BSC
BIDV SECURITIES JSC

2024 年セクター見通し

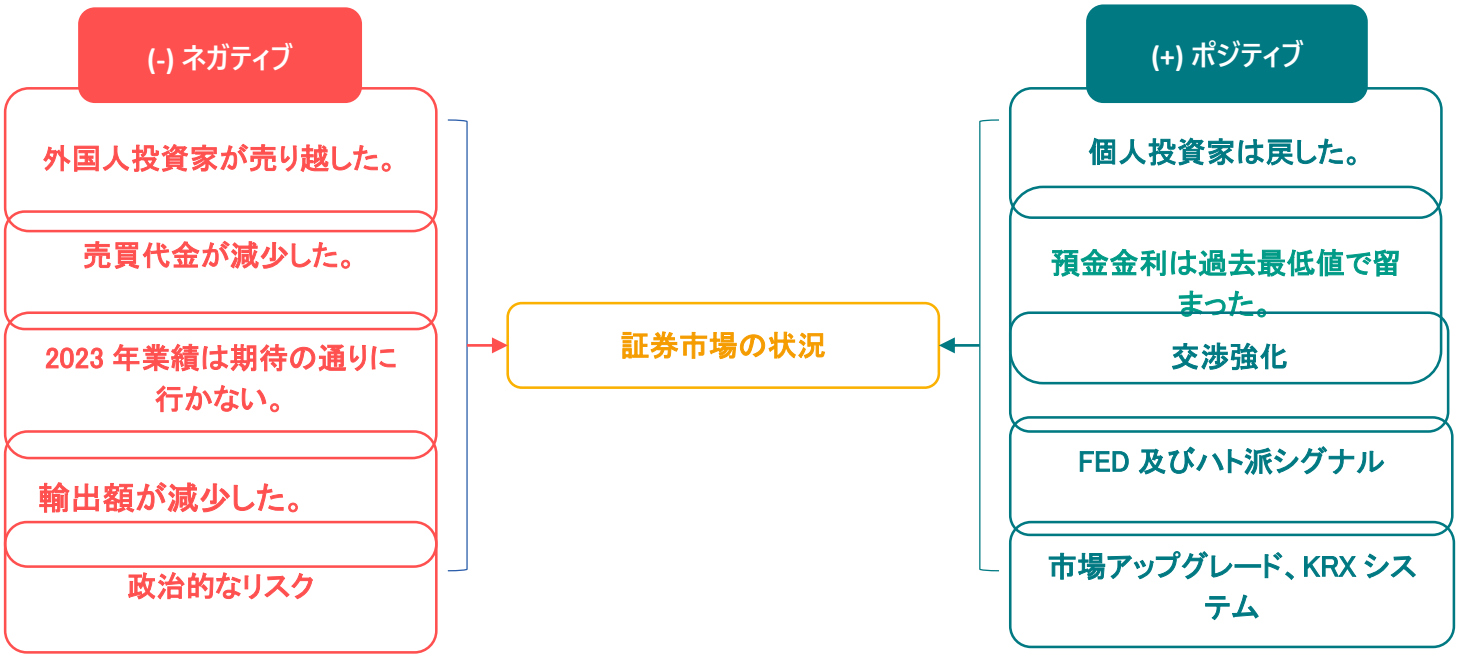
科目

内容 ページ

1. BSC – 2024 : 新周期は間もなく着くだろう。 3
2. 2024 年のセクター見通し 10
商業用不動産業–工業団地用不動産業–建材業–建設業 10
エネルギー・ユーティリティ・肥料・化学 [中立] 22
輸入出業 – ロジスティック業 – 諸費小売り業[有望] 33
銀行業[有望] 46
付録 51
3. 推奨ポートフォリオ 51
4. 業界への影響度 53
5. 2024 年出来事(付録) 54
6. 2024 年業界への影響を与える政策 57

1. BSC – 2024 : 新周期は間もなく着くだろう。

2023 年の証券市場は下記の通りにまとめられている。



BSC は 2024 年が経済と株式の新しい周期の前提年になると予測しております。

2023 年には、経済が困難に直面していたことで、利益が前年比-5%減少すると推定しております。これは低い水準で、2024 年の利益率をサポートするだろう。BSC は現在の経済状況が 2014 年～2016 年期間（新周期への移転期間）と多くの類似点があります。その中には、(1) 経済成長を支えるために金利が低い水準で維持している、(2) 公共投資を促進している、(3) 輸出業が回復している、(4) FDI の波が戻ってくる。したがって、BSC は 2024 年～2025 年期間が新しい成長周期への移行期になると考えております。

2024 年～2025 年期間における経済・株式市場の見通しは 2015 年～2017 年期間と多くの類似点がある。

ソース: BSC Research, FiinPro

2024 年:BSC は重要なハイライト及びマクロ指標を以下の通りに予測しております。

- 2024 年の GDP 成長率がネガティブなシナリオには+5.8%、ポジティブなシナリオには+6.3%となると推定されている。
- USD/VND のレートは(1)FED が金融政策を引き続き緩和する、(2)FDI が大きく、増加傾向がある、(3)旅行事業が回復するという仮定を基づく、安定的な水準で維持する。
- 輸出入の伸び率は前年同期比+5.5%～11%増となる。

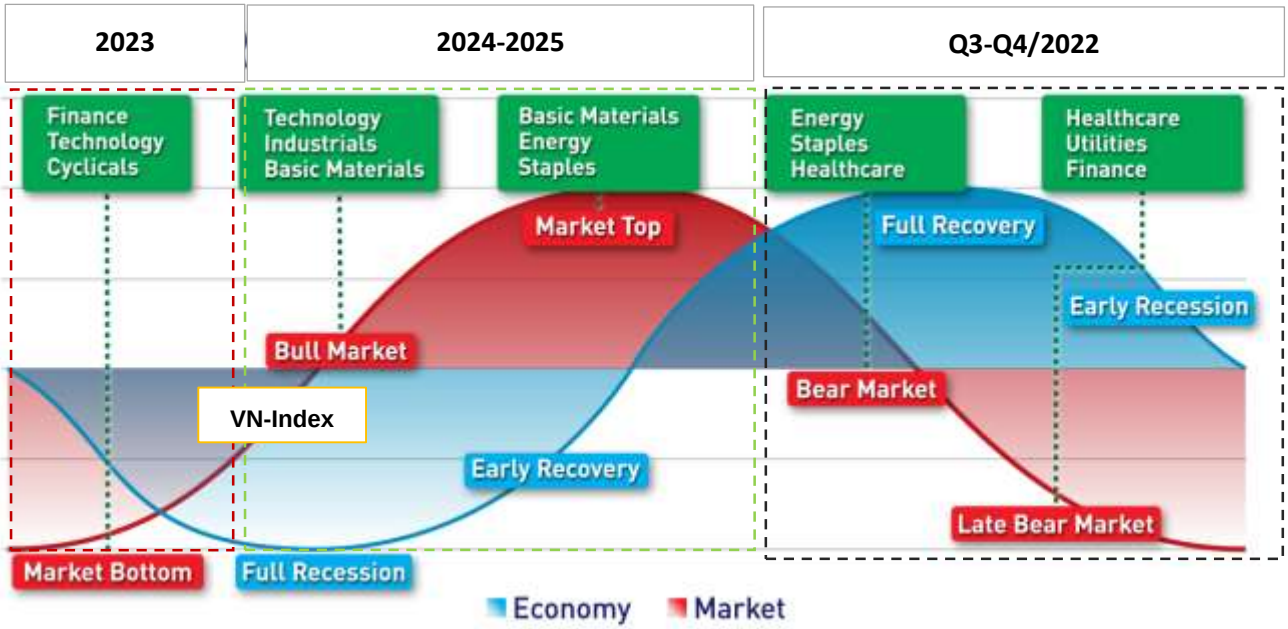
2019 年～2023 年期間及び 2024 年予測マクロ指標

Tiêu chí/năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
						KB1	KB2
GDP YoY (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	5.8	6.3
Lạm phát trung bình YoY (%)	5.3	0.2	1.81	4.55	3.26	3.5	3.02
Xuất khẩu (tỷ USD)	263.45	281.5	336.25	371.5	355.5	375.1	394.6
Nhập khẩu (tỷ USD)	253.51	262.4	332.25	360.3	327.5	352.1	376.6
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4.0	11.2	28.0	23.0	18.0
Tỷ giá trung bình (VND/USD)	23,231	23,223	22,934	23,429	23,839	23,832	23,577
Nợ công/GDP (%)	57.4	56.8	43.7	43-44	37		
Nợ Chính phủ/GDP (%)	49.9	50.8	39.5	40-41	34		
Giải ngân vốn ngân sách	342,948	466,597	423,647	511,562	625,319		
Tăng trưởng tín dụng (%)	13	12	13	13	11.09	13	15
FDI đăng ký (tỷ USD)	22.5	21.1	24.3	22.5	28.07		
FDI giải ngân (tỷ USD)	20.4	20	19.9	22.4	23.18	24.8	25.9

Nguồn: Bloomberg, BSC research

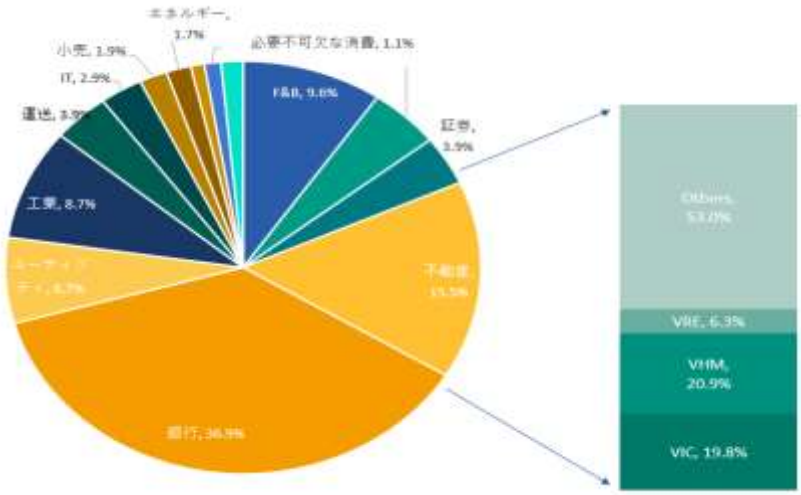
業界間の投資変更は 2024 年にさらに明確になるでしょう。そのうち、証券業（年初比+95.7%）、テクノロジー（年初比+46.5%）、工業（年初比+42.3%）、基本的なリソース業（年初比+41.9%）などの業界は VN インデックスより上昇率が高い。 2024 年～2025 年期間には、経済が徐々に回復するとともに、VN インデックスは再びブルマーケットに入り、新しい周期を始めると予想されている。したがって、BSC はキャッシュフローが工業、製造、基本的な原材料、輸出、エネルギー、小売消費、銀行業に関連する業界に徐々に移行すると考えております。これらの業界は 2023 年の業績が低いですが、2024 年に利益率が高くなると期待されている。

経済周期によって業界の投資転向



ソース: FiinPro

2023 年に業界の増減率



業界	% 前年比
証券	95.7%
IT	46.5%
工業	42.3%
基本的なリソース	41.9%
エネルギー	22.6%
銀行	19.8%
不動産 (VIC, VHM, VREを除く)	13%
VNインデックス	12.2%
運送	9.5%
小売	7.0%
必要不可欠な消費	5.4%
不動産	-2.6%
ユーティリティ	-3.1%
保険	-9.8%
F&B	-14.9%

ソース: BSC Research, FiinPro

2024 年には、BSC は多くの業界の見通しに対してポジティブな観点を評価しております。

業界	評価
IT–通信	有望
工業団地区	有望
銀行	有望
航空サービス	有望
水産	有望
F&B – 小売	有望
基本的なリソース	有望
繊維・アパレル	有望
ユーティリティ	有望
運送・港湾	中立
石油・ガス	中立
建設	中立
化学・肥料	中立
タイヤ	中立
自動車	中立
不動産	中立

BSC は 2024 年には、VN インデックスが前年比+17%増となると予測しております。BSC が期待している 2023 年の低い水準から大きく回復する業界:

原材料業界（前年比+103%）、水産業界（同+81%）、ユーティリティ業界（同+48%）、小売・F&B 業界（同+45%）、繊維・アパレル業界（同+44%）、肥料・化学業界（同+39%）、銀行（同+20%）

経済が回復する背景には、VN インデックスは 2024 年にはプラス成長となり、ブルマーケットに向けると期待されている。

2022 年～2023 年期間の業界の成長率

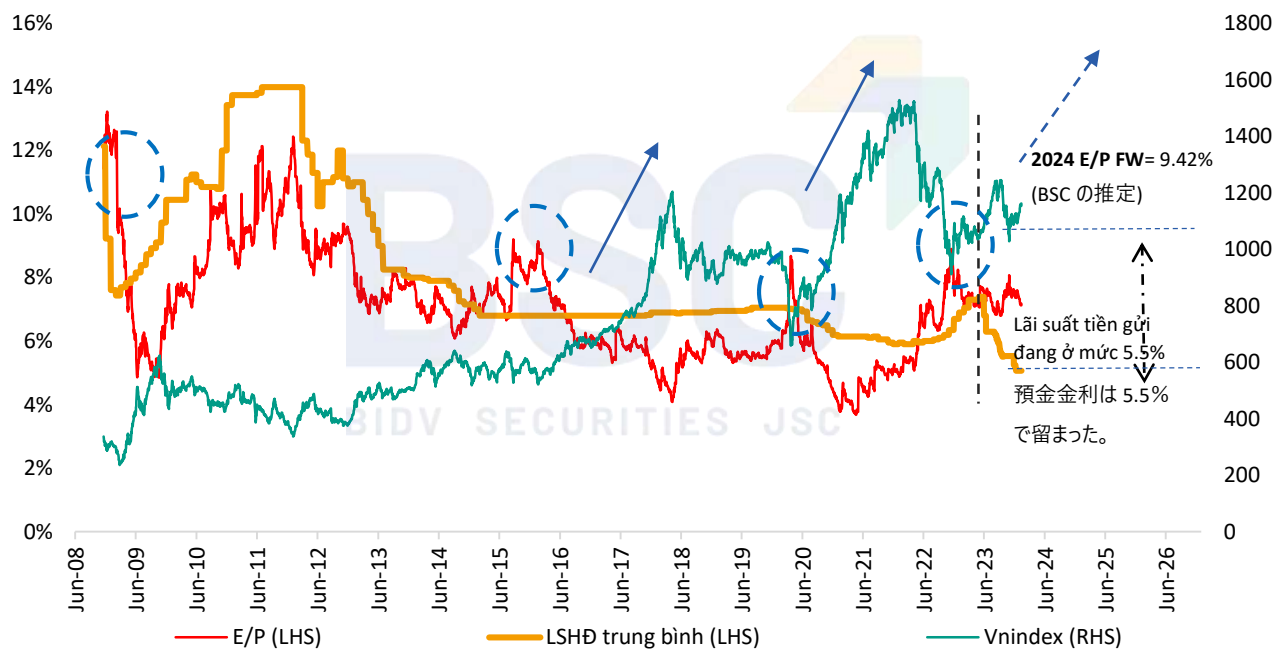
税引後利益率（%）	2022	2023F	2024F	時価総額／VN インデックスの総時価の比率（%）
基本的なリソース	-80%	-28%	103%	6%
水産	116%	-60%	81%	1%
ユーティリティ	28%	-21%	48%	3%
F&B, 小売	-20%	-30%	45%	13%
繊維・アパレル	-1%	-34%	44%	0%
化学・肥料	110%	-65%	39%	2%
タイヤ	6%	-20%	34%	0%
建設	2%	48%	30%	1%
工業団地区	27%	-6%	27%	5%
IT	21%	20%	21%	4%
銀行	37%	4%	20%	45%
石油	66%	-22%	2%	10%
自動車	32%	-6%	-5%	1%
不動産 (*)	-28%	25%	-20%	8%
運送及び港湾	40%	39%	-32%	1%

＊VHM の急増の利益は不動産業の 2024 年の利益率に影響を与える。

2024 年の上場企業の利益成長率は VN-Index の上昇率に影響を与えるだろう。2023 年下半期には利益成長率が低い水準で留まったことで、VN インデックスは下落した。BSC の評価によると、（1）金利が低い水準で維持する、（2）利益 2023 年の低水準から回復するという 2 つの主要な要素は市場の上昇力を促進するだろう。

E/P 及び預金金利の格差は 2024 年初に段々拡大された。

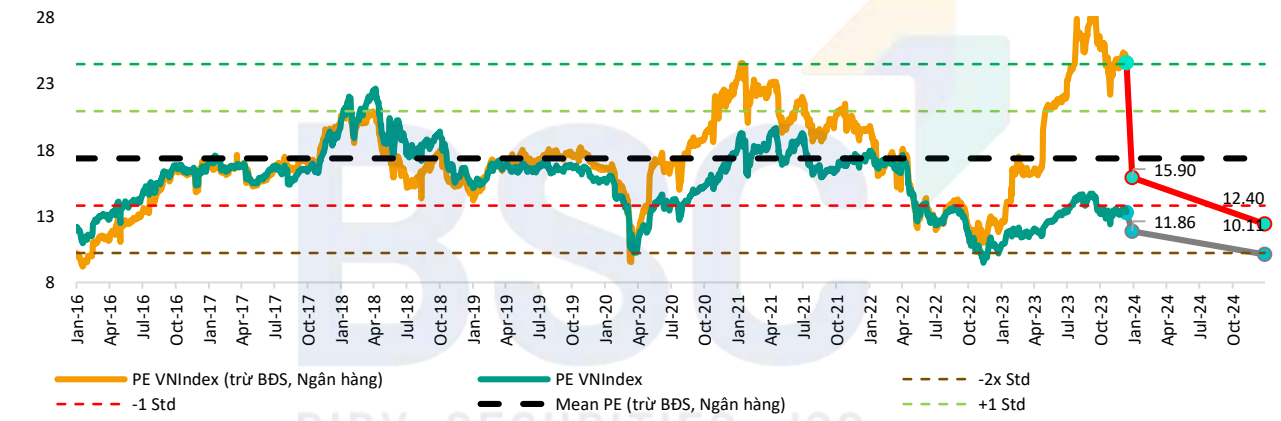
利益の成長率が期待より低いので、2023 年下半期に E/P 及び預金金利の格差は拡大された。



ソース：Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

株式グループの評価、特に大型株グループ（銀行−小売）は新しい周期の開始時点に適当な蓄積レベルにある。BSC はの利益成長率の予測に基づいて、中小型株グループ（銀行業と不動産業を除く）の 2024 年の P/E FWD が 12.4x に下方修正された。VN インデックスの P/E FWD は 10.1 x で取引している。これは過去 5 年間には最低値となった。

銀行業と不動産業を除いて、VN インデックスの 2024 年の P/E FWD は 12.4x に低下すると予測された。



ソース: BSC Research

投資家はこの段階には、株式を選択する為に P/B 方法を利用すると共に、2024 年〜2025 年期間の利益の増加を観察するべきだ。低い水準にある簿価金額による評価は中長期的な株式選択の支点となっている。

しかし、BSC は現在の周期には、株価が安そうですが、回復を計上しない株式を避ける為に、投資家は利益の回復速度を深く監視する必要があると考えています。

EPS の成長率は企業の評価のカギです。

業界	P/E trailing	平均5年間のP/E	2023年のP/E FWD	2024年のP/E FWD	Upside 2024 FW/中央値 (%)
不動産 (P/B)	1.4	2.4	1.5	1.4	77%
銀行(P/B)	1.3	1.6	1.1	0.9	72%
石油・ガス	12.5	16.4	13.1	12.4	32%
F&B	21.8	20	21.1	17.1	17%
ユーティリティ	16.3	11.6	8.8	10.7	8%
工業	8.2	8.3	16.3	8.1	2%
小売	40.4	15.2	45.8	17.2	-12%
F水産	14.8	8	17.3	9.2	-13%
繊維・アパレル	11.1	6.4	11.5	7.8	-18%
港湾	19.9	12.8	10.6	15.8	-19%
IT	10.9	12.7	19.0	17.2	-26%
建設	65.0	8.2	23.1	12.4	-34%
原材料	32.7	11.5	26.4	17.7	-35%

業界	P/B trailing	5年間のP/B	P/B FWD 2023	P/B FWD 2024	Upside 2024 FWD/中央値 (%)
不動産	1.4	2.4	1.5	1.4	77%
銀行	1.3	1.6	1.0	0.9	72%
小売	3.4	3.7	3.0	2.7	38%
F&B	3.0	4.4	3.6	3.4	29%
石油・ガス	1.8	2.0	1.7	1.5	31%
原材料	1.6	1.7	1.5	1.4	25%
水産	1.0	1.1	1.1	1.0	13%
ユーティリティ	1.5	1.5	1.5	1.3	13%
工業	1.7	1.8	1.7	1.7	7%
建設	0.8	0.7	0.7	0.7	-1%
繊維・アパレル	1.3	1.1	1.4	1.3	-17%
IT	4.2	2.2	3.7	3.1	-28%
港湾	1.9	1.5	2.4	2.2	-32%

ソース: BSC Research, 2024 年 1 月 30 日時点のデーター

リスク:

