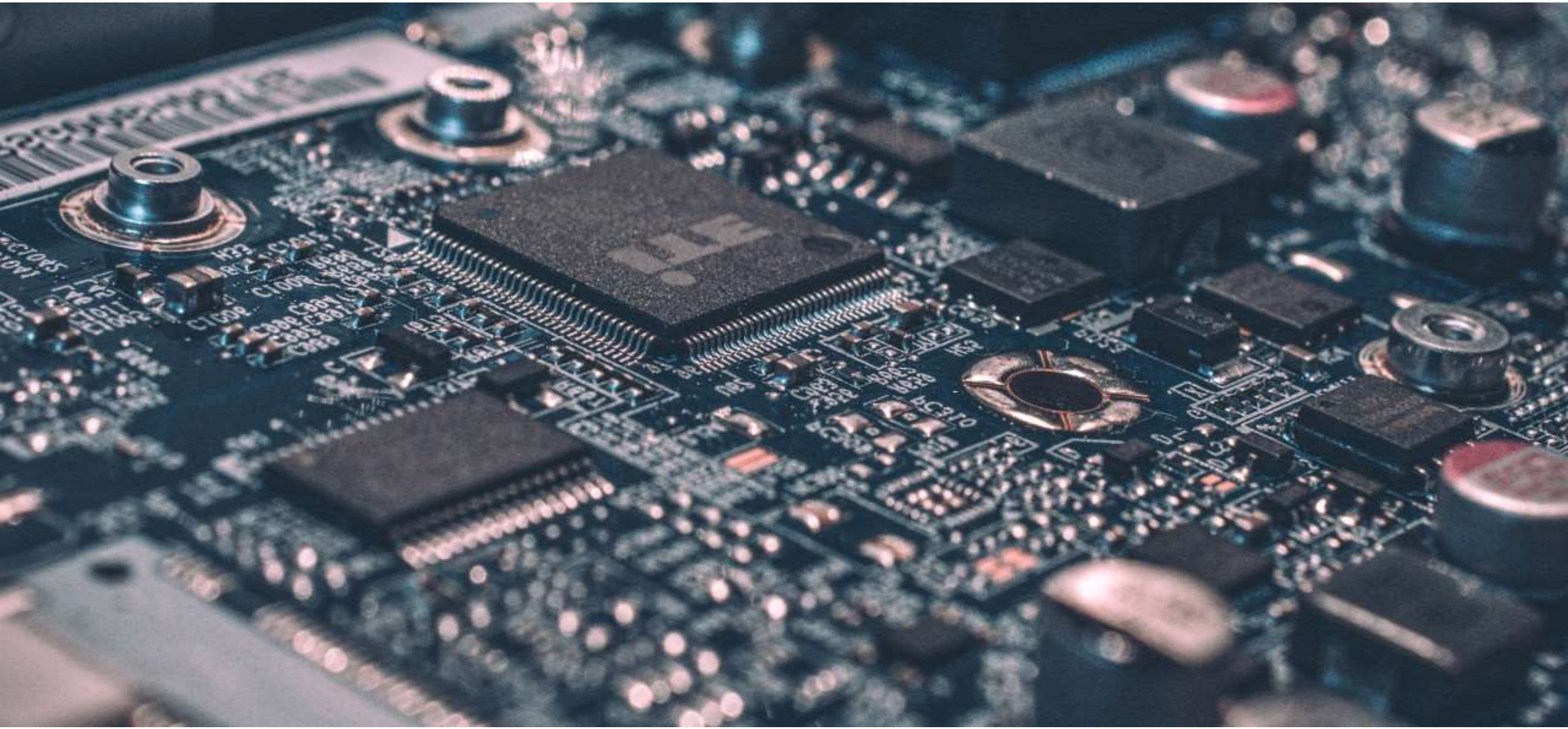
投資見通し及び推奨株式



内容

01 概要

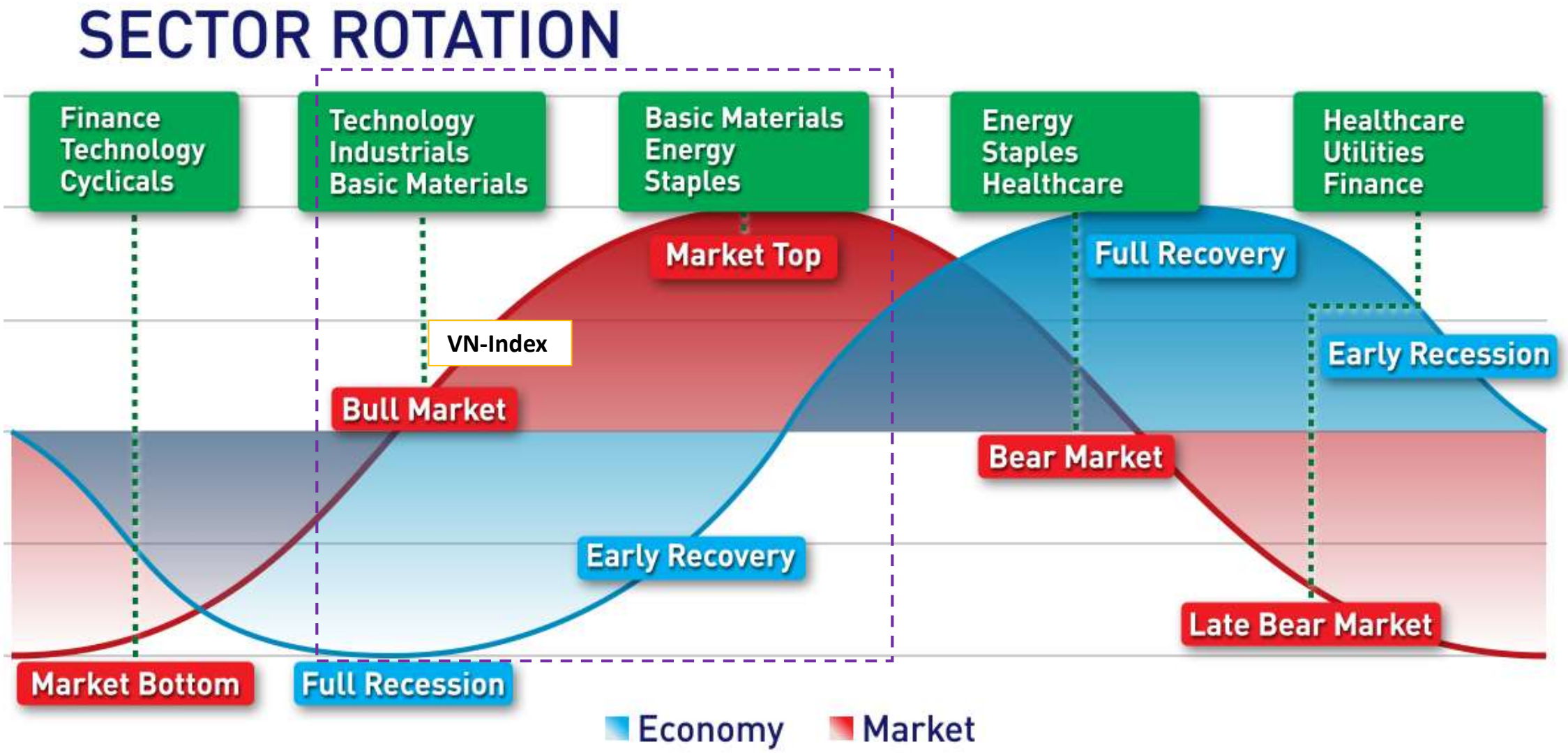
02 投資テーマ

03 推奨銘柄

04 付録

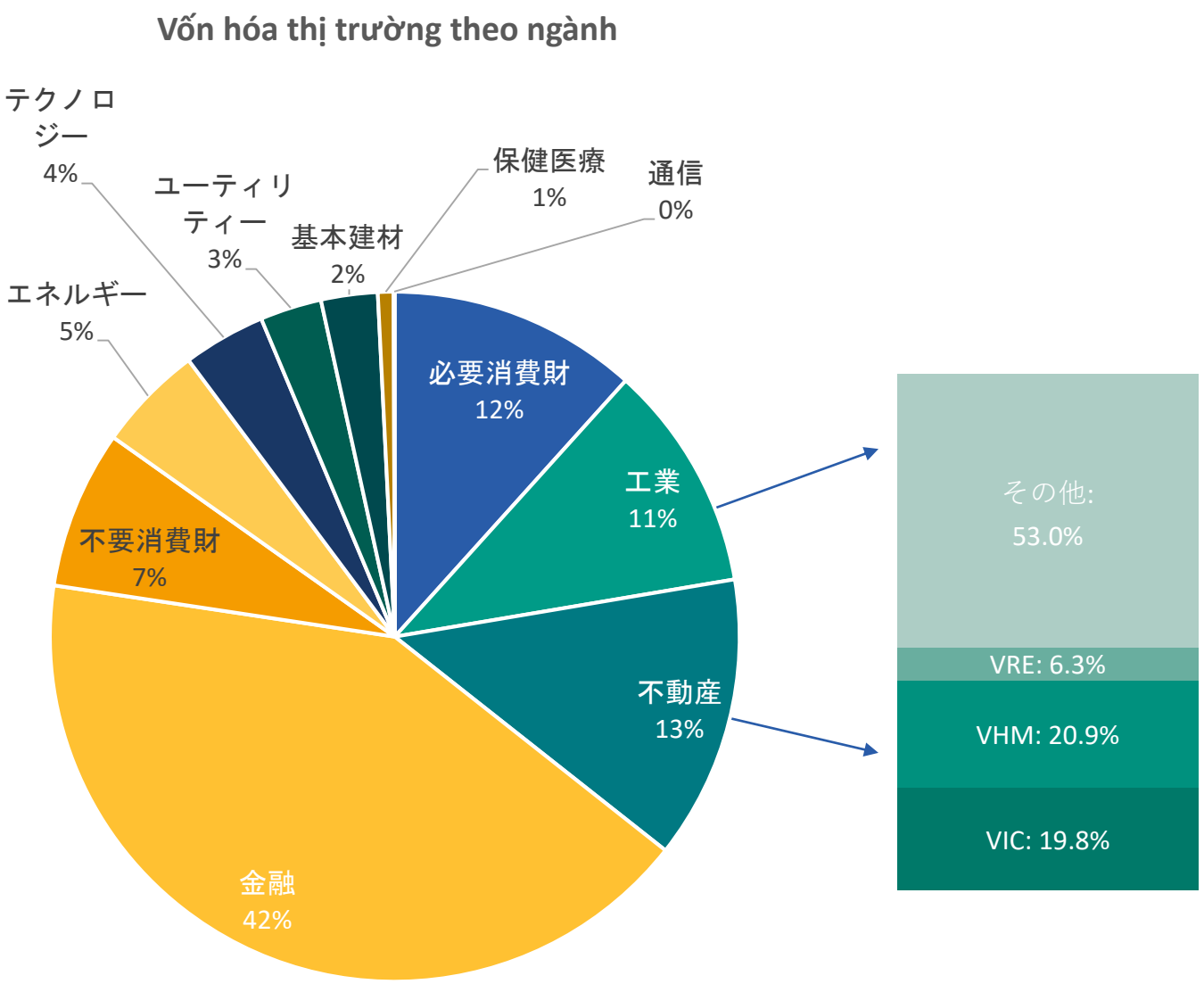
業界の概要

ベトナム経済は回復傾向にある。2024年第1四半期の税引後利益は前年同期比+11.14%増となった。



ソース: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

経済回復周期には観察すべき業界：生産業、工業、輸出業、小売業、銀行業界



業界	投資効率（年初比）
テクノロジー	54.6%
不要消費財	31.8%
通信	29.9%
基本建材	23.7%
工業	15.7%
ユーティリティー	15.3%
金融	14.2%
必要消費財	13.3%
VNインデックス	13.3%
保健医療	10.4%
エネルギー	6.9%
不動産 (VIC, VHM, VREを除く)	4.6%
不動産	-2.7%

ソース: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

業界	2024年下半期の見通し評価	2025年の見通し評価
テクノロジー – 通信	有望	有望
工業団地	有望	有望
水産	中立	有望
食品・飲料 – 小売り	有望	有望
材料	有望	有望
繊維・アパレル	有望	有望
ユーティリティー	有望*	有望*
銀行	中立	有望
化学・肥料	有望	有望
港湾	有望	中立
石油・ガス	中立	中立
建設	中立	中立
タイヤ	中立	中立
自動車	中立	中立
不動産	中立	中立

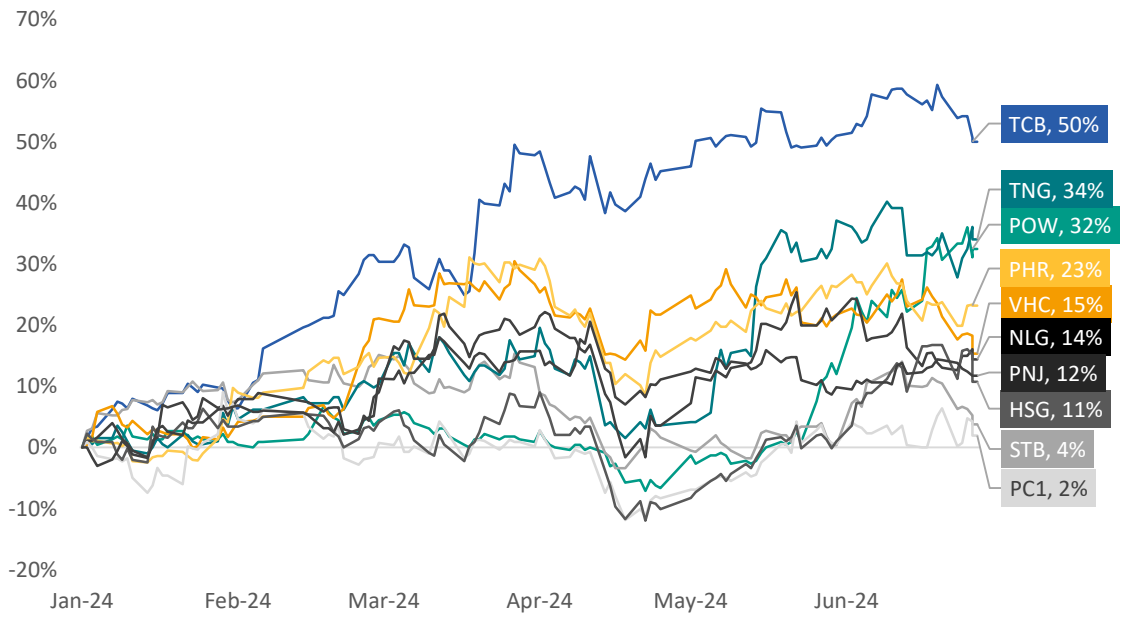
有望: 税引後利益が15%以上増加する。
中立: 税引後利益が15%未満増加する。
(*) 特別な利益を除く。

リスク:

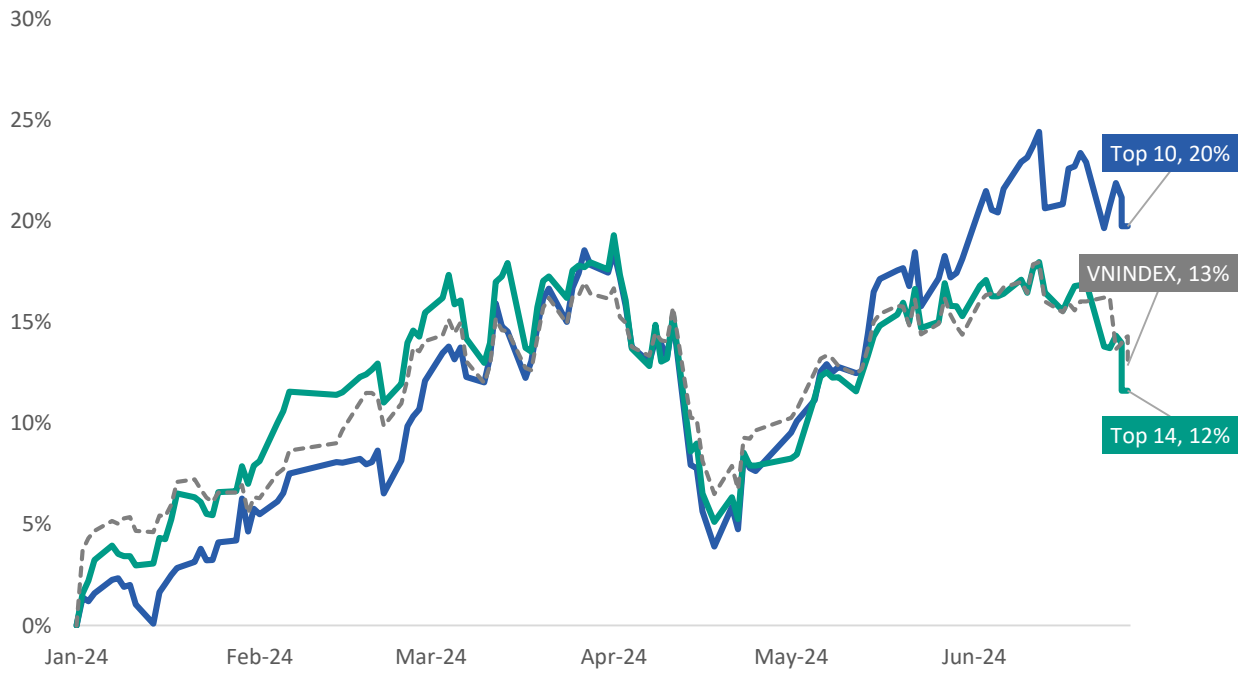
- 経済が期待より遅く回復することで、税引後利益は予測より低い。
- 政治リスクが上級職員変更に影響を与えるのは経済回復を阻害する可能性がある。
- 地政学的緊張はサプライ・チェーンを中断する。
- ヨーロッパ及び米国で景気後退（ハードランディング）

