BSC
BIDV SECURITIES JSC

2023 年 10～12 月期
セクター見通し

科目

内容　　ページ

2023 年第 4 四半期のセクター見通し **3**

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「中立」 8

商業用不動産「中立」 12

2. 公共投資からの恩恵を受ける業界 *17*

鉄鋼業 [中立] 17

セメント業[中立] 22

インフラ建設業[有望]、土木建設業[中立] 25

港湾業「有望」 28

3. 中国の経済活動再開から影響を受ける業界 *31*

原油製品輸送業[有望] – コンテナ運輸業[有望] 31

航空サービス業[有望] – 航空運輸業[中立] 34

農業業 [中立] 38

自動車業[中立] 40

化学業[中立] 43

肥料業[中立] 45

タイヤ業[中立] 47

消費財・小売り業 [中立] 49

水産業[中立] 53

4. 他の業界 *56*

IT・郵便通信業[有望] 56

石油・ガス業[有望] 58

電気業[中立] 61

繊維・アパレル業[中立] 63

保険業[弱気] 66

付録 **68**

2023 年第 4 四半期のセクター見通し

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]

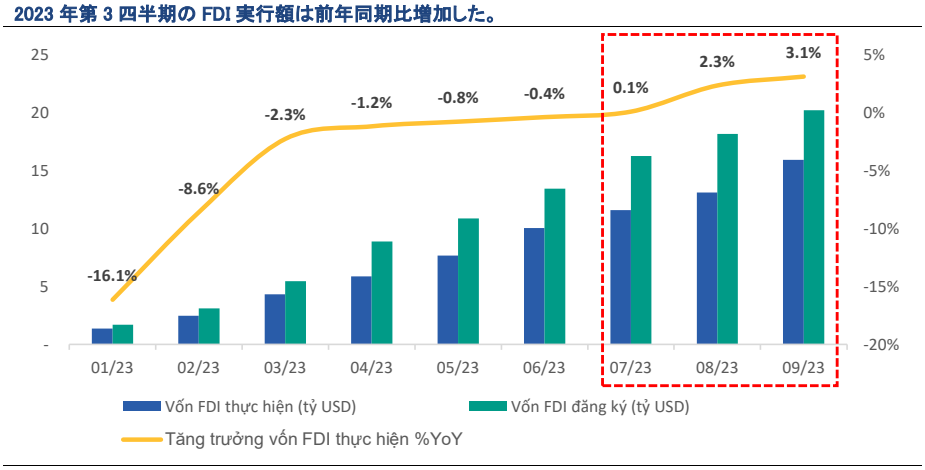
分析者: Vũ Xuân Trường
Email: truongvx@bsc.com.vn

- 2023 年第 3 四半期には、外国への直接的な投資額(FDI)は増加した。2023 年 9 ヶ月には、FDI 新規認可額が前年同期比+7.8%増の 202 億ドル、FDI 実行額が同+3.1%増の 159 億ドルとなった。
- 工業団地のセンターで供給源が不足している背景には、北部及び南部での工業団地の入居率はそれぞれ、前四半期比+3ppt 増の 90%、同+2ppt 増の 82%に達した。 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それぞれ、前四半期比+8%増の平均 187 USD／平方メートル、同+3%増の 127 USD/平方メートルとなった。
- 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。
- 2023 年第 4 四半期～2024 年の見通しベトナムが(1)経済・貿易協力に関する多くの文書を署名した、(2)経済大国との関係が改善したおかげで、工業団地用土地賃貸需要が引き高まると予想される、(2)2025 年まで新規工業団地を設立する余地は大きい、(3)交通インフラ建設プロジェクトの建設進捗が加速させるのは物流の「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できるだろう。
- チャレンジ:(1) 新規工業団地の供給原が不足していることで、工業団地の賃貸価格は高騰している、(2) 国際最低税政策の適用はベトナムへの外国投資誘致に影響を与える可能性がある、(3) アジア地域の国々で FDI 誘致競争がますます激化している。
- BSC は工業団地不動産業の 2023 年第 4 四半期及び 2024 年の投資見通しを「有望」と評価しております。

2023 年第 3 四半期には、FDI は増加した。ベトナム統計総局によると、2023 年 9 ヶ月には、FDI 認可額が前年同期比+7.8%増の 202 億ドンとなった。そのうち、FDI 新規認可額が同+43.6%増となり、株式購入出資額が同+47%増となり、FDI 調整認可額が同−37.3%減となった。また、FDI 実行額は前年同期比+3.1%増の 159 億ドンとなった。これは政府の経済刺激政策が効果を見せて、海外企業が投資を実行することができると示した。

Commented [V1]: Em đã bổ sung ở phần triển vọng bên dưới

2023 年第 3 四半期の FDI 実行額は前年同期比増加した。



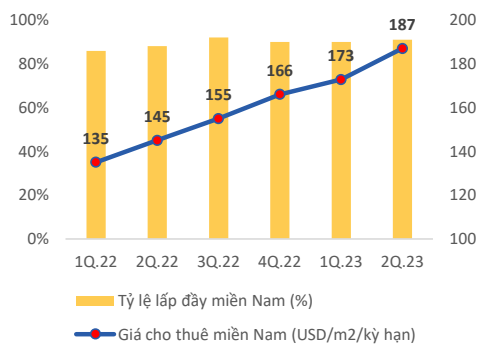
ソース：GSO、Bloomberg、BSC Research

工業団地のセンターで供給源が不足している背景には、工業団地土地の賃貸価格及び入居率は上昇した。JLL のデータによると、2023 年第 2 四半期末まで、工業団地土地の供給源は年初比 0.53%増の3万 6,400 ヘクタールとなった。北部及び南部での工業団地の入居率はそれぞれ、前四半期比+3ppt 増の 90%、同+2ppt 増の 82%に達した。工業団地の土地賃貸価格はそれぞれ、前四半期比+8%増の平均 187 USD／平方メートル、 同+3%増の 127 USD/平方メートルとなった。

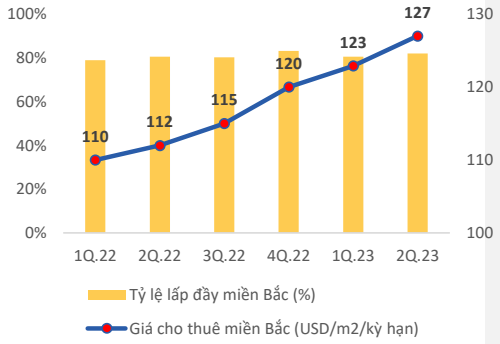
北部での工業団地土地の賃貸需要は南部より高くなった。 CBRE によると、2023 年上半期に、北部での吸収面積は前年同期比+60%増の 386 ヘクタールで、5 年間平均レベルに比べて+64%増となった。南部での吸収面積は同+20%増の 397 ヘクタールで、5 年間平均レベルに比べて-14%減となった。その理由として、(1)南部では供給が不足し、賃貸価格が高い、(2)北部工業団地は良い地理的位置で、生産を中国から移転する傾向の恩恵を受けた、(3)電子工業の土地賃貸の需要が 2022 年末から急増したということである。

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。原因は(1)交通インフラの改善のおかげで、主要な経済地域と第二次地域間の移動時間が短縮されている、(2)土地の賃貸コスト及び労働力コストが高すぎない、(3)豊富な土地資金が大きいのは借り手に更なる選択をもたらす。BSC はこの傾向が第二次市場でプロジェクトを開発している企業(SIP、IDC、SZC など)に利益をもたらすと考えております。

南部で工業団地の供給源及び賃貸価格は高い



北部で工業団地の賃貸需要は増加した。



ソース：CBRE、BSC Research

BSC は下記の要素を基づく、工業団地不動産の 2023 年第 4 四半期～2024 年期間の見通しを「有望」と引き続き評価しております。

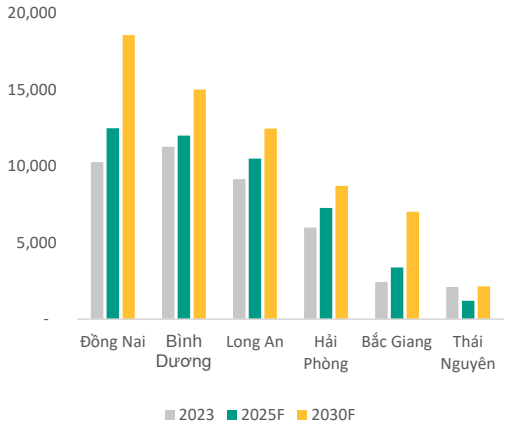
ベトナムが経済大国と経済・貿易協力や関係改善に関する多くの文書を署名した。

ベトナムが（1）経済・貿易協力に関する多くの文書を署名した、（2）経済大国との関係が改善したおかげで、工業団地の土地賃貸需要は引き続き増加すると予測されている。具体的には、2023 年 9 月初旬に韓国大統領の訪問中、二国間協力文書の 17 通が署名された。また、ベトナムと米国は包括的な戦略的パートナー関係に格上げした。さらに、日本とベトナムは包括的な戦略的パートナー関係に格上げすと共に、中国首相は 2023 年 11 月にベトナムを訪問するのはベトナムへの更なる FDI を誘致する触媒となるだろう。

2025 年まで新規工業団地の設立ポテンシャはまだ大きい。第 326 号／QĐ-TTg 議定を基づく、北部及び南部での工業団地開発のポテンシャルは 5,000 ヘクタール以上が残る。そのうち、Hai Phong 省、Bac Giang 省、Thai Nguyen 省、Dong Nai 省、Long An 省、Binh Duong 省などを中心に拡大されている。

交通インフラ建設プロジェクトの建設進捗が加速させるのは物流の「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できるだろう。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。

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）



南北高速道路は主要な交通プロジェクトの一つで、展開進捗を加速させている。

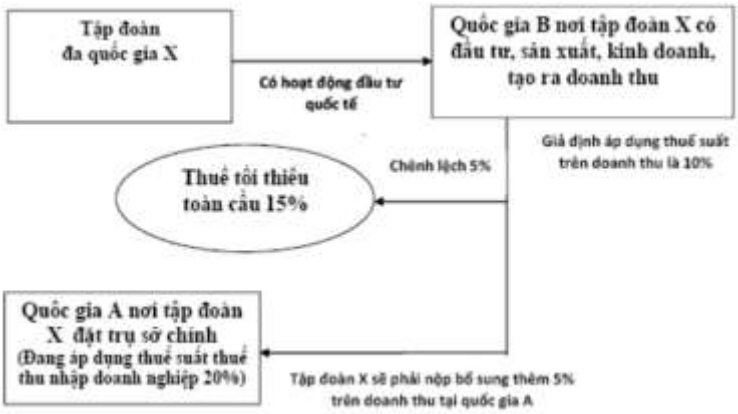
ソース：第 326 号/QĐ-TTg 議定、BSC Research

工業団地不動産業のチャレンジは下記の通りに挙げられる。

新規供給が限られているため、工業団地の賃貸価格は上昇し続けています。BSC は、工業団地の供給不足の原因として、(1) 法的手続きの重複により新規工業団地の展開が遅れている、(2) 土地のクリアランスに多くの問題がある、(3) 工業団地用地への転用メカニズムが原因であると考えている。それぞれの土地の種類が異なるため、実装が困難になります。したがって、2024 年の工業団地の平均賃貸価格は、引き続き前年比 7 ～ 8% 上昇すると予測されます。しかし、bsc は、idc や kbc など、リースの準備ができている大規模な土地銀行を所有する企業にとって、これはチャンスであると評価している。

国際最低税政策の適用はベトナムへの外国投資誘致に影響を与える可能性がある。外国企業は現在、重点分野、優先分野、規模の大きな投資の条件を満たす場合、5%～10%の水準の税制優遇を受けている。しかし、2024 年から、ベトナムを含む経済協力開発機構（OECD）の国々は収入 7 億 5,000 万ユーロ以上の企業に対して 15%の最低税率を適用する。BSC はこの税制は FDI 資本の誘致に影響を与える可能性がある。しかし、(1) 税率に関する優遇政策は FDI 企業の優先ではない、(2) 政府が他の優遇政策を研究しているということで、この税制の影響度はあまり強くないと評価されている。

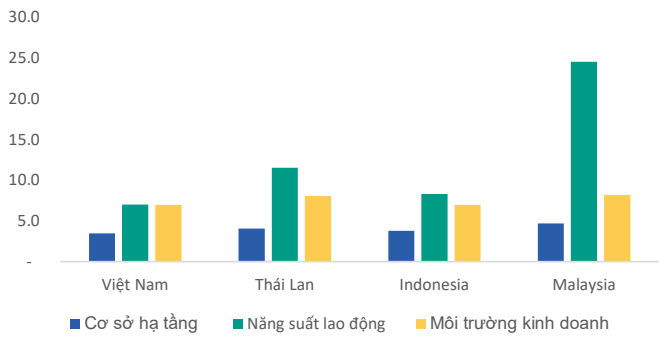
国際最低税政策



ソース: BSC Research

地域諸国間の FDI 誘致競争性はますます高まっている。アジアンは電子部品や半導体のメーカーにとって魅力的な目的地として浮上している中、ベトナムは他の国と競争する為にその魅力を高める必要があるだろう。

FDI 誘致するいくつかの要素



ソース: JLL, BSC Research

投資観点—有望

BSC は工業団地不動産業の 2023 年第 4 四半期～2024 年期間の投資見通しを「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11月3日の終値	目標価格	Upside (%)
KBC	8,425	787%	2,693	76%	3,508	8.1	1.1	6%	11%	28,450	40,000	41%
GVR	22,825	−10%	2,783	−28%	696	26.6	1.4	3%	5%	18,500	23,000	24%
IDC	8,490	13%	2,004	13%	6,073	7.4	2.6	11%	29%	45,100	55,500	23%
PHR	1,571	−8%	494	−44%	3,648	12.3	1.7	8%	13%	44,800	62,000	38%
SZC	1,124	31%	375	90%	3,121	11.0	2.2	5%	20%	34,250	48,300	41%

ソース:BSC Research

銀行業「中立」

分析者:Đoàn Minh Trí *Email: tridm@bsc.com.vn*

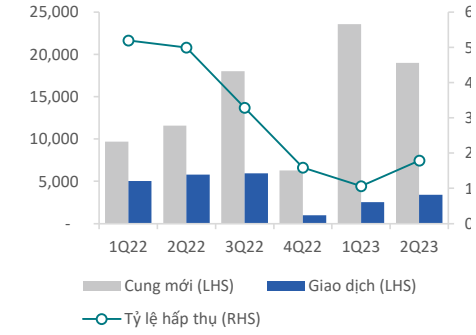
- 2023年末に貸付成長率は上昇する可能性がある。BSCは2023年貸付成長率が12%に達し、2024年に13～14%まで上昇すると予測しております。
- 貸倒引当金繰り入れを強化し、債務を強く処理したことで、資産質は改善された。資本コストは過去最高値に達したのは純金利マージン(NIM)に対しての圧力を下げた。
- 銀行業の利益は2023年第4四半期から増加するだろう。BSCは2023年及び2024年の税引き前利益をそれぞれ、前年比4%増、同21%増となると予測しております。
- BSCは1)2023年に貸倒引当金繰り入れを強化したのは2024年に貸付コストの圧力を軽減し、債権回収からの利益を計上する可能性がある、(2)低金利が2024年に続くのはNIMの回復の余地を生み出す、(3)業績が2023年の後、底を打つ、(4)銀行業界が累積に適した水準で留まっているという要素を基づく、銀行業の2023年第4四半期の投資見通しを「中立」と下方修正しており、2024年の投資見通しを「有望」と評価しております。

貸付需要が高くないが、2023年末まで段々回復している可能性がある。

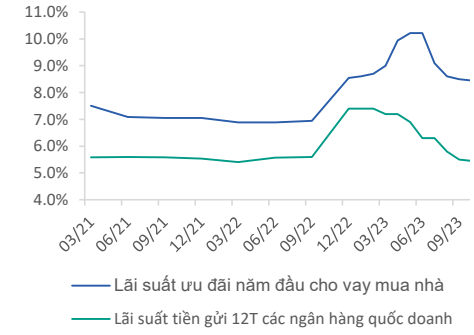
2023年9月末の時点で、貸付成長率は年初比6.9%に達したが、国家銀行の目標(14%)に達成するのはチャレンジだろう。BSCは財務健全性のポジティブなシグナルを認めているので、2023年末に貸付需要が回復すると期待しております。

住宅用不動産市場について、VARSのデータによると、2023年第2四半期の取引件数は前四半期比30%増となった。これは国家銀行の金融政策緩和が効果を見せていると示した。大手銀行の住宅ローンの初年の優遇金利は直近の数ヶ月で急速に低下した。これは2023年下半期～2024年期間における不動産市場の取引件数にプラスの影響を与え続けると期待されております。

住宅用不動産市場の吸収率が第 2 四半期にわずかに回復したのはポジティブなシナリオを見せていた。



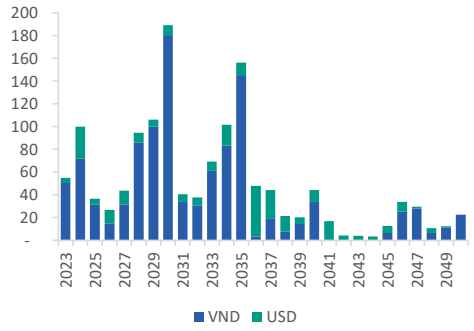
上場銀行の平均住宅ローンの初年の優遇金利は急速に低下した。



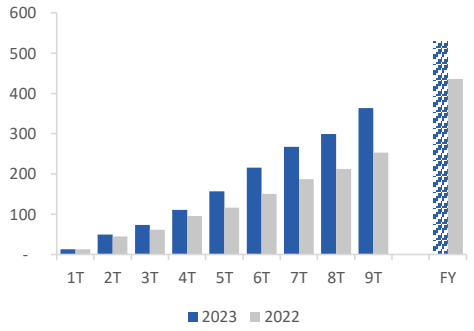
ソース： VARS, batdongsan.com.vn, BSC Research

さらに、BSC は年末の成長原動力が公共投資実行を通じて財政政策を強化するから由来すると考えております。 2023 年 9 ヶ月の実行額は前年同期比+43.5%増の 363 兆ドンで、年間計画の 51%を達成した。2023 年～2029 年期間には、国債償還の圧力が強くないので、政府が公共投資の実行を促進する余地は多いだろう。BSC は 2023 年の公共投資の実行額は前年比+22%増 530 兆ドンで、年間計画の 75%を達成すると予測しております。

2023 年～2029 年期間に国債償還額は大きくない（単位：兆ドン）

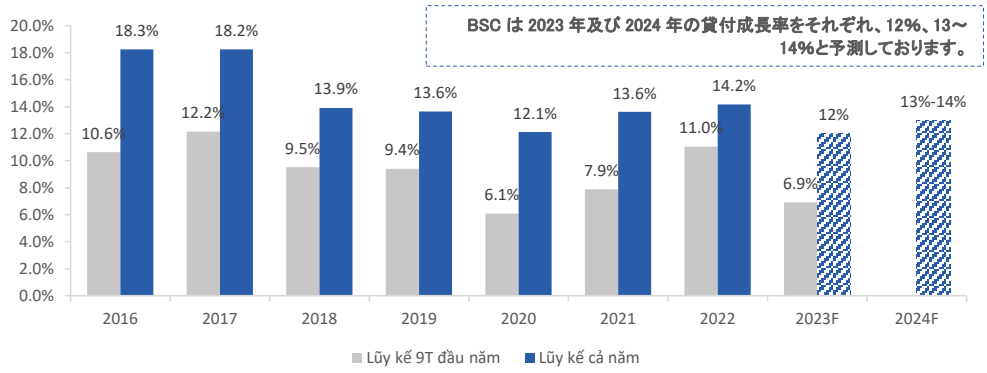


2023 年末に財政政策が強化される。（単位：兆ドン）



ソース：VBMA, MoF, BSC Research

歴史によれば、貸付成長率は年初にゆっくりと上昇したが、年末に加速する。



ソース：国家銀行, BSC Research

BSC は年末に経済が段々回復することへの期待として、2023 年及び 2024 年の貸付成長率をそれぞれ、12%、13%～14%に達すると予測しております。
当社の予想に影響する主要なリスクは(1) ガソリン価格や公共サービス価格により、インフレ率が上昇する、(2) 為替圧力により金融緩和政策を維持する余地が縮小される、(3) 地政学的な不安定により経済の回復が予想よりも遅い、(4) 公共投資実行進捗が予想よりも遅いということです。