1. 米国及びヨーロッパの経済後退は深刻になり、ハードランディングが発生する。
2. ベトナムの経済が遅く回復する。または、企業の利益は予想より低い。
3. 地政学的な緊張のリスク。さらに、2024 年は多くの国、特に米国で多くの選挙が行われる。
4. 2024 年に社債償還の圧力

2. 2024 年のセクター見通し

商業用不動産業-工業団地用不動産業-建材業-建設業

分析者: Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*
分析者: Lâm Việt *Email: vietl@bsc.com.vn*
分析者: Vũ Xuân Trường *Email: truongvx@bsc.com.vn*

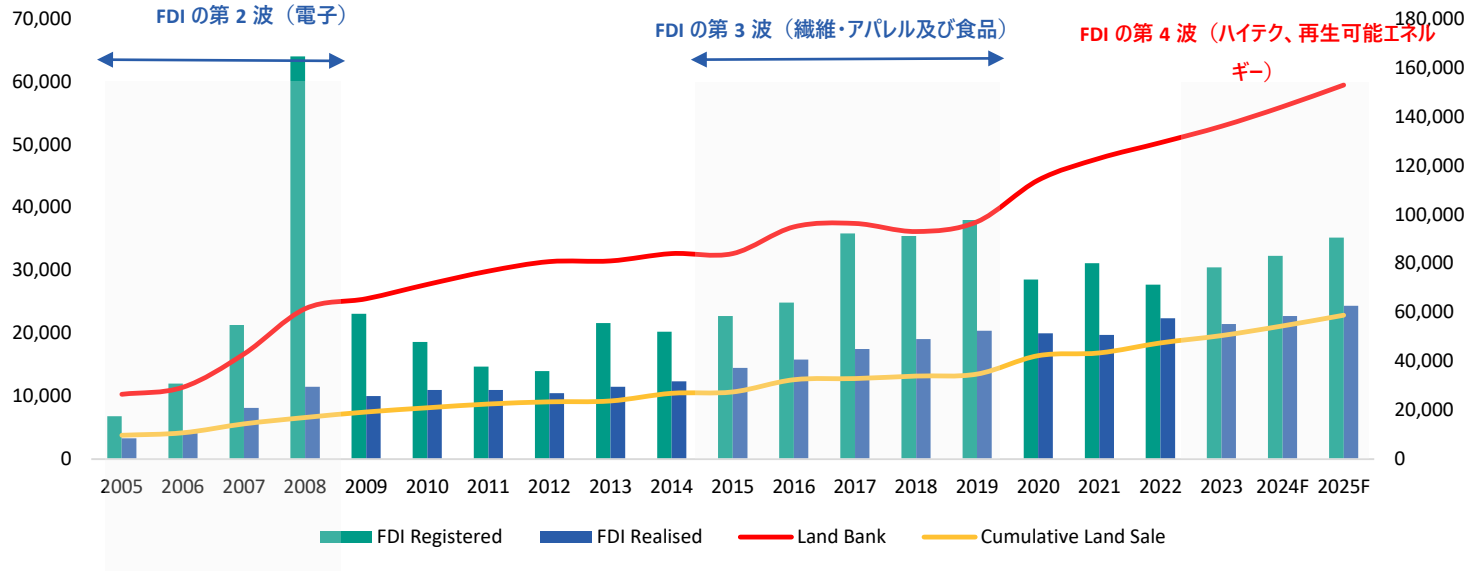
- **テーマ 1:2024 年～2025 年期間には、中国からの FDI が引き続き増加する。これは工業団地用不動産企業が土地基金を拡大する機会です。**
- **テーマ 2:経済促進するために、政府は公共投資を引き続き強化する、これは建設企業が 2024 年～2025 年期間に大きな利益を計上する機会です。**
- **テーマ 3:インフラ建設が段々完成し、法律が明確になるのは堅固な不動産市場を形成する主要な要素です。**
- **テーマ 4:鉄鋼企業は原材料企業も(1)2023 年の低い水準、(2)不動産市場が 2024 年に回復するということを基づく、大きく回復する。**

投資テーマ	業界	評価	推奨銘柄
投資テーマ 1	工業団地用不動産	有望	SZC, IDC, PHR, SIP
投資テーマ 2	建設	中立	LCG, HHV, CTD
投資テーマ 3	土木建設	中立	NLG, KDH, VHM, IJC
投資テーマ 4	鉄鋼	有望	HSG, HPG

テーマ 1:2024 年～2025 年期間には、中国からの FDI が引き続き増加する。これは工業団地用不動産企業が土地基金を拡大する機会です。

BSC は FDI 傾向が 2024 年～2025 年期間で引き続き強くなると考えております。2023 年には、FDI 総認可額は前年比+24.4%増の 281 億ドルに達した。そのうち、FDI 新規認可額は同+62.2%増の 202 億ドル、FDI 実行額は同 3.5%増の 232 億ドルに達した。主に中国と台湾からの FDI です。(1)生産施設が中国から移転する傾向が続ける、(2)ベトナム政府が FDI を誘致するように努力している、(3)改正土地法が可決され、工業団地と経済特区に関する法律が検討されているということを基づく、BSC は 2024 年～2025 年期間には FDI の第 4 波がベトナムへ入って、ハイテク分野及び再生可能エネルギー分野に集中する。

FDI の第 4 波は 2024 年から工業団地用土地の法的な問題の解決速度を加速させる。



ソース: GSO, FinnPro , BSC Research

ベトナムへの FDI 波

1991 年～1997 年: FDI の最初波	2025 年～2008 年: FDI の第 2 波	2015 年～2019 年: FDI の第 3 波	2023 年～2025 年: FDI の第 4 波
海外投資法が可決された。 -ベトナム市場のベトナム市場開始の最初期	ー2007 年に WTO に加入した。 ー海外投資法及び国内投信法を代わりに、共通投資法を交付した。	ー「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定（CPTPP）」、EU ベトナム自由貿易協定（VKFTA）を署名した。 ー投信法を修正して、交付した。 ー「中国+ 1」戦略	-中国から生産チェーン、サプライチェーン移転傾向は続ける。 -米国、日本との外交関係を包括的戦略的パートナーにアップグレードした。 -修正土地法、工業団地法、経済法は近い将来に交付される。
履物、バイク	電子（Samsung, Intel）	繊維・アパレル、食品	ハイテク、再生可能エネルギー
北部／南部地域	北部地域	南部地域	北部地域

ーFDI 登録額：＋330%、年間平均：+23%／年 ーFDI 実行額：＋847%、年間平均：+38%／年 ー土地基金：N/A ー賃貸：N/A	– FDI 登録額：+836%, 年間平均：75%/年 – FDI 実行額：+248%, 平均：37%/年 – 土地基金+132%, 平均 23%/年 – 賃貸: +74%, 平均 15%/年	–FDI 登録額：+67%、年間平均：+11%／年 ーFDI 実行額：＋41%、年間平均：+7%／年 ー土地基金：+15%、年間平均：+3%／年 ー賃貸：+27%、年間平均：+5%／年	ーFDI 実行額予想：+ 7%／年 ー土地基金予想：年間平均：+6%／年

ソース：BSC Research

第 1 級省/都市からの供給が多くないことで、FDI の増加傾向は政府に土地基金の法律的な問題を解決することを加速するように圧力をかけるだろ。BSC は工業団地不動産の供給原は今後 1 ～ 2 年に不足すると考えております。同時に、これは政府に省/都市での供給原の法的な問題を解決することを加速するように圧力をかけるだろう。

いくつかの省／都市での土地基金

省／都市	現在土地基金（ヘクタール）	2025 年までの指標（ヘクタール）	2030 年までの指標（ヘクタール）	利用済指標（%）
		北部		
第 1 級				
Hà Nội	1,347	2,787	3,828	48%
Bắc Ninh	**5,899**	**4,760**	**6,408**	**124%**
Hưng Yên	2,611	3,849	5,021	68%
Hải Dương	1,732	3,115	5,661	56%
Hải Phòng	6,080	7,262	8,710	84%
第 2 級				
Hà Nam	2,043	4,027	4,627	51%
Thái Bình	**1,903**	**1,662**	**2,565**	**115%**
Vĩnh Phúc	**3,110**	**3,037**	**4,815**	**102%**
Thái Nguyên	1,470	3,650	4,349	40%
Bắc Giang	3,074	3,377	7,000	91%
Quảng Ninh	**4,632**	**3,658**	**5,904**	**127%**
		南部		
第 1 級				
Hồ Chí Minh	2,830	5,021	5,918	56%
Long An	9,200	10,479	12,433	88%
Bình Dương	11,300	11,900	14,990	95%

Đồng Nai	10,000	12,470	18,543	80%
第 2 級				
Tây Ninh	3,415	3,580	4,269	95%
Bình Phước	**4,686**	**4,258**	**7,584**	**110%**
Bà Rịa – Vũng Tàu	**9,000**	**8,550**	**10,755**	**105%**
Bình Thuận	2,000	2,069	3,048	97%

ソース: BSC Research

最も新しい土地供給原を計上する時点は、2025 年下半期～2026 年以降の期間である。ベトナムへの第 3FDI 流を再見すると、BSC は FDI が入ってから次の 1～2 年に土地供給源の法律的な問題が解決され、利用できると認めました。具体的には、2015 年から 2019 年の期間には FDI 実行額は前年同期比+7%/年となった。しかし、この期間には、土地基金の供給原は前年同期比+3%／年となった。2020 年から法的な問題が解決された。中国からの FDI の第 4 波について、BSC は最も新しい土地供給源を計上する時点が 2025 年下半期以降と考えております。

新規土地供給源について、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。

第 2 級省／都市におけるいくつかの産業セクター

ソース：BSC Research

テーマ 2：経済促進するために、政府は公共投資を引き続き強化する。これは建設企業が 2024 年～2025 年期間に大きな利益を計上する機会です。

BSC はインフラ建設案件の建設進捗が 2024 年に加速させると考えております。

(i) 建設材料の不足は解消される。2023 年 9 ヶ月には、西部での建設プロジェクトは砂と石の不足に直面していた。しかし、2023 年の第 4 四半期には、政府が鉱山に建設プロジェクトのための埋蔵量を確保するよう要求したことで、この状況は基本的に解決された。

(ii) 殆どの案件の土地収用は 2022 年～2023 年期間に完成した。これは建設の進捗を加速させるだろう。

主要なインフレ案件の建設進捗

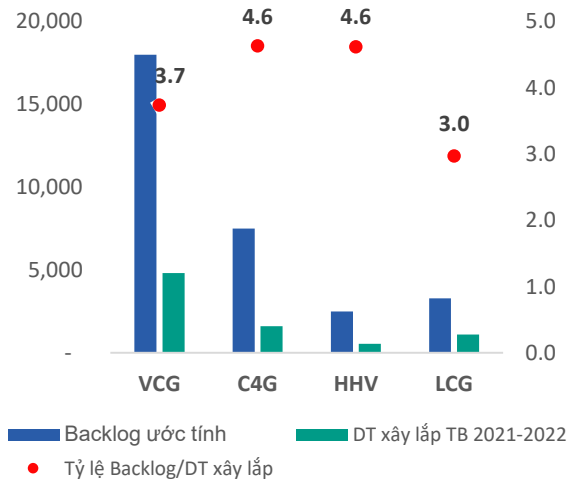
案件	部分的なパッケージ	土地収用の比率	着工時点	完成見込み時点	他の情報
Long Thanh 空港	4.6	100%	8/2023	6/2025	7 つの部分的なパッケージが請負主を選択している。
	5.10	100%	8/2023	11/2026	
	6.12	100%	6/2023	12/2025	
ホーチミン市の環状 3 号線	XL3,6,8,9	82%	6/2023	1/2026	6 つの部分的なパッケージが請負主を選択している。
ホーチミン市の環状 4 号線	08,09,10	87%	6/2023	1/2026	7 つの部分的なパッケージが請負主を選択している。
南部高速道路の第 1 段階	Diễn Châu – Bãi Vọt	100%	5/2021	12/2024	11 つの部分的な案件うちの 9 案件が完成された。
	Cam Lâm – Vĩnh Hảo	100%	9/2021	12/2024	
南部高速道路の第 2 段階	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	89%	1/2023	1/2026	殆どの案件が土地収用の最終段階に入って、建設を加速させる。
	Vân Phong – Nha Trang	92%	1/2023	1/2026	
	Hoài Nhơn – Quy Nhơn	82%	1/2023	1/2026	

ソース：BSC Research

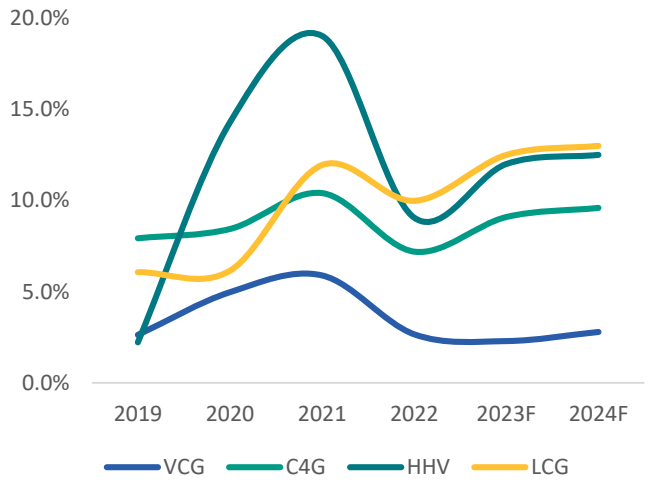
BSC はインフラ建設企業が最も収入、利益を計上する時点が 2024 年～2026 年の期間だと考えております。

また、2015 年～2020 年（南北高速道路の第 1 段階）と比較して、BSC はインフラ建設企業が（1）多くの案件、特に南北高速道路の第 2 段階のパッケージが請負主を指定できる、（2）南北高速道路の第 2 段階の建設技術が複雑になる、（3）一部の企業が電気工事などの粗利益率が電気工事などの新しい事業を参加しているということのおかげで、売上総利益率が上昇すると予測しております。

2024 年~2026 年の期間にはインフラ建設企業が大きな未実施案件額を計上する。



インフラ建設企業の売上総利益率は 2024 年に上昇すると予測された。



ソース：商工省、BSC Research

テーマ 3：インフラ建設が段々完成し、法律が明確になるのは堅固な不動産市場を形成する主要な要素です。

1. 法律が完璧になるのは持続可能な開発の基礎を形成する。

不動産案件投資環境は近い将来に重要な変更がある。最近、国会が住宅法（改正）、不動産法（改正）、土地法（改正）などの改正法を可決した。これらの改正法は 2025 年 1 月 1 日から有効になる。

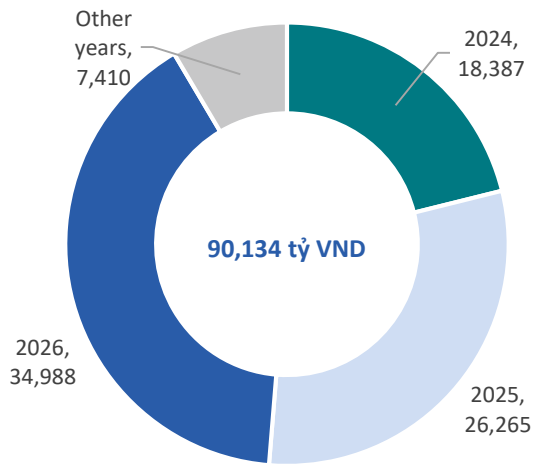
2. 不動産市場は多い変更がある。

BSC の評価によると、不動産業に関する法律が透明になるのは不動産供給源を拡大するが、企業の売上総利益率に影響を与えるだろう。原因は下記の通りです。

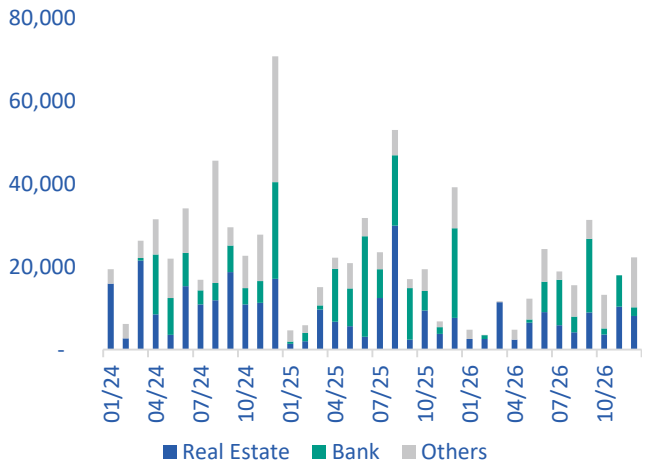
- 財務義務は高くなる。
- 借入条件は難しくなる。
- 不動産供給源は多くなると、案件の吸収率が低下し、販売価格が安定化になる。

不動産業の一般的な傾向は（1）案件展開時間の延長を締付する為に、土地基金揃って大幅しにくい、（2）農地を買って、土地利用目的の転換を待つケースを制限する。特に、BSC は法律が形成され、戻す社債償還の圧力が 2024 年から戻すことで、大規模投資家と海外投資家の「買収や M&A 波」が強くなると予想しております。

2023 年 11 ヶ月に償還期限を成功的に延長された総社債額



社債が償還期限を迎える圧力は 2024 年から戻す。



ソース: BSC Research

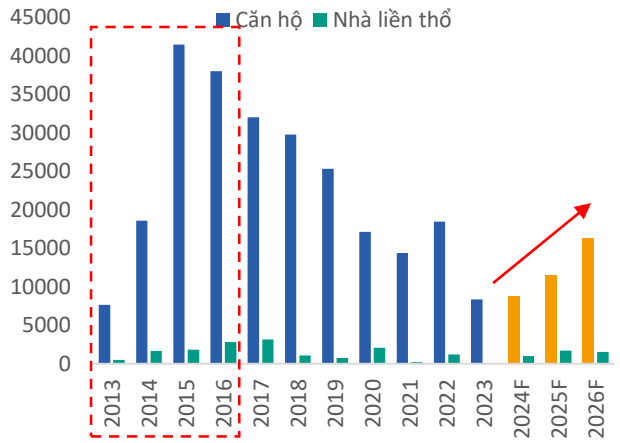
3. BSC は 2024 年～2025 年期間には、市場の需要に満たす商品を販売開始する傾向が強まると考えております。

供給源は段々回復する。

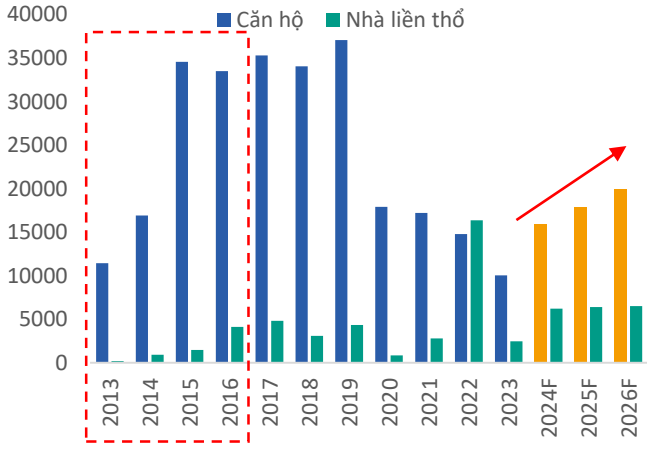
吸収率は高い水準で維持する。

しかし、BSC は手ごろな住宅及び公営住宅の割合が上昇するが、区分別によって家賃が維持されることで、平均家賃が引き下げると信じている。

ホーチミン市における不動産供給源



ハノイにおける不動産供給源



ソース: CBRE

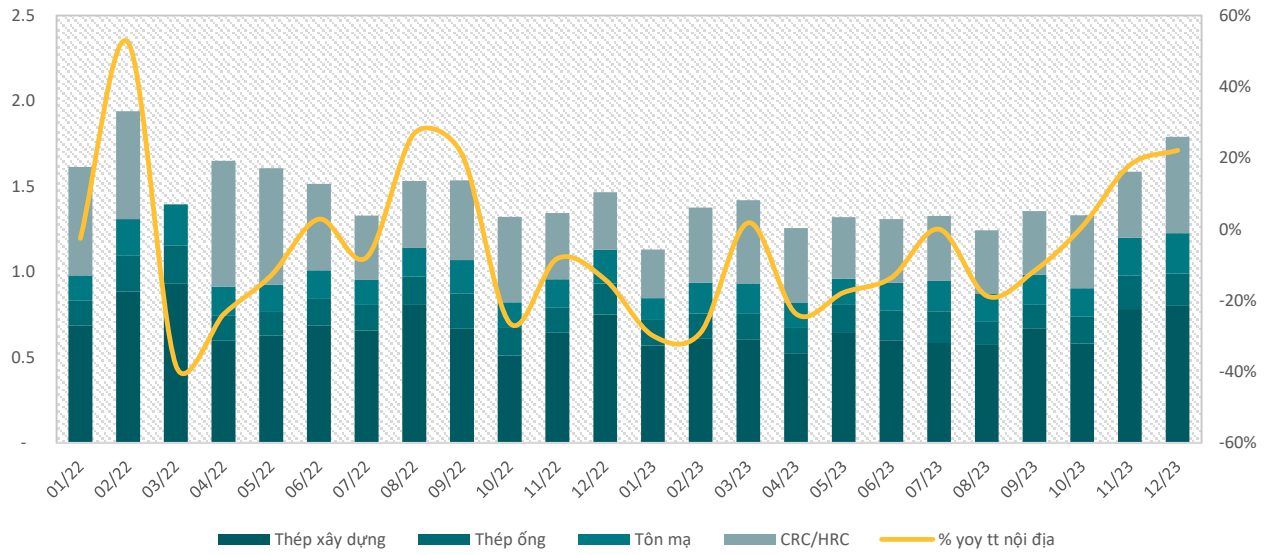
テーマ 4:鉄鋼企業は原材料企業も(1)2023 年の低い水準、(2)不動産市場が 2024 年に回復するということを基づく、大きく回復する。

BSC は 2024 年に不動産市場が回復するおかげで、国内鉄鋼量が増加すると予測しております。2023 年第 4 四半期には、国内鉄鋼量は前年同期比-10%減となった。BSC は(1)不動産政策が 2024 年に変更する、(2)一般の金利レベルが 2023 年下半期に低い水準で維持したということを

基づく、不動産市場が 2024 年下半期から回復するにしたがって、国内鉄鋼量が前年同期比+10～15%増となると期待しております。

2023 年に国内鉄鋼量は前年比-9.8%減の 1,640t、130～140 万 t/月で維持した。

100 万 t



ソース: VSA

.

