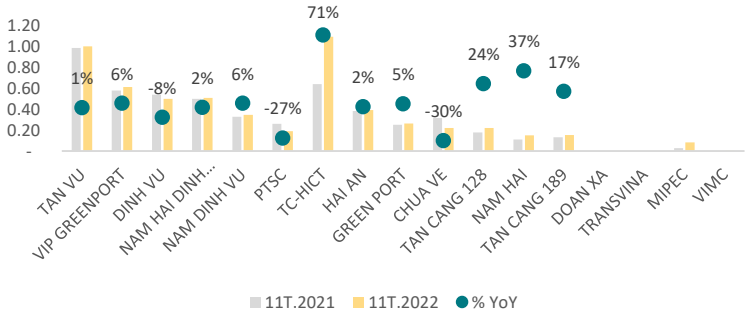
2022 年 11 ヶ月におけるベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量

100 万 TEUS



2022 年 11 ヶ月における Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量

100 万 TEUS



ソース：BSC 収集

観察要素：2023 年 1 月から、中国が経済活動を再開した。BSC の評価によると、米国及びヨーロッパでの需要が減少していることで、中国の経済活動再開がコンテナ取扱量に与える影響が大きくないだろう。2022 年 12 月まで、米国及びヨーロッパで需要が回復兆しを見せていない。

- 2022 年 12 月には、中国へ輸出された米国の注文数は前年同期比 30～40%減となった。
- 中国から米国へのコンテナ取扱量は 2022 年 5 月から減少傾向にある。

そのために、BSC は中国の経済活動再開がコンテナ取扱量に与える影響が大きくないと評価しております。

中国から米国へのコンテナ取扱量は 2022 年 5 月から減少傾向にある。

100 万 TEUS



ソース：Freight Waves

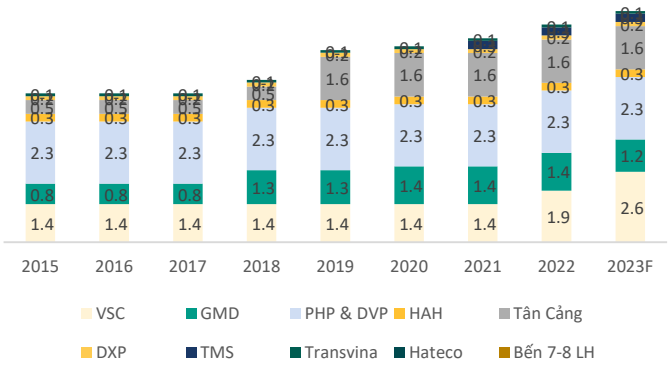
2023 年には、Hai Phong 省で港湾企業の優位性は大きく改善されるだろう。具体的には、GMD は Nam Hai Dinh Vu 港への出資金を回収する予定がある。2022 年 12 月 31 日には、GMD は保証金 1 兆ドンを受けた。BSC の評価によると、(1)購入相手方が VSC である、(2)回収が 2023 年第 1 四半期に完了すると期待される。この回収は成功したら、

1. **VSC は 2023 年に Hai Phong 港で大手企業となる。VSC 港を通じるコンテナ取扱量は前年比 +36%増の 260 万ドン、シェアの 30%を占める。**

2. 一方、GMD は回収の後、Hai Phong で殆どの港湾が入居されることで、成長余地があまり多くないだろう。BSC は Nam Dinh Vu 第 2 段階が稼働したら、GMD の総取扱能力が前年同期比 -15%減の 120 万 TEUS で、シェアの 14%を占めるTよそくしております。

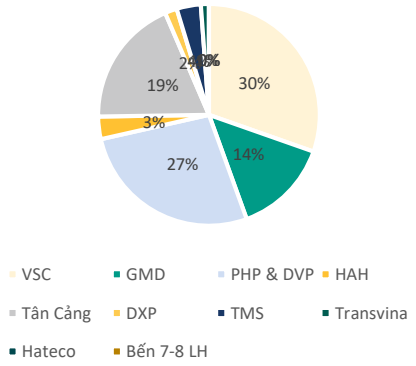
Hai Phong で港湾企業の総取扱能力

100 万 TEUS



Hai Phong で港湾企業のシェア

100 万 TEUS



ソース:BSC 収集

投資観点ー中立

BSC は港湾業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

いくつかの港湾企業の業績推定

銘柄	2023 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2023 年の税引後利益(10 億 VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside (%)
GMD	3,997	2%	2,127	114%	7,059	7.4	1.7	15%	23%	52,100	57,000	9%

予測: BSC Research

鉄鋼業「中立」

分析者：Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

- 2022 年には、鉄鋼消費量は国内も輸出市場で減少した。2022 年の鉄鋼業の消費量は前年比-10.8%減となり、そのうち、国内が同-7%減、輸出市場が同-21%減となった。
- 2023 年に入ると、BSC は不動産に関する問題を解消する政策のおかげで、鉄鋼の消費量が回復すると期待しております。しかし、(1)国内の不動産市場が冷え込んでいる背景には、企業が案件再構成するために、時間がかかる、(2)大国の経済が引き続き減速するに従って、需要が減少するということを基づく、鉄鋼の消費量がゆっくりと回復するだろう。BSC は鉄鋼業の消費量が前年比+3～5%増となると予測しております。
- 2023 年第 1 四半期には、鉄鋼企業の利益率は回復する。
- BSC は高値で在庫量が 2022 年下半期に計上されたことで、鉄鋼業の 2023 年第 1 四半期見通しを「中立」と評価しております。

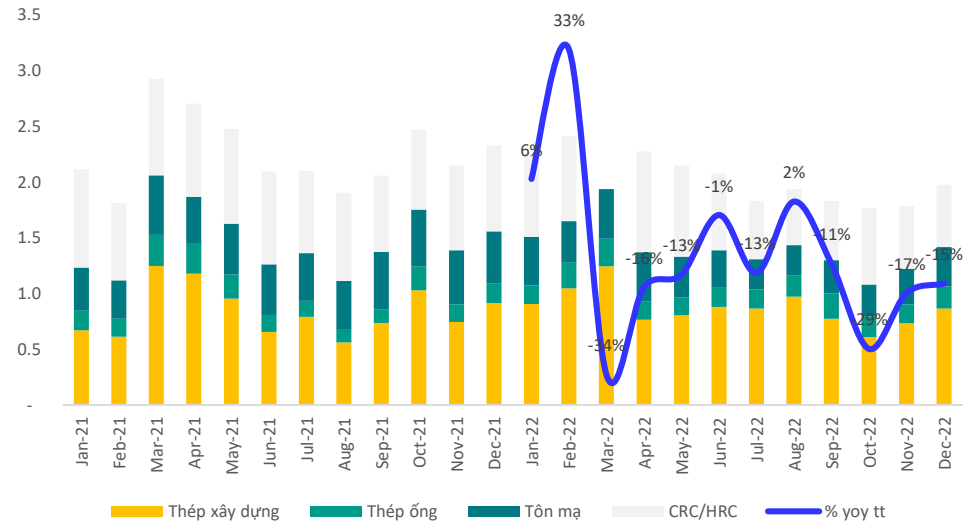
2022 年には、鉄鋼消費量は国内も輸出市場で減少した。2022 年の鉄鋼業の消費量は前年比-10.8%減となり、そのうち、

- 不動産案件が凍結されたことで、国内消費量が同-7%減となった。
- 輸出市場での消費量は同-21%減となった。特に、経済大国での需要が減少したことで、亜鉛メッキ鉄板の輸出量は前年比-39%減となった。同時に、世界の鉄鋼価格が急落したことで、ベトナムで亜鉛メッキ鉄板生産企業が価格競争優位が 2021 年のように強くなくなった。

2023 年に入ると、BSC は不動産に関する問題を解消する政策のおかげで、鉄鋼の消費量が回復すると期待しております。しかし、(1)国内の不動産市場が冷え込んでいる背景には、企業が案件再構成するために、時間がかかる、(2)大国の経済が引き続き減速するに従って、需要が減少するということを基づく、鉄鋼の消費量がゆっくりと回復するだろう。BSC は鉄鋼業の消費量が前年比+3～5%増となると予測しております。

2022 年には、鉄鋼業の消費量は前年比-10.8%減となった。

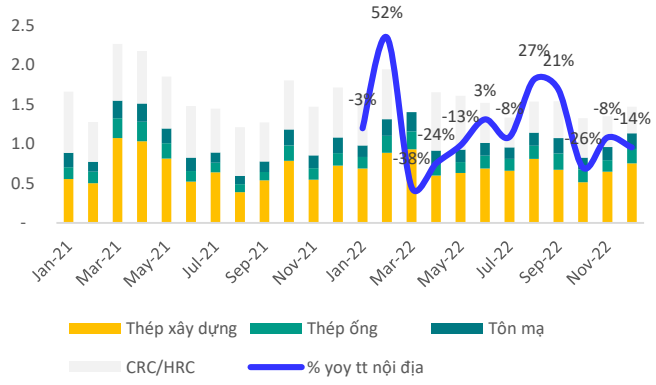
100 万 t



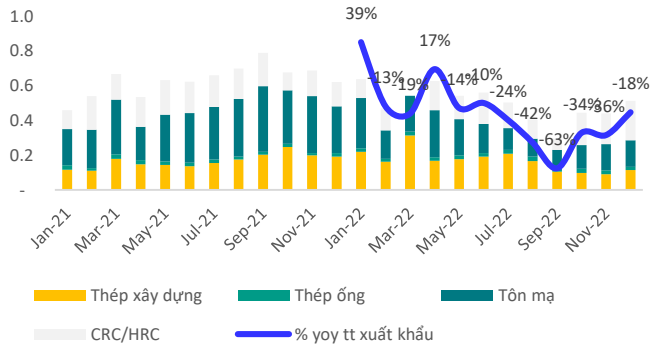
ソース：BSC Research 収集

2022 年には、国内の消費量は前年比-7%減となった。

100 万 t



2022 年には、輸出量は前年比-21%減となった。



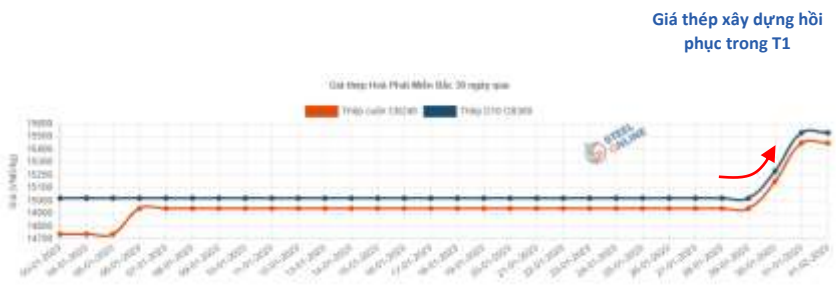
ソース：BSC Research 収集

2022 年には、需要が減少したことで、鉄鋼価格は下落傾向にあった。そのうち、建設企業での鉄鋼価格は年初比-11%減となり、鉄管価格が同-20%減となり、亜鉛メッキ鉄板価格が同-10%減となった。小売り鉄鋼価格は下落幅がより大きくなった。2022 年末まで、BSC は(1)鉄鋼企業が販売価格を引き上げた、(2)代理店の在庫量が低い水準に戻したということで、鉄鋼市場がバランスを取る状態を臨時的に維持していると評価しております。

- 第 1 四半期には、BSC は(1)季節性、(2)中国が経済活動を再開したことで、世界鉄鋼価格が回復するという要素を基づく、鉄鋼価格が前四半期比+2～3%増となると期待しております。

- 第 2 四半期～第 3 四半期に入ると、鉄鋼価格が需要に存在する。BSC は（1）2023 年には、需要の回復がゆっくりとなり、（2）中国が経済活動を再開したことで、鉄鋼供給源が増加する可能性があるという要素を基づく、鉄鋼価格が下落すると予測しております。

HPG の建設用鉄鋼価格の推移



2022 年～2023 年 1 月における HRC 価格の推移



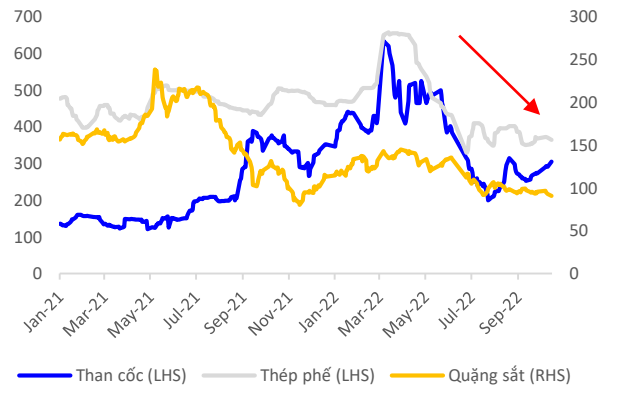
ソース：BSC Research 収集

2023 年第 1 四半期には、鉄鋼企業の利益率は回復する。

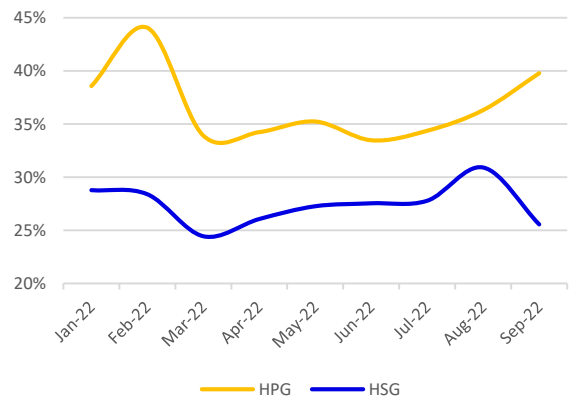
- **BSC は高値で在庫量が 2022 年下半期に計上されたと評価しております。**（1）鉄鋼企業が原材料を常に 3 ヶ月に販売可能水準で維持する。また、鉄鋼企業が 2022 年 7 月から生産能力を連続で削減していた。HPG、POM は製鉄炉を閉いた。（2）鉄鋼業の在庫量は 5 つの四半期の最低水準に留まった。2022 年 12 月末には、鉄鋼在庫量は前年同期比-29%減の 99 万 t となった。そのうち、建設用鉄鋼が同-28%減、亜鉛メッキ鉄板が同-16%減、HRC/CRC が同-46%減となった。
- また、原材料価格は 2022 年 7 月から低い水準で維持しているのは在庫量原価を引き下げるだろう。

そのために、BSC は鉄鋼企業の利益が 2023 年第 1 四半期に改善されると評価しております。そのうち、HPG、HSG は（1）国内市場に集中していることで、消費力がより速い、（2）鉄鋼生産能力を削減したということで、利益の改善が他の企業に比べて良いだろう。

鉄鉱石、インゴット、スクラップ鉄鋼の価格が大幅に下落した。(USD/t)



HPG, HSG は建設用鉄鋼と亜鉛メッキ鉄板で国内シェアを維持している。



ソース：Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

投資観点—中立

BSC は鉄鋼企業の 2022 年第 4 四半期見通しを「中立」と評価しております。

鉄鋼企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2023 年の税引後利益（10 億 VND)	% YoY	EPS 2023	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside (%)
HPG	118,630	−16%	11,142	31%	1,916	11.0	1.1	6%	10%	21,100	21,500	2%
HSG	38,764	−22%	1,304	419%	2,181	6.7	1.3	8%	11%	14,650	16,500	13%

ソース：BSC Research

7.3 中国の経済活動再開から影響を受ける業界

消費材・小売り業[有望]

分析者: Phạm Thị Minh Châu *Email: Chauptm@bsc.com.vn*

- 2022 年の小売業は 2021 年の低水準を基づくプラスな成長を記録した。
- 2023 年-予測不可能な年間:需要の低迷と大量の在庫からの困難は小売消費企業の 2023 年上半期業績に圧力をかけると予想されております。
- しかし、BSC は小売消費事業が 2023 年末の時点でよりプラスな成長を達すとと予想しています。
- BSC は小売消費業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

