BSC
BIDV SECURITIES JSC

2022 年 7～9 月期
セクター見通し



科目

内容 **ページ**

2023 年第 3 四半期のセクター見通し 3
1.1.金利低下及び政策反転の背景には、恩恵を受ける業界 3
工業団地用不動産業［有望］ 3
銀行業「有望」 7
商業不動産業［中立］ 14
1.2.公共投資からの恩恵を受ける業界 *19*
鉄鋼業 [中立] 19
建設業［中立］ 23
港湾業［有望］ 27
1.3.中国の経済活動再開から影響を受ける業界 *29*
原油製品輸送業[有望] – コンテナ運輸業[有望] 29
航空サービス業[有望] – 航空運輸業[中立] 32
農業業 [中立] 36
化学業[中立] 38
自動車業[中立] 41
肥料業[中立] 43
タイヤ業[中立]] 45
消費材・小売り業[中立] 47
水産業[中立] 49
1.4.他の業界 *51*
IT・郵便通信業［有望］ 51
石油・ガス業[有望] 53
電気業[中立] 56
繊維・アパレル業[弱気] 58
付録 60

2023 年のセクター見通し

1.1. 金利低下及び政策反転の背景には、恩恵を受ける業界

工業団地用不動産業[有望]

分析者：Vũ Xuân Trường *Email: truongvx@bsc.com.vn*

- 2023 年第 2 四半期以後、外国への直接的な投資額（FDI）の下げ幅が縮小した。具体的には、2023 年上半期の FDI 新規認可額が前年同期比+31.3%で、第 1 四半期の-4.3%から増加した。
- ベトナムの工業団地は(1) 中国から生産を移転する傾向が続いている、(2) ベトナムが地域の他国に比べて多くの競争利点がある、(3) 2023 年から推進されている交通インフラ建設プロジェクトが物流の「ボトルネック」を解決し、工業団地用不動産業を直接的に支援する。
- 賃貸需要が増加しているが、工業団地のセンターで供給源が不足している背景には、賃貸価格が高い水準維持している。 CBRE によると、2023 年第 1 四半期末の時点で、南部の工業団地の入居率は 85%、北部では 81% に達した。工業団地の土地賃貸価格は引き続き上昇した。具体的には、南部では前四半期比+4%増の平均 172.8 USD／平方メートル(対前四半期比 +4%)、北部では 同+2%増の 122.9 USD/m2 となった。
- 工業団地がホーチミン市及び Ha Noi 市の衛星都市へ移転する傾向が続けている。
- BSC は工業団地不動産業の 2023 年下半期の投資見通しを「有望」と評価しております。

2023 年第 2 四半期以後、外国への直接的な投資額（FDI）の下げ幅が縮小した。ベトナム統計総局によると、2023 年上半期には、FDI 追加認可額が前年同期比-57.1%減となったが、FDI 新規認可額が同+31.3%増となった。FDI 認可額は前年同期比-4.3%減となった。

付与された FDI 登録資本は増加したばかりで、総登録 FDI 資本は 134 億ドル（前年比-4.3%）に達した。前年比 +31.3% と大きく伸びました。 2023 年第 1 四半期のデータ（登録 FDI 資本は前年比 -70.3% 増加、新規登録 FDI 資本は前年比 -5.9%) と比較すると、FDI 流入は顕著な回復を示しました。 BSC は、徐々に回復する世界経済を背景に、外国投資家を誘致するベトナムの能力のおかげで、2023 年下半期にも新規投資 FDI 資本が増加し続けると考えている。

BSC は長期的にはベトナムが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。

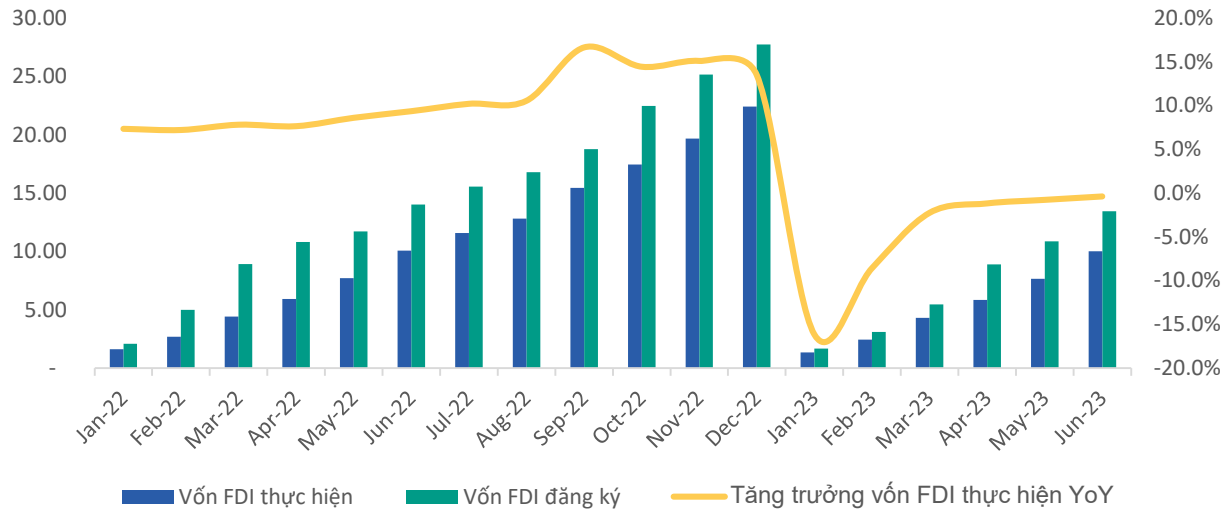
(1) **中国から生産移転の傾向は続いている。**ベトナムは良い地理的位置で、中国と文化的、政治的似点があることで、グローブ大手企業を誘致するだろう。Ha Noi 市-Hai Phong 省-Quang Ninh 省という主要経済圏に位置する北部の工業団地はハイテク製造業者の工場移転から直接的な恩恵を受けるだろう。従って、BSC は第 1-3Trang Due、Trang Cat などの工業団地を保有している KBC を高く評価しております。

(2) **ベトナムはアジアン地域の他国に比べて多くの競争利点がある。**具体的には、ベトナムで工業団地用土地賃貸価格はインドネシア、マレーシア、タイより 30 ～ 36%安くて、フィリピンと相当している。為替レートには、USD/VND の変動が他国に比べて安定的になっている。これは投資企業の損失を最小限に抑えることができる。

(3) 2023 年から推進されている交通インフラ建設プロジェクトが物流の「ボトルネック」を解決し、工業団地用不動産業を直接的に支援する。ベトナムでの物流コストは商品価値の約 16.8%を占

めたが、世界ではこのコストは約 10.6%を占めた。現在、政府は南北高速道路、環状 4 号線−ハノイ、環状 3 号線−ホーチミン市、港湾案件、空港案件なの公共投資案件を通して、交通インフラを改善するように努力している。

2022 年～2023 年上半期のベトナムでの FDI 認可額及び FDI 実行額（10 億ドン）



ソース：GSO, Bloomberg , BSC Researc 集合

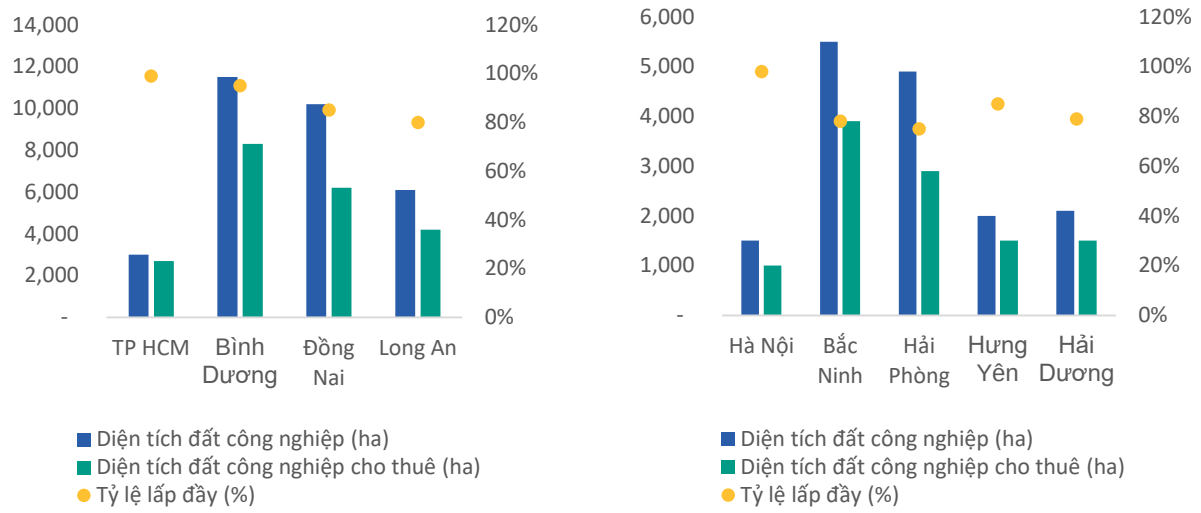
しかし、ベトナムで工業団地用不動産展開は困難が発生する可能性がある。

(1) 賃貸需要が増加しているが、工業団地のセンターで供給源が不足している背景には、賃貸価格が高い水準維持している。CBRE によると、2023 年第 1 四半期末の時点で、南部の工業団地の入居率は 85%、北部では 81% に達した。工業団地の土地賃貸価格は引き続き上昇した。具体的には、南部では前四半期比+4%増の平均 172.8 USD／平方メートル(対前四半期比 +4%)、北部では 同+2%増の 122.9 USD/m2 となった。BSC は（1） 複雑な行政手続き、実行時間延長、(2) 土地収用がまだ多くの障害が残っている、(3)工業団地用土地への変更には、各種の土地が違いことで、実行が困難に直面するという要素を基づく、工業団地の供給源に対しての圧力が続くと考えております。

(2) 15%の国際最低税率の適用はベトナムへの外国投資の誘致に影響を与える可能性がある。現在、ベトナムでの外資系企業は優先地域、優先分野、大規模投資という条件を満たす場合、5%～10%の税制優遇を受けることができる。しかし、国際最低税率が適用したら、この優遇が無効になる。

(3) ベトナムでの安い人件費は他国より大きな競争優位になっていない。ベトナムでは、2023 年の予想給料上昇率は 5.9%で、東南アジアでトップとなり、インド（8.7%）に次ぐものである。しかし、ベトナム人労働者の労働生産性は企業の希望に満たしない。 BSC は政府が田舎地域で職業訓練を拡大し、工業化を加速しなければ、ベトナムの安い人件費は他国より大きな競争優位になっていないと考えております。

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**

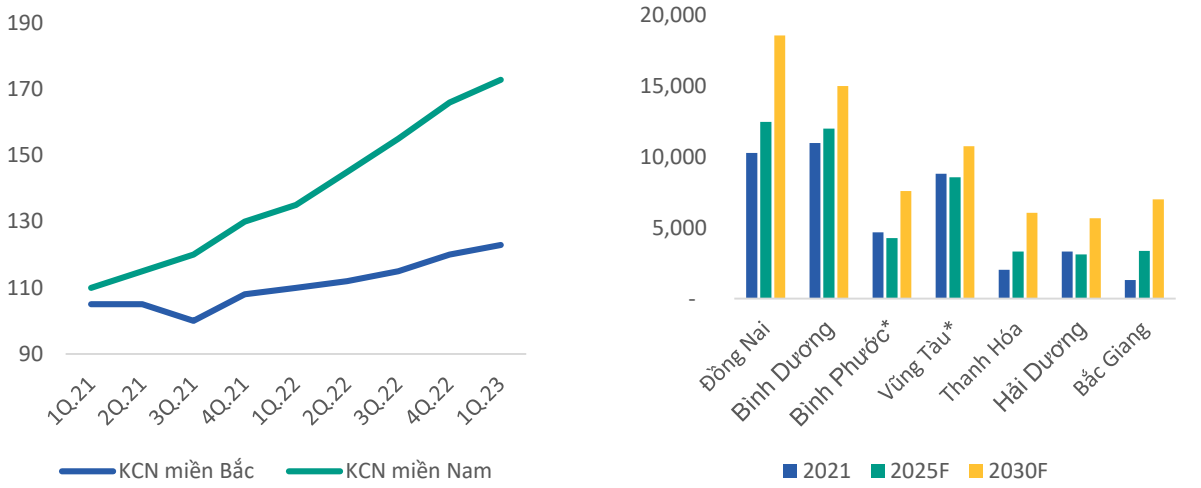


ソース：CBRE、BSC Researc 総合

工業団地がホーチミン市及び Ha Noi 市の衛星都市へ移転する傾向が続けている。CBRE によると、南北及び南部での主要経済地域の工業団地の入居率はいずれも 85%を超えた。さらに、交通インフラが促進されていることで、工業団地が Thai Binh 省、Quang Ninh 省、Long An 省、Ba Ria-Vung Tau 省などの第 2 級市場へ移転する傾向が強まっている。BSC は LHG、IDC、SZC が第 2 級市場でプロジェクトを保有して、開発している企業が将来に企業が競争優位を持つでしょう。

北部及び南部での工業団地賃貸価格（USD/平均メートル／周期）

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：CBRE、BSC Research 総合

2023 年上半期の業績には、KBC の以外、ほとんどの不動産企業は前年同期比低下した。原因は下記の通りです。

-ゴム工業団地グループ（GVR、PHR）：需要減少と販売価格下落により、ゴム製品販売による収入が急減した。既存工業団地は入居率が高いが、転換土地は法的な手続きで困難に直面してい

る。しかし、BSC は、(1) 南部で土地面積が大きいですが、工業団地の供給源が不足している、(2) いくつかのプロジェクトが土地基金を解放し(Nam tan Uyen 工業団地)、計画を承認された(VSIP 3 工業団地—第 2 段階)という要素を基づく、ゴム工業団地グループの長期的な見通しを高く評価しております。

-他の工業団地グループ(IDC, LHG, SZC):新規賃貸契約書の収入が前年同期比減少した。

いくつかの工業団地区用不動産企業の 2023 年第 2 四半期業績アップデート

銘柄	2023 年第 2 四半期の売上高(10 億ドン)	% YoY	2023 年税引き後利益(10 億ドン)	% YoY	1H.2023 2023 年上半期の収入	% YoY	2023 年上半期の税引き後利益	% YoY
KBC	2,051	*421%*	747	*331%*	4,274	*294%*	1,803	*802%*
IDC	2,408	*-27%*	663	*-55%*	3,554	*-29%*	838	*-52%*
GVR	4,276	*-23%*	717	*-39%*	8,418	*-20%*	1,473	*-41%*
PHR	201	*-17%*	127	*128%*	528	*-13%*	361	*2%*
LHG	67	*-71%*	24	*-40%*	182	*-48%*	75	*-17%*
SZC	288	*10%*	96	*57%*	351	*-35%*	108	*-21%*

ソース:BSC Research 総合

投資観点ー有望

BSC は工業団地区用不動産業の 2023 年下半期の投資見通しを「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	2023 年税引き後利益(10 億ドン)	% YoY	EPS 2023	P/E fwd	P/B fwd	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside (%)
KBC	8,425	787%	2,693	76%	3,508	9.3	1.2	6%	11%	32,600	38,000	17%
IDC	8,121	8%	1,810	2%	5,486	8.8	2.4	9%	23%	48,300	53,000	10%
GVR	22,825	-10%	2,783	-28%	696	32.6	1.7	3%	5%	22,700	25,000	10%
PHR	1,571	-8%	494	-44%	3,648	14.5	2.0	8%	13%	52,900	62,000	17%
LHG	670	7%	246	21%	4,912	5.7	0.8	8%	15%	27,900	38,100	37%

ソース:BSC Research 総合

銀行業「有望」

分析者: Phan Quốc Bửu、Đoàn Minh Trí

Email: buupq@bsc.com.vn

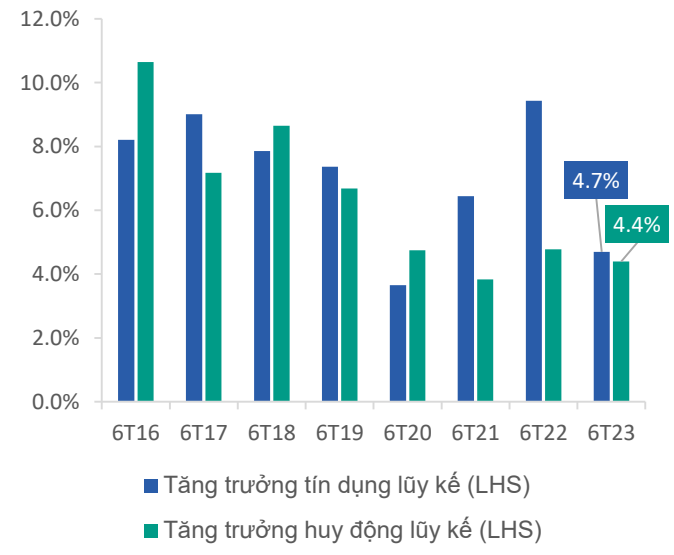
Email: tridm@bsc.com.vn

- 2023 年 6 月には、貸付成長率は 4.7%となった。BSC は 2023 年貸付成長率が 12%に達すると予測しております。
- 資産質に対して圧力が残っている。銀行は 2023 年第 2 四半期には債務救済を強化している。2023 年第 2 四半期の不良債権及び第 2 グループ債務の比率はそれぞれ、前四半期比 17bps、0.3bps となり、希望に満たした。
- 純金利マージン(NIM)が 2023 年上半期には「底」に接近すると期待されている。2023 年下半期には、資本コストが段々減少する。銀行業の銀行業界の当座・普通預金(CASA)比率が 2023 年第 2 四半期に底に接近した後、回復兆しを見せている。
- 銀行の利益は 2023 年第 2 四半期に大きく明暗で分かれた。2023 年第 2 四半期の税引き前利益は前年同期比-2.9%減となった。
- 現在、銀行業の平均 P/B は 1.3xで、直近の 5 年間の平均水準に比べて低いです。BSC は銀行業の 2023 年下半期の投資見通しを「有望」と評価しております。

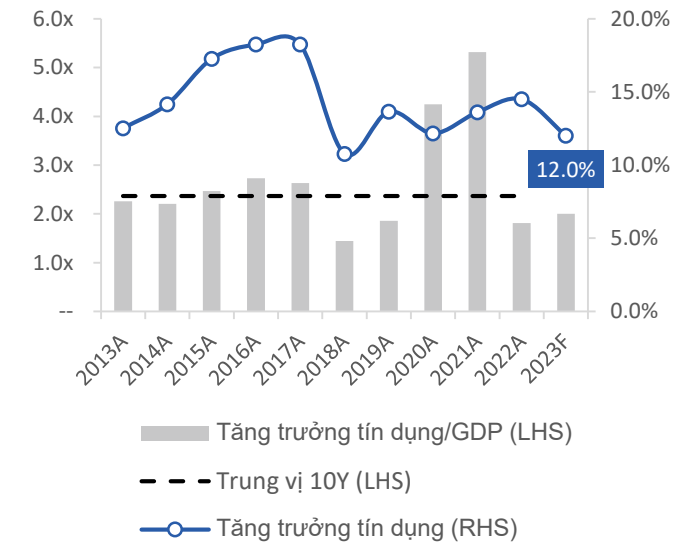
2023 年 6 月には、貸付成長率は加速した。

2023 年上半期の貸付成長率は年初比 4.7%に達した。BSC は国内及び国際経済健康が低迷になっている背景には、GDP 成長率が 6.5%、貸付成長率が 14%となる目標が今年にチャレンジになると考えております。の健全性が弱まる中、今年の GDP 成長率 6.5%と信用成長率 14%の目標は依然としてかなり厳しいと考えている。BSC は基本シナリオでは 2023 年の予想貸付成長率を前年同期比+12%で維持している。

2023 年 6 ヶ月には、貸付成長率は上昇し、年初比 4.7%に達した。



BSC は 2023 年予想貸付成長率を前年比 12%で維持している。

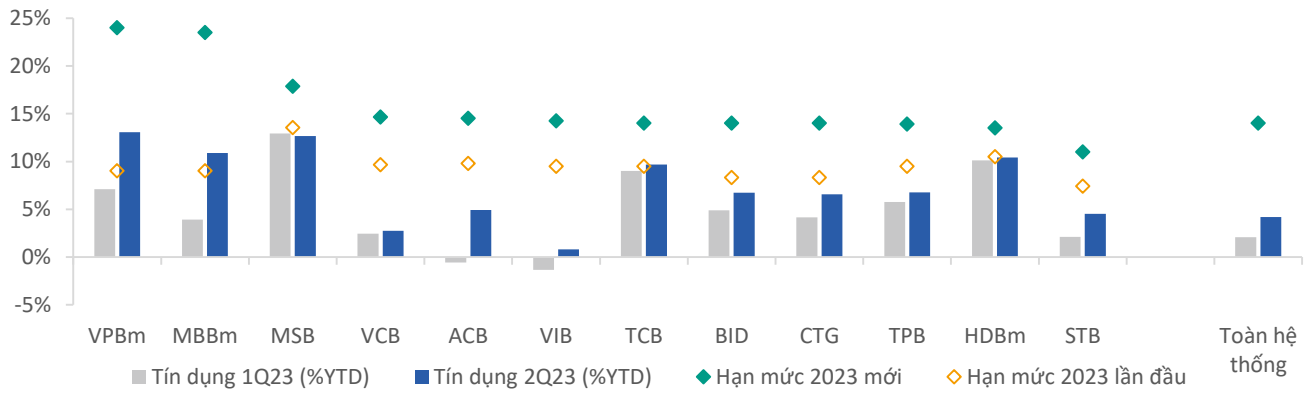


ソース：国家銀行、BSC Research

2023 年 7 月には、国家銀行は年初の計画を基づく、2023 年下半期の貸付成長枠を配分している。ほとんどの銀行の貸付成長枠が 14～15%で推移している。そのうち、VPB 及び MBB は貸付成長枠が 23～24%まで拡大されている。次は MSB（約 18%）である。

2023 年上半期には、VPB 及び MBB は貸付成長率がそれぞれ、年初比 10.1%、11.2%で、銀行業界のトップに達した。また、ACB は第 2 四半期に貸付成長率が前四半期比+5.5ppt 増となった。

国家銀行は 2023 年予想貸付成長率を前年比 12%で維持し、貸付成長枠を拡大した。

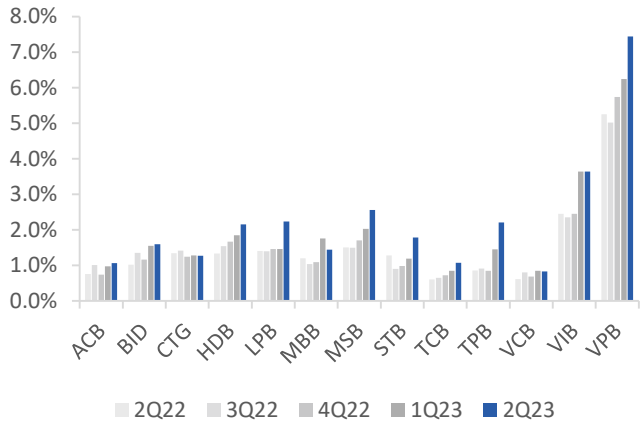


ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

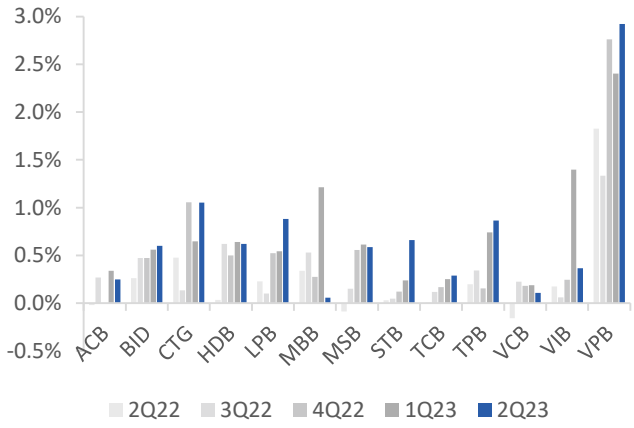
資産質に対して圧力が残っている。銀行は 2023 年第 2 四半期には債務救済を強化している。