鉄鋼企業の売上総利益率は(1)産量が回復するにしたがって、鉄鋼価格が上昇する、(2)鉄鋼企業が国内市場を強化するということのおかげで、鉄鋼周期の平均レベルに回復すると予測された。

HSG の売上総利益率 (%)

	2009 年 – 2015 年				2015 年 – 2020 年(鉄鋼周期)						2020 年 – 2023 年以後					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
平均売上総利益率(%)	13.2%	13.6%	14.3%	11.7%	14.8%	23.3%	16.9%	11.6%	11.5%	16.8%	18.5%	11.0%	1.2%	6.3%	10.4%	13.9%
平均	13.2%				15.7%								9.6%			

HPG の売上総利益率 (%)

	2009 年 – 2015 年				2015 年 – 2020 年（鉄鋼周期）						2020 年 – 2023 年以後					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
平均売上総利益率（%）	16%	19%	15%	18%	21%	28%	24%	21%	18%	36%	45%	13.9%	4.5%	8.6%	9.1%	
平均	17%				25%											

● 商業用不動産

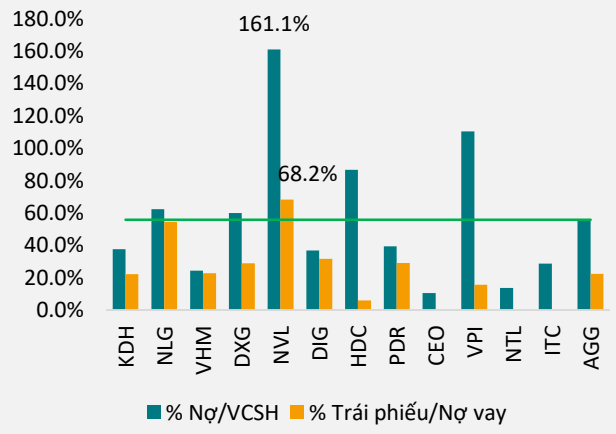
[中立]

見通しがより明るくなるが、

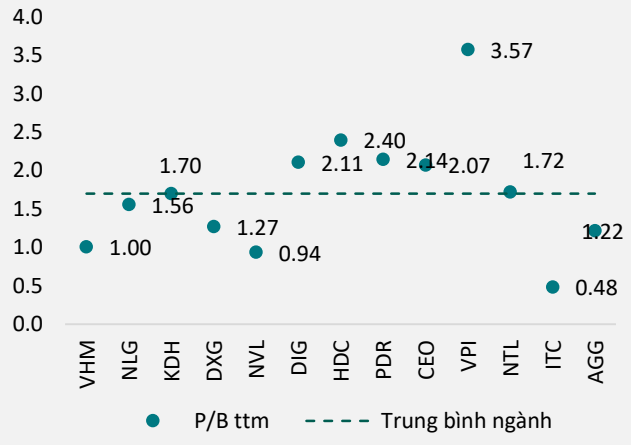
「不動産業の冬」はとても厳しくて、不動産企業と多くの業界に影響を与えている。流動性の圧力により、多くの企業はプロジェクトを低価格で卸売しなければならない。しかし、VHM、NLG、KDH などの健全な財務基盤、良好なプロジェクト実施能力がある企業及び PDR、DXG、IJC などの資本調達能力がある企業は安い土地資金を取得することができる。

BSC は法律が完成し、社債が償還期限を迎える圧力が 2024 年から戻すのは良好な財務基盤と運営能力を得る国内投資主と海外投資家の「買収や M&A 波」を立てると期待しております。

企業の財務基盤は再構成の後、強くなった。



不動産業の現在 P/B

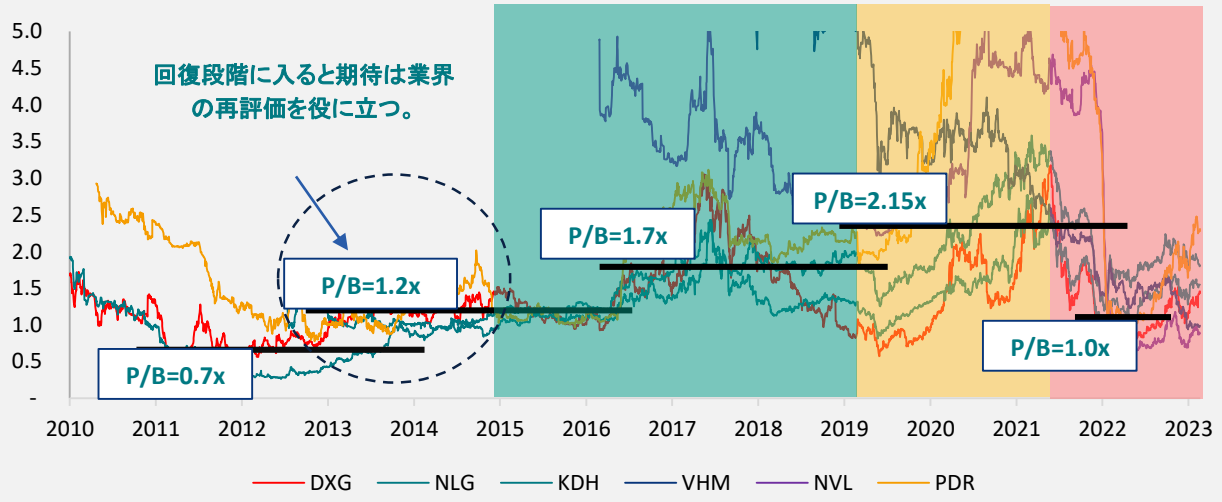


ソース:上場企業の 2023 年第 3 四半期の財務諸表、BSC Research

ソース:Fiinpro, BSC Research

不動産業の現在 P/B は 1.7x である。この P/B は不動産業の最初回復段階に適すると評価されている。不動産株式の値上ポテンシャルは(1)利益、案件実施または案件の出資金の回収からのキャッシュフロー、(2)土地基金拡大のために機に乗じる可能に依存する。

周期別の不動産業の評価



ソース: Bloomberg, BSC Research

観察すべき要素:(1)法律施行に関する通達と議定、(2)借入と社債の返済期限、(3)信用、社債、証券などのチャネルを通じて金利、資本調達状況、(4)企業の土地拡大能力

推奨銘柄: NLG, KDH, VHM, IJC

建設業

[中立]

2024 年の見通し:BSC はインフラ建設企業の利益が前年比＋30%増となると期待しております。

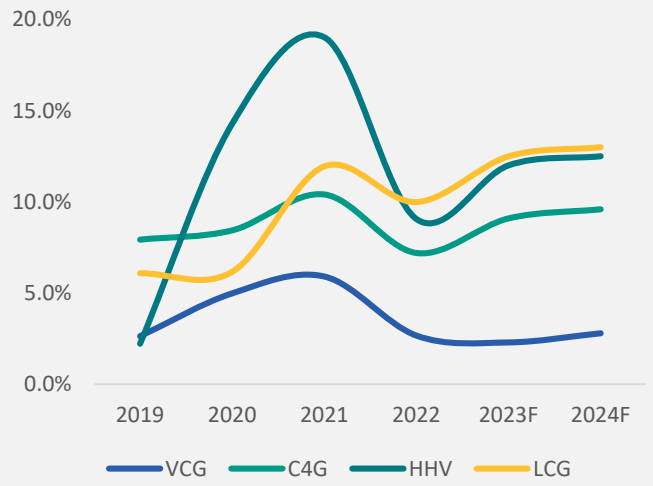
(1)2023 年に一連の大規模案件は着工される。また、多くの大規模案件は段々最終段階に入っている。

(2)インフラ建設企業の売上総利益率は上昇すると予測された。この予測は(1)多くの案件、特に南北高速道路の第 2 段階のパッケージが請負主を指定できる、(2)南北高速道路の第 2 段階の建設技術が複雑になる、(3)一部の企業が売上総利益率がより高い電気工事などの新しい事業を参加しているということから由来した。

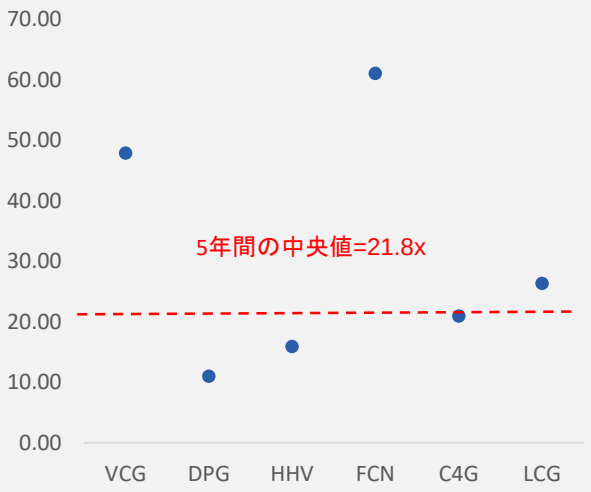
しかし、殆どの建設企業の評価は 2024 年の見通しを示した。現在 P/E は 30.5x で、5 年間の中央値 P/E(21.8x)より高い。そのために、BSC(1)魅力的な水準で評価されている企業、(2)落札または公共投資強化に関するポジティブな情報からの恩恵を受ける企業へ投資すると推奨しております。

インフラ建設企業の売上総利益率は 2024 年に改善する。

現在の P/E



ソース: Fiinpro、BSC Research



ソース:Fiinpro、BSC Research

観察すべき要素:(1)政府の公共投資の実行進捗、(2)土地収用及びインフラ建設建設の進捗、(3)建設企業の収入を計上する進捗、売上総利益率の変動

推奨銘柄: LCG, HHV, CTD

工業団地

[有望]

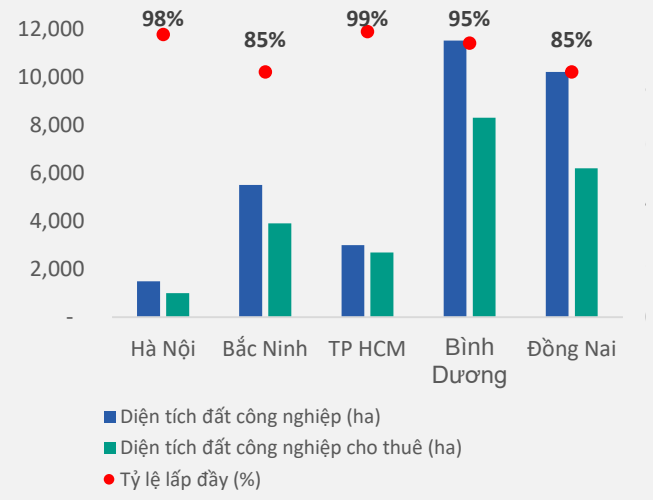
2024 年の業績の見通し:BSC は工業団地の業績前年比+27%増となると期待しております。

(1)2023 年下半期に有効になった工業団地用土地賃貸に関する覚書(MOU)が正式な契約に変換され、2024 年に収益を記録すると期待しております。

(2)工業団地賃貸価格は(ア)工業団地用土地が不足して、特に中心省/都市における吸収率が90%を上回った、(イ)ベトナムへの FDI の第 4 波が出る可能性が高い背景には、工業団地用土地賃貸需要が増加しているということのおかげで、前年比+5%～+10%増となる。

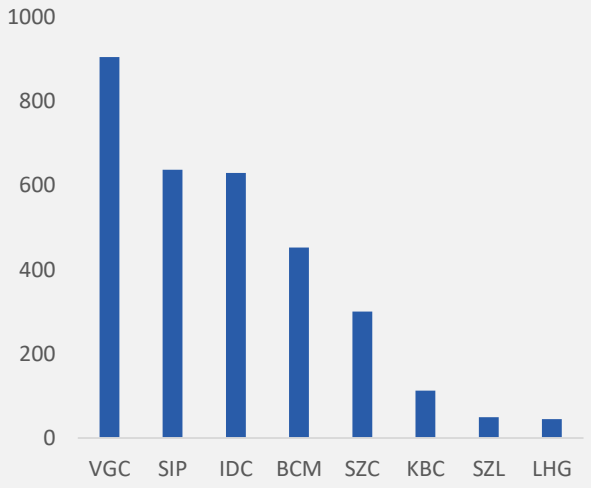
BSC 賃貸可能土地基金を保有している企業(VCG、IDC、SIP)が利益が業界の平均水準に比べて急増すると信じております。

中心省/都市における吸収率は 85%を超えた。



ソース: CBRE, BSC Research

上場企業の賃貸可能工業団地用土地基金(ヘクタール)



ソース:BSC Research

観察すべき要素: (1)土地法律に関する通達／議定、(2)グローバルミニマム税及び企業サポート政策の適用、(3)企業の土地拡大可能、(4)工業団地向けの電量供給源

推奨銘柄: IDC, SZC, SIP, PHR.

鉄鋼

[有望]

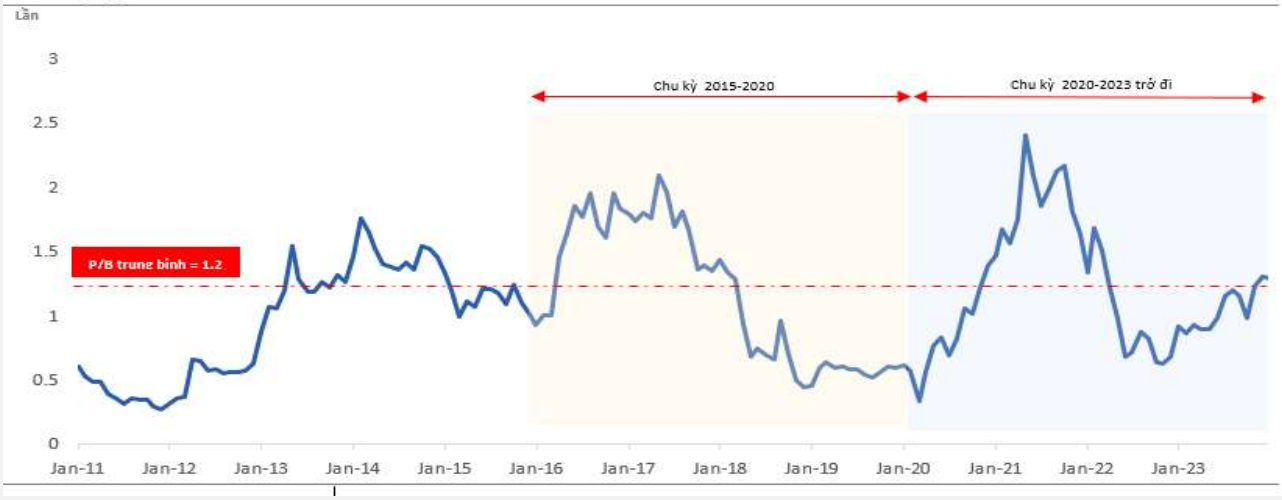
2024 年には、不動産市場の回復のおかげで、鉄鋼企業は 2023 年の低い水準から大きく回復する。

周期を見ると、鉄鋼企業の評価は低い水準で留まっている。BSC の評価によると、(1)最悪の時期が過ぎた、(2) 利益が底で留まって、段々回復しているという観点から、現在の評価が良好な資産、大きなシェアを有する鉄鋼企業の株式を買うことに適する。

推奨銘柄: HSG, HPG

Hình: Định giá PB của HPG

Hình: Định giá PB của HSG



いくつかの業績予測推定:不動産-建設-建材業

銘柄	2024年の売上高(10億ドン)	% YoY	2024年税引後利益(10億ドン)	% YoY	EPS 2024	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	2024年1月30日の終値	2024年の目標価格	Upside (%)
NLG	6,811	51%	819	40%	2,052	18.30	1.44	3%	7%	38,950	44,700	15%
KDH	6,051	150%	980	16%	1,562	25.41	1.65	4%	4%	31,150	44,700	43%
VHM	96,408	-17%	27,257	-26%	6,197	6.68	0.87	6%	13%	41,800	60,900	46%
IJC	3,104	60%	795	62%	2,345	4.59	0.57	13%	13%	14,500	21,700	50%
LCG	3,562	48%	173	59%	904	13.13	0.80	2%	6%	12,000	14,300	19%
HHV	3,161	21%	445	23%	1,081	14.25	0.63	1%	5%	15,400	17,600	14%
CTD	18,527	9%	318	35%	3,206	21.50	0.77	1%	4%	68,900	78,700	14%
IDC	8,829	20%	2,140	20%	6,485	7.91	2.24	11%	25%	51,300	52,200	2%
SZC	1,127	38%	377	72%	2,095	18.38	2.09	4%	11%	38,500	40,900	6%
SIP	6,821	7%	1,121	13%	12,333	11.97	3.42	5%	26%	73,800	80,700	9%
PHR	1,585	17%	533	-14%	3,931	12.69	1.79	8%	14%	49,900	57,500	15%
HSG	35,101	11%	955	4056%	1,596	14.74	1.15	6%	8%	22,850	25,500	12%
HPG	133,221	11%	12,178	79%	2,094	13.37	1.44	6%	11%	28,000	33,000	18%
NLG	6,811	51%	819	40%	2,052	18.25	1.43	3.4%	6.7%	38,850	44,700	15%

ソース:BSC Research

エネルギー・ユーティリティ・肥料・化学 [中立]

分析者: Dương Quang Minh *Email: minhdq@bsc.com.vn*
分析者: Nguyễn Thị Cẩm Tú *Email: tuntc@bsc.com.vn*
分析者: Lưu Thùy Linh *Email: linhlt@bsc.com.vn*
分析者: Nguyễn Dân Trưởng *Email: truongnd@bsc.com.vn*

- **投資テーマ 1:ブロック B-O Mon 案件、送電案件などのエネルギーインフラへの投資の必要性はベトナムのエネルギー安全保障の全体像において、石油・ガス業及び電力建設業にプラスの影響を与えると予想されます。**
- **投資テーマ 2:火力発電所は、(1)エルニーニョ現象、(2)投入価格の下落、(3)2023 年のメンテナンスの完了による運転時間の増加という 3 つの要素から恩恵を受ける。**
- **投資テーマ 3:2024 年には、化学業、肥料業とタイヤ業界は 2023 年の低水準からプラスの成長を記録すると予想されます。**

概要

テーマ	業界	評価	推奨銘柄
投資テーマ 1	エネルギー	有望	GAS, PVS, PVD, PC1
投資テーマ 2	ユーティリティ	有望	PC1, POW, QTP
投資テーマ 3	化学	有望	DGC

	肥料	有望	DCM
	タイヤ	有望	DRC

テーマ1: エネルギーインフラ投資の需要は石油・ガス企業と電気建設企業の収入を促進する。

1. 主要な石油・ガス案件は石油・ガス企業の主な成長原動力である。

直近 8 年間には、ベトナムは大規模なガス田をほとんど開拓または開発していない。 既存のガス鉱山の埋蔵量が徐々に枯渇していくという圧力の下、政府は電力と産業のニーズに対応する投入ガス源を確保するため、新規案件への投資と開発を推進している。

2023 年下半期には、いくつかの石油・ガス案件は投資進捗に前向きな兆しを見せていた。

Lac Da Vang 油田案件は、米 Murphy Oil グループから最終投資決定（FID）を受け取り、2026 年にこの油田から最初の商業石油ストリーム（ファースト・オイル）を開発することを目標としている。

+ ブロック B – O Mon 案件チェーンにも、案件の各コンポーネントに限定された入札が割り当てられており、2024 年半ばに FID を受け取る予定です。

各案件が早く展開するのは 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・ガス企業に利益をもたらすだろう。現在、PVS はブロック B に関する 10 億ドル以上の入札パッケージの 3 件を落札している。