2022 年の小売売上高は(1)2021 年の低い水準からすべての業界の大きな回復、(2)物価が前年比 4%増となるという要素のおかげで、前年比 19.8%増の 5 兆 6,799 億ドンだった。

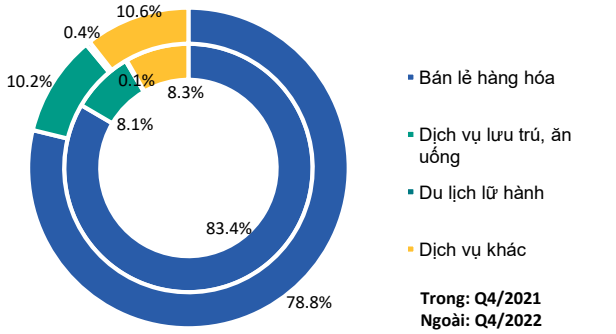
- 世界の地政学的不安定により、ガソリン価格（前年比+28.01%増、ガス価格（同+11.49%増）を含む燃料価格の上昇。
- 住宅・建設資材価格は投入資材価格の上昇と共にセメント・鉄鋼・砂の価格の上昇により前年比 3.11%上昇した。
- 食品価格が前年比+1.22%～+1.62%に増加するのは輸出米価格の上昇と共に国内米価格の上昇、原材料価格の上昇圧力及び流行後の外食需要の増加から由来した。

また、2022 年経済の物価上昇の抑制に寄与した要素は 豚肉価格が前年比 -10.68%減少したことから由来した。

小売売上高が新型コロナウイルス感染症の流行の後回復した。



2021 年と 2022 年における総小売売上高の事業別寄与割合



ソース: GSO, BSC

業界	銘柄	実際	
		2022 年 9 ヶ月の税引後利益	2022 年税引後利益
生活非必需小売・消費事業	MWG	3,481	4,100
	%YoY	4%	-16%
	PNJ	1,340	1,807
	%YoY	133%	76%
	FRT	296	390
	%YoY	173%	-12%
	DGW	528	684
	%YoY	60%	4%
	DHC	296	378
	%YoY	-24%	-21%
	PET	135	125
	%YoY	-13%	-53%

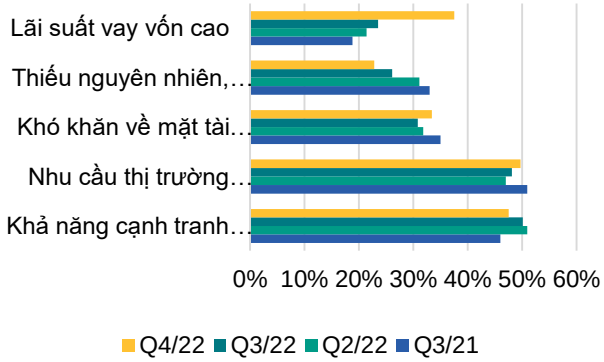
業界	銘柄	実際	
		2022 年 9 ヶ月の税引後利益	2022 年税引後利益
必要小売り事業	DBC	229	150
	%YoY	-68%	-82%
	SAB	4,181	5,224
	%YoY	77%	42%
	VNM	6,647	8,516
	%YoY	-20%	-19%
	MSN	3,120	3,567
	%YoY	47%	-58%

そのうち、SAB と PNJ は前年同期より低い水準がある。DGW は連結会社からの特別な利益を計上した。

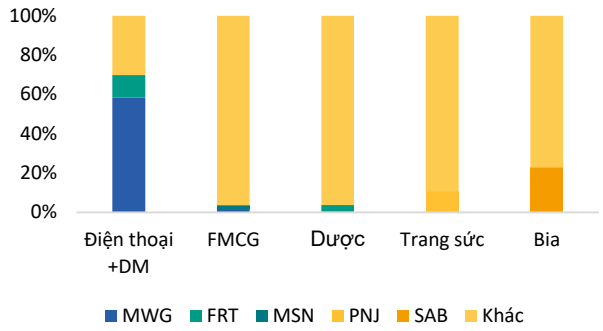
ソース:Fiinpro

2023 年-予測不可能な年間:需要の低迷と大量の在庫からの困難は小売消費企業の 2023 年上半期業績に圧力をかけると予想されております。しかし、BSC は小売消費事業が 2023 年末の時点でよりプラスな成長を達すとと予想しています。

2022 年に企業の業績に影響した要素



小売り企業の 2021 年シェアの推定



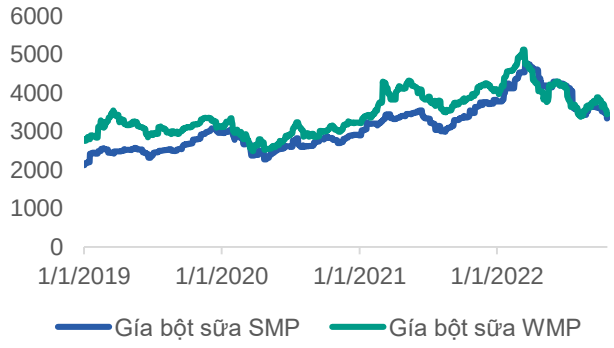
ソース: GSO, VIRA, MWG, BSC

- 小売事業-2022 年の高い水準と共に借入コスト及び購買力の低下から圧力を受け、業界の競争が激化しております。しかし、BSC は、財務力を持ち、現代消費傾向を追求する大手な企業が 2023 年に業界平均水準を上回る成長し続けると予想しています。しかし、成長率は 2022 年の高い水準よりも低い水準で維持する可能性がある。原因は以下の通り。

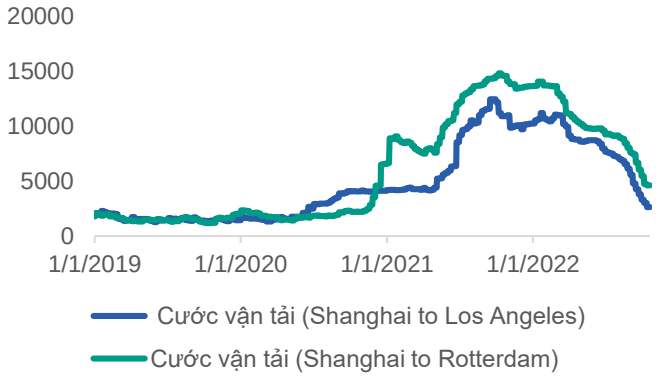
  (1) PNJ、MWG の携帯電話販売店「テーゾイジードン(thegioididong)」チェーンとディエンマイサイン(Dien may XANH)チェーンなどの規模の拡大のおかげで市場シェアを拡大、MA の実施。

  (2) MWG の「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」などの包括的な再構成を実施し、SAB、TLG、PNJ などのデジタル化と経営活動モデルの最適化を実施する。
- VNM、QNS などの消費事業-2022 年の低い水準から成長するが、購買力の減少に関する圧力を直面する。

ニュージーランドから輸入されている粉乳価格の減少傾向(USD/t)



世界大戦状況により貨物料金の大幅な下落 (USD)



ソース: DBC, Bloomberg, BSC

投資観点 – 有望

BSC は小売り・消費サービス業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

小売り・消費サービス業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
MWG	128,461	-4%	4,815	17%	3,289	13.5	1.6	7%	18%	44,500	54,600	23%
VNM	61,883	3%	9,282	9%	4,214	18.0	1.6	19%	27%	75,800	82,200	8%
MSN	84,146	10%	3,710	4%	2,605	35.9	1.6	3%	13%	93,500	96,000	3%
PNJ	35,454	5%	1,968	9%	7,475	11.1	1.6	15%	26%	82,900	95,000	15%
DGW	31,282	42%	766	12%	5,334	7.8	1.6	9%	26%	41,700	45,000	8%
FRT	33,307	10%	418	7%	2,965	25.4	1.6	4%	21%	75,300	77,100	2%

ソース: BSC Research

航空サービス業[有望] – 航空運輸業[中立]

分析者: Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

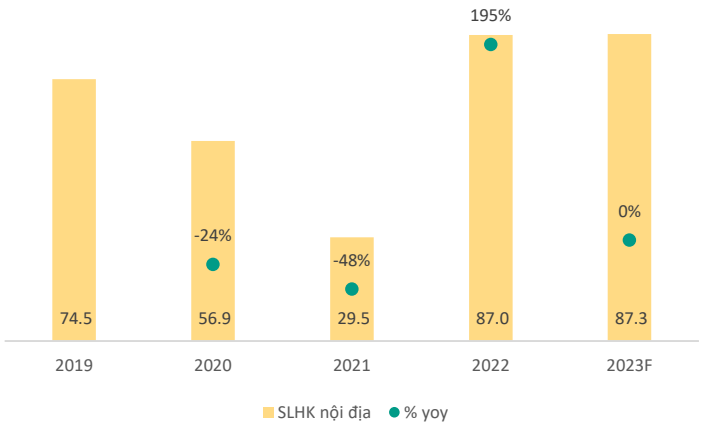
- 2022 年には、国内線旅客数は前年比 195%増の 8,700 万人となった。2023 年には、BSC は国内線旅客数が前年比 0.3%増の 9,200 万人と予測しております。
- 2022 年には、国内線旅客数は前年比 2,300%増の 1,200 万人となった。
- BSC は航空サービス業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。
- BSC は主なベトナムの最大航空市場である中国市場の再開により、航空運輸業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

国内航空運輸事業 – 新型コロナウイルス感染症の流行前比 117%増加

2022 年には、国内線旅客数は前年比 195%増の 8,700 万人となった。2023 年には、BSC は国内線旅客数が前年比 0.3%増の 9,200 万人と予測しております。

2022 年の国内線旅客数は前年比 195%増となった。

100 万回



VJC、HVN のいくつかの国内線回収率

Hãng	Tần suất chuyến/tuần 2019	Tần suất chuyến/tuần T11. 2022	% so với 2019
Vietjet Air			
HAN – SGN	315	403	128%
HAN – DAD	227	77	34%
HAN – CXR	87	68	78%
SGN - DAD	243	116	48%
SGN - PQC	88	115	131%
SGN – HPH	104	118	113%
Vietnam Airlines			
HAN – SGN	474	525	111%
HAN – DAD	169	211	125%
HAN – CXR	56	83	148%
SGN - DAD	237	250	105%
SGN - PQC	140	249	178%
SGN – HPH	84	108	128%

ソース: BSC Research

国際航空運輸事業 – 新型コロナウイルス感染症の流行前比 43%増加

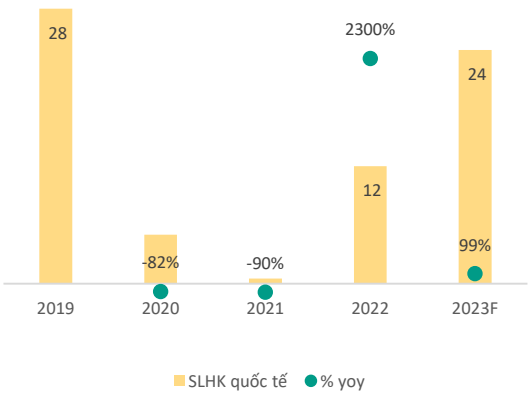
2022 年には、国内線旅客数は前年比 2,300%増の 1,200 万人となった。

1 ベトナムを含む国々の経済活動は再開した。2022 年第 4 四半期末までに、ウクライナとの政治的緊張によるロシアを除いて、ベトナムは韓国、日本、台湾などの主要市場への定期国際線を再開した。

2 **また、航空企業がインドへの新規国際線を積極的に開始しているのは新規供給を増加させている。**

2022 年国際線旅客数が前年比+2,300%増となった。

100 万回



VJC、HVN のいくつかの国際線回収率

航空会社	国際線運航便数/週間 2019 年	国際線運航便数/週間 2022 年 11 月	変更率
Vietjet Air			
韓国	190	156	82%
台湾	182	38	21%
日本	106	126	119%
タイ	88	118	134%
シンガポール	56	66	118%
Vietnam Airlines			
韓国	166	74	45%
台湾	126	98	78%

日本	98	106	108%
タイ	80	2	3%
シンガポール	70	52	74%

ソース: BSC Research

ベトナムへの観光客数

1,000 便

	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	2022
– 中国	15	27	36	47	125
– 韓国	15	93	382	476	965
– 日本	5	24	68	78	175
– 台湾	8	16	42	60	126
– 米国	10	58	109	142	318
– ロシア	5	4	8	22	40
– マレーシア	1	21	54	94	171
– タイ	1	21	61	119	202
– オーストラリア	3	25	50	66	145
– イギリス	2	16	32	45	94
–シンガポール	1	33	54	91	179
– インド	0	18	43	76	137
– その他	25	121	331	473	951
観光客数	91	477	1,271	1,788	3,627

2022 年同期と 2019 年同期に比べるベトナムへの観光客数

%

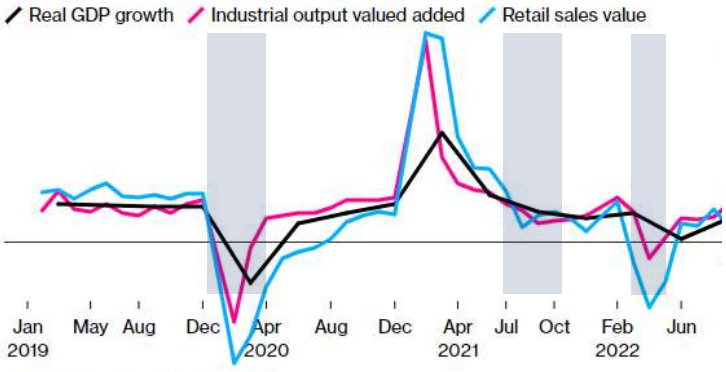
	Q1.22 (1)	Q2.22 (2)	Q3.22 (3)	Q4.22 (4)	2022 (5)	% đóng góp vào mức phục hồi năm 2022 (6)=(5)x tỷ trọng 20
– 中国	1%	2%	2%	3%	2%	0.70%
– 韓国	1%	10%	36%	41%	22%	5.40%
– 日本	2%	11%	27%	33%	18%	1.00%
– 台湾	4%	7%	17%	24%	14%	0.70%
– 米国	5%	33%	62%	80%	43%	1.80%
– ロシア	3%	3%	7%	13%	6%	0.20%
– マレーシア	1%	14%	40%	54%	28%	1.00%
– タイ	1%	17%	61%	73%	40%	1.10%
– オーストラリア	3%	28%	55%	47%	38%	0.80%
– イギリス	2%	21%	44%	57%	30%	0.50%
–シンガポール	1%	43%	77%	97%	58%	1.00%
– インド	0%	46%	108%	148%	46%	6.30%
– その他	4%	25%	63%	71%		
合計						20.40%

ソース:GSO, BSC Research

2023 年には:

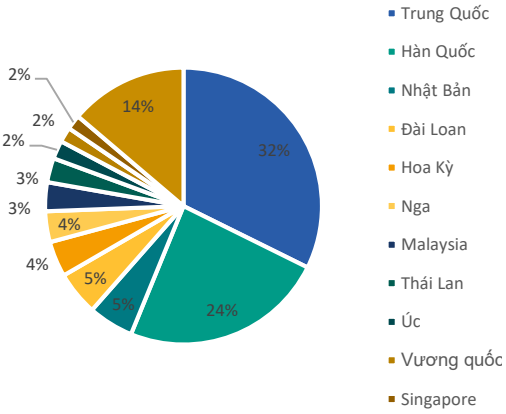
1. **BSC は中国市場が急速に回復すると見方を維持しております。2023 年 1 月の時点で、**中国市場からの再開の明確な兆候がある。
3. 年間連続での閉鎖政策の維持により、中国の生産経営活動が深刻な影響を受けた。BSC は、経済的圧力が中国が「Zero-Covid」政策を引き続き緩和し、2023 年に 100% 完全に開始するための原動力になると考えています。そのために、BSC は、中国への国際線が 2023 年第 1 四半期～第 2 四半期から力強く回復し始めると期待しております。

中国の GDP、産業及び小売指数は「Zero-Covid」政策の維持により急落した。



Source: National Bureau of Statistics
Note: February data shows combined results for Jan.-Feb.