BSC は HDB、LPB、MSB、TPB、STB、VPB などの中型個人銀行の以外、2023 年第 2 四半期に多くの銀行が不良債権比率の上げ幅が年初、前四半期に比べて縮小したと評価しております。

2023 年第 2 四半期には、銀行業の不良債権率の上げ幅は縮小した。



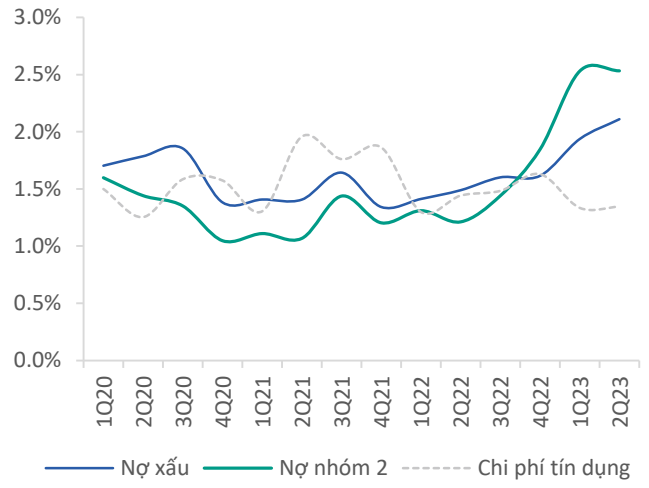
多くの銀行が債務救済を強化したことで、不良債権作成率は高い水準で維持した。



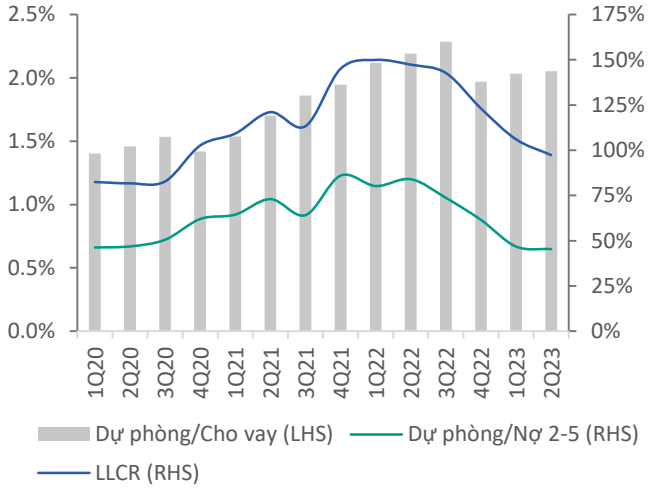
ソース: 商業銀行の財務諸表、BSC Research

BSC は銀行業界の資産質が最も困難な時期を過ぎた可能性があり、支援パ政策のおかげで次の四半期も安定した状態を維持すると期待しております。

2023 年第 2 四半期には、銀行業の不良債権率及び第 2 グループ債務率は減速した。



全システムの第 2～5 グループ不良債権回収比率が改善した。

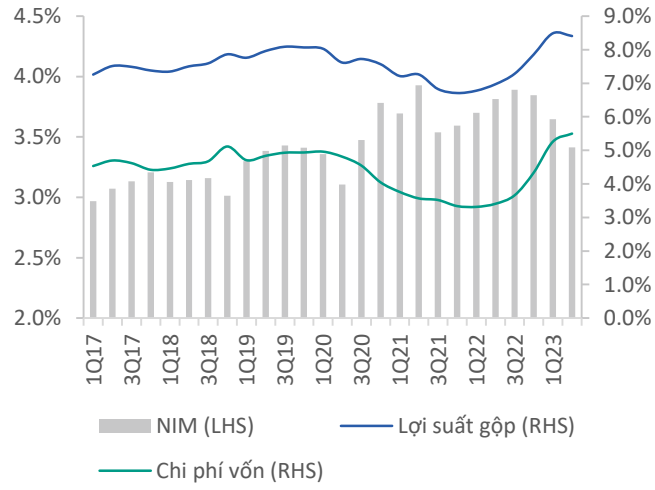


ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

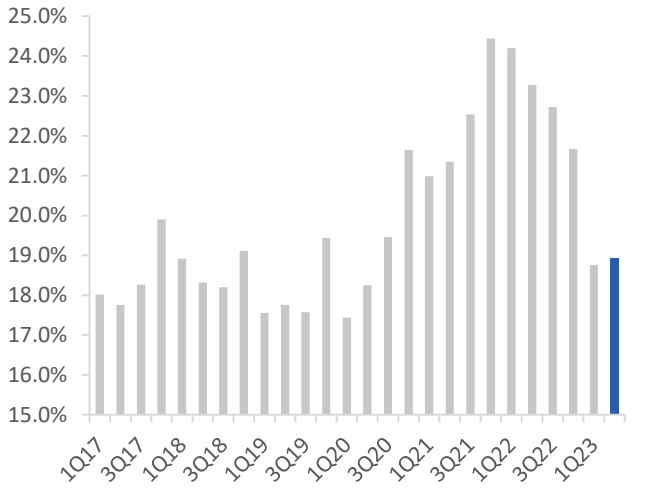
純金利マージン(NIM)が 2023 年上半期の後、「底」に接近すると期待されている。

2023 年第 2 四半期には、平均 NIM は 3.4%に低下した。

銀行業の NIM は引き続き低下した。



2023 年第 2 四半期の CASA 率は5四半期ぶり上昇した。

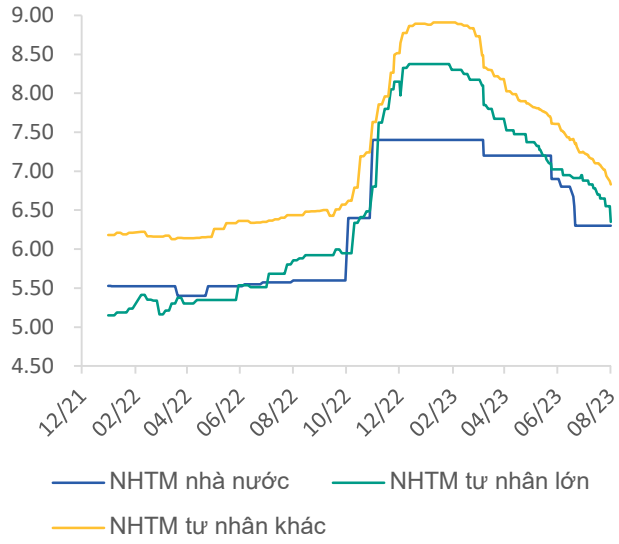


ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

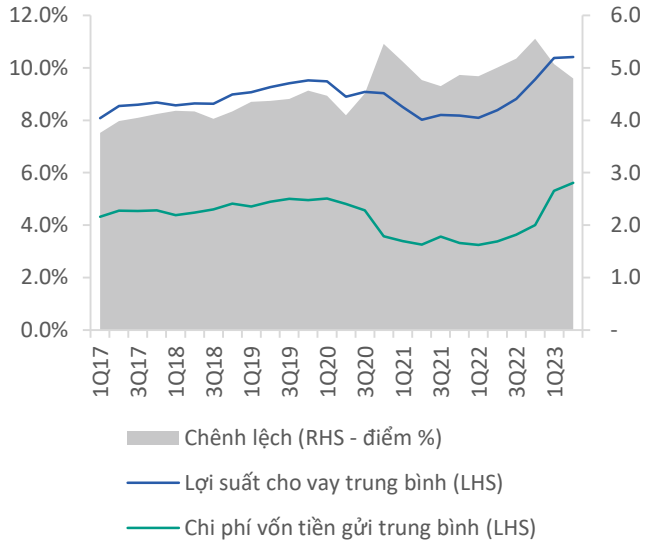
2023 年第 2 四半期には、銀行業の CASA 率が前四半期比+16bps 増となった。原因は預金金利が下落している背景には、預金額が貯金用口座から決済用預金に移転したということから由来した。

BSC は平均資本コストが 2023 年下半期以後減少すると期待しております。

期間 12 ヶ月のドン建て預金金利は 2022 年過去最高水準から急落している。



預金利息下落傾向は貸付金利息の余地を作った。



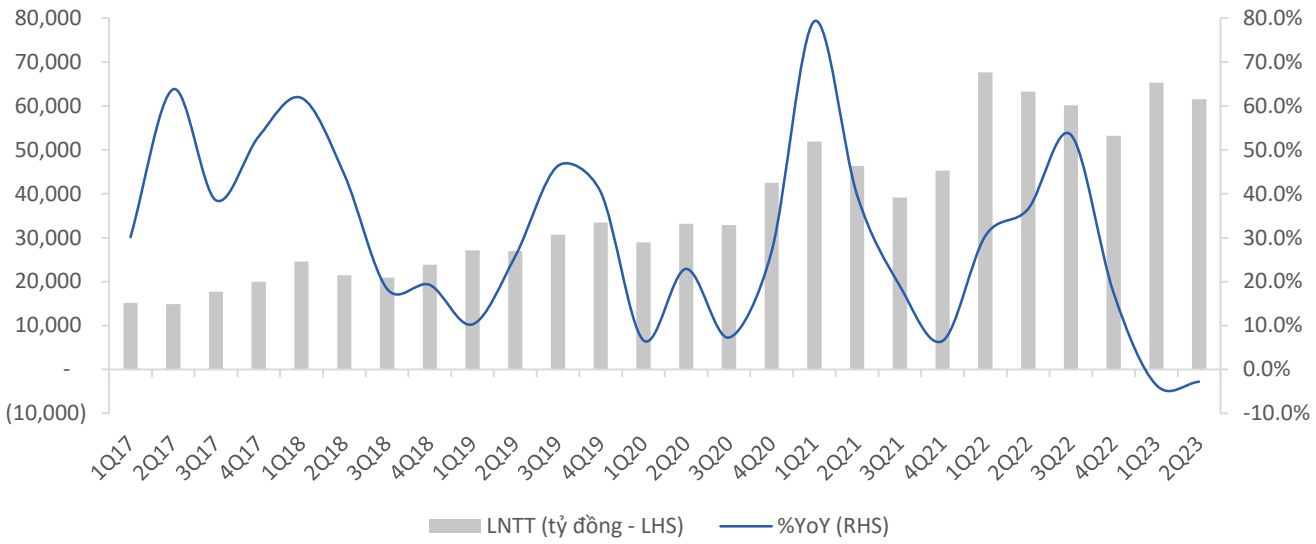
ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research 総合

銀行の利益は 2023 年第 2 四半期に大きく明暗で分かれた。

2023 年第 2 四半期には、銀行業の税引き前利益が前四半期比−2.9%減の 62 兆ドンに達した。そのうち、VPB (−37% YoY)、TCB (−23% YoY)、LPB (−51% YoY), TPB (−25% YoY)である。原因は NIM が縮小したり、あるいは貸倒引当金の費用が増加したことから由来した。

一方、国営商業銀行は好調な業績を計上した。そのうち、BID、CTG、VCB の利益はそれぞれ、前年同期比+6%増、同+13%増、同+25%増となった。特に、成長トップは STB である。STB の税引き前利益は前年同期比+80%増となった。

2023 年第 2 四半期には、銀行業の税引き前利益が前四半期比−2.9%減となった。



ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

2023 年上半期の税引き前利益及び年間計画達成率

税引き前利益（10 億ドン）	2Q23	%YoY	2023 年第 1 四半期	%YoY	2023 年上半期	%YoY	2023 年計画	達成率
VCB	9,278	25%	11,221	13%	20,499	18%	42,973	48%
BID	6,943	6%	6,920	53%	13,863	25%	26,500	52%
MBB	6,223	4%	6,512	10%	12,735	7%	26,100	49%
CTG	6,550	13%	5,980	3%	12,530	8%	24,500	51%
VPB*	2,613	−37%	2,550	−55%	5,163	−47%	24,003	22%
TCB	5,649	−23%	5,623	−17%	11,272	−20%	22,000	51%
ACB	4,832	−2%	5,157	25%	9,989	11%	20,058	50%
HDB	2,742	−1%	2,743	9%	5,485	3%	13,197	42%
VIB	2,948	7%	2,694	18%	5,642	12%	12,200	46%
STB	2,373	80%	2,383	50%	4,756	64%	9,500	50%
TPB	1,618	−25%	1,765	9%	3,383	−11%	9,000	38%
LPB	880	−51%	1,566	−13%	2,446	−32%	6,500	38%

MSB	2,022	10%	1,526	2%	3,548	6%	6,300	56%

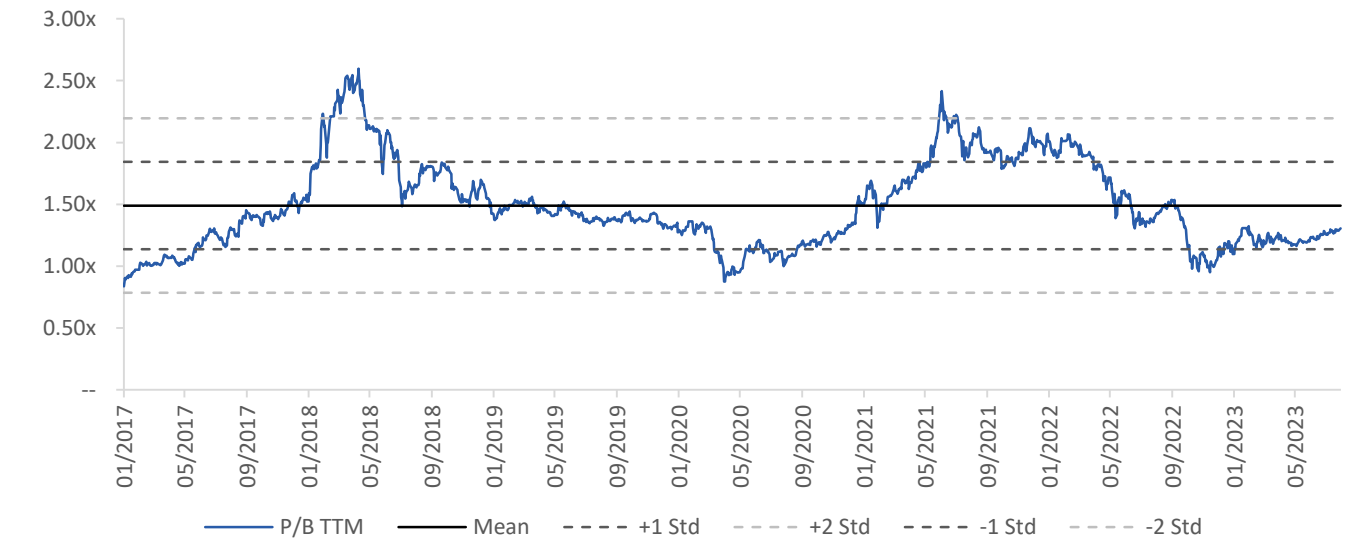
*2022 年第 1 四半期の特別な利益を除く。

ソース: 商業銀行の財務諸表、BSC Research

銀行業の評価は銀行株投資のための基礎となっている。

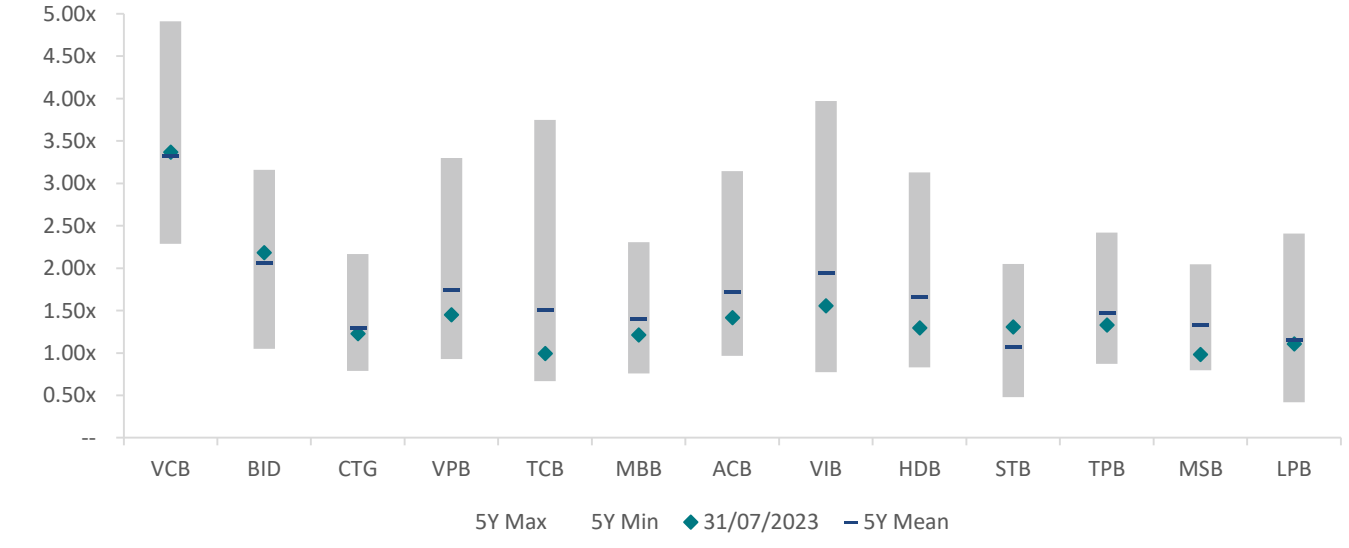
2023 年 7 月 31 日の時点で、銀行業の評価は年初比 25%増となったが、中央値 P/B が 1.31x で、5 年間の 1.5x より低いと評価されている。そのために、BSC は銀行業界の 2023 年下半期の見通しを「有望」と維持しております。

2023 年 7 月 31 日の時点で、ホーチミン証券取引所で上場銀行の中央値 P/B



ソース：Bloomberg, BSC Research

銀行の現在 P/B は魅力的な水準で評価されている。



ソース：Bloomberg, BSC Research

BSC が観察している上場銀行の 2022 年第 2 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	39,112	66,204	57,868	25,426	17,291	47,626	20,602	36,205	22,016	53,130	25,370	66,551	20,034
株主資本	62,867	114,169	118,060	40,477	25,497	86,069	41,793	122,465	30,986	152,001	33,910	107,564	29,518
総資産	630,893	2,124,803	1,860,105	483,936	350,243	806,238	622,178	732,470	343,407	1,704,273	378,663	739,762	237,816
株主資本／総資産	10.0%	5.4%	6.3%	8.4%	7.3%	10.7%	6.7%	16.7%	9.0%	8.9%	9.0%	14.5%	12.4%
成長率													
%信用	4.9%	6.7%	6.6%	9.3%	7.5%	10.8%	4.5%	9.7%	6.8%	2.7%	0.8%	10.1%	12.7%
%総資産	3.8%	0.2%	2.8%	16.3%	6.9%	10.7%	5.1%	4.8%	4.5%	-6.1%	10.4%	17.2%	11.4%
%預金	4.5%	4.9%	4.9%	43.5%	3.8%	7.2%	10.3%	6.6%	2.1%	6.7%	2.6%	27.9%	7.8%
% 総営業収益(TOI)	15.9%	-3.5%	11.5%	14.9%	-23.5%	3.0%	9.9%	-15.5%	-14.3%	9.4%	16.4%	-3.8%	26.7%
%D/P前利益	19.2%	-14.0%	11.7%	17.7%	-42.1%	0.9%	4.7%	-16.6%	-29.3%	16.3%	22.6%	-6.8%	46.1%
% 税引前利益	-1.7%	5.7%	13.2%	-1.2%	-50.9%	3.9%	79.9%	-22.8%	-25.2%	25.0%	7.4%	-37.5%	9.8%
資産質													
2グループ債権	0.9%	2.2%	2.6%	5.0%	1.3%	3.6%	1.2%	2.0%	3.5%	0.7%	6.4%	8.2%	3.4%
不良債権	1.1%	1.6%	1.3%	2.2%	2.2%	1.4%	1.8%	1.1%	2.2%	0.8%	3.6%	7.4%	2.6%
貸倒引当金／貸付	1.1%	2.4%	2.2%	1.3%	1.8%	2.3%	1.4%	1.2%	1.3%	3.2%	1.4%	2.8%	1.6%
不良債権引当金／2～5グループ不良債権	59.2%	64.6%	55.7%	18.3%	50.0%	44.7%	46.8%	40.9%	23.5%	211.3%	14.1%	17.9%	27.4%
信用費用	0.7%	1.0%	1.9%	2.0%	0.8%	1.0%	1.2%	0.7%	0.8%	0.9%	1.5%	5.5%	1.5%
流動性リスク及び自己資本安全													
預貸率(LDR)	79.2%	86.5%	80.4%	67.8%	81.4%	75.7%	83.7%	78.0%	58.1%	77.0%	69.6%	79.3%	67.2%
財務レバレッジ	10.0x	18.6x	15.8x	12.0x	13.7x	9.4x	14.9x	6.0x	11.1x	11.2x	11.2x	6.9x	8.1x
CAR Basel II	12.8%	9.3%	9.0%	13.4%	12.3%	12.3%	11.4%	9.5%	15.2%	12.7%	9.9%	12.8%	14.9%
経営効率													
NII/TOI	78.2%	79.8%	73.1%	81.1%	86.8%	83.9%	85.6%	68.8%	72.1%	78.4%	84.6%	72.8%	68.3%
CASA	20.9%	17.0%	18.7%	7.4%	7.3%	37.1%	17.0%	34.9%	16.4%	30.0%	12.1%	15.0%	24.2%
平均売上総利益	9.0%	7.6%	7.6%	11.8%	9.6%	9.2%	10.0%	8.6%	9.1%	6.6%	10.4%	11.3%	9.1%
加重平均資本コスト	5.5%	5.3%	5.1%	7.4%	7.2%	4.8%	6.6%	5.2%	5.9%	3.8%	6.1%	6.9%	5.4%
純金利マージン(NIM)	4.1%	2.6%	2.9%	4.6%	3.0%	5.0%	3.9%	3.9%	3.4%	3.2%	4.9%	5.3%	4.0%
CPDP/PPOP	12.7%	37.6%	49.7%	34.3%	37.4%	16.2%	35.7%	12.5%	18.5%	21.5%	22.6%	71.3%	19.8%
CIR	31.0%	36.4%	26.7%	34.9%	51.3%	35.8%	45.3%	30.8%	49.3%	32.4%	29.0%	28.8%	28.5%
ROAA	2.5%	1.1%	1.1%	1.8%	0.8%	2.5%	1.3%	2.5%	1.5%	1.7%	2.6%	1.4%	2.7%
ROAE	24.7%	19.4%	18.0%	21.2%	11.2%	22.9%	18.7%	14.8%	16.0%	20.0%	28.4%	11.5%	22.5%
評価													
1株株主資本(BPS)（	16,186	22,570	24,566	16,092	14,746	18,983	22,169	34,139	14,074	32,118	13,367	15,951	14,759
P/B TTM (31/07/2023)	1.4x	2.2x	1.2x	1.3x	1.1x	1.1x	1.3x	1.0x	1.3x	3.4x	1.6x	1.5x	0.9x
5年間平均	1.7x	2.1x	1.3x	1.7x	1.2x	1.4x	1.1x	1.5x	1.5x	3.3x	1.9x	1.7x	1.3x