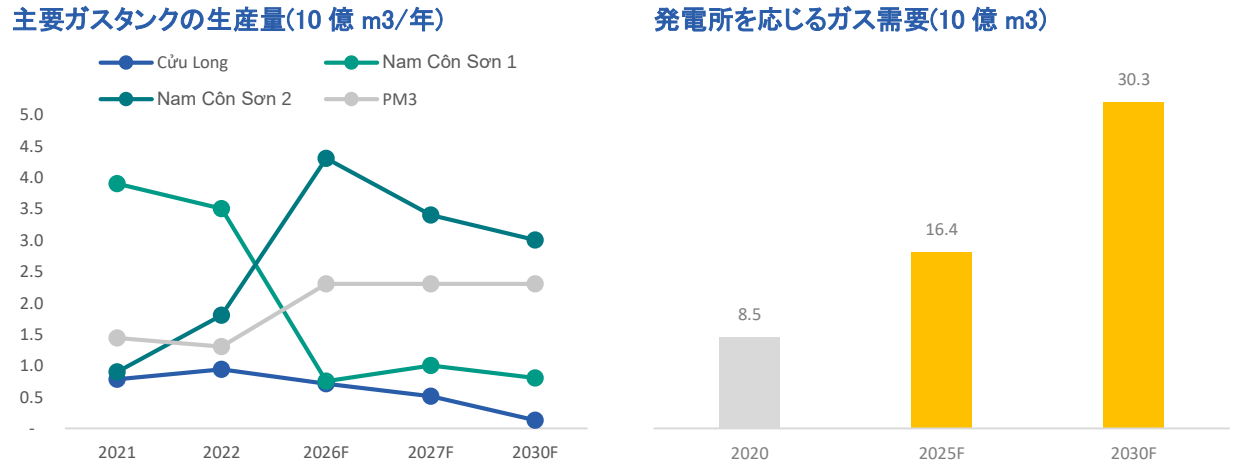
間もなく実施される国内の石油・ガス案件

案件	展開期間（予定）	投資額（100 万 USD）	推定埋蔵量	進捗の更新
ブロック B – Ô Môn	2024 年 ～ 2026 年	11,300	1,000 億 m3 のガス 1,250 万バレルの凝縮水	– 1EPC 契約 1 と 2EPC 契約 の限定落札指定（LLOA） – 2024 年半ばに正式に FID を受け取る予定。
Lạc Đà Vàng	2024 年 ～ 2026 年	693	6,100 万バレルの原油	– 2023 年 11 月に FID を取得した。 入札中
Cá Voi Xanh	2025 年 ～ 2027 年	4,600	1,500 億 m3 のガス	– FID と新しいガス取引枠組み協定（GSA HOA）を待っています。

ソース: BSC Research

そのために、BSC は、PVS や PVD などの上流の石油・ガス企業の投資見通しを「有望」と評価しております。また、中長期的には、LNG 輸入の見通しに加えて、新油田からのガス供給増加のおかげで、GAS 株も恩恵を受けるだろう。

国内のガス供給は発電所の需要を満たしない。



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

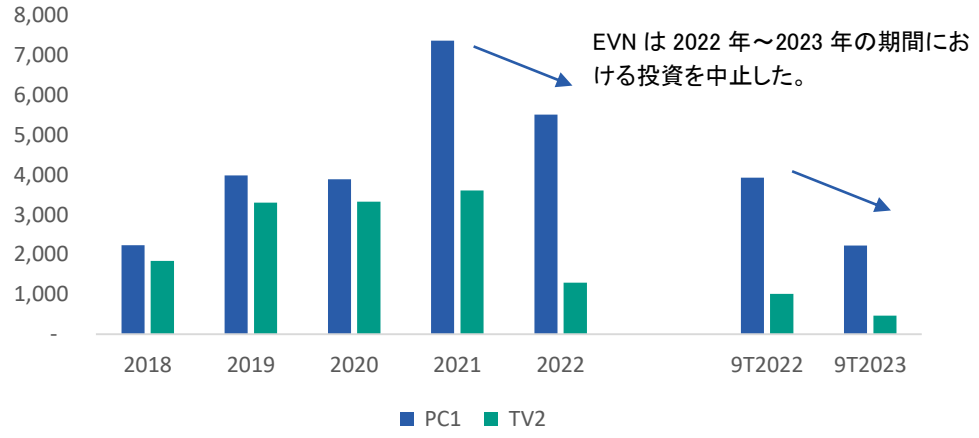
ブロック B–O Mon 案件チェーンは間もなく展開される予定の背景には、新しく建設された II O Mon III O Mon、IV O Mon 発電所は EVN の送電投資の緊急性をさらに高めることになる。

2. EVN の送電投資の需要は電力建設グループに大きな収入をもたらす。

FDI 資本を誘致するために、ベトナムは電力インフラの開発にさらに投資する必要があり、送電システムの開発が短期的に優先されるだろう。特に北部地域では、この場所はより多くの電力容量

を受け取る必要があり、そのうち、投資額の 23 兆 VND 相当の Quảng Trạch – Phố Nối 間の 500kv 案件の 3 回路線の建設の加速は、EVN が 2 年間ぶり投資を促進するという強力な兆候である。

2022 年～2023 年の期間における PC1 と TV2 の電力建設事業による収入は大きく減少した(10 億 VND)

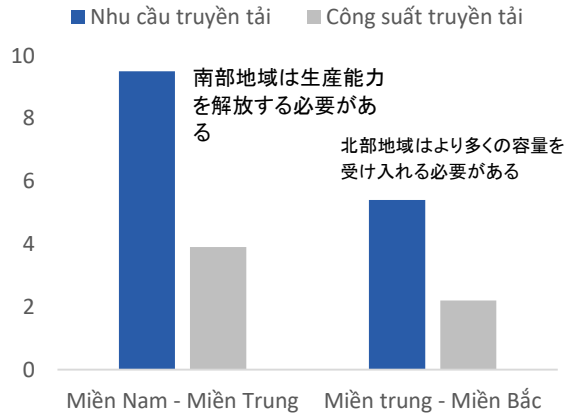


ソース: BSC Research, TV2, PC1

また、第8電力計画によると、2021 年～20230 年の期間における電力発送発展用投資総額は 149 億ドルである。

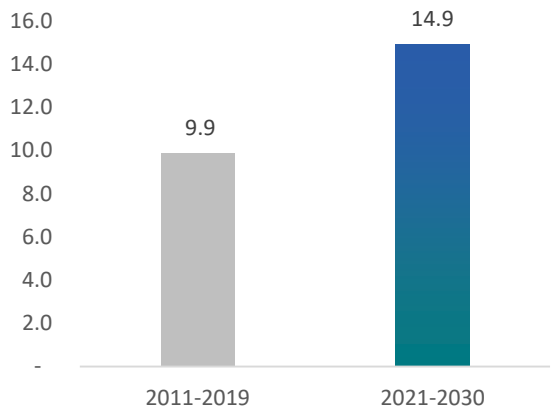
これにより、電気建設企業は長期的な休業期間を経て、2024 年に急成長率を達すだろう。

電力消費需要を満たすために送電網を追加投資する圧力 (MW)



ソース: EVN

電気建設事業の規模は前 10 年間比 50%増となっている(10 億 USD)



ソース:第 8 電気計画

ベトナムでの電力不足に関するリスクは日に日に明らかになり、2024 年に発電量開発速度を上回るペースで電気消費量が増加し続けるだろう。2019 年～2020 年の期間における発電量は急激に増加したが、その大部分は特性が不安定な太陽光発電量から由来した 。

第 8 電気計画によると、ベトナムは風力発電と LNG ガス発電の発展を優先するだろう。しかし、これら のエネルギー源の発電費用は EVN の平均小売電力価格と比較して非常に高いため、現時点ではこれら のエネルギー源に対する明確なメカニズムや政策はまだない。

また、ブロック B-O Mon 案件の O Mon II、O Mon III、O Mon IV のガス発電所は、2026 年～2030 年の期間における南部でのエネルギー安全保障を確保する上で重要な意味を持つ開発優先リストにある。BSC は、今後数年間の南部におけるガス不足の圧力と電力需要の増加のおかげで、案件の進捗が加速し、ブロック B – O Mon 案件 が 2024 年半ばに FID 決定を達成するだろう。

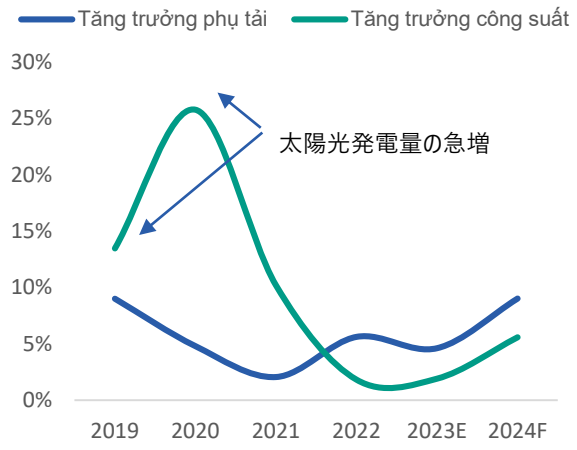
ブロック B-O Mon 案件の発電所の情報

	第 2 号 Ô Môn 発電所	第 3 号 Ô Môn 発電所	第 4 号 Ô Môn 発電所
進捗	+投資方針の承認を取得した +ガス販売契約を署名した。 +まだ建設しない	+投資方針の承認を取得した +まだ建設しない	+投資方針の承認を取得した。 +まだ建設しない
完了予定期間	2026 年～2027 年	N/A	N/A
発電量 (MW)	1,050	1,050	1,050
投資総額(10 億 VND)	30,500	27,600	30,000
投資主	Marubeni và WTO	PVN	PVN
ガス源	ブロック B	ブロック B	ブロック B
ガス消費量の合計	約 51 億 m3/年		

ソース: BSC Research

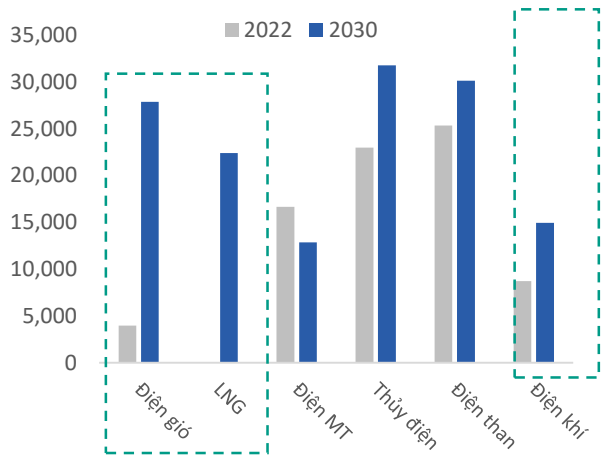
そのために、現在では、法的な問題は明確になる時までは、BSC は電源開発企業の投資評価を「観察」と推奨しております。

電気消費量が発電量よりも早く増加し、電力不足の状況が悪化している



ソース: EVN, BSC Research

今後、風力・ガス・LNG ガス発電が優先的に開発されている (MW)



ソース:第 8 電気計画

そのために、エネルギーインフラ投資需要が高めているために、BSC は石油・ガス事業と電気建設事業がベトナムのエネルギー安全保障全体の背景には恩恵を受ける事業であると期待しております。

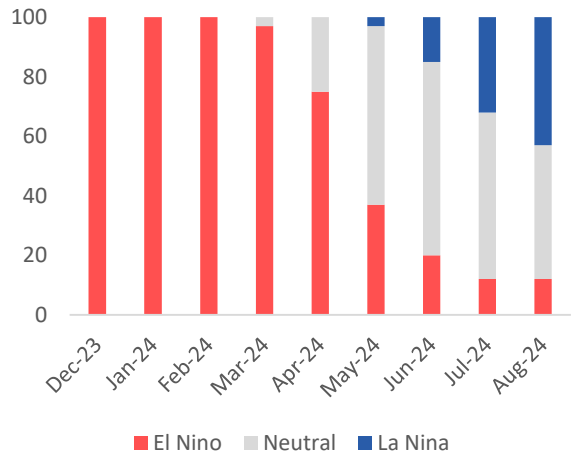
推奨銘柄: PVS, PVD, PC1

テーマ 2:火力発電所は(1)エルニーニョ 現象、(2)石油価格が下落する、(3)稼働時間が増えるということから恩恵を受ける。

1.エルニーニョ現象及び北部での電気不足状況により、火力発電所が発電量を増える。

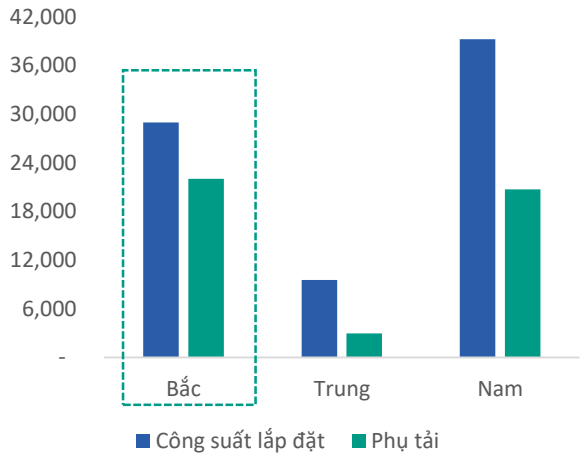
エルニーニョ現象が 2024 年 1 月から 5 月まで発生する確率が高いので、火力発電所が発電量を増えるだろう。特に北部地での発電能力の 45% が水力発電なので、乾季には低下する。さらに、予備発電量が約 30%(通常は 45%)で、低い水準で留まり、非常に低い場合、消費需要に満たしない。

エルニーニョ現象発生確率は 2024 年 5 月まで高い



ソース: IRI

北部での火力発電所は最も恩恵を受ける。(MW)

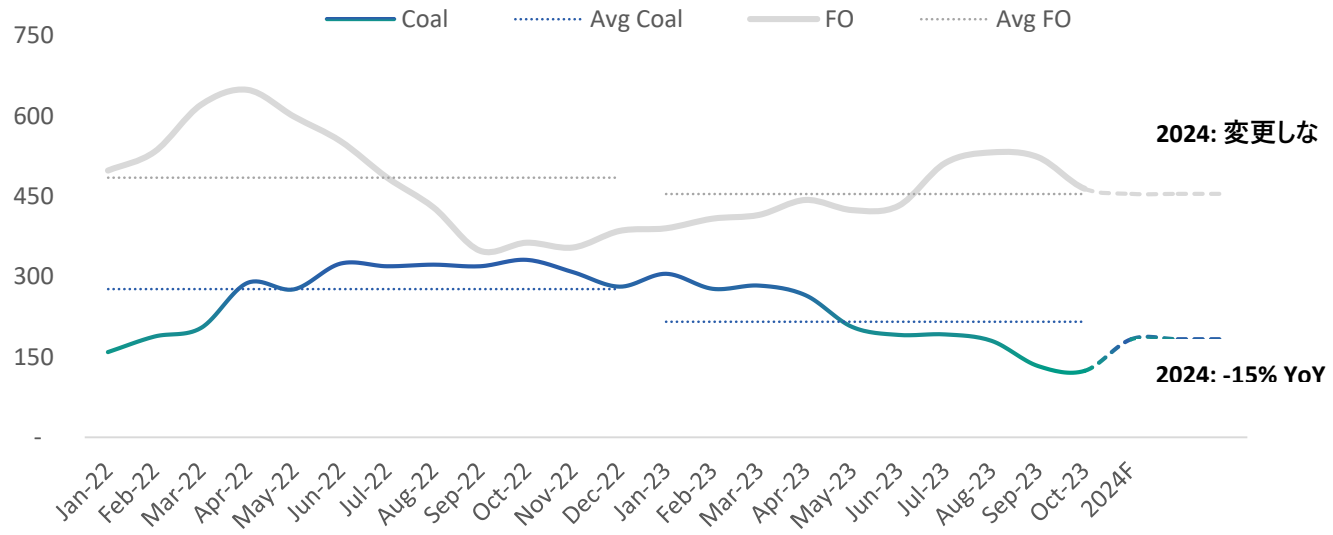


ソース: EVN、BSC Research

2. 投入原材料価格:石炭及び石炭価格は前年比下落すると期待

BSC は 2024 年には、世界の石炭価格は前年比-15%減の 183ドル/t に達すると期待しております。2023 年から、殆どの火力発電所は国内及び輸入石炭を供給されている。そのために、世界のエネルギーの価格が下落する傾向にあることで、火力発電所が更なる利点がある。

エネルギー価格下落は火力発電所が発電量を増えると役に立つ。(ドル／t)



ソース：BSC Research, Bloomberg, IEA

BSC は不安定な要素にもかかわらず、平均石油価格が前年比-6%減の 80 ドル／バレルに達すると期待しております。

2023 年には、世界では、ロシアとウクライナ、イスラエルとハマスの間の戦争、紅海地域攻撃などの政治的な緊張が高まっていた。このような状況が続けば、世界のサプライチェーンに影響を与える。したがって、原油供給がさらに引き締められる可能性がある。世界中の組織による石油価格予測は同じくなくて、バレルあたり 75 ドル～100 ドル以上の範囲で推移する。そのために、石油価格は今後も予測できない変動が多くなると予想される。

いくつの金融機関の 2024 年石油価格予測

機関	予測			
	Q1.2024	Q2.2024	Q3.2024	Q4.2024
Standard Chartered Bank	92	94	98	106
Bank of America Merrill Lynch	78	80	82	80
MUFG Bank	81	80	86	89
Rabobank	79	75	77	81
MPS Capital Services	80	78	75	75
Morgan Stanley	80	77.5	77.5	75
UBS Group AG	84	86	86	82
Capital Economics Ltd	84	82	79	77
Societe Generale SA	90	90	85	85
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	85.4	86.6	88	93
Banc of America Securities LLC	90	92	90	88

Emirates NBD PJSC	85	80	80	85
JPMorgan Chase & Co	80	81	88	85
Commerzbank AG	80	85	90	90
Goldman Sachs	78	83	83	81
中央値	**80**	**82**	**85**	**85**

ソース: Bloomberg, BSC Research

基本的なシナリオには、BSC は 2024 年には、米国がソフトランディングすると共に、競争が解決されることへの期待として、石油価格がバレル 80 ドルに達すると予測しております。ネガティブなシナリオには、経済状況及び政治地理学的な競争によって石油価格が 1 バレル 70 ドル～90 ドルの範囲で推移する。

2024 年の平均ブレンド価格予測

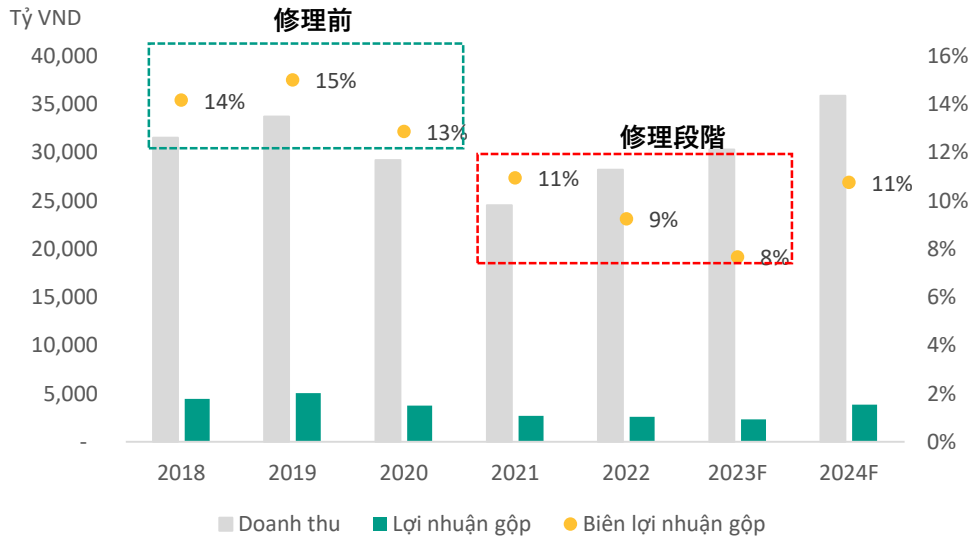
シナリオ	仮定	平均価格
ポジティブ	政治地理学的な競争が厳しくなるにしたがって、石油の供給源がさらに引き締められる。大国の経済は予測より回復すると、石油需要が高まる。	90 USD/バレル
基本	米国の経済がソフトランディングとなる。いくつかの国、市場が回復し始める。政治的な緊張は大きく影響を与えなくて、早く解消される。	80 USD/バレル
ネガティブ	経済後退が厳しくなるにしたがって、石油需要が減少する。政治的な緊張は大規模サプライヤーの石油供給源に影響を与えない。	70 USD/バレル

ソース: BSC Research

3. 2023 年に修理を完了した工場の稼働時間は 2024 年に増加すると見込み。

2023 年には、修理コストにより、POW、QTP などの発電所は利益が急減した。2024 年には、BSC は修理を完了した発電所が（1）安定的に稼働し、稼働中止を制限する、（2）修理コストがかからないことで、利益が急増するという恩恵を受けると期待しております。

POW の修理前後の収入及び売上高



ソース：BSC Research, POW

推奨銘柄: POW, QTP

▶ テーマ 3: 企業が低い水準から回復する。

化学品業界 [有望]