中国は 2019 年にベトナムへ到着した観光客数の 30%を占めた。



注意:青い色は中国が多くの都市で社会的隔離措置を適用していることを示しています。

ソース: BSC Research

2. BSC は、韓国、日本とアメリカの市場が 2022 年の再開のおかげで引き続き回復すると期待しております。
3. BSC は、(1) 2022 年第 4 四半期からの新路線開設の加速、(2) 大規模な規模のおかげで、インド市場が前四半期比 20%増加で順調な成長を続けると予想しています。BSC は、インドがベトナムの航空市場で上位 5 位になると期待しております。

BSC は、国際線旅客数が以下の仮定を基づく前年比 99%増の 2,400 万人であると予測しております。

国際線旅客数の線回収率の予測

順番	国	2022				2023				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2023F
1	中国	1%	2%	2%	3%	15%	35%	60%	85%	53%
2	韓国	1%	10%	36%	41%	60%	80%	100%	100%	85%
3	日本	2%	11%	27%	33%	50%	70%	90%	100%	78%
4	台湾	4%	7%	17%	24%	35%	50%	80%	100%	68%
5	米国	5%	33%	62%	80%	90%	100%	100%	100%	97%
	インド	0%	46%	108%	148%	233%	280%	327%	308%	289%
6	その他	3%	21%	53%	61%	80%	95%	100%	100%	93%
	合計	0%	12%	29%	34%	55%	71%	87%	97%	78%

ソース: BSC Research の予測

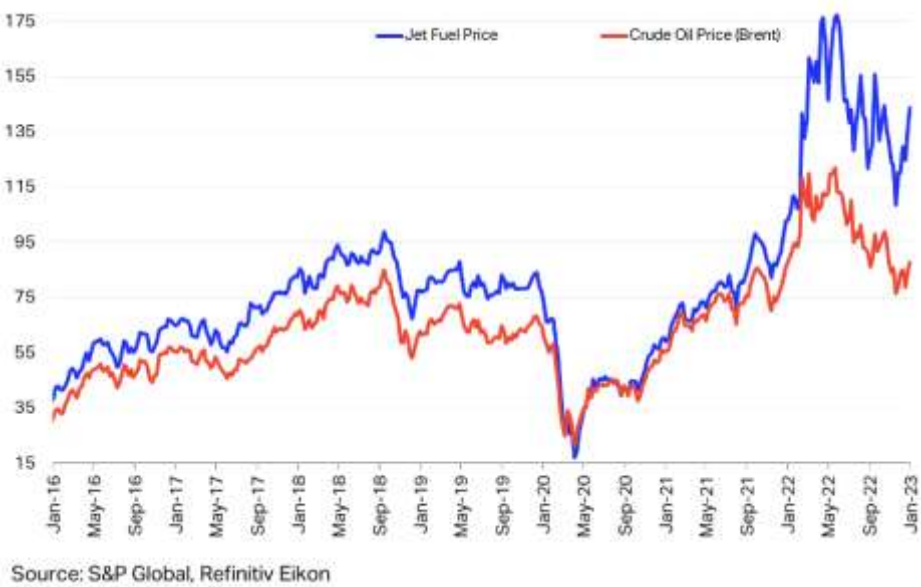
ベトナムへの**国際線**旅客数を基づくACVを通じる国際線旅客数の予測

	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	2023F
– 中国	15	27	36	47	192	421	896	1555	3064
– 韓国	15	93	382	476	665	777	1062	1150	3654
– 日本	5	24	68	78	117	156	231	239	743
– 台湾	8	16	42	60	72	112	195	252	632
– 米国	10	58	109	142	198	173	176	177	724
– インド	0	18	43	76	91	109	131	157	488
– その他	38	241	591	910	1,130	1,092	1,117	1,488	4826
国際線旅客数(千人)	105	597	1,531	2,225	2,464	2,839	3,808	5,019	14130
ACVを通じる国際線旅客数(千人)									24,022

ソース: BSC Research の予測

原油価格が高い水準で維持したことにより、航空運輸企業にマイナス影響を及ぼした。2022 年には、ジェット油– A1 価格は前年比+40～45%増の 140USD/bbl だった。2022 年第 4 四半期には、ジェット油– A1 価格は 100USD/bbl に下落した。2023 年 1 月には、中国の経済活動再開と共に需要が回復したことで、原油価格が上昇した。今後、BSC は、石油価格が石油供給の締め切り、高い水準で留まると評価しております。2023 年には、BSC はジェット油– A1 価格が 135USD/bbl で推移すると予測しております。そのために、航空運輸企業の事業活動は燃料費の 100%を 国内線のチケット価格に換算できないため、悪影響を受けています。

ジェットーA1価格とブレント価格の推移



Source: S&P Global, Refinitiv Eikon

ソース: BSC Research

投資観点

1 BSC は、旅客数/貨物量の回復による直接的に恩恵を受けることで、航空サービス事業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。
2 BSC は ベトナムの最大な航空市場である中国市場の再開による、航空運輸事業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

航空企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益 (10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
ACV	20,168	46%	8,833	24%	4,058	20.8	3.5	12%	17%	84,538	100,000	18%
SCS	902	6%	674	4%	6,934	10.6	4.3	39%	41%	73,500	76,000	3%
HVN	89,895	27%	-4,329	-59%	(1,955)	(6.4)	(2.1)	-7%	33%	12,600	n.a	n.a
VJC	52,551	34%	552	-125%	1,019	106.0	3.2	1%	3%	108,000	n.a	n.a

ソース: BSC Research

原油製品輸送業[有望] – コンテナ運輸業[弱気]

分析者: *Phạm Quang Minh* *Email: minhpq@bsc.com.vn*

コンテナ運輸業

- 2022 年末までに、コンテナ価格指数は急激に下落した。 2023 年には、BSC は、(1) 供給の大幅な増加、(2) 輸出入活動がゆっくり引き続き成長するという要素を基づくコンテナ運賃が前年比 65% 減少するとの見方を維持しています。
- BSC はコンテナ運輸業の 2023 年投資見通しを「弱気」と推奨しております。

原油製品輸送業

- 2022 年末までに、(1) ヨーロッパでの石油サプライ チェーンの混乱、(2) タンカーの供給不足ということを受け、石油の運賃が急激に上昇した。
- BSC は、1 月の運賃下落は一時的なものであり、原油用船の供給が期限限られているため、原油価格は 2023 年も高水準で引き続き留まると考えております。
- BSC は原油製品輸送業の 2023 年投資見通しを「有望」と推奨しております。

コンテナ運輸業 – 弱気

2022 年には、2022 年末までに、コンテナ価格指数は急激に下落した。明細は以下の通り。

1. 世界平均スポットコンテナ運賃は年初比 75%減となった。そのうち、中国から米国への主要な輸送ルート及び中国からヨーロッパへのスポットコンテナ運賃はそれぞれ、年初比 85%減となり、同 80%減となった。
2. 船舶のサイズによって定期用船運賃は年初比 60 ～ 65% 減となった。

Nguyên nhân của việc giá cước giảm đến từ **(1)** kinh tế toàn cầu chậm lại, **(2)** nút thắt về nguồn cung tàu đã cải thiện.

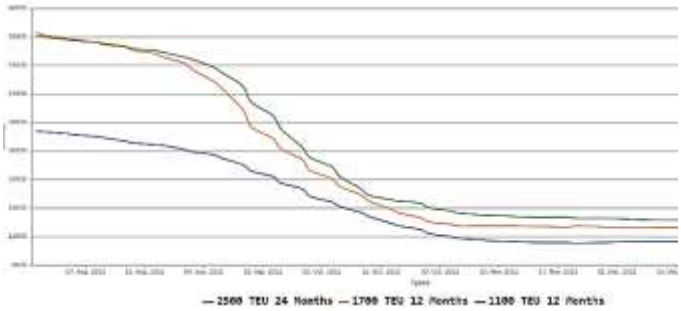
運賃の下落は、(1)世界経済の減速、(2)船舶供給の問題が改善されたことということから由来した。

中国から米国、ヨーロッパへのコンテナ運賃は年初比 85%減となった。

USD



2022 年の定期用船運賃は年初比 60 % 減となった。

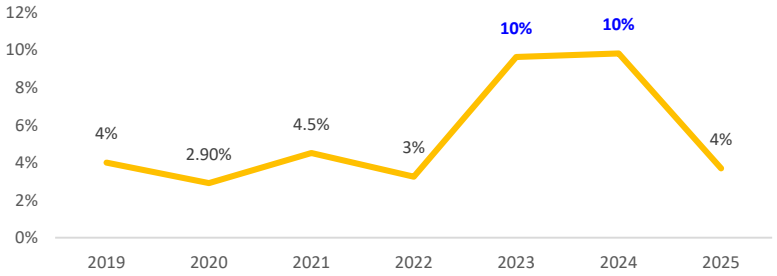


ソース: Bloomberg, Clarksons Research

2023 年には、BSC は、(1) 供給の大幅な増加、(2) 輸出入活動がゆっくり引き続き成長するという要素を基づく、コンテナ運賃が前年比 65% 減少するとの見方を維持しています。

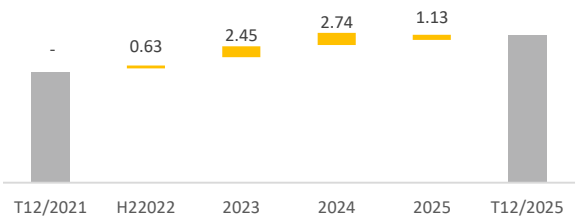
2023 年～2024 年の期間における船隊の規模は前年比で 10%増加する。

% YoY



2023 年～2024 年の期間における船の引き渡しの期間

Triệu TEUS



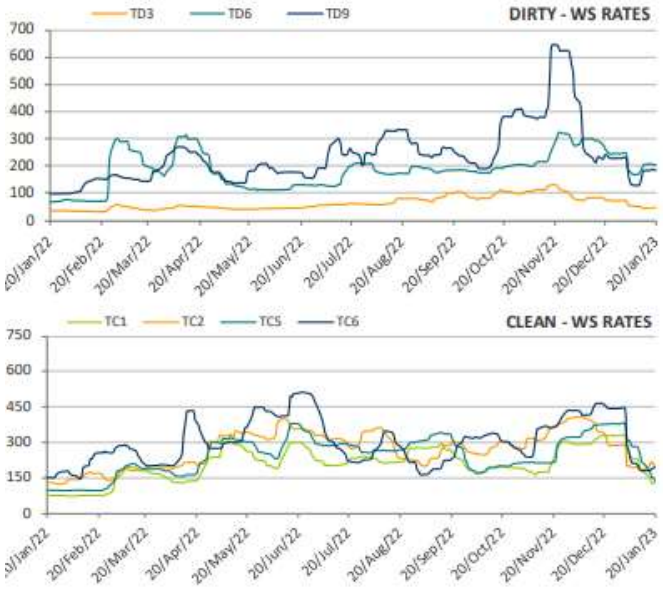
ソース: BIMCO

原油製品運輸業 – 有望

2022 年末までに、(1) ヨーロッパでの石油サプライ チェーンの混乱、(2) タンカーの供給不足ということを受け、石油の運賃が急激に上昇した。そのうち、そのうち、原油貨物価格指数 (BDTI) が年初比 109%増となり、完成原油貨物価格指数 (BCTI)が年初比+73%増となった。

BSC は、1 月の運賃下落は一時的なものであり、原油用船の供給が期限限られているため、原油価格は 2023 年も高水準で引き続き留まると考えております。

BDTI が年初比 109%増となり、BCTI 指数が同 73%増となった。



2023 年の原油用船隊及び完成原油用船隊の規模はそれぞれ、年初比 1.8%増、同+1%増となった。



ソース: BIMCO

投資観点

BSC はコンテナ運輸業の 2023 年投資見通しを「弱気」と推奨しております。BSC は原油製品輸送業の 2023 年投資見通しを「有望」と推奨しております。

海運企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
HAH	2,694	−16%	374	−55%	5,473	6.9	1.0	7%	11%	37,900	40,000	6%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%

ソース: BSC Research

自動車業[中立]

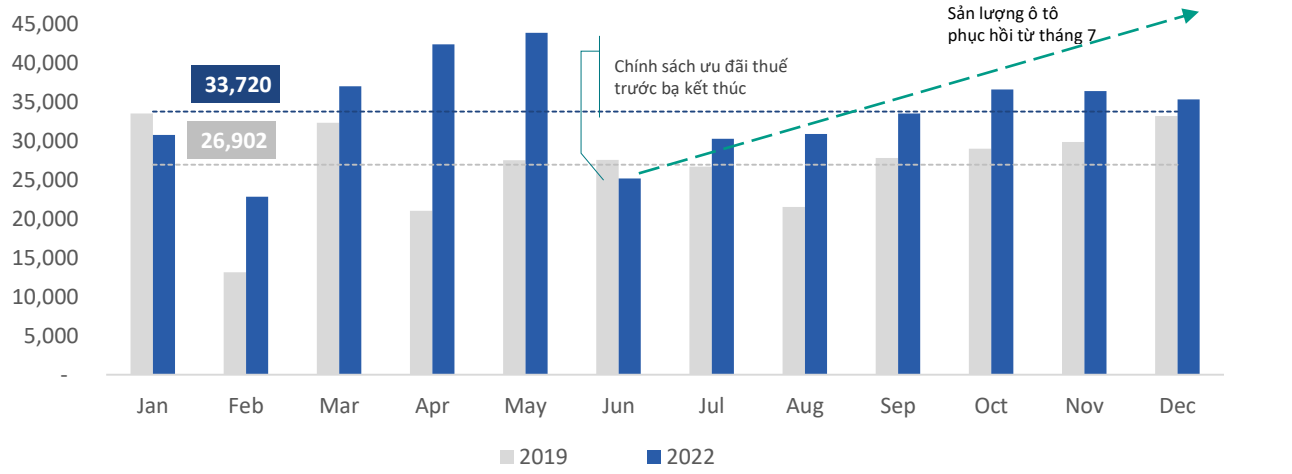
分析者: Lưu Thuỳ Linh *Email: Linhlt2@bsc.com.vn*

- 2022 年には、全市場の新車販売台数は前年比 33%増の 40 万 4,635 台だった。
- BSC は(1)2022 年の高い基準水準及びインフレ率や金利が高い水準で維持することを受け、自動車販売額が減少すると予想される;(2)自動車生産企業の利益率が主要な生産原材料価格の下落のおかげで僅かに改善すると予想されるという要素を基づく、自動車業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

ベトナム自動車工業会(VAMA)の発表によると、2022 年における VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年比 33%増の 40 万 4,635 台でだった。2022 年第 4 四半期には、VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年同期比 6%減の 10 万 8,232 台だった。

2022 年第 4 四半期には、VAMA 加盟企業の新車販売台数の減少は 2021 年第 4 四半期の高い水準から由来した。しかし、2022 年の平均月間販売台数は 3 万 3,720 台で、流行前の水準を上回った。2021 年と 2019 年の平均販売台数は、それぞれ 2 万 5,321 台、2 万 6,902 台だった。

新車販売台数は 7 月から上昇した(台)



ソース: VAMA, BSC Research

BSC は自動車業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。BSC は 2023 年に市場全体での自動車販売数を以下の通りに予想しております。