ソース：商業銀行の財務諸表、BSC Research

商業不動産業[中立]

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

- 吸収能力が向上し、平均販売価格が下落した。原因は(1) 2023 年第 1 四半期末以降、ホーチミン市とハノイの中級区分が戻った、(2) 企業が訴求販売政策を展開したということから由来した。
- 敷地取引件数が急減したが、アパートや住宅の取引件数が回復したのは政府の不動産市場安定化計画に沿って、不動産市場が段々安定になっていたと示した。
- 2023 年最後 5 ヶ月の社債償還額が多額ですが、流動性の圧力が年初のように強くない。
- 2023 年上半期に発行された法的手続きおよび (2) 資本金という不動産市場の最大問題を解決する一連の政策のおかげで、不動産市場は 2023 年下半期に反発傾向が明らかになると期待されている。
- 政府は経済及び不動産市場回復という目標のために、必要な政策を実施している。しかし、これらの政策が効果を発揮し、供給源を利用することができるには時間がかかるだろう。
- 法的手続きおよび (2) 資本金という不動産市場の最大問題が解決されている背景には、2023 年下半期～2024 年期間には不動産市場の反発兆しが明らかになると予測された。BSC は商業不動産業の 2023 下半期の投資見通しを「強気」から「中立」に下方修正しております。

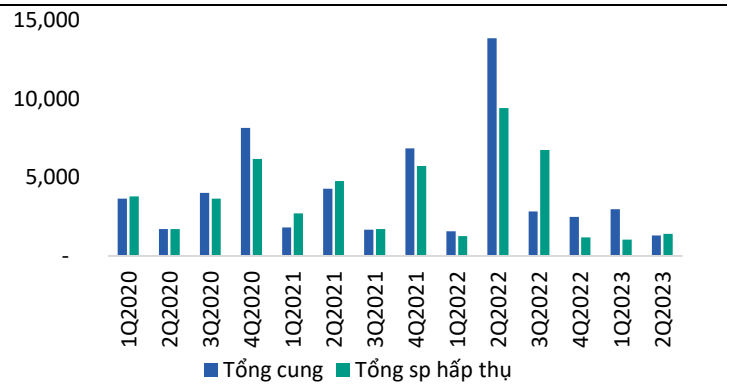
供給源は予測の通りに制限されたが、吸収能力が向上した。

CBRE によると、2023 年第 2 四半期にホーチミン市のアパート市場での新規供給源が前年同期比-91%減、前四半期比-58%減の 1,250 製品を計上した。一方、ハノイ市場での新規供給は前年同期比-9%減、前四半期比-61%減の 1,818 製品を計上した。一般的には、2023 年上半期にプロジェクトの法的審査が厳しく実施され、住宅購入者の心理がネガティブになっていたことで、新規供給は非常に少なかった。

2023 年第 2 四半期には、平民アパート販売価格はハノイ市で前年同期比+9.5%増、前四半期比+1.6%増となった。アパート販売価格が上昇傾向を維持したのはほとんどの新規案件が高級区分に集中したことから由来した。これは優遇販売プログラムが投資主の需要を刺激し、新規供給が 2023 年第 2 四半期に減少し、中級区分に集中したと示した。

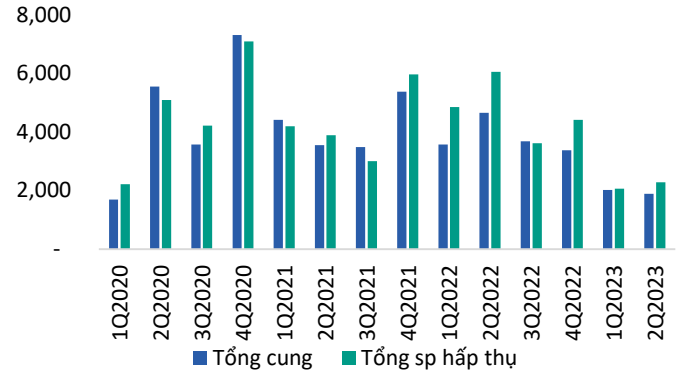
BSC は 2023 年上半期には包括的なプロジェクトの法的審査を経て、2023 年下半期に法的な問題の解決が強化され、新規供給源が 2024 年以後改善すると考えています。

ホーチミン市でのアパート供給源



ソース：CBRE, BSC Research

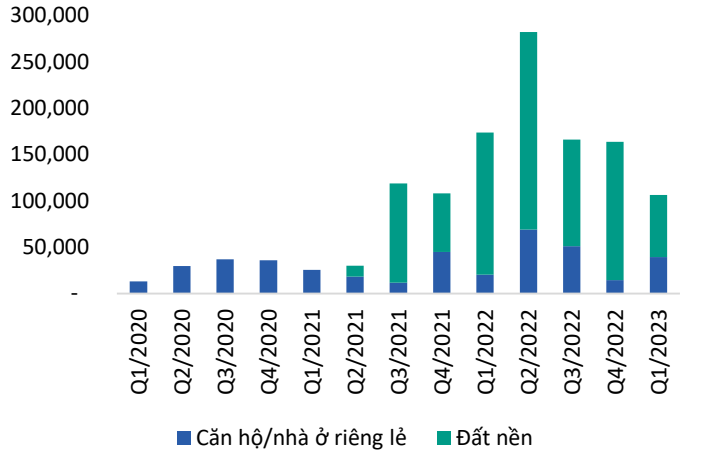
ハノイ市でのアパート供給源



ソース：CBRE, BSC Research

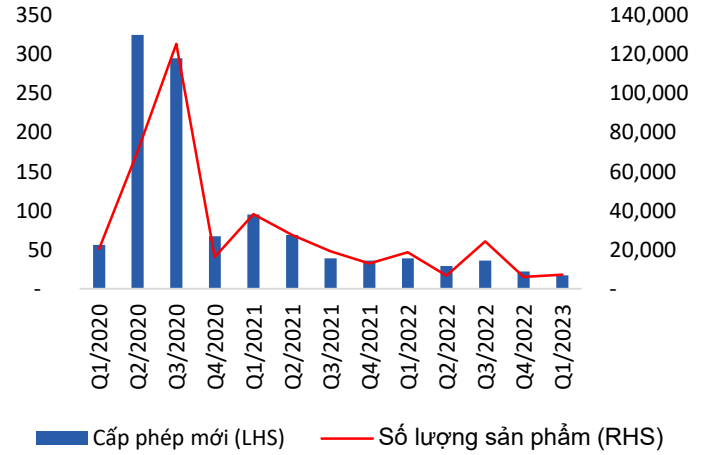
全国の不動産市場を見ると、商業用不動産業界はまだ困難を解消し、法制度を完成する過程にあることで、供給源がまだ展開されていない。認可されたプロジェクトの数は前年同期比-56%減、前四半期比-20%減の 17 案件である。特に、2023 年第 1 四半期には、敷地取引件数が前年同期比-56%、前四半期比-55%減となったが、アパートや住宅の取引件数が前年比+192.5%増、前四半期比+272.7%増となった。これは政府の不動産市場の安定化及び企業の製品の再構成プロセスが第一歩を実施できたと示した。

敷地取引件数が急減したが、アパートや住宅の取引件数が回復した。



ソース：建設省、BSC Research

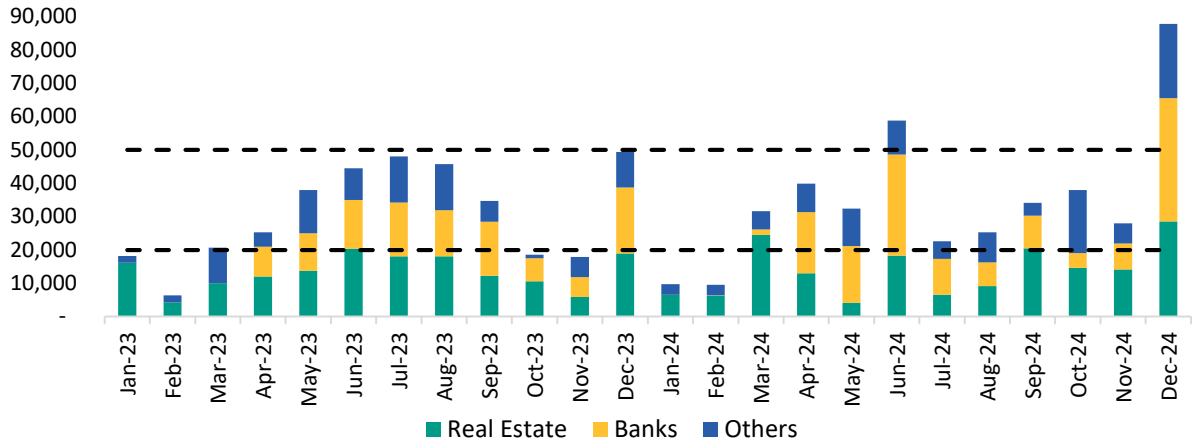
許可された新規案件数は多くない。



ソース：建設省、BSC Research

Fiinrating 及びハノイ証券取引所の総計によると、2023 年最後 5 ヶ月の社債償還額が 65 兆 7,000 億ドンで、全市場の 39%を占めた。償還期限は 2023 年 8 月及び 12 月に集中する。

社債償還額の 59%が延長されたことで、2023 年下半期には社債償還の圧力は緩和された。



ソース：HNX、Fiinrating、BSC Research

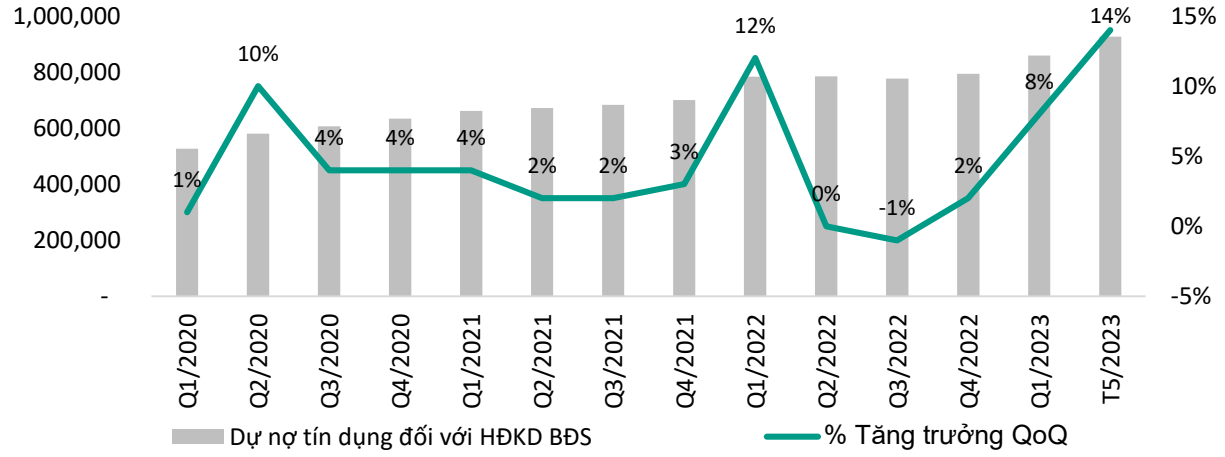
しかし、社債、貸付に関する政策のおかげで、社債の流動性の圧力は 2023 年初に比べて緩和された。2023 年 6 月 30 日の時点で、89 発行会社は社債償還を遅く決済した。ベトナム政府は 2023 年 3 月から交付された議定、通達を通して、経済を回復、不動産を促進するように努力している。

2023 年上半期に発行された法的手続きおよび（2）資本金という不動産市場の最大問題を解決する一連の政策のおかげで、不動産市場は 2023 年下半期に反発傾向が明らかになると期待されている。

-法的について、2023 年上半期には、BSC は 2023 年上半期には包括的なプロジェクトの法的審査を経て、2023 年下半期に法的な問題の解決が強化され、新規供給源が 2024 年以後改善すると考えています。BSC は 2023 年下半期には、投資主が直面している法的な問題は引き続き解決されると信じております。

-資金源について: 第 08 号/ND-CP 議定及び第 02/2023 号/TT-NHNN 通達は元金、貸付利息の決済期限を延長し、債務グループを再構成し、資金借入のための条件を作成することを挙げる。

不動産経営活動に対しての貸付残高

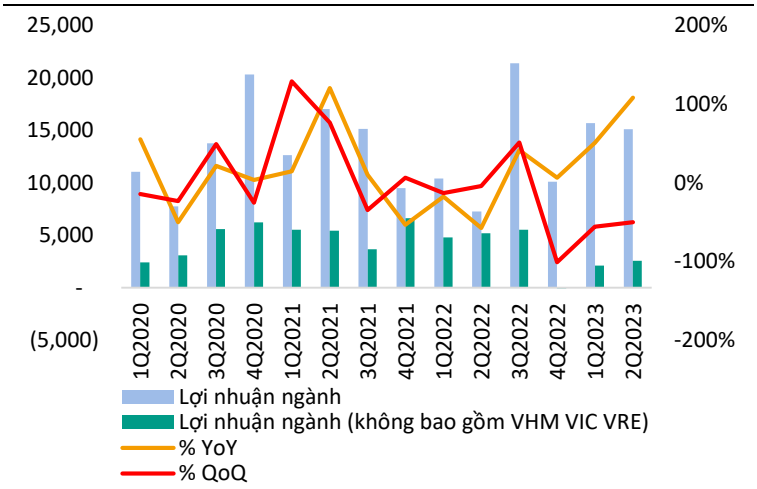


ソース：国家銀行、建設省

接続インフラは引き続き注目される。2023 年上半期には、運輸省の実行額は約 34 兆 4,650 億ドンを実施し、年間計画の 36.6%に達成した。

しかし、市場は政府の供給源展開政策が効果を発揮し、住宅購入者の信頼を築くように時間がかかるだろう。

商業用不動産の利益率がビングループの寄与のおかげで、上昇した。



ソース：企業の財務諸表、BSC Research

企業	2023 年第 1 四半期の税引き後利益	2023 年第 2 四半期の税引き後利益	%YoY	%QoQ	計画	達成率（%）
VHM	11,923	9,652	−19%	1190%	30,000	72%
NVL	(410)	(153)	−63%	−120%	214	N/A
NLG	7	121	1629%	9%	586	42%
KDH	201	248	23%	−24%	1,000	45%
DXG	(117)	156	−233%	−40%	158	25%
DXS	(44)	(19)	−57%	−107%	126	N/A
IJC	108	142	32%	−25%	500	50%

ソース：企業の財務諸表、BSC Research

ホーチミン証券取引所に上場している不動産企業の財務諸表の統計によると、不動産業の利益は前年同期比+108%増の 15 兆 990 億ドンを計上した。しかし、ビングループ（VIC、VHM、VRE）は商業用不動産業の総利益に 82.9% を寄与した。ビングループの貢献を除ければ、2023 年第 2 四半期の業界の利益は前年同期比−50%減、前四半期比 21.6%増となった。新規販売開始値は 2022 年第 3 四半期以後減少傾向を続けたが、2023 年第 2 四半期に回復した。一般的には、不動産業界は 2023 年第 2 四半期に吸収能力及び企業の健全性が回復の兆しを示した。

現在の状況で「生き残る」ことができ、健全な財務基盤、適切な実施戦略、VHM、NLG、KDH を含む合理的なコストで土地資金を拡大する能力のおかげで、将来的に公共投資の恩恵を受ける企業にはまだチャンスが存在します。 BSC は 2023 年末に (1)法的環境が明確になり、(2) 企業の再構成のおかげで、需給格差が縮小され、(3)住宅購入者の心理がよりポジティブになるという予測を基づく、新規販売開始値の減少傾向はゆっくりとなると考えております。

投資観点—中立

BSC は商業不動産業の 2023 下半期の投資見通しを「強気」から「中立」に下方修正しております。

Bảng: Ước tính KDKQ một số doanh nghiệp ngành Bất động sản thương mại

いくつかの商業用不動産企業の業績推定

銘柄	2023 年の売上高（10 億ドン）	% YoY	2023 年税引き後利益（10 億ドン）	% YoY	EPS 2023	P/E fwd	P/B fwd	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside (%)
IJC	1,941	−1%	491	−4%	1,477	11.5	0.7	7%	9%	17,000	21,700	28%
VHM	110,466	77%	33,445	16%	7,678	8.2	1.5	8%	19%	62,900	79,900	27%
VRE	8,972	22%	3,507	26%	1,506	19.7	1.9	8%	10%	29,600	36,200	22%
DXG	4,524	−18%	133	−38%	217	88.2	0.9	1%	2%	19,150	24,700	29%
NLG	4,965	14%	660	19%	1,699	23.1	1.6	3%	7%	39,200	46,100	18%
KDH	2,421	−17%	711	−36%	978	36.8	2.1	3%	6%	36,000	40,700	13%

ソース：BSC Research

1.2. 公共投資からの恩恵を受ける業界

鉄鋼業 [中立]

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

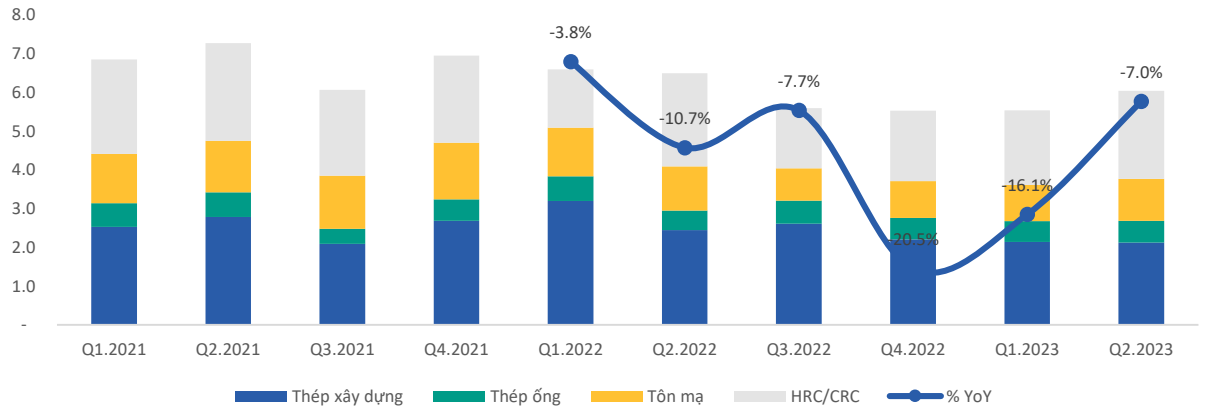
- 2023 年第 2 四半期には、鉄鋼消費量は前年同期比-7%減、前四半期比+9%増の 600 万 t となった。2022 年の鉄鋼業の消費量は前年比-10.8%減となり、そのうち、国内が同-7%減、輸出市場が同-21%減となった。
- 2023 年第 2 四半期には、原材料コストの低下により鋼材価格が下落しました。BSC は、世界の鉄鋼価格は 6 月に底を打ち、2023 年第 3 四半期には回復傾向にあると考えている。ベトナム国内の鉄鋼価格は世界価格の動向に追随して間もなく回復するだろう。
- 2023 年第 2 四半期の鉄鋼企業の粗利益率は、(1) 輸出生産量の増加、(2) 良好な輸出価格により改善しました。BSC は、(1) 第 2 四半期末に投入材料の価格が大幅に下落したことにより、2023 年の第 3 四半期にも鉄鋼グループの粗利益率が 1 パーセントポイント改善し続けると予想しています。

2023 年第 2 四半期には、鉄鋼消費量は前年同期比-7%減、前四半期比+9%増の 600 万 t となった。鉄鋼消費量が前四半期比増加したのは輸出量から由来した。具体的には下記の通りです。

- **不動産市場の低迷が続いたため、国内消費量は前年同期比-19%減、前四半期比-1%減 390 万トンとなった。**しかし、2023 年 5 月 ～ 6 月には鋼材価格が底値に下落したことで、多くの代理店が買い込んだこと、販売量はほぼ横に推移した。BSC は(1) 国内の不動産政策が逆転し、(2) 金利が低下し、(3)代理店が鉄鋼量を買い込む兆しを見せてるという要素を基づく、2023 年上半期に国内消費量が底値に減ったと期待しております。BSC は 2023 年第 3 四半期に入ると、不動産市場の回復のおかげで、鉄鋼生産量が徐々に回復すると予測している。
- **ヨーロッパ市場で HRC 輸出の改善により、鉄鋼輸出量は前年同期比+25%増、前四半期比+34%増の 220 万トンとなった。**原因は(1)季節的要素、自動車メーカーが在庫を輸入した、(2)ヨーロッパ市場で一部の工場がメンテナンスを実施したことで、鉄鋼が不足した。特に、HRC の不足状況は第 3 四半期まで続ける可能性がある。 BSC は 2023 年の第 3 四半期には、(1) ヨーロッパ市場で鉄鋼の不足が続ける、(2) 鉄鋼価格が底値に接近すると、多くの代理店が買い込む心理がある、(3)国内消費量の回復がゆっくりとなっていた背景には、ベトナム企業が輸出量を増やすように努力しているという要素を基づく、鉄鋼輸出量が増加すると評価している。BSC は鉄鋼輸出量が季節要因により前四半期比-10%減となると予測しております。