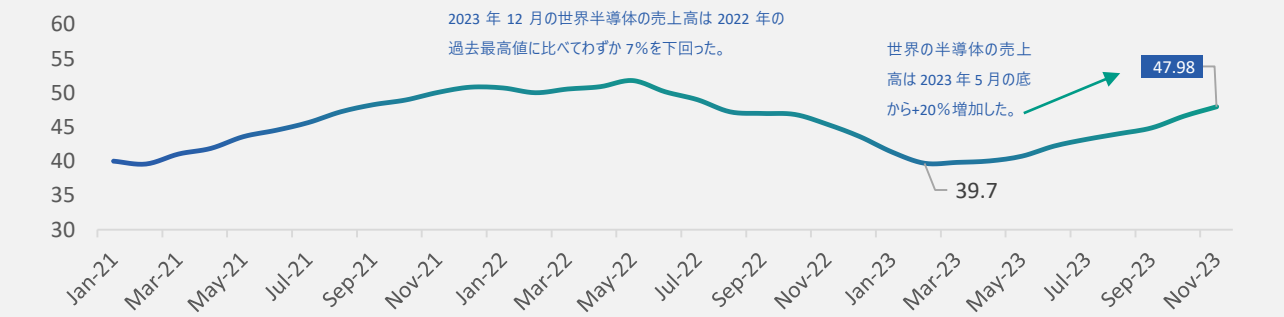
中国が水力発電量を補うために大量の石炭火力発電量を追加している。そのために、BSC は 2024 にはエネルギー不足が大きな問題ではないと考えております。また、化学品の需要が 2024 年に化学品価格の回復を促進する要因になる。

BSC は下記の原動力で化学品の消費需要と販売量が回復すると期待しております。

(1) 2023 年末に在庫量は減少した。

(2) 電子部品の生産が回復するのは化学品の消費需要を高める。

世界の半導体の売上高（10 億ドル）

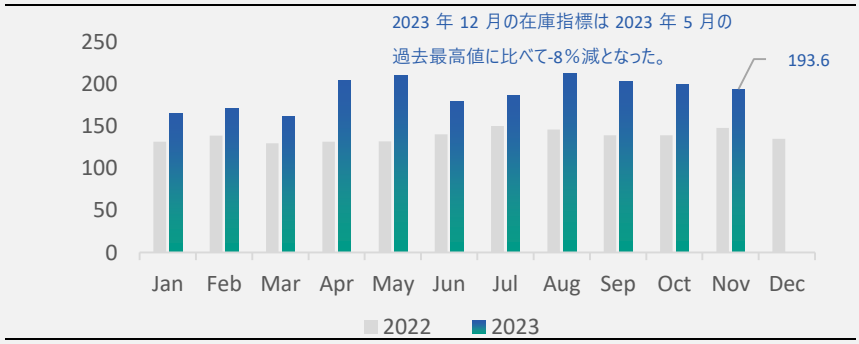


ソース: Bloomberg, BSC Research

世界の半導体の売上高は 2023 年 5 月の底から+20%増加したのは需要が高まっていると示した。

また、韓国での半導体及び電子部品の在庫指標が低下したのは在庫量の減少傾向を示した。

韓国での半導体及び電子部品の在庫指標



ソース：Bloomberg, BSC Research

観察すべき要素：(1) ベトナムの化学品の輸出量及び輸出額、(2) 大国での半導体と電子部品の生産状況と在庫量を通じての化学品の消費需要

推奨銘柄: DGC

肥料業界 [有望]

2024 年の見通し:BSC は尿素が現在のような高い水準で維持し、上昇傾向を続けると期待しております。

(1)中国が輸出制限政策を維持し、インドが 2023 年の低い水準から輸入量を増える。
(2)米価格が高い水準で維持することで、国内需要が高まる。

VAT 率の法案:肥料を VAT 課税対象品リストに追加する。

商工省が国会、政府に肥料を VAT 課税対象品リストに追加する。

–販売価格:国内及び世界の需給によって肥料価格が変動する。企業が VAT 税を消費者に移管するかと決めます。

–肥料生産企業:企業は VAT 税を投入コストに追加する代わりに、払い戻される。輸入肥料との競争力を向上させる。

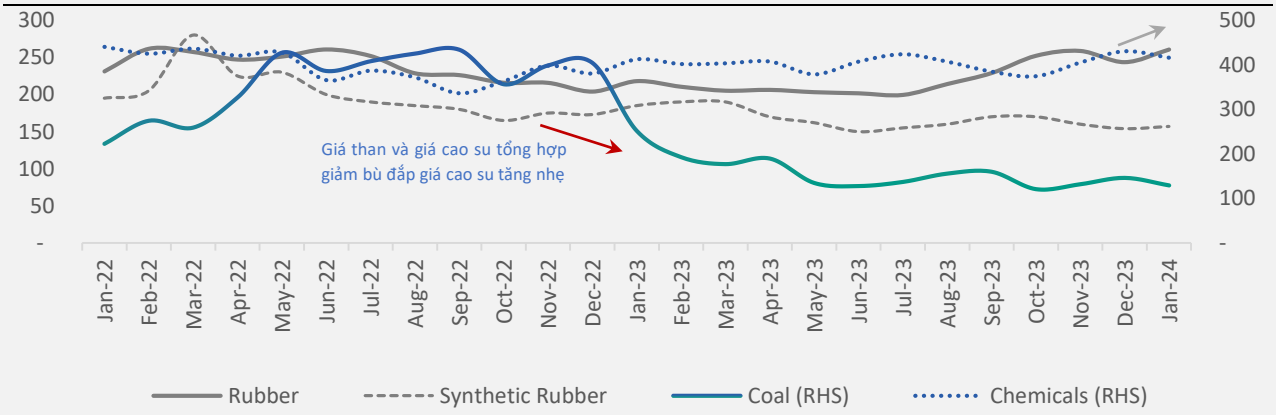
観察すべき要素:(1)中国の輸出制限政策及びインドの輸入政策、(2)エネルギー価格:中国の石炭価格及びヨーロッパのガス価格、(3)VAT 税の法案:肥料製品に対して 5%の VAT 税率を適用する。

推奨銘柄: DCM

タイヤ業界 [有望]

投入原材料価格が下落し、運送コストが増加する可能性があることで、利益率が上昇する。

投入原材料価格(USD/t)

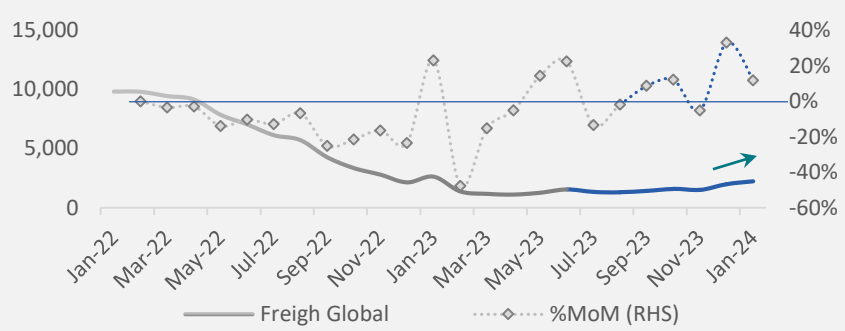


ソース:Bloomberg, BSC Research

しかし、いくつかの地理政治的な緊張により、運賃は再び上昇している。輸出受注は FOB(「Free On Board」の略で、日本語では「船上渡し」)方式によって運賃の変動に影響を与えられない。

しかし、運賃が急に上昇したら、企業の競争力に影響を与える可能性がある。

運送コストは地政的な緊張により、世界の運賃は上昇している。(ドル)課税が課す



ゴム製品の輸出量は 2023 年第 4 四半期から回復し、2024 年にハイライトになると期待しております。

(1)米国内の商品の流れが高い水準で維持する、(2)在庫指数の低下が在庫量の再入庫を促進する背景には、商品輸送需要の増加と共に、タイヤ需要が高まると期待されている。したがって、タイヤ輸出は 2024 年にハイライトとなるときたいされている。

観察すべき要素:(1)生産原材料価格及び海上運賃、(2)大きな市場でのタイヤの消費需要、(3)米国、ブラジルなどの主要な輸出国の課税政策

推奨銘柄: DRC

エネルギー・ユーティリティ・肥料・化学品業界のいくつの企業業績の推定

銘柄	2024 年の売上高 (10 億ドン)	% YoY	LNST 2024 年の税引後利益 (10 億ドン)	% YoY	EPS 2024	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	2024 年 1 月 30 日の終値	2024 年の目標価格	Upside (%)
GAS	86,970	−4%	12,047	3%	5,245	14.60	2.50	13%	17%	76,600	93,000	21%
PVS	20,919	18%	941	16%	1,425	18.74	1.31	4%	8%	36,900	44,500	21%
PVD	7,400	27%	755	41%	964	20.32	1.00	4%	5%	27,600	33,900	23%
POW	37,069	21%	2,410	81%	1,029	11.08	0.72	4%	8%	11,400	15,600	37%
PC1	9,777	31%	593	88%	1,754	15.10	1.07	4%	9%	28,800	33,900	18%
QTP	11,560	−4%	721	17%	1,603	9.17	1.06	10%	12%	14,700	17,000	16%
DGC	12,728	20%	3,755	23%	10,114	9.09	2.79	28%	32%	89,900	100,000	11%
DCM	12,011	−1%	2,255	116%	4,157	7.55	1.44	13%	19%	32,150	36,000	12%
DRC	4,906	9%	329	33%	2,717	10.75	1.56	10%	12%	29,800	31,000	4%

ソース: BSC Research

輸入出業 – ロジスティック業 – 諸費小売り業[有望]

分析者: Phạm Thị Minh Châu *Email: Chauptm@bsc.com.vn*
分析者: Trần Lâm Tùng *Email: Tungtl@bsc.com.vn*
分析者: Tô Đình Hiền Viên *Email: Vientdh@bsc.com.vn*

- 投資テーマ 1:輸入出業:(1)主要輸出市場での需要が回復し、生産量と価格も回復する;(2)借入コストが 2024 年の低金利のおかげで削減される。
- 投資テーマ 2:港湾業・業績は 2023 年の低い水準から前向きな成長を記録する。海運業は(1)運賃が再び上昇し、明暗が分かれた;(2)生産量が輸出入需要の回復のおかげで改善するという要素を期待しております。
- 投資テーマ 3:消費・小売り業:(1)需要回復が「集中化」の方向へ成長する企業を支える、(2)利益率が在庫圧力の減少と原材料価格の下落傾向のおかげで回復する。

投資概要

投資テーマ	業界	評価	推奨銘柄
テーマ 1	水産	有望	VHC
	繊維・アパレル	有望	TNG
	IT – 通信	有望	FPT
テーマ 1	港湾	有望	GMD, VSC
	海運	有望	HAH, PVT
テーマ 1	消費	有望	VNM, QNS
	飼育	観察	DBC, BAF
	小売り	有望	MWG, PNJ

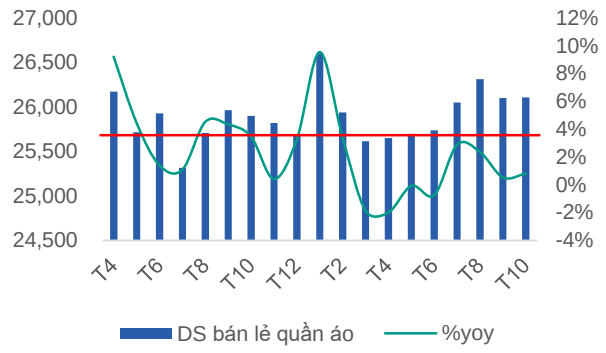
期待概要

(1) 世界情勢が徐々に改善しつつあり、(2) 国内情勢が良好であるというマクロな背景を基づく、業界グループに対する前向きな期待。

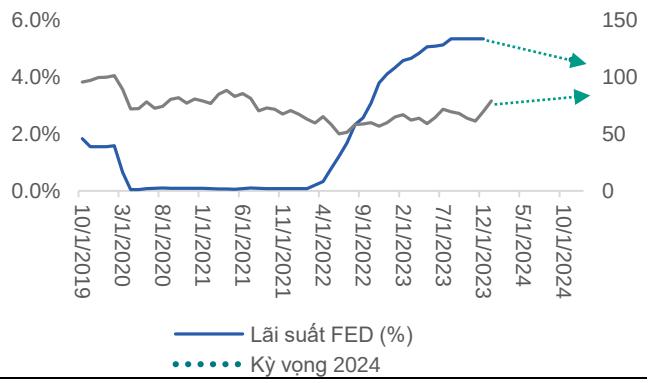
(1) 世界:

- 2023 年の金利引上げ圧力にもかかわらず、世界の消費需要は新たな基準を設定する。
- BSC は FRB が 2024 年半に金利を引き下げるのは次の四半期に世界消費心理に前向きな影響を及ぶと期待しております。

季節要因を除いた米国の衣料品小売売上高は 2023 年第 3 四半期からの新たな基準を設定した 。



金利圧力が低下するのは消費需要への前向きに影響すると期待しております。

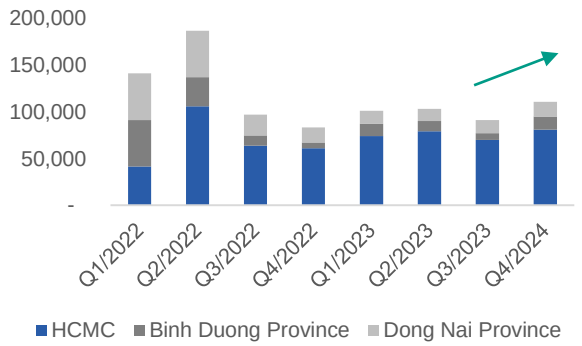


ソース: Fred, Trading economics, Michigan 大学

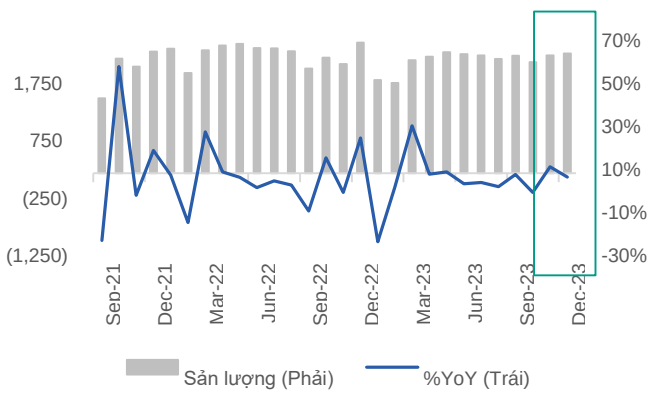
(2) 国内:

- 短期的には、(1)再雇用需要、(2)ベトナム港湾を通じるコンテナ数量が徐々に回復しているという指標を基づくことと共に、緩和的な金融政策を維持し、2024 年に消費を刺激するのは輸入出業、港湾業、海運業と消費小売り業の「新周期」への期待を支援する要素である。

再雇用活動は 2023 年下半期に徐々に回復している。



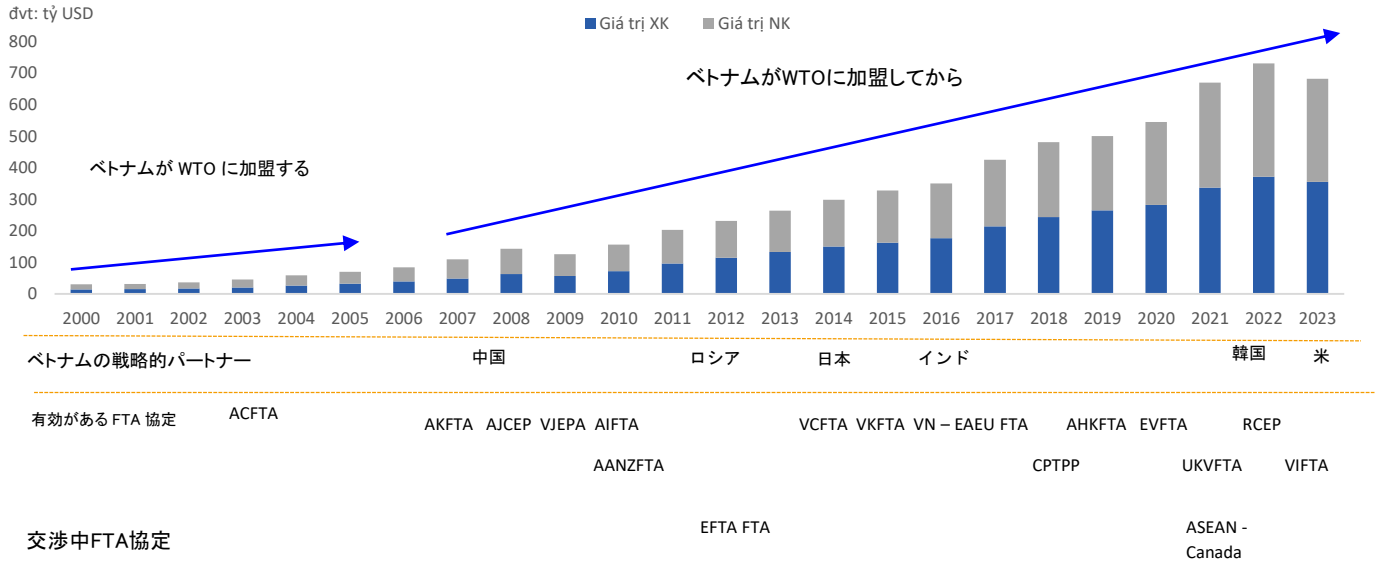
ベトナム港湾を通じるコンテナ数量が徐々に回復している



ソース: BSC, 労働・戦傷病兵・社会省, Trading Economics

- 長期的には、2023 年の輸出額は前年比 7%減となったが、高い水準で維持している。BSC は、米国と中国が協力文書に署名した後、2024 年には、水産、繊維、履物などの輸出入業が最初利益を受けるグループであると予想している。

業界のバリューチェーンは、FTA 協定と戦略的パートナーから積極的にサポートされています。



ソース: ベトナム税関総局, BSC Research

仮定:

要素	傾向	輸入出・	輸送 & 港湾・	消費・小売り
概要				
金利の引下げ		◆	◆	◆
原材料価格の下落		◆	◆	▼
再雇用		▼	◇	▼
影響度				
ポシテイプ		−2024 年には、家畜用飼料価格はラニーニャ現象の復活により下落すると予測されております。 −2024 年には、主要輸出市場での需要が回復すると予想されている。	− 産量が 2023 年の低い水準から回復すると予測されております。 − 港湾サービスの価格は 2024 年に 5% ～ 10%を増加する。 − Biển Đỏ 地域での戦争のおかげで海運賃が回復した。	− VAT 税率が 10%から 8%引き下げる。 − 消費者の需要が回復すると期待されております。
ネガティプ			− 2024 年には船隊数の増加により供給能力が過剰になる。	−業界の競争性が高い。

◆ ポシテイプ
▼ 前向きな兆し
◇ 中立
▼ ネガティプな兆し
◆ ネガティプ

業績と投資観点

統計データと集中化傾向の強化を基づく、VHC、MWG、PNJ などの大手な企業及び TNG などの中型企業が 2023 年に市場シェアを占めた時、BSC は 2024 年業績が 2023 年の低い水準から回復すると期待しております。

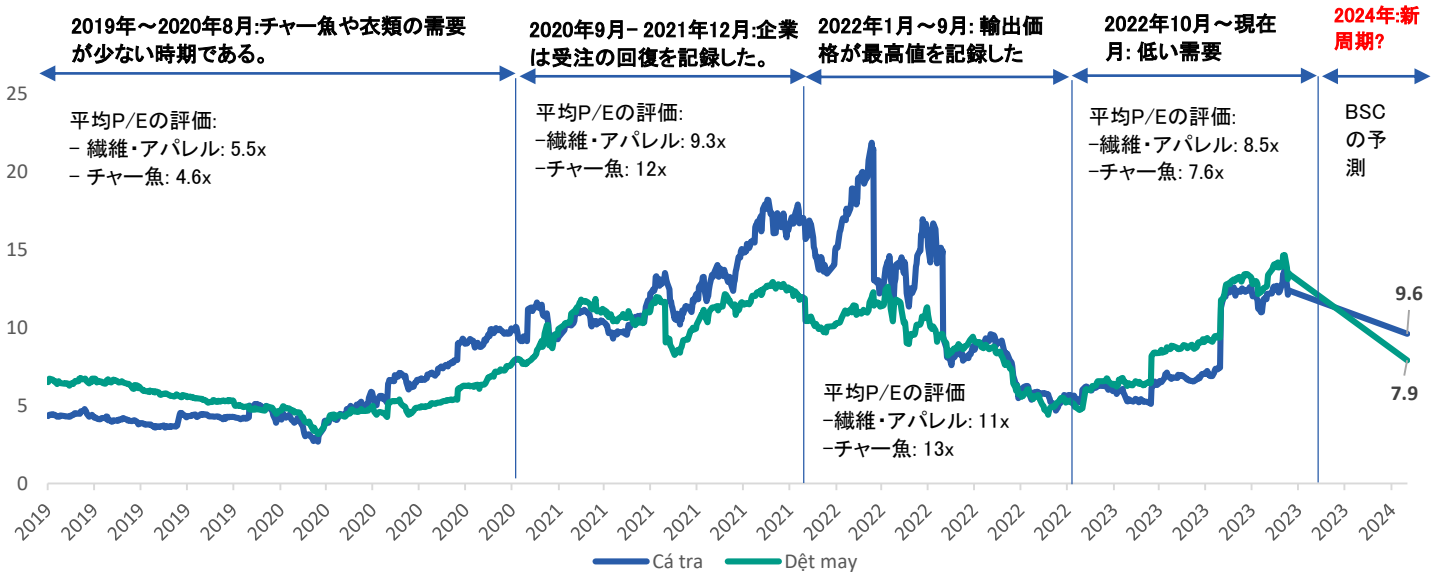
しかし、輸入出業は恩恵を受けてから、港湾業と海運業が恩恵を受ける。最後、消費・小売り業は恩恵を受ける。