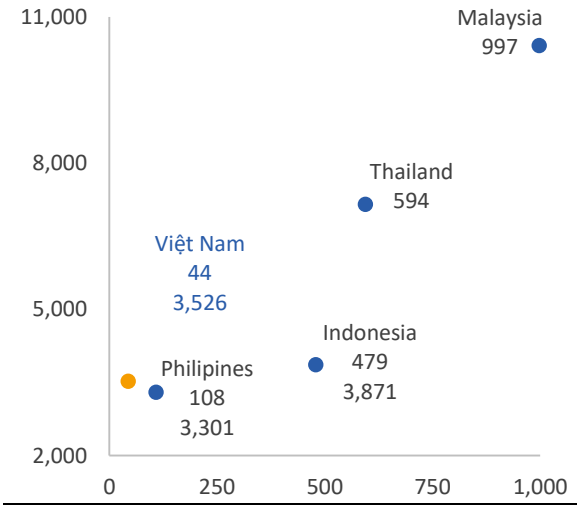
(1) 自動車販売台数は減少する。原因は(1)2022 年の高い水準である、(2)消費者の購入力が減少する、(3)金利が高い水準で留まっている、(4)優遇政策が終了するということから由来する。

(2) しかし、自動車販売台数は以下の要素のおかげで、プラスな成長を維持している。

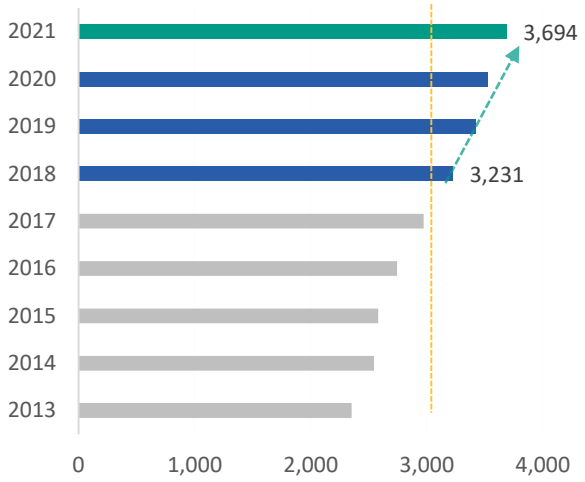
(2.1) 部品の供給源が改善される。中国が「Zero-Covid」政策を緩和すると、需要を満たすだけでなく、顧客の待ち時間を短縮するために自動車の供給が改善される。そのために、BSC は、自動車販売台数が上記の要素のおかげで、引き続き増加すると期待しております。

(2.2) 自動車保有率が低い水準で維持して平均所得が向上されているという要素は長期的に自動車販売の成長原動力になると予想されます。

2023 年に自動車保有率(台/1000 人-水平)及び平均 GDP(USD/人 – 縦軸)



2013 年～2021 年の期間におけるベトナムの平均 GDP 成長率 (USD/人)

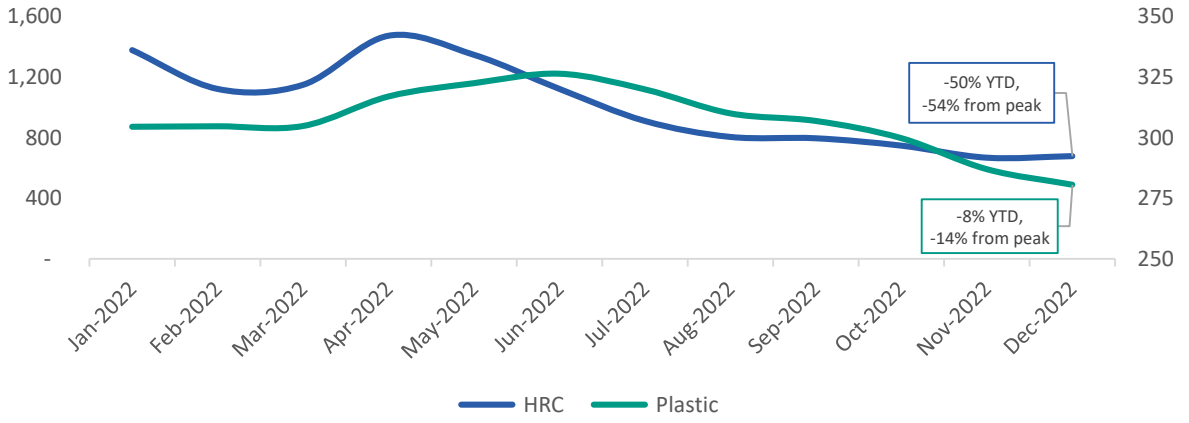


ソース: BSC Research

(3) 自動車生産企業の利益率は原材料価格の下落のおかげで改善すると期待されている。

鉄鋼、プラスチック、半導体などの主要な自動車材料の価格は下落している傾向がある。BSC は自動車生産企業の 2023 年利益率が改善されると予想しております。

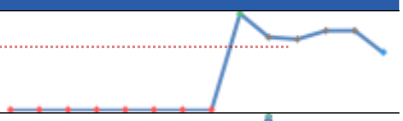
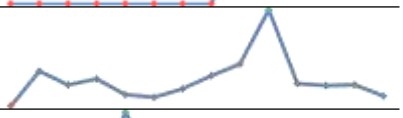
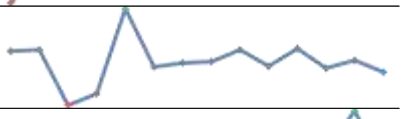
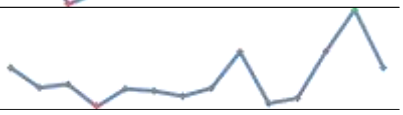
鉄鋼価格とプラスチック価格



ソース: BSC Research

また、自動車企業は定期的な現金配当比率を維持し、現在歴史的な最低水準 P/E で取引されています。

自動車企業の P/E の推移

MÃ CK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TTM 13/01	Median	P/E chart
VEA						0.00	0.00	0.00	12.29	9.29	9.04	10.11	10.09	7.33	9.16	
HTL		15.07	9.07	11.66	5.06	3.91	7.45	12.97	18.13	40.98	9.72	8.93	9.17	4.33	9.17	
HAX	10.14	10.47	-5.62	-2.28	22.46	5.54	6.68	7.12	10.60	5.75	10.97	5.21	7.49	4.02	6.68	
SVC	12.40	9.12	9.63	5.96	8.90	8.53	7.67	9.03	15.08	6.44	7.37	15.20	22.12	12.4	8.72	

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は(1)2022 年の高い基準水準及びインフレ率や金利が高い水準で維持することを受け、自動車販売額が減少すると予想される;(2)自動車生産企業の利益率が主要な生産原材料価格の下落のおかげで僅かに改善すると予想されるという要素を基づく、自動車業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

自動車企業の 2023 年業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
VEA	4,988	5%	7,805	3%	5,721	7.0	1.6	29%	31%	40,065	45,000	12%

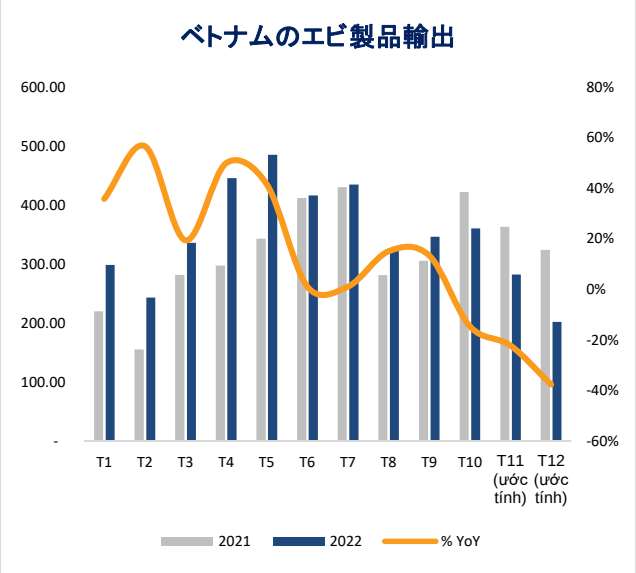
ソース: BSC Research

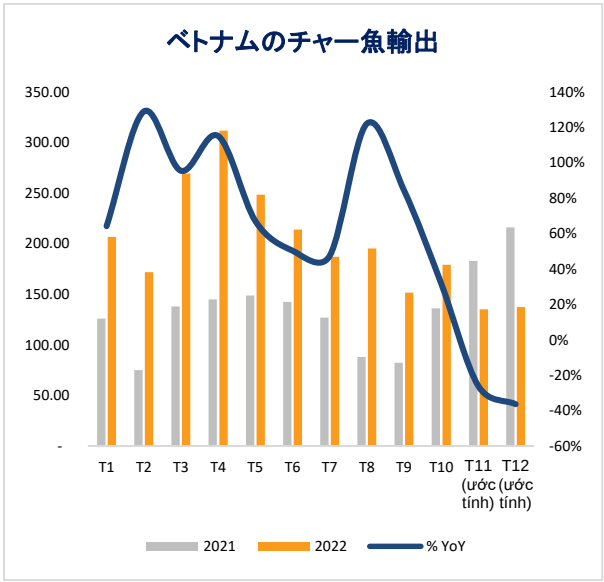
水産業[中立]

分析者: *Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn*

- 2022 年には、水産製品の輸出額は前年比 23%増の 109 億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年比 11%増、同 59%増となった。
- 水産業の 2023 年事業見通し:エビ製品事業:米国とヨーロッパなどの重要な消費市場が多くの困難に直面すると予想されるという背景には、ベトナムのエビ製品消費需要に悪影響を及ぼだろう。
- チャー魚製品事業:BSC は中国の経済開始がチャー魚消費量を増加させて、チャー魚事業の成長が上昇すると期待しております。
- BSC は水産業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2022 年には、水産製品の輸出額は前年比 23%増の 109 億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年比 11%増の 43 億ドルで輸出総額の 39%を占め、同 59%増の 24 億ドルで輸出総額の 22%を占めた。成長率は 2022 年に上昇した。しかし、2026 年下半期には、米国と EU などの輸出市場 での消費需要がインフレと景気後退のリスクにより徐々に減少したことで、成長率が徐々減少した。





ソース: Agromonitor

2023 年業績見通し

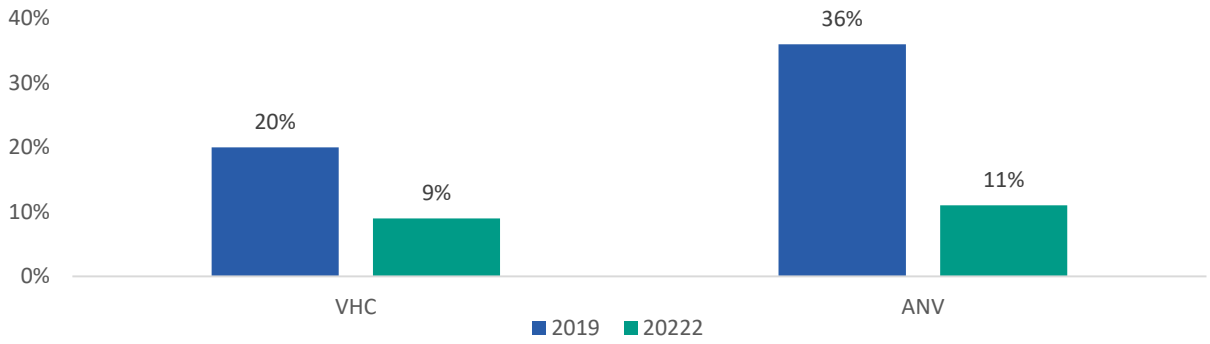
+ **エビ製品事業**:米国とヨーロッパなどの重要な消費市場が多くの困難に直面すると予想されるという背景には、ベトナムのエビ製品消費需要に悪影響を及ぼだろう。

+ **チャー魚製品事業**:BSC は、米国市場とヨーロッパ市場が 2023 年に大きく成長していないが、チャ魚事業の見通しがオープニング期間後の中国の回復に依存すると考えております。BSC は中国の経済開始がチャー魚消費量を増加させて、チャー魚事業の成長が上昇すると期待しております。恩恵を受ける水産企業は VHC、ANV、IDI などの中国市場へ輸出している企業である。

	T1.22	T2.22	T3.22	T4.22	T5.22	T6.22	T7.22	T8.22	T9.22
水産	868	633	1,013	1,121	2,054	1,003	943	1,000	862
%比率	***7%***	***13%***	***18%***	***18%***	***8%***	***13%***	***11%***	***14%***	***17%***
エビ	268	153	334	435	452	377	377	352	256
%比率	***7%***	***8%***	***17%***	***17%***	***18%***	***13%***	***7%***	***10%***	***11%***
チャー魚	206	171	269	311	248	613	187	195	151
%比率	***13%***	***28%***	***35%***	***36%***	***26%***	***25%***	***24%***	***31%***	***26%***

ソース: GSO, BSC research

収入構成の中に中国市場の比率



投資観点– 中立

BSC は水産業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。BSC は、(1) 2022 年の高い基準水準、(2) 米国市場での需要の減少が水産業界の困難になると考えております。一方、「Zero – Covid」装置を適用した後中国の再開始はチャー魚製品消費の需要を増加させると期待されています。

銘柄	2023 年の売上高 (10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
VHC	14,372	341%	1,959	-8%	12,800	5.1	1.6	20%	27%	65,400	67,500	3%
ANV	5,346	9%	762	13%	6,900	4.5	1.0	10%	19%	30,900	30,000	-3%

ソース: BSC Research

タイヤ業[有望]

分析者: Lưu Thuỳ Linh *Email: Linhlt2@bsc.com.vn*

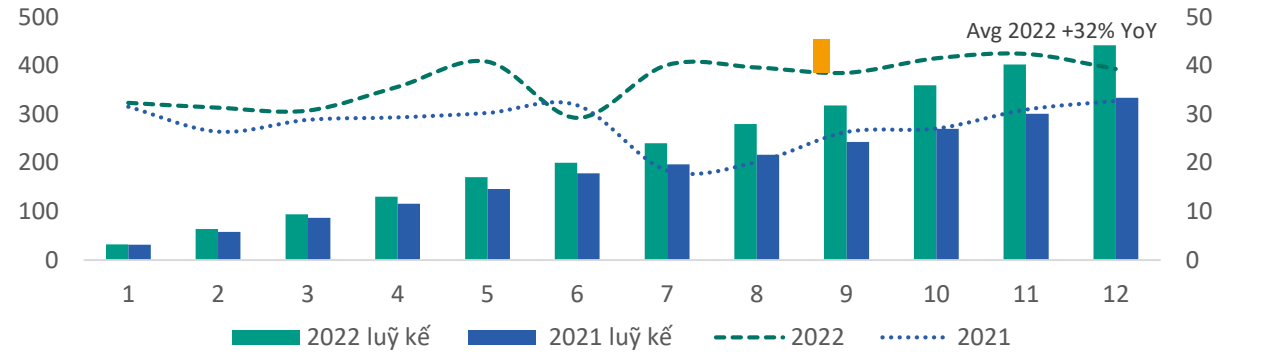
- BSC はタイヤ企業は(1)収益の伸びが国内需要と主要な輸出市場の継続的な回復で上昇する、(2)稼働効率が資材費や物流費の削減で改善されるという要素のおかげで、2023 年にプラスな成長を維持すると考えております。
- **BSC はタイヤ業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。**

2023 年業績見通し:

(1) BSC は、収益の成長が以下の要素の通りに促進されると予想しております。

(1.1) 国内輸送活動は引き続き好調で、国内タイヤ消費需要を促進した。2022 年第 4 四半期の国内貨物取扱量は引き続き回復し、前四半期比 4.2% 増、前年比 36% 増となった。

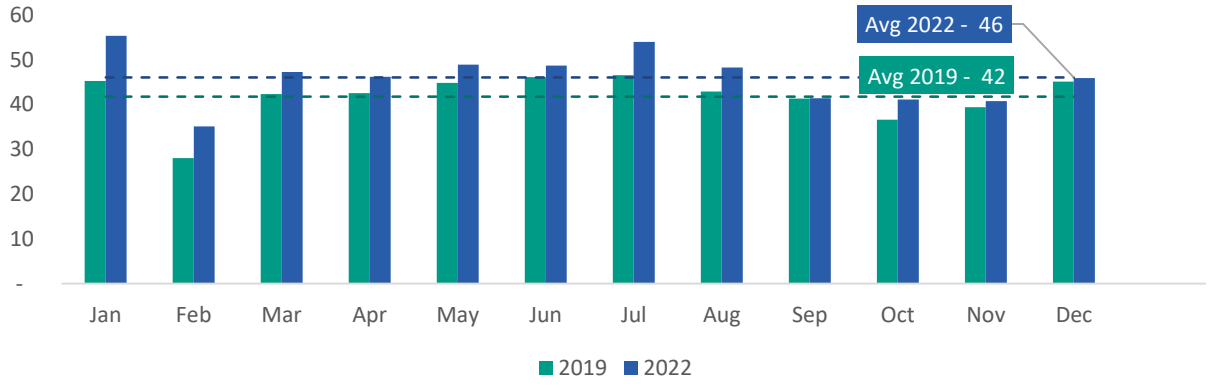
国内貨物取扱量(100 万t/km)