2023 年第 2 四半期には、鉄鋼消費量は前年同期比−7%減となった。

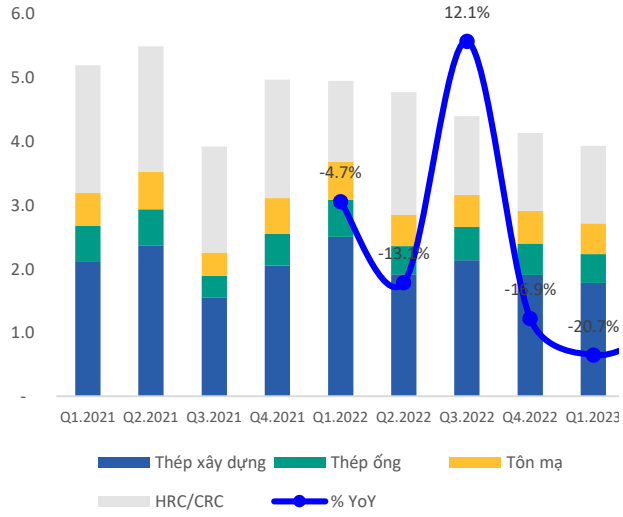
100万 t



ソース：BSC Research 総合

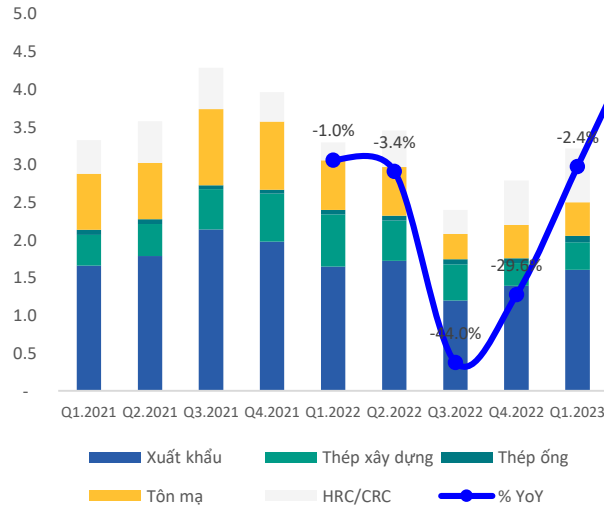
2023 年第 2 四半期には、国内消費量は前年同期比−19%減となった。

100 万 t



鉄鋼輸出量は前年同期比+25%増となった。

100 万 t



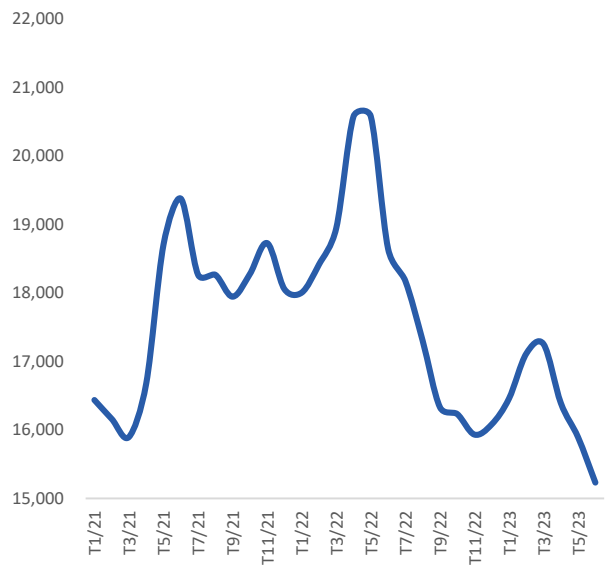
ソース：BSC Researc 総合

2023 年第 2 四半期には、原材料コストの減少により、鋼材価格が下落しました。第 2 四半期には、建設用鋼材価格は前四半期比 6 ～ 7%減となり、亜鉛メッキ鋼板および鋼管価格は同−3~−5%減となった。世界鉄鋼価格が 6 月に年初の水準に戻ったことを見ると、BSC は 6 月に鉄鋼価格が底値に下落したと考えております。BSC は(1)鉄鋼価格が底値に下落した、(2)中国政府が不動産市場支援政策を適用したという要素を基づく、第 3 四半期には、購買力が回復する可能性があり、世界鉄鋼価格が上昇すると期待しております。

ベトナムでは、7 月後半に入ると、HPG、HSG、NKG などの鉄鋼企業は鋼管や亜鉛メッキ鋼板の販売価格を値上げし始めた。BSC は世界の鉄鋼価格の回復と共に、国内の鉄鋼価格も回復すると期待しております。

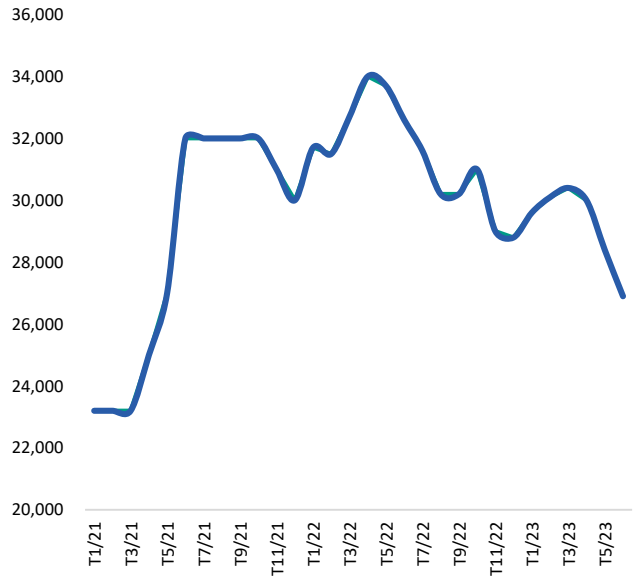
2023 年第 2 四半期には、建設用鋼材価格は前四半期比 6 ～ 7%減となった。

VND/キログラム



2023 年第 2 四半期には、鋼管価格は前四半期比-3%減となった。

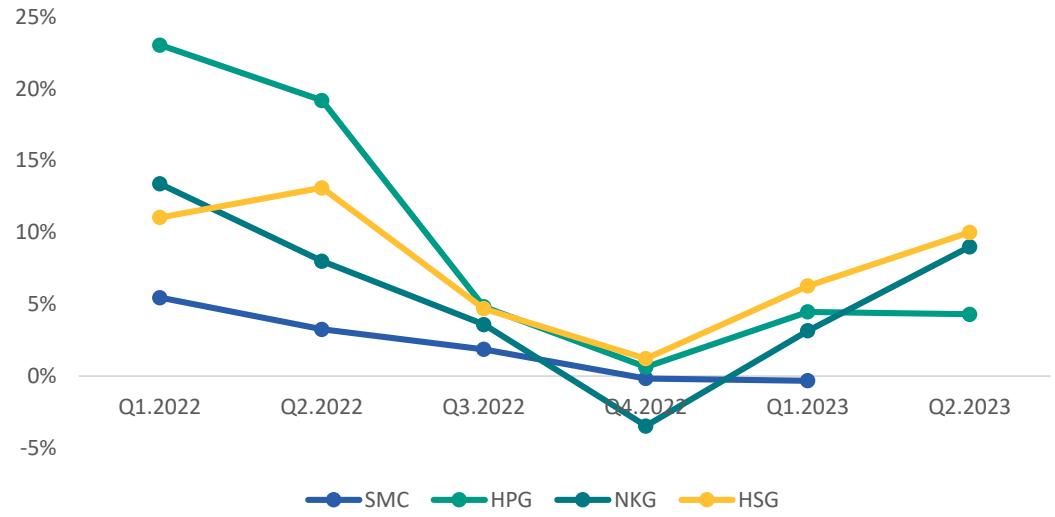
VND/キログラム



2023 年第 2 四半期には、HPG、NKG、HSG などの大手鉄鋼企業 の売上総利益率は、(1) 輸出量の増加、(2) 輸出価格が上昇したということで、上昇した。BSC は HPG の HRC 輸出価格が前四半期比+3%増、NKG の亜鉛メッキ鋼板輸出価格が前四半期比+13%増と予測している。 投入原材料価格が 第 2 四半期末に急落したことと共に、輸出量が第 1 四半期に比べて安定的な水準で維持した。そのために、BSC は 2023 年の第 3 四半期には鉄鋼業の売上総利益率は続伸すると期待しております。そのうち、HSG 及び NKG は売上総利益率を向上すると期待されている。

2023 年第 2 四半期には、鉄鋼企業の売上総利益率は改善した。

100 万 t



ソース：BSC Research 総合

2023 年第 2 四半期の鉄鋼企業の業績は第 1 四半期に比べて明暗で分かれた。

2023 年第 2 四半期の業績アップデート

企業	2023 年第 2 四半期の収入	% QoQ	% YoY	2023 年第 2 四半期の売上総利益	% QoQ	% YoY	2023 年第 2 四半期の税引き後利益	% QoQ	% YoY
SMC	3,291	−15%	−50%	−87	−155%	−141%	−392	−1984%	−878%
HPG	29,496	11%	−21%	3195	91%	−51%	1460	267%	−64%
NKG	5,500	26%	−24%	496	260%	−44%	125	−355%	−38%
HSG	8,646	24%	−29%	892	−1%	−44%	14	−94%	−95%

ソース：BSC Research 総合

投資観点—中立

BSC は鉄鋼業の 2023 下半期の投資見通しを「中立」と評価しております。

いくつかの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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside (%)
HPG	118,988	−16%	7,394	−13%	1,272	21.7	1.4	4%	7%	27,550	30,000	9%
HSG	33,107	−19%	28	−103%	48	399.0	1.0	0%	0%	19,000	23,700	25%
NKG	19,515	−15%	407	−426%	1,546	12.5	0.9	3%	7%	19,250	24,700	28%

ソース：BSC Research

建設業[中立]

分析者：Vũ Xuân Trường *Email: truongvx@bsc.com.vn*

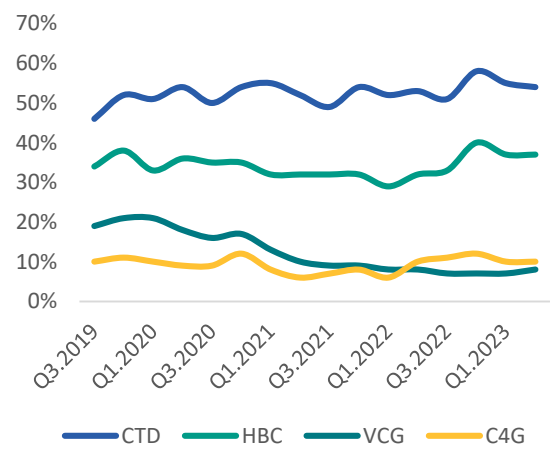
- 新規に認可されて、展開されている不動産プロジェクト数が低い水準で留まったのは土木建設企業の建設量の減少を示した。
- 建設企業の売上総利益率は 2023 年下半期に低い水準で留まると予測された。
- 政府の不動産市場支援政策の公布は請負業者の困難を間接的に軽減すると期待されている。
- 公共投資進捗の加速はインフラ建設の大きな建設量を作ると期待されている。
- Long Thanh 空港は 2023 年下半期に重要な公共投資プロジェクトとなる。
- BSC は建設業の 2023 年下半期見通しを「中立」と評価しております。

土木建設事業−不動産市場から徐々に回復していることから期待

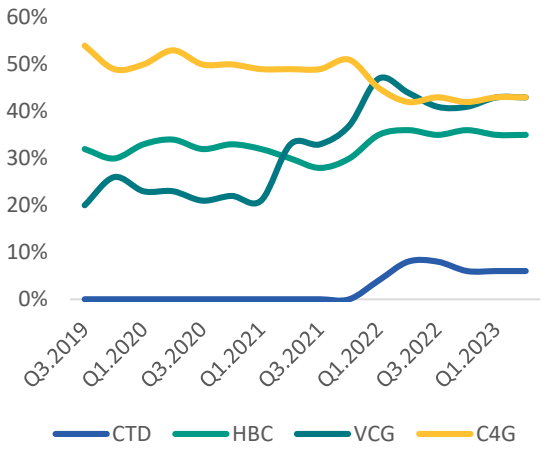
新規に認可されて、展開されている不動産プロジェクト数が低い水準で留まったのは土木建設企業の建設量の減少を示した。新規認可の減速は(1) 多くの土地違反が厳しく取り扱われたことで、責任の恐怖が強まった、(2) 金融引き締め政策と投資主のキャッシュフローの困難により、市場の不動産が凍結サイクルに入っているということから由来した。

建材価格は 2023 年上半期には安定的に推移したが、建設企業の純利益率は 2023 年下半期に低下すると予測された。原因は(1)貸倒引当金繰り入れからの圧力、(2)貸付利息からの圧力ということです。

いくつかの建設企業の売掛金回収／総資産の比率



いくつかの建設企業の借入金／総資産の比率



ソース：CBRE、BSC Research 総合

政府の不動産市場支援政策の公布は請負業者の困難を間接的に軽減すると期待されている。2023 年第 2 四半期に発行されたのは第 388 号/QD-TTg 議定、第 10/2023 号/ND-CP 議定などが挙げられた。BSC は短期間に多くの支援政策を交付したことが不動産市場の回復に対する

政府の努力を示していると考えている。BSC は不動産市場が 2023 年下半期から徐々に回復し、インフラ建設の大きな建設量を作ると期待しております。

インフラ建設事業－公共投資実行の進捗加速へ期待

2023 年の公共投資の実行計画は前年比+22%増の 792 兆 4,870 億ドンとなった。2023 年上半期には、公共投資資本の実行額は前年比 20.8%増の 232 兆 2,250 億ドンに達し、年間計画の 31.6%を達成した。そのために、計画の少なくとも 95%を達成する目標のために、BSC は政府がインフラ開発に関する障害を取り除いたり、価格変動、供給不足、土地収用の問題を解決する政策を公布することに対して深刻な措置を適用すると期待しております。これによると、BSC は 2023 年の公共投資の実行額が計画の約 80～85%を達成すると予測している。

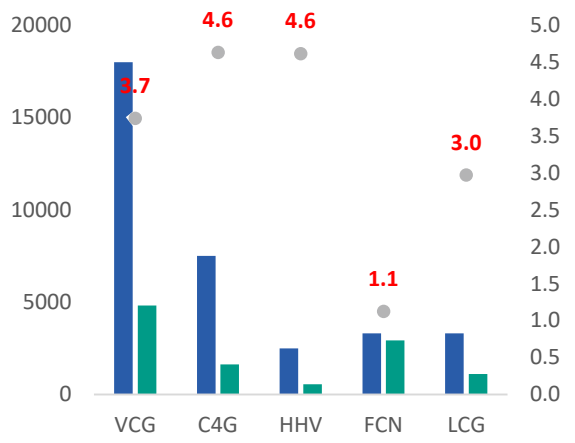
2023 年第 2 四半期まで重要な公共投資案件の進捗（第 1 期）

順番	案件	価値（10 億ドン）	完成見込み	進捗
1	南北高速道路案件（第 1 期）	101,788	2024 年 6 月	4 路の高速道路が開始、2023 年末までほとんどの道路が完成、開始する見込みだ。
2	南北高速道路案件（第 2 期）	146,990	2025 年 12 月	土地収用の達成率は 83%を超え、建設可能敷地面積が 70%に達した。
3	Long Thanh 空港（第 1 期）	109,112	2026 年 12 月	地固めの進捗状況は 66%となった。第 5-10 パッケージは 2023 年 8 月から建設される予定で、実施期間が 39 か月に延長される。
4	環状 3 号線- ホーチミン市	75,378	2026 年 6 月	Tan Van-Thu Dau Mot 道路が完成した。残りの道路が 2023 年 6 月に着工した。
5	環状 4 号線- ハノイ	85,813	2026 年 12 月	土地収用の達成率は 50%に達した。この案件は 2023 年 6 月に着工した。

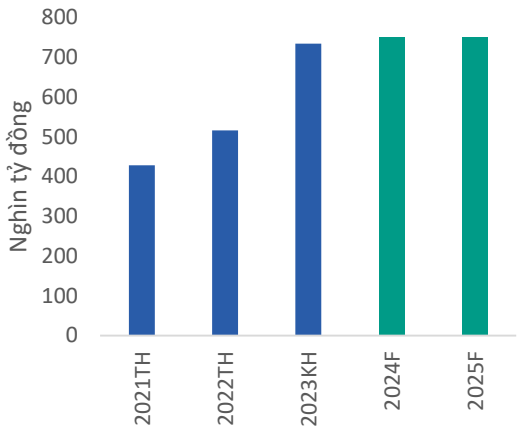
ソース：BSC Research 総合

大量の未実施契約額は 2023 年～2025 年期間インフラ建設企業の収入を確保するだろう。南北高速道路の第 2 期の部分的な案件の請負主となると指定されたのはインフラ建設企業が大量の未実施契約書額を保有している。この未実施契約書額は 2021 年～2022 年期間における建設事業による収入より 3～6 倍で、次の 2～3 年に仕事量を保証する可能性がある。さらに、2021 年～2025 年期間の公共投資資本の実行額が 287 万ドンを設計された。同時に、2025 年に高速道路 3 千キロメートルを建設する予定です。さらに、多くの空港、港湾、他のインフラ案件が建設される。BSC は建設企業の未実施契約額が次の数年に増加し、豊富な仕事を作ると期待しています。

2023 年第 1 四半期までいくつかのインフラ建設企業の未実施契約額



2025 年まで公共投資計画



ソース：商工省、BSC Research 総合

Long Thanh 空港は 2023 年下半期に重要な公共投資プロジェクトとなる。Long Thanh 空港の第 1 期の総投資額は 109 兆 1,110 億ドンである。そのうち、特別なパッケージは駅構内建設・設備設置という第 5.10 パッケージーです。このパッケージを落札したら、建設企業（HBC、CTD、VCG、PHC などの上場企業を含む）が 2023 年～2025 年の期間に収入と利益が急増する可能性がある。

Long Thanh 国際空港案件の部分的な案件

順番	工事	投資主	投資額	建設コスト	設備コスト
1	国家管理庁本部工事	関連国営企業	293	175	32
2	航空交通管理工事	ベトナム航空交通管理公社(VATM)	3,435	1,239	1,159
3	空港で主要な工事	ベトナム空港総公社	99,019	52,500	19,454
4	他の工事	交通運輸省が投資主を選択する	6,363	2,358	2,236
	会計		**109,111**	**56,271**	**22,882**

ソース：第 1777 号/TTCP, BSC Research 総合

BSC は HHV、C4G、VCG、LCG などの建設業界の大手企業が今後も政府の公共投資促進からの恩恵を受け続けると期待しております。

しかし、建設業の評価は 2023 年の業績見通し及び 2024 年の希望業績を基づいたが、実際業績が短期的にはまだ予想のように達成しない。BSC の推定によると、2023 年の建設業界の平均 PEfwd は 22.5x で、3 年間の平均（16.3x）より高いです。BSC は落札に関するポジティブな情報や公共投資の強化に関するニュースを基づく、建設株を投資するとおすすめしております。

再構成し、貸倒引当金を繰り入れている HBC の以外、ほとんどの建設企業の 2023 年第 2 四半期の収入は前年同期比増加した。

いくつかの土木建設企業の 2023 年第 2 四半期の業績アップデート

銘柄	2023 年第 2 四半期の売上高（10 億ドン）	% YoY	2023 年第 2 四半期の税引き後利益（10 億ドン）	% YoY	2023 年上半期の収入	%YoY	2023 年上半期の税引き後利益	%YoY
CTD	3,621	10%	30	227%	6,749	30%	52	940%
HBC	2,298	−45%	546	1,109%	3,492	−51%	101	80%

いくつかのインフラ建設企業の 2023 年第 2 四半期の業績アップデート

銘柄	2023 年第 2 四半期の売上高（10 億ドン）	% YoY	2023 年第 2 四半期の税引き後利益（10 億ドン）	% YoY	2023 年上半期の収入	%YoY	2023 年上半期の税引き後利益	%YoY
HHV	612	27%	109	37%	1,151	26%	192	21%
VCG	4,567	108%	130	316%	6,532	85%	149	−79%
C4G	622	−21%	37	−16%	1,082	−11%	78	−1%
LCG	418	4%	20	−75%	661	13%	30	−77%

ソース：BSC Research 総合

投資観点—中立

BSC は建設業の 2023 年下半期の見通しを「中立」と評価しております。

いくつかの建設企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2023 年の税引後利益（10 億 VND）	%YoY	2023 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
CTD	18,335	26%	139	571%	2,750	23.3	0.6	1%	3%	64,000	72,700	14%
HHV	3,228	54%	304	15%	675	24.4	0.9	1%	3%	16,450	18,000	9%
FCN	3,833	26%	107	170%	676	25.8	1.0	1%	3%	17,450	19,000	9%
LCG	3,240	222%	167	−13%	871	16.9	1.0	2%	6%	14,750	15,500	5%

ソース：BSC Research 総合

港湾業[有望]

分析者: Trần Lâm Tùng *Email: tungtl@bsc.com.vn*

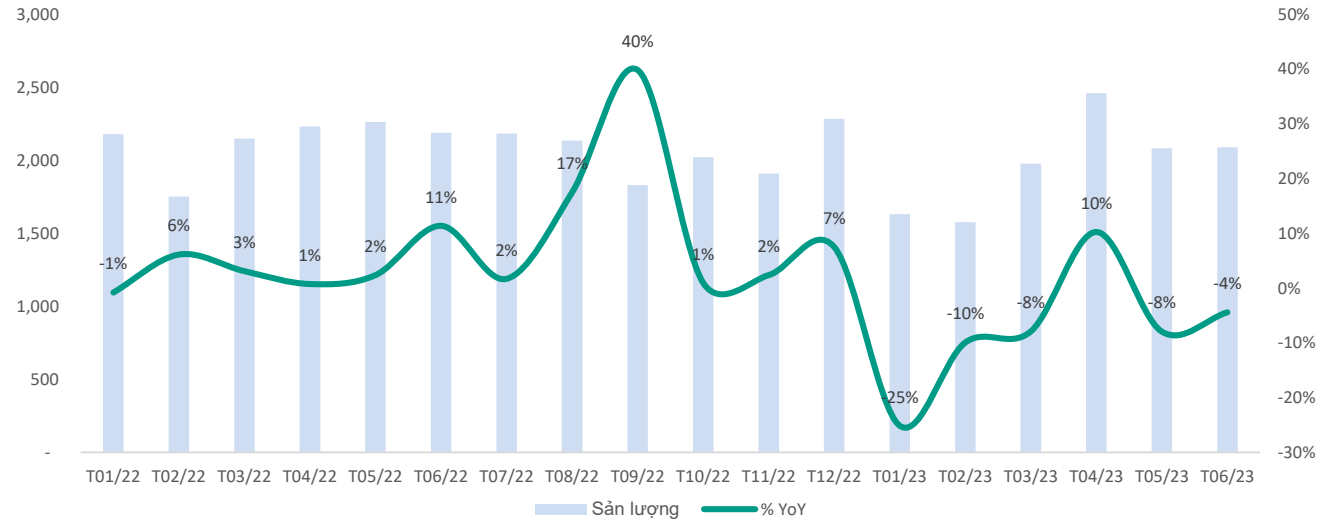
- 2023 年第 2 四半期には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比-1%減、前四半期比+28%増の 662 万 3,000TEU となった。この取扱量が前四半期比増加したのは中国が経済活動を再開し、サプライ・チェーンを回復したことから由来した。
- BSC は 2023 年第 1 四半期に港湾を通じるコンテナ取扱量が底値に接近したことで、港湾業の 2023 年下半期の見通しを「中立」から「有望」に上方修正しております。

2023 年第 2 四半期には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比-1%減、前四半期比+28%増の 662 万 3,000TEU となった。この取扱量が前四半期比増加したのは中国が経済活動を再開し、サプライ・チェーンを回復したことから由来した。

- Hai Phong 港では、Nam Dinh Vu 港湾を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+151%増となった。一方、Song Cam 川で他の港湾を通じるコンテナ取扱量が同 10～15%減となった。
- Cai Mep Thi Vai 港湾では、ほとんどの港湾を通じるコンテナ取扱量が前年同期比 20～50%減となった。原因はヨーロッパ市場、米国市場への輸出受注数が減少したということから由来した。そのうち、GML は(1)好立地、CMA CGM 運送グループからサポートを受けた、(2)2023 年上半期に新しい運送線を受けたということのおかげで、トップ成長となった。