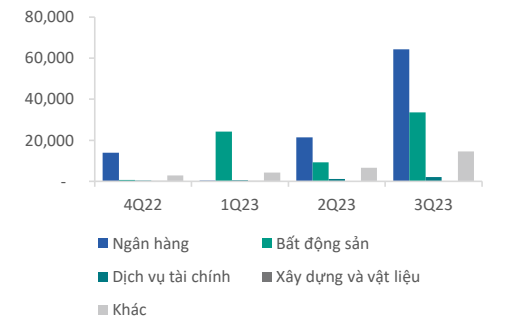
貸倒引当金繰り入れを強化し、債務を強く処理したことで、資産質は改善された。

国家銀行のデータによると、2023 年 7 月末の時点で、銀行業界の不良債権率が約 3.6%に達した。多くの銀行は第 3 四半期に貸倒引当金繰入額を増加させ、貸借対照表から解除される債権規模を拡大した。2023 年 7 月には、全システムで処理された不良債権額は前年同期比+46.3%増の 128 兆 8,000 億ドンとなった。

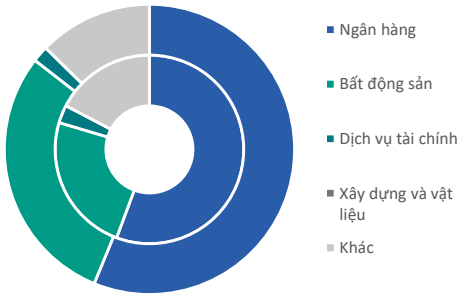
資本コストが過去最高値に達したが、貸付金利が低下したことで、2023 年に純金利マージン(NIM)はわずかに回復するだろう。

預金金利だけでなく、銀行の調達コストは 2023 年下半期には引き続き低下すると予測されております。BSC は CASA 比率が前四半期比回復傾向を維持すると期待しております。
しかし、BSC は(1)貸付需要が弱い、(2) 多くの銀行が貸付金利を引き下げるということを基づく、業界全体の NIM が急増する可能性は低いと考えています。
さらに、2023 年 9 月には、国家銀行は中長社債の発行を強化している傾向がある。これは資本コストの下げ幅を抑制するだろう。

2023 年初から現在までの社債発行額は銀行業界を主体にした。



2023 年第 2 四半期及び第 3 四半期には、銀行業界は社債総発行額の 56%を占めた。



Vòng trong: 2Q23 – Vòng ngoài: 3Q23

ソース: Fiinpro, BSC Research

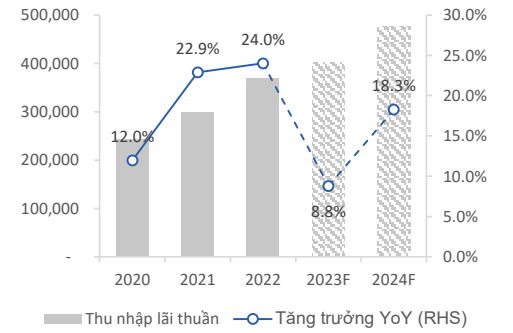
銀行業の利益は 2023 年第 4 四半期以後増加すると期待されている。

BSC は 2023 年第 3 四半期の税前後利益が前四半期比-2.1%減となったが、前年同期比+2.3%増となった。

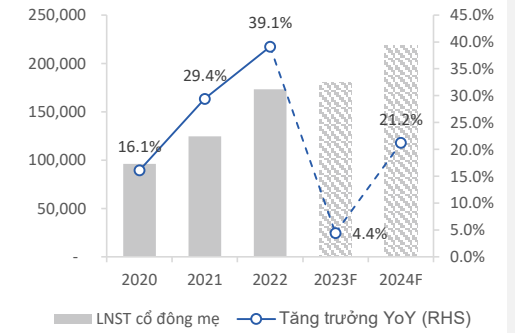
2023 年第 4 四半期に入ると、BSC は NIM 及び貸付成長率の周期的な加速への期待として、利息収入が主な成長原動力となると考えております。しかし、貸付コストの圧力が短期的には冷めないのは 2023 年の利益回復を制限すると評価しております。

BSC は銀行の 2023 年及び 2024 年の税引後利益をそれぞれ、前年同期比+4%増、+21%増となると予測しております。

2024 年には利息収入は急増すると予測



2024 年には税引後利益は回復すると期待。(10 億ドン)

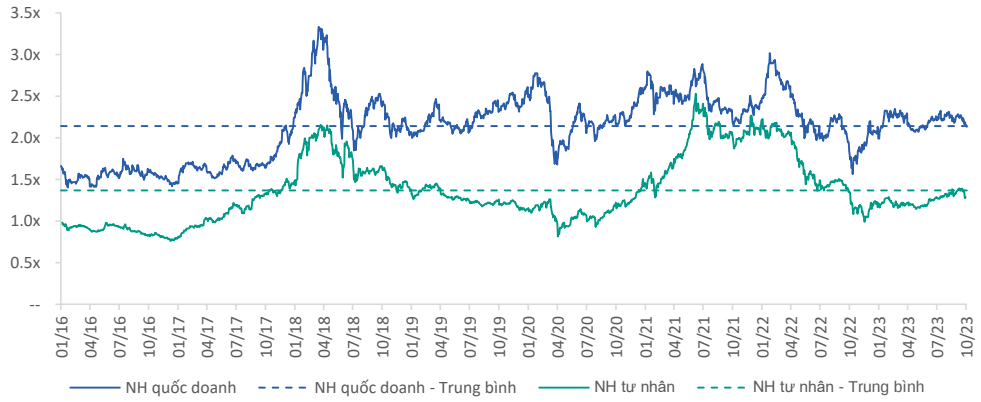


ソース: BSC Research

銀行業界が次の成長周期のための累積に適した水準で評価されている。

個人銀行の平均 P/B は 1.3x、国営銀行の平均 P/B は 2.1x である。BSC は銀行業界が 2024 年から回復する期待として、この P/B が累積に適した水準だと考えております。そのために、BSC は銀行業の 2023 年第 4 四半期の投資見通しを「中立」と下方修正しており、2024 年の投資見通しを「有望」と評価しております。

銀行の現在評価は累積に適する。



ソース：Bloomberg, BSC Research

商業用不動産「中立」

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

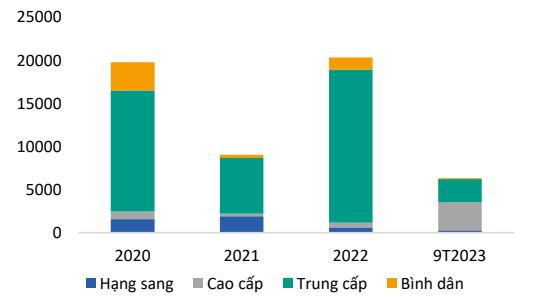
- 新規供給源が不足している状況にあり、市内で高層ビール、中級区分を集中している。さらに、ほとんどの投資主は需要を高めるプログラムを展開している。2023 年第 2 四半期以後吸収率は改善傾向を維持するだろう。
- 社債償還額が 2023 年 12 月～2024 年 3 月に多額に達するが、第 8 号/ND-CP 議定のおかげで、流動性の圧力が 2023 年初のように強くない。
- しかし、第 8 号/ND-CP 議定及び第 2 号/2023/TT-NHNN 通達は臨時解決策だろう。困難を乗り越えるために、(1)企業のコア経営基盤、(2)政府が法律を完成し、健全で透明な環境を生み出すのは必要がある。
- 住宅法及び土地法のおかげで、2024 年に商業用不動産は好調になると期待されている。
- 資金源が開放されるのは (1) 魅力的な金利水準と共に、案件の法律的な問題が解決されている、(2) 販売進捗が回復している、(3)社債を通じて資本調達チャネルが「再起動」兆しを見せているということから由来する。
- BSC は商業不動産業の 2024 年の投資見通しを「中立」と評価しております。

新規供給源が不足している状況にあるが、(1)新規製品は市内で高層ビール区分を集中している、(2)需要を高めるプログラムを展開していることのおかげで、吸収率は改善傾向を維持するだろう。

Cushman & Wakefield によると、ホーチミン市のアパート市場での新規供給源が前四半期比+291%増、前年同期比-24%減の 1,250 製品となった。そのうち、中級区分は 84%を占め、The Glory Height 案件、Akari 案件から由来した。販売価格が安定な水準で維持し、吸収率が 42%に達した。

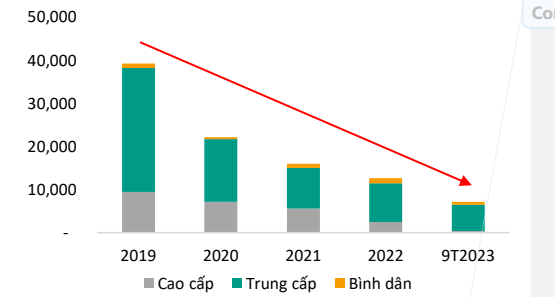
ハノイ市場での新規供給は前四半期比-47%減、前年同期比-65%減の 1,891 製品となった。そのうち、中級区分は 92%を占めたが、吸収率が前四半期比-16%減、前年同期比-42%減となり、平均販売価格が前四半期比+2%増、前年同期比+13%増の 5,400 万ドン／平方メートルに達した。

ホーチミン市でのアパート供給源



ソース: Cushman & Wakefield

ハノイ市でのアパート供給源

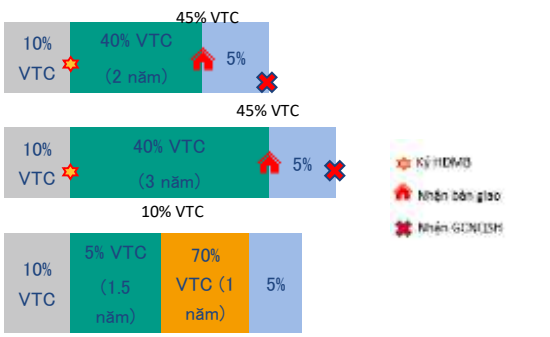


ソース: Savills

Commented [RB2]: Lỗi chart à

住宅購入者の心理が慎重的な状態にある背景には、BSC は優遇販売プログラム及び住宅ニーズに応える商品を適用する傾向は近い将来も続くと考えております。

消費刺激政策は短期的に利益率に影響を与える可能性があるが、吸収率及びキャッシュフローを保証することができる。



商業住宅購入ローンの優遇金利は 7.2～11.8%/年である。優遇期限が切れる場合、金利は 10.5～15.5%となる。

銀行	優遇金利	最大貸付率(%)	最大期限	変動幅
BIDV	7.8%	100	30 年	4.5%
Agribank	8.0%	100	5 年	3.0%
Vietinbank	8.2%	80	20 年	3.5%
Vietcombank	8.2%	70	20 年	3.5%
Sacombank	8.0%	100	30 年	3.5%
OCB	9.5%	100	30 年	4.4%
SHB	7.5%	75	25 年	N/A
HDBank	8.2%	85	25 年	4.5%
Techcombank	10.5%	70	35 年	3.0%
MSB	9.0%	90	35 年	3.5%
PVComBank	9.0%	85	20 年	4.3%
TPBank	8.5%	100	30 年	2.5%

Commented [RB3]: Lỗi chart à

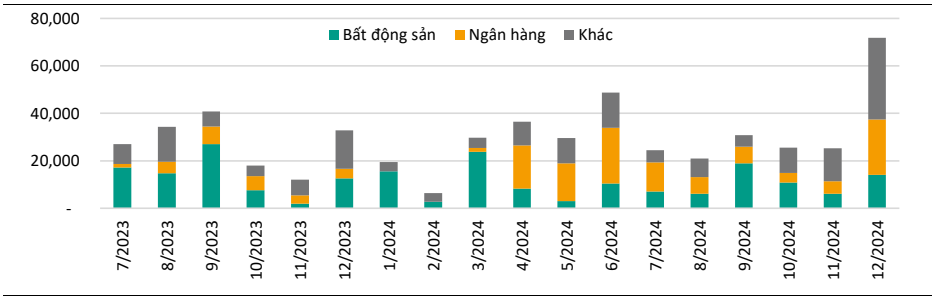
ソース：Glory Heights 及び Vinhomes Sky Park の販売政策

VPBank	11.8%	75	25 年	3.0%

ソース：batdongsan.com.vn

社債償還額が 2023 年 12 月～2024 年 3 月に多額に達するが、第 8 号/ND-CP 議定のおかげで、流動性の圧力が 2023 年初のように強くない。

社債償還額が 2023 年 12 月～2024 年 3 月に多額に達する。



ソース：HNX, Fiinrating, BSC Research

第 8 号/ND-CP 議定及び第 2 号/2023/TT-NHNN 通達は臨時解決策だろう。この政策によると、2023 年～2024 年期間に償還期限を迎える社債が最大 24 カ月に延長される。したがって、2025 年～2026 年には再び困難が生じるだろう。そのために、企業は償還の圧力を軽減するために、展開や販売の能力を能力する必要がある。BSC は政府の努力のおかげで、法律が 2024 年下半期に段々完成し、更なる政策や指導通達が発行される可能性があると考えております。

土地法、住宅法及び不動産経営法は近い将来に修正し、完成される見込み

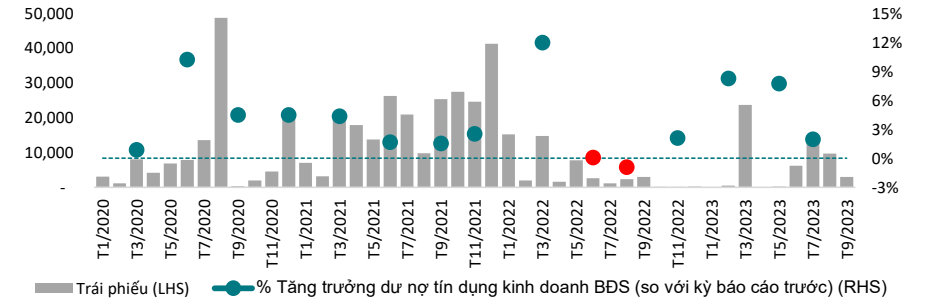
ソース：Batdongsan.com, BSC Research

2023 年 10 月 13 日には、首相は土地の管理、利用、土地引渡し、特に土地評価に関する障害を取り除くための第 965 号/CD-TTG 公電を署名した。

建設省によると、不動産案件の障害は土地価格確認から主に由来している。そのために、不動産供給源に対してこれはポジティブなシナリオだと評価しております。

関連法律が完成した後、案件展開向けの資金原が企業の発展にとって重要な要素だと考えております。資金源が開放されるのは（1）魅力的な金利水準と共に、案件の法律的な問題が解決されている、（2） 販売進捗が回復している、（3）社債を通じて資本調達が回復兆しを見せているということから由来する。

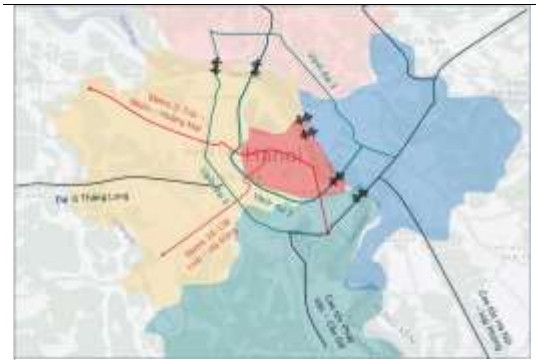
社債及び貸付チャネルを通じて資本調達が「再起動」兆しを見せている。



ソース：HNX, VBMA, BSC Research

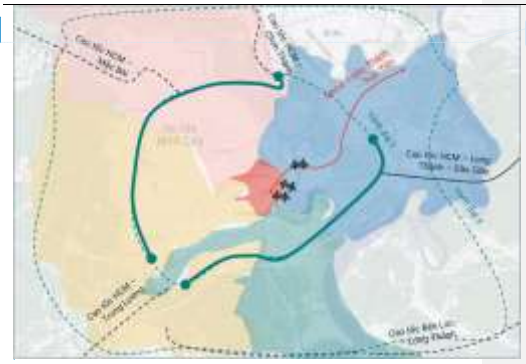
接続インフラは集中されている。2023 年 9 ヶ月には、公共投資の実行額は前年同期比+2.15 倍の 58 兆ドンで、年間計画の 61%を達成した。接続インフラの発展は住宅需要が都心から郊外まで移転することを促進すると期待されております。

交通インフラが都市の人口密度を下げる傾向をサポートし、ハノイで需給差を縮小する。



ソース： Batdongsan.com.vn

交通インフラが都市の人口密度を下げる傾向をサポートし、ホーチミン市で需給差を縮小する。



ソース：Batdongsan.com.vn

Commented [RB5]: Lỗi chart à

BSC は新規供給源は（1）法的環境が明確になり、（2）公共投資及び企業の包括的な再構成のおかげで、需給佐が縮小される、（3）住宅購入者の心理がより積極的になるという要素を基づく、新規販売開始の案件数が 2023 年末～2024 年初に増加すると信じております。

投資観点—中立

BSC は商業不動産業の 2023 下半期～2024 年期間の投資見通しを「中立」と評価しております。

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside (%)
IJC	1,941	−1%	491	−4%	1,477	8.6	0.5	7%	7%	12,650	21,700	72%
DXG	4,524	−18%	133	−38%	217	83.2	0.8	1%	1%	18,050	22,700	26%
NLG	4,965	14%	660	19%	1,699	18.8	1.3	3%	3%	32,000	46,100	44%
KDH	2,421	−17%	846	−23%	978	29.9	1.7	3%	3%	29,200	40,700	39%
VRE	8,972	22%	3,886	40%	1,506	16.2	1.5	8%	8%	24,400	36,200	48%
VHM	110,466	77%	33,445	16%	7,678	5.3	1.0	8%	8%	40,500	79,900	97%

ソース：BSC Research

2. 公共投資からの恩恵を受ける業界

鉄鋼業 [中立]

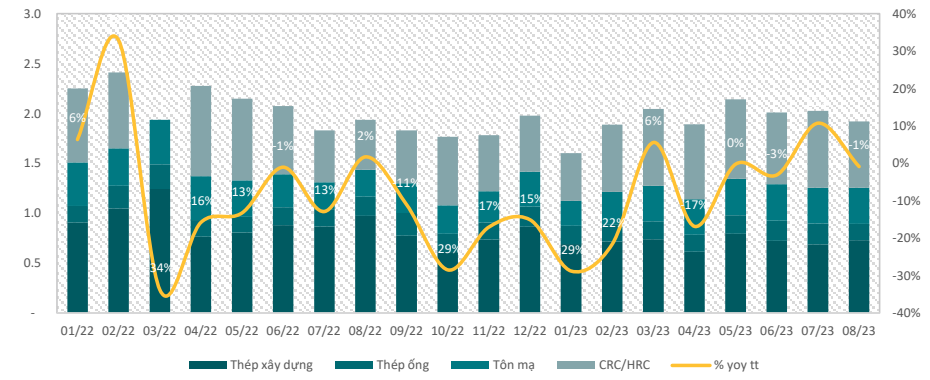
分析者: Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