ソース: GSO, BSC Research

(1.2) 中国の経済活動が再開すると、中国から輸出されるタイヤとの競争圧力が低下すると予想されています。

中国の月間タイヤ輸出量(100 万台)



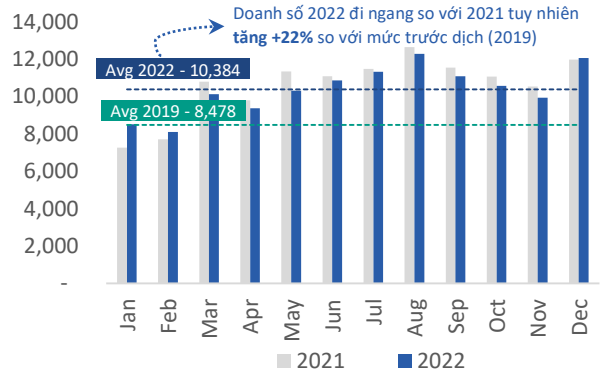
ソース: Bloomberg, BSC Research

(1.3) 重要な輸出市場でのタイヤ需要はプラスであり、BSC は 成長率が 2023 年に引き続き上昇するが、ゆっくりすると予測しております。

トラック販売に関するデータによると、主な輸出市場でのタイヤ購入需要が高い水準で留まっていると示しています。BSC は、(1) 2022 年の高水準、(2) 他の経済へのインフレの影響という要素を

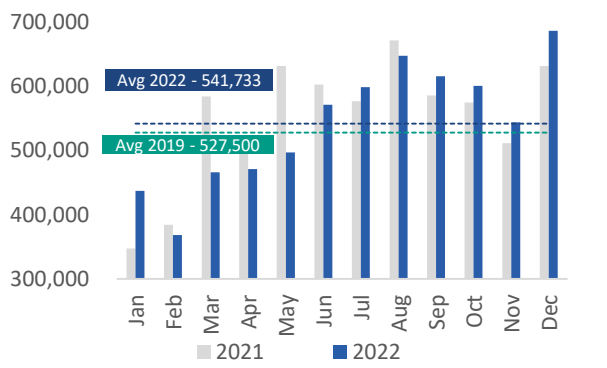
基づく、2023 年のタイヤ輸出収入がプラスな成長を維持するが、成長率が 2022 年よりも遅くなると予想しております。

ブラジルでのトラック（大型トラック）の販売台数(台)



ソース: GSO, BSC Research

米国でのトラック（大型トラック）の販売台数(台)



ソース: Bloomberg, BSC Research

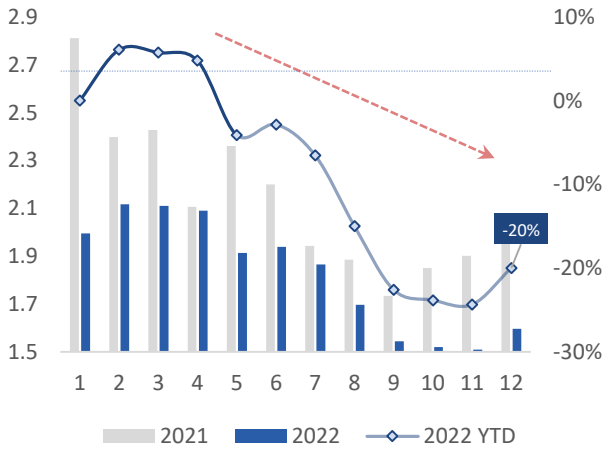
(2) また、BSC は (1)原材料費用の削減、(2)物流コストの下落のおかげで、業務効率が向上されると期待しております。

(2.1)原材料費用が減少する傾向にある。

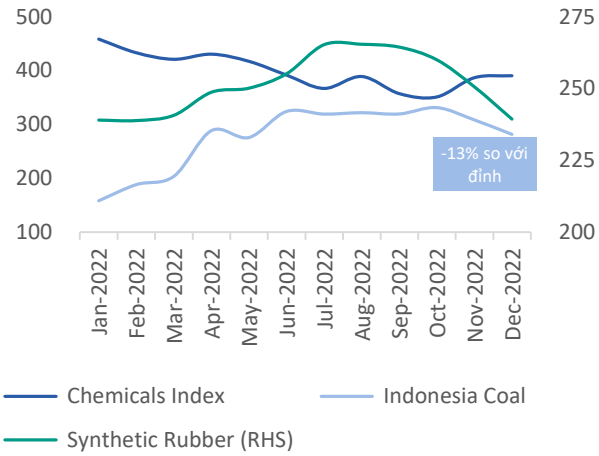
世界的なコモディティ価格が下落している背景には、ゴム、化学、鉄鋼などの重要な生産用原材料の価格も下落している。そのうち、原材料費用の 30～35%を占めている天然ゴムの価格は年初比 20%減となり、原材料費用の 10～15%を占めている石炭の価格が 2022 年のピークに比べて 14%減となり前四半期比 4%減となった。

BSC は、原油の下落と共に、主要な生産材料の価格が 2023 年に引き続き下落するために、タイヤ企業の売上総利益率が改善されると期待しております。

ゴム価格は 3 月のピークから減速した(USD/kg)



ゴム価格、ブレント原油価格と石炭価格の推移

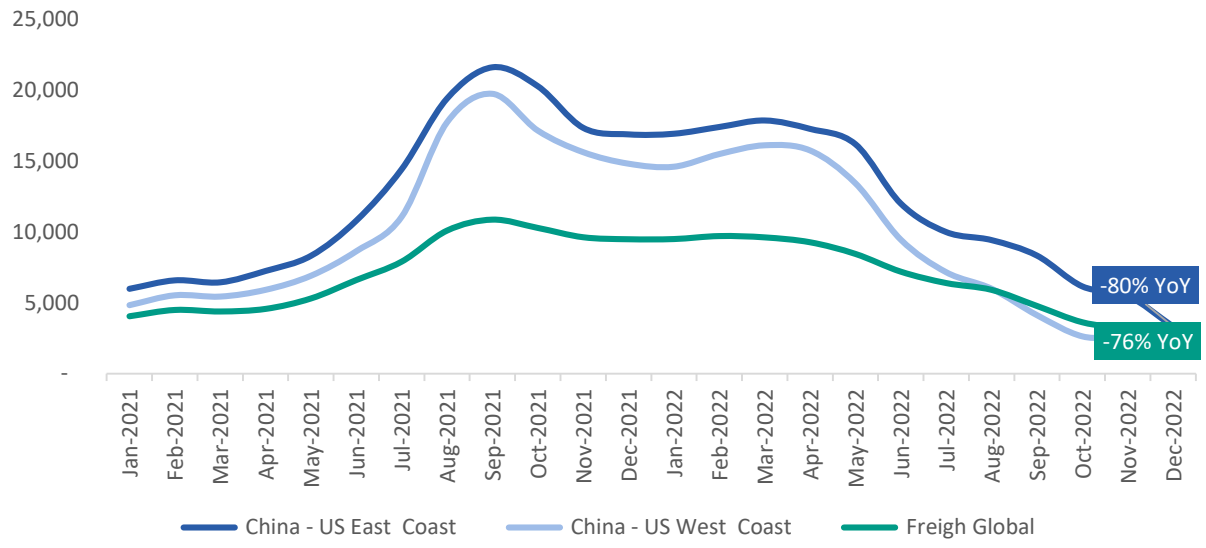


ソース: Bloomberg, BSC Research

(2.1)物流費用の減速

世界的な海上運賃は 前年同期比 76%下落し、この下落傾向に伴い、中国から米国東海岸への海上運賃も前年同期比 80%減となった。
船舶供給の増加がタイヤ企業の販売費用を削減させ、業務効率を向上させることのおかげで、海上運賃は今後引き続き低下すると期待しております。

世界的な海上運賃が下落した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は(1)収益の伸びが国内需要と主要な輸出市場の継続的な回復で上昇する、(2)業務効率が資材費や物流費の削減で改善されるという要素を基づく、タイヤ業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

タイヤ企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
DRC	5,328	9%	338	10%	2,597	8.6	1.6	10%	18%	22,350	23,500	5%

ソース: BSC Research

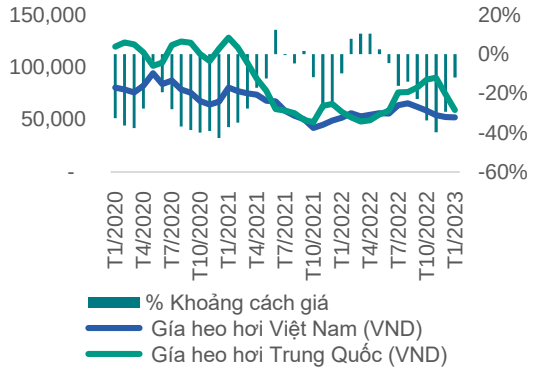
畜産業[中立]

分析者: Phạm Thị Minh Châu *Email: Chauptm@bsc.com.vn*

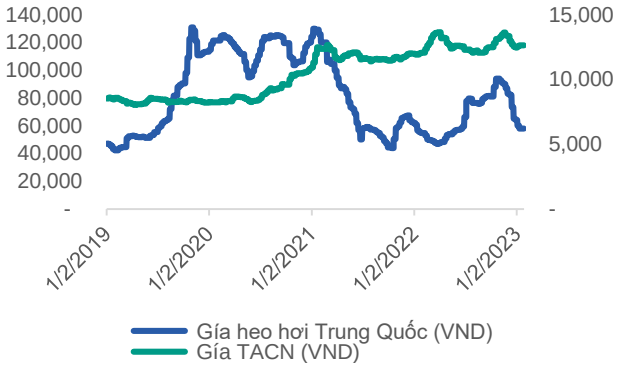
- 国内生体豚の 2022 年平均価格は豊富な供給と中国市場での生体豚価格から「ドミノ」効果の影響により、大きく変動した。
- 2023 年上半期には、畜産業は、消費者の需要が低く、生体豚の価格に改善要因がないことで、多くの困難を直面する可能性があると予想されております。
- しかし、売上総利益率は(1)供給源の圧力が低下する、(2)中国が経済活動を徐々に正常化している時に需要がサポートされる、(3)家畜用飼料の原材料費用が下落するという要素を基づく、2023 年末の数か月に改善されると予測されております。
- **BSC は畜産業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。**

国内生体豚の 2022 年平均価格は 52,000VND/キロ～70,000VND/キロの周りに推移し、前年比-10.68%減となった。原因は豊富な供給と中国市場での生体豚価格から「ドミノ」効果の影響から由来した。2022 年第 4 四半期には、平均生体豚価格は前年同期比 21%増の 55,000VND/キロで推移したが、2022 年第 3 四半期比 13%減となった。

ベトナムと中国の豚肉価格差は豊富な供給により、縮小されている (VND)



2017 年～2022 年の期間における中国の生体豚価格と飼料価格の推移(USD/キロ)



ソース: DBC, Bloomberg, BSC

中国政府は 2023 年初に経済活動を再開したが、生体豚の価格は 16 CNY (57,000 VND に相当) 未満まで下落し続け、2022 年第 2 四半期半以来の最低水準だった。主な原因は(1)人民が新型コロナウイルス感染症の流行を懸念しており、工場が流行後稼働できないため、需要が予想ほど早く回復していない;(2)テト準備で豊富な供給ということから由来した。
そのために、BSC は中国の経済活動が 2023 年第 3 四半期初に徐々に普通に戻ることができると期待しております。

畜産事業には、消費需要が低い水準で留まっているために生体豚価格があまり改善されていないことにより、畜産事業が 2023 年上半期に困難を直面すると予測されております。しかひ、BSC はチキさん企業の売上総利益率が 2023 年下半期に回復すると期待しております。

1. 2023 年下半期の豚価格は前年同期比+10～15%増加すると期待されています。原因は(1)投入コスト、財務コスト及び病気から圧力が小規模農家の再牧畜活動に悪影響を及ぼして

おり、企業は環境問題に関する問題を直面している;(2)生体豚消費需要が安定的に成長して、中国の再開への期待が 2023 年後半の国内生体豚価格を積極的にサポートするということから由来した。

2. DBC、BAF、HAG などの農場からテブルまでのバリューチェンを保有している企業は飼料用原材料と輸送費用が減少する傾向があると、恩恵を受ける。

投資観点 – 中立

BSC は畜産業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

畜産企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
DBC	13,206	8%	159	6%	590	26.5	1.6	1%	3%	14,350	16,400*	14%

ソース: BSC Research

肥料業[中立]

分析者: Lưu Thuỳ Linh *Email: Linhlt2@bsc.com.vn*

- BSC は、肥料企業が(1)2022 年の販売価格が高い水準である、(2)中国が輸出量を増加し、輸入量を減少することにより、販売価格が下落する見込みだ、(3)販売価格が投入ガス価格より大きく下落すると予想されるため、利益率を高い水準で維持することは難しいだろうという要素を基づく、2023 年にマイナスな成長の圧力に直面すると考えています。
- **BSC は肥料業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。**

BSC は尿素肥料価格が 2023 年に下落すると考えております。原因は以下の通り。

(1) 中国が輸出を緩和するために、尿素供給が増加すると期待されている。

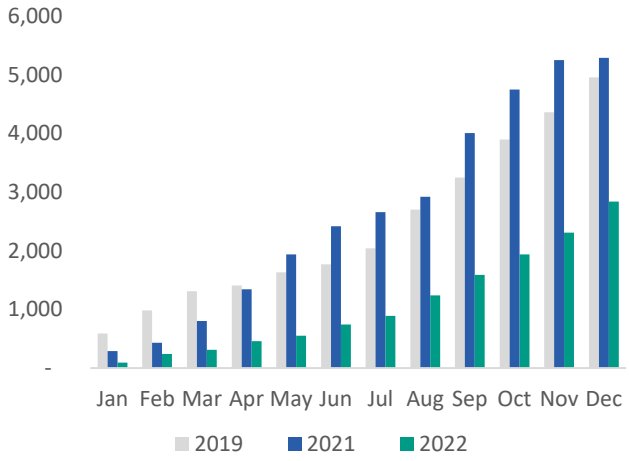
中国の 2022 年尿素輸出量は前年比 46%減の 284 万tだった。そのうち、中国の 2022 年上半期と下半期の尿素輸出量がそれぞれ、前年同期比 69%減、同 27%減となった。これは中国が 2022 年下半期に輸出制限措置を緩和したことを示している。

中国は、2023 年 5 月末まで尿素輸出を制限する措置を適用し続けると発表した。しかし、これらの措置は 2022 年上半期より緩和されたことで、中国の 2023 年尿素輸出量は増加すると考えております。

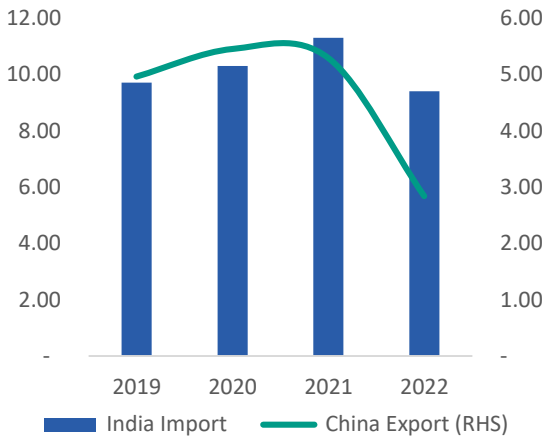
(2) インドが国内尿素生産を増加しているために、インドが尿素輸出量を減少する。