BSC は、以下の要素を基づく、これが輸入出関連株、特に水産株と繊維・アパレル株を購入するために適切な時期であると考えております。

(1) BSC は、南部地域での繊維・アパレル事業、履物事業の再採用や、2023 年第 4 四半期の輸出チャー魚事業の需要と供給のギャップが徐々に縮小されていることという業界グループの初期の回復兆候を気付いております。

(2) 水産業と繊維・アパレス業の 2024 年 PEfw はそれぞれ、9.6x、7.9xである。BSC の観測によると、水産業と繊維・アパレス業の株価は受注情報や輸出価格に比較的敏感で、企業の業績を事前に反映することになる。そのために、BSC は、繊維・アパレル業と水産業の株式を蓄積するのに適切な時期であると考えています。

VN インデックスの推移と景気回復周期の観点から、この時期の「主力業界」は輸出入業であると評価しております。



ソース: BSC Research

輸入出業

- **重要な輸出市場での需要が回復することで、輸出量と輸出価格も回復する**
- **借入費用は 2024 年に低い借入金利のおかげで削減される**

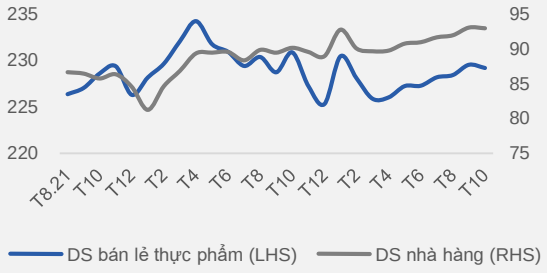
水産業 [有望]

家畜用飼料価格が下落することと共に、輸出価格と輸出量が回復することのおかげで、業績が回復すると期待されております。

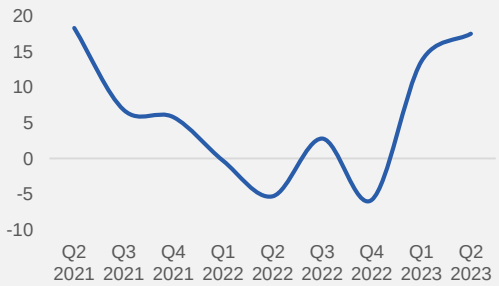
(1)輸出量は(1)チャー魚消費量が 2024 年末から 2025 年に増加する、(2)国内消費を刺激する政策により、チャ魚関連企業が中国市場でのスーパーマーケットチャネルに浸透するという要素のおかげで、回復すると期待されております。

(2)米市場と中国市場へのチャー魚輸出価格は(1)チャー魚の消費量が増加する、(2)2024 年上半期に経済効率が低い水準で留まること及び水文学の不利な状況により供給が限られているという要素のおかげで、それぞれ、前年比 10%増、同 3%増加すると期待されております。

米国でのレストラン/食品小売りの収入(左)、中国(右)が 2023 年下半期に回復している。



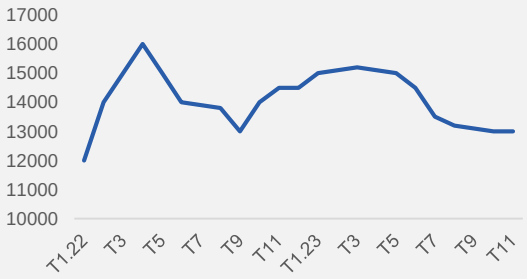
ソース: Fred



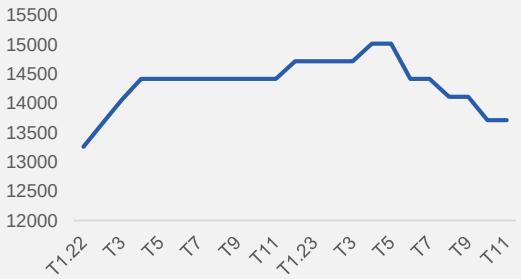
ソース: Bloomberg

(3) **家畜用飼料価格は**(1)2024 年上半期の豚価格の急落による中国の飼料需要の減少により、乾燥/大豆ミールの価格が下落する、(2)2024 年下半期に供給が戻る**という要素のおかげで、2024 年に前年比 5%減少すると期待されております。**

ベトナムに輸入される大豆の価格がピーク時に比べて大幅に下落した



家畜用飼料価格が 2023 年の平均水準に比べて 5%減となった。



ソース: BSC Research

監視べき要素:チャー魚の輸出価格、輸出産出量、飼料価格

推奨企業: VHC

繊維・アパレル業 [有望]

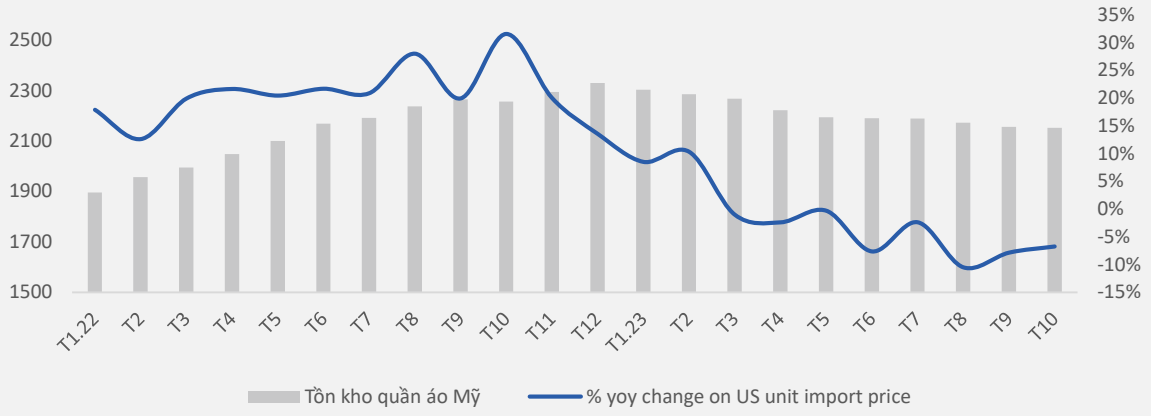
2024 年末に向けて米国市場の需要が徐々に増加し、2024 年に借入費用も削減すると、受注・単価の回復について見通しのおかげで、業績が回復すると予測されております。

米市場での在庫圧力が低下する。米国の衣料品在庫額は 2 兆 1,610 億ドルで、ピーク時に比べて 10% 減となり、2022 年上半期と相当の在庫レベルに戻った。この減少は(1) ブランドが 2023 年の在庫の推進と処理に注力した、(2)2023 年末・2024 年初に初頭の割引を通じたということから由来した。現在、BSC は、南部地域における繊維・衣類・皮革・履物企業が再採用を始めており、受注が戻る兆しがあると見ております。

BSC は、米国での衣料品小売市場が(1) インフレが下降傾向を維持する中、国民の支出が再び増加する、(2)2024 年下半期～2025 年の期間における 米国経済が回復する、(3)衣料品事業の小売売上高が 2022 年下半期と 2023 年上半期に比べて、より新好調な基準を生み出したと予想される という要素のおかげで、2024 年末に向けて徐々に回復すると予想しています。

繊維・アパレル関連製品の輸出単価は(1)衣料品の需要が回復し、ブランドが在庫を減らすために価格を下げる必要がない、(2)ジャケット、秋冬シャツなどなどの付加価値が高い製品量を増加するという要素のおかげで、 2023 年に底を打ち、2024 年に回復すると期待されております。

米国の衣料品在庫額は減少した。繊維・アパレル関連製品の輸出単価は 2023 年に底を打った。



ソース: Fred, 米国貿易局

借入費用は 2024 年に低い金利のおかげで削減される。2023 年には、TNG、MSH などの多くの企業は高い借入金利により影響された。2024 年には、借入金利が低下すると、BSC は借入費用の削減が MSH と TNG の 2024 年利益に 20～30%を寄与すると期待しております。

観察べきな要素: 米市場での衣服品の在庫、人件の採用など

推奨銘柄: TNG

港湾業・海運業

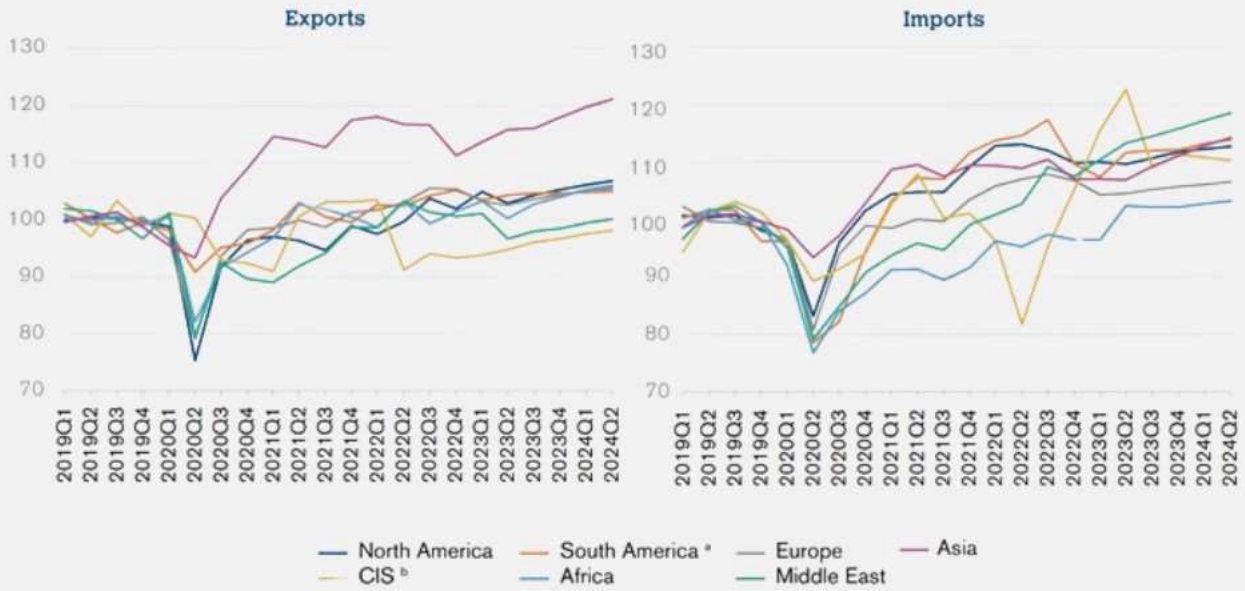
- 市場での輸出需要が回復し、港湾サービス価格が前年比 10%増となることで、港湾を通じるコンテナー量は前年比 10%増となると期待されております。
- 燃料価格が前年比 1bsp 減となることのおかげで、利益率は改善される。

港湾業 [有望]

2024 年業績は以下の要素のおかげで回復すると期待されております。

(1) 市場での輸出需要が回復し、港湾サービス価格が前年比 10%増となることで、港湾を通じるコンテナー量は前年比 10%増となると期待されております。

地域における輸出入活動は 2024 年に改善すると予想されます。



ソース: WTO

(2) サービス価格は前年比 10%増となる。
(3) ブレント原油価格は前年比 2%減の 80 ドル/バレルである。

観察べ来な要素:

(1) **原油価格**:原油価格は中東での地政学的紛争により再び上昇し、利益率が低下することに関するリスクである。

(2) **船会社の新規航路開設率**:2024 年には、2023 年下半期に開設した新規航路を維持し、港湾を通じるコンテナー量に前年比 +2%～+4%寄与すると予測されております。

推奨銘柄: GMD, VSC.

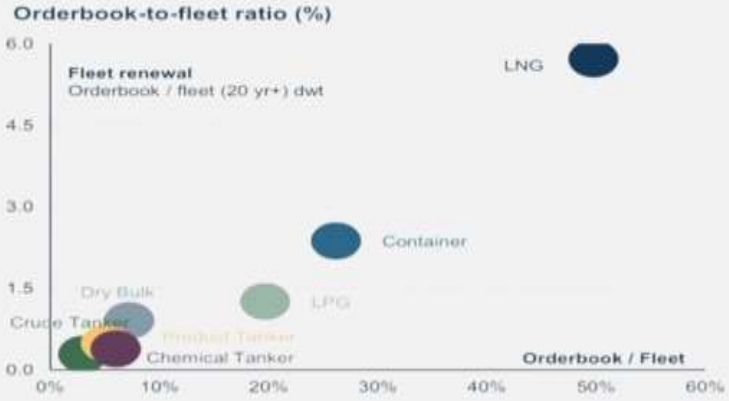
海運業 [有望]

2024 年業績の期待:

(1) 運送量の回復:

- **コンテナ輸送**:港湾を通じるコンテナー量が 2023 年の低水準を基づく前年比 10%増加すると予想されております。
- **原油輸送**:世界的な新しいタンカーの供給が依然として限られている中、原油用船隊の輸送能力が 2023 年に前年比 +30% 増加したことのおかげで、国際賃貸運船便数は前年比 +20% 増となった。

原油用船の新規受注/船隊の比率は低水準で留まっている。

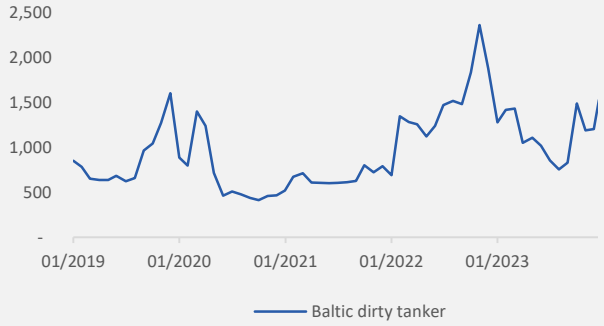


ソース: BIMCO

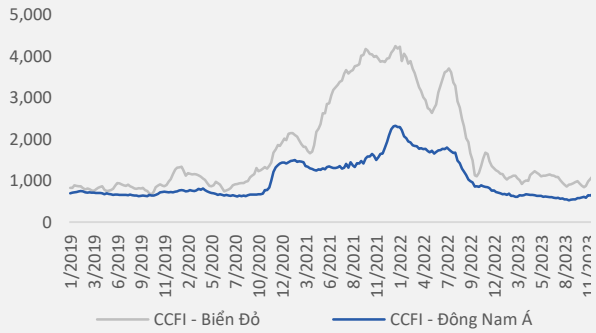
(2) 運賃指数は再び上昇し、グループごとに差別化が生じた。

- 東南アジア航路のコンテナ運賃指数(前年比+2%増)は航路の増加と船舶の回転率の増加による紅海戦争からの恩恵により、直ちに上昇に反映された。
- 国内市場の石油運賃は前年比 +14% 増加すると推定されています。
- 国際市場の原油用船運賃(タイム・チャート・レート)は定期リース契約の締結のおかげで短期的には変動が少なくなりますが、長期的には依然として一般的な傾向から影響を受けますが、遅れます。

原油運賃は紅海戦争のおかげで恩恵を受ける



コンテナ運賃は紅海戦争のおかげで回復した。



ソース: Bloomberg, BSCResearch

観察べきな要素:

(1) 原油価格：原油価格は中東での地政学的紛争により再び上昇し、利益率が低下することに関するリスクである。

(2) 運賃：2024 年に世界的なコンテナ輸送船の引渡し数は前年比 +30% 増加すると予測されており、コンテナ運賃にマイナスの影響を与える可能性がある。

(3) 原油用船の購入価格：購入価格は高い水準で維持していることで、船隊の増加計画は減速している。

推奨銘柄: HAH, PVT.

IT 業

- **ソフトウェアのアウトソーシングは日本と APAC で前向きな見通しを維持し、米国で回復する。**
- **ベトナムで高度道路交通システム（ITS）への投資傾向、4G と 5G ネットワークの発展傾向**

IT 業・通信業[有望]

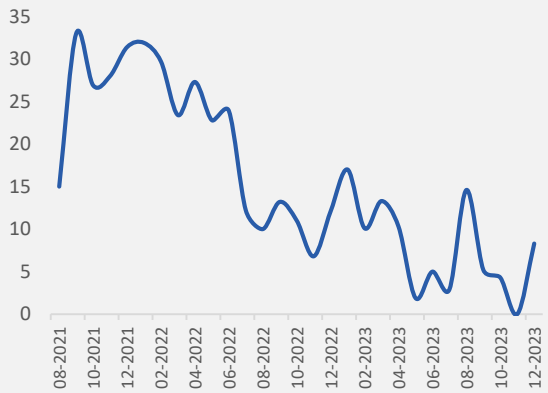
業績の成長率は 2 桁を維持すると期待されております。

企業は(1)人件費の削減、(2) 炭素排出量の削減、(iii)アジアにおける IT 人材の不足により、IT 受託需要が大きく高めると予想されており、2024 年～2026 年の期間における平均成長率(CARG)が前年比 20～30%増加すると推定されている、(4)サービス価格は他の競合他社と比べて競争力があり 、品質には大きな違いはないという要素を目的としてデジタル変革に注力しているため、日本及びアジア太平洋地域(APAC)へのソフトウェアのアウトソーシングの見通しは引き続き明るいだ。

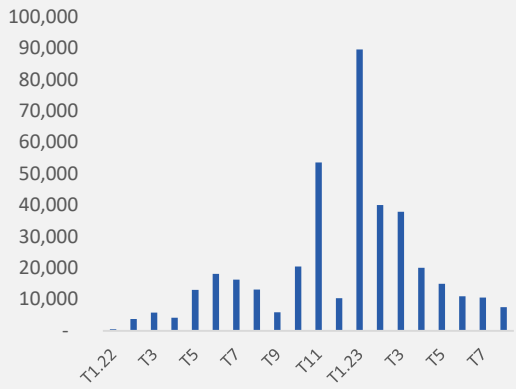
米国市場は以下の要素を基づく 2024 年に回復し、再び高い成長を記録すると予想される。

- 2023 年 12 月には、(1)2023 年 12 月の IT 支出指数が 8.3 であり、11 月に比べて大きく回復した、(2)IT 企業の解雇者数は 2023 年第 4 四半期に減少傾向を維持したという要素を基づく、米市場での IT 投資需要は回復する傾向がある。

米市場での IT 支出指数



解雇された IT 従業員の数は、2023 年第 4 四半期に減少傾向を維持した。



ソース: Fred

- 米国における巨大な市場能力(推定年間 2 兆ドル)と、FPT が CardinalPeak 及び LandingAI を買収したことなど、多くの M&A を通じてベトナム企業の存在感が増大。

(3) ベトナムで高度道路交通システム(ITS)への投資傾向、4G と 5G ネットワークの発展傾向。

観察べきな要素:米市場での IT 支出指数、解雇者数、高速道路案件の進捗状況

推奨銘柄: FPT

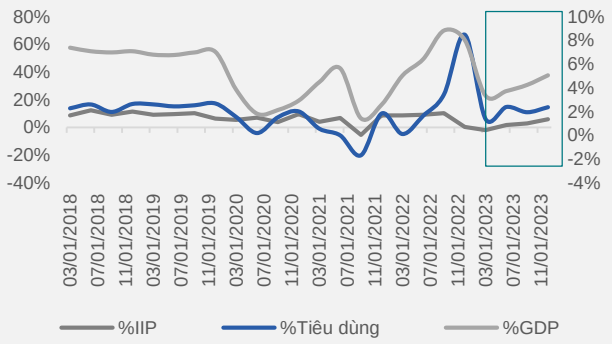
消費・小売り業

- 需要回復が「集中化」の方向に成長する企業を支援する。
- 利益率の回復

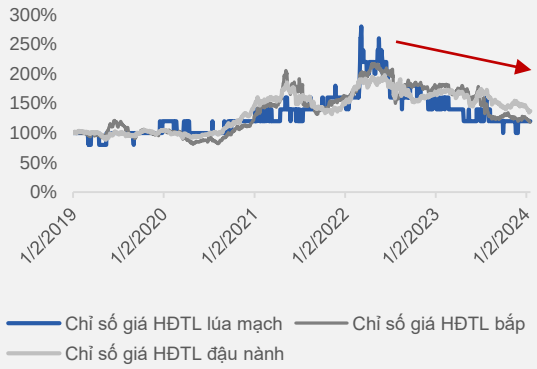
消費材業 [有望]

2024 年業績の期待：税引後利益は（1）消費需要の回復、（2）2023 年下半期に投入原材料価格が前年比 5～10%減少したという要素のおかげで、前年比 22%増となる。

諸費需要は 2023 年の低い水準から回復すると期待されております。



投入原材料価格は引き続き下落すると期待されております。



ソース: Bloomberg

観察べきな要素：原材料の価格、再雇用需要と業績の回復。

推奨銘柄: VNM, QNS

飼育業 [観察]