- **2023 年第 3 四半期には、鉄鋼消費量は前年同期比+6%増、前四半期比+0%増の 600 万 t となった。**第 4 四半期に入ると、BSC は(1)鉄鋼輸出量が過去最高値に達した後、段々減少する、(2)国内消費量が低い水準で留まると予測しております。
- **4 月以後、鉄鋼価格は下落傾向にある。原因は(1)国内需要が低い、(2)中国からの鉄鋼との競争ということから由来した。**第 4 四半期に入ると、BSC は国内鉄鋼価格が(1)国内需要が低い、(2)輸出額が年末に減少する、(3)中国からの鉄鋼との競争ということで、わずかに下落すると予測しております。
- 2023 年第 3 四半期には、安い投入原材料のおかげで、売上総利益率は引き続き上昇した。
- リスク: (1)中国の鉄鋼と競争、(2)多くの国がアンチダンピング措置を導入する。

2023 年第 3 四半期には、鉄鋼消費量は前年同期比+6%増、前四半期比+0%増の 600 万 t となった。原因は(1)2022 年の低い水準、(2)鉄鋼輸出量が前年同期比+73%増となったということです。第 4 四半期に入ると、

- **鉄鋼輸出量は 7 月～8 月にピークに達した後、第 4 四半期に徐々に減少すると予測されております。**BSC は ユーロ圏と米国における鉄鋼不足の状況は季節的なものだと考えております。消費需要は弱いなので、ユーロ圏や米国の輸入傾向は年末に徐々に減少するだろう。
- **国内鉄鋼消費量は低い水準で留まった。**9 月には、鉄鋼業界は回復兆しを見せていない。(1)工場が国内消費量を補うために輸出量を向上させた、(2)生産コストが増加したが、鉄鋼企業が鋼材価格を引き上げることを制限した。したがって、BSC は国内需要が第 4 四半期に低い水準で留まると考えております。

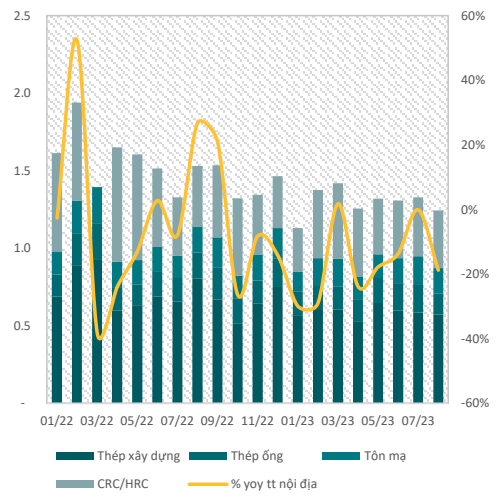
2023 年第 3 四半期には、鉄鋼消費量は前年同期比+6%増となった。



ソース：BSC Research

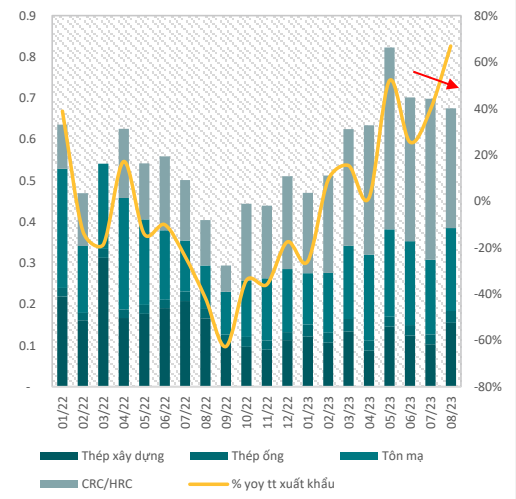
鉄鋼国内消費量

100 万 t



鉄鋼輸出量

100 万 t

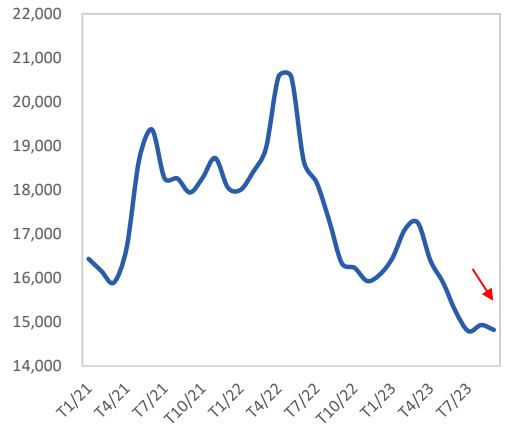


ソース：BSC Research

4 月以後、鉄鋼価格は下落傾向にある。原因は（1）国内需要が低い、（2）中国からの鉄鋼との競争ということから由来した。第 4 四半期に入ると、BSC は世界鉄鋼価格が需給バランスを達したことで、横に推移すると予測しております。一方、国内鉄鋼価格はわずかに下落した。

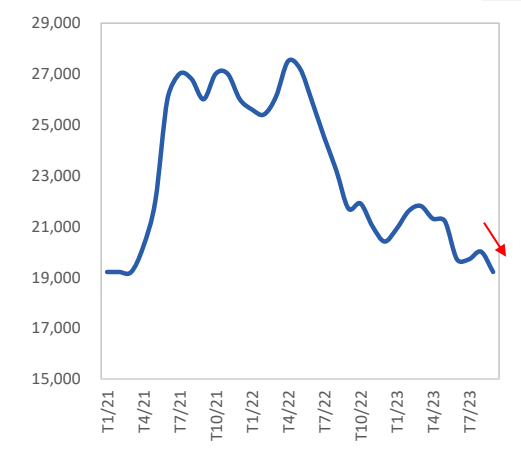
2023 年第 3 四半期の建設用鋼材価格は前四半期比-6%減、前年同期比-14%減となった。

VND/キログラム



2023 年第 3 四半期の鋼管価格は前四半期比-5%減、前年同期比-15%減となった。

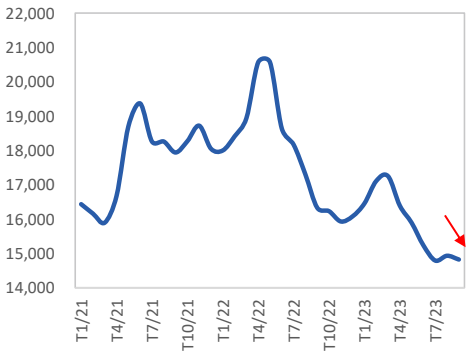
VND/キログラム



ソース：BSC Research

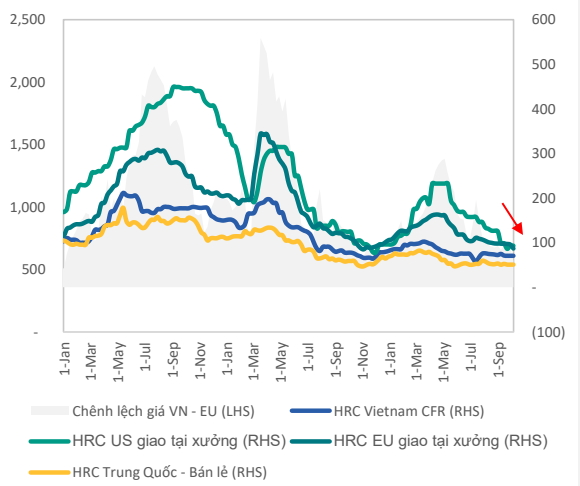
2023 年第 3 四半期の亜鉛メッキ鋼板価格は前四半期比-6%減、前年同期比-13%減となった。

VND/キログラム



2023 年第 3 四半期の HRC 価格は前年同期比-8%減、前年同期比-12%減となった。

USD/t

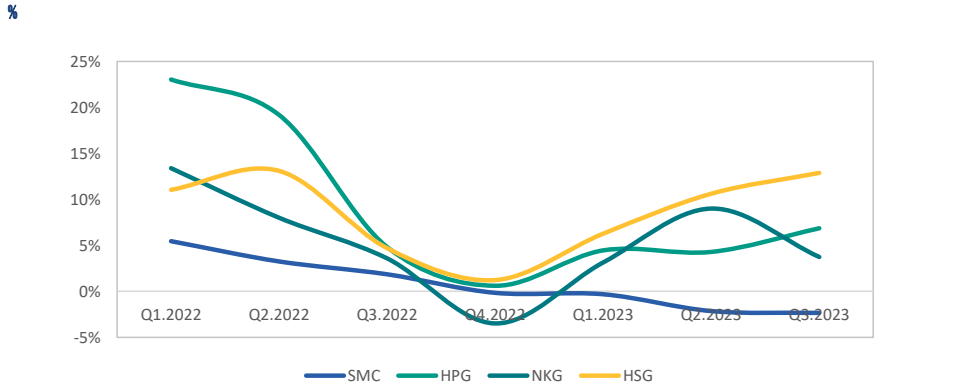


ソース：BSC Research

鉄鋼企業の売上総利益率は 2023 年第 3 四半期に明暗で分かれた。第 2 四半期末に原材料価格が急増したことで、HSG 及び HPG の売上総利益率は前四半期比+2.3～2.5%増となった。

第 4 四半期に入ると、投入コストが高いですが、国内鉄鋼量が増加しない背景には、BSC は鉄鋼企業の売上総利益率が低下すると予測しております。

第 3 四半期には、鉄鋼企業の売上総利益率が引き続き上昇した。



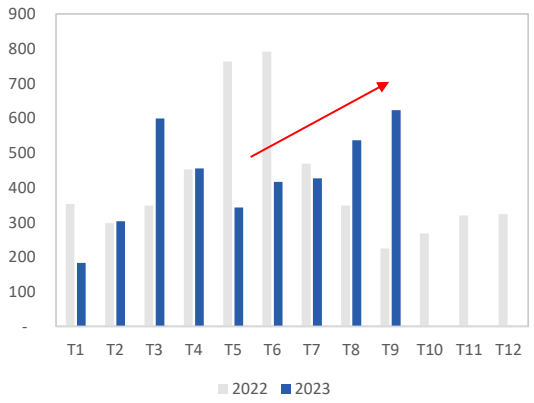
ソース：BSC Research

リスク：

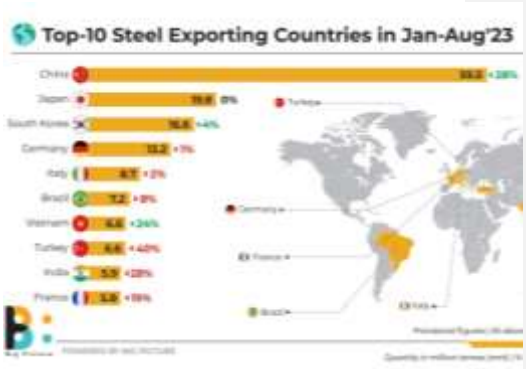
- **中国の鉄鋼と競争リスク。**第 3 四半期には、安価格なので、中国鉄鋼輸入量が前年比+52%増となった。中国経済の回復が遅い場合、中国の鉄鋼企業はベトナムを含む近隣市場へ鉄鋼輸出を推進するだろう。
- **アンチダンピング措置を導入されるリスク。**2023 年 8 ヶ月には、中国とベトナムの鉄鋼生産量はそれぞれ、+24%、+28%となり、世界最大の鉄鋼輸出国の一つとなった。現在、BSC はインド、マレーシアなどが国内鉄鋼価格に対して予防措置を導入している。これは近い将来にベトナムの鉄鋼に影響を及ぼすだろう。

2023 年第 3 四半期に、中国からの輸入額は前年同期比+52%増となった。

100 万 USD



2023 年 8 ヶ月には、中国とベトナムの鉄鋼生産量はそれぞれ、+24%、+28%増となった。



ソース：BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は商業不動産業の 2023 年第 4 四半期のの投資見通しを「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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside (%)
HPG	111,115	−21%	5,626	−34%	968	25.9	1.4	3%	6%	25,100	26,000	4%
HSG	31,651	−36%	23	−91%	38	521.5	1.1	0%	0%	19,450	25,000	29%

セメント業[中立]

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

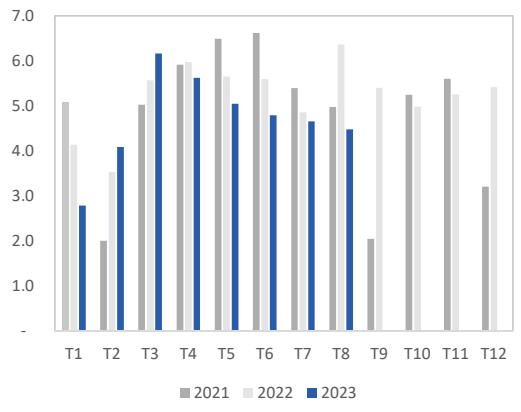
- 2023 年 8 ヶ月には、国内セメント消費量は前年同期比-10%減の 3700 万 t に達した。BSC は第 4 四半期に国内セメント消費需要が低いと考えております。2023 年には、BSC は 2023 年の国内消費量が前年比-10%減の 5,600～5,700 万 t に達すると予測しております。
- 2023 年 8 ヶ月には、中国の輸入需要が低いなので、セメント輸出量は前年同期比-3%減の 2,350 万 t となった。10 月に、中国市場が回復兆しを見せていない。そのために、BSC は第 4 四半期の輸出量が低い水準で留まると示した。
- 2023 年第 3 四半期には、セメント産量が低い水準で留まったことで、売上総利益率は下落した。BSC は第 4 四半期に石炭価格が高騰するが、消費量が増加しなかったら、売上総利益率が低下すると予測しております。

国内消費量が減少した。

2023 年 8 ヶ月には、建設材料需要が低いので、国内セメント消費量は前年同期比-10%減の 3,700 万 t となった。第 3 四半期には、季節性要素により消費量は前四半期比 -10%減となった。建材業界はいまだ回復の兆しを見せていない。BSC は第 4 四半期には国内セメント需要は低迷すると考えております。2023 年の国内セメント消費量予想は 前年比 -10% 減の 5,600 万～5,700 万 t に達する。

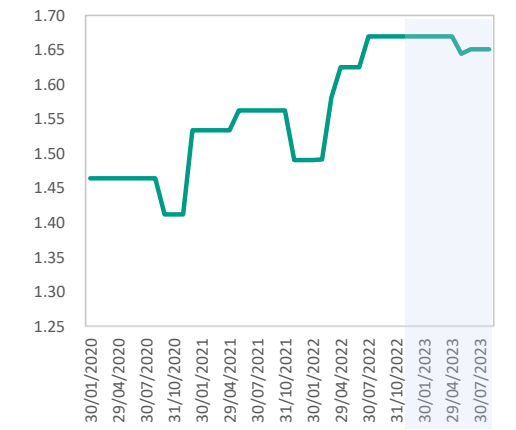
2023 年 8 ヶ月の国内セメント消費量は前年同期比-10%減となった。

100 万 VND/t



セメント価格は年初比+0%増の 170 万 VND/t となった。

100 万 VND/t



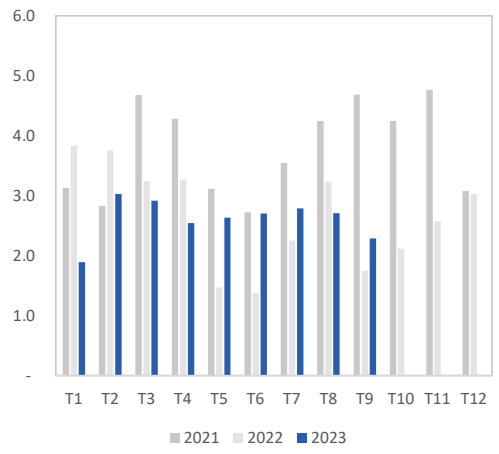
ソース: 総合

輸出−中国市場がまだ回復しないことで、輸出量が低い水準で留まった。

2023 年 9 ヶ月には、中国の輸入需要が低いなので、セメント輸出量は前年同期比−3%減の 2,350 万 t となった。輸出価格は前四半期比−3～4%減となったのは中国で石炭価格が上昇したが、セメント価格が下落したということから由来した。10 月に、中国市場が回復兆しを見せていない。そのために、BSC は第 4 四半期に輸出量が回復しないと考えております。

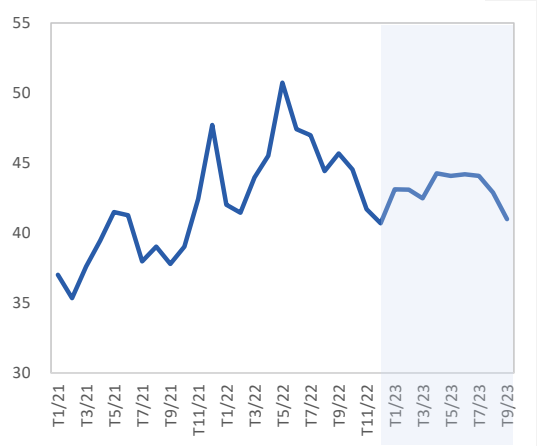
2023 年 9 ヶ月には、セメント輸出量は前年同期比−3%減となった。

100 万 t



セメント及びクリンカー輸出価格が年初比変動しない。

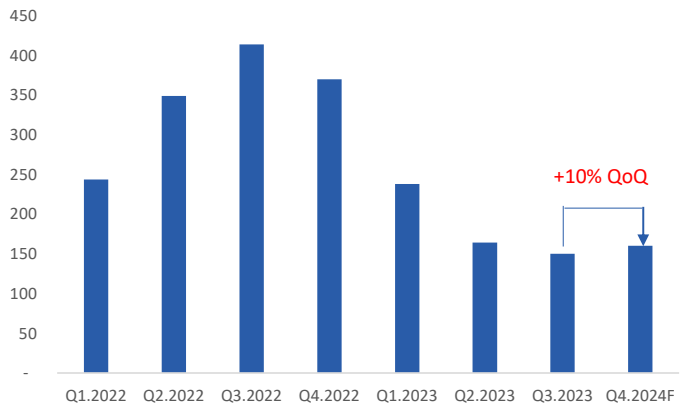
100 万 VND/t



ソース:総合

季節性要素により、2023 年第 3 四半期の売上総利益率が低下した。第 4 四半期には、BSC は(1)年末に排出削減政策を適用する見込まれることで、生産量を確保するために中国の重工業工場が生産能力を向上させる、(2)エルニーニョ現象により、エネルギー価格が上昇するということを基づく、石炭価格が上昇すると考えております。したがって、BSC は第 4 四半期の売上総利益率が前四半期比 0.5% ～1%減となると評価しております。

2022 年第 1 四半期～2024 年第 4 四半期期間の平均石炭価格



ソース:総合

投資観点—中立

BSC は商業不動産業の 2023 年第 4 四半期のの投資見通しを「中立」と評価しております。

いくつかのセメント企業の業績予測

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside (%)
HT1	7,051	−21%	9	−97%	23	523.8	0.9	0%	0%	12,150	14,000	15%

ソース：BSC Research

インフラ建設業[有望]、土木建設業[中立]

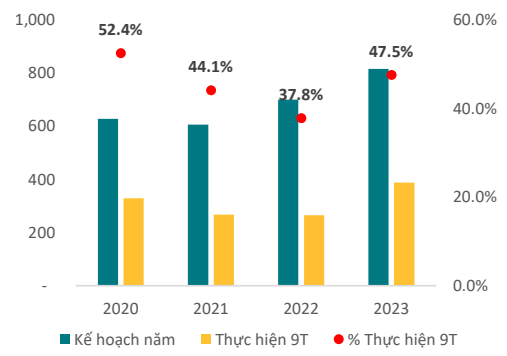
分析者: Vũ Xuân Trường *Email: truongvx@bsc.com.vn*

- 2023 年 9 ヶ月には、公共投資の実行額は 388 兆 5,590 億ドンで、過去最高値に達した。
- 南北高速道路のの第 1 期及び第 2 期の部分的なパッケージの実施進捗は確保されている。
- Long Thanh 空港は 2024 年～2026 年期間に建築企業の原動力となる。
- 大量の未実施契約額は 2024 年～2025 年期間インフラ建設企業の収入を確保するだろう。
- 建築企業の利益率は近い将来に上昇すると予測されている。
- 2025 年まで、政府のインフレ投資の需要はまだ高い。
- 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。
- 2023 年第 4 四半期～2024 年期間には不動産市場が回復するのは請負主の困難を最小限に抑える。
- BSC は 2023 年第 3 四半期～2024 年にはインフラ建設業の見通しを「有望」、土木建設業の見通しを「中立」と評価しております。