インドは尿素の国内増産と輸入依存度の低下に取り組んでおり、2022 年のインドの尿素生産量は前年比-12%減となり、輸入尿素は同-17%減となる。

中国の月間尿素輸出量(千 t)



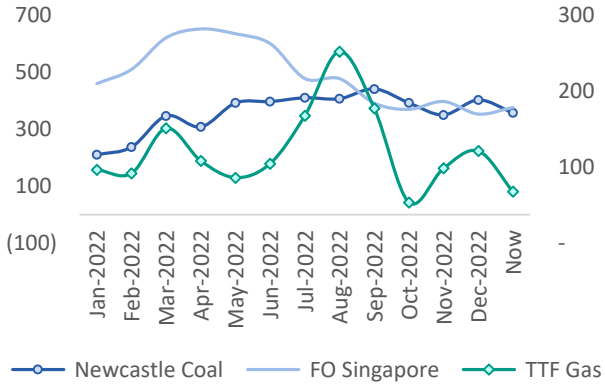
2019 年～2022 年のインドの尿素輸入量と中国の尿素輸出量 (100 万t)



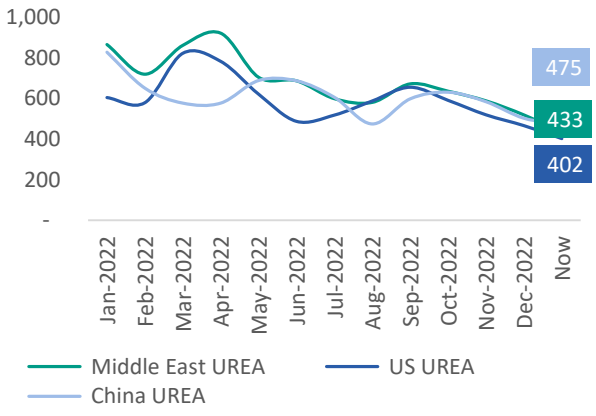
ソース: Bloomberg, BSC Research

BSC は、肥料企業の 2023 年利益率が 2022 年の高い水準より縮小すると予測しております。世界中の尿素価格は現在、2022 年初の水準に比べて 35 ～ 50% 下落していますが、石炭とヨーロッパでのガス価格を除く主な原材料の価格が同 18 ～ 30% 下落しています 。これは現在、尿素価格が原料価格よりも速く下落する傾向は尿素生産企業の利益率を減少させる。

主な生産原材料の価格は世界のエネルギー価格の下落と共に下落した。



世界のいくつかの地域における尿素価格(USD/t)



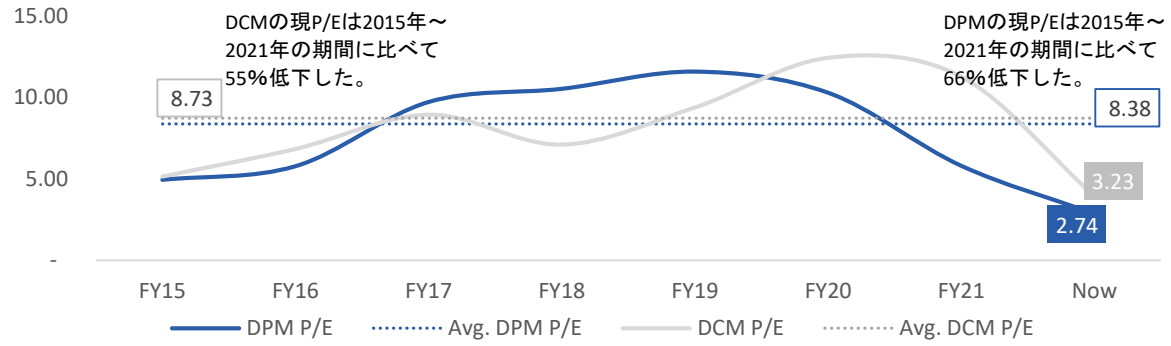
ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は肥料業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

- 2023 年：BSC は、尿素価格が下落し、2022 年の高い基準水準により肥料企業の成長に圧力がかかると予想しています。評価には、DPM と DCM は現在、8 年間の平均より低い PE で取引されています 。

2015 年～現在までの DPM と DCM の PE の推移



ソース: Bloomberg, BSC Research

肥料企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
DPM	15,195	−18%	2,947	−47%	14,174	3.0	1.2	40%	30%	43,200	48,000	11%
DCM	13,035	−18%	2,256	−47%	8,076	3.3	1.4	20%	14%	26,300	30,000	14%

ソース: BSC Research

化学業[中立]

BSC は化学業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。しかし、化学株は数年間に安い水準で取引している。化学品価格が 2022 年のピーク価格帯を超えるために明確な動力を持っていない背景には、成長原動力は、(i) 生産コストの削減(垂直展開) または (ii) 伝統的な製品及び新製品への投資の拡大 (水平展開) から由来するだろう。しかし、BSC は、民間化学企業が開発投資の拡大に国有企業よりも多くの利点を持つと考えております。

- DGC では、BSC は、輸出商品価格が 2022 年のピークを超える動力を持っていないことで、2022 年の高い価格は DGC にとって大きな挑戦であると考えています。しかし、多額の現金残高と安い値のバリュエーション(株価は直近の 8 年間に低い PE で取引されている)ということは DGC の魅力的な要素である。
- **CSV では、**BSC は 2022 年の高い価格が CSV にとって大きな挑戦であると考えています。CSV の株価は直近の 8 年間に低い PE で取引されている。

銘柄	2023年の売上高(10億ドン)	YoY (%)	2023年の税引後利益(10億ドン)	YoY (%)	2023年のEPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023年2月9日の終値	目標価格	Upside
DGC	12,124	-16%	4,322	-22%	10,844	5.1	1.5	21%	33%	55,000	71,300	30%
CSV	2,071	-2%	323	-9%	7,300	4.1	1.0	15%	20%	29,800	30,000	1%

ソース: BSC Research

7.4 他の業界

石油・ガス業[有望]

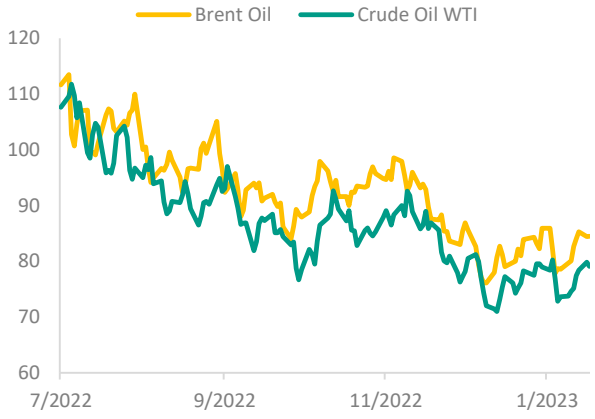
分析者: Dương Quang Minh *Email: Minhdq@bsc.com.vn*

- 2022年には、原油価格は大きく変動し、90ドル/バレルを戻した。
- 原油消費量は安定的に維持しているが、供給源がOPECの減産により引き締めされている。
- ベトナムの油田・ガス田からの生産量の減少により、新しいプロジェクトが間もなく開始されるだろう。
- LNG傾向は長期的に引き続き強化される。
- BSCは石油・ガス業の2023年投資見通しを「有望」と評価しております。BSCはGAS、BSRとPVDの2023年投資評価を「買い」と推奨しております。

世界:供給が引き締めされているため、原油価格が急落しない可能性がある。

ブレント原油価格は続落し、90ドル/バレルで推移している。原油価格は、2022年中に130ドル/バレルのピークに達した後、大幅に下落し、2021年第4四半期末に90ドル/バレルを戻した。また、ガス価格もピークから急落してから、4USD/mmbtuの周りに取引している。石油・ガス価格の下落は主に世界的な景気後退への懸念が原油とエネルギーの需要を減少させたということから由来した。

世界的な原油価格(USD/バレル)



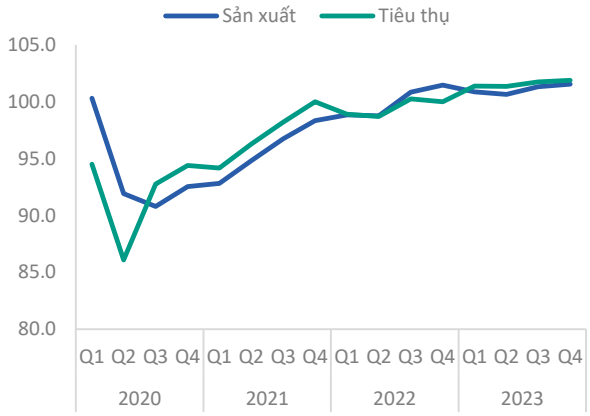
世界的な天然価格(USD/mmbtu)



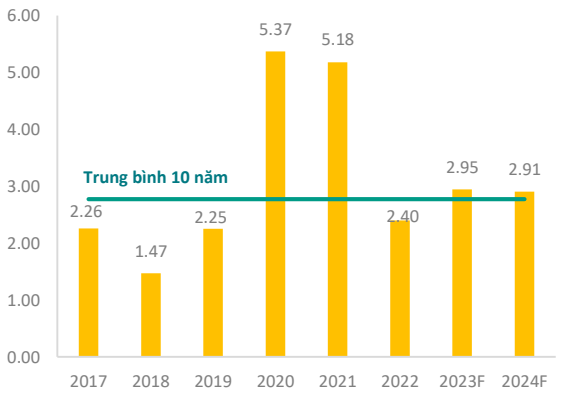
ソース: *Bloomberg, BSC Research*

世界的な石油需要は 1 億バレル/日である。中国の再開は世界的な石油需要の伸びの鍵となるだろう。2022 年には、世界的な原油総需要は回復したが、前年同期比 3.6%増の 9,900 万バレル/日で留まっている。重要な理由は、中国のゼロ Covid 政策が直近の期間に原油消費量を減少させたということから由来した。そのために、中国の経済再開は 2023 年に世界的な石油需要に対す主な原動力となる。米国エネルギー情報局(*EIA*)によると、中国は 2023 年に世界的な石油需要に約 80 万バレル/日を寄与するだろう。

世界的な原油生産量と消費量の予測



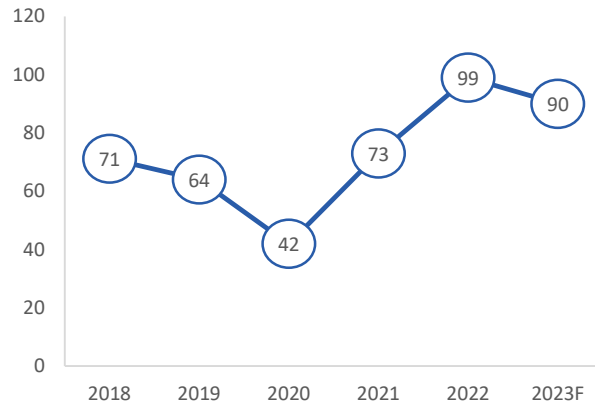
OPEC の原油生産能力余剰



ソース: *EIA, BSC Research*

供給は依然として引き締めされているため、近い将来に原油価格は 90 ドル/ バレルの前後で維持すると考えています。IEA によると、ロシアの原油に対すヨーロッパの禁輸措置が有効すると、ロシアの原油生産量は 2023 年に 140 万バレルを減少すると予測されています。また、OPEC の原油生産能力の余剰も 2023 年～ 2024 年の期間における 10 年間の平均水準を戻すと予測されています。そのために、BSC は、原油価格が大幅に下落することは難しくて、2023 年には 90 ドル/バレルで推移する可能性が高いと予測しております。

ブレント原油の平均価格の予測



いくつかの機関の 2023 年原油価格の予測

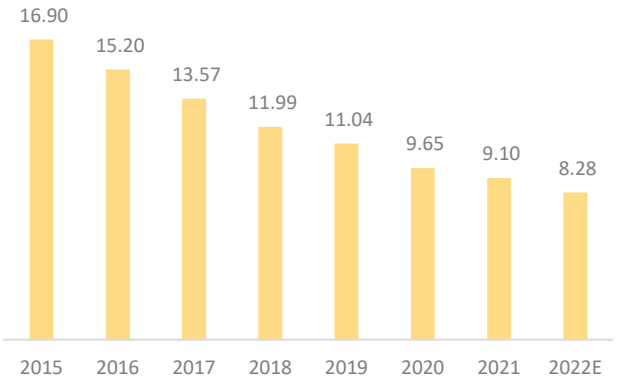
機関	Dự báo
Intesa Sanpaolo SpA	87.0
Goldman Sachs Group Inc	110.0
Capital Economics Ltd	92.9
Citigroup Inc	88.0
Rabobank International	99.3
Fitch Solutions	95.0
Banco Santander SA	82.0
Westpac Banking Corp	87.4
Landesbank Baden-Wuerttemberg	87.5
Deutsche Bank AG	96.3
平均	**94.2**

ソース: EIA, BSC Research

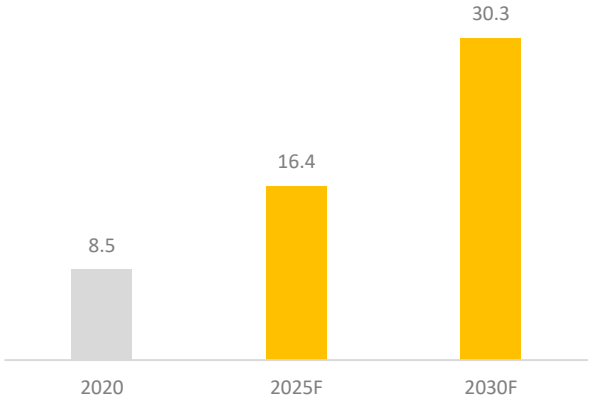
ベトナム：新案件への期待

ベトナムの大規模な油田・ガス田の生産量は年間 8 ～ 10% 減少している。2015 年から現在までのデータの統計によると、国内石油生産量は 2015 年の 1,690 万tから 2021 年の 910 万tに連続で減少した。PVN によると、ベトナムで開発されている油田・ガス田の大部分は 15 ～ 36 年間稼働しており、最終開発段階に入っている。そのために、既存油田からの石油・ガス生産量は今後数年間で 5 ～ 8%を引き続き 減少すると予測されております。そのうち、国家エネルギー開発計画の草案によると、発電所は 2025 年にガスの 160 億 m3 と 2030 年に 300 億 m3 を調達する見込みだ。そのために、中長期的なエネルギー需要を満たすために、新石油・ガス案件の開発が非常に必要だろう。

国内原油生産量は年間 8～10%減少している。



ベトナムのガス需要



ソース: PVN, 2021 年～2030 年の期間における国家エネルギー開発計画の草案, BSC Research

改正石油法は上流の石油・ガス活動への投資を誘致すると期待されています。

改正石油法の重要な変更

重要な内容	更新
石油・ガス契約に関する内容の補足・完成	–石油・ガス契約期限は 5 年間或いは 10 年間を延長する可能性がある。 -請負業者が署名済み石油およびガス契約の有効期限が切れた後、新石油・ガス契約を優先的に署名できるようにするという内容を追加する。
一連の石油・ガス案件の実施に関する規定	–石油・ガス活動の実際状況に応じる適用なチェーンを基づく展開されている石油・ガス案件に関する規制の補足
税制を通じて石油・ガス投資を奨励する規制	– 投資インセンティブを受ける石油・ガス田/ロットの場合：法人税は 32%で、原油輸出税は 10%で、年間石油生産量の最大コスト回収率は 70% だ。 – 特別な投資インセンティブを受ける石油・ガス田/ロットの場合：法人税は 25%で、原油輸出税は 5%で、年間石油生産量の最大コスト回収率は 80% だ。
石油・ガス事業の案件展開に関する手順の規定	– PVN と PVN の子会社の契約実施範囲に関するより詳細な規定。