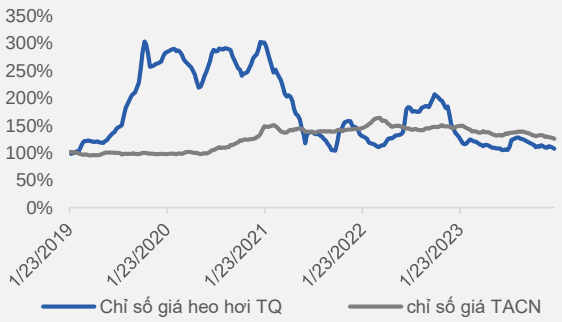
業績は 2023 年下半期の低い水準から回復すると期待されております。

飼育業の売上総利益率は以下の要素のおかげで+5～+7ppt 増加すると期待されております。

（1）一般消費者需要が 2023 年下半期に回復し、農作物供給が疫病や損失の圧力により減少傾向を維持すると予想されております。

（2）飼料原料価格は順調な天候のおかげで、前年比−5%減となると見込まれる。

豚の価格と飼料の価格の差は縮小されると予想されております。



飼育企業の株価の動きは魅力的な水準まで下落していない

ソース: Bloomberg

小売り業 [有望]

観察べきな要素: ベトナムと中国の豚価格動向、飼料価格と疾病状況

推奨銘柄: **DBC, BAF**

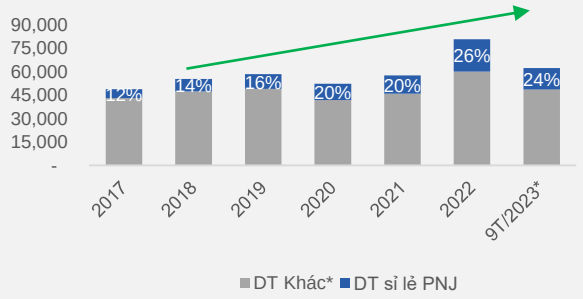
2024 年の業績が「集中化」方向に回復すると期待されております。

大手企業の営業利益率は前年同期比+0.2ppt～2.7ppt に回復すると予想されております。

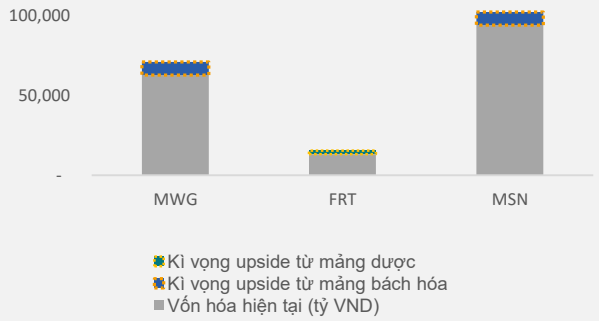
(1) 業界における競争圧力と高在庫は前年同期に比べて低下した。 景気刺激策は維持され、採用活動が 2023 年下半期の需要を支援する。

(2) 2023 年のような困難な経済状況の背景には、獲得した市場シェアを引き続き活用する。

大手企業は、困難な期間に市場シェアを拡大するために努力しています。



豚の価格と飼料の価格の差は縮小すると予想される。



ソース: Bloomberg

観察べきな要素:月間業績

推奨銘柄: **MWG, PNJ**

輸入出業・ロジスティック業・消費業の業績予測

銘柄	2024 年の売上高（10 億 VND）	% YoY	2024 年の税引後利益（10 億 VND）	% YoY	2024 年の EPS	P/E fw	P/B fw	2024 年の ROA	2024 年の ROE	2024 年 1 月 30 日の終値	2024 年の目標価格	Upside (%)
MWG	127,403	6%	3,458	1821%	2,362	19.20	2.55	6%	13%	45,400	52,000	15%
VNM	63,501	6%	9,730	14%	4,190	14.54	4.69	19%	30%	67,700	83,700	24%
QNS	10,434	2%	2,205	7%	5,931	7.45	1.72	16%	23%	46,000	52,800	15%
MSN	85,865	8%	1,699	299%	1,830	56.85	3.51	2%	9%	67,500	72,700	8%
PNJ	36,028	11%	2,284	18%	6,256	13.15	2.76	13%	19%	89,800	97,700	9%
DGW	23,587	26%	611	48%	3,745	14.93	2.65	8%	19%	54,600	61,400	12%
TNG	8,060	16%	321	47%	2,853	7.00	1.13	5%	16%	19,800	26,000	31%
MSH	5,335	20%	311	41%	3,691	8.88	1.59	9%	16%	36,800	37,000	1%
VHC	12,142	21%	1,667	86%	7,577	8.55	1.41	12%	17%	63,500	75,700	19%
CTR	12,712	15%	599	17%	5,280	17.68	4.20	8%	24%	92,600	95,600	3%
FPT	63,710	20%	7,628	20%	5,896	15.92	3.09	12%	21%	95,600	108,000	13%
GMD	4,029	3%	1,160	−52%	3,853	18.49	2.01	7%	11%	70,100	76,400	9%
VSC	2,150	5%	176	46%	1,456	30.81	0.75	3%	5%	20,350	24,400	20%
HAH	2,994	15%	508	18%	4,837	8.05	1.26	8%	13%	38,750	38,500	−1%
HAH	2,994	15%	508	18%	4,837	8.05	1.26	8%	13%	38,750	38,500	−1%
PVT	11,472	15%	1,131	8%	3,025	7.60	0.96	9%	13%	26,550	30,050	13%

ソース: BSC Research

銀行業[有望]

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

- BSC は銀行業の 2024 年投資見通しを「有望」と評価しております。
- 2023 年 12 月での貸付成長率の急速は 2024 年成長の原動力になるだろう。
- 資産質は安定的に維持すると期待されているが、貸倒引当金繰入の圧力は不良債権のカーバ率を増加させるだろう。
- 2024 年の NIM は上昇することで、銀行業の利益成長を増加する原動力になる。

概要

BSC は、銀行業の 2024 年利益見通しが明るくなっていると評価しております。

銀行業の 2024 年見通し:BSC は銀行業の利益が 2024 年に回復すると期待しております。具体的には、BSC は銀行業の 2024 年税引後利益を前年比 20%増加すると予測しております。成長原動力は NIM の増加から由来する。

2024 年に銀行業界の注目すべき主な要素

要素	2024年傾向			注意
	ネガティブ	中立	ポジティブ	
経営環境				
金融政策			◆	経済を刺激するために緩和の維持、為替圧力の低下、インフレの抑制
財政政策			◆	公共投資支出の増加、政府債の資金調達コストの低さ
企業見通し			◆	輸出、公共投資、FDIに関する業界に重点を置き、2023年の低水準から改善
不動産市場		◆		案件の法的、市場センチメントに関する問題を解決するにはさらに時間がかかるが、いくつかの初期指標はすでに得られている
経営成長			◆	主要市場成長が鈍化したり、国内不動産市場がゆっくり回復したりすることに関するリスクがあるが、輸出の改善とFDIの継続傾向
業界				
貸付成長		◆		金利の引下げやその他の刺激策により需要が回復するが、成長原動力を取り戻すには時間がかかる可能性がある。
資産品質		◆		ゆっくり改善しているが、2024年に引当金費用を増加する可能性がある
NIM			◆	平均調達費用の低下のおかげで、NIMが増加する
貸付費用	◆			圧力が高い水準で留まる。
利益成長			◆	利息収入が引当金を上回ったため、利益が2023年の低い水準から改善するだろう

Source: BSC Research

以前のサイクルと比べて割安な評価は投資家が銀行株を引き続き保有するための原動力である。

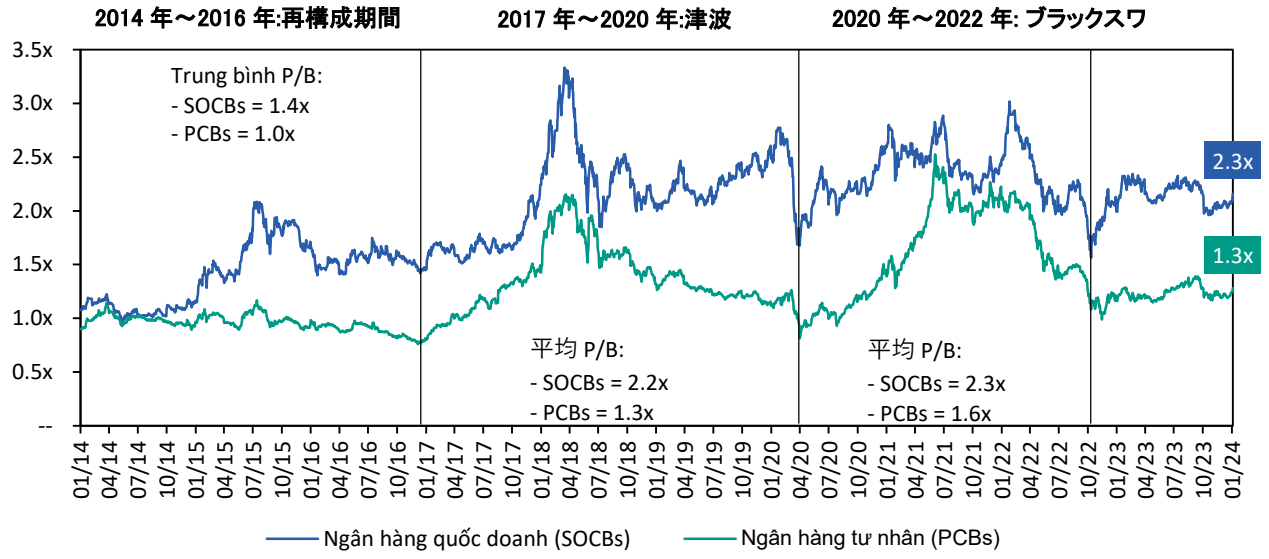
BSC のウォッチリストにある銀行株の平均成長率は 2023 年に 27%上昇し、VN インデックスの効率の 15%を相当した。2024 年には、国営銀行株の価格は資産品質と安定的な利益成長のおかげで、大きく上昇し、銀行業の価格を上回っている。

BSC は、現在業界の評価水準が特に民間銀行グループにとっては依然として蓄積に適しているが、国営銀行グループは第三者割当による評価水準を高める基盤がまだあると考えている。

BSC は、(1)低い金利と経済回復の見通しが貸付成長率を改善させ、NIM を増加させる;(2)2023 年に不良債権の処理を強化したことで、2024 年に債券回収から利益を計上する;(3)2024 年利益成長見通しが明るい;(4)評価水準が蓄積に適しているという要素を基づく、銀行業の 2024 年投資見通しを「有望」と評価しております。

リスクの要素は(1)貸付需要の成長率が予測より遅い、(2)資産の品質が引き続き低下する、利益を計上する期間が実に 2024 年下半期から始めるだろうということから由来します。

民間銀行の評価がかなり魅了であり、国営銀行が第三者割当による評価水準を高める基盤がまだあるだろう。



ソース: Bloomberg, BSC Research

2023 年定期株主総会を基づく BID と VCB の第三者割当への発行実施傾向と過去の出来事の見直し

	2023 年定期株主総会を基づく計画			過去の新株発行			
	割当比率	2023 年株主資本(兆 VND)	P/B (TTM)	明細	期間	発行額(兆 VND)	発行 P/B
BID	9.0%	120.1	2.4x	KEB Hana を引き受け先とする第三者割当への新株発行を実施し、割当比率が 15%である	2019 年 11 月	20.3	2.4x
VCB	6.5%	168.4	3.1x	GIC と Mizuho を引き受け先とする第三者割当への新株発行を実施し、割当比率がそれぞれ、2.55%、0.4%である。	2019 年 1 月	6.2	3.2x

ソース: BSC Research

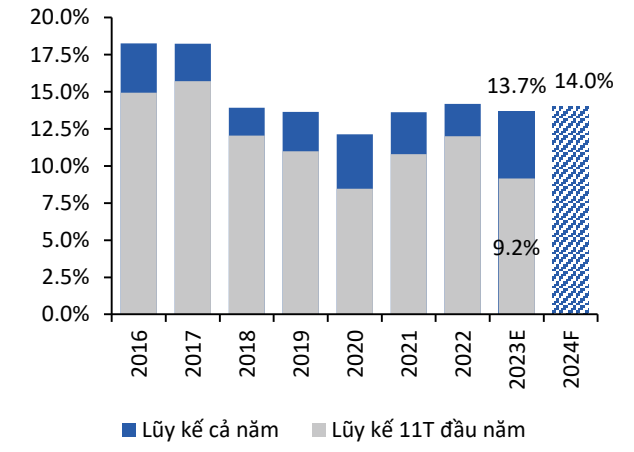
予測

2023 年 12 月の貸付成長率は予測を上回って、2024 年の成長力を作成するだろう。

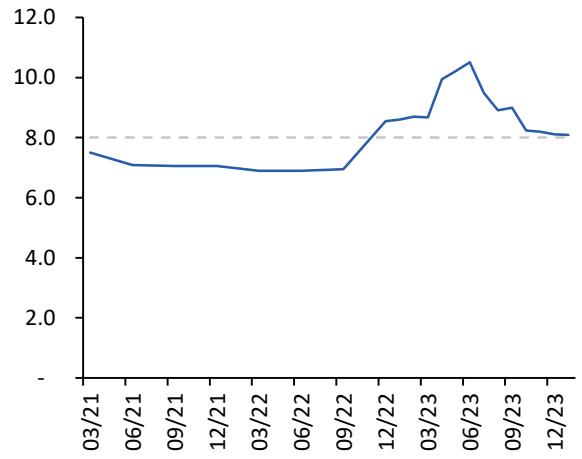
前レポートによると、BSC は貸付成長率が 2023 年に 12%であると期待しております。しかし、ベトナム国家銀行の最新データによると、2023 年の貸付成長率は 13.7%であり、BSC の予測を上回った。

ベトナム国家銀行(中央銀行)は、2024 年の貸付成長率目標を前年末比+14%～+15%で据え置く方針だ。BSC は 2024 年の貸付成長率が前年末比+14%増加すると期待しております。成長原動力は輸出事業、公共投資事業、不動産事業から由来するだろう。しかし、経済回復が予測より遅いことで、貸付需要が 2024 年下半期に高める可能性があるだろう。

2023 年 12 月には、貸付成長率は増加し、BSC の予測を上回った。



住宅購入者向け初年度優遇金利は引き続き低下傾向がある



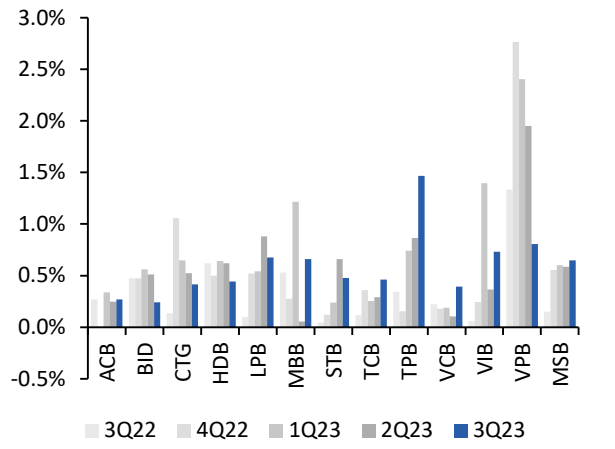
ソース:中央銀行, BSC Research

監視すべき主な要素は、現在不動産業の債務残高が経済の債務残高の 21%以上を占めていることから、不動産市場の流動性の回復である。この回復が信用需要の回復速度を決める。BSC は、不動産消費者信用が 2023 年 9 月に底入れの兆しを見せ、2023 年 10 月に反発し、住宅ローンの優遇金利は引き続き低下している傾向があり、通常のレベルに戻っている。また、BSC は 2025 年 1 月 1 日以降発効となる土地法の改正により法的問題が徐々に解決され、2024 年下半期から不動産市場が再び活性化し始めると期待しております。このことのおかげで、貸付成長率が 2024 年に改善されるだろう。

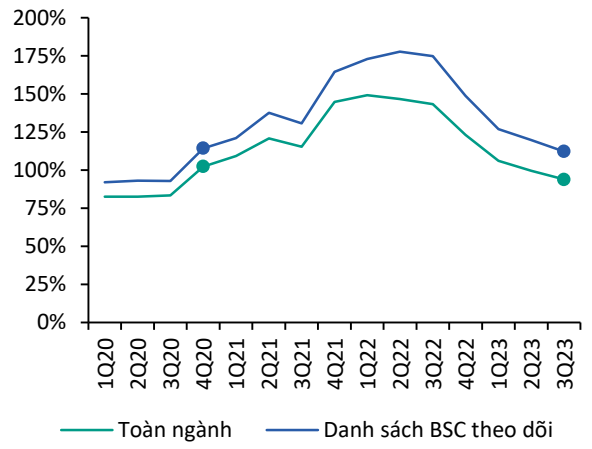
資産質は安定的に維持すると期待されているが、貸倒引当金繰入の圧力は不良債権のカーバ率を増加させるだろう。

不良債権を形成する圧力が短期的に依然として高いため、BSC は 2024 年に業界の資産の質について慎重な見方を維持している。基本シナリオでは、BSC は銀行が 2024 年に不良債権比率を安定的に維持すると期待しております。

殆どの銀行の不良債権形成率は高い水準で維持している。



銀行業の債務回収比率(LLCR)はパンデミック中に蓄積水準をほぼ完全に逆転させた。

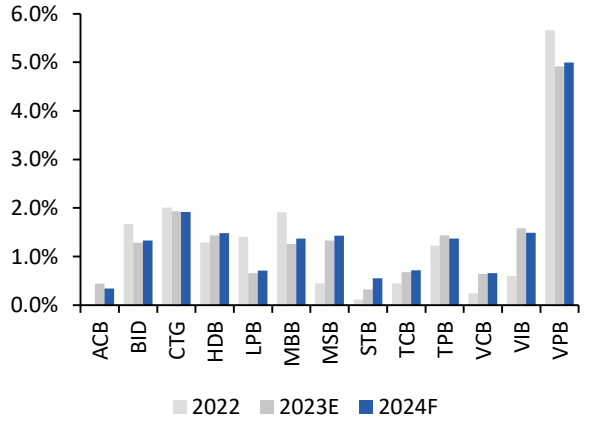


ソース:銀行の財務諸表, BSC Research

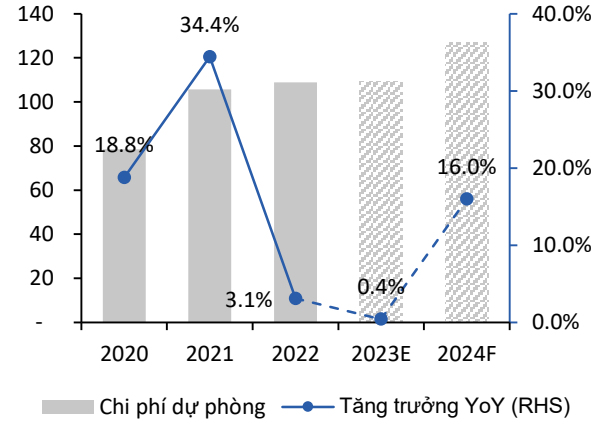
それによると、BSC は、銀行の 2024 年貸付費用が僅かに増加すると予測しております。これは、パンデミック期間中の蓄積分が 2023 年にほぼ逆転させた時には、不良債権回収率を強化する条件を作るだろう。この圧力は民間銀行グループに大きく影響し、BSC が監視している銀行の LLCR が 2023 年第 3 四半期に 63.4%に低下し、引当金/不良債権の比率が 35%で留まている。一方、国営銀行グループの LLCR と引当金/不良債権の比率は 2023 年第 3 四半期にそれぞれ、189.8%、137.2%で維持していることで、貸付費用への圧力があまり大きくないと考えております。

基本的なシナリオでは、BSC が監視している銘柄一覧の 2024 年平均貸付費用が前年比+4bps 増加すると予測されております。

BSC が監視している銘柄一覧の 2024 年平均貸付費用が前年比+4bps 増加すると予測されております。



貸倒引当金費用が 2024 年に増加すると予測されております。



ソース: BSC Research

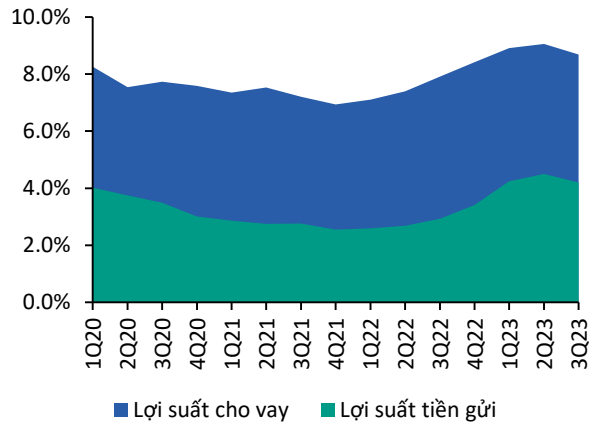
NIM は 2024 年に預金費用の新水準のおかげで増加し、銀行業の利益改善原動力になると予測されております。