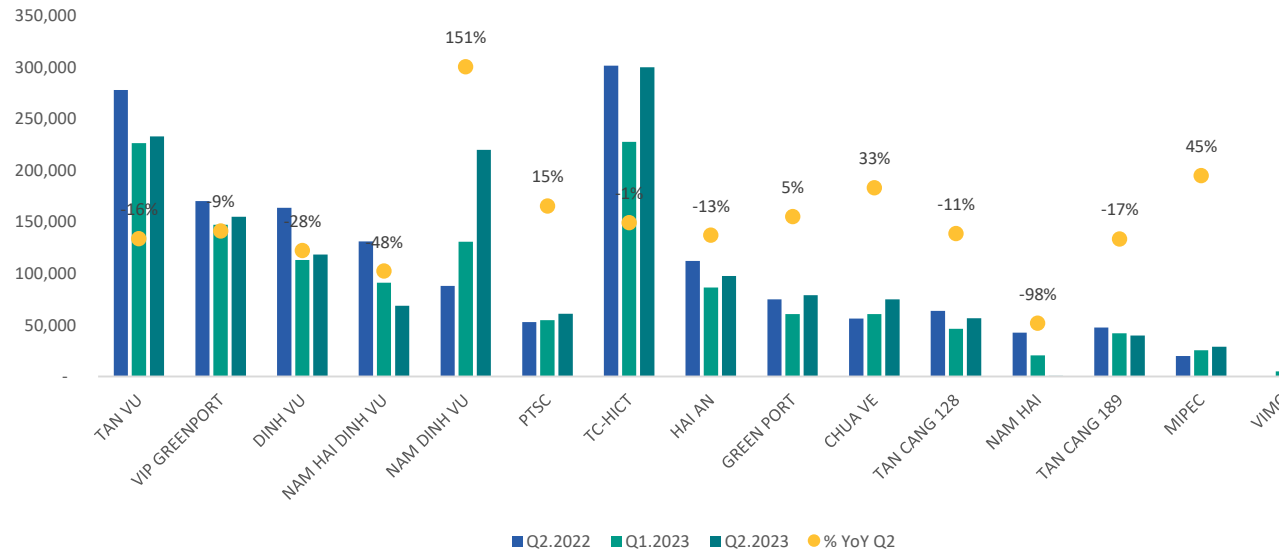
2023 年下半期には、BSC は (1)米国、ヨーロッパ市場の受注需要が回復した、(2) 中国が経済活動を再開しり、サプライチェーンを回復したということで、港湾を通じるコンテナ取扱量が引き続き回復すると期待しております。

ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量



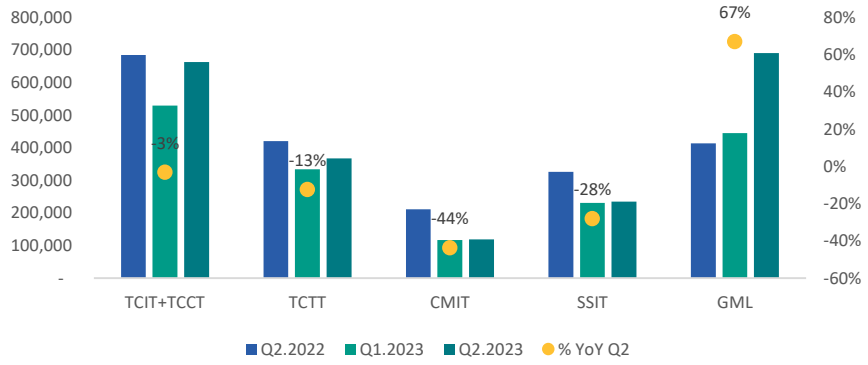
ソース：BSC Research 総合

Song Cam 川港を通じるコンテナ取扱量



ソース：BSC Research 総合

Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量



ソース：BSC Research 総合

投資観点—中立

BSC は 2023 年第 1 四半期に港湾を通じるコンテナ取扱量が底値に接近したことで、港湾業の 2023 年下半期の見通しを「中立」から「有望」に上方修正しております。

いくつかの港湾企業の業績予測

銘柄	2023 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2023 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2023 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2023	ROE 2023	2023 年 5 月 17 日の終値	目標価格	Upside
GMD	3,632	−7%	2,641	166%	8,764	6.6	1.8	18%	27%	57,900	60,000	4%
VSC	1,905	−5%	153	−51%	1,260	29.0	1.2	4%	5%	36,500	38,500	5%

ソース：BSC Research

1.3. 中国の経済活動再開から影響を受ける業界

原油製品輸送業[有望] – コンテナ運輸業[有望]

分析者：Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn

コンテナ運輸業

- 2023 年第 2 四半期に、コンテナ価格指数は低い水準で留まった。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

- 2023 年第 2 四半期には、(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、原油価格が 2023 年下半期に高水準で引き続き留まる。
- 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。

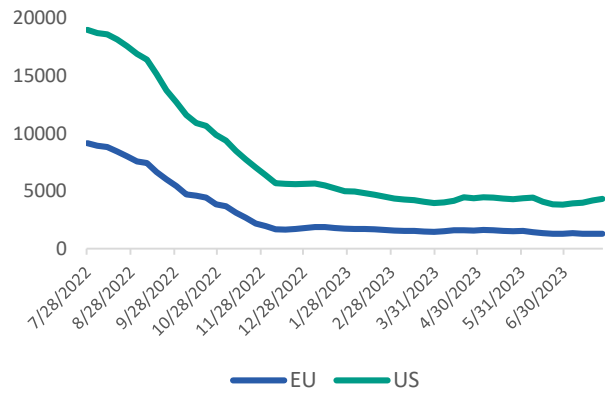
コンテナ運輸業－弱気

2023 年第 2 四半期に、コンテナ価格指数は低い水準で留まった。具体的には、

1. 6 月の世界平均スポットコンテナ運賃は前月比-8.7%減、前年同期比-80%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、前月比-9%減、前年同期比-74%減の 2508 ドル／日、同-14.1%減、前年同期比-85%減の 1313 ドル／日となった。
2. 船舶のサイズによって定期用船運賃は 1 万 4,000 ドル／日で維持し、前四半期比改善しなかった。

運賃が低い水準で留まったのは(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低い水準で引き続き維持した。



2022 年の定期用船運賃は改善しなかった。

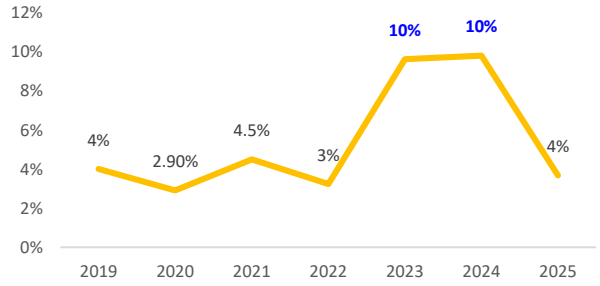


ソース：Bloomberg

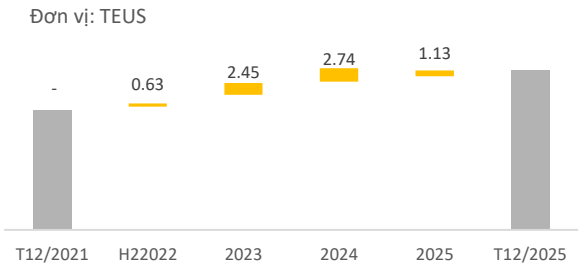
ソース：BSC 総合

BSC はコンテナ運輸業の 2023 年下半期の見通しを（1）前年の高値で定期用船賃貸契約書が終了し、需要が回復しないことにより船会社が契約書を更新しない、（2）船供給過剰が改善されないということを基づく、「弱気」と推奨しております。

2023 年～2024 年期間における船数量は前年同期比＋10%増となった。



船譲渡は 2023 年～2024 年期間に最大量に達する。



ソース: BIMCO

原油製品運輸業 – 有望

2023 年第 2 四半期までに、(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、VLCC の運賃が前四半期比 3%減、前年同期比 44%増の 34,000 米ドル/日だった。Suezmax の運賃は前四半期比 11%減、前年同期比 95%増の 37,000 米ドル/日 。また、Aframax の運賃は前四半期比 0%増、前年同期比 83%増の 43,000 米ドル/日だった。

2023 年の残り分の見通しについては、BSC は、原油製品運輸業が以下の要素のおかげで、高い原油・アンカー燃料運賃から恩恵を受け続けると考えています。

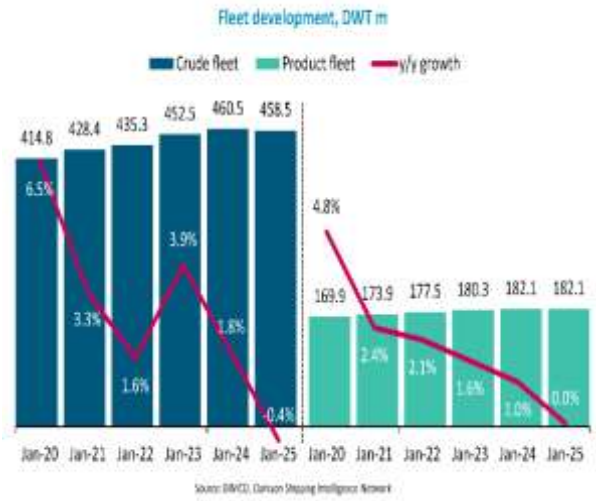
(1) 船舶の供給は短期的に改善されない。Clarksons によると、2023 年に世界の原油輸送船総供給は新規造船受注数の回復が遅れているため、前年比約 2%増加すると予想される。
(2) ロシア石油の輸出シフト傾向。ヨーロッパの制裁に応じるために、ロシアは中国、インドなどのアジアの顧客に石油を輸出する傾向があるために、運輸期間がより長く、より遠くになるため、運賃が上昇する。
(3) しかし、2023 年第 2 四半期には、原油製品運輸企業の業績は前年同期より大きく成長しないだろう。

原油製品運輸船運賃は 2023 年 4 月に高い水準で留まった。



ソース: Fearnleys

原油運輸船供給は 2023 年に低水準で留まるだろう。



ソース: BIMCO

BSC は原油製品運輸業の 2023 年投資見通しを「有望」と推奨しております。

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 は原油製品運輸業の 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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
HAH	2,989	-7%	390	-53%	5,713	6.1	0.9	7%	12%	34,800	37,300	7%
PVT	9,336	3%	969	13%	2,851	8.4	0.9	8%	13%	23,900	27,000	13%

ソース: BSC Research

航空サービス業[有望] – 航空運輸業[中立]

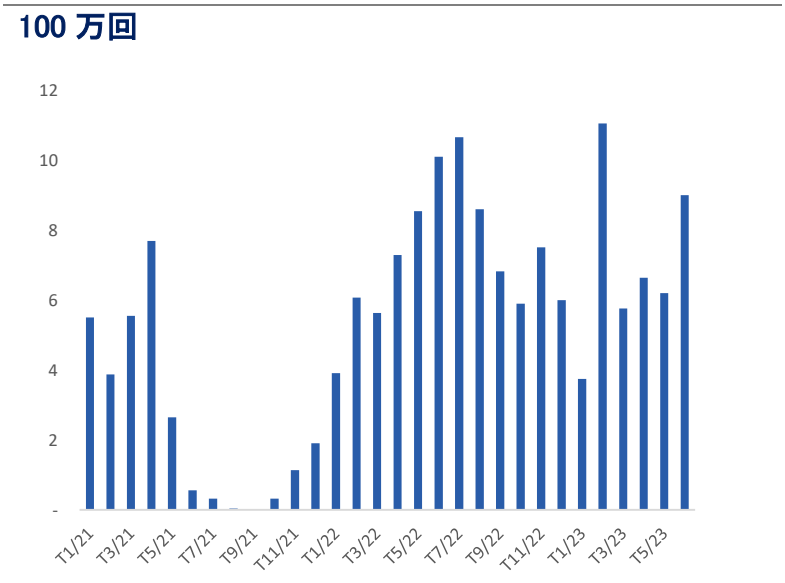
分析者: Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

- 2023 年第 2 四半期には、国内線旅客数は前年同期比 16%減、前四半期比 6%増の 2,180 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 8,700 万人と予測しております。
- 2023 年第 2 四半期には、国際線旅客数は前年同期比 271%増の 740 万人となった。2023 年上半期には、国際線旅客数は前年同期比 494%増の 1,450 万人となった。
- 2023 年第 2 四半期には、航空を通じる貨物量は前年同期比 7%減の 15 万 7,000t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。
- BSC は航空貨物サービス業の 2023 年投資見通しを「弱気」と評価しております。

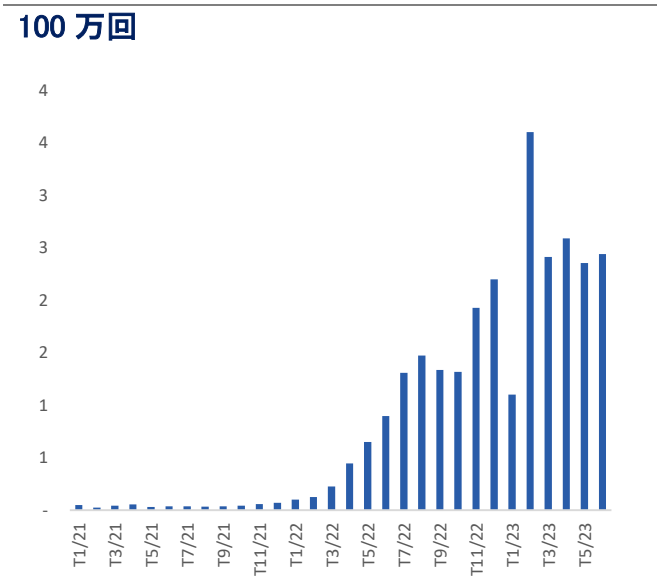
国内航空運輸事業 – 新型コロナウイルス感染症の流行前比 108%増加

2023 年第 2 四半期には、国内線旅客数は前年同期比 16%減、前四半期比 6%増の 2,180 万人となった。2023 年上半期には、国内線旅客数は前年同期比 2%増の 4,240 万人となった。2023 年には、BSC は国際線旅客数が前年比 0.3%増の 8,700 万人と予測されております。

2023 年上半期には、国内線旅客数は前年同期比 2%増となった。



2023 年第 2 四半期には、国際線旅客数は前年同期比 271%増となった。



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 72%と相当.

2023 年第 2 四半期には、国際線旅客数は前年同期比 271%増の 740 万人となった。2023 年上半期には、国際線旅客数は前年同期比 494%増の 1,450 万人となった。

回復傾向は市場によって違う。

- ロシアを除くヨーロッパ市場、アメリカ市場、東南アジア市場は早期市場開始により、新型コロナウイルスの流行前に比べてほぼ 100%～140%回復した。ロシアとウクライナ間の政治的緊張により、ロシア市場はゆっくり回復している。
- 中国市場は新型コロナウイルスの流行前に比べて約 35%回復した。
- 韓国市場と日本市場は 2023 年第 2 四半期にゆっくりと回復している。BSC は、中国と台湾の政治的緊張と主要国の景気後退がこれらの国の観光需要に影響を与えていると考えておりる。

2023 年第 2 四半期の国際線旅客数

千回

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23
- Trung Quốc	15	27	36	47	140	417
- Hàn Quốc	15	93	382	476	811	791
- Nhật Bản	5	24	68	78	117	124
- Đài Loan	8	16	42	60	132	191
- Hoa Kỳ	10	58	109	142	207	167
- Nga	5	4	8	22	35	27
- Malaysia	1	21	54	94	115	117
- Thái Lan	1	21	61	119	145	121
- Úc	3	25	50	66	97	88
- Vương quốc Anh	2	16	32	45	67	62
- Singapore	1	33	54	91	76	78
- Ấn Độ	0	18	43	76	76	80
- Khác	38	241	591	910	1,292	1,186

2019 年同期に比べている 2023 年第 2 四半期の国際線旅客数(%)

%

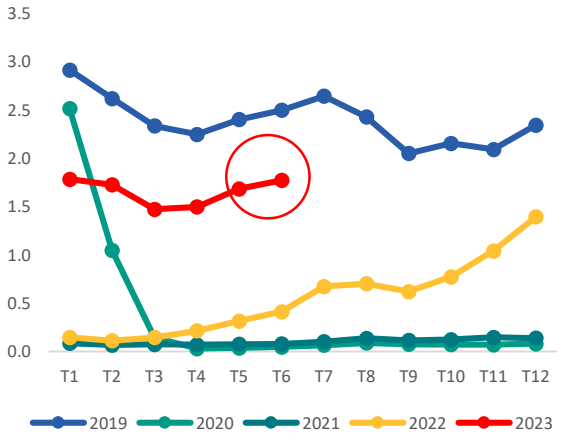
Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Tỷ trọng năm 2019	% Đóng góp vào mức độ phục hồi Q2.2023
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)=(6)x(7)
- Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	11%	35%	32%	11%
- Hàn Quốc	1%	10%	36%	41%	73%	82%	24%	19%
- Nhật Bản	2%	11%	27%	33%	50%	56%	5%	3%
- Đài Loan	4%	7%	17%	24%	64%	85%	5%	4%
- Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	94%	96%	4%	4%
- Nga	3%	3%	7%	13%	16%	19%	4%	1%
- Malaysia	1%	14%	40%	54%	80%	75%	3%	3%
- Thái Lan	1%	17%	61%	73%	116%	100%	3%	3%
- Úc	3%	28%	55%	47%	89%	96%	2%	2%
- Vương quố	2%	21%	44%	57%	75%	83%	2%	1%
- Singapore	1%	43%	77%	97%	112%	103%	2%	2%
- Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	194%	205%	-	
- Khác	4%	25%	63%	71%	114%	142%	14%	20%
Tổng							**100%**	**73%**

ソース: GSO, BSC Research

韓国と日本での航空市場の回復傾向は消費の減少によりゆっくりとなっている。

飛行機で海外旅行する韓国人の数

100 万人



ソース: https://datalab.visitkorea.or.kr/

飛行機で海外旅行する日本人の数

人



ソース: Immigration Services Agency of Japan

BSC は 2023 年の国際線旅客数が前年比 133%増の 2,800 万人と予測されております。

2019 年の同期に比べてベトナムへの観光客の回復率を予測

TT	Quốc gia	2022				2023				2023F
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3F	Q4F	
1	Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	11%	35%	60%	90%	53%
2	Hàn Quốc	1%	10%	36%	41%	73%	82%	90%	100%	86%
3	Nhật Bản	2%	11%	27%	33%	50%	56%	65%	75%	62%
4	Đài Loan	4%	7%	17%	24%	64%	85%	100%	100%	88%
5	Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	94%	96%	100%	100%	97%
	Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	194%	205%	240%	226%	217%
6	Khác	3%	21%	53%	61%	92%	103%	104%	104%	100%
	TỔNG	0%	12%	29%	34%	62%	74%	84%	98%	80%

ソース: BSC Research の予測

ベトナムへの国際線旅客数に基づく ACV を通じる国際線旅客数の予測

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	2023F
- Trung Quốc	15	27	36	47	140	417	896	1646	3,100
- Hàn Quốc	15	93	382	476	811	791	956	1150	3,708
- Nhật Bản	5	24	68	78	117	124	167	180	588
- Đài Loan	8	16	42	60	132	191	244	252	819
- Hoa Kỳ	10	58	109	142	207	167	176	177	727
- Ấn Độ	0	18	43	76	76	80	96	115	367
- Khác	38	241	591	910	1,292	1,186	1,161	1,547	5,187
Tổng sản lượng khách du lịch (nghìn lượt)	105	597	1,531	2,225	3,311	3,448	3,697	5,068	15,524
Tổng sản lượng khách quốc tế qua ACV (triệu)									28

ソース: BSC Research の予測

2023 年第 2 四半期末には、OPEC プラスが供給を引き締めるために、ブレント原油価格の上昇と共にジェット A1 原油価格が再び上昇した。2023 年 7 月には、ジェット油- A1 価格は年初比 22%減の 112USD/bbl だった。2023 年には、BSC はジェット油- A1 価格が前年比 20%減の 110USD/bbl で推移すると予測しております。

2023 年第 2 四半期のジェット A1 原油価格の推移

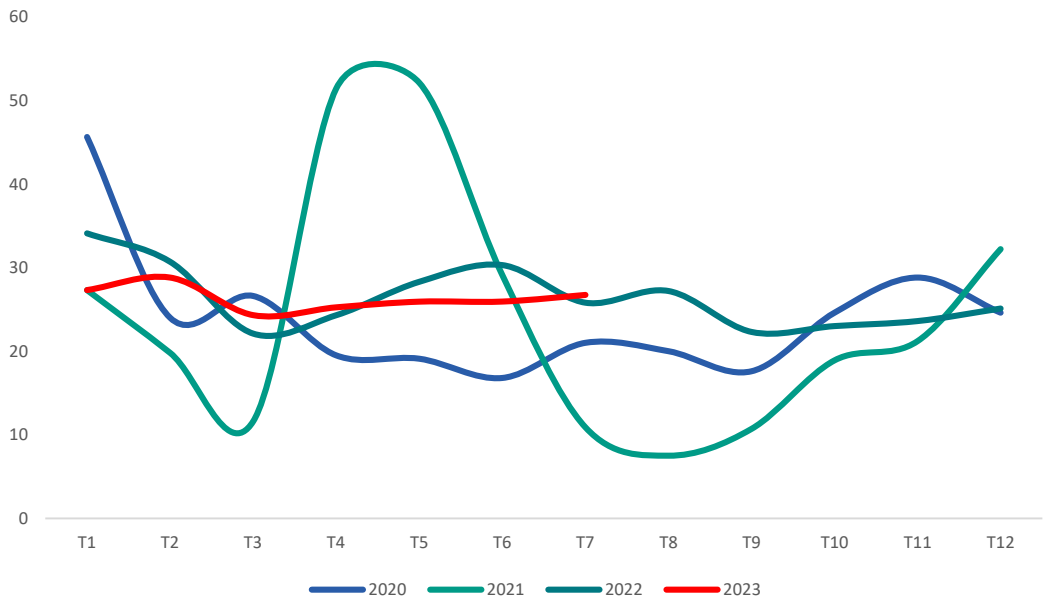


ソース: BSC Research

航空を通じる貨物量– 景気後退により 7%を減少した。

2023 年第 2 四半期には、航空を通じる貨物量は前年同期比 7%減の 15 万 7,000tとなった。BSC は世界的な主要国の金利が引き下げることで貨物輸送の需要が回復すると、航空を通じる 2023 年下半期の貨物量が回復すると予想しております。

航空を通じる貨物量



ソース: BSC Research

投資観点 – 中立

1 BSC は、旅客数/貨物量の回復のおかげで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
3 BSC は航空貨物サービス業の 2023 年投資見通しを「弱気」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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
ACV	21,219	54%	7,793	10%	3,580	22.8	3.5	11%	15%	81,699	100,000	22%
SCS	780	−8%	588	−9%	6,048	11.2	1.4	34%	36%	67,700	76,000	12%
HVN	100,212	42%	−3,374	68%	(1,481)	(8.7)	(2.1)	–	–	12,900	12,000	−7%

ソース: BSC Research

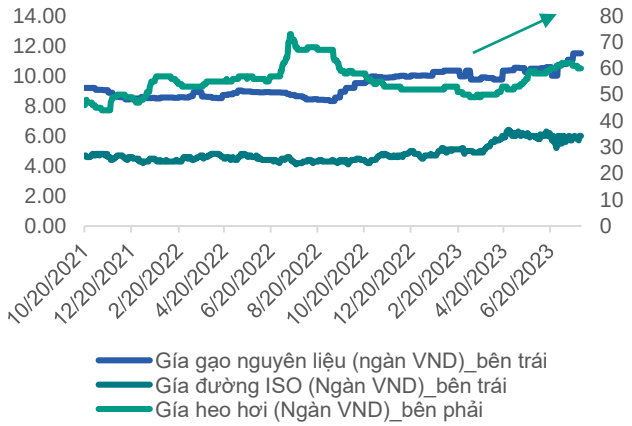
農業業 [中立]