2024年上半期には、VNインデックスの投資効率は13%に達したが、BSCポートフォリオの投資効率は20%となった。

BSC10ポートフォリオには、10銘柄うちの6銘柄は投資効率がVNインデックスより高い。特に、TCBは年初比+50上昇した。



BSC10ポートフォリオの投資効率はVNインデックスより高くなった。



ノート：02/01/2024 - 28/06/2024. 銘柄の割合は同じです。

BSC10ポートフォリオには、10銘柄うちの6銘柄は投資効率がVNインデックスより高い。				
投資効率	投資効率は最も高い	投資効率は最も低い	投資効率がVNインデックスより高い	投資効率はVNインデックスより低い
20%	TCB (+50%)	PC1 (2%)	TCB, TNG, POW, VHC, PHR, NLG	HSG, PNJ, STB, PC1

14銘柄うちの6銘柄は投資効率がVNインデックスより高い。				
投資効率	投資効率は最も高い	投資効率は最も低い	投資効率がVNインデックスより高い	投資効率はVNインデックスより低い
12%	MWG (+48%)	LCG (-8%)	MWG, DRC, MBB, ACB, CTG, HPG	SZC, HT1, DHC,CTD, PVD, GAS, BID, LCG

BSCポートフォリオは2025年末まで利益率を維持すると期待されている。

業界の税引後利益	2023	2024F の前予測	2024Fの新予測	2025F	% 業界の時価総額/ポートフォリオの総時価総額
材料	-28%	90%	103%	65%	6%
水産	-60%	17%	9%	40%	1%
建設	48%	89%	51%	38%	1%
小売り	-69%	202%	225%	33%	4%
化学・肥料	-65%	21%	17%	30%	2%
繊維・アパレル	-34%	38%	42%	28%	0%
銀行	4%	18%	16%	22%	44%
工業団地	-6%	30%	15%	21%	6%
テクノロジー	20%	22%	21%	20%	5%
石油・ガス	-22%	-8%	-5%	14%	9%
食品・飲料（F&B）	-17%	19%	21%	11%	9%
タイヤ	-20%	22%	24%	9%	0%
ユーティリティー	-21%	40%	43%	8%	3%
不動産	25%	1%	1%	8%	8%
港湾	39%	-18%	-18%	8%	1%
自動車	-6%	9%	3%	4%	2%
観察ポートフォリオの税引後総利益（%）	**-5.0%**	**17.0%**	**16.5%**	**21.1%**	

2024年の評価及び2025年の予測

(2020～現在)	最高のPE	最低のPE	平均のPE	PE trailing	2024FW PE	2025FW PE	% Upside 2025	% Upside 2024
銀行業 (* P/B)	2.65	1.25	1.65	1.3	1.2	1.0	65%	38%
建材業	989.25	-133.68	12.64	19.5	13.9	8.4	50%	-9%
産業	25.96	9.62	15.25	13.1	12.0	10.3	48%	27%
繊維・アパレル業	23.92	5.30	11.09	13.1	9.7	7.6	46%	14%
水産業	209.82	-175.01	20.33	25.2	19.7	14.1	44%	3%
不動産業 (* P/B)	3.59	1.24	2.41	2.1	1.9	1.7	42%	27%
建設業	63.99	10.13	18.33	19.9	17.9	13.0	41%	2%
港湾業	44.19	11.41	18.10	24.2	15.1	13.9	30%	20%
F&B	25.11	13.71	20.54	21.1	18.6	16.8	22%	10%
小売り業	115.78	7.47	18.62	51.1	22.5	16.9	10%	-17%
石油・ガス業	56.29	5.20	12.60	14.1	14.2	12.5	1%	-11%
ユーティリティー業	19.79	8.91	13.80	11.6	15.3	14.3	-3%	-10%
テクノロジー業	29.54	9.49	18.58	28.4	24.5	20.4	-9%	-24%

ノート：

- 最高のPE、最低のPE、平均のPEは全ての銘柄に基く。
- PB Trailing及びPB ForwardはBSCの観察ポートフォリオに基く。

Tính đến ngày 17/06/2024

市場が下落すると、評価のために、PBを利用する。

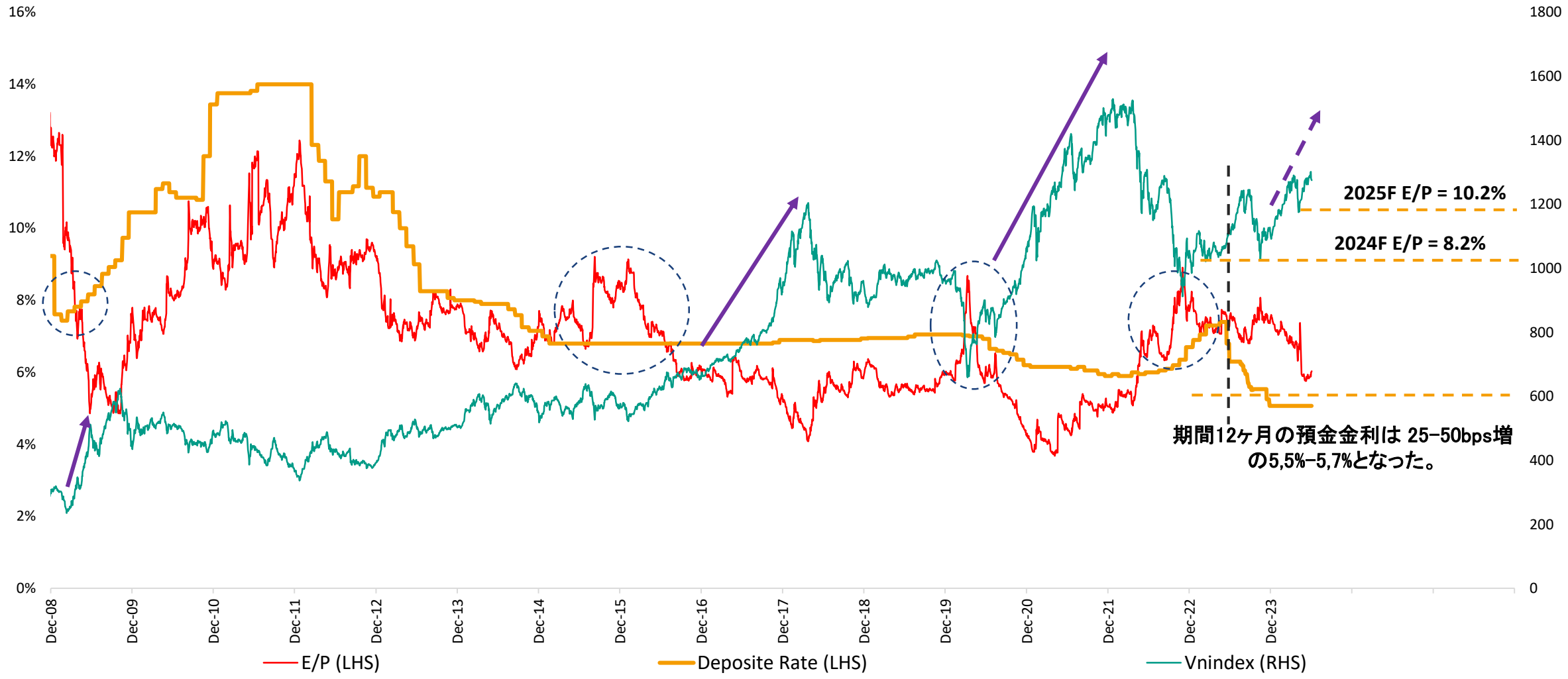
（2020～現在）	最高のPE	最低のPE	平均のPE	PE trailing	2024FW PE	2025FW PE	% Upside 2025	% Upside 2024
ユーティリティー業	2.52	1.37	**1.90**	1.5	1.0	0.9	**111%**	**90%**
港湾業	3.95	0.79	**2.67**	2.2	1.7	1.5	**78%**	**57%**
銀行業	2.65	1.25	**1.65**	1.3	1.2	1.0	**65%**	**38%**
不動産業	3.59	1.24	**2.41**	2.1	1.9	1.7	**42%**	**27%**
飲食業	3.98	1.91	**2.99**	3.5	2.6	2.5	20%	15%
建設	2.45	0.71	**1.29**	1.1	1.1	1.1	17%	17%
建材業	2.76	0.69	**1.35**	1.7	1.5	1.3	4%	-10%
産業	3.25	1.08	**2.17**	2.3	2.5	2.1	3%	-13%
小売業	4.68	1.56	**2.78**	3.9	3.5	3.0	-7%	-21%
水産業	2.29	0.82	**1.33**	1.9	1.7	1.5	-11%	-22%
石油・ガス業	2.32	0.76	**1.28**	1.9	1.7	1.5	-15%	-25%
繊維・アパレル業	2.13	0.70	**1.12**	1.9	1.7	1.5	-25%	-34%
テクノロジー業	7.10	1.70	**3.18**	7.0	5.5	5.3	-40%	-42%

ノート：

- 最高のPE、最低のPE、平均のPEは全ての銘柄に基く。
- PB Trailing及びPB ForwardはBSCの観察ポートフォリオに基く。

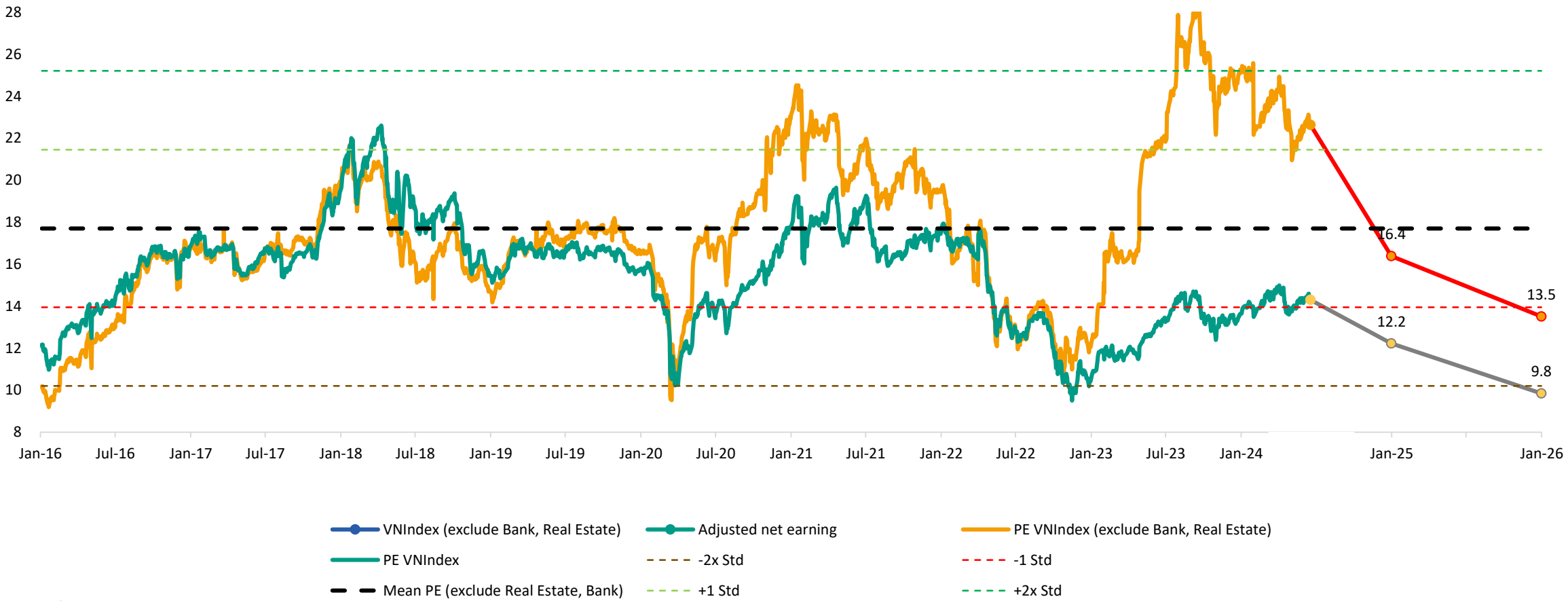
2024年6月17日までアップデートされた。

2024年～2025年期間のEPS成長は上昇傾向の原動力となった。



ソース: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

VNインデックス下落: FY25 PE=13.5x



結論:

- 2024年上半期:回復見通しが明確な業界は明暗で分かれた。
- 2024年下半期:明暗で分かれる。2025年の利益成長に集中する。

ソース: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

業界の概要

VNインデックスは金融緩和政策のおかげで、回復すると期待されている。

✓ *推奨業界：テクノロジー業界、工業業界、基本的な原材料業界からエネルギー業界、必要消費財業界に転換する。*

(1) 2025年末まで利益率を維持する。

✓ *推奨業界：原材料業界、水産業界、化学・肥料業界、飲食・小売業界、繊維・アパレル業界、テクノロジー業界、銀行業界*

(2) 評価：2025年には、利益成長率は主要な原動力となる。

✓ *推奨業界：銀行業界、原材料業界、工業業界、繊維・アパレル業界、不動産業界*

2024年～2025年期間の投資テーマ

- 鉄鋼業の新政策は同業企業のポジションを変更するだろう。
  - ✓ *業界: 鉄鋼*
- インフレ、エネルギー・石油・ガスに関する景気刺激策
  - ✓ *業界: 建設, 原材料, ユーティリティー, 石油・ガス*
- 輸出業が回復するのは利益率及び販売量を増える。
  - ✓ *業界: 繊維・アパレル、水産、輸出*
- 評価割引き
  - ✓ *業界:銀行, 飲食 – 小売*