石油・ガス活動における会計・決済・監査に関する規則	–石油・ガス契約、石油・ガス案件に対す会計・監査業務に関する規定補足 – 費用決済補足
第三者が石油・ガス業の既存のインフラにアクセスできるという規定を追加する。	–既存の石油・ガス インフラの共有に関する内容を追加する。

ロット B–O Mon 案件は近い将来に着工すると期待されている。ロット B–O Mon 案件は、これまでにベトナムで最大ガス開発案件の 1 つであり、上流から下流までの総投資額が約 100 億ドルだ。

近い将来に実施されるロット B–O Mon 案件は、上流や中流での石油・ガス企業に大きな雇用源をもたらすと期待しております。

- 第 1 段階:掘削と探査活動、リグの建設と設置は PVD、PVS、PVC などの上流 サービスを提供する企業に対す大量の作業をもたらす。
- 後期: ガス パイプライン 案件でのパイプの設置とラッピングに関する作業は、PVS や PVB などの企業に利益をもたらす。
- 採掘段階: ロット B–O Mon 案件の主な請負者（51% の出資）である GAS は、天然ガス最大 70 億 m3/年を輸送し、ベトナムの現パイプライン ガス生産量の約 70 ～ 80% に相当する。

ロット B–O Mon 案件の推定進捗(承認される場合)

期間	2023 年	2024 年	2025 年	2027 年
活動	掘削 EPC工事	EPC工事 パイプ包み直し	EPC工事 設置	開拓 鉱山の拡張

ソース: BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は石油・ガス業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております

- 世界的な原油価格は高い水準で維持し、2023 年に 1 バレル当たり 90 ドルであると予測されています。
- 石油・ガス企業の 2023 年製品・サービスの価格は改善される。
- いくつかの石油・ガス案件は近い将来に投資決定を受け、上流企業の作業を改善するだろう。

上流グループでは、BSC は(1)新規署名される或いは延長される掘削リグサービス価格及び効果率が向上される、(2)新案件からの潜在が近い将来に PVS に大きな雇用をもたらすという要素を基づく、PVS とか PVD などの上流企業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

中流グループでは、BSC は PVT の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

下流不ループでは、BSC は PLX の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
GAS	104,090	3%	13,819	−7%	6,793	15.8	3.2	16%	22%	107,300	122,300	14%
PVD	6,771	25%	250	−354%	266	73.3	0.7	2%	3%	19,500	24,600	26%
PVS	20,222	23%	956	24%	1,340	17.6	0.8	3%	6%	23,600	28,900	22%
PLC	9,527	11%	210	58%	2,149	11.9	1.4	3%	12%	25,600	32,500	27%
BSR	118,509	−29%	7,178	−50%	2,292	7.0	0.9	8%	12%	16,083	18,400	14%
PVT	10,597	17%	948	10%	2,929	6.5	0.7	8%	15%	19,100	24,300	27%

ソース: BSC Research

IT・郵便通信業[有望]

分析者: Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn

- 2022 年には、IT 業と郵便通信業の収入はそれぞれ、前年比 8.7%増の 1,480 億ドル、同 1.6%増の 1,380 億ドルだった。
- 2023 年には、BSC は、(i) デジタル トランスフォーメーションの継続的な傾向と政府のスマートトランスポートへの投資、(ii) 改正通信法が企業にプラスの影響を与えているという要素を基づく、テクノロジー業と郵便通信業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。
- BSC はテクノロジー業と郵便通信業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

情報通信省によると、IT 業の 2022 年収入は前年比 8.7%増の 1,480 億ドルであり、そのうち、ソフトウェアや IT 企業の海外市場での収益が 22 億ドルであると推定されています。郵便通信業の収入は前年比 1.6%増の 1,380 億ドルだった。前業界の税引後利益は前年比 3.8%増の 44 兆 5,000 億ドンだった。通信市場の飽和(SIM 利用率 134%、光ファイバー利用率 75%)により成長率が減速しているために、大手な企業 3 社間の競争(90%以上のシェア)が難しくなった。

2023 年見通しには、BSC は(ii) 改正通信法が企業にプラスの影響を与えているという以下の通りに要素を基づく、テクノロジー業と郵便通信業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

- デジタルトランスフォーメーションの傾向とインテリジェント 交通 (ITS) への公共投資は、テクノロジー企業にプラスの影響を与えるだろう。ベトナム政府が政府デジタル化を推進し、「Make in Vietnam」製品をサポートしていることから、ベトナムでのデジタルトランスフォーメ

ーションの需要は依然として積極的になって、恩恵を受ける企業は FPT、CMG である。他の傾向は、スマート交通への公共投資の需要が 2022 年～ 2025 年における加速されると予想しています。しかし、公共投資の遅れは、スマート交通の実施進捗に影響を与えます。

- 2023 年 10 月に国会に提出する予定がある改正通信法は通信事業に大きな影響を与える。

投資観点 – 有望

BSC はテクノロジー業と郵便通信業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。IT 業に関する企業には、BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が完了した後も、ベトナムだけでなく世界でもデジタルトランスフォーメーションの傾向が続くと期待しており、受益企業が FPT だろう。通信業には、BSC は、CTR がインフラストラクチャのインストールとシステム メンテナンスのワークロードの増加及び通信事業者間のインフラ共有率の増加から恩恵を受けると期待しております。

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
FPT	51,669	17%	7,991	23%	5,901	13.8	4.1	11%	27%	81,200	91,900	13%
CTR	9,894	6%	571	29%	6,000	10.2	1.6	11%	28%	61,300	70,000	14%

ソース: BSC Research

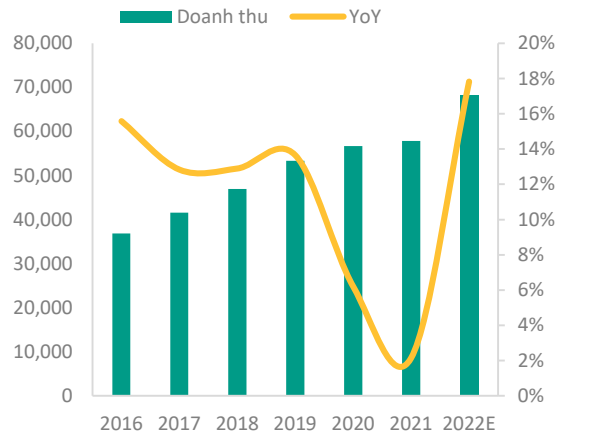
損害保険業[中立]

分析者: Dương Quang Minh *Email: Minhdq@bsc.com.vn*

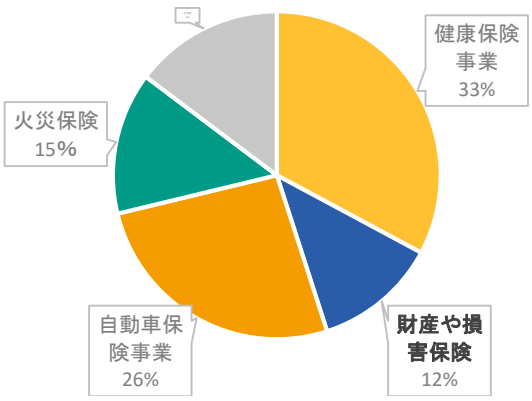
- 保険手数料の成長率は上昇したが、保険事業コストの増加が多くの保険企業の保険事業による利益を減少させた。
- 金利が引き上げる傾向があることで、2023 年に金融活動事業の収入は増加すると予測されております。
- BSC は損害保険業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2022 年には、保険料の総収入は前年同期比 15%増の 251 兆 3,060 億 VND であり、そのうち、生命保険料の収入及び損害保険料の収入はそれぞれ、前年同期比 22.1%増の 183 兆 1,050 億ドン、同 1.78%増の 68 兆 2,010 億ドンだった。健康保険事業の収入及び自動車保険事業の収入はそれぞれ、前年同期比 29.5%増、同 17.2%増となった。

保険料収入の成長率



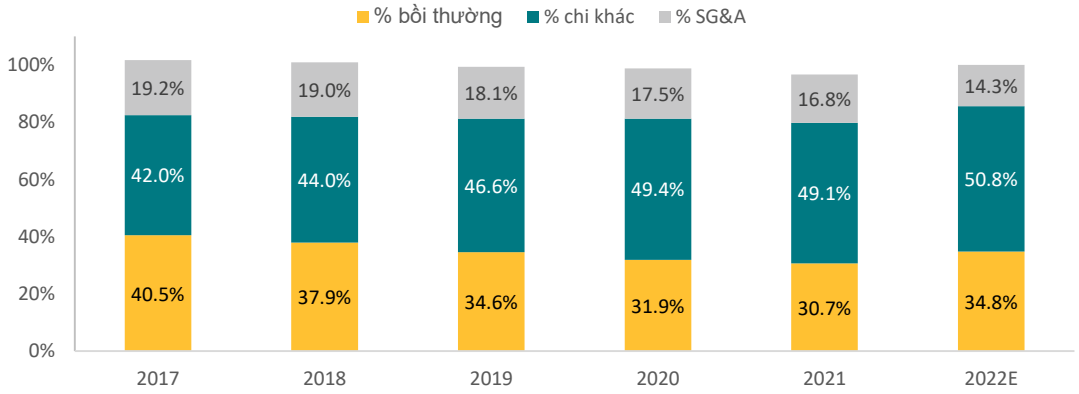
保険業務別収入割合



ソース: IAV, BSC Research

2022 年の合算比率は大幅に上昇した。保険料に対する保険金請求比率と他の費用比率は増加し、それぞれ、保険料総収入の 34.8%、50.8%を占めた。そのうち、元受け保険料に対する保険金請求比率が高い保険事業は自動車保険事業（37%）、船体保険や船主の民事責任事業（37.1%）、健康保険事業（31%）だった。BSC は保険金請求比率と合算比率が 2023 年に高い水準で維持する可能性が高いと考えております。

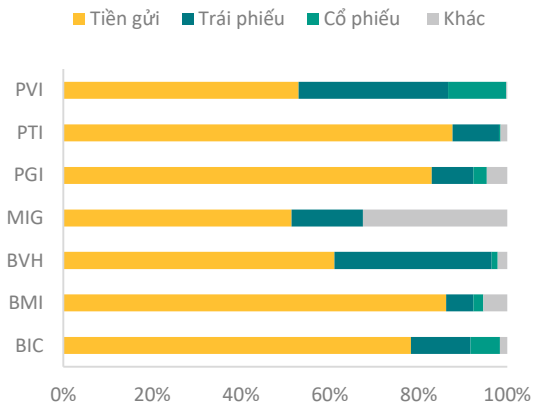
前業界の保険金請求比率は 2022 年に再増加した。



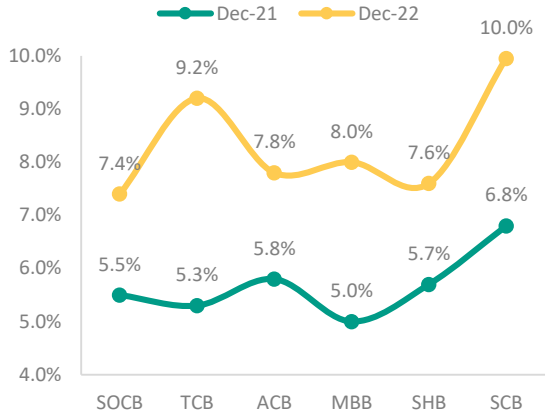
ソース:企業の財務諸表, BSC Research

保険会社の 2023 年金融活動事業による利益は預金金利の引上げのおかげで、増加すると予想されます。投資ポートフォリオの大部分は預金であるため、預金金利が最近の数四半期における流動性圧力の高まりにより、上昇する傾向にある際に保険企業が恩恵を受ける。しかし、BSC は社債市場への流動性リスクが依然として存在しているために、PVI と MIG などの社債への投資の割合が高い保険企業の投資ポートフォリオを観察するのは必要だと思います。

損害保険企業の投資ポートフォリオの大部分は預金である。



殆どの銀行での 12 ヶ月物の預金金利は 2022 年に大幅に上昇した。



ソース:企業の財務諸表, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は(1)保険料収入が前年比 12%増加すると予想される、(2)保険料に対する保険金請求比率の増加が保険活動事業の利益を減少させる;(3)金利の引上げが保険企業の金融活動事業の収入を増加させるという要素を基づく、損害保険業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益 (10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
MIG	3,460	30%	146	-8%	885	17.6	1.2	2%	8%	15,100	16,000	6%
BMI	4,145	9%	244	-17%	2,228	10.8	1.1	3%	9%	25,200	24,500	-3%
PVI	5,470	15%	938	12%	3,821	13.3	1.4	3%	11%	49,900	45,900	-8%

ソース: BSC Research

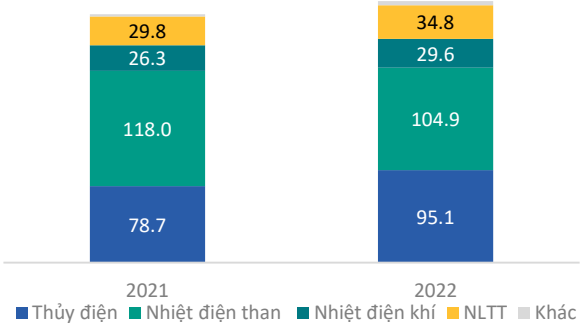
電気業[中立]

分析者: Dương Quang Minh *Email: Minhdq@bsc.com.vn*

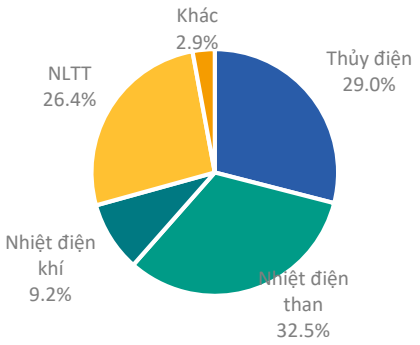
- 2022 年の商業用発電量は前年比 5.3%増加した。
- エルニーニョ 現象はすぐに戻ると予想されており、これは火力発電所に対す前向きなシグナルだ。
- 新発電価格の枠組みは風力発電所や太陽光発電所への投資を減速させるだろう。
- BSC は電気業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年の商業用発電量は前年比 5.3%増加した。2022 年には、システム全体の発電量と輸入量は前年比+5.3%の 2,684 億 kWh だった。そのうち、石炭火力発電と水力発電が最大の割合を占め、それぞれ総発電量の 39.1%、35.4% を占めています。電力システムの規模については、2022 年末までに、システム全体の総電力容量は前年比 +1.8%増の 77,800 MW だった。そのうち、風力発電、太陽光発電などの再生可能エネルギー源 の総容量は 20,165 MW で、総電力容量の 26.4% を占め、総電力容量に 12.8%を寄与した。

システム全体の総電力容量



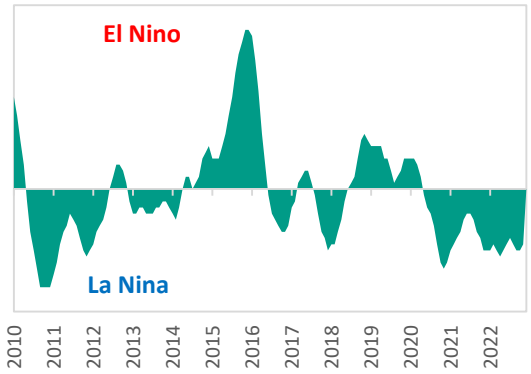
再生可能エネルギーは総電力容量の 25%を占めている。



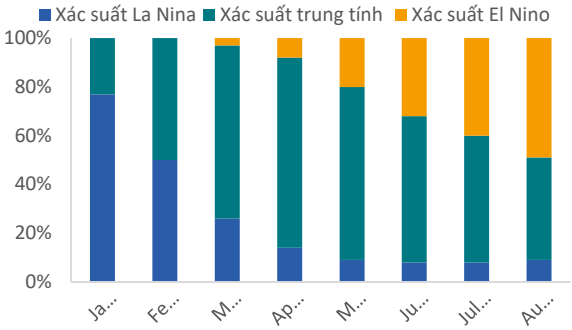
ソース: EVN, BSC Research

火力発電はエルニーニョ 現象の戻りにより、近い将来に恩恵を受けると予想されています。

競争発電市場（CGM）での電気販売価格は前年同期比増加した(VND/kWh)