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

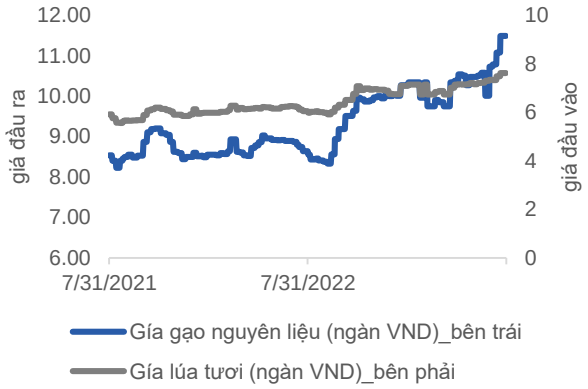
- 2023 年第 2 四半期の業績は商品価格の回復で回復した。
- 2023 年下半期の売上総利益率は 2023 年第 1 四半期の低い水準から成長すると期待されておいます。
- **BSC は農業業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。**

2023 年第 2 四半期の業績は、農産物販売価格が底値からの回復を記録したことで、2023 年第 1 四半期の利益の底値から回復した。

農産物価格の回復傾向（前四半期比 2%増、前年同期比 17%増）及び生体豚価格の回復（前四半期比 7.8%増、前年同期比 1%増）



高価な輸入農産物の在庫は畜産業界の利益率に影響を与え続けている。



ソース: Bloomberg, Agromonitor

株価の動きは農業企業の 2023 年第 2 四半期業績について期待を反映している。

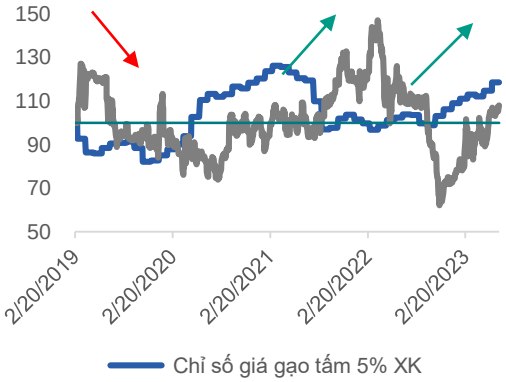
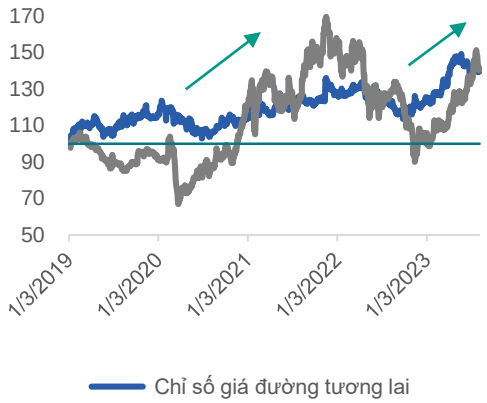
		2023 年第 2 四半期売上高		2023 年第 2 四半期税引後利益		株価の動き		
		%YoY	%QoQ	%YoY	%QoQ	Q1.23/Q4.22	Q2.23/Q1.23	YTD
食品グループ	LTG*	4%	50%	1058%	623%	19%	26%	51%
	TAR	111%	80%	−203%	−139%	22%	46%	77%
	NSC	−9%	64%	−34%	57%	−1%	7%	6%
	VSF*	57%	54%	146%	110%	90%	61%	204%
精糖グループ	QNS*	43%	48%	81%	122%	26%	16%	46%
	SBT	24%	19%	−65%	−50%	9%	15%	26%
	LSS	−6%	77%	−75%	−11%	78%	27%	127%
	SLS	152%	34%	261%	106%	37%	26%	73%
畜産グループ	DBC	17%	50%	2191%	202%	20%	40%	69%
	BAF	15%	101%	−73%	244%	18%	2%	21%
	MML	69%	6%	−32%	N/A	−8%	−9%	−17%
	HAG	18%	−15%	−59%	−61%	−19%	11%	−10%

ソース: Fiinpro

2023 年下半期の業績は 2023 年上半期の底値から回復すると期待されております。そのうち、

1. **農業グループ:** 高い販売価格は 2023 年下半期収益の成長原動力となると予想されております。しかし、農業生産活動に対す投入コストの上昇傾向、天候の複雑な変化及び特に米企業の高い借入コストがこれらの事業の利益率に影響を与える。
2. **畜産業:** 2023 年下半期の利益率は 2023 年上半期より前向きになると引き続き予想されております。

BSC の評価によると、農業事業の現株価は業績が 2023 年下半期に回復するという期待を反映している。しかし、株価変動の特徴は農畜産物価格の変動動向とプラスの相関があり、畜産物の価格が前年同期に比べて高い水準で費い続き維持する。

農業業株価と農産物価格変動動向の相関推移。	業界の PE TTM	PE TTM Median	PE TTM max	短期的な投資	中期的な投資
1. 食品グループ: LTG, TAR, NSC,VSF					
	**50.8**	**14.6**	**50.8**	**有望:** 株価は輸出米価格の変動に伴う急激かつ激しく変動するためだ。 主な影響要素: 食料安全保障とエルニーニョ問題	**観察:** 1. 業界の存在：企業は主に商業的に運営しているため、利益率は薄く、天候に直接影響される。 2. 米輸出事業の収入と税引後利益の割合は企業の業績にあまり寄与していない。 ⇨ テクノロジーと企業構造の前向きな変化を観察するべき。
2. 製糖グループ: QNS, SBT, LSS, SLS, KTS					
	**12.6**	**13.3**	**18.8**	**有望:** 株価は世界的な精糖価格の変動に伴う急激かつ激しく変動するためだ。 主な影響要素：政策（砂糖の密輸の制限、不公平な競争など）、エルニーニョ現象、原油価格の上昇が業界の変革傾向を支えています。	**観察:** 業界の存在：密輸砂糖との競争に直面している、天候に直接影響される。 ⇨ 世界中で業界変革の機会を観察する。QNS などの利益率を向上するために、企業は農業分野を拡大し、テクノロジーを適用している。
3. 畜産業: DBC, BAF, HAG					



	11.3	7.04	53.2	**有望:** 株価は地域と国内における生き豚の価格の変動に伴う急激かつ激しく変動するためだ。 主な影響要素：農家は群れの補充の軽減、病気の発生、豚の価格の変動。	**有望:** 業界は需要と供給に応じて推移している。2025 年以降、家庭畜産比率の軽減から集約畜産へ移行する傾向がある。 => DBC、BAF などの広大な未開発農地を有し、バイオセキュリティを確保する技術を応用したバリューチェーンを所有する畜産企業にとっての利点である。

ソース: Bloomberg, fiinpro, World Bank, Feedinme, Wichart

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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
QNS	10,518	27%	2,064	60%	5,552	9.3	2.2	18%	26%	50,000	58,300	17%
DBC	12,875	11%	158	2942%	644	41	1.3	1%	3%	26,150	27,700	6%

ソース: BSC Research

化学業[中立]

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

- 化学企業の 2023 年第 2 四半期純利益は平均販売価格の下落により同期同期比 −47% ～ −50% 減となった。
- BSC は化学業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。また、BSC は化学業の 2024 年見通しを「有望」と評価しております。

化学企業の 2023 年第 2 四半期利益は前年同期比急減した。

化学企業の 2023 年第 2 四半期業績(10 億 VND)

	売上高						純利益						売上総利益率の変更(bsp)	
	Q2/23	%QoQ	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23	%QoQ	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23 (QoQ)	Q2/23 (YoY)
DGC	2,414	−3%	−40%	7,637	4,897	−36%	882	7%	−53%	3,403	1,705	−50%	3.10	−14.21
CSV	358	−9%	−36%	1,044	749	−28%	57	−19%	−56%	241	128	−47%	−4.40	−7.85

ソース: FiinX, BSC Research

DGC と CSV の 2023 年第 2 四半期純利益はそれぞれ、前年同期比 50%減、同 47%減となった。しかし、化学業界の利益は 2023 年第 1 四半期に比べて差別化された。

- DGC:売上総利益率が増加したことで、純利益が 2023 年第 1 四半期に比べて改善した。
- CSV:苛性ソーダの平均販売価格が下落したことにより、利益は 2023 年第 1 四半期に比べて減少した。

BSC は化学物質価格が 2023 年下半期に回復すると期待しています。理由は以下の通り。

(1)化学物質の価格は大幅に下落しており、値下げの余地はあまり多くなく、メーカーが価格を維持する傾向がある;(2)エネルギー問題により供給が引き締めされる。

BSC は、電力不足、石炭価格の上昇、ガス不足などのエネルギーに関する問題が 2023 年下半期に特に中国で顕在化する傾向があるため、化学品の供給がさらに困難になると考えております。供給の引き締めと化学物質価格の大幅な下落は化学製品価格回復の主な原動力となっている。

化学製品価格指数は低水準を戻った。

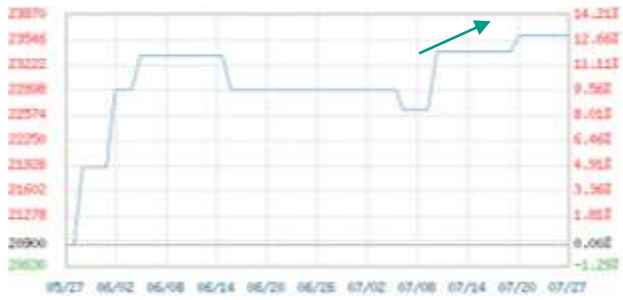


中国での化学メーカーの在庫削減傾向(%YoY)

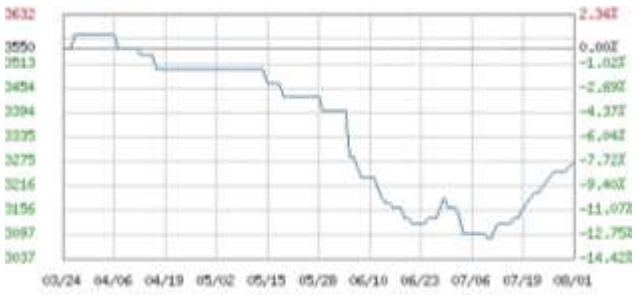


ソース: iFinD, BSC Research

中国での P4 価格は 2023 年 5 月末から回復している (RMB/t)



苛性ソーダ価格は回復の兆しを見せている(RMB/t)



ソース: Sunsirs, BSC Research

BSC は化学業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。また、BSC は化学業の 2024 年見通しを「有望」と評価しております。

投資観点 – 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。また、BSC は化学業の 2024 年見通しを「有望」と評価しております。

好きな銘柄：DGC：DGC は、多額の現金、健全なバランスシート、(1)他工場の M&A を実施していることのおかげで黄燐事業の生産能力を拡大する、(2)Nghi Sơn – Đức Giang 案件が稼働するという要素を基づく将来の成長の可能性を備えたベトナムの大手化学企業である。

化学企業の業績予測

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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
DGC	11,091	−23%	3,861	−31%	9,776	7.6	2.1	36%	46%	73,900	85,000	15%
CSV	1,568	−25%	219	−38%	4,955	7.9	1.3	17%	21%	39,300	40,000	2%

ソース: BSC Research

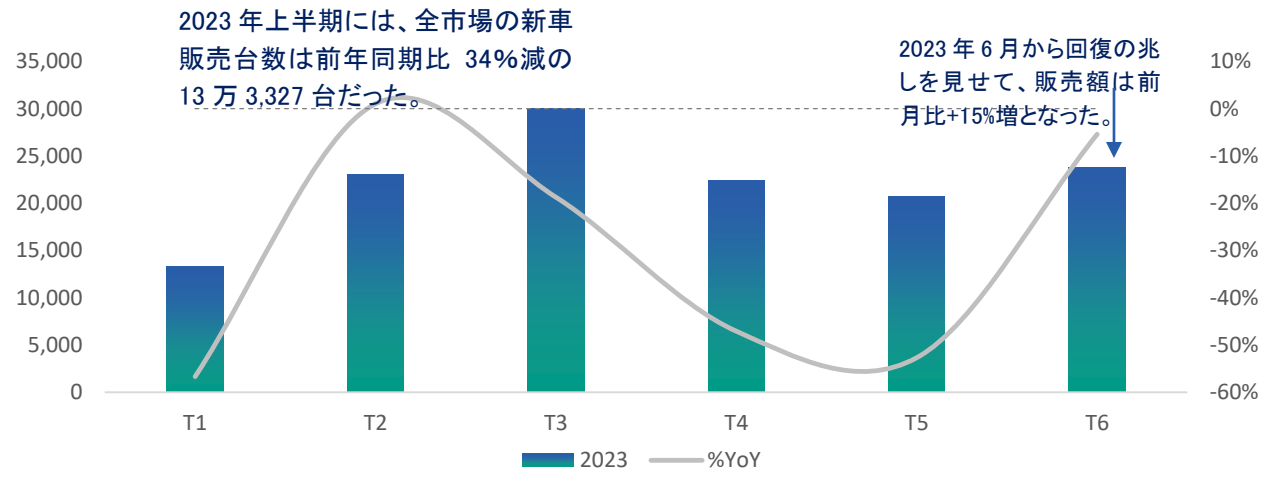
自動車業[中立]

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

- 2023 年上半期には、全市場の新車販売台数は前年同期比 34%減の 13 万 3,327 台だった。
- 自動車企業の純利益は前年同期に比べて急減した。原因は(1)消費量が減少した、(2)借入コストが高い水準で維持したということから由来した。
- BSC は自動車販売額が減少すると予想されるために、自動車業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

2023 年上半期には、全市場の新車販売台数は前年同期比 34%減の 13 万 3,327 台だった。ベトナム自動車工業会(VAMA)の発表によると、2023 年上半期には VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年同期比 34%減の 13 万 3,327 台でだった。2023 年第 24 四半期には、VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年同期比 40%減、前四半期比 1%増の 6 万 6,935 台だった。

2023 年上半期の新自動車販売台数はマイナス成長した (台)



ソース: VAMA, BSC Research

2023 年第 2 四半期には、自動車販売企業の純利益は前年同期比 87～97%減となった。原因は(1) 市場の需要が弱いため、代理店が手数料を削減し、顧客への割引額を増やす、(2) 借入金利が高い水準で維持しているということから由来した。

上場自動車企業の 2023 年第 2 四半期業績のアップデート(10 億 VND)

	売上高						純利益						売上総利益率の変更(bsp)	
	Q2/22	Q2/23	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/22	Q2/23	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23	1H/23
VEA	1,109	975	-12%	2,248	1,986	-12%	1,743	1,808	+4%	3,222	3,180	-1.3%	0.85	1.05
HAX	1,546	797	-48%	3,207	1,790	-44%	81	3	-97%	135	6	-95%	-1.55	-0.03
CTF	1,591	1,586	0%	2,564	3,213	25%	24	3	-87%	38	14	-63%	-1.90	-2.01
SVC	5,189	4,456	-14.32	9,406	9,247	-2%	162	10	-94%	258	25	-90%	-1.17	-1.15

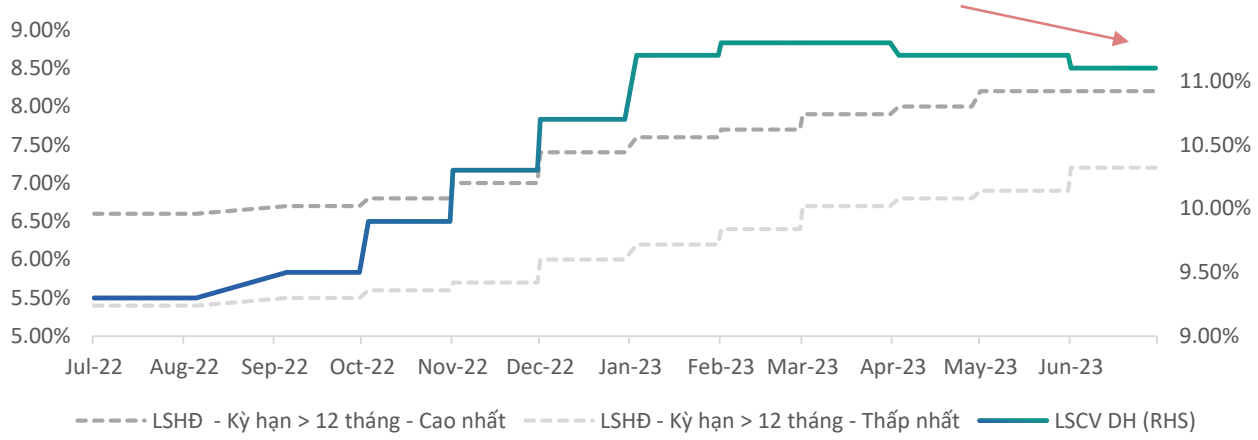
ソース: FiinX, BSC Research

自動車販売額は以下の要素を基づく 2023 年下半期に回復すると予想されております。

(1) 2023 年 7 月 1 日から 2023 年 12 月 31 日まで適用される登録料が 50%を減額する政策は 2023 年下半期の回復の主な原動力となるだろう。

(2) 平均貸付金利の引下げのおかげで、一部の消費者が車を購入しやくなる。BSC は、預金金利と長期貸付金利（12 カ月以上）が引き下げたため、貸付金利が 2023 年下半期に引き下げると期待しております。

預金金利と長期貸付金利が引き下げた。



ソース: FiinX, BSC Research

2023 年下半期には回復すると予想されていますが、BSC は 2023 年の新自動車販売額が 2022 年の記録的な水準に達せず、2023 年の新自動車販売額が依然としてマイナス成長になると考えているため、自動車業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

好きな企業：VEA：原因は高い配当率（額面比 12～14%、1,200～1,400VND の相当）であるということのためだ。

自動車企業の P/E



ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は自動車販売額が減少すると予想されるために、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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
VEA	4,350	-8%	7,105	-6%	5,347	7.5	2.0	25%	23%	40,274	45,000	12%

ソース: BSC Research

肥料業[中立]

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

- 肥料事業の 2023 年第 2 四半期純利益は平均販売価格の低下により前年同期に比べて大幅に減少した。
- 肥料企業は 2023 年第 2 四半期と 2023 年残りの期間にマイナスの成長圧力に直面すると予想されます。原因は(1) 2022 年の水準が高い、(2)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に、利益率が高水準から減少するということのためだ。
- BSC は肥料業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

肥料企業の 2023 年第 2 四半期純利益は前年同期に比べて急減した。

+ 尿素:DPM、DCM:尿素価格が前年同期比 40%減となったために、純利益が急減した。

+ 他の肥料:BFC、DDV:純利益はそれぞれ、前年同期比 12%減、同 99%減となった。

+ LAS:産量は前年同期比 19%増加したことで、売上高と純利益はそれぞれ、前年同期比 14%増、同 20%増となった。

肥料企業の 2023 年第 2 四半期業績(10 億 VND)

	売上高						純利益						売上総利益率の変更(bsp)	
	Q2/23	%QoQ	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23	%QoQ	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23 (QoQ)	Q2/23 (YoY)
DPM	3,289	14%	-34%	10,842	6,972	-36%	105	-60%	-92%	3,465	367	-89%	-5.53	-28.02
DCM	3,291	20%	-19%	8,159	6,026	-26%	290	26%	-72%	2,538	520	-80%	-9.54	-21.64
LAS	868	-28%	12%	1,827	2,081	14%	32	-3%	20%	58	66	14%	3.94	1.13
BFC	2,335	74%	29%	4,399	3,677	-16%	66	-266%	-12%	161	26	-84%	4.96	-0.40
DDV	814	10%	-5%	1,721	1,551	-10%	1	513%	-99%	293	1	-100%	-1.33	-16.88

ソース: FiinX, BSC Research

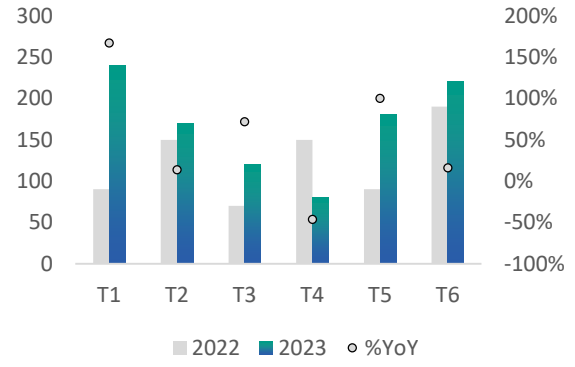
中国が輸出量を減少し、インドが輸入量を増加しているのは尿素価格の上昇をサポートする良い兆候である。

中国は前年同期に比べて尿素輸出量を増加したが、輸出量の成長は鈍化の兆しを示した。

中国の尿素価格が輸出価格を上回っているため、中国の尿素輸出量の成長が 2023 年 3 月から減速の兆しを見せている。2023 年第 2 四半期には、中国の尿素輸出総量は前年同期比 +12% 増の 48 万 0000tだったが、2023 年第 1 四半期比 -9% 減となった。

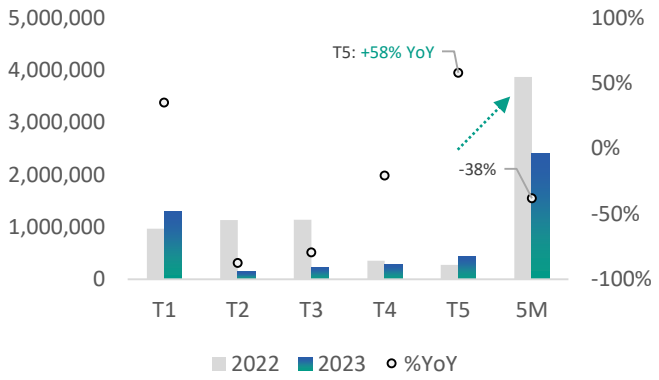
2023 年 5ヵ月には、インドは 前年同期比 38%減の 240 万tトンの尿素を輸入した が、2023 年 5 月に 同 58%増の 44 万 0000tを輸入した。

2023 年第 2 四半期には、中国の尿素輸出総量は前年同期比 +12% 増となった。



ソース: China Customs, BSC Research

インドの尿素輸入量は現在から 2023 年末までに回復すると予想されている。



ソース: Government of India, BSC Research

2023 年第 3 四半期と 2023 年の見通し:BSC は以下の要素を基づく、尿素価格が 2023 年下半期に回復し、国内需要が 2023 年残りの期間に改善すると予想しております。

*(3)*中国からの輸出圧力が低下し、インドの尿素輸入量が増加するとの期待のおかげで、下げ幅が縮小する。

*(4)*米の価格が高水準で推移し、肥料価格が低水準に調整されたことのおかげで、需要が改善する。

2023 年第 2 四半期には、米の平均価格は前年同期比 17%増の 478 ドルで、高い水準で維持した。BSC は、米価格の高騰と肥料価格の下落により、国内の肥料需要が改善すると予想している。

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 。

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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
DPM	10,786	−42%	1,228	−78%	3,116	12.5	1.2	8%	10%	39,000	45,000	15%
DCM	10,193	−36%	1,178	−73%	2,225	14.8	1.7	8%	11%	33,000	40,000	21%

ソース: BSC Research

タイヤ業[中立]