投資テーマ

2024年 – 2025年

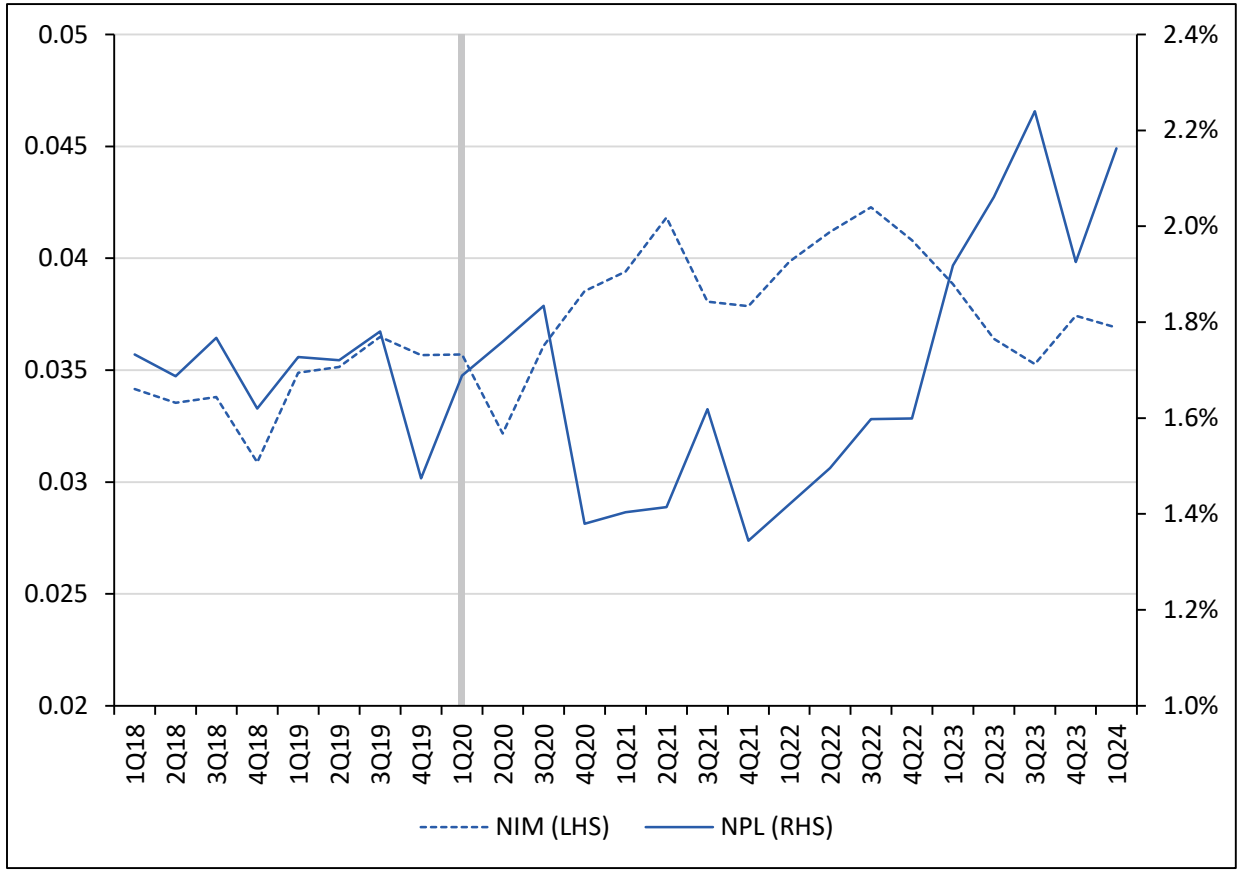
銀行業界：回復は時間がかかるだろう。

原動力	2024年の見通し			評価	評価
	ネガティブ	中立	ポジティブ		
マクロ経済					
金融政策			◆	為替圧力に対処するために、年初から外貨準備の60億米ドル以上の売却はM2に悪影響を及ぼし、預金金利が上昇し、金利環境が不利になった。	▼
財政政策			◆	公共投資を実施すると促進する。2024年7月1日から公務員の給与を30%引き上げる。	▲
企業の見通し			◆	2023年に低い水準から改善する。輸出、公共投資、FDIに集中する。	◆
不動産市場		◆		案件の法的な問題を解決し、平民セグメントの供給源をバランスを取る為に、時間がかかる。	◆
経済成長			◆	輸出を改善し、FDIの流れを維持する。しかし、主要市場の成長鈍化、地政学的緊張、信用成長の鈍化、FDIセクターへの依存度は経済成長を制限する。	◆
SECTOR'S FUNDAMENTALS					
貸付成長率		◆		経済刺激政策は低い金利環境は貸付需要を促進する。	◆
資産質		◆		債務免除のために引当金コストを増える。借入額の再構成に関する第2通達を延長、長期的な貸付規制を修正する。	◆
NIM			◆	COFが前年同期比低いなので、NIMが上昇する。	▼
貸付コスト	◆			不良債権の形成が高い、貸倒引当金繰入額が減少することで、貸付コストが増加すると予測される。	◆
利益率			◆	2023年の低い水準から改善するが、明暗で分かれる可能性がある。	▼

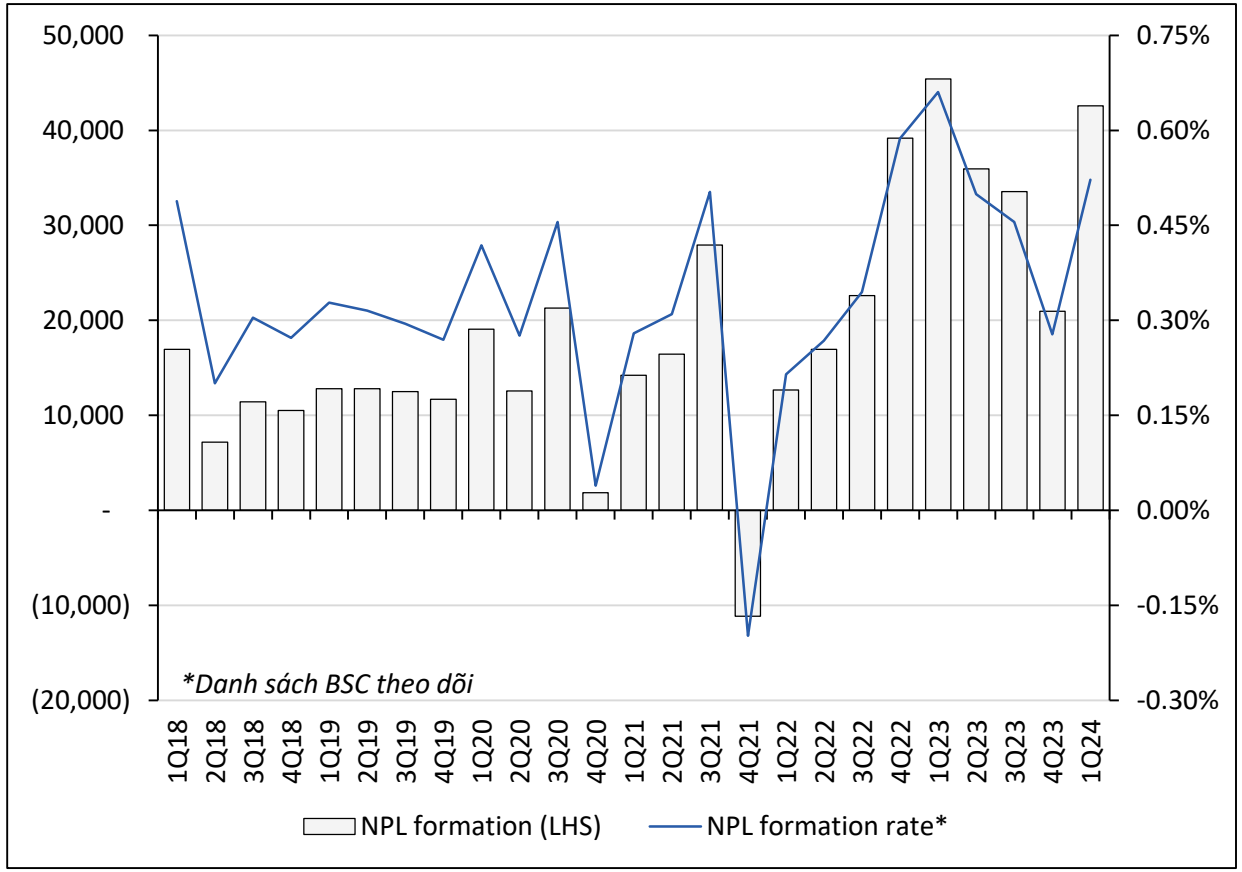
ソース: BSC Research

銀行業界: 不良債権の圧力が延長する。

資産質の圧力がまだ存在しているのは銀行業界のNIMの回復力を制限した。

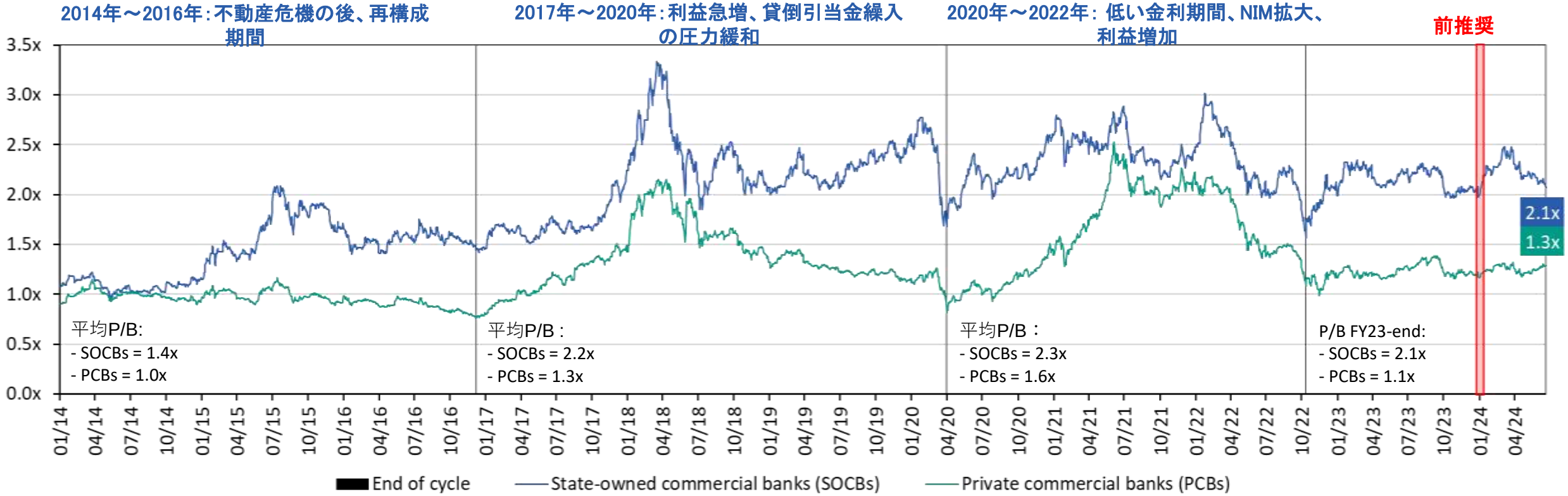


不良債権は2024年第1四半期に増加した後、第2四半期に引き続き増加すると予測されている。



ソース: 銀行の財務諸表、BSC Research

銀行業界: 評価歴史を見直す。



2014年～2016年：再構成	2017年～2020年：「津波」期間	2020年～2022年：ブラックスワン	現在：不安定な期間
全業界の利益率は低い。資産質は多くの問題がある。2014年～2015年期間には、利益率が過去最低値となった。	利益率は過去最高値を更新し、30～40%／年に達した。資産質が改善された。 貸付成長率が高い。 BID及びVCBは2029年に第三者割当を実施した。	新型コロナウイルス流通には、NIMが急に上昇し、貸付成長率が安定していた。THM、VTP、SCBに関するイベント、為替レート、売買代金危機により、2020年に	貸付成長率が鈍化し、資産質が弱くなり、利益率が低下した。2023年の利益率は低下し、4%／年となった。 BSCは2024年の税引前利益が前年同期比+16%増となると予測しております。
- SOCB:平均PBが1.2x～2.1xで推移した。 - PCBs：効率はかなり低い	- SOCB:平均PBが1.5x～3.3xで推移した。 – PCBs: 平均PBが0.9x～2.1xで推移した。	- SOCB:平均PBが1.8x～3.0xで推移した。 – PCBs: 平均PBが0.9x～2.4xで推移した。	2024年には、銀行業界は魅力的な評価で、高い投資効率を計上した。BSCは近い将来に銀行業界が明暗で大きく分かれると期待しております。

鉄鋼業: 2025年～2026年の期間における国内HRC販売量は前年比20～30% 増となるだろう。

反ダンピング税は原産地を証明できなくて、ダンピング商業会社やに焦点を当てている。BSCは、中国の製品に対するHRCアンチダンピング税が承認された場合、2005年～2026年の期間におけるFHSとHPGなどの国内鉄鋼企業のHRC販売量は前年比20%～30%に相当する年間150万～300万tを増加することができると予想しております。

2023年にベトナムへのHRC輸出している企業

社名	輸出額 (US)	比率 (%)	形式
ARSEN INTERNATIONAL	468,371,628	16%	商社
SHARPMAX INTERNATIONAL HONGKONG	427,769,446	14%	商社
WIN FAITH TRADING	423,394,758	14%	商社
AVIC INTERNATIONAL TRADE	213,026,796	7%	商社
POSCO	186,532,291	6%	鉄鋼生産会社
CHINA STEEL CORP	129,920,287	4%	鉄鋼生産会社
JFE SHOJI	121,598,898	4%	鉄鋼生産会社
NIPPON	114,460,284	4%	鉄鋼生産会社
GALLOP RESOURCES PTE LTD	74,089,942	3%	商社
BAOSTEEL	33,116,649	1%	鉄鋼生産会社
BEAMPLUS INTERNATIONAL PTE LTD	19,167,782	1%	商社
KHÁC	745,493,811	25%	
会計	**2,956,942,572**	**100%**	

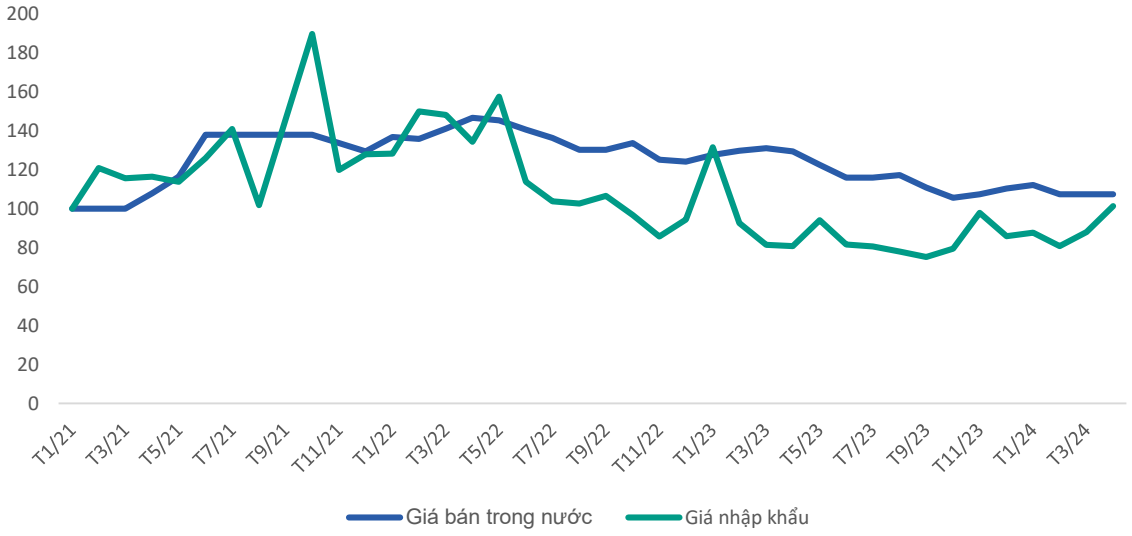
2023年にベトナムへのHRC輸出している企業のモデル

企業	輸出額(US)	輸出量(100万t)	割合比率(%)
鉄鋼生産企業	585,628,409	1.9	20%
商業会社	1,625,820,352	5.3	55%
商業生産企業	745,493,811	2.4	25%
合計	**2,956,942,572**	**9.64**	**100%**

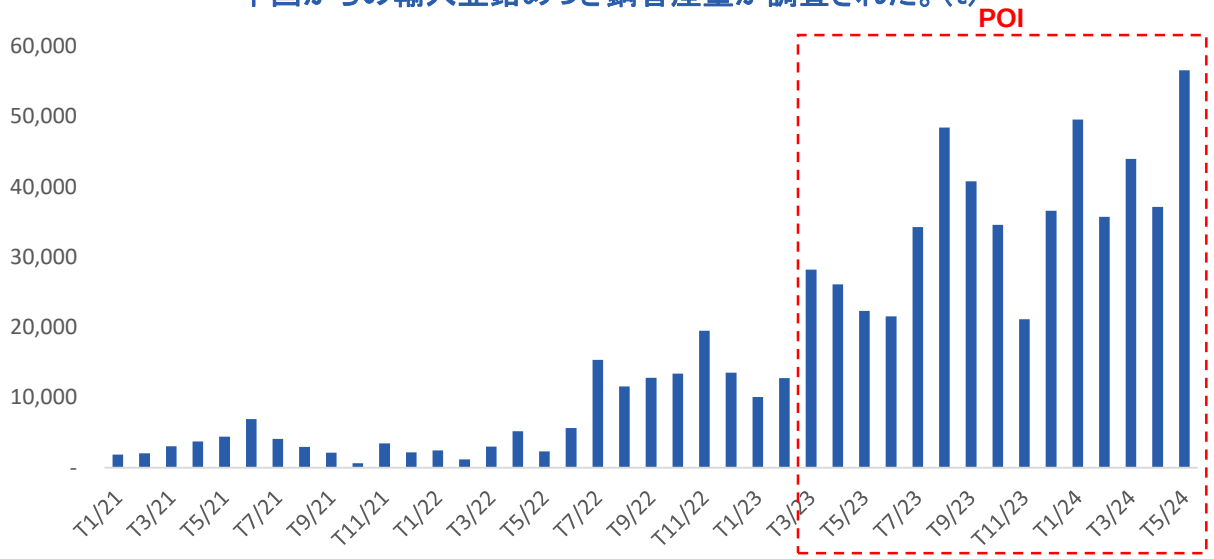
鉄鋼業界：2025年には、アンチダンピング税を適用することで、亜鉛めっき鋼管の産量は前年同期比+20%増となる。