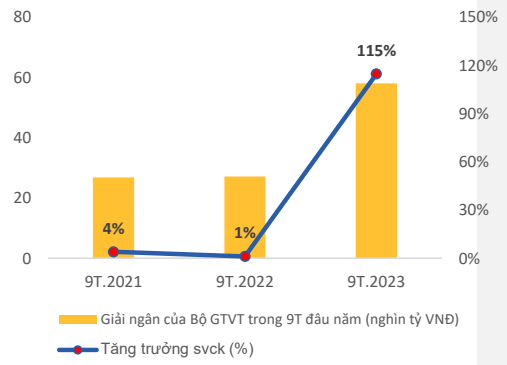
インフラ建設事業ー公共投資実行の進捗加速へ期待

2023 年 9 ヶ月には、公共投資の実行額は前年同期比+46.9%増の 388 兆 5,590 億ドンで、過去最高値に達し、年間計画の 47.5%に達成した。しかし、(1) 国内消費、輸出、民間投資の指標が低下している背景には、2023 年の GDP 成長率が前年同期比+6%となる 、(2) 公共投資の実行率が少なくとも 95% に達するという目標を達成するには、政府は 023 年第 4 四半期にさらなる公共投資の実行を促進する必要がある。BSC は 2023 年の公共投資の実行率が計画の約 85%に達し、インフラ建設企業に大きな仕事量を生み出すと予測されております。

2023 年 9 ヶ月の公共投資の実行額は過去最高値に達した。



交通運輸省の公共投資の実行額は一連の高速道路、陸路案件の展開のおかげで、前年同期比 2 倍となった。



ソース: 財務省、BSC Research

南北高速道路のの第 1 期及び第 2 期の部分的なパッケージの実施進捗は確保されている。

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	全長（キロメートル）	投資額（10 億ドン）	進捗
1	南北高速道路案件（第 1 期）	645	102,513	11 案件うちの 8 案件を完成した。残りの案件は 2024 年上半期に完成する見込まれる。
2	南北高速道路案件（第 2 期）	729	146,990	進捗の通りに進んでいる。計画の 5%～20%を達成した。

ソース：BSC Research

Long Thanh 空港は 2024 年から 2026 年までの建設ビジネスの成長の原動力となるでしょう。2023 年 7 月末の時点で、第 1 段階の 2,532 ヘクタールは土地収用された。また、2023 年第 3 四半期には、第 3 案件の大きなパッケージは請負主を見つかりました。BSC はこれらのパッケージのおかげで、2023 年～2026 年の期間に大きな収益をもたらすだけでなく、参加企業の信頼性を高めると評価しております。

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

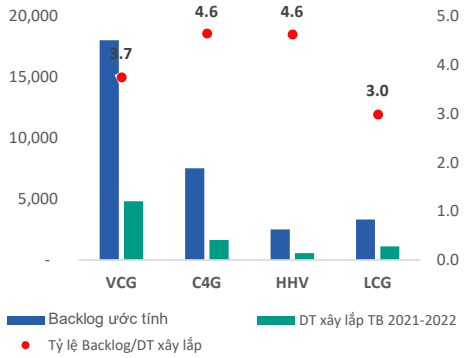
大量の未実施契約額は 2023 年～2025 年期間インフラ建設企業の収入を確保するだろう。南北高速道路の第 2 期の部分的な案件の請負主となると指定されたのはインフラ建設企業が大量の未実施契約書額を保有している。この未実施契約書額は 2021 年～2022 年期間における建設事業による収入より 3～6 倍で、次の 2～3 年に仕事量を保証する可能性がある。BSC は 2023 年下半期に一連の建設が着工されていることで、企業の収入及び利益が 2023 年第 4 四半期～2024 年期間に計上されると予測されております。

（1）多くの案件、特に南北高速道路の第 2 期のパッケージが請負主を指定できた、（2）安定的な原材料価格及び既存供給原が建設企業の資本コストを削減するということのおかげで、建設企業の利益率は近い将来に上昇すると予測されております。

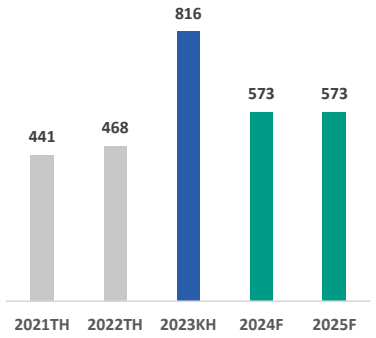
2025 年まで、政府のインフレ投資の需要はまだ高い。2021 年～2025 年期間の実施額が 2,870 兆ドンに達し、2025 年における高速道路が 3,000 キロメートルを建設すると計画だ。

BSC は VCG、HHV、LCG などの大手建設企業が政府の公共投資強化から恩恵を受けると期待しております。

インフラ建設企業の推定未実施案件額は 2021 年~2022 年期間の平均レベルに比べて 3～5 倍となる。



2025 年までの公共投資の実行額の計画



ソース：商工省、BSC Research

投資観点—有望

BSC はインフラ建設業の 2023 年第 4 四半期～2024 年期間の見通しを「有望」と評価しております。

いくつかのインフラ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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
HHV	2,824	35%	300	14%	911	15.9	0.6	1%	3%	14,500	19,000	31%
FCN	3,833	26%	110	178%	676	19.1	0.7	1%	3%	12,900	17,900	39%
LCG	3,240	222%	167	−13%	871	12.8	0.8	2%	6%	11,150	15,500	39%

ソース：BSC Research

土木建設業—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。新規認可案件数の減少は(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) 不動産不動産が回復段階に入ったばかりで、吸収率が前期のように高くないということから由来した。

2023 年第 4 四半期～2024 年期間には、不動産市場が回復するのは土木企業にさらなる仕事量をもたらし、建設請負主の困難を削減すると期待されている。

投資観点—中立

BSC は建設業の 2023 年第 4 四半期～2024 年期間の見通しを「中立」と評価しております。

いくつかの土木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11月3日の終値	目標価格	Upside
CTD	18,335	26%	135	552%	1,711	33.6	0.5	1%	2%	57,500	73,700	28%

ソース: BSC Research

港湾業「有望」

分析者: Tô Đình Hiền Viên *Email: vientdh@bsc.com.vn*

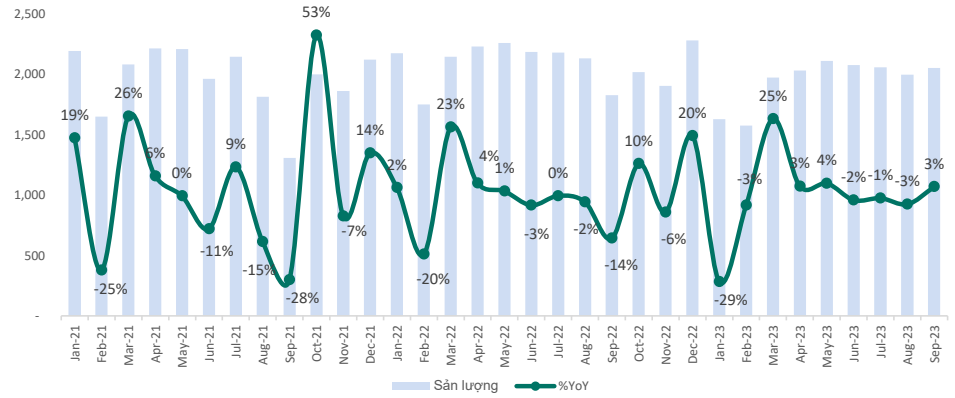
- 2023 年第 3 四半期には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比+1.5%増、前四半期比+0.2%増の 623 万 2,000TEU となった。この取扱量が前四半期比増加したのは低い水準から由来した。
- BSC は 2023 年下半期には主要な国々での需要が回復することで、港湾業の 2023 年の第 4 四半期の見通しを「有望」と評価しております。

2023 年第 3 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+1.5%増、前四半期比+0.2%増の 623 万 2,000TEU となった。一般的に、2023 年第 3 四半期には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は世界経済の低迷と消費者の需要がまだ回復していないことで、前四半期比あまり増加しない。しかし、コンテナ取扱量はいくつかの主要な領域で明確に明暗で分かれている。

- Hai Phong 地域では、Nam Dinh Vu 港は、Nam Hai Dinh Vu 港からの取扱量のおかげで、前年同期比+272%増、2 年間連続高い成長率を記録した。Song Cam 川での残り港は前年同期比 3 ～60%減となった。ほとんどの港は前四半期+3～90%増となった。原因は(1)第 2 四半期の低い水準、(2)中国がインフレをコントロールでき、消費需要が回復し始めたということから由来した。
- Cai Mep Thi Vai 地域では、ユーロ圏、米国での消費需要が回復したことで、ほとんどの港湾は前年同期比約+11%増となった。Cai Mep Thi Vai 港は前四半期比+22%増となった。そのうち、最も成長率は GML だった。

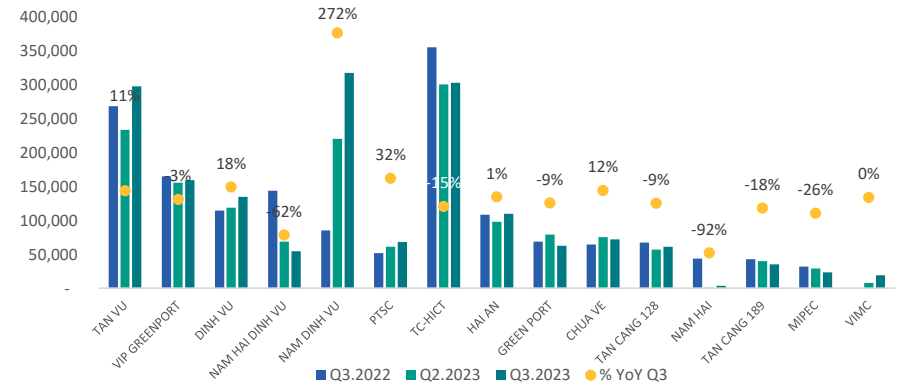
2023 年下半期には、BSC は (1)米国、ヨーロッパ市場の受注需要が年末に回復する、(2) 中国がインフレをコントロールでき、消費需要が増加するということで、港湾を通じるコンテナ取扱量が引き続き回復すると期待しております。

ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量



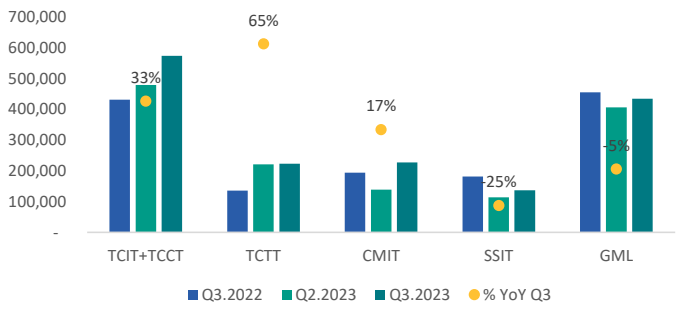
ソース：BSC Research

Song Cam 川港を通じるコンテナ取扱量



ソース：BSC Research

Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量



ソース: BSC Research

業界	銘柄	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 年の第 2 四半期/2023 年第 1 四半期	年初比
港湾	GMD	−7%	1%	−28%	−5%	13%	1%	32%
港湾	VSC	4%	15%	−70%	−20%	−3%	21%	3%
VN インデックス		**4%**	**−25%**	**4%**	**−25%**	**11%**	**−5%**	**3%**

2023 年第 2 四半期には、港湾業の株価は市場より高くなった。BSC は 2023 年末の消費需要を満たすために、貨物量が増えるにしたがって、コンテナ取扱量も増加すると期待しております。

投資観点ー有望

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
GMD	3,645	−7%	3,010	130%	8,092	7.9	2.0	16%	8%	65,000	75,800	17%
VSC	2,042	2%	159	−60%	761	14.0	1.0	2.0%	3.3%	24,600	27,300	11%

ソース:BSC Research

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: Tô Đình Hiền Viên Email: vientdh@bsc.com.vn

コンテナ運輸業

- 2023 年第 3 四半期に、コンテナ価格指数は低い水準で留まった。2023 年第 4 四半期には、BSC は、(1) 供給の大幅な増加、(2) 運送需要が低いという要素を基づくコンテナ運賃が前四半期比 71%減少する見方を維持しています。
- BSC は(1)過剰な船供給源、(2)運輸需要が低い、(3)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ということで、コンテナ運輸業(HAH、PHP)の 2023 年第 4 四半期の投資見通しを「弱気」と推奨しております。

原油製品運輸業

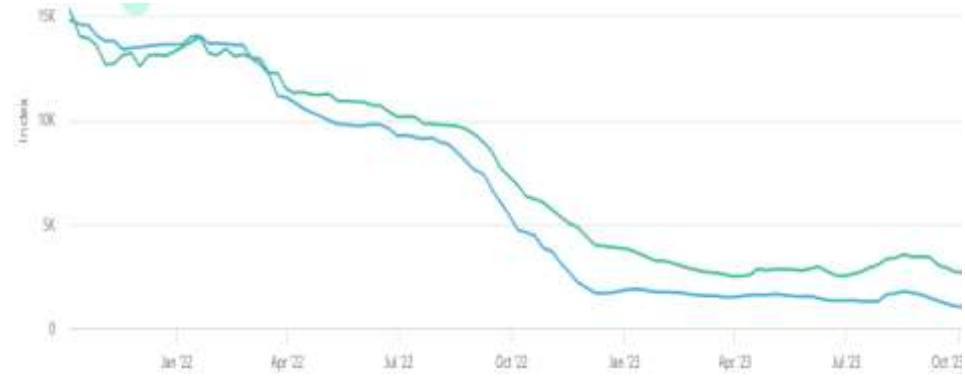
- 2023 年第 3 四半期には、(1)ヨーロッパでの石油サプライ チェーンの混乱、(2)タンカーの供給不足ということで、運輸価格が高水準で維持した。しかし、2023 年下半期には原油製品運輸業は前年同月比大きく成長しないだろう。
- BSC は原油製品輸送業(PVT)の 2023 年投資見通しを「有望」と推奨しております。

コンテナ運輸業

2023 年第 3 四半期には、コンテナ価格指数は低い水準で留まった。具体的には、

1. 9 月の世界平均スポットコンテナ運賃は前月比-23%減、前年同期比-71%減の日当たり 11,176 ドルとなった。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-11%減、前年同期比-32%減の日当たり 1,499 ドル、前月比-10%減、前年同期比-17%減の日当たり 917 ドルとなった。運賃低下の原因は(1)過剰な船供給源、(2)運輸需要が低いということです。

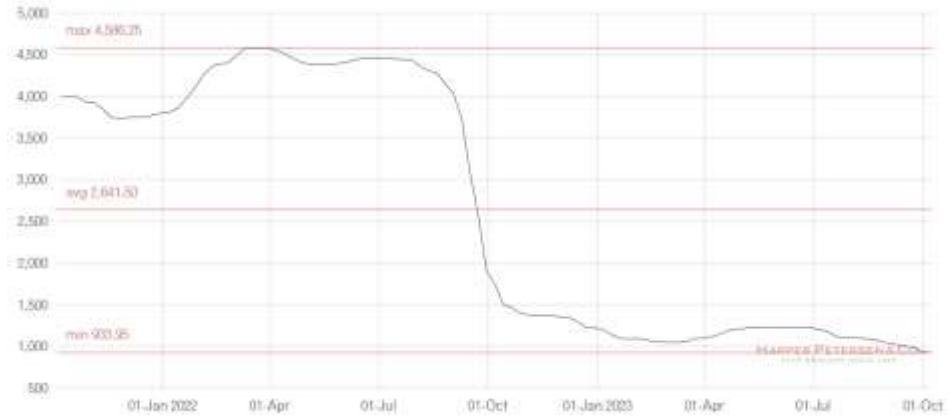
中国から米国、ヨーロッパへのコンテナ運賃は低い水準で引き続き留まった。



ソース:WCI

2. 定期用船運賃は前四半期比改善しなかった。Harper – Pertersen 指標（船賃貸指標）は 4,500 から 1,000 に低下した。2023 年第 3 四半期には、定期用船運賃は前年同月比−50%減の日当たり 1 万 5,000 ドルの周りで推移した。BSC は高値で定期用船賃貸契約書が終了し、運輸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ということで、定期用船賃貸が下落傾向を続けると予測しております。

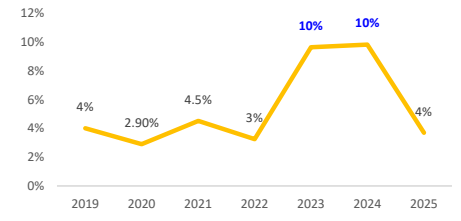
Harper – Pertersen 指標を見ると、2023 年上半期に定期用船賃貸は底を間もなく打った。



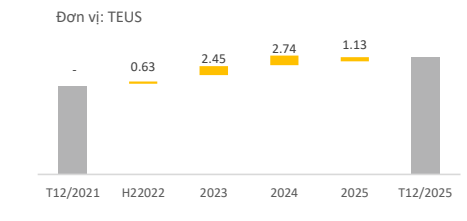
ソース：Harper Petersen & Co

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 3 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、原油運賃が高い水準で引き続き維持した。そのうち、VLCC の運賃が前四

半期比 3%減、前年同期比+7%増の 3 万 7,500 ドル/日だった。Suezmax の運賃は前四半期比-6%減、前年同期比+12%増の 3 万 6,500 ドル/日 となった。また、Aframax の運賃は前四半期比-17%減、前年同期比+10%増の 3 万 7,500 ドル/日となった。

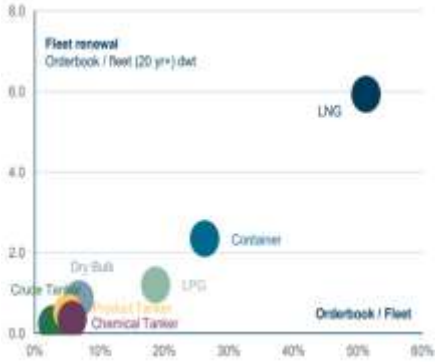
2023 年の残り分の見通しについては、BSC は、原油製品運輸業が以下の要素のおかげで、高い原油・燃料運賃から恩恵を受け続けると考えております。

(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) 輸送距離が長い: EU の懲戒処分に対応するために、ロシアが石油を中国やインドなどのアジア国に輸出する傾向があることで、輸送距離がより長くなるにしたがって、運送運賃が上昇した。
(3) 地政学的戦争：ハマス・イスラエル戦争が始まってから、原油運賃は前月比+50%以上上昇した。BSC は戦争が近隣諸国に広がる可能性があることで、原油運賃は上昇傾向を維持すると考えております。

原油製品運輸船運賃は 2023 年 9 月に高い水準で留まった。

ソース: Fearnleys

新規受注/原油運送用船の比率は 2023 年に低い水準で留まっている。



ソース: BIMCO

業界	銘柄	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	Q1.23/Q4.22	Q2.23/Q1.23	YTD
コンテナ運輸業	HAH	-34%	-7%	-75%	-37%	6%	32%	79%
原油製品運輸業	PVT	-6%	4%	51%	63%	-6%	12%	47%
VN インデックス		4%	-25%	4%	-25%	11%	-5%	3%

BSC はコンテナ運賃が下落傾向を維持し、船舶賃貸契約が減少している背景には、原油運送業の株価のポジティブな動きと反対して、原油運送企業の経営活動は 2023 年下半期にまだ改善していないと評価しております。