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

- タイヤ企業の 2023 年第 2 四半期純利益は前四半期比急減したが、2023 年第 1 四半期に比べて回復した。
- BSC はタイヤ企業の業績が差別化されると考えております。原因は(1)国内市場での競争力と輸出市場を促進する能力、(2)原材料費や販管費の削減が可能であるということだ。
- BSC はタイヤ業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

タイヤ企業の 2023 年第 2 四半期純利益は前四半期比急減したが、2023 年第 1 四半期に比べて回復した

タイヤ企業の 2023 年第 2 四半期業績は(1)国内市場での消費量が改善した、(2)利益率の増加は投入原材料価格の下落と販管費用の削減ということから由来した。

タイヤ企業の 2023 年第 2 四半期業績(10 億 VND)

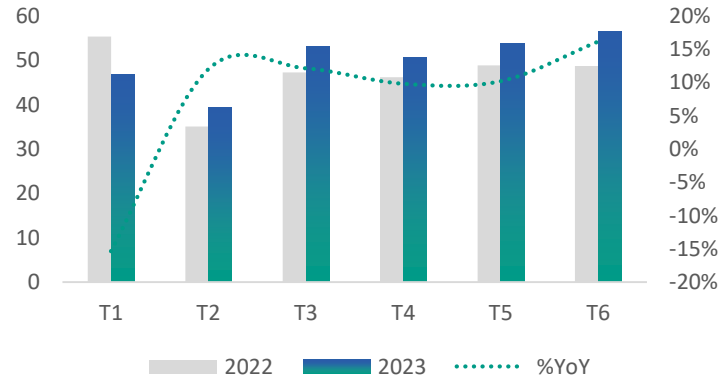
	売上高						純利益						売上総利益率の変更 (bsp)	
	Q2/23	%QoQ	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23	%QoQ	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	Q2/23 (QoQ)	Q2/23 (YoY)
DRC	1,162	4%	1%	2,432	2,274	-6%	51	100%	-39%	149	76	-49%	2.17	-5.34
CSM	1,368	11%	-2%	2,631	2,603	-1%	12	74%	-35%	27	19	-28%	2.44	-2.29
SRC	276	37%	24%	467	477	2%	6	52%	-66%	33	10	-69%	-2.03	-7.67

ソース: FiinX, BSC Research

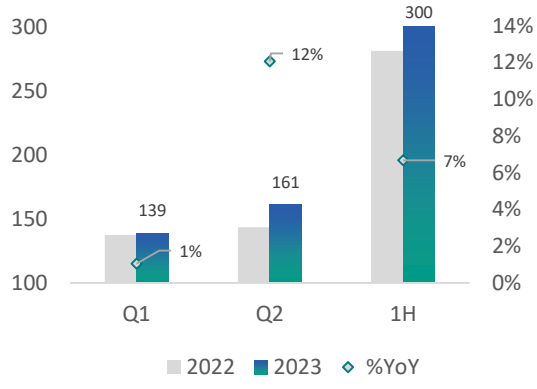
中国がタイヤ輸出量を増加するために、競争圧力が高まる

タイヤ輸出事業からの利益が増加していることで、中国のタイヤメーカーは対象市場を調整し、タイヤ輸出を拡大している。大規模な生産能力がある工場を所有し、投入材料を自給自足しているため、中国タイヤ製品の平均販売価格は海外市場でより競争力がある。

2022 年と 2023 年の 1 月～6 月の中国タイヤ輸出量



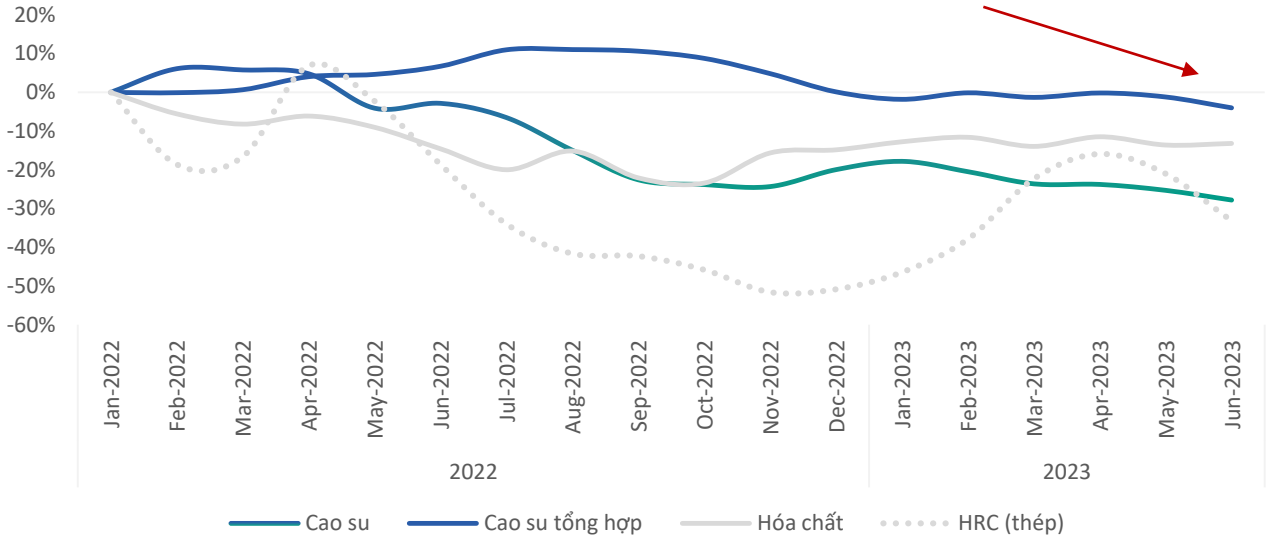
中国は 2023 年第 2 四半期タイヤ輸出量を増加した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

BSC は(1) 原材料コストの削減、(3) 販管コストの削減ということのおかげで、経営活動の効率がサポートされると期待しています。
2023 年第 2 四半期には、販売管理は前四半期比 37%減となり、管理費用は同 40%減となった。ゴム、石炭、化成品などの主要原材料の価格が引き続き下落していることで、売上原価が低下した。しかし、各タイヤ事業の顧客との販売価格設定能力により、売上総利益率への影響は異なる。

主要原材料の価格が下落したために、タイヤ会社の利益率が向上された。



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は(1)国内市場での競争力と輸出市場を促進する能力、(2)原材料費や販管費の削減が可能という要素をもとづくタイヤ業の 2023 年投資見通しを「中立」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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
DRC	4,728	-3%	304	-1%	2,559	9.2	1.2	15%	8%	23,500	25,000	6%

ソース: BSC Research

消費材・小売り業[中立]

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

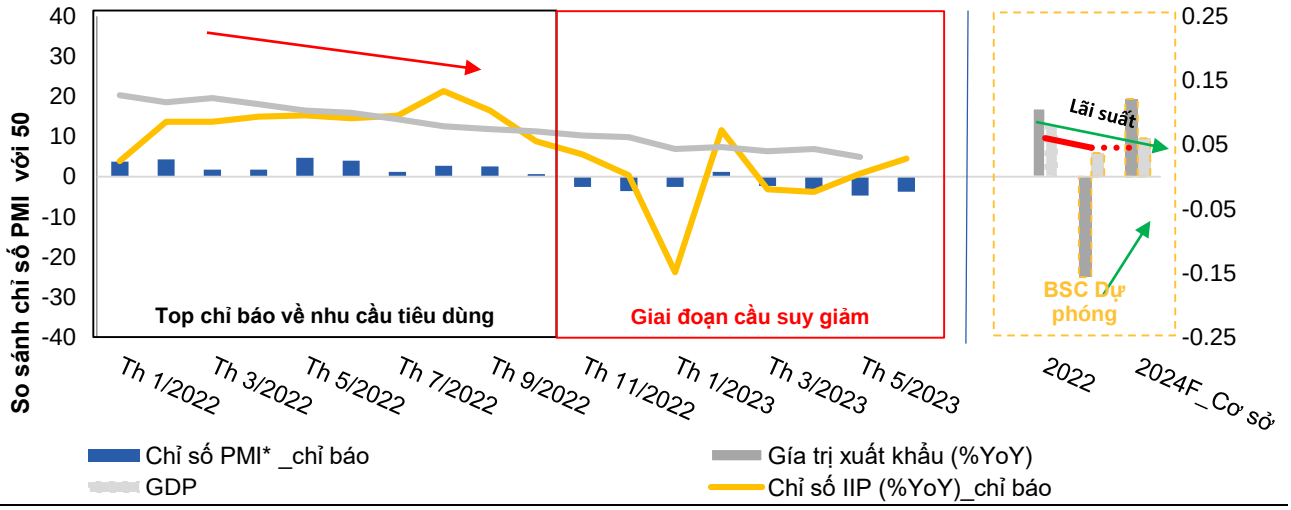
- 消費財・小売り業の 2023 年第 2 四半期業績は高い水準、需要の減少、投入コストが前年同期より高かったことの圧力を引き続き受けた。
- 株価の動きは業績が 2023 年下半期に回復するとの期待を反映しており、株価上昇の可能性について期待を維持している。
- BSC は小売消費業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております

2023 年第 2 四半期には、消費需要はまだ改善していなかった。2023 年第 2 四半期の小売売上高は前年同期比 7.9%増となり、2023 年第 1 四半期の小売売上高が前年同期比 11.4%増となった。

一方、2023 年上半期の消費者物価指数（CPI）は 3.29%で、3 年連続の上昇傾向を維持し、投入コスト上昇の影響もあり、パンデミック前の水準である 2.64%を 2.64%上回った。

競争圧力と借入金利の上昇のために、消費小売企業の 2023 年第 2 四半期業績は一般的な市場よりも大幅な減益を記録した。

マクロ経済はまだ消費者需要の回復を支援していない。



ソース: GSO, BSC, Fiinpro.

小売業株価の動きは、業績が 2023 年下半期と 2024 年における回復することに期待することを反映しています。

		2023 年第 2 四半期の売上高		2023 年第 2 四半期の税引後利益			株価の推移		
		%YoY	%QoQ	%YoY	%QoQ		2023 年第 1 四半期/2022 年第 4 四半期	2023 年第 2 四半期/2023 年第 1 四半期	%YTD
小売り業	MWG	-14%	9%	-98%	-19%	MWG	-13%	41%	23%
	FRT	15%	-8%	-557%	-10850%	FRT	-12%	44%	27%
	DGW	-6%	16%	-36%	6%	DGW	-15%	64%	39%
	PET	30%	6%	-80%	-93%	PET	35%	22%	65%
	PNJ	-17%	-32%	-8%	-55%	PNJ	-19%	12%	-10%
消費財業	MSN	4%	-1%	-65%	-2%	MSN	-25%	17%	-12%
	VNM	2%	9%	6%	17%	VNM	-13%	10%	-4%

	SAB	−8%	34%	−33%	21%	SAB	−5%	0%	−5%
	QNS	43%	48%	95%	125%	QNS	26%	16%	46%
VN インデックス		−1%	8%	−1%	2%	VN インデックス	2%	13%	16%

BSC によると、消費小売業、特に小売業の株価の動きの株価は前向きな動きを見せた。これは以下のことを見せている。

- 消費小売業界の業績は 2023 年末から 2024 年末までに前向き回復すると期待しております。
- 中期的には「集中化」と「効率化」に向けた前向きな変化が期待しております。

BSC の評価によると、(1)短期的には：業績が市場の期待の通りに回復していない銘柄は短期的には利益確定圧力をうけるが、(2)「魅力的なストーリー」を持つ銘柄は株価が今後も市場より上昇すると引き続き期待されている。

順番	銘柄	直近 5 年間の P/E 推移		2024 年の P/E FW	長期的な価格上昇の可能性
		Min	Max		
小売業	MWG	6.5	51	16.2	− ICT+CE 事業：収入の増加と利益率の向上 − 需要が回復すると、食料チェーンの Bach Hoa Xanh は損益分岐点に近づく
	FRT	3.67	135	51.5	− 業界の回復と家電事業の増収のおかげで、FPT ショップは成長して、営業利益率が改善される − Long Chau は市場シェアを引き続き拡大しいるために、営業利益率が向上される。
	DGW	3.8	28	17.7	−高収益かつ効果的な M&A を持っている事業の規模拡大。
	PNJ	8.3	25.3	14.0	− 中小企業から市場シェアを獲得し、新規顧客を開拓する。 − 2024 年の Pefw は 14.xであると期待されております。
	VNM	12.9	23.3	16.0	− ブランド再認識後の期待
	MSN	10	96.8	34.6	−需要が回復する時に消費材事業と小売事業からの相乗効果を高める。
書費材業とその他	SAB	14.4	39.6	20.8	−ハイエンドセグメントで市場シェアを獲得し、経営活動コストを継続的に最適化する − 2024 年の Pefw は 20.8xであると期待されております
	QNS	3.6	14.5	7.9	− 砂糖事業は(1)サトウキビ面積の増加、(2)販売価格が業界の状況にサポートされているという恩恵を受ける。 − 豆乳事業が水平で拡大する。

ソース: BSC Research

投資観点 − 中立

BSC は小売り・消費サービス業の 2023 年投資見通しを「中立」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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
MWG	123,397	-8%	1,024	-75%	699	77.0	3.0	2%	11%	53,800	63,000	17%
VNM	61,446	2%	8,807	3%	3,681	20.3	4.8	17%	27%	74,900	81,700	9%
MSN	82,518	8%	3,115	-13%	2,187	40.3	3.8	3%	9%	88,200	89,700	2%
PNJ	31,787	-6%	1,814	0%	5,042	16.3	2.9	13%	19%	82,200	83,500	2%
DGW	18,216	-17%	412	-40%	2,521	22.3	3.3	7%	15%	56,200	60,200	7%
FRT	32,379	7%	-363	-193%	(2,663)	(30.4)	5.4	-4%	7%	81,000	93,300	15%

ソース: BSC Research

(*)2024 年の目標

水産業[中立]

分析者: *Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn*

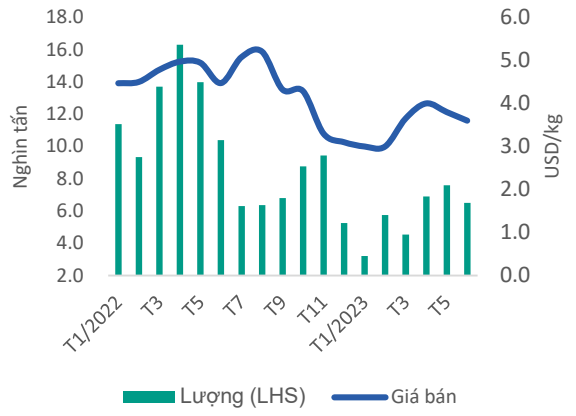
- 2023 年第 2 四半期には、水産製品の輸出額は前四半期比 29%増、前年同期比 28%減の 240 億ドルだった。水産業は、米国市場の需要が徐々に再び増加していると、2023 年第 1 四半期と比較して回復の兆しを示した。
- BSC は(1)米国への輸出市場が(i)米国市場の在庫が低水準で留まる、(ii)チャー魚の需要がインフレの減速で 2023 年下半期と 2024 年に回復すると予想されるという要素のおかげで 2023 年第 3 四半期末から明確に回復すると予想されている;(2)チャー魚の供給が徐々に縮小しているのがチャー魚輸出価格をサポートするだろうという要素を基づく、水産業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2023 年第 2 四半期には、水産製品の輸出額は前四半期比 29%増、前年同期比 28%減の 240 億ドルだった。水産業は、米国市場の需要が徐々に再び増加していると、2023 年第 1 四半期と比較して回復の兆しを示した。

2023 年第 2 四半期には、チャー魚輸出額は前四半期比 7%増、ぜんねんどう忌避 41%減の 4 億 5,400 万ドルだった。輸出額は前年同期に比べて大幅な減少を記録したものの、米国市場が回復の兆しを見せているが、中国市場の回復が依然として期待ほどではない。具体的は以下の通り。

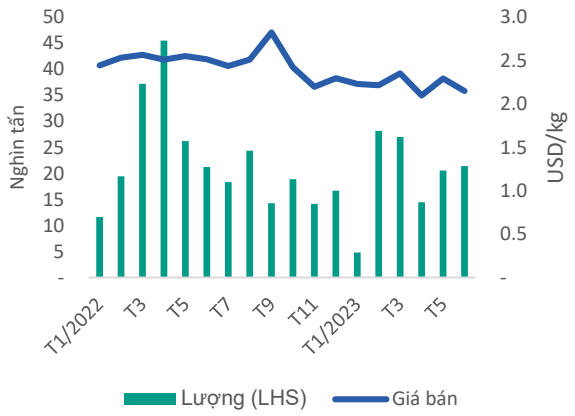
- 米市場の回復。2023 年第 2 四半期には、平均チャー魚輸出価格は前四半期比 18%増、前年同期比 21%減の 3.8 ドル/キロであり、輸出量が前四半期比 55%増、前年同期比 48%減の 2 万 1,000tだった。
- 中国市場では、2023 年第 1 四半期に比べて小幅に減少した。平均チャー魚輸出価格は前四半期比 4%減、前年同期比 13%減の 2.2ドル/キロであり、輸出量が前四半期比 6%減、前年同期比 39%減の 5 万 6,500tだった。

米市場へのチャー魚輸出価格と輸出量はそれぞれ、前四半期比 18%増、同+55%増となった。



ソース: BSC

中国市場へのチャー魚輸出価格と輸出量はそれぞれ、前四半期比 4%減、同 6%減となった。



ソース: BSC

VHC の業績は改善したが、ANV の業績は 2023 年第 1 四半期比減少した。

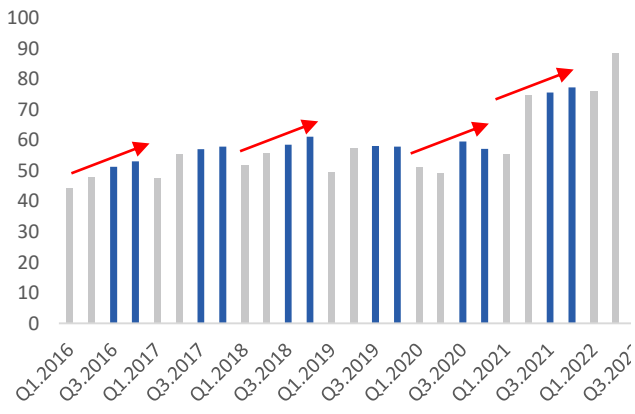
銘柄	2023 年第 2 四半期の売上高（10 億ドン）	%yoy	%qoq	2023 年第 2 四半期の親会社株主利益（10 億ドン）	%yoy	%qoq
ANV	1,074	−17%	−7%	−51	n/a	n/a
VHC	2,723	−36%	+22%	412	−47%	+88%

2023 年下半期には、BSC は、以下の要素を基づく、チャー魚企業が 2023 年上半期よりも好調な業績を記録すると考えています。

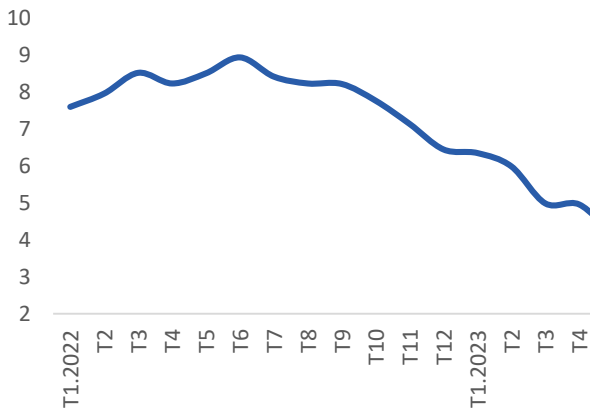
(1)米国への輸出市場は以下の要素のおかげで 2023 年第 3 四半期末から明確に回復すると予想されます。

- 米市場での在庫は低い水準で留まっている。
- チャー魚の需要がインフレの減速で 2023 年下半期と 2024 年に回復すると予想される。

2023 年下半期に米市場での水産製品の輸出額は増加傾向がある。



米市場での CPI は 4.1%だった



ソース: 米国農務省(USDA)　　ソース: Fred

(2)中国市場では、中国政府が経済を押し上げるために多くの国内刺激策を実施するため、BSCは2023年第4四半期から明確な回復が見込まれると予想している。

(3) チャー魚の供給が徐々に縮小しているのがチャー魚輸出価格をサポートするだろう。

投資観点– 中立

BSCは以下の要素を基づく、水産業の2023年投資見通しを「中立」と評価しております。

(1) 米国への輸出市場が(i)米国市場の在庫が低水準で留まる、(ii)チャー魚の需要がインフレの減速で2023年下半期と2024年に回復すると予想されるという要素のおかげで2023年第3四半期末から明確に回復すると予想されている。

(2) チャー魚の供給が徐々に縮小しているのがチャー魚輸出価格をサポートするだろう。

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8月7日の終値	目標価格	Upside
VHC	10,299	-22%	1,296	-34%	7,072	11.0	1.7	12%	15%	78,100	90,900	16%

ソース: BSC Research

1.4. 他の業界

IT・郵便通信業[有望]

分析者: Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn

- 2023年上半期には、IT業の収入は前年同期比9%減の660億ドルだった。この減少は、電子ハードウェアの輸出額の減少から由来した。そのうち、ソフトウェア輸出事業は好調な業績を維持し、業界全体の収益が20億ドルに達し、海外市場でのFPTの収益が前年同期比32%増、新規契約による収益が前年同期比44%増となった。
- 2023年下半期には、BSCは、(i) 日本とアジア太平洋地域でのソフトウェア輸出額の伸びが米市場での成長減速を相殺する、(ii) 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、(iii) 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 年下半期投資見通しを「有望」と評価しております 。

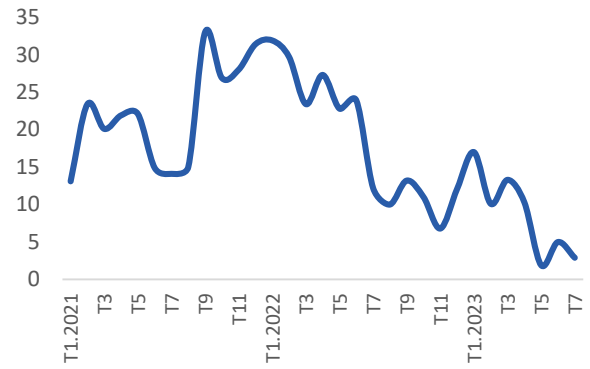
情報通信省によると、IT業の2023年下半期収入は前年同期比9%減の660億ドルだったこの減少は、電子ハードウェアの輸出額の減少から由来した。そのうち、ソフトウェア輸出事業は好調な業績を維持し、業界全体の収益が20億ドルに達し、海外市場でのFPTの収益が前年同期比32%増、新規契約による収益が前年同期比44%増となった。

2023年下半期見通しには、BSC は以下の通りに要素を基づく、テクノロジー業の2023年投資見通しを「有望」と評価しております。

(i)日本とアジア太平洋地域でのソフトウェア輸出額の伸びが米市場での成長減速を相殺する

- 米市場でのテクノロジー支出の需要は改善していない。

米市場での IT 事業支出指数



ソース: Fred

米市場での IT 事業の新規受注



ソース: Fred

- 日本とアジア太平洋地域でのソフトウェア輸出額の伸びが米市場での成長減速を相殺するだろう。FPT によると、(1)特にシステム保守にコスト効率の高い IT ソリューションを顧客に提供する、(2)APAC 地域での強力なデジタルトランスフォーメーションの傾向が見られ、2027 年までの CAGR が 年間 13.52% になると予測されているという要素のおかげで、日本と APAC でのソフトウェア輸出の成長傾向は引き続き維持され、米国市場の減速傾向を補うだろう。