2025年には、BSCは（1）2025年第1四半期に臨時アンチダンピング税を適用する、（2）国内不動産市場が回復するということに基く、亜鉛めっき鋼管の産量が前年同期比+20%増となると期待しております。

国内売買価格及び輸出価格



中国からの輸入亜鉛めっき鋼管産量が調査された。（t）

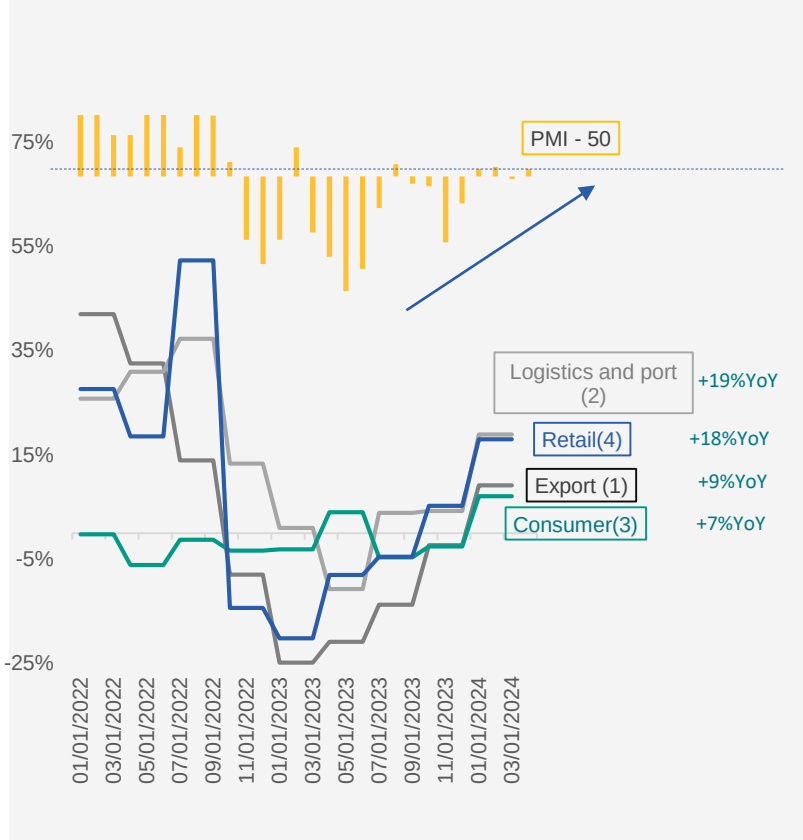


年	2021	2022	POI
国内価格–Hoa Sen AZ100, 0.35 mm, VAT (VNĐ/kg)	28,550	31,417	26,215
輸入価格-番号: 7212.30.13, 中国からの付加価値税を含む (VNĐ/キロ)	27,935	25,995	18,758
国内価格 (Index = 100)	100	110	92
% YoY		10%	-17%
輸入価格 (Index = 100)	100	93	67
% YoY		-7%	-28%

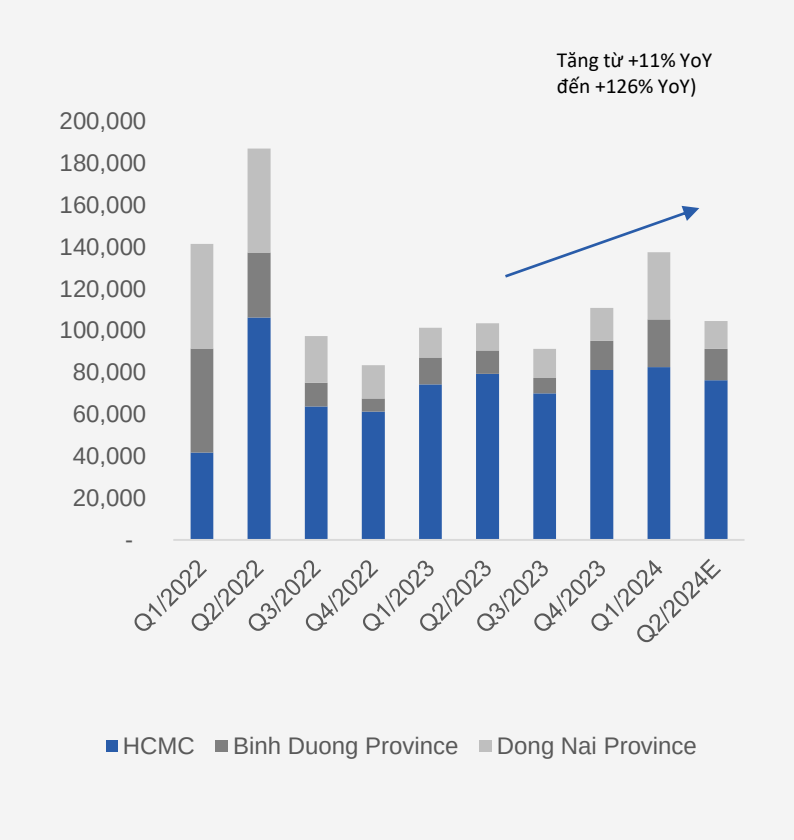
投資	2021	2022	POI
国内産量 (t)	2,036,481	1,744,435	2,313,952
調査産量 (t)	37,715	73,039	452,219
国内産量 (Index = 100)	100	86	114
% YoY		-14%	33%
調査産量 (Index = 100)	100	194	1,199
% YoY		94%	519%

輸出 –ロジスティクス – 消費材・小売り

受注数が回復し、2024年第1四半期の業績をサポートした。

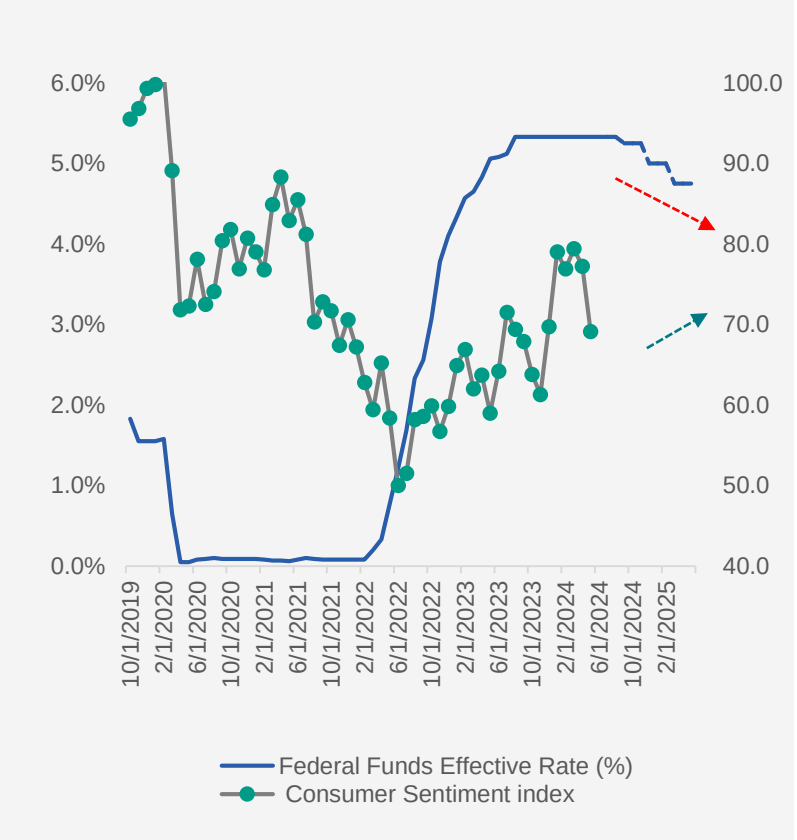


労働不足業界の求人需要は回復傾向がある



2024年下半期～2025年の指標:

FRBの金利引下げ決定は需要回復の前向きな指標である



＊ノート：BSCが観察している銘柄を基づく分類されている業界グループ

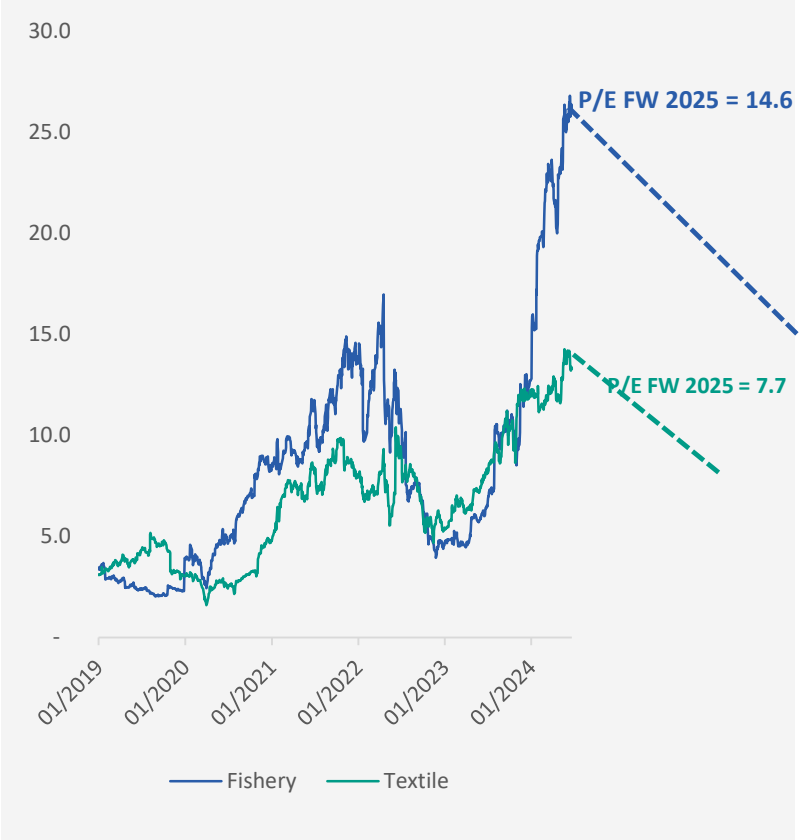
輸出 –ロジスティクス– 消費材・小売り

これらの業界の評価はどの時点で魅力的になるのでしょうか?

水産業と繊維・アパレル業

水産:中立 – 繊維・アパレル:買い

推奨銘柄: TNG

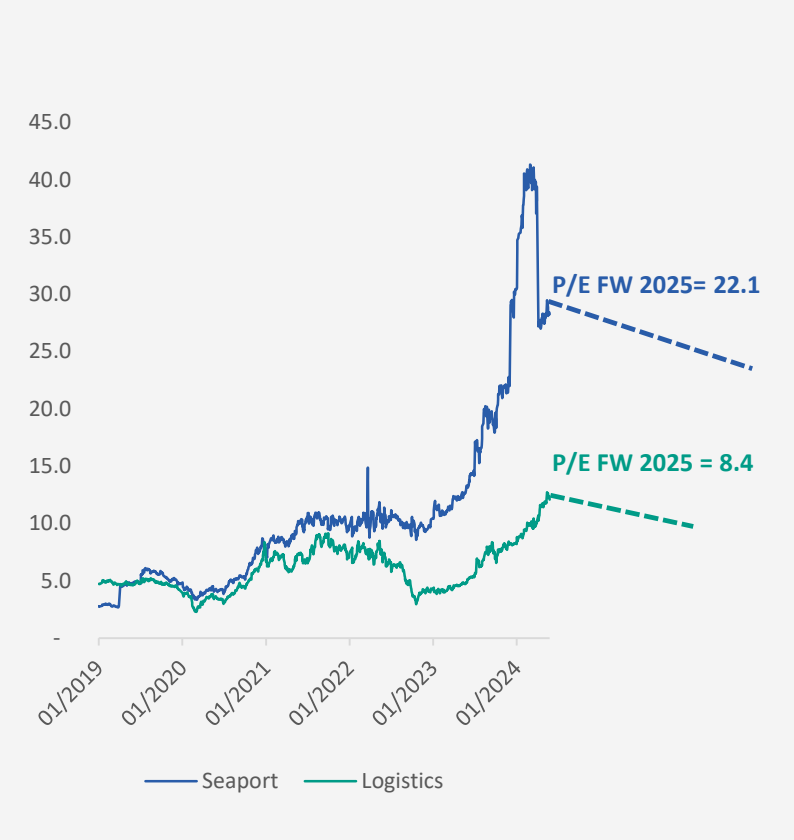


*水産株を購入するために魅力的な 2024年P/E FWが 8–10x (現在、2024年～2025年のP/E FWが18,5/14xである)

港湾業とロジスティクス業

港湾業: 中立 – ロジスティクス業:買い

推奨銘柄: HAH, PVT



*港湾株を購入するために魅力的な 2024年P/E FWが 20 – 21x (現在、2024年のP/E FWが26,5である)