BSC は NIM の 2024 年回復が明暗で分かれると考えております。TCB、VPB などの預金費用が 2023 年初に急増した時の大きく影響を受けた銀行は大きく回復すると期待されております。MBB などの安定的な CASA がある銀行或いは ACB、STB、VIB、CTG と BID などの小売り事業向け貸付ポートフォリオがある銀行は、NIM が安定的に維持し、僅かに改善すると期待されております。

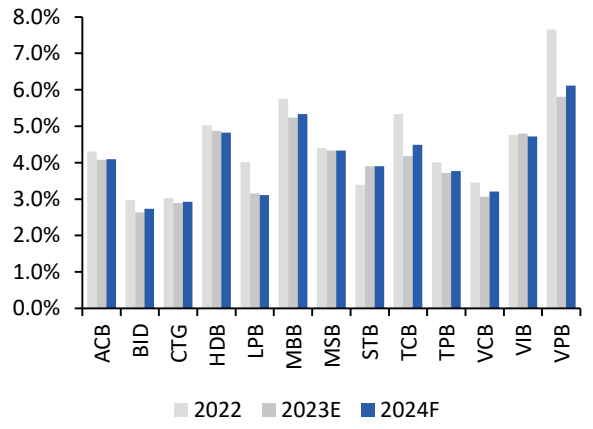
基本的なシナリオでは、預金金利は低い水準で維持し、貸付成長率が徐々に改善されていることで、BSC は監視ポートフォリオの平均 NIM が 2024 年に+7bps 増加し、預金利息による収益が前年比 19%増となり、税引後利益が同 20%増加すると予測しております。

BSC の予測における驚くべき要素は貸付需要の回復、特に不動産市場の前向きな変化から由来することで、銀行が貸付金利を改善するだろう。貸付需要の回復を見せる初期の兆候は、銀行が同時に預金金利を再び引き上げた時点から由来する可能性があり、貸付するために預金額を増やす圧力があることを示している。

預金金利が連続でひきさげたことの影響は 2023 年第 3 四半期の資本コストに反映され始めています。

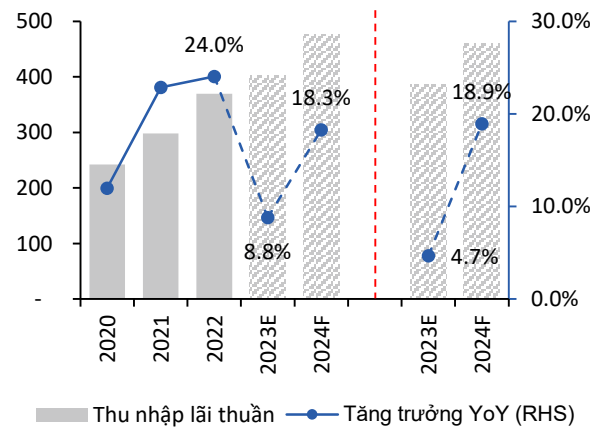


BSC は監視ポートフォリオの平均 NIM が 2024 年に増加すると予測しております。

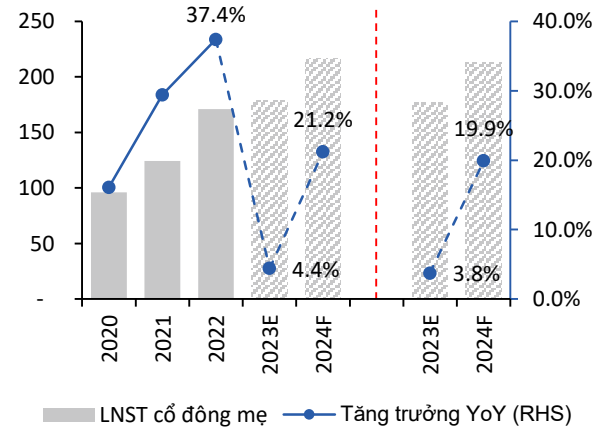


ソース: BSC Research

銀行預金利息による収益は主な成長原動力である。



銀行業の 2024 年税引後利益の成長



ソース: BSC Research

付録

3. 推奨ポートフォリオ

2024 年に推奨ポートフォリオ

銘柄	2024 年売上高（10 億 VND）	% YoY	2024 年税引後利益（10 億 VND）	% YoY	2024 年 EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	2024 年 1 月 23 日の終値	目標価格	Up-side
MWG	127,403	6%	3,458	1821%	2,362	18.86	2.50	6%	13%	44,600	52,000	17%
VNM	63,501	6%	9,730	14%	4,190	14.39	4.64	19%	30%	67,000	83,700	25%
QNS	10,434	2%	2,205	7%	5,931	7.48	1.73	16%	23%	46,200	52,800	14%
MSN	85,865	8%	1,699	299%	1,830	55.25	3.41	2%	9%	65,600	72,700	11%
PNJ	36,028	11%	2,284	18%	6,256	13.37	2.81	13%	19%	91,300	97,700	7%
DGW	23,587	26%	611	48%	3,745	14.87	2.64	8%	19%	54,400	61,400	13%
TNG	8,060	16%	321	47%	2,853	6.93	1.12	5%	16%	19,600	26,000	33%
MSH	5,335	20%	311	41%	3,691	9.07	1.62	9%	16%	37,600	37,000	−2%
VHC	12,142	21%	1,667	86%	7,577	8.55	1.41	12%	17%	63,500	75,700	19%
CTR	12,712	15%	599	17%	5,280	17.61	4.18	8%	24%	92,200	95,600	4%
FPT	63,710	20%	7,628	20%	5,896	15.97	3.10	12%	21%	95,900	108,000	13%
GMD	4,029	3%	1,160	−52%	3,853	18.46	2.01	7%	11%	70,000	76,400	9%
VSC	2,150	5%	176	46%	1,456	30.28	0.74	3%	5%	20,000	24,400	22%
HAH	2,994	15%	508	18%	4,837	7.96	1.25	8%	13%	38,300	38,500	1%
PVT	11,472	15%	1,131	8%	3,025	7.54	0.95	9%	13%	26,350	30,050	14%
NLG	6,811	51%	819	40%	2,052	18.30	1.44	3.4%	6.7%	38,950	44,700	15%
KDH	6,051	150%	980	16%	1,562	25.41	1.65	4%	4%	31,150	44,700	43%
VHM	96,408	−17%	27,257	−26%	6,197	6.68	0.87	6%	13%	41,800	60,900	46%
IJC	3,104	60%	795	62%	2,345	4.59	0.57	13%	13%	14,500	21,700	50%
LCG	3,562	48%	173	59%	904	13.13	0.80	2%	6%	12,000	14,300	19%
HHV	3,161	21%	445	23%	1,081	14.25	0.63	1%	5%	15,400	17,600	14%
CTD	18,527	9%	318	35%	3,206	21.50	0.77	1%	4%	68,900	78,700	14%
IDC	8,829	20%	2,140	20%	6,485	7.91	2.24	11%	25%	51,300	52,200	2%
SZC	1,127	38%	377	72%	2,095	18.38	2.09	4%	11%	38,500	40,900	6%
SIP	6,821	7%	1,121	13%	12,333	11.97	3.42	5%	26%	73,800	80,700	9%
PHR	1,585	17%	533	−14%	3,931	12.69	1.79	8%	14%	49,900	57,500	15%
HSG	35,101	11%	955	4056%	1,596	14.74	1.15	6%	8%	22,850	25,500	12%
HPG	133,221	11%	12,178	79%	2,094	13.37	1.44	6%	11%	28,000	33,000	18%

銘柄	2024 年売上高（10 億 VND）	% YoY	2024 年税引後利益（10 億 VND）	% YoY	2024 年 EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2024	ROE 2024	2024 年 1 月 23 日の終値	目標価格	Up-side
GAS	86,970	-4%	12,047	3%	5,245	14.60	2.50	13%	17%	76,600	93,000	21%
PVS	20,919	18%	941	16%	1,425	18.74	1.31	4%	8%	36,900	44,500	21%
PVD	7,400	27%	755	41%	964	20.32	1.00	4%	5%	27,600	33,900	23%
POW	37,069	21%	2,410	81%	1,029	11.08	0.72	4%	8%	11,400	15,600	37%
PC1	9,777	31%	593	88%	1,754	15.10	1.07	4%	9%	28,800	33,900	18%
QTP	11,560	-4%	721	17%	1,603	9.17	1.06	10%	12%	14,700	17,000	16%
DGC	12,728	20%	3,755	23%	10,114	9.09	2.79	28%	32%	89,900	100,000	11%
DCM	12,011	-1%	2,255	116%	4,157	7.55	1.44	13%	19%	32,150	36,000	12%
DRC	4,906	9%	329	33%	2,717	10.75	1.56	10%	12%	29,800	31,000	4%

ソース: BSC Research

4. 業界への影響度

業界への影響する要素

	貿易戦争	Hamas-Isarel 緊張(石油価格の増加)	中央銀行の金利引下げの政策	ヨーロッパと米国の 景気後退	中国の景気刺激策	国内経済のサポート政策
不動産			(+)			(+)
建設			(+)			(+)
セメント					(+)	(+)
繊維・アパレル	(+/−)	(−)		(−)		
電気		(−)	(+)	(+/−)		(+)
プラスチック		(−)				
タイヤ	(+)				(−)	(+)
銀行	(−)	(−)	(+)	(−)	(+)	(+)
鉄鋼	(−)				(+)	(+)
水産	(+)	(−)		(−)	(+)	
石油・ガス		(+)			(+)	
肥料		(−)			(−)	
ゴム		(+)			(−)	
タイル		(−)				
IT	(+)			(−)		
港湾	(−)	(−)	(+)	(−)	(+)	(+)
海運	(−)	(−)	(+)	(−)	(+)	(+)
自動車						(+)
保険	(−)					
小売り		(−)	(−)		(+)	(+)
消費財		(−)	(−)			(+)

5. 2024 年出来事(付録)

2024 年出来事

月	日付	ベトナム	日付	国際
1	15	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポートフォリオの見直しを発表	15	世界経済フォーラム 2024 年年次会議 (WEF)
1	18	Future VN30:先物取引契約の決済日	25	ECB: Meeting
			30	FED: Meeting
2	2	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100:がポートフォリオの見直しを発表		
2	5	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100:新ポートフォリオの有効日		
2	15	ETF: iShares:ポートフォリオの見直しを発表		
2	18	Future VN30:先物取引契約の決済日		
2	29	ETF: iShares: ポートフォリオの再構成期限		
3	1	ETF: FTSE Vietnam がポートフォリオの見直しを発表	25	ECB: Meeting
3	8	ETF: VNM がポートフォリオの見直しを発表	28	FTSE Russell: 市場分類評価期間(Interim Country Classification)
3	15	ETF: Fubon FTSE, FTSE Vietnam, VNM: ポートフォリオの再構成期限		
3	18	Future VN30: 先物取引契約の決済日		
4	15	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50 がポートフォリオの見直しを発表	11	ECB: Meeting
4	18	Future VN30: 先物取引契約の決済日	30	FED: Meeting
5	3	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: ポートフォリオの再構成期限		
5	6	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: 新ポートフォリオの有効日		
5	18	Future VN30: 先物取引契約の決済日		
5	15	ETF: iShares がポートフォリオの見直しを発表		
5	29	ETF: iShares: ポートフォリオの再構成期限		
6	1	ETF: FTSE Vietnam がポートフォリオの見直しを発表	6	ECB: Meeting
6	8	ETF: VNM がポートフォリオの見直しを発表	11	FED: Meeting

6	18	Future VN30: 先物取引契約の決済日	27	MSCI: 市場分類評価期間 (Market Classification Review)
6	21	ETF: FTSE Vietnam, VNM: ポートフォリオの再構成期限		
7	15	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100 がポートフォリオの見直しを発表	18	ECB: Meeting
7	18	Future VN30: 先物取引契約の決済日	30	FED: Meeting
8	2	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100: ポートフォリオの再構成期限		
8	5	ETF: Finlead, VN30, Midcap, VN100: 新ポートフォリオの有効日		
8	15	Future VN30: 先物取引契約の決済日		
8	15	ETF: iShares がポートフォリオの見直しを発表		
8	30	ETF: iShares: ポートフォリオの再構成期限		
9	6	ETF: FTSE Vietnam がポートフォリオの見直しを発表	12	ECB: Meeting
9	13	ETF: VNM がポートフォリオの見直しを発表	17	FED: Meeting
9	19	Future VN30: 先物取引契約の決済日	26	FTSE Russell: 市場分類評価期間(Annual Country Classification)
9	20	ETF: Fubon FTSE, FTSE Vietnam, VNM: ポートフォリオの再構成期限		
10	17	Future VN30: 先物取引契約の決済日	17	ECB: Meeting
10	21	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50 がポートフォリオの見直しを発表		
11	1	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: ポートフォリオの再構成期限	6	FED: Meeting
11	4	ETF: VN-Diamond, VN-Finselect, VNX-50: 新ポートフォリオの有効日		
11	14	ETF: iShares がポートフォリオの見直しを発表		
11	18	Kỷ niệm 25 năm thành lập Công ty cổ phần chứng khoán BIDV (BSC)		
11	21	Future VN30: 先物取引契約の決済日		
11	29	ETF: iShares: ポートフォリオの再構成期限		
12	6	ETF: FTSE Vietnam がポートフォリオの見直しを発表	12	ECB: Meeting

12	13	ETF: VNM がポートフォリオの見直しを発表	17	FED: Meeting
12	19	Future VN30: 先物取引契約の決済日		
12	20	ETF: FTSE Vietnam, VNM: ポートフォリオの再構成期限		

ソース: Bloomberg, BSC Research

6. 2024 年業界への影響を与える政策

未影響: 影響中: 影響済:

注意べきないくつかの政策・出来事

準備	政策とマクロ情報	有効日	影響	影響度	2024 年 1 月 24 日
マクロ政策と国際経済					
	通貨政策				
1	FRB:金利が高い水準で維持している	2022-2023	ネガティブ	弱	✓
2	PBoC: 通貨政策は多くの支援パッケージと共に緩和されているが、中国経済ははっきり回復していない。	2022-2023	ポシティブ	弱	✓
3	ECB: 金融引き締め政策を維持し、インフレと闘う。	04/05/2023	ネガティブ	強	✓
地域マクロ政策					
1	OPEC は原油価格を守るために年に数回産量を削減している	2023	入り混じる	弱	⏻
マクロ政策と国内経済					
	マクロ政策				
	国内市場と国際市場における転換社債の修正・補足に関する政令第 65 号/2022/NĐ-CP を発行。	16/09/2022	入り混じる	強	✓
	地方自治体や企業向けの不動産プロジェクトの実施における困難や障害を検討し、促進し、取り除くための指導を行うための首相の作業部会を設立することに関する決定 第 1435 号/QD-TTg 2022。	17/11/2022	ポシティブ	中	✓
	議決第 30 号/2022/UBTVQH15: ガソリン、オイル、グリースに対する環境保護税の削減	01/01/2023	ポシティブ	強	⏻
	政令 第 8 号/2023/ND-CP: 国内市場における社債の私募・取引及び国際市場への社債の売り出しを規制する政令の多くの条項の修正・補足及び施行の停止。	05/03/2023	ポシティブ	強	✓
	不動産市場を安全、健全、持続的に発展させるための解決策と促進のための多数の解決策に関する決議第 33 号/NQ-CP	11/03/2023	ポシティブ	中	✓
		20/05/2023	入り混じる	強	✓

準備	政策とマクロ情報	有効日	影響	影響度	2024 年 1 月 24 日
	政令 No. 10/2023/ND-CP: 土地法を案内する補足政令				
	2023 年 6 月 24 日付国会決議第 101 号/2023/Qh15 に基づく付加価値税減税政策を規制する政令第 44 号/2023/ND-CP	01/07/2023	ポシティイプ	強	⏻
	政令 第 41 号/2023/ND-CP は、自家用車、自家用車で牽引されるトレーラーまたはセミトレーラー、及び国内で製造・組み立てされた車と同様の車両の登録手数料率を規制しています。	01/07/2023	ポシティイプ	中	⏻
	公務員、公務員、公務員及び軍隊の基本給を規制する政令第 24 号/2023/ND-CP	01/07/2023	入り混じる	中	✓
	通達第 10 号/2023/TT-NHNN は、融資目的を規制する通達第 6 号/2023/TT-NHNN の一部の規定の実施を延期します。	01/09/2023	ポシティイプ	強	✓
	財務省の通達 第 59 号/2023/TT-BTC は、医療分野における一部の手数料の 20% 引上げを含め、医療分野における手数料の徴収、支払い、管理・使用を規制しています。	16/10/2023	ネガティィプ	中	✓
	2023 年の土地税の引き下げに関する決定第 25 号 25/2023/QD-TTg	20/11/2023	ポシティイプ	中	✓
	2023 年 10 月 12 日付けの通達第 12 号/2023/TT-NHNN は、ベトナム国家銀行の国内市場における金の延べ棒の売買を案内する通達第 6 号/2013/TT-NHNN を修正します。	27/11/2023	ポシティイプ	強	✓
	2023 年 10 月 19 日付けの政令第 75 号/2023/ND-CP は、健康保険の多くの条項を施行し、措置を詳細に定め、指導する政府の 2018 年 10 月 17 日付けの政令 第 146 号/2018/ND-CP の多くの条項を修正し、補足する	03/12/2023	ポシティイプ	弱	✓
	首相決定第 11 号/2023/QD-TTg によると、マネーロンダリング防止法の規定に従い、売買代金が 4 億 VND 以上の場合、金融機関、個人が報告する必要がある。	01/12/2023	ポシティイプ	中	✓
	平均電力価格の値上げに関する決定第 377 号/QD-EVN	04/05/2023	ネガティィプ	中	

準備	政策とマクロ情報	有効日	影響	影響度	2024 年 1 月 24 日
	平均電力価格の値上げに関する決定第 1416 号/QĐ-EVN	09/11/2023	ネガティブ	中	✓
	健康診断・治療サービスの価格規制に関する通達第 22 号/2023/TT-BYT	17/11/2023	ネガティブ	中	✓
	学費に関する規則政令第 81 号/2021/ND-CP	15/10/2021	ネガティブ	中	✓
	2023 年 12 月 18 日付けの決議第 42 号/2023/UBTVQH15 は、ガソリン・石油に対する環境保護税の引き下げを継続します。	01/01/2024	ポシティブ	強	✓
	2023 年 12 月 28 日付けの政令 第 94 号/2023/ND-CP によると、VAT が 2%を引き下げる	01/01/2024 – 30/6/2024	ポシティブ	中	✓
	2023 年 11 月 29 日付けの世界的な税源浸食防止に関する規制に従って追加法税を適用する決議第 107 号/2023/QH15	01/01/2024	入り混じる	中	✗
	2023 年入札法は 2023 年 6 月 23 日に国会で承認された。	01/01/2024	ポシティブ	中	✓
	政令第 83 号/2023/ND-CP は、株式市場における政府債券の発行、登録、保管所、上場、取引に関する政令 第 95 号/2018/ND-CP の多くの条項を修正して補足するものです。	15/1/2024	ポシティブ	中	✓
	改正住宅法と改正不動産業法が 2023 年 11 月 27～28 日に国会により可決された。	01/01/2025	ポシティブ	強	✓
	改正土地法は 2024 年 1 月 18 日に国会により承認された	01/01/2025	ポシティブ	強	✓
	2024 年給与改革	1/7/2024	入り混じる	中	✗
	金融政策				
1	金利の引き下げに引き続き努める	2023 – 2024	ポシティブ	強	✓
2	ベトナム国家銀行（中銀行）は為替レートを規制するために OMO に関する法案を発行	Q3/2023	入り混じる	強	⏻
3	債務返済期間の再構築と同じ債務グループの維持に関する通達第 2 号/2023-TT-NHNN	Q2/2023	ポシティブ	強	✓

準備	政策とマクロ情報	有効日	影響	影響度	2024 年 1 月 24 日
4	不動産向けの 120 兆 VND の信用パッケージと政策が債券市場における不動産市場の条件を作り出す	2023	ポシティイプ	弱	✓
	証券政策				
1	ベトナム株式市場の新興株式市場への格上げに関する管理機関の取り組みと FTSE の評価プロセス	2024-2025	ポシティイプ	強	✓
2	KRX 取引システムを適用し、T+0 取引向け段々実施する。	2024	ポシティイプ	強	✓
3	中央取引清算システム（CCP)を完成するプロセスと、取引前保証金取引の要件に関する規制当局と市場参加者向けの即時解決策。	2024-2025	ポシティイプ	強	✓
4	寄託証書及び議決権のない保管証書に関する規制の追加・検討	2024-2025	ポシティイプ	強	✗
5	外国人投資家保有率の制限に関する規制に関する管理機関間の調整	2024-2025	ポシティイプ	強	✓
6	VN30 指数の多数の指標を修正し、VN100 指数先物商品と将来の他の重要な指数セットに対する規制を導入	2024-2025	ポシティイプ	強	✗
7	FTSE と MSCI の市場ランキング評価レポート	T03, T06, T09/2024	ポシティイプ	強	✗
8	国家証券委員会は顧客から資金調達に関する証券会社の活動を規制します。	30/06/2024	入り混じる	中	✓
	貿易関連				
1	ベトナムと米国の包括的な戦略的パートナーシップ	09/2023	ポシティイプ	強	✗
2	ベトナムと日本の包括的な戦略的パートナーシップ	11/2023	ポシティイプ	強	✗

ソース: BSC Research

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