(ii)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。

(iii) 2023 年 10 月に国会に提出する予定がある改正通信法は CTR、FPT と CMG などの通信事業に大きな影響を与えるだろう。

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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
FPT	52,388	19%	6,240	18%	5,163	16.4	3.4	13%	29%	84,500	86,400	2%
CTR	10,494	12%	489	10%	5,262	14.1	4.0	11%	30%	74,000	75,000	1%

ソース: BSC Research

石油・ガス業[有望]

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

- 2023 年には、原油価格は回復し、80 ドル/バレルを超えた。
- 供給引き締め傾向が続いていることが、近い将来、原油価格が高水準を維持する原動力となる可能性がある。
- 石油・ガス企業の業績はかなり良好だった。
- 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 PVS、PVD、BSR と PLX の 2023 年投資評価を「買い」と推奨しております。

2023 年には、ブレント原油価格は回復し、80 ドル/バレルを超えた。原油価格は一時的に 70 ドル/バレル近くまで下落する場面もあったが、6 月末以降明確な回復を見せ、80 ドル/バレルを超えた。また、ガス価格も底値から 36%上昇し、2.7 米ドル/mmbtu 付近で取引されています。石油・ガス価格の回復は、(1)供給が OPEC+グループによる引き続き引き締められており、一部の国での生産活動停止。(2) 米ドル安により原油の購入コストも相対的に安くなり、原油価格の増加に寄与したということのためだ。

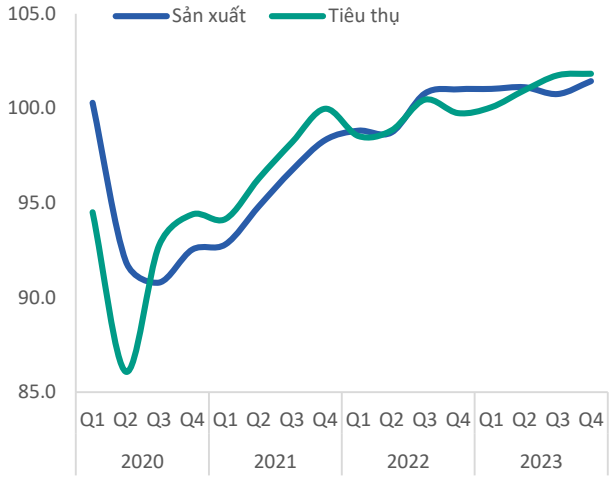
世界的な原油価格とガス価格は底を打って回復する傾向にある。



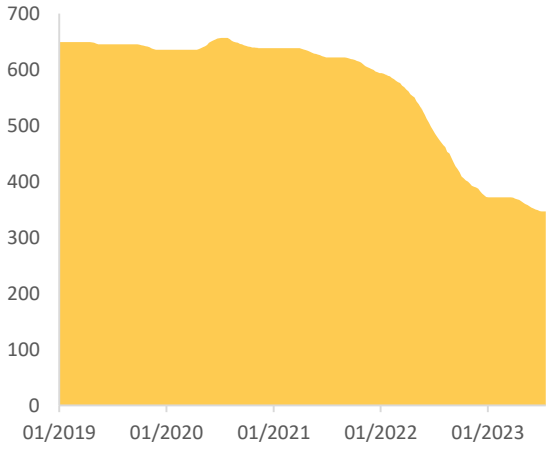
ソース: *Bloomberg, BSC Research*

供給引き締め傾向が続いていることが、近い将来、原油価格が高水準を維持する原動力となる可能性がある。最近、サウジアラビアは日量 100 万バレルの削減を発表し、この削減計画を 2023 年 9 月末まで延長する可能性がある。また、ロシアも現在日量 50 万バレルの減産を年末まで延長すると発表した。EIA によると、米国の戦略原油在庫はわずか約 3 億 4,700 万バレルまで減少し、過去 10 年間で最低となった。そのために、BSC は原油価格が 2023 年末の 6 か月間で 1 バレルあたり 80～85 ドル前後で変動すると予想している。

原油需給予測



米国の原油在庫は引き続き急減している。



ソース: EIA, BSC Research

石油・ガス企業の 2023 年第 2 四半期業績はかなり良好だった。PVS、PVD、PVT、PLX などの昨年低利益が低い水準で留まった企業は前年同期に比べて業績の大幅な成長を記録し、PLX と PVD の収益が赤字から黒字に転換した。一方、GAS、BSR と PLC の収益は前年同期比減少した。

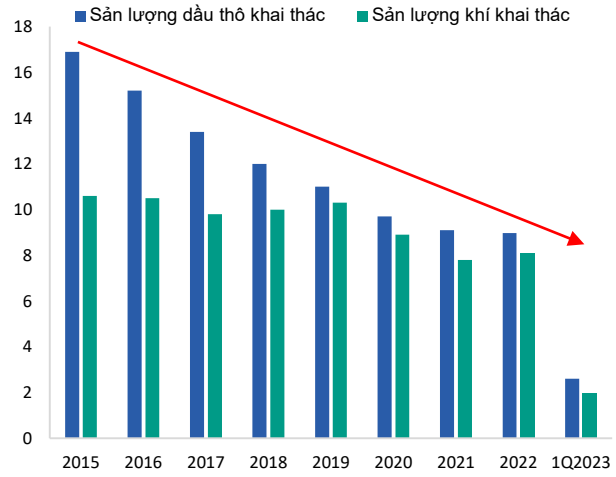
銘柄	2023 年第 2 四半期の収入	% YoY	2023 年第 2 四半期の税引後利益	% YoY	2023 年上半期の収入	% YoY	2023 年上半期の税引後利益	% YoY
GAS	24,239	−13%	3,156	−38%	45,257	−17%	6,506	−24%
BSR	33,669	−36%	1,339	−87%	67,735	−22%	2,970	−76%
PVD	1,413	−6%	155	N/A	2,640	0%	207	N/A
PVS	4,711	+24%	193	+1756%	8,414	+11%	439	+92%
PLC	1,881	−11%	36	−26%	3,850	−8%	69	−22%
PLX	65,752	−23%	774	N/A	133,236	−12%	1,393	+544%
PVT	2,098	−7%	297	+45%	4,135	−3%	534	+49%

ソース: BSC Research

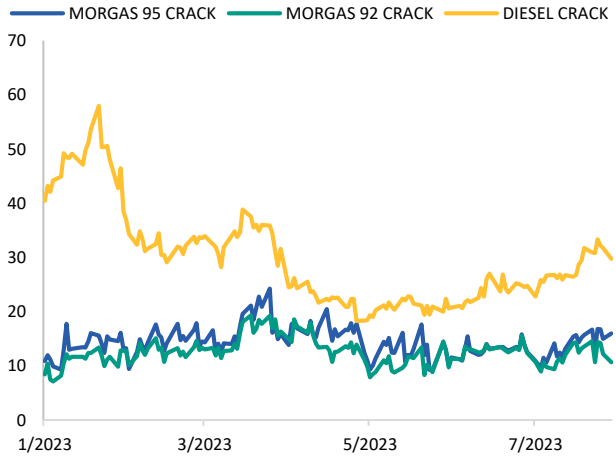
BSC は、石油・ガス業界の利益が 2023 年下半期で改善すると評価しております。大規模な E&P 案件が不足していることと、ベトナムでの存在しているほとんどの鉱山が開発ライフサイクルの終わりにあるという事実のために、国内の石油・ガス開発生産量が 2015 年以来毎年 10% 以上減少

しています。そのために、BSC が PVS、PVD などの上流石油・ガス企業の短期的な見通しを高く評価しています。また、原油価格の回復は、ガソリン価格変動の影響を直接受ける PLX、BSR など一部の下流企業の収益改善に寄与するだろう。

国内の石油・ガス開発生産量が年間減少している。



アジア地域の Crack spread は再増加する傾向がある。



ソース: *Bloomberg, PVN, 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 80 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。また、下流グループでは、BSC は BSR、PLX の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

石油・ガス業の業績予測

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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
GAS	104,090	3%	13,819	−7%	6,793	14.9	2.8	16%	22%	100,900	110,500	10%
PVD	6,765	25%	479	−565%	661	39.2	1.0	3%	4%	25,900	31,100	20%
PVS	19,698	20%	910	3%	1,379	24.9	1.2	4%	8%	34,300	45,200	32%

PLC	8,228	−4%	185	58%	2,293	17.1	2.4	4%	14%	39,300	42,800	9%
BSR	145,179	−13%	7,567	−49%	2,440	8.4	1.1	9%	13%	20,507	24,600	20%
PVT	9,336	3%	969	13%	2,851	8.4	0.9	8%	13%	23,900	27,000	13%
PLX	283,300	−7%	3,555	145%	2,901	14.0	1.7	6%	14%	40,500	48,100	19%

ソース: BSC Research

電気業[中立]

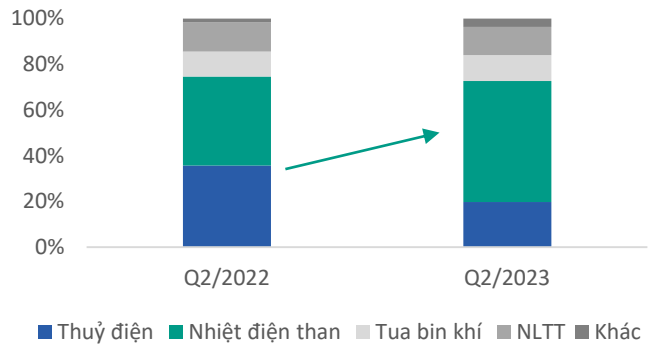
分析者: Dương Quang Minh *Email: Minhdq@bsc.com.vn*

- 2023 年第 2 四半期の商業用発電量は前年同期比 1.6%減の 618 億 3,000 kWh だった。
- 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。
- BSC は電気業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

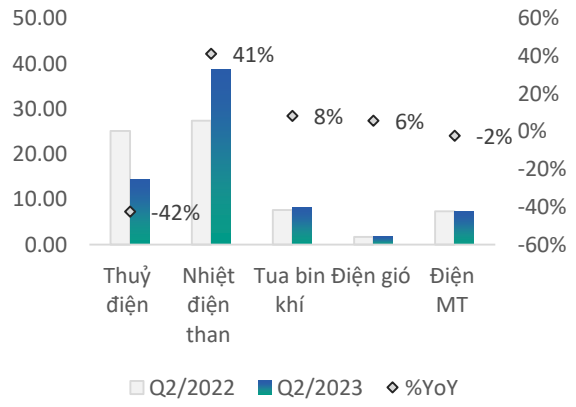
水力発電の総量は前年同期に比べて急激に減少し、代わりに石炭火力発電量が増加した。

2023 年上半期には、全システムの発電量は前年同期比 1.4%増の 1,349 億 8,000 万 kWh だった。電力消費量が前年同期に比べて増加したのは、暑い日特に北部地域での電力需要の非常に高い増加によるものだ。そのうち、石炭発電量は前年同期比 19.6%増の 667 億 6,000 万 kWh で、総量の 49.5%を占めた。一方、2023 年上半期の水力発電量は前年同期比 28.3%減の 298 億 3,000 万 kWh だった。

発電構造の転換:石炭発電量が水力発電の減産を補った。



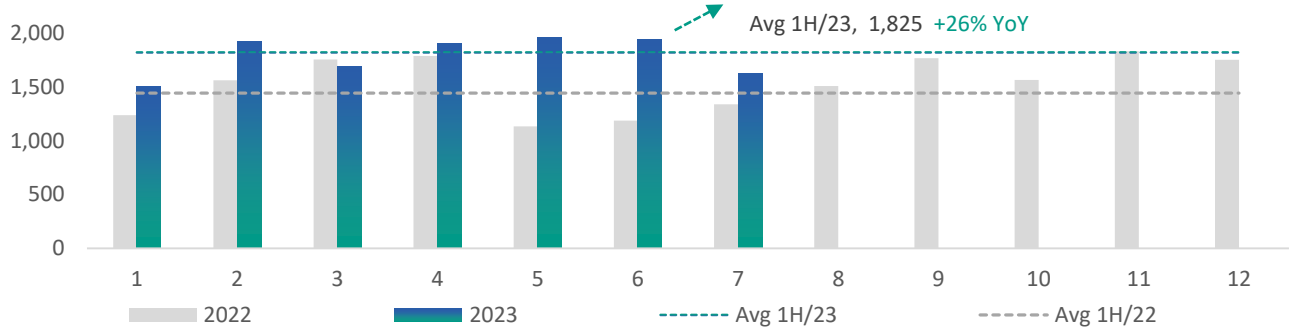
2023 年第 2 四半期発電量: 石炭発電量が急増した。ガスタービン発電量と風力発電量が小幅に増加した(10 億 Kwh)



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)



ソース: EVN, GENCO3

2023 年第 2 四半期業績は前年同期比あまり前向きではなかった。2023 年第 2 四半期には、電力企業の利益は前年同期比減少した。とりわけ、POW、NT2 及び GEG の利益はそれぞれ、前年同期比 70%減、同 60%減、同 71%減となった。また、PC1 の 2023 年第 2 四半期利益は 120 億の赤字を計上した。

銘柄	2023 年第 2 四半期の収入	% YoY	2023 年第 2 四半期の税引後利益	% YoY	2023 年上半期の収入	% YoY	2023 年上半期の税引後利益	% YoY
REE	2,174	+7%	489	−18%	4,543	+12%	1,235	−4%
VSH	657	0%	262	+2%	1,549	+5%	738	+12%
NT2	2,183	−19%	144	−60%	4,366	−7%	378	−28%
POW	8,431	+13%	126	−70%	15,855	+9%	660	−42%
PC1	1,472	−3%	−12	N/A	2,977	0%	−11	N/A
HND	3,366	+26%	181	−35%	5,938	+14%	191	−64%
QTP	3,708	+54%	248	−1%	6,704	+34%	392	−34%
HDG	564	−42%	45	−88%	1,520	−8%	348	−44%
GEG	480	−5%	9	−71%	1,029	−4%	73	−57%

ソース: BSC Research

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。

電気業の業績予測

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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
REE	8,458	−10%	2,178	−19%	5,329	12.2	1.1	10%	13%	64,900	72,000	11%
NT2	8,154	−7%	628	−29%	2,181	13.5	2.0	11%	18%	29,350	32,500	11%
POW	30,482	8%	1,563	−39%	667	20.5	1.0	4%	7%	13,700	16,000	17%
PC1	9,814	17%	380	−17%	1,405	19.7	1.0	2%	8%	27,750	31,500	14%
HND	11,119	6%	511	−7%	1,022	14.7	1.1	7%	9%	14,977	18,000	20%
QTP	11,349	9%	834	9%	1,853	9.2	1.1	10%	13%	16,977	20,000	18%

ソース: BSC Research

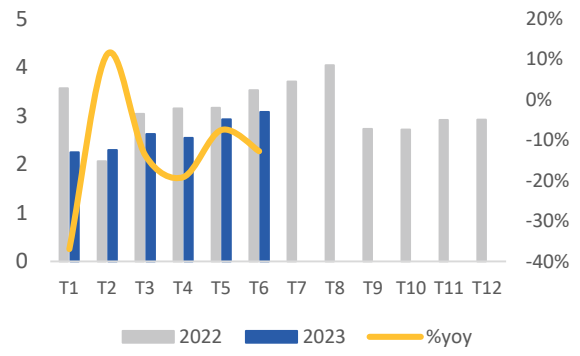
繊維・アパレル業[弱気]

分析者: Trần Lâm Tùng, Email: tungtl@bsc.com.vn

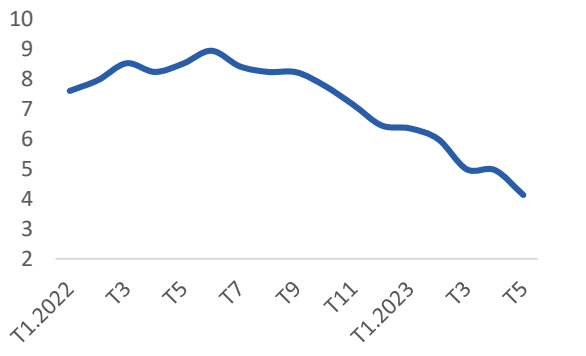
- 2023 年第 2 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前四半期比 13%減の 86 億ドルだった。繊維・アパレル製品の輸出の減少率が縮小する傾向がある。これは(1)インフレ率が落ち着き、米での消費が徐々に回復しつつある、(2)2023 年第 2 四半期の受注が 2023 年第 1 四半期より前向きであると反映している。
- 繊維・アパレル業の 2023 年下半期見通し:BSC は、(1)米での衣料品在庫が大幅に減少した、(2)消費者の支出が 2023 年下半期に徐々に回復し、ブランドが 2023 年第 4 四半期から 2024 年春夏作物の準備を開始したという要素のおかげで、繊維・アパレル企業の受注見通しが 2023 年第 1 四半期より前向きになると考えております。
- BSC は繊維・アパレル業の 2023 年下半期投資見通しを「中立」と評価しております。

2023 年第 2 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前四半期比 13%減の 86 億ドルだった。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が同 21%減の 39 億ドルで、輸出総額の 46%を占めている。 繊維および衣料品の輸出額の減少率が縮小する傾向がある。これは(1)インフレ率の落ち着き及び米での消費者の支出が徐々に回復しつつある、(2)2023 年第 2 四半期の受注が 2023 年第 1 四半期より前向きであると反映している。

繊維および衣料品の輸出額の減少率



5 月の CPI は 4.1%だった。

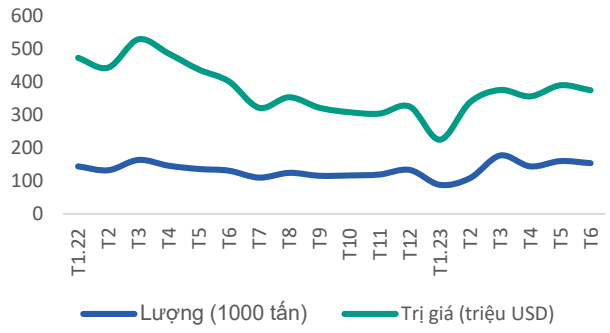


ソース:関税総局

ソース: Trading Economics

2023 年第 2 四半期には、ベトナムの織物・糸の輸出量と輸出額はそれぞれ、前四半期比 23%増、前年同期比 11%増のの 41 億 4,000 万t、同 19%増、同 15%減の 11 兆ドルだった。増加は、(1) 企業が 2023 年第 1 四半期の輸入量が少なかったため、2023 年の秋冬作物に対応するために再輸入した ;(2) 原油価格とテレフタル酸の回復により、中国糸価格が再上昇したということから由来した。

ベトナムの 2023 年第 2 四半期織物・糸の輸出が回復した。



ソース:関税総局

POY 糸の価格が回復した。



ソース: Sunsirs

2023 年第 2 四半期には、MSH の収入は前年同期比小幅に増加した。TNG の受注数は安定的に維持されている。STK の売上高と親会社株主利益は前四半期比 45%増、同+1924%増となった。

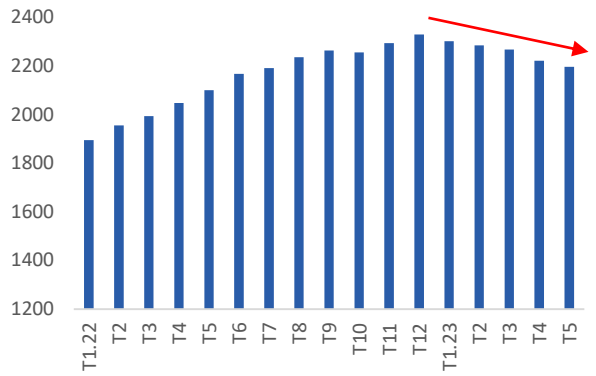
銘柄	2023 年第 2 四半期の売上高(10 億ドン)	%yoy	2023 年第 2 四半期の親会社株主利益 (10 億ドン)	%yoy
TNG	1,995	+0.7%	54.9	−36.8%
MSH	1,541	+4%	85.2	+0%
STK	4,200 億	−20.6%	33	−52%

2023 年下半期には、BSC は繊維企業の受注見通しが以下の要素を基づく改善すると予想しております。

(1) 米市場での衣料品在庫は大幅に減少した。米市場での 5 月の衣料品在庫額は前月比 1%減、前年同期比+4.5%増の 2 兆 1,960 億ドルだった。

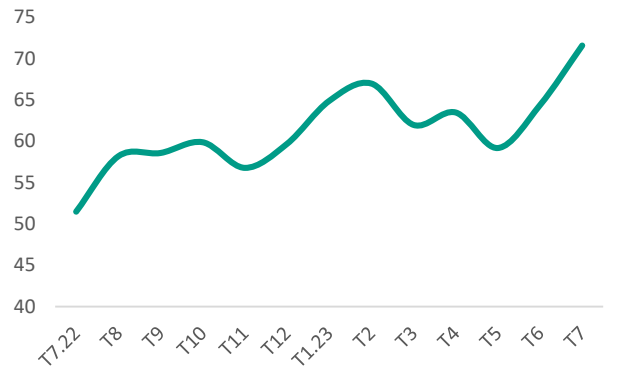
(2) インフレ率が落ち着いた後、米国民の支出が徐々に回復しつつある。米国の 7 月消費者信頼感指数 は 71.6 で、2021 年 10 月以来の最高水準を記録し、2023 年末まで需要が回復する可能性があることを示した。しかし、BSC は繊維・アパレル企業からの受注が 2023 年第 4 四半期から大幅に回復すると予想しております。

米市場での 5 月の衣料品在庫額は 6 ヵ月連続で減少した。



ソース: Fred

米国の 7 月消費者信頼感指数 は 71.6 で、2021 年 10 月以来の最高水準を記録した。



ソース: Trading Economics

投資観点 – 中立

BSC は繊維・アパレル業の 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 8 月 7 日の終値	目標価格	Upside
MSH	5,010	−9%	315	−16%	3,822	10.1	1.7	8%	15%	38,450	42,030	9%
TNG	7,229	7%	311	6%	2,758	7.6	1.4	6%	15%	21,000	21,700	3%

ソース: BSC Research

付録

2023: 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: 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: 3 月

月	火	水	木	金	土	日
27	28 ETF: iShares がポートフォ	01	02	03	04	05

	リオ見直しを発表					
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: 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	18	19	20 上場企業:2023 年第 1 四半	21	22	23

リオ見直しを発表			期財務諸表提出の締切			
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: 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 がポートフォリオ見直しを発表	18 Future VN30: 先物取引契約の決済日	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	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: 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 がポートフォリオ見直しを発表	24	25
26	27	28	29	30	01	02
03	04	Notes:				

2023: 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: 8 月

月	火	水	木	金	土	日
31	01	02	03	04	05	06
07 ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポートフォリオ見直しを発表	08	09	10	11	12	13
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: 9 月

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 cơ cấu	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28 FTSE: Market Review	29	30	01
02	03	Notes:				

2023: 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: 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	17	18	19

			ポートフォリオ見直しを発表			
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: 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