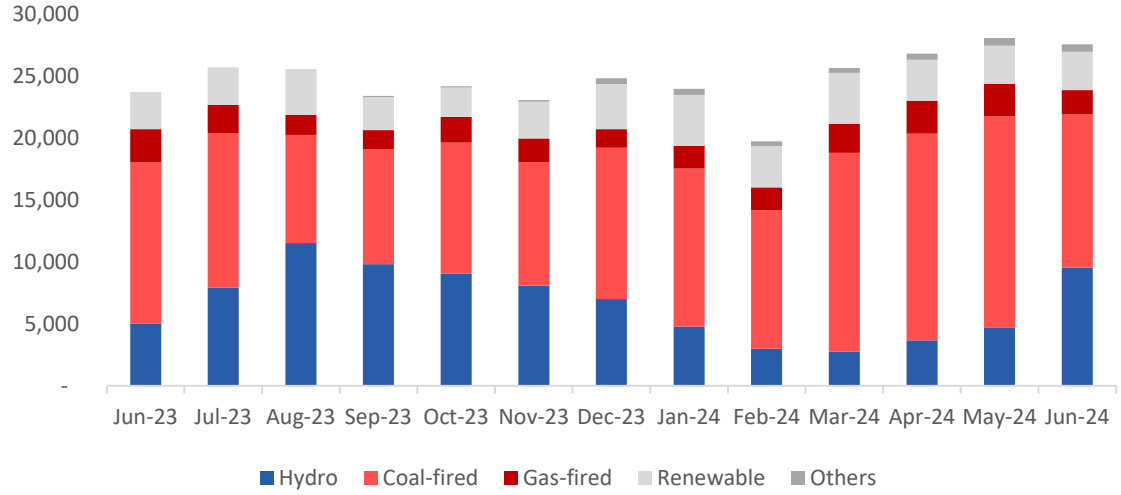
消費財業と小売り業

消費財: 中立 – 小売り:買い

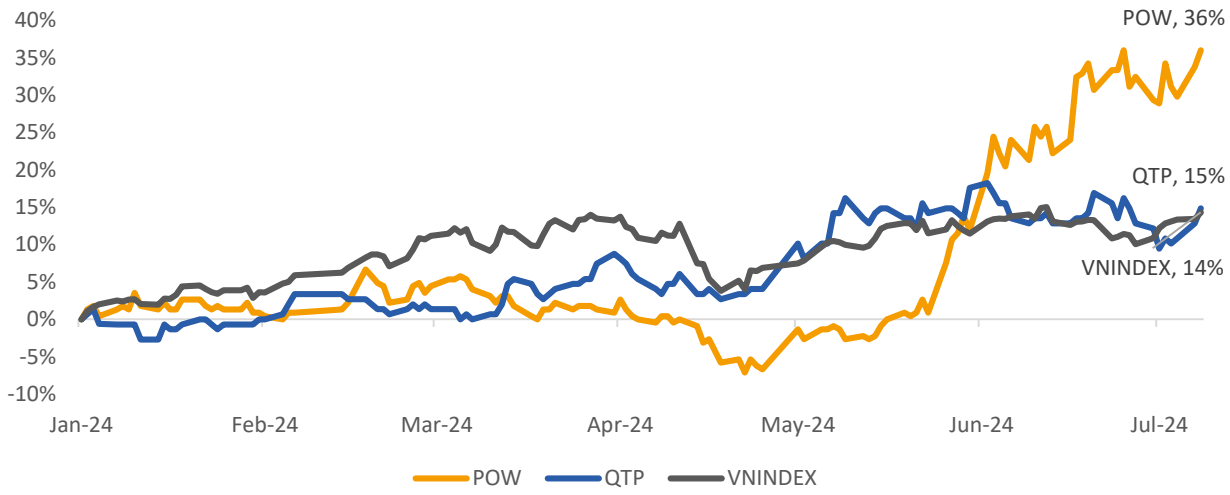
推奨銘柄: MSN, MWG, PNJ

エネルギー：2024年上半期には、火力発電事業はよく成長し、風力発電事業は恩恵を受け

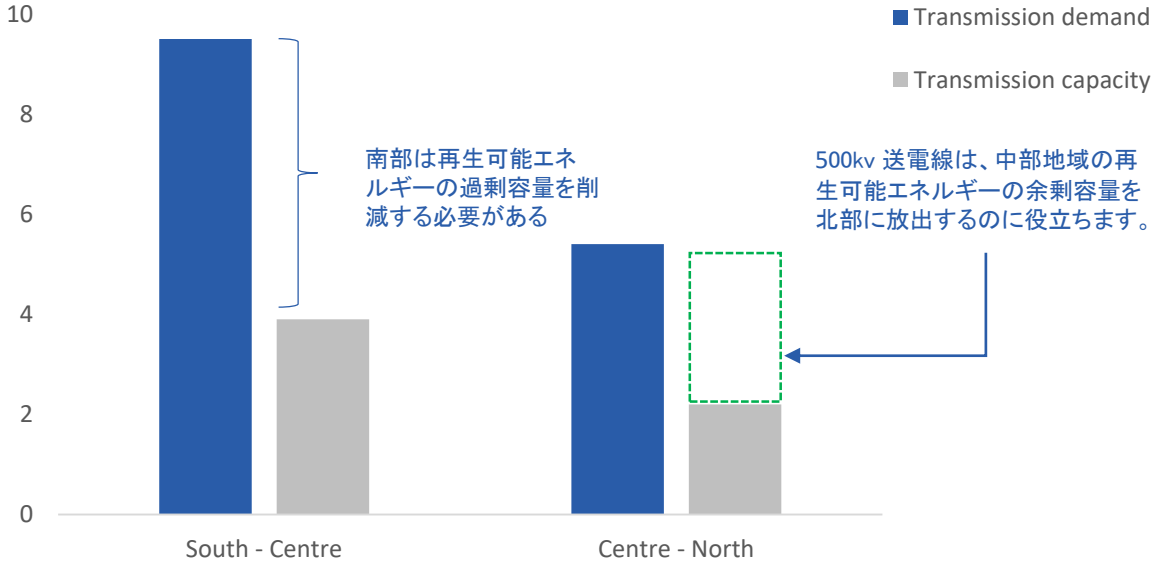
2024年上半期には、火力発電所の発電量は大きく増加した(MWh)



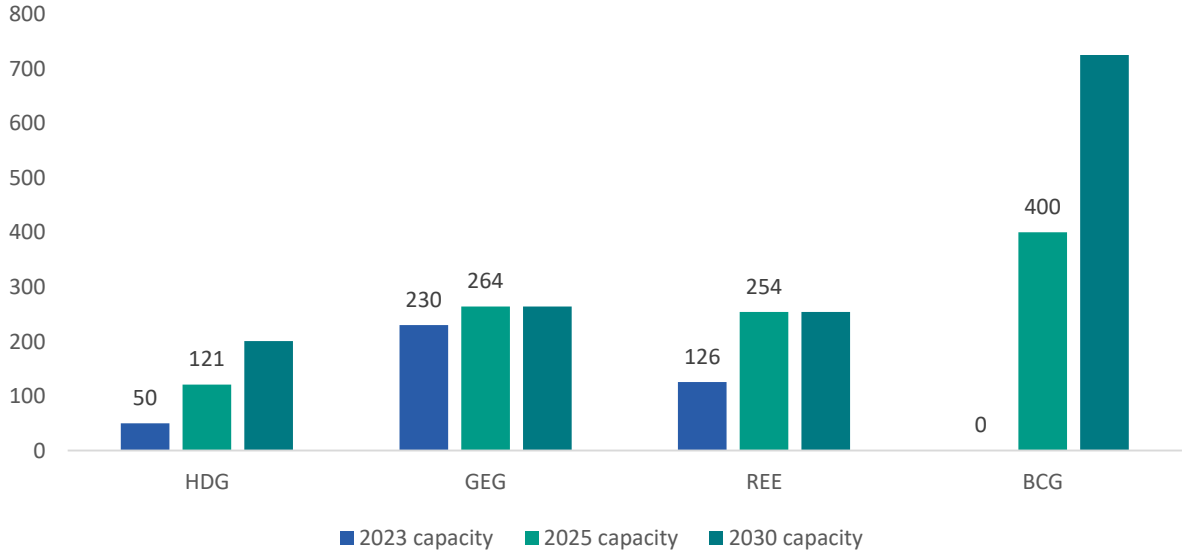
POWの上昇率はVNインデックスの上昇率を上回った。



中部地域から北部への余剰電力の送電 (MW)



REEとHDG風力発電量を増加した(MW)



→ 中部地域における再生可能エネルギーの発電量が増加しており、北部の火力発電グループに圧力をかけている

エネルギー: 水力発電量がラニーニャ現象のおかげで増加する

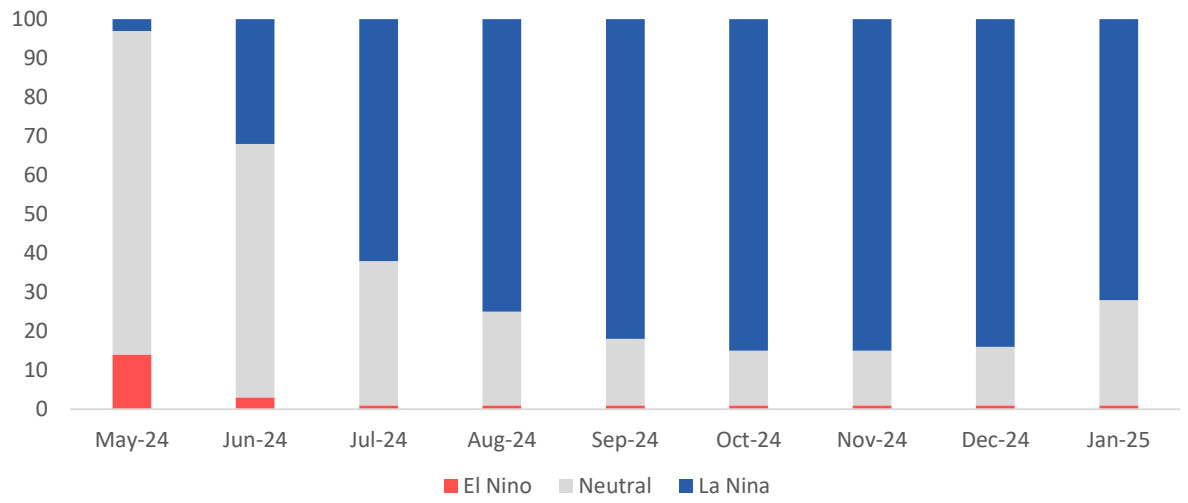
火力発電: LNG と天然ガスの最新

天然ガス

LNG

- **Apr - 24**: Phú Mỹガス火力発電所ではLNGを使用
- **May - 24**: LNG 利用の上限価格は 2,590.82 VND/kwh だ。
- B - Ô Môn FID **Q3 - 24**
- **Feb - 25**: Phu My 2.2はEVNに譲渡され、100% LNGを使用
- **Q1 - 25**: Nhơn Trạch 3発電所とNhơn Trạch 4発電所が稼働し始め

水力発電: 発電量はラニーニャ現象のおかげで増加したが、2024年の平均販売価格は下落した。



	恩恵を受け	マイナス影響を受け
ラニーニャ現象	水力発電	火力発電
500kV回線3号線プロジェクト	再生エネルギー, 石炭火力発電、南部ガス火力発電	北部石炭火力発電
新発電可能	再生エネルギー, LNGガス火力発電	南部ガス火力発電
2024年の平均電気販売価格		水力発電
推奨銘柄	REE, HDG, PC1, DPG	

TOP 5: STOCK CALL IN 2024

銘柄	時価総額 (10億 VND)	収入		収入の成長率（%）		少数株主持分		少数株主持分の成長率（%）		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		2024年6月28日の終値	目標価格	Upside
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F			
HPG	187,730	146,136	189,896	*23%*	*30%*	13,806	22,627	102%	*64%*	2,159	3,538	13.6	8.3	1.6	1.3	7%	8%	12%	16%	28,300	38,600	36%
CTG	174,525	61,584	69,713	*16%*	*13%*	22,704	28,145	14%	*24%*	4,228	5,241	7.7	6.2	1.2	1.0	1%	1%	17%	17%	31,000	42,000	35%
MSN	108,172	82,330	90,458	*5%*	*10%*	1,433	2,501	242%	*75%*	1,001	1,747	75.5	43.3	3.2	2.9	2%	4%	7%	11%	74,700	100,000	34%
VPB	147,967	49,516	59,616	*30%*	*20%*	14,165	17,978	*42%*	*27%*	1,785	2,266	10.6	8.4	1.1	1.0	2%	2%	10%	12%	18,650	24,500	31%
MWG	92,560	131,734	141,485	*11%*	*7.4%*	4,114	5,451	2354%	*32%*	2,814	3,724	22.5	17.0	3.2	2.8	6%	8%	13%	17%	62,400	79,000	27%

**2024年6月28日の終値*

ソース: BSC Research

TOP 10: TENTATIVE CALL IN 2024F – 2025F

銘柄	時価総額（10億VND）	収入		収入の成長率（%）		少数株主持分		少数株主持分の成長率（%）		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		2024年6月28日の終値	目標価格	Upside
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F			
PVS	19,931	26,030	40,435	34%	55%	1,177	1,402	15%	19%	2,463	2,934	17.7	14.9	1.7	1.6	4%	5%	10%	10%	40,600	57,100	41%
STB	55,802	25,358	29,270	15%	15%	9,333	13,249	21%	42%	4,951	7,028	6.2	4.4	1.0	0.9	1%	2%	19%	21%	28,800	37,200	29%
HSG	15,400	38,293	44,479	21%	16%	870	2,179	3687%	150%	1,455	3,643	17.8	7.1	1.3	1.1	5%	11%	7%	16%	23,900	30,500	28%
TNG	2,895	7,932	9,659	12%	22%	321	411	47%	28%	2,853	3,645	9.0	7.0	1.4	1.2	5%	6%	16%	17%	26,000	33,000	27%
DDV	2,988	3,445	3,613	8%	5%	142	240	106%	69%	973	1,645	20.4	12.0	2.1	2.1	8%	14%	11%	18%	18,800	23,900	27%
PNJ	32,285	40,142	38,527	21%	-4%	2,154	2,628	9%	22%	5,865	7,337	15.0	12.3	2.9	2.5	14%	15%	19%	20%	95,500	118,000	24%
DGC	47,358	11,385	13,710	17%	20%	3,317	4,184	7%	26%	8,735	11,016	14.7	11.6	14.7	11.6	22%	23%	27%	28%	122,500	147,100	20%
SSI	51,235	8,147	9,571	14%	17%	3,070	3,510	34%	14%	1,884	2,154	18.0	15.8	1.9	1.7	4%	5%	10%	11%	33,950	40,000	18%
HAH	5,363	3,169	3,943	21%	24%	309	516	-18%	62%	2,799	4,272	16.7	10.3	1.8	1.5	5%	9%	9%	14%	45,250	53,000	17%
PVT	10,360	9,556	12,138	6%	27%	972	1,161	13%	19%	2,829	3,235	10.4	9.3	1.1	0.9	7%	7%	14%	13%	28,600	33,100	16%

**2024年6月28日の終値*

ソース: BSC Research

HPG –鉄鋼王

理論価格: 38,600VND/株 – Upside +36%

投資観点

投資観点

- 国内鉄鋼産量及び鉄鋼価格の増加のおかげで、HPGの2024年業績は大きく回復すると予測されている。BSCはHPGの2024年の販売量が前年比+16%増、売上総利益率が15.9%に達すると予測しております。従って、2024年には、収入が前年比+23%増の146兆1,360億ドン、少数株主利益等控除後利益が同+102%増の13兆8,060億ドン、EPS FWDが2,374 VND/株, P/E FWDが13.1, P/B FWD 2024が1.6xと予測しされております。
- 第2期Dung Quat案件が2026年に入居率が90%に達したら、収入が2024年に比べて+60%増、利益が同2.46倍となる。この予測は(1)生産コストを削減できる、(2)第2期Dung Quat案件の稼働時点が不動産業界及び鉄鋼業界の新周期に合うということに基づく。
- HPGが生産規模拡大段階及び新鉄鋼周期に入っている背景には、HPGの株価が安いレベルで評価されているだろう。BSCは2025年及び2026年の少数株主利益等控除後利益をそれぞれ、22兆7,320億ドン、32兆9,190億ドン、2025年のPE FWDを8x、2025年のP/B FWDを1.3x、2026年のP/E FWDを5.5x、2026年のP/B FWDを1.1xと予測しております。

Catalyst: (1)鉄鋼価格上昇、(2)第2期Dung Quat案件が稼働する。

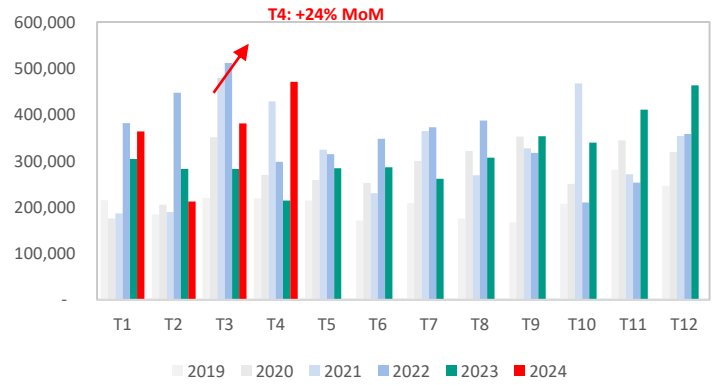
	2023	2024F	2025F	2026F
PE (x)	28.7	14.8	9.0	6.3
PB (x)	1.6	1.8	1.5	1.2
PS (x)	0.80	1.3	1.40	1.08
ROE (%)	9%	7%	12%	16%
ROA (%)	5%	4%	7%	8%

	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	118,953	146,136	189,896	238,710
売上総利益率	12,938	23,207	36,828	48,921
税引後利益	6,835	13,806	22,627	32,660
EPS	1,175	2,159	3,538	5,106
税引後利益の成長率	−19%	84%	64%	44%

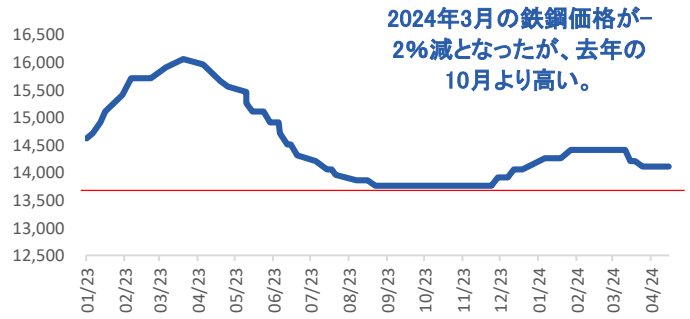
ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	28,300
時価総額(10億VND)	187,729
30日間平均売買高(千株)	25.3
外国人投資家の保有率	24.6%

2024年4月の国内鉄鋼産量が前月比+24%増、前年同期比+120%増となった。



2023年～現在期間の鉄鋼価格の推移



CTG – 2025年～2026年の期間における高い成長を達すと期待

理論価格: 42,000VND/株 - Upside +35%

投資観点

投資観点:

1. 短期的な見通しは競合他銀行よりも優れています。CTG は、小売事業と FDI事業へのシフトなどの一貫した信用成長 のおかげで、他の 銀行よりも優れた NIM 傾向を維持しています。
2. 2025 年～2026 年の期間における高い成長を達すと期待しております。BSCは、CTGの信用コストが2024年に横ばいになり、2025年から減少傾向に転じ、基本シナリオでは2025年～2026年の期間における税引後利益の伸びが平均23%/年になるという予想を維持する。
3. 評価を受け入れる余地が残っています。P/B TTMが1.4xであり、2024年P/B（予測）が 1.2xであることでは、CTGは主要な PCB と同じ価格設定になっているだけである。CTG はROEAを改善する期間に間もなく入ることでで、 より高い評価で受け入れられる余地があると考えています。

リスク: (1)貸付金利競争によりNIMが予想を下回る; **(2)**一部の特定業界の債務残高により不良債権が予想よりも高くて、高い信用コストの長期化につながるだろう。

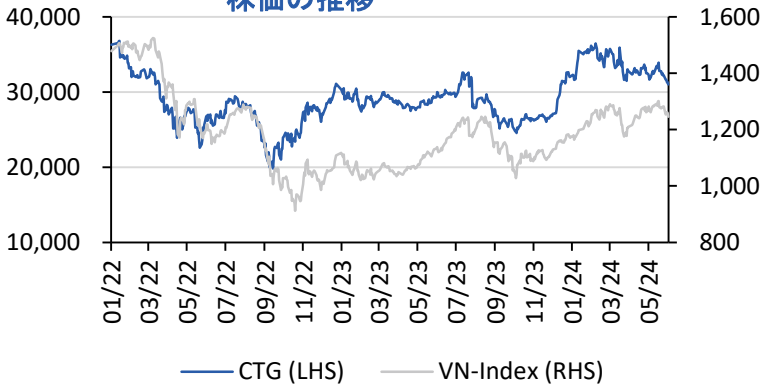
	2022	2023	2024F	2025F
P/B (x)	1.22	1.16	1.22	1.02
ROAE (%)	16.7	17.1	16.6	17.4
NIM (%)	3.03	2.90	2.94	2.94
Credit cost (%)	1.98	1.83	1.82	1.66
NPL (%)	1.24	1.13	1.03	1.03
LLCR (%)	186.2	167.2	166.4	156.6

	2022	2023	2024F	2025F
経常収益（10億 VND）	64,117	70,548	80,054	91,030
税引前利益(10億VND)	20,946	24,990	28,506	35,336
EPS（VND/株）	3,491	3,706	4,228	5,241
簿価(VND/株)	22,354	23,279	27,507	32,749
信用(%YoY)	12.1	15.5	15.1	14.0
預金(%YoY)	9.3	13.9	15.9	13.8

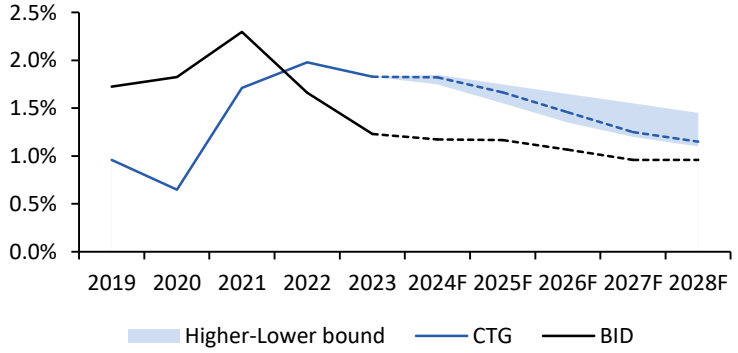
ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	31,000
時価総額(10億VND)	166,470
30日間平均売買高(千株)	7.16
外国人投資家の保有率	3.7%

株価の推移



信用費用は2028年まで徐々減少する



VPB – レースに戻る

理論価格:24,500 VND/株 - Upside +31%

投資観点

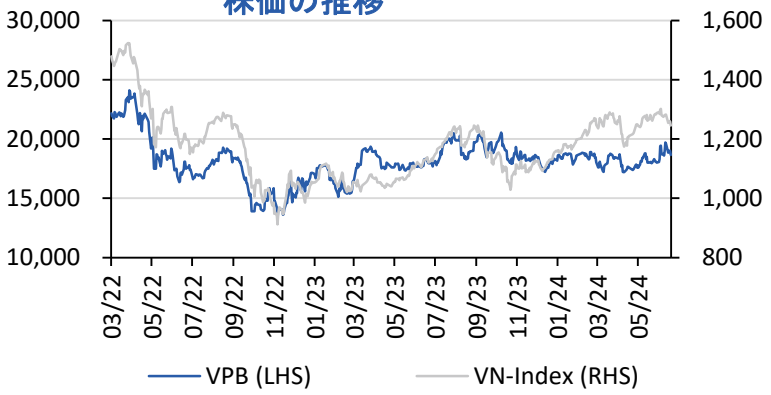
投資観点:

1. 2024年には、利益は大きく回復すると期待されている。BSCは2024年のNIM(純金利マージン)を前年比+20bps増、貸付コストが同-48bps減、税引後利益を前年同期比+42%増の14兆2,000億ドンと予測しております。
2. 魅力的な現金配当。SMBCに第三者割当増資を実施した後、VPBのCARが銀行業界トップ1となっている。VPBの管理部は次の5年間に現金配当30%を維持すると述べた
3. 魅了的な評価:VPBのP/B 2024Fが1.1xであり、他の銀行(P/B=1.2x)より低い。

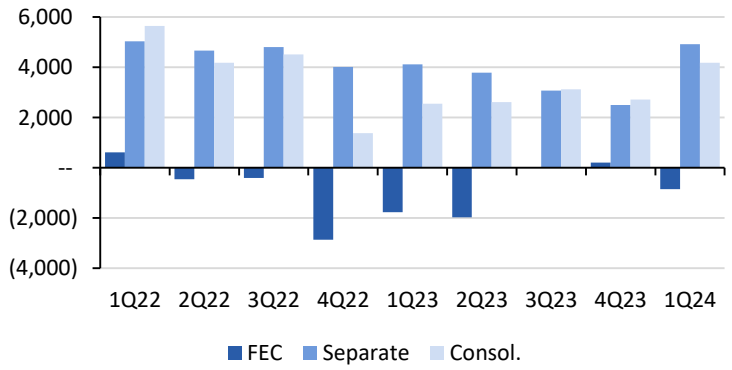
リスク: (1)貸付需要が弱いことで、NIMが期待より低い、(2)資産質が短期的には再構成債務及び満期を迎える社債、(3)FECreditの利益が予想より遅く回復する。

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	18,650
時価総額(10億VND)	147,967
30日間平均売買高(千株)	35.0
外国人投資家の保有率	2.0%

株価の推移



FECreditの税引前利益がプラスとなると予測されている。



	2022	2023	2024F	2025F
P/B (x)	1.24	0.99	1.09	1.02
ROAE (%)	20.7	8.62	10.3	12.1
NIM (%)	7.66	5.71	5.92	5.85
Credit cost (%)	5.66	4.96	4.49	4.17
NPL (%)	5.73	5.02	4.43	3.90
LLCR (%)	54.4	52.1	57.8	58.0

	2022	2023	2024F	2025F
経常収益 (10億 VND)	57,797	49,739	62,262	75,023
税引前利益(10億VND)	21,220	10,804	17,556	22,446
EPS (VND/株)	2,718	1,433	1,785	2,266
簿価(VND/株)	14,485	19,347	17,774	19,020
信用(%YoY)	24.9	25.5	24.0	23.1
預金(%YoY)	13.5	33.6	23.3	25.3

ソース: BSC Research

MSN –成長期間に入っている。

理論価格: 100,000VND/株 - Upside +31%

投資観点

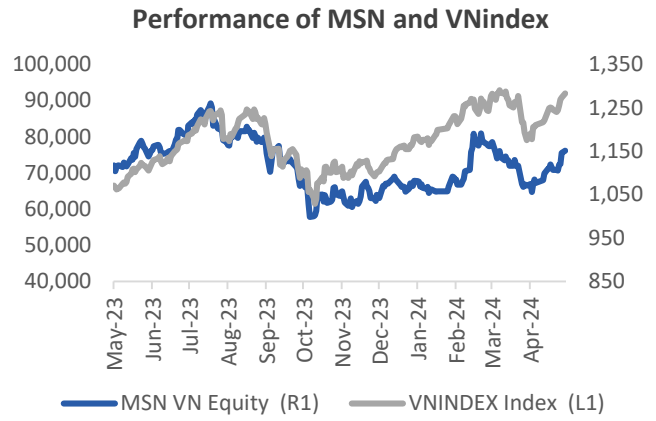
2024年第1四半期～第2四半期初におけるハイライト: マサン鉱産株式会社(MSR)が発破作業を続ける時、業績が改善する、(2)Bain Cap投資資金からの6,000ドン以上を受ける、(3)MCHとTCBからの配当金、(4)事業部門の非消費からの売却に関する情報のおかげで、MSNの財務レバレッジを下げるに役立つということです。

投資観点: 2019年～2023年期間における収入のCAGRが+20%に達し、負債／EBITDAの比率が高となった後、2024年～2025年にMSNの業績が好調になると期待されている。

1. Crown Xの税引前利益が前年同期比＋16%となる。MCHが成長力を維持し、WCMが2024年に損益分岐点に達し、2025年に純利益率が0.5%に達する。
2. 債務／税引前利益の比率は3.5倍未満です。Bain Capitalからの投資金、子会社の配当金、非消費財事業への出資金を回収する。

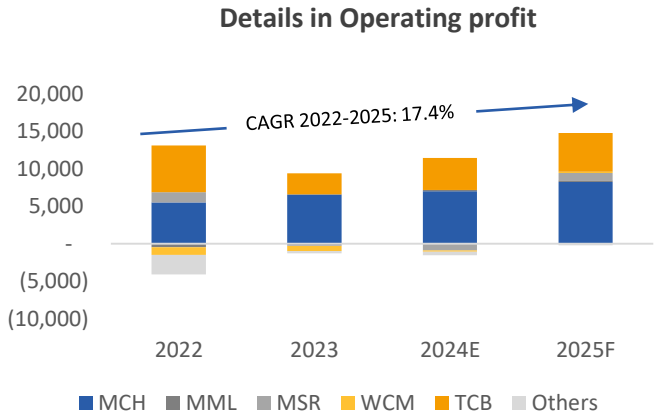
リスク: 業績は期待より低い。

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	76,400
時価総額(10億VND)	109,316
1ヵ月の平均売買高(千株)	5.2
外国人投資家の保有率	20.3%



	2022	2023	2024	Vnindex
P/E (x)	26.6	228.0	68.1	14.3
P/B (x)	7.6	8.6	9.6	1.8
ROE (%)	13.0%	4.9%	7.7%	12.3%
ROA (%)	3.4%	1.3%	2.1%	2.0%

	2021	2022	2023	2024
売上高	88,629	76,189	78,252	81,632
売上総利益	22,135	21,035	22,121	24,640
少数株主利益等控除後利益	8,563	3,567	419	1,402
税引後利益率	10%	5%	1%	2%



Nguồn: BSC Research

MWG –業績は回復傾向にあり、2024年下半期に利益を計上する

2025年の理論価格:79,000VND/株 – Upside +20%

投資理論

2024年5月のアップデート: 売上高は前年同期比15%増の54兆2,400億ドンだった。成長原動力は以下の要素から由来した。

(1) 携帯端末販売店チェーン「thegioididong.com」と家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH＝グリーン家電)」が前年同期比6%増となった。この増加は主に市場の好調な背景の恩恵を受けたことのおかげで、家庭用電化製品事業から由来した

(2) 食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH、グリーン百貨)」の収入は前年同期比42%増となった：店舗収入が20億VNDであり、2024年4月と5月の利益率が0.5%増となった。

投資観点:

2024年の業績は楽観的なシナリオ1を基づく前年比+2354%増加すると予想されております。この増加は（1）携帯端末販売店チェーン「thegioididong.com」と家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH＝グリーン家電)」：利益率が6%で、前年の3.6%から増加する、（2）食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH、グリーン百貨)」の利益率が前年比+0.4%増加する見込みということから由来する。

MWG 評価の主な障壁は次の場合に徐々に解消されている。(1)携帯端末販売店チェーン「thegioididong.com」と家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH＝グリーン家電)」が収益と利益率を回復する傾向を維持する。(2)食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH、グリーン百貨)」の業績 は 2024 年に黒字を計上し、経営モデルを拡大すると予想されます。

リスク: 競争圧力及び経済の困難により、業績は予想より低い;
業績を基づく評価敏感度:敏感度は3.5～7.5%である場合、上昇率が−9～+30%である。

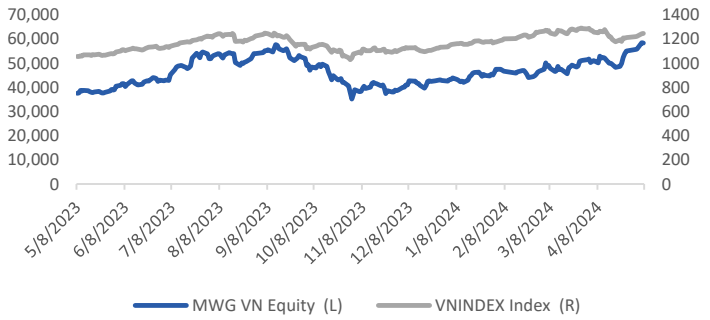
	2022	2023E	2024F	2025F
P/E (x)	21	509	21	16
P/B (x)	3.6	3.7	3.0	2.6
ROA (%)	7%	0%	6%	8%
ROE (%)	17%	1%	14%	16%

	2022	2023A	2024F	2025F
売上高	133,405	118,280	131,734	141,485
少数株主利益等控除後利益	30,782	22,521	27,132	29,032
成長率	4,100	168	4,111	5,537
EPS	2,801	115	2,808	3,732

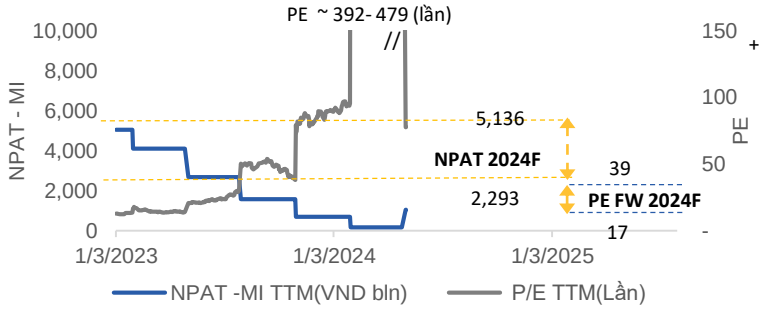
ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	62,400
時価総額(10億VND)	90,659
6ヵ月の平均売買高(千株)	9.46
外国人投資家の保有率	0.9%

株価の推移



業績は回復する傾向がある。



PVS – 風力発電契約に対す大きな利点

理論価格:57,100VND/株 – Upside +41%

投資観点

企業:PVSは国家石油グループ(PVN)の傘下の企業である。PVSは大手企業として、ベトナムで石油ガス技術サービスを提供し、エネルギー、産業サービスを提供している。また、地域では、石油サービス、産業サービス市場では大きなブランドとなっている

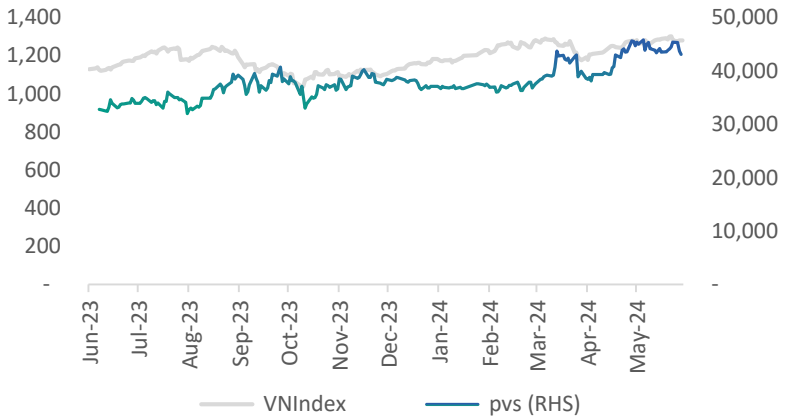
投資観点

1. M&C事業の雇用展望は明るくなっている。理由は(1)海外の風力発電プロジェクト(進行中の案件4件と再び獲得する可能性のある案件2件)、(2)石油・ガス案件が2024年下半期から展開するということから由来する。
2. 長期契約と減価償却費が間もなく終えるFSO(浮体式貯蔵積出設備)及びFPSO(浮体式生産貯蔵積出設備)の長期賃貸契約書はPVSの年間収入に5,000億ドンを寄付する
3. ベトナム 及び地域の他の国々における再生可能エネルギー投資の傾向のおかげで、洋上風力発電事業の長期的な見通し。