投資観点

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

いくつかの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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
HAH	4,524	41%	425	-63%	3,276	6.8	1.2	6%	10%	34,100	39,272	15%
PVT	9,987	10%	1,043	22%	3,069	8.5	1.1	8%	14%	27,500	31,700	15%

ソース：BSC Research

航空サービス業[有望] – 航空運輸業[中立]

分析者：Tô Đình Hiền Viên *Email: vientdh@bsc.com.vn*

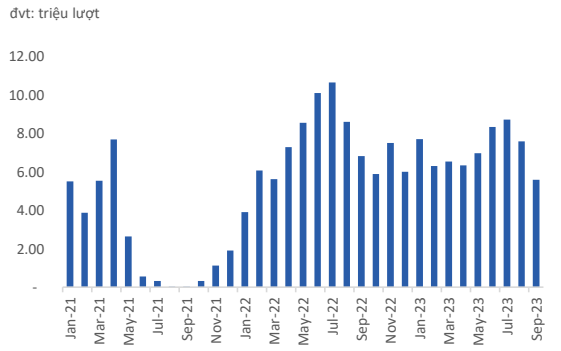
- 2023 年第 3 四半期には、航空を通じる旅客数及び貨物量は回復を見せていない。
- 2024 年第 4 四半期には、航空サービス業の業績が前四半期比回復する見込みです。しかし、航空運輸業は 2023 年末まで前向きな傾向を維持しにくいだろう。
- BSC は航空貨物サービス業の 2023 年投資見通しを「有望」、航空運輸業を「中立」と評価しております。

航空サービス業–新型コロナウイルス感染症の流行前に比べて回復する兆しを見せている。

2023 年 9 ヶ月には、ベトナム航空を通じる旅客数（国内線及び国際線を含む）は 2019 年比 101%増となった。そのうち、第 3 四半期の航空を通じる旅客数は前四半期比+1%増、前四半期比+5%増となった。前レポートに比べて、BSC は季節性のおかげで、ベトナム航空を通じる旅客数を前年比+19%増の 1 億 1,700 万人となると予測しております。

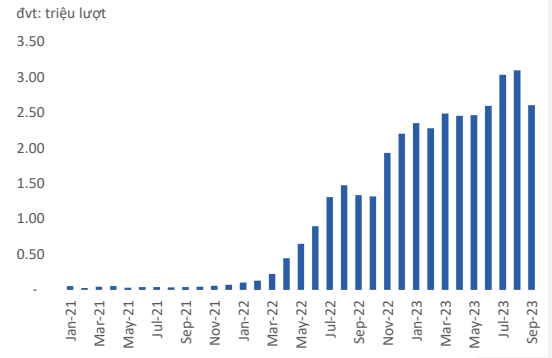
2023 年 9 ヶ月には、国内線旅客数は前年同期比-5%減となった。

100 万人



2023 年 9 ヶ月には、国際線旅客数は前年同期比+256%増となった。

100 万人



ソース: BSC Research

-国内線旅客数: 2023 年第 3 四半期には、国内線旅客数は前四半期比 1% 増、前年比 16% 減の 2,190 万人となった。国内線旅客数が前年比減少したのは感染症流行中に滞留していた旅行需要が解放されたことで、2022 年に旅客数が急増したということから由来した。BSC は(1) 2023 年上半期には休暇が長くなったことで、観光需要も高まった、(2) 入学時期が始まったことで、多くの家族が旅行を制限したということを基づく、第 4 四半期に国内線旅客数が前四半期比減少すると考えております。

BSC は 2023 年第 4 四半期の国内線旅客数が前四半期比 -8%減、前年比 +4%増の 2,020 万人、2023 年の国内線旅客数が前年比-3.1%減となると予測しております。

-国際線旅客数 - 2019 年に比べて回復したが、明暗で分かれた。

- **新型コロナウイルス感染症後大きく回復した市場グループ**:ヨーロッパ(ロシアを除く)、アメリカ、東南アジアは早く経済活動を再開したことで、ほぼ 100%回復した。しかし、ロシアとウクライナ間の政治的緊張により、ロシアが感染症前の水準に比べて 17%回復した。
- **新型コロナウイルス感染症後遅く回復した市場グループ**:経済不況により国民が支出を引き締めたため、中国は感染症前の水準に比べて 28%しか回復しなかった。韓国と日本は 50～70%とゆっくりと回復していた。

前レポートに比べて、BSC は(1)外国人旅行者が年末にリゾートを選択する傾向が高まる、(2) 2023 年第 3 四半期半ばから電子ビザの有効期間が 90 日になる政策が発効しているということのおかげで、2023 年第 4 四半期の国際線旅客数の予測を前四半期比 1%増、前年比 63%増の 890 万ひと、2023 年の予測を前年比 168%増の 3,220 万人と上方修正しております。

2023 年の国際線旅客数(推移)

千人

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	2023F
- Trung Quốc	13	27	36	47	148	417	565	512	1,605
- Hàn Quốc	18	91	182	478	811	751	983	805	1,390
- Nhật Bản	3	28	68	78	117	134	170	178	588
- Đài Loan	8	36	42	60	132	191	253	271	846
- Hoa Kỳ	18	58	109	242	207	187	175	177	726
- Nga	1	4	9	22	36	27	28	30	108
- Malaysia	1	21	54	94	115	127	101	118	461
- Thái Lan	1	21	61	119	105	121	85	113	475
- Úc	1	25	50	66	97	88	98	70	353
- Vương quốc Anh	2	18	32	45	67	62	58	62	249
- Singapore	1	33	54	91	76	78	74	77	306
- Ấn Độ	0	28	43	78	78	80	80	81	317
- Khác	68	341	595	959	1,292	1,180	1,181	1,190	4,838
Tổng lượng khách	105	997	1,531	2,225	3,311	3,448	3,833	3,688	14,271

2019 年同期に比べている 2023 年第 3 四半期の国際線旅客数(%)

%

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Tỷ trọng năm 2019	% Đóng góp vào mức độ phục hồi Q3.2023
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	[illegible]
- Trung Quốc	1%	2%	2%	3%	11%	35%	38%	32%	12%
- Hàn Quốc	1%	10%	30%	41%	73%	82%	78%	24%	19%
- Nhật Bản	1%	11%	27%	32%	50%	58%	44%	5%	2%
- Đài Loan	4%	7%	17%	24%	64%	83%	90%	5%	5%
- Hoa Kỳ	5%	33%	62%	80%	94%	96%	99%	4%	4%
- Nga	0%	3%	7%	13%	18%	19%	21%	4%	1%
- Malaysia	1%	14%	40%	54%	80%	75%	68%	3%	2%
- Thái Lan	1%	17%	61%	73%	116%	100%	102%	3%	3%
- Úc	0%	20%	55%	47%	89%	90%	114%	2%	2%
- Vương quốc	1%	21%	44%	57%	75%	83%	78%	2%	1%
- Singapore	1%	41%	77%	87%	112%	103%	104%	2%	2%
- Ấn Độ	0%	46%	108%	148%	194%	205%	200%		
- Khác	4%	25%	63%	71%	114%	142%	127%	14%	17%
Tổng								100%	72%

ソース: GSO, BSC Research

第 3 四半期末には、ブレント原油価格の上昇と共に、ジェット油– A1 価格が再び上昇したのは航空業界の利益率に対して圧力をかけた。そういう主な理由は OPEC+グループが供給原を引き締め、いくつかの国で生産を停止したためです。 2023 年 9 月時点では、ジェット油– A1 価格は前年比+48%増の 118 ドル/バレルとなった。

次の数ヶ月に政治的緊張だけでなく、OPEC+が原油価格を高く保つために減産を維持していることで、原油価格は今後も原油価格が大きく変動する可能性がある。そのために BSC はジェット油– A1 価格予測を前年比 57%増の 110 ドル/バレルから前年比 69%増の 120 ドル/バレルと上方修正しております。

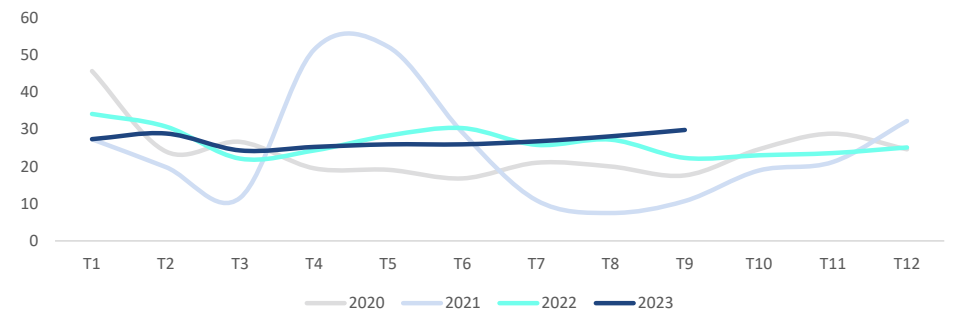
2023 年第 3 四半期のジェット A1 原油価格の推移

ソース: BSC Research

航空を通じる貨物量

2023 年第 3 四半期には、航空を通じる貨物量は前四半期比+12%増、前年同期比+10%増の 15 万 7,000tとなった。BSC は(1)ベトナムの主要輸出国の経済が回復している、(2)年末に商品の需要が増加するということで、2023 年下半期に貨物量が回復すると予想している。

航空を通じる貨物量



ソース: BSC Research

投資観点

1 BSC は、2023 年下半期に旅客数の回復のおかげで、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」から「中立」と上方修正しております。

農業業 [中立]

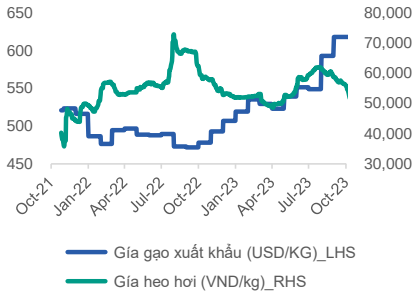
分析者: Phạm Thị Minh Châu *Email: Chauptm@bsc.com.vn*

- 2023 年第 3 四半期業績は 2023 年上半期の低い水準から回復すると推定されております。
- 2023 年第 4 四半期の業績は季節特性にもかかわらず需要の低迷による課題を引き続き直面しているため、各企業の業績は明暗がわかれるだろう。
- BSC は農業業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

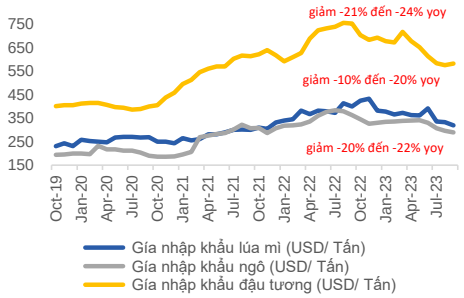
（1）農産物（前四半期比 9%増）と畜産物（前四半期比 11%増）の販売価格が落ち着きの兆しを見せているが、高い水準で維持している；（2）小麦、トウモロコシ、大豆などの輸入穀物価格が下落する傾向にあり、前年同期比 14%～24%減となったという要素のおかげで、2023 年第 3 四半期業績は 2023 年上半期の低い水準から回復すると推定されております。

（2）

農産物と畜産物の販売価格が高い水準で維持している。



食品原料の価格が下落している



ソース: GSO, Agromonitor

2023 年第 4 四半期の業績は季節特性にもかかわらず需要の低迷による課題を引き続き直面しているため、各企業の業績は明暗がわかれるだろう。

1. **食品グループ**：販売価格が食料安全保障の問題により高い水準で維持していること、投入原材料価格の下落傾向が 2023 年第 4 四半期の売上総利益率を改善する原動力となると予想しております。しかし、天候の複雑な展開と借入費用が高水準で維持するのはこれらの企業の利益率を圧迫するだろう。
2. **精糖グループ**：異常気象による砂糖供給の減少及び原油価格が高い水準で留まっている時のエタノール生産への転換傾向を背景には、販売価格が高水準を維持していることで、売上総利益率が引き続きプラスとなっている。
3. **畜産グループ**：豚の平均肉価格は 2023 年第 3 四半期に 9.8%減となった。

しかし、家畜用飼料の原材料価格が前年同期比 14%～24%減となり、2023 年第 4 四半期の業績が低い水準で留まる背景には、DBC、BAF などの畜産業のバリューチェーンを所有する企業は好調な業績を記録すると予想されております。

また、BSC は農業業の現在株価が 2023 年第 3 四半期の業績が回復するとの期待を反映しているとの見方を維持しております。

投資観点 – 中立

BSC は農業業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

投資観点：(1) 短期的には、エルニーニョ現象に伴う農産物や畜産物の価格変動のおかげで、有望となる。、(2) 中期的には、銘柄選択。

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
DBC	12,875	11%	58	1017%	240	81.4	1.0	1%	3%	19,500	24,500	26%
QNS	10,193	23%	2,068	61%	5,561	8.0	2.0	16%	23%	46,600	58,300	25%

ソース: BSC Research

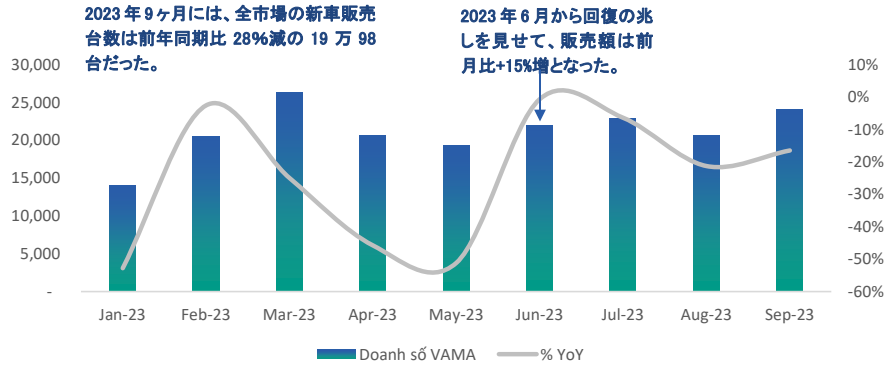
自動車業[中立]

分析者: Nguyễn Dân Trưởng *Email: Truongnd@bsc.com.vn*

- 2023 年 9 ヶ月には、全市場の新車販売台数は前年同期比 28%減の 19 万 98 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 9 ヶ月には、全市場の新車販売台数は前年同期比 28%減となった。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。ベトナム自動車工業会(VAMA)の発表によると、2023 年 9 ヶ月には VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年同期比 28%減の 19 万 98 台でだった。

2023 年 9 ヶ月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 3 四半期には、自動車販売企業の純利益は前年同期比 16～94%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 3 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)	
	Q3/22	Q3/23	% YoY	9T22	9T23	% YoY	Q3/22	Q3/23	% YoY	9T22	9T23	% YoY	Q3/23	9T23
VEAM	1,233	885	−28%	3,486	2,871	−18%	1,919	1,607	−16%	5,276	4,902	−7%	+2%	+1%
HAX	233	146	−37%	811	371	−54%	10	3	−70%	27	9	−67%	−1%	+1%

CTF	1,970	1,115	-43%	5,177	2905	-44%	58	8	-86%	193	15	-92%	0%	0%
SVC	5,029	5,035	0%	14,448	14,283	-1%	160	9	-94%	417	34	-92%	-2%	-1%

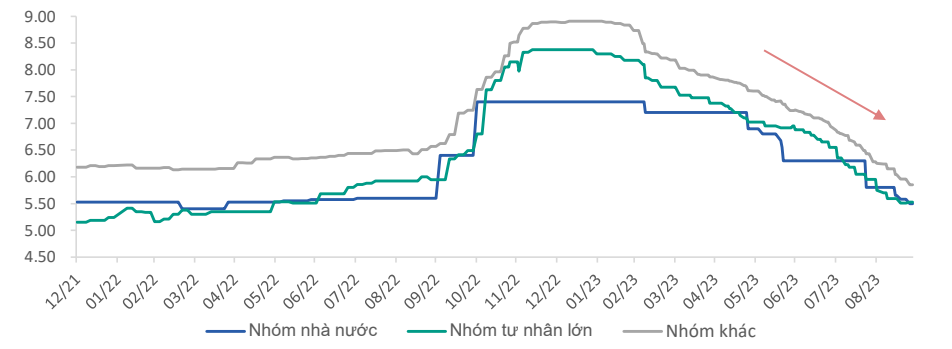
ソース: Fiinpro, BSC Research

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(%)

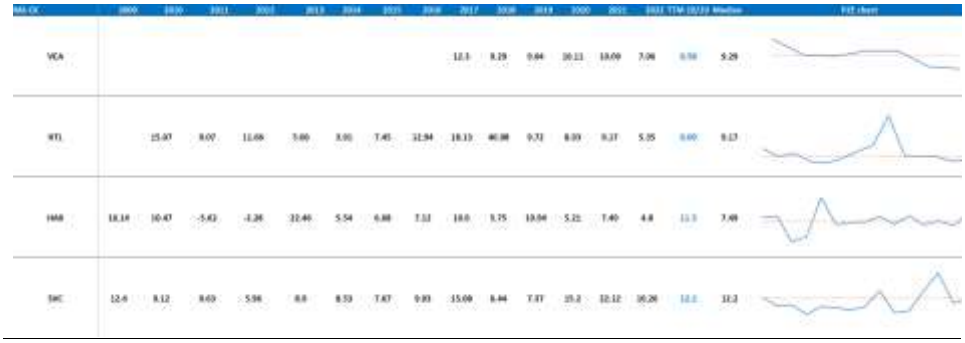


ソース: Fiinpro, BSC Research

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
VEA	4,350	−8%	7,105	−6%	5,347	6.9	1.8	25%	23%	36,700	45,000	23%

ソース: BSC Research

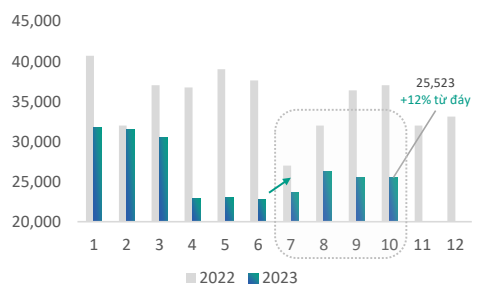
化学業[中立]

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

- 2023 年第 3 四半期には、(1)需要の改善、(2)エネルギー価格の上昇という要素のおかげで、いくつかの化学価格が回復した。
- BSC は化学業の 2023 年見通を「中立」、2024 年見通しを「有望」と評価しております。

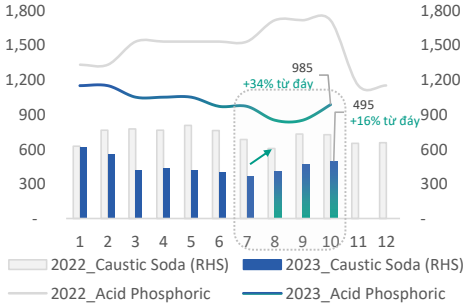
需要の改善は 2023 年第 3 四半期にいくつかの化学品の価格を増加させた。

黄リン価格は 2023 年 7 月から回復した(CNY/t)



ソース: Sunsirs, BSC Research tổng hợp

リン酸と苛性ソーダ（RHS）の価格が再び上昇した(USD/t)

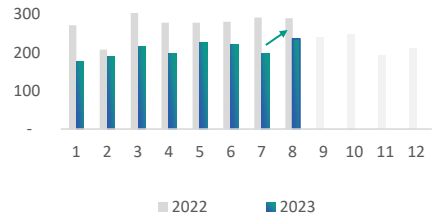


ソース: Bloomberg, BSC Research

基本化学品の需要回復は化学品価格を再び上昇させた。在庫が低水準に減少し、化学品の需要が増加したことで、市場が活発に取引し、化学品の価格が上昇した。具体的には、2023 年 10 月には、黄燐価格は前年同期比 31%減の 25,500CNY/t、リン酸と苛性ソーダの価格はそれぞれ、同 43%減の 985 ドル/t、同 32 現の 495 ドル/tだった。

化学品の輸出は回復し。2023 年 8 月に最高水準を記録した。

化学品の輸出額(100 万 USD)