エルニーニョ 現象は 2023 年から戻ると予想されております。

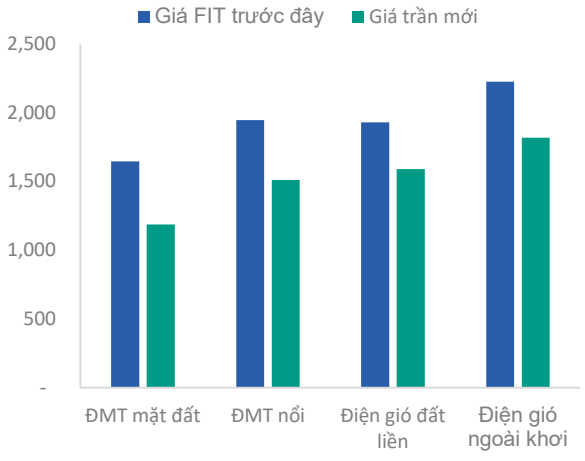


ソース: NOAA, IRI, BSC Research

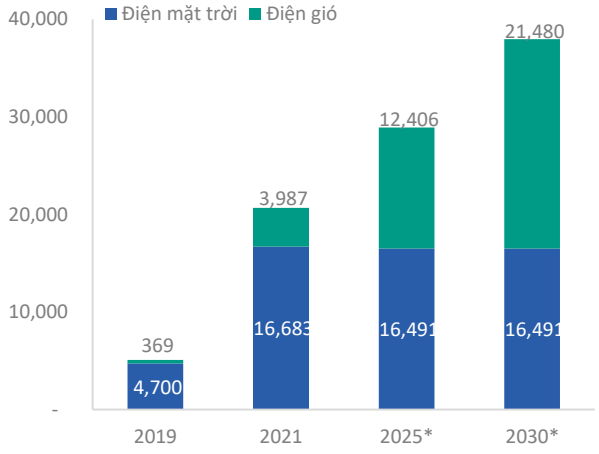
新発電価格の枠組みは風力発電所や太陽光発電所への投資を減速させるだろう。それによると、発電型の上限価格は従来の FIT 価格に比べて約 20%を引き下げるだろう。BSC の評価によると、この新価格政策は時間通りに電気料金にまだ署名していない太陽光発電・風力発電案件を持つ企業にマイナスな影響を与えるだろう。理由は（1）再生可能エネルギー 案件の利益率が減少し、投資回収期間が長期化し、投資家を誘致しにくいだろう；（2）新発電価格がセントではなく VND で設定されるために、外貨で資本を借りる一部の企業が為替レート に関するリスクの影響を受ける可能性があるということだ。しかし、長期的には、新太陽光発電と風力発電プロジェクトを展開する傾向は新しい市場価格メカニズムのおかげでより持続可能になるだろう。

また、昨年末までに、屋上と地上の太陽光発電プロジェクトの総容量は 16,000 MW 以上で、第 8 電気計画案の計画を上回った。そのために、BSC は、近い将来には、太陽光発電案件への新規投資が制限されると考えております。

競争発電市場（CGM）での電気販売価格は前年同期比増加した(VND/kWh)



第 8 電気計画案を基づく予測される太陽光発電プロジェクトの総容量



ソース: EVN, 第 8 電気計画案

投資観点 – 有望

BSC は電気業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。しかし、ただし、電力株の各グループの見通しには違いがある。

- 水力発電株式グループ：BSC は水力発電株式グループの 2023 年見通しを「中立」と評価しております。
- 火力発電株式グループ：投入ガス・石炭価格は下落する傾向があることは火力発電所の収益改善に寄与する。また、国家電気システム発送センター（A0）から電力量はエルニーニョ 現象の戻りのおかげで前年より改善されるだろう。そのために、BSC は POW、QTP、HND などの火力発電株式グループの 2023 年見通しを「有望」と評価しております。
- 電力工事株式グループ：BSC は PC1 などの電力工事株式グループの 2023 年見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
HND	11,119	6%	822	44%	1,562	9.0	0.9	10%	12%	13,988	17,200	23%
QTP	11,349	9%	958	24%	2,129	7.0	0.9	11%	16%	14,889	21,300	43%
POW	29,967	6%	2,128	12%	993	12.3	0.8	5%	8%	12,250	13,000	6%
NT2	8,931	2%	790	8%	2,737	10.3	1.8	11%	19%	28,100	28,000	0%
REE	9,034	−4%	2,736	2%	7,698	9.5	1.2	10%	19%	73,500	85,000	16%

ソース: BSC Research

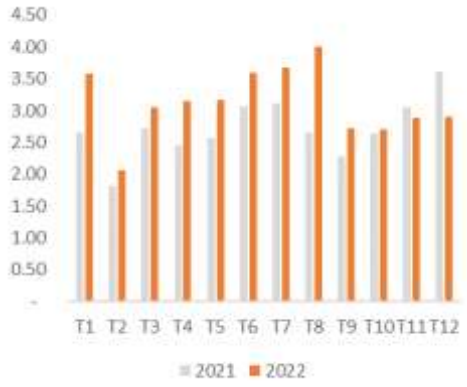
繊維・アパレル業[弱気]

分析者: Nguyễn Cẩm Tú, CFA *Email: tuntc@bsc.com.vn*

- 2022 年には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年比 14.7%増、前四半期比 28%増の 375 億 7,000 億ドンだった。2022 年の成長率は上昇したが、2022 年第 4 読ん半期に前年同期比 5%減となった。
- 繊維・アパレル業の 2023 年見通し:BSC は 2023 年には、繊維・アパレル企業が多くの困難に直面すると考えております。とりわけ、衣料企業は、顧客が経済的困難の背景には大量の在庫を処理し続けるため、新規受注に署名する際に多くの困難に直面するだろう。
- BSC は繊維・アパレル業の 2023 年投資見通しを「弱気」と評価しております。

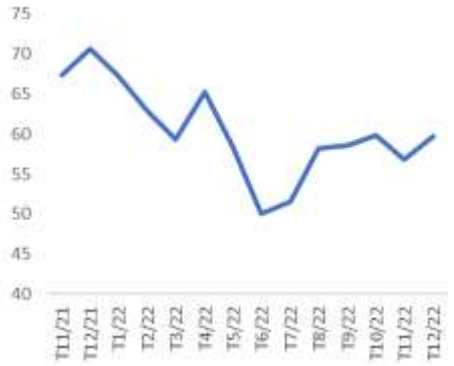
2022 年には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年比 14.7%増の 375 億 7,000 万ドルだった。そのうち、米国は最大な輸入国であり、繊維・アパレル製品の輸出額の 46.2%を占めている。成長率は上昇したが、2022 年第 4 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額が前年同期比 5%減、前四半期比 18.4%減の 84 億 9,000 万ドルだった。

2022 年の繊維・アパレル製品の輸出額(10 億ドル)



ソース:税関総局

米消費者の信頼指数



ソース: Trading Economics

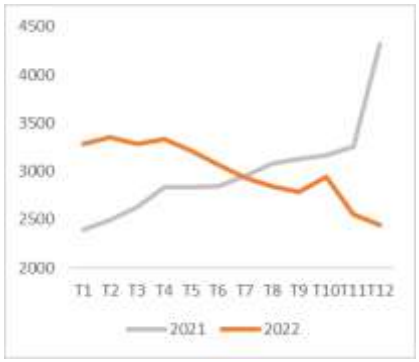
2022 年には、ベトナムの織物・糸の輸出量と輸出額はそれぞれ、前年比 18.4%減の 15 億 7,300 万t、同 16%減の 4 兆 7,130 億ドルだった。減少は、(1) 原材料価格の高騰 (VCOSA によると、綿の価格が 同 50%増、繊維の価格が同 10.5%増) ;(2)輸出単価が前年同期比大幅に下落し、そのうち、12 月の単価が前月比-4.1%減、前年同期比-43.3%減となり、12 月も 8 ヶ月連続で輸出単価の下落を記録したということから由来した。

ベトナムの 2022 年織物・糸の輸出



ソース:税関総局

織物・糸の平均輸出価格



ソース: VCOSA

上場繊維・アパレル企業 12 社の 2022 年第 4 四半期業績は減少した。上場繊維・アパレル企業 12 社の 2022 年第 4 四半期の総収入は前年比 9%減、前四半期比 9%減の 12 兆 9,100 億ドンであり、税引後利益がド前年同期比 68%減、前四半期比 58%減の 3,650 億ドンだった。減収減益は(1)受注数の減少、受注の失い(GIL、MSH);(2)GMC、VGT などの多くの企業 が高コストにより損失を被り、繊維・アパレル企業の第 4 四半期業績が急減したといいことのためだ。

繊維・アパレル業の 2023 年見通し:BSC は 2023 年には、繊維・アパレル企業が多くの困難を引き続き直面すると考えております。縫製企業は、顧客が経済的困難の背景に大量の在庫を処理し続けるため、受注の署名に多くの困難を直面しています。

+伝統的な縫製事業:BSC は、在庫水準が高く景気後退のリスクがある米国市場では、2023 年の新規受注の価値が引き続き低下すると考えています。経済が米国市場よりも困難に直面すると予想されるヨーロッパ 市場も来年の新規受注を削減する圧力に直面するだろう。

企業	米市場での割合	ヨーロッパ市場での割合
MSH	60%	40%
TNG	42%	33%
TCM	24%	4%



ソース: ychart

+ 糸事業:糸価格の下落による多くの困難な年を経て、BSC は 2023 年にも、伝統的な衣料品の需要が世界経済の不況の背景には大量の在庫とショッピング需要の減少により減少するため、糸価格は引き続き低い水準で取引されると考えています。

投資観点 – 弱気

BSC は繊維・アパレル業の 2023 年投資見通しを「弱気」と評価しております。

銘柄	2023 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の税引後利益 (10 億ドン)	YoY (%)	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 2 月 9 日の終値	目標価格	Upside
MSH	5,437	−2%	291	−14%	5,800	5.7	0.9	9%	18%	33,000	38,000	15%
TNG	6,375	−6%	274	−6%	2,900	5.2	1.6	6%	15%	15,200	14,750	−3%

そース: BSC Research

付録

2023 年:1 月

月	火	水	木	金	土	日
26	27	28	29	30	31	01
02	03	04	05	06	07	08
09	10	11	12	13	14	15
16 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポートフォリオの見直しを発表	17	18	19 Future VN30: 先物取引契約の決済日	20 上場企業:第 4 四半期財務諸表提出の締切	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31 FED: Meeting	Notes:				

2023 年:2 月

月	火	水	木	金	土	日
30	31 FED: Meeting	01 FED: Meeting	02 ECB: Meeting	03	04	05
06 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポートフォリオ見直しを発表	07	08	09	10	11	12
13	14 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	15	16 Future VN30:先物取引契約の決済日	17	18	19

20	21	22	23	24	25	26
27	28 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01	02	03	04	05
06	07	Notes:				

2023 年:3 月

月	火	水	木	金	土	日
27	28 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01	02	03	04	05
06	07	08	09	10 ETF: FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	11	12
13	14	15	16 Future VN30: 先物取引契約の決済日	17 ETF: VNM がポートフォリオ見直しを発表	18	19
20	21	22	23	24 ETF: VNM, FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	25	26
27	28	29	30	31	01	02

03	04	Notes:

2023 年:4 月

月	火	水	木	金	土	日
27	28	29	30	31	01	02
03	04	05	06	07	08	09
10	11	12	13 Future VN30: 先物取引契約の決済日	14	15	16
17 ETF: Vn-Diamond がポートフォリオ見直しを発表	18	19	20 上場企業:2023 年第 1 四半期財務諸表提出の締切	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
01	02 ETF: Vn-Diamond がポートフォリオ見直しを発表	Notes:				

2023 年:5 月

月	火	水	木	金	土	日
01	02 ETF: Vn-Diamond がポートフォリオ見直しを発表	03	04 ECB: Meeting	05	06	07
08	09	10	11	12	13	14
15	16	17 ETF: iShares が	18 Future VN30: 先物	19	20	21

		ポートフォリオ見直しを発表	取引契約の決済日			
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01	02	03	04
05	06	Notes: ベトナム: 第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会の第 7 回会議				

2023 年:6 月

月	火	水	木	金	土	日
29	30	31 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01	02	03	04
05	06	07	08	09 ETF: FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	10	11
12	13	14	15 Future VN30: 先物取引契約の決済日	16 ETF: VNM がポートフォリオ見直しを発表	17	18
19	20	21	22 MSCI: 市場見直し	23 ETF: VNM, FTSE VN がポートフォリオ	24	25

				見直しを発表		
26	27	28	29	30	01	02
03	04	Notes:				

2023 年: 7 月

月	火	水	木	金	土	日
26	27	28	29	30	01	02
03	04	05	06	07	08	09
10	11	12	13 Future VN30: 先物取引契約の決済日	14	15	16
17 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポートフォリオ見直しを発表	18	19	20 上場企業:2023 年第 2 四半期財務諸表提出の締切	21	22	23
24	25	26	27 ECB: Meeting	28	29	30
31	01	Notes: ベトナム: 国会会議				

2023 年:8 月

月	火	水	木	金	土	日
31	01	02	03	04	05	06
07 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポ	08	09	10	11	12	13

ートフォリオ見直しを発表						
14	15	16	17 Future VN30: 先物取引契約の決済日, ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01 ETF: FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	02	03
04	05	Notes:				

2023 年:9 年

月	火	水	木	金	土	日
28	29	30	31 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01 ETF: FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	02	03
04	05	06	07	08 ETF: VNM がポートフォリオ見直しを発表	09	10
11	12	13	14 Future VN30: 先物取引契約の決済日	15 ETF: VNM, FTSE VN の構成	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28 FTSE: Market Review	29	30	01
02	03	Notes:				

2023 年:10 月

月	火	水	木	金	土	日
25	26	27	28 FTSE: Market Review	29	30	01
02	03	04	05	06	07	08
09	10	11	12	13	14	15
16 ETF: Vn-Diamond がポートフォリオ見直しを発表	17	18	19 Future VN30: 先物取引契約の決済日	20 上場企業:2023 年第 3 四半期財務諸表提出の締切	21	22
23	24	25	26 ECB: Meeting	27	28	29
30	31 FED: Meeting	Notes: ベトナム:第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会の第 8 回会議				

2023 年:11 月

月	火	水	木	金	土	日
30	31 FED: Meeting	01 FED: Meeting	02	03	04	05
06 ETF: Vn-Diamond がポートフォリオ見直しを発表	07	08	09	10	11	12
13	14	15	16 Future VN30: 先物取引契約の決済日, ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01 ETF: FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	02	03

04	05	Notes: 国会会議

2023 年:12 月

月	火	水	木	金	土	日
27	28	29	30 ETF: iShares がポートフォリオ見直しを発表	01 ETF: FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	02	03
04	05	06	07	08 ETF: VNM がポートフォリオ見直しを発表	09	10
11	12	13	14 Future VN30: 先物取引契約の決済日	15 ETF: VNM, FTSE VN がポートフォリオ見直しを発表	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31
01	02	Notes:				

利用規約

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

Website: http://www.bsc.com.vn
Facebook:
www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: RESP BSCV <GO>

BSC

BIDV SECURITIES JSC

Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

www.bsc.com.vn

HN:**(024) 3935 2722** | HCM:**(028) 3821 8885**

Trụ sở chính
Trụ sở chính: Tầng 08,09 Toà nhà Thái Holdings,
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Chi nhánh
Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ,
Q.1, Tp Hồ Chí Minh