事業傾向: (I) Block B – O Mon 案件チェーンが最終投資決定を達成する。(ii) 新規風力発電案件

リスク: (1)案件展開進捗が予測より遅くなる、(2)原油価格が大きく変動するのは FSO/FPSO賃貸契約書の延長にマイナス影響を与える可能性がある。

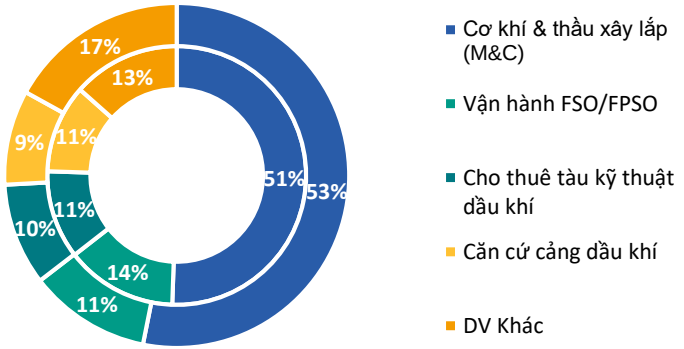
一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	40,600
時価総額(10億VND)	19,405
6ヵ月平均売買高(千株)	7.98
外国人投資家の保有率	20.88%



	2022	2023	2024F	VN-Index
PE (x)	17.8	22.1	17.5	14.8
PB (x)	0.9	1.1	1.3	1.9
PS (x)	0.8	0.7	0.8	1.3
ROE (%)	6.5%	7.6%	9.5%	13%
ROA (%)	3.2%	3.5%	4.7%	2%

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	16,413	19,349	26,030	40,435
売上総利益	865	948	1,377	2,162
税引後利益	773	899	1,177	1,402
EPS	1,171	1,815	2,463	2,934
EPS成長率	29%	-12%	35%	19%

収入構成



ソース: BSC Research

STB – 回復傾向を戻す

理論価格:37,200VND/株 – UPSIDE +29%

投資観点

投資観点:

1. (1) VAMCに対す引当金繰入額の完了、(2) NIM の正常化という要素のおかげで、前向きな利益成長見通しがあり、STB の 2024年税引後利益は前年比21%増の 11 兆 6,000 億ドンを達すと予想しております。
2. 相続財産の売却による一時収入。STBはPhong Phu工業団地に関する18件の債権の競売に成功し、競売総額の20%を回収した。残りは2年以内に支払われます。
3. 銀行業に比べて魅力的な評価がある。STB のP/B TTMは現在1.1xである。

事業傾向:VAMC株の32.5%の競売が成功すれば、STBは利益を記録することができ、翌年には既存株主への配当金の支払いを開始できるようになる。

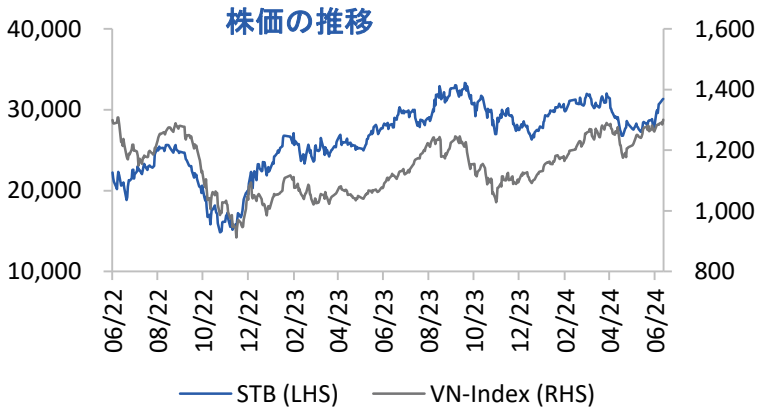
リスク: (1)相続財産資産の入札が延長される; (2) BAVの要請に応じた予定外の財政支援; (3)信用需要が弱いため、NIMは予想よりも低い。

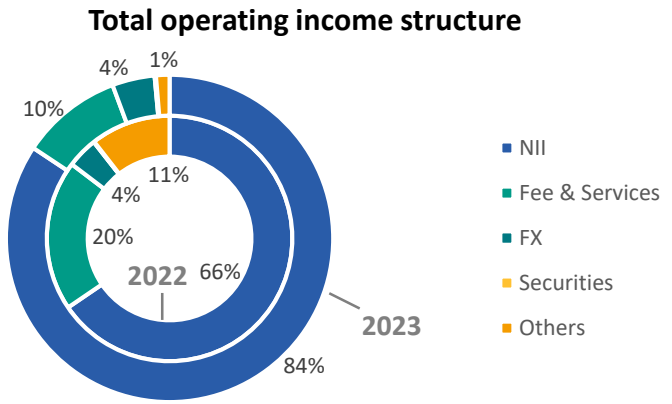
	2022	2023	2024F	2025F
P/B (x)	1.1	1.2	1.1	0.9
ROAE (%)	13.8	18.3	18.4	20.0
NIM (%)	3.4	3.8	3.8	3.9
CIR (%)	41.8	49.2	47.2	44.7
Credit cost (%)	0.1	0.5	0.7	0.7

	2022	2023	2024F	2025F
経常収益 (10億 VND)	26,141	6,173	29,670	34,408
税引前利益(10億 VND)	6,339	9,595	11,612	15,158
簿価(VND/株)	20,489	24,259	28,638	34,990
信用(%YoY)	13.0	10.0	11.4	14.0
預金(%YoY)	7.2	12.3	12.9	14.3

ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	28,800
時価総額(10億VND)	54,294
30日間平均売買高(千株)	16.65
外国人投資家の保有率	5.6%





HSG –将来に回復見通し

理論価格:30,500VND/株 – Upside +28%

投資観点

投資観点

HSGの2025年鉄鋼消費量は(1)国内不動産市場の回復、(2)中国からの亜鉛めっき鋼板に反ダンピング税を適用することで、HSGは国内チャネルを促進することができるという要素のおかげで、前年比+17%増となる見込みだ。

- 2025年の利益率は(1)HSGが高い利益率がある国内チャンネルの割合を増加する、(2)国内市場と中国市場が回復すると、HRC価格が上昇するという要素のおかげで、前年比3.9%増の16%となる。

業績予測

- BSCは2024年に、以下の仮定を基づくHSGの売上高を前年比21%増の38兆2,930億ドン、税引後利益を同3,704%増の8,700億ドンと予測しております。 国内市場と輸出市場での消費量はそれぞれ、前年比+26%増、同+30%増となる。売上総利益率が12.1%である。
- BSCは2025年に、以下の仮定を基づくHSGの売上高を前年比16%増の44兆8,530億ドン、少数株主利益等控除利益を同150%増の2兆1,980億ドンと予測しております。 国内市場と輸出市場での消費量はそれぞれ、前年比+24%増、同−7%減となる。売上総利益率が16%である。

Catalyst: 中国が産量を削減することで、鉄鋼価格が増加する。

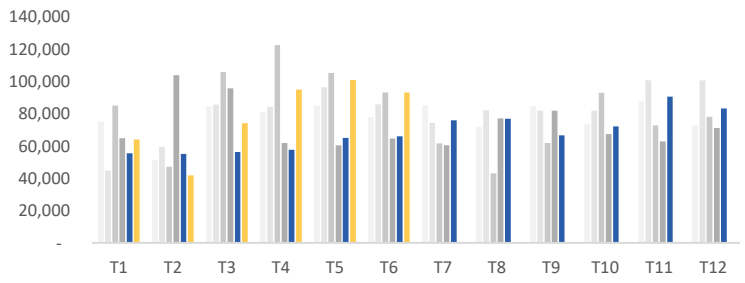
	2022F	2023F	2024F	2025F
PE (x)	30.2	549.2	16.4	6.5
PB (x)	0.7	1.2	1.2	1.0
PS (x)	0.2	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	2.3%	0.2%	7.4%	15.7%
ROA (%)	1.5%	0.1%	5.0%	10.8%

	2022F	2023F	2024F	2025F
売上高	49,711	31,651	38,293	44,853
売上総利益	4,939	3,028	4,626	7,174
税引後利益	251	23	870	2,198
EPS	420	38	1,455	3,675
税引後利益成長率	-95%	-91%	3704%	153%

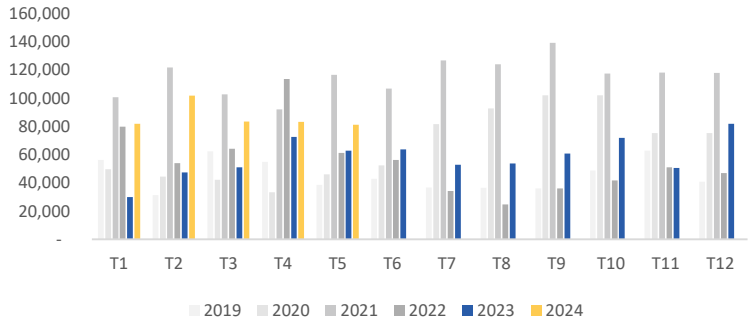
ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	23,900
時価総額(10億VND)	14,722
1ヵ月の平均売買高(千株)	12.87
外国人投資家の保有率	27%

国内市場の産量



輸出量



TNG –受注の前向きな見通し

理論価格:33,000VND/株 – Upside +27%

投資観点

投資観点:

1. 2024年と2025年には、BSCはTNGの業績が以下の要素のおかげで、それぞれ前年比+49%増となり、同+28増となると期待しております。

- 2024年と2025年の期間における繊維・アパレルの新規受注数は、(1)在庫量の圧力が低下する、(2)2024年末に米国市場での需要が2024年末までに回復する、(3) 現在の受注数が2024年第4四半期まで十分になるということのおかげで、それぞれ、前年比+14%増、同+22%増となる。
- 2024年と2025年には、繊維・アパレル製品の需要が高まっていることで、単価はそれぞれ、前年比+5%増、同+1%増となる。売上総利益率はそれぞれ、前年比0.8%増、同+0.1%増となる。
- 金利レベルが低下することで、借入コストが減少する。

2. TNGは購入に適したP/Eで取引している。2024年のP/E FW が6.7xで、業界平均のP/E(9x)及び前周期のP/E(8.5x)より低い。

リスク: (1) 国市場での需要が期待通りに回復しない、(2)国市場での衣料品の在庫量は期待通りに減少しない。

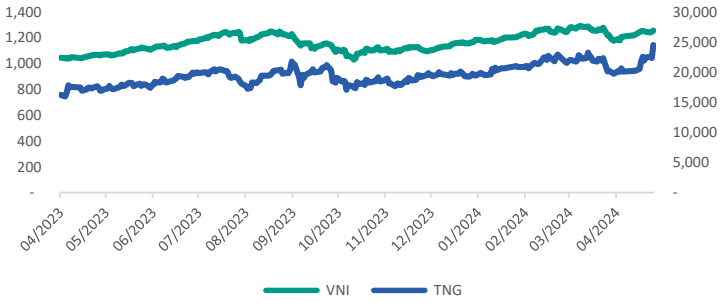
	2023	2024F	2025F	Peers
PE	9	8.3	6.5	14
PB	1.3	1.2	1.1	2.1
PS	0.2	0.3	0.3	0.8
ROE (%)	12%	16%	19%	16.6%
ROA (%)	4%	6%	6%	8%

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	6,772	7,096	7,932	9,659
売上総利益	999	982	1,158	1,414
税引後利益	293	226	321	411
EPS	2,787	2,127	2,853	3,645
EPS成長率	11%	-24%	49%	28%

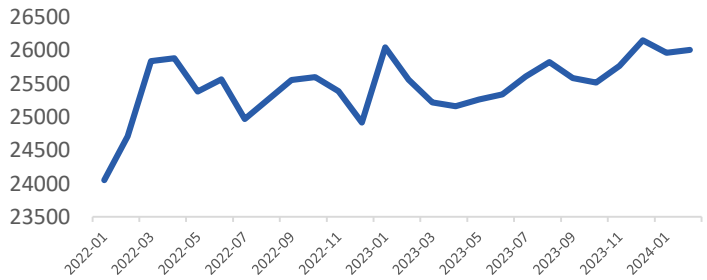
ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	26,000
時価総額(10億VND)	2,890
1ヵ月の平均売買高(千株)	2.48
外国人投資家の保有率	35.1%

TNG versus VNI



US clothes retail revenue



DDV –利益の大幅な上昇、健全な財政

理論価格:23,900VND/株 – Upside +27%

Report Link

投資観点

投資観点: :

1. 2025年の利益は2027年～2021年の期間における平均水準比2.3倍となる。急増益は(1)工場の原価償却が2025年第2四半期から完了する、(2)VAT法が承認されて2025年から有効になるのは販売量を増加し、投入費用を削減するということから由来する。

2. 投入原材料価格の下落はDAP価格の下落をカバーすることで、DDVの2024年利益率は前年比2ポイント増の10%であるだろう。

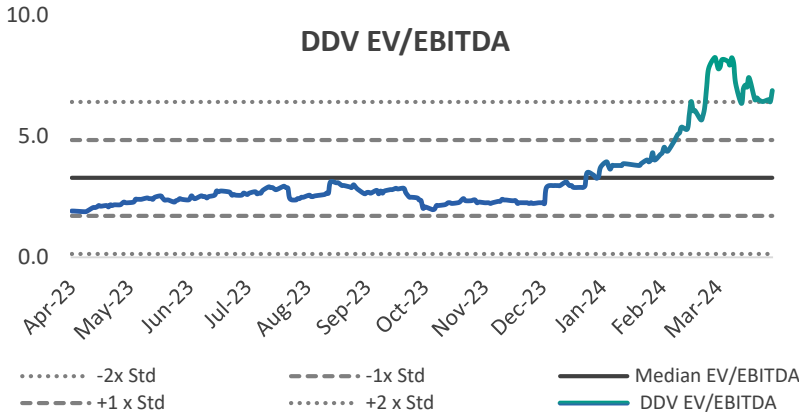
3. 財務健全性が高く、多額の現金を所有している。借入金がなくて、9,000 億 VND 以上の現金と短期金融投資を保有しており、時価総額の 40% 以上を占めている。

4. 評価:BSCはEV/EBITDA 方法を基づく、DDVの2024年理論価格を2万3,900VND/株で、投資評価を「買い」と推奨しております。

事業傾向:肥料付加価値税法を2024年5月に可決05/2024

リスク: (1)中国がDAP輸出政策を変更する背景には、輸入DAPとの競争激化のリスク、(2)鉱石不足のリスクが生産量を減少させる。

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	18,800
時価総額(10億VND)	2,863
1ヵ月の平均売買高(千株)	2.7
外国人投資家の保有率	44%



	2023	2024F	2025F	VN-Index
P/E (x)	32.7	19.3	11.4	14.3
P/B (x)	1.4	2.0	2.0	1.8
P/S (x)	0.7	0.8	0.8	12.3%
ROE (%)	4%	11%	18%	2.0%
ROA (%)	3%	8%	14%	14.3

	2022	2023F	2024F	2025F
売上高	3,270	3,210	3,445	3,613
売上総利益	490	262	364	494
少数株主利益等控除後利益	357	70	142	240
EPS	2,377	481	973	1,645
EPSの成長率	82%	-80%	102%	69%

DAP price improves

ソース: BSC Research

PNJ – 明るい見通し

理論価格:118,000VND/株 - Upside +24%

投資観点

2024年5ヶ月の業績アップデート: 売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比+36.9%増の19兆5,460億VND、同+8.5%増の1兆510億VNDとなった。そのうち、(1)ジュエリー小売りによる収入が前年同期比12.8%増となった、(2) 24k金の収入が同+90.9%増となった。

売上総利益率は16.5%で、前年同期の19%から減速した。

投資観点:

(1) 2024年(税引後利益が同9%増)の予測:金消費の一般的な傾向は投資チャネルに移行しており、金市場管理に対する規制が強化されており、PNJ の市場シェア拡大の機会が開かれています。