ソース: Customs, BSC Research

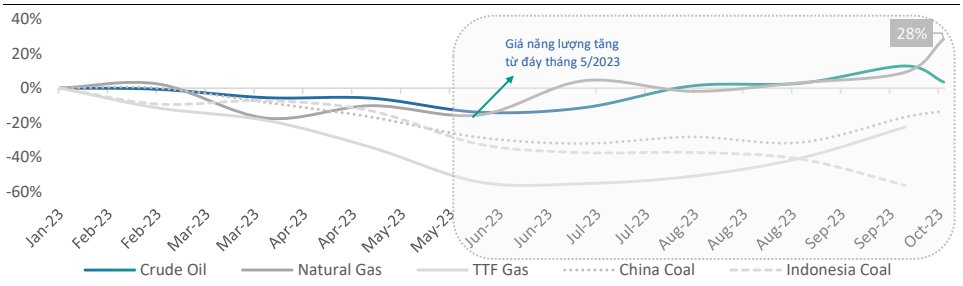
- 2023 年 8 ヵ月には、ベトナムの化学品の輸出額は前年同期比 25%減の 16 億 5,400 万ドルだった。
- 2023 年 8 月単には、ベトナムの化学品輸出額は前月比 19%増、前年同期比 18%減の 2 億 3,500 万ドルだった。

BSC は化学品の需要が 2023 年第 4 四半期に引き続き改善されると期待しております。

BSC は化学品の需要が 2023 年第 4 四半期と 2024 年に引き続き改善されることで、化学価格が引き続き回復すると期待しております。

エネルギー価格の回復は商品価格の上昇を促す原動力となるだろう

エネルギー価格(+% YTD)



ソース: Bloomberg, BSC Research

2023 年 6 月以降、主要なエネルギー商品の価格が上昇し、生産コストも増加し、化学品価格が回復している。ブレント原油と石炭の価格は底値に比べて約 20%増加し、EU と米国のガス価格は底値に比べてそれぞれ 70%と 50%増加した。

BSC は、エネルギー価格が 5 月に底を打ち、政治的対立が激化したり、エネルギー輸出大国で事件が発生する場合、上昇が 2023 年末から 2024 年まで続く可能性があると考えている。エネルギー価格の上昇は化学品の価格上昇を支援する原動力になるだろう。

BSC は化学品価格が以下の要素を基づく 2023 年末と 2024 年に引き続き回復すると期待しております。

(1)化学品価格が大幅に下落しており、メーカーが価格を維持する傾向にある、(2)供給がエネルギー問題により引き締めている。

特に中国で電力不足、石炭価格の高騰、ガスの不足などのエネルギーに関する問題が 2023 年下半期より顕著になるため、化学品の供給はさらに困難になると考えています。供給の引き締めと化学価格の大幅な下落が、化学製品価格回復の主な原動力となっている。

BSC は化学業の 2023 年見通を「中立」、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 年見通を「中立」、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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
DGC	11,309	−22%	3,259	−41%	8,576	10.2	2.5	22%	24%	87,500	100,000	14%
CSV	1,482	−30%	272	−23%	6,154	6.3	1.2	17%	19%	39,000	48,000	23%

ソース: BSC Research

肥料業[中立]

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

- 国内の尿素生産量と平均販売価格は 2023 年第 3 四半期に回復した。
- 中国が尿素輸出を制限し、インドが輸入を増やしていることが、尿素価格が高い水準で留まり、ピークシーズンに入ると上昇し続ける原動力となっている。
- BSC は肥料業の 2023 年と 2024 年見通しを「中立」と評価しております。

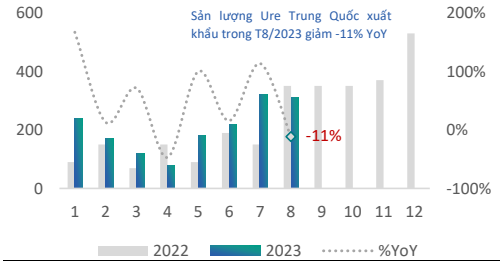
中国の輸出制限とインドの輸入増加は尿素価格の上昇を支援する良い兆候となっている。

中国が 2023 年 9 月から尿素輸出を制限している。

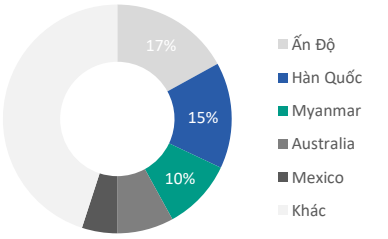
尿素価格の上昇と 2023 年初めに解除された輸出制限により、中国は 2023 年最初の 8 か月に尿素輸出を強化したことで、中国の尿素在庫は過去最低水準に減少した。肥料と食料の安全保障を確保するため、中国は 2023 年 8 月から輸出量を減らし、2023 年 9 月に正式に輸出を制限した。

中国の重要な輸出市場はインド（17%）、韓国（15%）とミャンマー（10%）であり、そのうち、韓国とミャンマーはベトナムの大肥料輸出市場でもある。世界の主要な肥料生産・輸出国として、BSC は、中国の尿素輸出制限が(1) 世界と国内の尿素価格の上昇を支援する、(2) ベトナムが尿素輸出における世界市場での競争を強化できると期待している。

肥料と食料の安全保障を確保するため、中国は 2023 年 8 月から輸出量を減らし、2023 年 9 月に正式に輸出を制限した



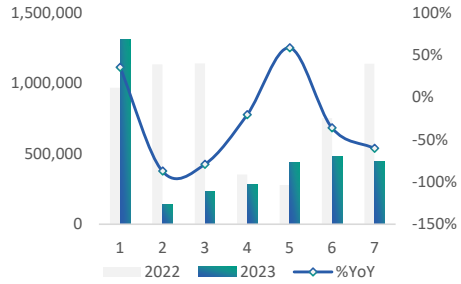
中国の重要な輸出市場



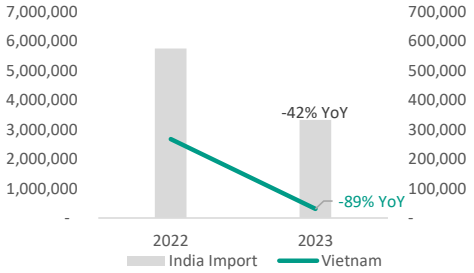
ソース: China Customs, BSC Research

2023 年 7 カ月には、インドの尿素輸入量は前年同期に比べて低かった。BSC は、インドが今年の主要作物に入る時に、2023 年末までに尿素の輸入量を増加すると期待しております。

インドが 2023 年末までに尿素の輸入量を増加すると期待しております(t)



2023 年 7 カ月には、インドはベトナムからの尿素輸入を削減した(t)



ソース: India Customs, BSC Research

2023 年 7 カ月には、インドの尿素輸入量は前年同期比 42%減の 330 万tで、このうちベトナムからの輸入量が前年比 89%減の 3 万tだった。原因は中国が 2023 年 7 カ月に尿素の輸出量を増加した。BSC は、インドが 2023 年末までに輸入量を増加すると期待しております。その理由は、(1) インドが今年の主要作物に入ること、(2) 尿素価格が再び上昇していることを背景に、尿素在庫不足を補う圧力があるためである。

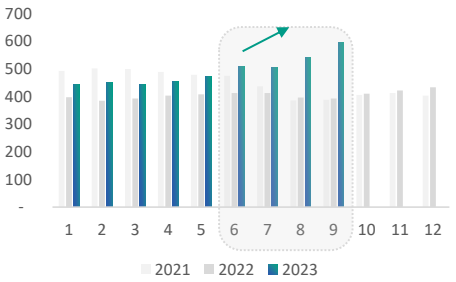
2023 年第 4 四半期と 2024 年見通し:BSC は尿素価格が 2023 年下半期に回復し、内需が 2023 年の残り期間に改善すると予想している。

*(1)*中国からの輸出圧力が低下し、インドが尿素輸入量を増加すると期待していることで、下落幅は縮小する。

(2)米価格が高い水準で留まり、肥料価格が低い水準に調整したことで、需要が改善される

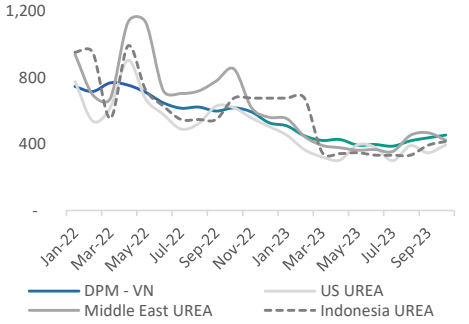
2023 年第 3 四半期の平均コメ輸出価格は高い水準で維持し、前年同期比 34%増、前四半期比 14%増の 546 ドル/tだった。BSC は、米価格の高騰と肥料価格の低下が国内の肥料需要を改善させると期待しております。

ベトナムの平均米輸出価格(USD/t)



ソース: Bloomberg, BSC Research

国内尿素価格と世界尿素価格(USD/t)



ソース: India Customs, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は肥料業の 2023 年見通を「中立」、2024 年見通しを「有望」と評価しております。

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
DPM	12,635	−32%	1,098	−80%	2,805	12.6	1.1	7%	10%	35,250	42,000	19%
DCM	12,047	−24%	1,039	−76%	1,916	16.7	1.6	7%	10%	32,750	36,000	10%

ソース: BSC Research

タイヤ業[中立]

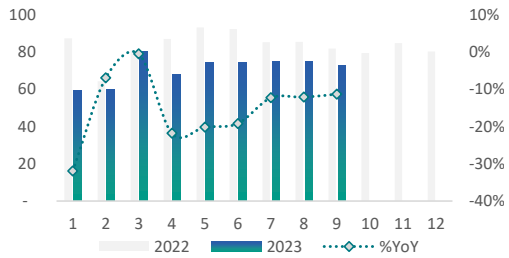
分析者: Lưu Thuỳ Linh *Email: Linhlt2@bsc.com.vn*

- 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、(3)一部の生産原材料の価格が再上昇している背景には、業務効率を維持する能力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。

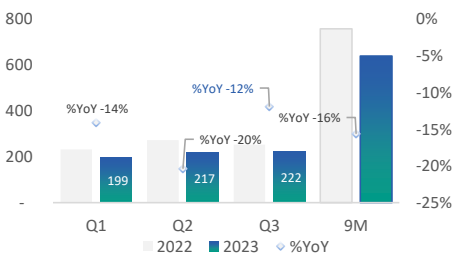
輸出市場から回復の兆し

2023 年 9 ヶ月には、ゴム製品の輸出額は前年同期比 16%減の 6 億 3,800 万ドルであり、2023 年第 3 四半期単と 9 月単のゴム製品輸出額がそれぞれ前年同期比 12%減、第 1 四半期比 11%増、第 2 四半期比 3%増の 2 億 2,200 億ドル、前年同期比 11%減の 720 万ドルだった。
BSC はタイヤ輸出市場が 2023 年第 4 四半期に引き続き回復すると期待しております。

2023 年 9 ヶ月のゴム製品の輸出額(100 万 USD)



輸出額は 2023 年第 3 四半期に回復した(100 万 USD)



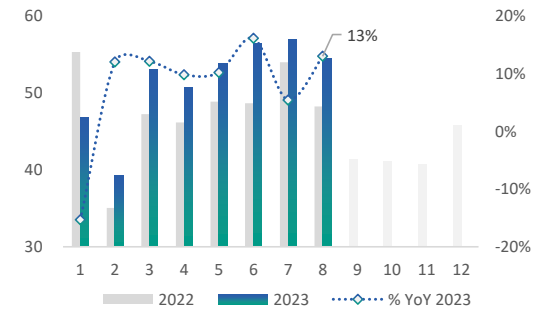
**タイヤが輸出ゴム製品の 50%を占めている* *ソース: Customs, BSC Research*

しかし、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。

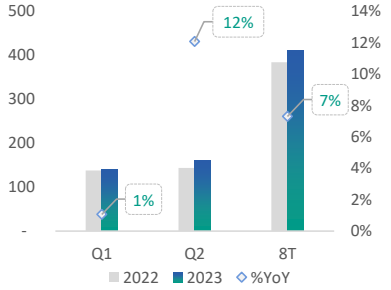
タイヤ輸出事業からの利益が増加していることで、中国のタイヤメーカーは対象市場を調整し、タイヤ輸出を拡大している。大規模な生産能力がある工場を所有し、投入材料を自給自足しているため、中国タイヤ製品の平均販売価格は海外市場でより競争力がある。

2023 年 8 ヵ月には、中国は前年同期比 7%増のタイヤ 4,110 万本を輸出した。2023 年 8 月単には、中国は前年同期比 13%増のタイヤ 550 万本を輸出した

2022 年と 2023 年 8 ヵ月の中国のタイヤ輸出量（千本）

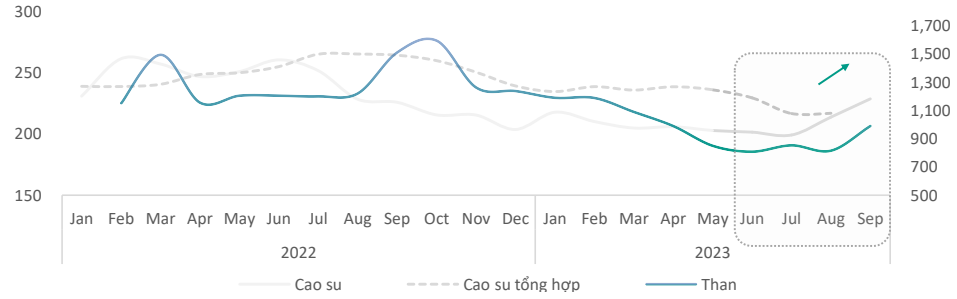


2023 年第 3 四半期には、中国のタイヤ輸出量が増加した（千本）



ソース: Bloomberg, BSC Research

いくつかの原材料の価格は上昇している傾向にある。
重要な原材料価格が上昇兆しを見せている(USD/t)



ソース: Bloomberg, BSC Research

ゴム、石炭、化学薬品などの主要原材料の価格は再び上昇する傾向にあり、活動効率が低下するリスクがある。2023 年第 3 四半期末には、ゴム価格と石炭価格はそれぞれ、前四半期比 14%増の 229 ドル/t、同 23%増の 990 ドル/tだった。

BSC は販売費用と管理費用が削減されることで、活動効率がサポートされると期待しております。タイヤ企業の 2023 年第 3 四半期販売費用と管理費用はそれぞれ、前四半期比 28%減、同 37%減となった。タイヤ企業の 2023 年第 2 四半期販売費用と管理費用ははそれぞれ、前四半期比 27%減、同 40%減となった。

投資観点 – 中立

BSC はタイヤ企業の業績が差別化されると考えています。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、(3)一部の生産原材料の価格が再上昇している背景には、業務効率を維持する能力である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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
DRC	4,946	1%	244	−21%	2,007	11.1	1.4	9%	13%	22,750	28,600	26%

ソース: BSC Research

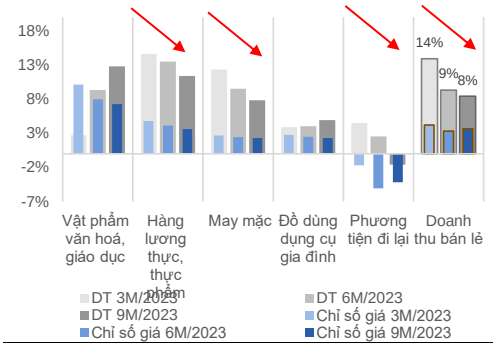
消費財・小売り業 [中立]

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

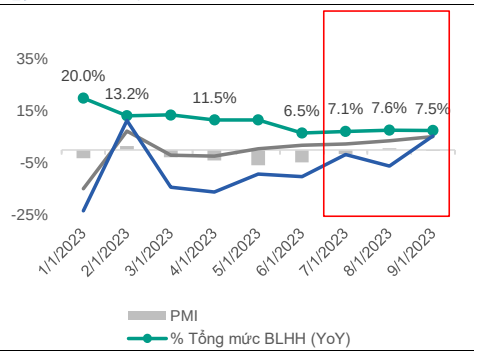
- 2023 年第 3 四半期の需要ははっきり回復な兆しをみせていなかった。
- 2023 年第 3 四半期業績は前四半期より前向きな兆しを見せて、2023 年第 4 四半期から回復傾向が株価の動きに反映されている。
- 上場小売企業の株価が中期的に上昇する可能性があるのは資本売却と M&A の動向という期待から来ます。
- BSC は小売消費業の 2023 年と 2024 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2023 年第 3 四半期の需要ははっきり回復な兆しをみせていなかった。2023 年第 3 四半期の小売売上高は前年同期比 7.3%増となった。

消費者需要は 2023 年第 3 四半期も引き続き鈍化している。



2023 年第 3 四半期のマクロ経済は回復の明確な兆候を見せなかった。



ソース: GSO, BSC, Fiinpro.

2023 年第 3 四半期と 2023 年 9 ヶ月における業績と株価の推移

	税引後利益（推定）			株価の推移		
	2023年第3四半期		2023年9ヶ月	YTD	YTD	Beta
	% QoQ	% YoY	% YoY	変更前	変更後	
MWG	(1.0)	123%	-90%			
PNJ	0%	-25%	0%			
DGW	-43%	23%	-50%			
MSN	(0.9)	-54%	-79%			
VNM	8%	13%	-1%			
QNS	60%	-29%	74%			
DBC	-94%	-96%	-77%			
BAF	(0.8)	367%	-75%			
SAB	-22%	-10%	-24%			

ソース: BSC

それによると、経営状況の観点を基づく、消費財・小売業の 2023 年第 3 四半期業績は、総需要の減少により前年同期に比べて引き続き減少すると見込まれております。しかし、BSC は 2023 年第 3 四半期の業績が前四半期に比べてより前向きな兆しを記録しており、業績の回復の勢いが 2024 年上半期まで続きるという見方を維持しております。

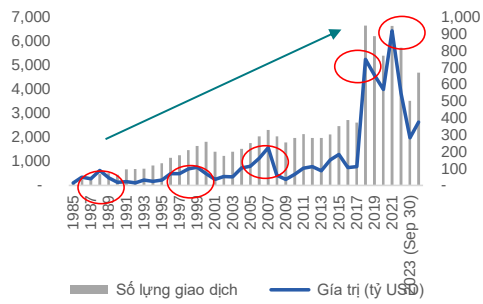
この見方は、以下の要因を基づく引き続き支持されています。

(1) 高値在庫の売却圧力は 2023 年第 2 四半期から減少している。

*(2)*金融緩和政策と政府による消費者支援の好影響が徐々に有効になっている。

*(3)*長期的な成長目標に向けた営業キャッシュフローを支援する事業部門の資本売却取引や M&A 活動への期待。

小売業における M&A の件数・規模が増加している傾向。



PE 方法を基づく、上場小売企業の株価が中期的に上昇する可能性がある(10 億 VND)

ソース: imaa-institute.org, BSC

2013 年～2023 年の期間におけるアジア地域の小売り企業の M&A・資本売却

企業にも同様のモデルがある

事業	期間	発生取引	価値 (10億USD)	目標 P/S (推定・回)	店舗数・スーパー	同様の経営モデルがある企業	観点
Chuỗi bán lẻ bách hoá/ cửa hàng tiện lợi 百貨店小売チェーン・コンビニエンスストア	2013 年	CP All 社が Siam Makro 社 を買収した	6.6	1.8	57	MWG が展開する食品販売チェーン「バックホアサイン BachhoaXANH、グリーン百貨」が店舗 1,700 ヵ所を保有している。	実現可能性がある
	2016 年	CRC はフランス Casino グループ からの Big C チェーンを買収した	1.1	1.8	73		
	2020 年	CP グループがタイ Tesco チェーンの株式 86.9%を取得した	10.6	0.8	2,000	畜産飼料、食品・飲料、鉱山採掘、金融事業を手掛ける持ち株会社マサングループ[MSN](Masan Group)傘下のウィンコマース貿易サービス(Wincommerce＝WCM)が店舗 3,300 ヵ所を保有している。	観察
	2020 年～2022 年	TCX の資本売却による WCM の推定価値	2.5–3.0	1.9–2.3	2,538 – 3,268		
医薬品小売チェーン	2023 年	Tập đoàn Dongwha Pharm (Hàn Quốc) đã ký thỏa thuận mua lại 51% cổ phần của Trung Sơn Pharma 韓国 Dongwha Pharm グループは、Trung Son Pharma の株式 51% を取得する契約に署名した。	0.06	1.1	140	MWG の薬局チェーン「アンカン(An Khang)」が店舗 500 ヵ所を保有している	観察
						FPT の薬局チェーン「ロンチャウ LongChau」が店舗 1384 ヵ所を保有している	観察

*企業の公表情報を基づいております 。 *ソース: BSC Research*

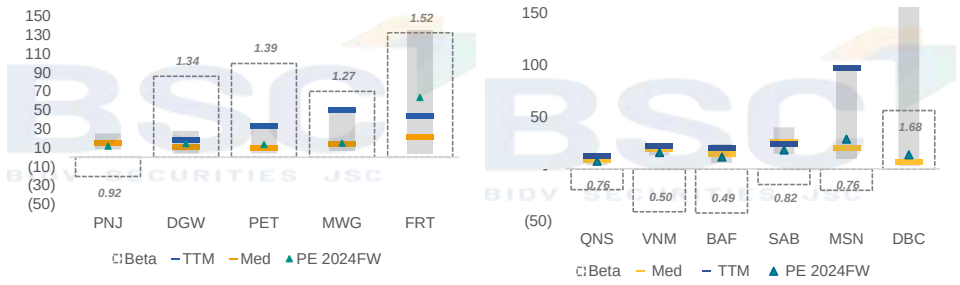
また、市場の視点に基づき、BSC は、小売・消費材業が前向きな兆しを見せているという見方を維持しております。

(1) 2023 年第 4 四半期と 2024 年の業績は回復する。

(2) 中期的な成長ストーリーがある。

そのために、市場が前のピークに比べて 10%~15%を下落した後、MWG、PNJ、MSN などの小売・消費財業に魅力的な投資機会があるだろう

消費財・小売業の株価の推移



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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
MSN	82,876	9%	567	−84%	396	161.3	2.5	2%	7%	63,900	76,400	20%
DGW	18,676	−15%	412	−40%	2,524	19.0	2.7	6%	15%	46,800	60,400	29%
MWG	122,025	−9%	371	−91%	254	153.5	2.3	2%	5%	38,950	55,700	43%
VNM	61,441	2%	8,684	2%	3,740	16.8	4.5	18%	27%	70,000	84,900	21%
PNJ	31,950	−6%	1,850	2%	5,142	13.1	2.6	13%	19%	73,800	95,600	30%

ソース: BSC Research

水産業[中立]

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

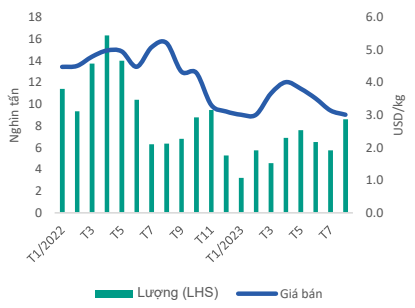
- 2023 年 9 ヶ月には、チャー魚の輸出額は前年同期比 44%減の 13 億 5,900 万ドルだった。しかしk、2023 年第 3 四半期には、チャー魚の輸出量は中国市場の回復のおかげで大幅に増加した。一方、米市場へのチャー魚輸出量が大幅に減少した。
- BSC は(1)米国へのチャー魚輸出価格が明確な回復をみせていない;(2)2023 年第 4 四半期と 2024 年の回復見通しは(i)季節的な要素、(ii)中国と米国での消費需要の改善という要素を基づく、水産業の 2023 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2023 年 9 ヶ月には、チャー魚の輸出額は前年同期比 44%減の 13 億 5,900 万ドルだった。しかしk、2023 年第 3 四半期には、チャー魚の輸出量は中国市場の回復のおかげで大幅に増加した。一方、米市場へのチャー魚輸出量が大幅に減少した。具体的は以下の通り。

- 2023 年第 3 四半期には、米市場へのチャー魚輸出価格は BSC の期待より 14%低かった。米市場へのチャー魚輸出価格は前四半期比 16.2%減、前年同期比 38%減の 3 ドル/キロであり、輸出量が前四半期比 7.4%増、前年同期比 16%増の 2,260 万tだった。
- 中国へのチャー魚輸出量は回復した。中国へのチャー魚輸出価格は前四半期比 3%増、前年同期比 16%減の 2.18 ドルであり、輸出量が前四半期比 18%増、前年同期比 20%増の 6,828 万tだった。

BSC は、米国市場と中国市場への魚輸出量の回復は(1) バイヤーは年末に向けて在庫を積み上げること;(2)米国と中国でのチャー魚の在庫が低い水準で留まるということから由来すると考えております。

米国市場へのチャー魚輸出量が回復したが、輸出価格が大幅に下落した。



ソース: BSC

中国市場へのチャー魚輸出量が回復した。

ソース: BSC

2023 年第 4 四半期と 2024 年には、BSC は米市場と中国市場へのチャー魚輸出量が需要の回復のおかげで大幅に増加すると期待しております。

米市場:

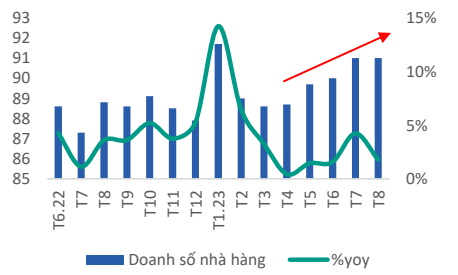
BSC は(1)需要の改善、(2)チャー魚の在庫が低い水準で留まること、(3)低ダンピング税率が引き続き維持されているという要素のおかげで、米市場へのチャー魚輸出が 2023 年第 4 四半期と 2024 年に回復すると期待しております。

(1) 米市場でのチャー魚消費量は(1)8 月にレストランの収入が前年同期比 1.8%増の 908 億ドルだった、(2)2023 年第 4 四半期に休暇中の季節的な要素という要素のおかげで、徐々増加している。

(2) 米市場でのチャー魚在庫は低水準で留まっている。米農業省(USDA)によると、7 月のナマズ在庫量(チャー魚サイズ)が年初比 20%減の 3,220 万tだった。

(3) 2023 年 9 月には、米国がベトナムとの包括的な戦略を発表した直後、冷凍切り身チャー魚に対する反ダンピング税率が発表された。それによると、VHC の反ダンピング税率は 0.0 ドル/キロ、ANV と IDI の反ダンピング税率が 0.14 ドル/キロだった。

8 月にレストランの収入が前年同期比 1.8%増となった。



ソース:米国統計総局

反ダンピング税率はいくつかの企業に適用されている。

社名	反ダンピング税率
VHC	0.0 USD/kg
Biển Đông 水産会社	0.0 USD/kg
ANV	0.14 USD/kg
IDI	0.14 USD/kg

ソース: BSC

<u>中国市場:</u>

BSC は 2023 年第 4 四半期と 2024 年には、(1)チャー魚消費量の増加、(2)輸出量が 2023 年第 4 四半期に季節的な要素を基づく増加するという要素のおかげで中国への輸出が回復すると考えております。

(1) チャー魚消費量は 2023 年第 4 四半期と 2024 年に消費需要と飲食需要の改善のおかげで、増加する。2023 年 8 月には、BSC は一連の国内景気刺激策を実施した後、中国市場での消費と食品支出の増加に気づいた。

- 小売売上高は前年同期比 4.6%増となった。
- レストランの収入は前年同期比 12.4%増となった。

そのために、BSC は 2023 年第 4 四半期と 2024 年における中国市場でのチャー魚消費量が増加すると期待しております。

(2) 2024 年第 4 四半期には、輸出量が 2023 年第 4 四半期に季節的な要素を基づく増加する。

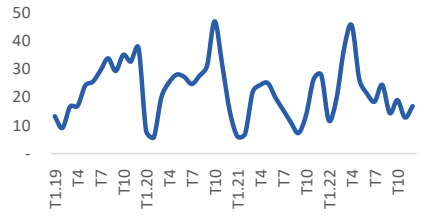
しかし、中国へのチャー魚輸出価格の見通しでは、BSC は、(1)チャー魚やティラピアなどの他の代替品の供給がそれほど不足していない、(2)中国への輸出価格が低水準で留まるという要素を基

づく、2023 年第 4 四半期と 2024 年における中国へのチャー魚輸出価格が大幅に上昇することが難しいと考えております。

レストラン・ケータリング サービスは 2023 年第 2 四半期から回復傾向を維持している。

ソース: Bloomberg

中国へのチャー魚輸出量は 2023 年第 4 四半期に増加する傾向がある。



ソース: BSC

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）米国へのチャー魚輸出価格が明確な回復をみせていない；（2）2023 年第 4 四半期と 2024 年の回復見通しは（i）季節的な要素、（ii）中国と米国での消費需要の改善という要素を基づく、

(1) 米国へのチャー魚輸出価格が明確な回復をみせていない
(2) 2023 年第 4 四半期と 2024 年の回復見通しは（i）季節的な要素、（ii）中国と米国での消費需要の改善という要素のおかげだ。

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
ANV	4,604	−6%	76	−89%	590	58.0	1.5	1%	3%	33,100	n/a	n/a
VHC	10,216	−23%	1,281	−35%	6,987	10.3	1.5	11%	15%	72,200	87,000	20%

ソース: BSC Research

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 9 ヶ月には、IT 業の収入は前年同期比 2%減の 950 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、2023 年 8 ヵ月の海外市場での FPT の収益が日本市場での収益が前年同期比 41%増加したことで同 30.4%増となった。
- 2023 年第 4 四半期と 2024 年見通しには、BSC は、(i) 日本とアジア太平洋地域での IT 需要が高い水準で維持している、(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)4G と 5G ネットワークを開発す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 年第 4 四半期と 2024 年投資見通しを「有望」と評価しております 。

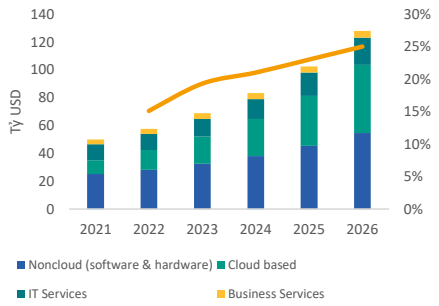
情報通信省によると、IT 業の 2023 年 9 ヶ月収入は前年同期比 2%減の 950 億ドルだった。この減少は、コンピュータハードウェア・部品及び携帯電話の輸出額がそれぞれ前年同期比-4.2%減、同-8.7%減となったことから由来した。そのうち、ソフトウェア輸出事業は好調な業績を維持し、2023 年 8 ヵ月の海外市場での FPT の収益が日本市場での収益が前年同期比 41%増加したことで同 30.4%増となった。

2023 年第 4 四半期と 2024 年見通しには、BSC は、(i) 日本とアジア太平洋地域での IT 需要が高い水準で維持している、(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)4G と 5G ネットワークを開発す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。

(i)日本とアジア太平洋地域での IT 需要が高い水準で維持している。米市場での IT 需要は回復の兆しを見せている。

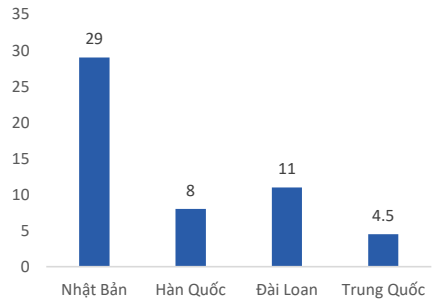
- (1)日本企業は人件費を節約し、炭素排出量を削減し、アジアや G7 地域の国々に追いつくために、2023 年～2024 年におけるデジタルトランスフォーメーションに注力している;(2)クラウド・コンピューティング・アプリの CAGR が現在から 2026 年までの期間で平均 30%成長すると予想されるため、APAC では大規模なデータを物理データからクラウドに変換する必要が生じているという要素のおかげで、日本とアジア太平洋地域(APAC)でのデジタルトランスフォーメーションへの投資需要は高い水準で維持している。

2022 年～2026 年の期間における APAC 地域におけるテクノロジー支出の伸びは 20.8% の CAGR に達すると予想されている。



ソース: IDC

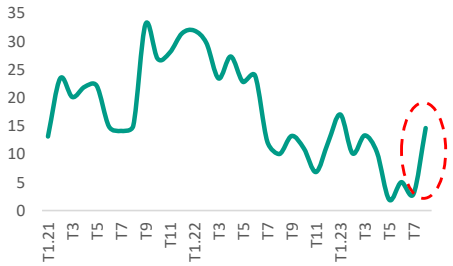
日本はデジタルトランスフォーメーションにおいて 64 位うちの 29 位にランクされている。



ソース: IMD

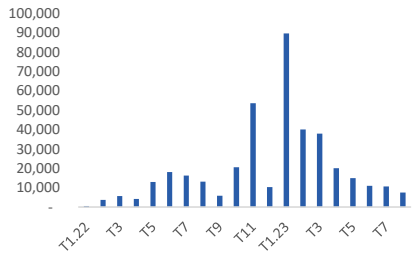
- 米市場での IT 需要は回復している傾向があり、とりわけ、(1)8 月 IT 支出指数が 14.6 で、7 月比 11.7 ポイントを増加し、また、8 月に FPT の新規受注額が前年比+42%増の 2 兆 4,070 億 VND だった；(2)IT 労働者の解雇の波が米国で終わり、8 月の解雇された IT 従業員の総数が前月比 30% 減、前年同比 42% 減の 7,462 人 だった。

8 月 IT 支出指数が 14.6 で、回復した。



ソース: FRED

米国での解雇された IT 従業員の総数



ソース: Layoff.fyi

(ii) 高速道路案件でのインテリジェント 交通 (ITS) への投資傾向は現在から 2025 年までの期間における ELC、ITD などの ITS 企業の成長原動力となるだろう。2022 年～2025 年の期間には、政府は高速道路への ITS システムの 100%導入を目指しているために、(1)高速道路 ITS 案件の投資金が 2,000 億～3,000 億ドンである、(2)ベトナムの ITS 請負業者の数は限られています (実装経験のある請負業者が 3 社のみ 、ELC、ITD、Tri Nam)という要素のおかげで ITS グループは直接的な恩恵を受けるだろう。

(iii) 2024 年に 4G と 5G ネットワークを開発する傾向がある。BSC は、2G ネットワークの閉鎖後、スマートシティ化の傾向やオンラインプラットフォームの需要の増加のおかげで、クラウドコンピューティングが CTR などのインフレ建設企業グループ及び FPT、CMG などのデータセンターとクラウド企業にプラスの影響を与えると予想している。

投資観点 – 有望

BSC は、(i) 日本とアジア太平洋地域での IT 需要が高い水準で維持している、(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) 4G と 5G ネットワークを開発す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

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
FPT	53,029	20%	7,829	21%	4,950	17.8	3.1	12%	28%	92,900	108,000	16%
CTR	10,803	15%	501	13%	4,449	18	4.2	8%	25%	76,000	95,000	26%

ソース: BSC Research

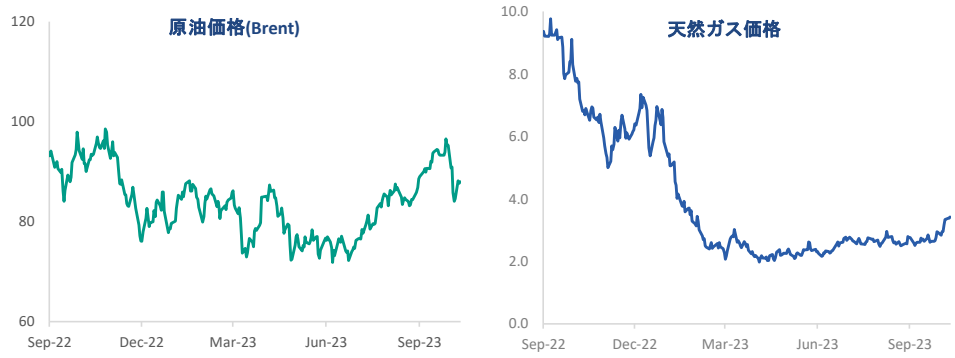
石油・ガス業[有望]

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

- 2023 年には、原油価格は回復する傾向があり、90 ドル/バレルの周りに推移している。
- 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
- B ロット-O Mon 案件は間もなく展開されるだろう。
- LNG Thi Vai 港湾倉庫の試験運用の成功により中長期的な LNG 投資傾向が開かれる。
- 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。

2023 年第 3 四半期には、ブレント原油価格は回復し、高い水準で維持している。7 月以降、原油価格は一時的に 100 ドル/バレル近くまで上昇する場面もあった。また、ガス価格は 30%を増加し、3.4 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 2023 年末まで OPEC+グループによる引き続き引き締められると予測されている、(2) 一部の国間の地政学的紛争は激化する傾向があり、近い将来原油生産量に関する懸念が高まっているということから由来した。緊張の激化と共に依然として極めて複雑な地政学情勢を背景に、主要原油産出国の供給引き締め政策は今後も維持される可能性が高い。そのために、BSC は原油価格が 2023 年末の時点で高い水準で維持し、90 ドル/バレルの周りに推移しているという観点を維持しております。

世界的な原油価格とガス価格は底値を作ってから、回復傾向がある。



ソース: Bloomberg, BSC Research

B ロット-O Mon 案件は間もなく展開されるだろう。BSC は、一連の案件が間もなく展開されると、EPC 契約や試掘キャンペーンを通じて石油・ガス企業、特に上流の石油・ガスグループが利益を受けると期待しております。

B ロット-O Mon 案件の階段(予定)

期間	最初の期間(2023年～2025年)	その後の期間(2025年～2027年)	開拓期間(2027年以降)
稼働	掘削/掘削油井サービス EPCIの建設と掘削リグの設置	EPCIの建設とガスパイプラインパイプラップ	発電所の建設 ガスの販売、輸送、開発 鉱山の開発と拡張を続ける
恩恵を受ける企業	PVS, PVD, PVC, PXS	PVS, PVB, GAS, PVX	GAS, ガス発電企業

ソース: BSC Research

LNG Thi Vai 港湾倉庫の試験運用の成功により中長期的な LNG 投資傾向が開かれる。2023 年 7 月には、LNG Thi Vai 港湾倉庫は試験に成功し、最初の LNG 輸入船をベトナムに迎え入れて、LNG 輸入量が 7 万tだった。また、正式に承認された文書の中で、第 8 号電気計画 は、2030 年までに総出力の 22,400MW で新しい LNG 発電所の 13 ヵ所を建設することを決定しています。現在の時点では、上記の 13 案件うちの 5 案件は展開されている。そのために、BSC は、これが LNG 案件が今後数年間に投資を強化されるための前提となり、そのことのおかげで GAS、CNG、PVT などの石油・ガス中流企業に機会をもたらすだろうと評価しております。

LNG 火力発電所					
順番	案件	総出力(MW)	期間	LNG 港湾倉庫	保管能力(t)
1	LNG Quảng Ninh	1,500	2021-2030	LNG Quảng Ninh	200 万
2	LNG Thái Bình	1,500	2021-2030	N/A	N/A
3	LNG Nghi Sơn	1,500	2021-2030	Nam Nghi Sơn	100 万
4	LNG Quảng Trạch II	1,500	2021-2030	N/A	N/A
5	LNG Quỳnh Lập/Nghi Sơn	1,500	2021-2030	Nam Nghi Sơn	10 万 m3
6	LNG Hải Lăng 第 1 期	1,500	2021-2030	Hải Lăng	150 万
7	LNG Cà Ná	1,500	2021-2030	LNG Cà Ná	500 万
8	Sơn Mỹ I と Sơn Mỹ II 火力発電所	4,500	2021-2030	LNG Sơn Mỹ	600 万
9	LNG Long Sơn	1,500	2031-2035	N/A	350 万～440 万
10	Nhơn Trạch 3 と Nhơn Trạch 4 火力発電所	1,624	2021-2030	LNG Thị Vải	300 万
11	LNG Hiệp Phước 第 1 期	1,200	2021-2030	N/A	N/A
12	LNG Long An I と Long An II	3,000	2021-2035	N/A	N/A
13	LNG Bạc Liêu	3,200	2021-2030	N/A	N/A
ソース:第 8 号発電計画, 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。

上流グループでは、BSC は、石油・ガス案件が投資決定を間もなく受け、PVS や PVD などの掘削・リグ建設・浮体式貯蔵サービスを提供する企業がより多くの高価値の仕事のソースを持つと期待しております。

中流グループでは、世界的な地政学的状況による複雑な展開により、石油とガスの運賃が高い水準で留まっていることで、PVT などの企業が恩恵を受けるだろう。また、LNG 輸入需要が今後も貯蔵システムの建設を促進することで、GAS が恩恵を受けるだろう。

下流グループでは、BSC は、石油生産量の回復及び販売価格の上昇を期待しているので、PG バンクでの売却による特別な利益の計上により、PLX の投資見通しを「有望」と評価しております。また、BSR も 2023 年下半期に原油価格とクラックスプレッドの回復及び近い将来にホーチミン証券取引所に上場する予定があることのおかげで、利益の回復を計上するだろう。

石油・ガス企業の業績予測

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside

GAS	90,877	−10%	12,701	−14%	6,636	14.6	2.2	14%	19%	80,600	104,400	30%
PVD	5,844	8%	537	−622%	672	28.9	1.1	3%	4%	27,900	32,000	15%
PVS	19,684	20%	877	−1%	1,329	20.8	1.4	4%	7%	38,200	44,500	16%
PLC	8,228	−4%	185	58%	2,293	13.4	1.9	4%	14%	30,600	38,400	25%
BSR	145,795	−13%	7,567	−49%	2,440	8.3	1.1	9%	13%	20,300	24,600	21%
PLX	283,117	−7%	4,152	186%	3,388	10.8	1.4	7%	16%	35,350	46,000	30%

ソース: BSC Research

電気業[中立]

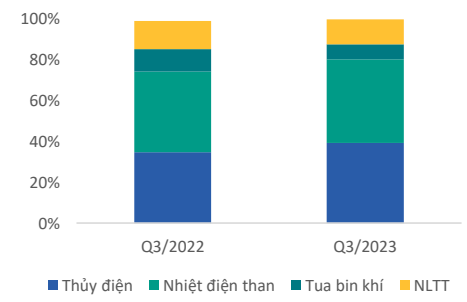
分析者: Nguyễn Dân Trưởng *Email: Truongnd@bsc.com.vn*

- 2023 年第 3 四半期の商業用発電量は前年同期比 8.7%増の 746 億 2,000 kWh だった。
- エルニーニョ 現象は 2023 年の主要な現象であり、2024 年までに続く可能性がある。これは火力発電所特にガス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。

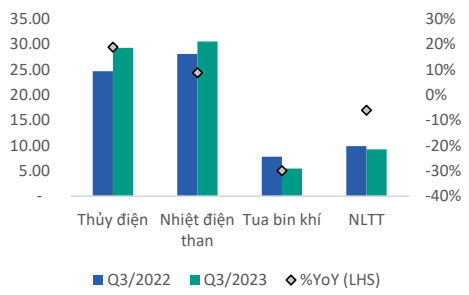
ガス火力発電量と再生可能エネルギーの発電量が減少し、水力発電所と石炭火力発電所が促進されている。

2023 年 9 ヶ月には、全システムの発電量は前年同期比 1%増の 2,067 億 3,000 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 11.1%増の 968 億 kWh で、総量の 46.8%を占めた。一方、2023 年上半期の水力発電量は前年同期比 1.8%減の 602 億 9,000 万 kWh だった。

発電構造の転換：石炭発電量と水力発電量がガス発電量と再生可能エネルギーの発電量を補った。



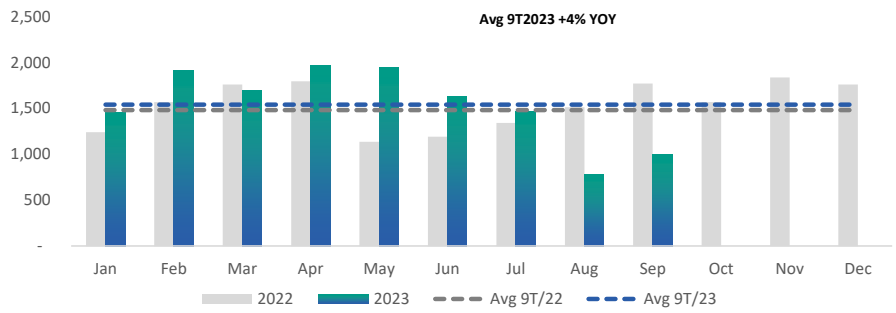
2023 年第 3 四半期発電量: 石炭発電量が急増した。ガスタービン発電量と風力発電量が小幅に増加した(10 億 Kwh)



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 3 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 3 四半期には、火力発電企業の利益は大幅に減少した。利益の減少は競争市場での電力販売価格が低い水準で留まり、特に 8 月と 9 月の競争市場での電力販売価格がそれぞれ前年同期比 48%減の 783VND/ kwh、同 47%減の 998VND/ kwh だった。また、NT2 の 2023 年第 3 四半期利益が 1,240 億ドンの赤字となった。

いくつかの電気発電企業の 2023 年第 3 四半期業績

銘柄	2023 年第 3 四半期の収入	% YoY	2023 年第 3 四半期の税引後利益	% YoY	2023 年 9 ヶ月の収入	% YoY	2023 年 9 ヶ月の税引後利益	% YoY
NT2	816	-62%	-124	-162%	5,182	-24%	254	-65%
HND	2,884	-6%	192	368%	8,821	-7%	383	-34%
QTP	2,507	-92%	12	-92%	9,210	13%	404	-46%
VSH	382	-41%	26	-88%	1,931	-9%	765	-13%

ソース: BSC Research

電気工事企業の利益が EVN の新規案件のおかげで 2024 年に改善すると予測されております。2023 年 10 月には、商工省は Quang Trach-Pho Noi500kv 回線案件の入札を実施して、投資総額が 23 兆 VND である。これは、大規模電力プロジェクトが進捗を加速されて、電力工事企業に利益をもたらすということを示す最初の兆候である

風力発電、太陽光発電などの再生可能エネルギー 案件 に関する明確な法的情報を待っていることが、再生可能エネルギー源の開発を専門とする企業が新しい容量への投資を遅らせ、実現可能性の調査に留まる理由となっています。

投資観点 – 中立

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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
QTP	12,352	19%	612	−20%	1,360	10.4	1.0	8%	10%	14,100	17,000	21%
NT2	7,458	−15%	404	−54%	1,403	16.3	1.4	5%	9%	22,850	25,000	9%
POW	30,482	8%	1,563	−24%	667	16.6	0.8	4%	7%	11,050	14,000	27%
PC1	8,689	4%	328	−29%	1,213	22.3	1.0	2%	6%	27,000	36,200	34%
HND	11,892	13%	488	−11%	976	14.3	1.1	7%	8%	14,000	16,000	14%
REE	8,458	−10%	2,469	−8%	6,041	9.8	1.1	9%	16%	59,200	72,700	23%

ソース: BSC Research

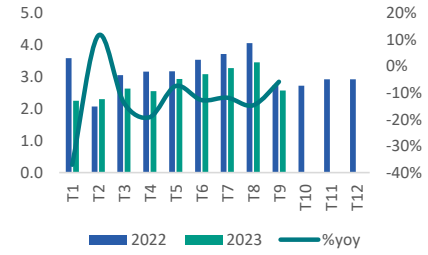
繊維・アパレル業[中立]

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

- 2023 年第 3 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前四半期比 11%減の 93 億ドルだった。繊維・アパレル製品の輸出の減少率が縮小されている傾向がある。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 年第 4 四半期と 2024 年見通し：BSC は、（1）米での衣料品在庫が大幅に減少した、（2）繊維・アパレル製品の卸市場が回復する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より前向きになると考えております。
- BSC は（1）繊維・アパレル製品の輸出の減少率が縮小されている傾向がある、（2）2023 年第 4 四半期と 2024 年における繊維・アパレル業の回復見通しという要素を基づく繊維・アパレル業の 2023 年第 4 四半期と 2024 年投資見通しを「中立」と評価しております。

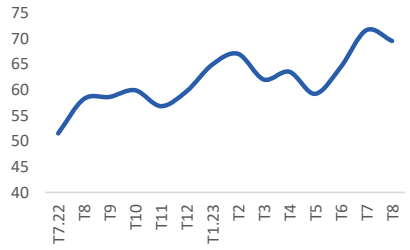
2023 年第 3 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比 11%減の 93 億ドルであり、そのうち、米市場への輸出額が前年同期比 11%減の 41 億ドルで輸出構成の 46%を占めている。繊維・アパレル製品の輸出の減少率が縮小されている傾向がある。これは（1）インフレ率が落ち着き、米での消費が徐々に回復しつつある、（2）2023 年第 2 四半期の受注が 2023 年第 1 四半期より前向きであると反映している。

繊維・アパレル製品の輸出の減少率が縮小されている。



ソース:税関総局

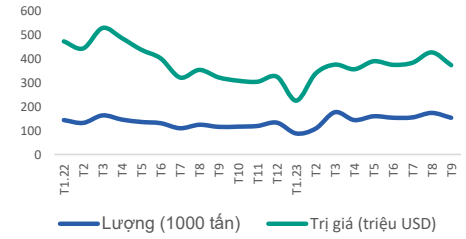
8 月の米消費者信頼指数は 69.5 だった。



ソース: Trading Economics

2023 年第 3 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 17%増、前年同期比 8%増のの 48 億 3,000 万t、同 8%増、同 19%増の 11 兆 8,500 億ドルだった。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) 2023 年第 3 四半期に低い水準であるということから由来した。

ベトナムの 2023 年第 3 四半期織物・糸の輸出が徐々に回復している。



ソース: TCHQ

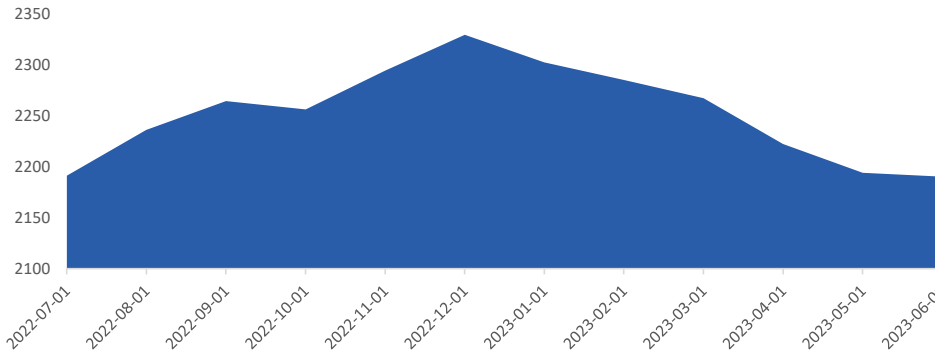
9 月に POY 糸の価格が僅かに下落している傾向がある。

ソース: Sunsirs

2023 年第 4 四半期と 2024 年には、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する。米市場での 7 月の衣料品在庫額は前月比 0.1%減、前年同期比−0.2%減の 2 兆 1,870 億ドルだった。

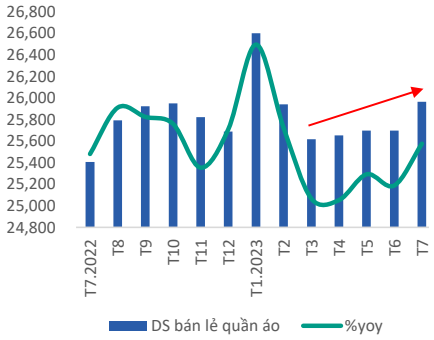
米市場での 7 月の衣料品在庫額は前月比 0.1%減、前年同期比-0.2%減の 2 兆 1,870 億ドルだった。



ソース: Fred

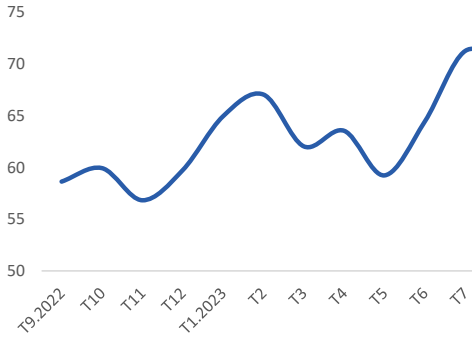
(2) 繊維・アパレル製品の卸市場は回復の兆しを見せている。米市場の繊維・アパレル製品の販売額は前年同期比 2.2%増、前月比 1%増の 259 億 6,000 万ドルだった。8 月の米消費者信頼指数は 69.5 だった。

米市場の 8 月繊維・アパレル製品の販売額は前月比 2.2%増となった。



ソース: Fred

8 月の米消費者信頼指数は 69.5 だった。



ソース: Trading Economics

(3) また、BSC は繊維・アパレル製品の品質チェック社が 2023 年第 4 四半期に満席になった、(2)MSH などのいくつかの繊維・アパレル企業が縫製労働者の雇用を再開始するという要素を基づく、2024 年第 4 四半期に受注の回復兆しを気にしております。

投資観点 – 中立

BSC は(1)繊維・アパレル製品の輸出の減少率が縮小されている傾向がある、(2)2023 年第 4 四半期と 2024 年における繊維・アパレル業の回復見通しという要素を基づく繊維・アパレル業の 2023 年第 4 四半期と 2024 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 11 月 3 日の終値	目標価格	Upside
MSH	4,948	−10%	299	−20%	3,543	9.8	1.8	9%	16%	39,050	45,000	15%
TNG	6,945	3%	227	−23%	2,013	8.7	1.2	4%	14%	18,800	21,700	23%

ソース: BSC Research

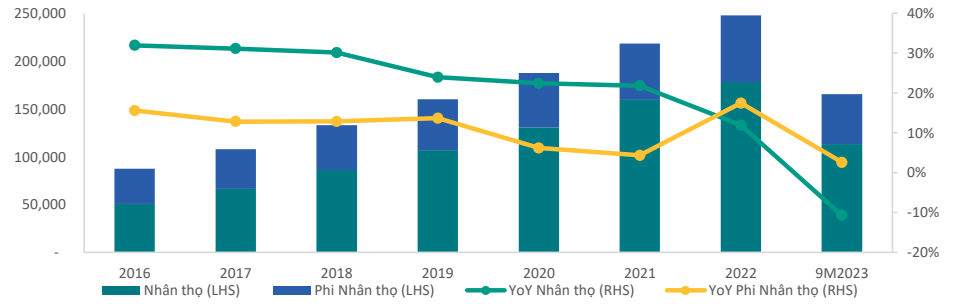
保険業[弱気]

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

- 保険手数料収入の成長率は銀行チャンネルを通じる保険販売活動の減少により減速するとと予測されております。
- 保険料に対する保険金請求比率は高いが、金融活動事業による利益は低い金利により減少する。
- BSC は保険業の 2023 年投資見通しを「弱気」と評価しております。

保険手数料収入は前年同期に比べてマイナスな成長を計上し、この減少が主に人生保険事業から由来した。2023 年第 3 四半期には、保険手数料の総収入は前年同期比 10%減の 52 兆 9,000 億ドンだった。2023 年 9 ヶ月の保険手数料の総収入は前年同期比 7%減の 165 兆 6,000 億ドンであり、そのうち、人生保険事業の収入が前年同期比 11%減の 113 兆 4,000 億ドン、損害保険事業の収入が同 2.6%増の 52 兆 2,000 億ドンだった。

保険手数料収入は 10 年間ぶりマイナスな成長を計上した。

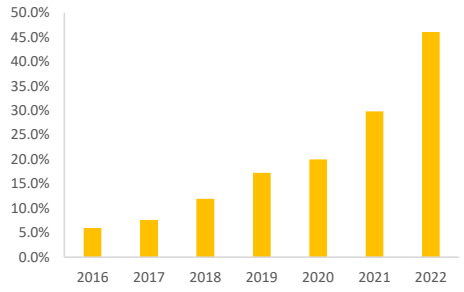


ソース: 統計総局, BSC Research

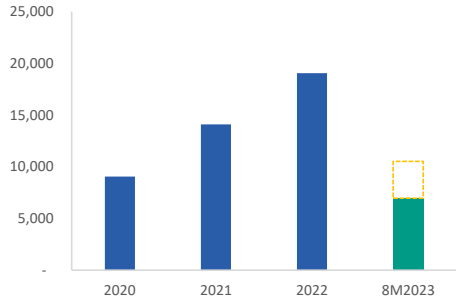
保険業のマイナスな成長は（1）世界的な経済景気の一般的な影響、（2）銀行チャンネルを通じる保険販売活動が停滞しているということから由来した。国民からの苦情が相次ぎ、財務省が検査を強化しているのは保険会社の保険商品のコンサルテイングにおける違反の兆しを見せている。また、銀行によって契約破棄率も 30～70%と高くなっている。これは販売されている保険商品が

顧客のニーズに合っていないことを見せている。そのために、BSC は 2023 年～2025 年の期間における保険手数料の成長率が鈍化するが、より健全で持続可能な方向に進むと予測しております。

保険会社の保険手数料収入は銀行チャンネルに大きく依存している。



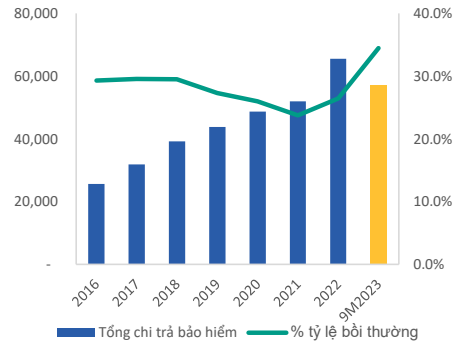
銀行の年間新規販売保険手数料の合計が大きく減少している。



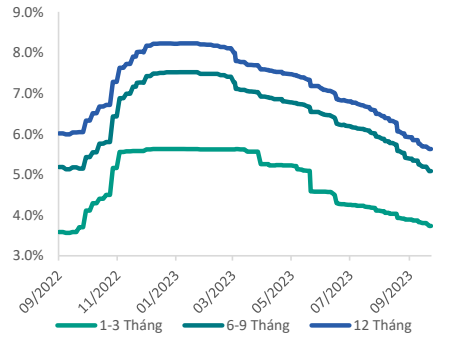
ソース: *AVI, BSC Research*

保険業は多くの困難を直面しており、保険金請求率が上昇しているが、金融活動事業による収益があまり前向きではないと予測されております。2023 年 9 ヶ月には、保証金請求総額は前年同期比 30.2%増の 57 兆 1,000 億ドンで、請求率の 34.5%に相当した。これは過去の数年間で最高水準である。また、保険会社の最大比率を占めている預金が最近連続で金利を引き下げられている。BSC は低金利が 2023 年末と 2024 年初の期間における保険企業の利益にマイナスな影響を及ぶと予測しております。

2023 年 8 ヵ月における請求金額は大きく増加した。



預金金利は引き下げる傾向がある。



ソース: *AVI, BSC Research*

投資観点 – 弱気

BSC は保険業の 2023 年投資見通しを「弱気」と評価しております。

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:				

2 月

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:

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:				

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:				

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				

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:				

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				

8 月

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	18	19	20

			がポートフォリオ見直しを発表			
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:				

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:				

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				

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				

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	09	10

				ETF: VNM がポートフォリオ見直しを発表		
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

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

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

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