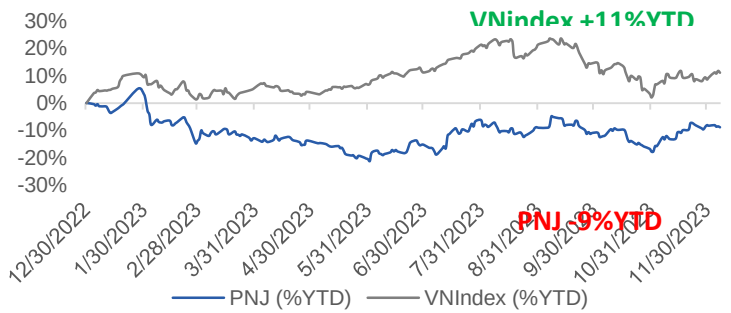
(2) 2025年税引後利益が同9%増)の予測:需要が回復したり、市場シェアが拡大したりすると、ジュエリー小売事業のの収入と利益が向上すると期待されております。

成長潜在:Lifestyleに関する新規事業の立ち上げ

リスク:業績が予想より遅く成長する。

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	95,500
時価総額(10億VND)	32,243
6ヵ月の平均売買高(千株)	0.76
外国人投資家の保有率	0%

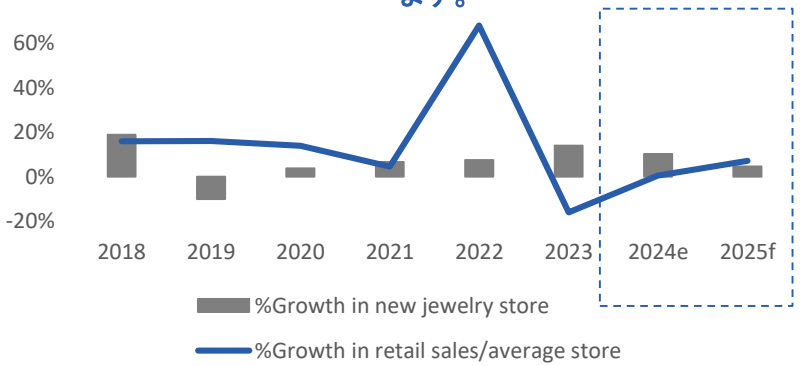
株価の推移



	2023	2024	2025	Vnindex
P/E (x)	17.8	16.5	13.2	14.4
P/B (x)	3.2	2.9	2.5	1.8
ROA (%)	14%	14%	15%	2%
ROE (%)	20%	19%	20%	12%

	2022F	2023F	2024	2025
売上高	33,876	33,137	40,141	38,527
売上総利益	5,927	6,059	6,953	7,534
税引後利益	1,811	1,971	2,154	2,628
EPS	5,093	5,435	5,865	7,337

ジュエリー小売り事業は2025年から回復すると期待しております。



ソース: BSC Research

PVT –船隊の積載量が拡大される

理論価格:33,100VND/株 – Upside +16%

投資観点

投資観点:

BSCはPVTの2024年業績が以下の要素を基づく回復すると予想しております。

1. 原油輸送船運賃は高い水準で維持している。原油輸送船運賃と完成油輸送船運賃は安定的に維持されております。化学製品輸送船運賃は安定的に維持sれております。
2. 2025年に賃貸される船数の増加と乾ドック時間の短縮からの好影響により、賃貸日数は前年比 +3%増加する。
3. 2025年の数株主利益等控除後利益は前年比22%増となる見込み。増益は2024 年末の Synergy 船販売からの利益、2025年に利益を計上する予定ということから由来した。特別な利益を除くと、 2025年の数株主利益等控除後利益は前年比11%増となる見込みだ。

リスク:

(1) 定期用船運賃は予想よりも低い。BSCは 複雑な地政学的紛争状況により、来年はリスクが発生する可能性が低くなることで、原油価格が高い水準で留まると考えております。

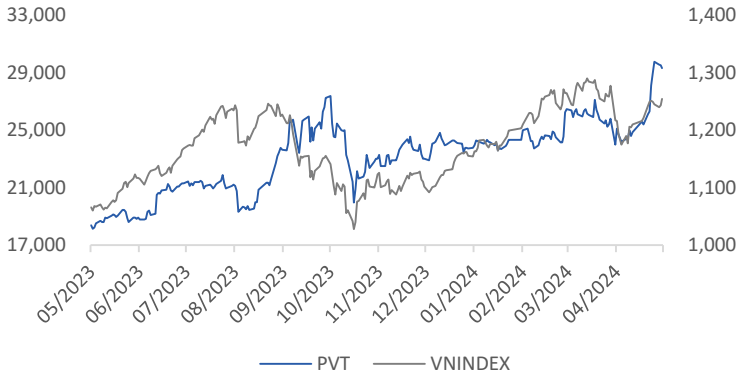
(2) 減価償却費・借入コストが新規投資により増加する

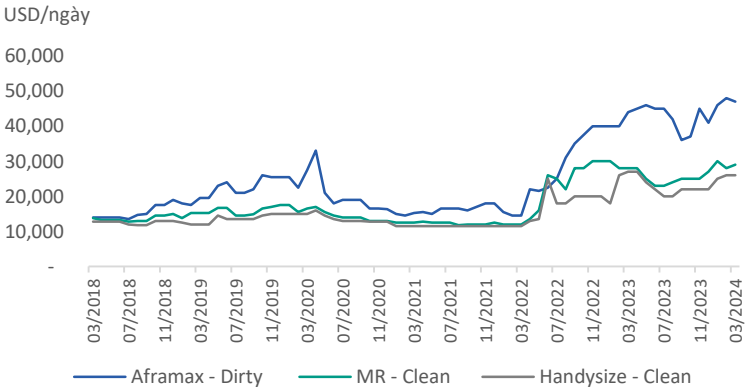
	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	8.8	10.4	9.3	7.7
P/B (x)	0.9	1.1	0.9	0.8
P/S (x)	0.8	1.0	0.8	0.8
ROA (%)	14.4%	13.5%	13.4%	14.4%

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	9,047	9,556	12,138	13,553
売上総利益	1,655	1,839	2,469	2,770
税引後利益	857	972	1,161	1,412
EPS	2,490	2,825	3,065	3,728
EPSの成長率	29%	13%	8%	22%

ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年6月281日のアップデート
終値(VND/株)	28,600
時価総額(10億VND)	5,154
30日間平均売買高(千株)	2.48
外国人投資家の保有率	35.1%





DGC – 大手な化学企業

理論価格:146,700VND/株 – Upside +20%

投資観点

投資観点:

利益が向上される見通し。黄燐生産事業が回復する見込みなので、純利益は上昇し、2023年～2025年の期間におけるCAGRが22%/年であると予測されております。

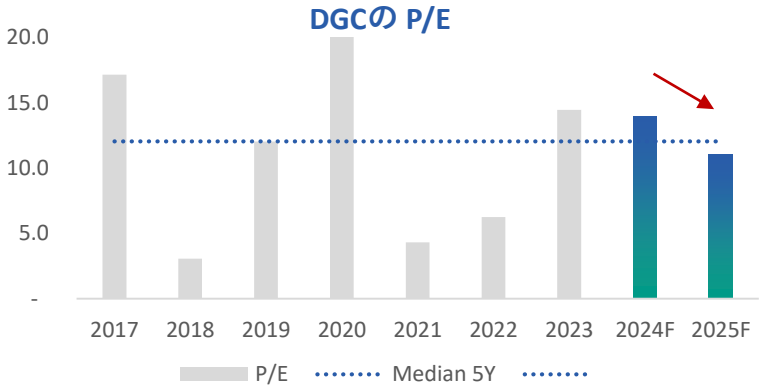
中期的な成長潜在は(1) Nghi Sơn – Đức Giang案件が2023 年～ 2026 年の期間における成長のハイライトであり、2025 年の利益成長率に 36%を貢献します;(2)多額のキャッシュを活用したM&A戦略による生産能力の拡大。

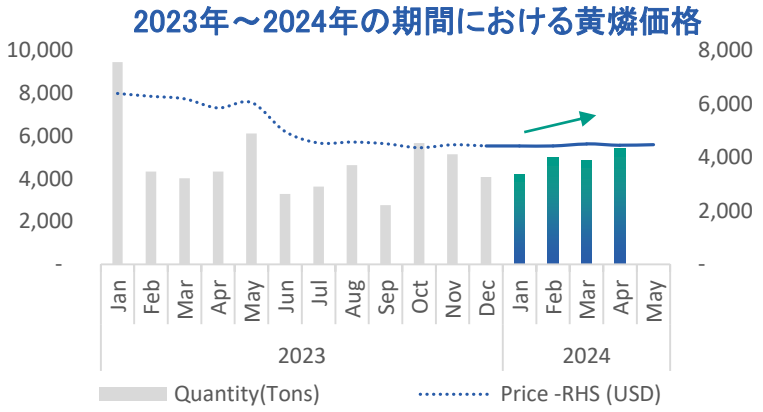
Nghi Sơn – Đức Giang案件が稼働すれば、DGC の地位は大幅に高まり、化学製品のより深い処理に参加する第一歩となるでしょう。

評価:BSCはPE方法を基づく、DGCの理論価格を14万6,700VND/株と評価し、DGCの投資評価を「買い」と推奨しております。

リスク: 環境問題に関する政治的なリスク

一般的な株式情報	2024年6月281日のアップデート
終値(VND/株)	122,500
時価総額(10億VND)	46,333
30日間平均売買高(千株)	4.0
外国人投資家の保有率	30.1%





	2023	2024F	2025F	VN-Index
P/E (x)	11.6	14.0	11.1	14.6
P/B (x)	3.0	3.3	2.7	1.7
P/S (x)	3.7	4.1	3.4	1.3
ROE (%)	38%	27%	28%	13%
ROA (%)	30%	22%	23%	2%

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	14,444	9,748	11,385	13,710
売上総利益	6,750	3,440	3,888	4,849
少数株主利益等控除後利益	5,903	3,100	3,317	4,184
EPS	13,774	7,673	8,735	11,016
EPSの成長率	5%	−44%	14%	26%

ソース: BSC Research

SSI – 大手な証券会社、明るい見通し

理論価格:40,000VND/株 – UPSIDE +18%

投資観点

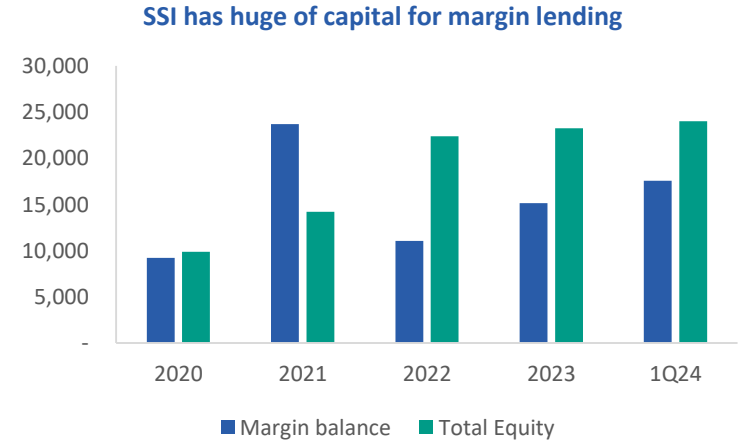
投資観点:

1. 株式市場の見通しは(1)金利が低い水準で留まっていることで、投資キャッシュフローが株式市場に参観する、(2)市場の評価は魅了な水準で維持しているという要素のおかげで、2024年に明るいだろう。
2. 業界をリードする企業の地位:SSIの市場シェアは10%以上維持している。
3. マージンの規模は大きく、拡大を続けている。SSIは無償増資及び有償増資を通じる新株の4億5,300万株を発行する予定、資本金を19兆6,450億VNDに引き上げる予定。

事業傾向:外国法人投資家の資金調達の見通しを前進させ、市場がフロンティア市場から新興市場へとアップグレードされる見通し。

リスク: (1証券会社間の熾烈な手数料競争; (2) KRX システムと資本調達政策が引き続き延長される; (3)利益が自己売買活動により大きく変動する。

一般的な株式情報	2024年6月281日のアップデート
終値(VND/株)	33,950
時価総額(10億VND)	51,235
30日間平均売買高(千株)	26.92
外国人投資家の保有率	6.1%



	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	12.4	21.4	19.6	16.7
P/B (x)	1.2	2.1	2.3	1.8
P/S (x)	4.2	6.9	7.0	6.1
ROA (%)	3.3	3.8	4.1	4.8
ROE (%)	9.3	10.1	10.0	11.7

	2022	2023	2024F	2025F
経営事業の収入	6,336	7,158	8,147	9,571
売上総利益	3,631	4,723	5,382	6,948
少数株主持分	1,699	2,294	3,070	3,510
EPS (VND/株)	1,432	1,681	1,884	2,154
BVPS (VND/株)	15,031	15,503	17,478	19,800

ソース: BSC Research

HAH – 2025年業績が大きく回復すると期待

理論価格: 53,000VND/株 – Upside +17%

投資観点

投資観点 :

BSCはHAHの2025年業績が以下の要素を基づく大きく回復すると期待しております。

1. 2025 年の定期賃貸収入は前年比 +67%増となる。増収は(1) 2024年5月と8月に新たに2隻の受入船が2025年に定期賃貸される予定だ、(2)定期賃貸価格が前年比+20%増となるということのためだ
2. 自社運航収益が前年比23%増加する見込みだ。この増収は(1) (i) 国内/アジア域内貿易需要の回復 (ii) ONE との新規航路のおかげで産量が前年比+19%増となる、(2)運賃が前年比3.5%増と期待されているということから由来している。
3. 2025年の売上総利益率は(1)定期賃貸費と自社運航費の改善、(2)HAH の定期賃貸船があより多くなっているという要素のおかげで前年比4ポイント増となる。

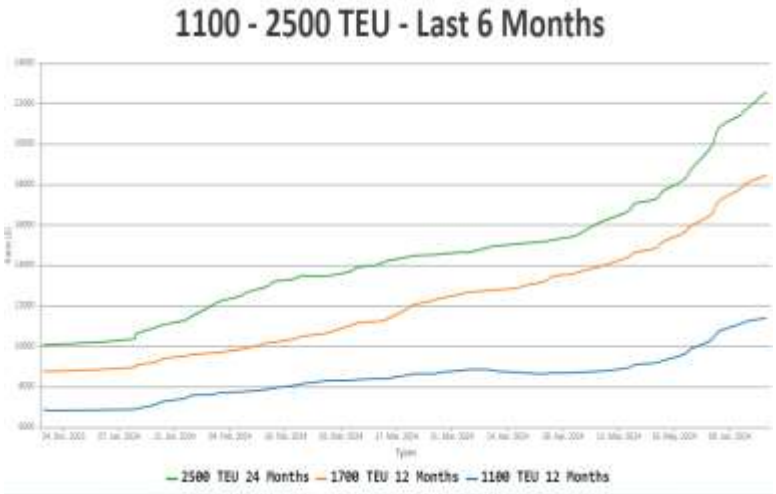
周期の長い業界の初期回復期に購入するための手頃な価格。 2025年のEV/EBITDA FWは4.7xであり、前周期の6.xより低い。

リスク:

(1)定期賃貸費がBSCの期待より低い、

(2)船賃貸の需要がBSCの予想よりも少ない

一般的な株式情報	2024年6月28日のアップデート
終値(VND/株)	45,400
時価総額(10億VND)	5,154
6ヵ月の平均売買高(千株)	2.48
外国人投資家の保有率	35.1%



	2023	2024F	2025F	Peers
PE	9	17	10	14
PB	1.3	1.8	1.6	2.1
ROE (%)	12%	16%	19%	16.6%
ROA (%)	4%	6%	6%	8%

ソース: BSC Research

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,206	2,613	3,169	3,947
売上総利益	1,422	611	593	898
少数株主利益等控除後利益	829	385	309	516
EPS	12,142	5,636	2,784	4,272
EPSの成長率	33%	−54%	−51%	54%

付録:BSCの予測

銘柄	2024年少数株主利益等控除利益	2025年少数株主利益等控除利益	2024年の成長率%	2025年の成長率%
銀行	**203,096**	**248,525**	**16%**	**22%**
MSB	5,274	6,148	14%	17%
STB	9,333	13,249	21%	42%
MBB	22,799	27,446	10%	20%
CTG	22,704	28,145	14%	24%
HDB	12,056	14,456	20%	20%
VIB	8,967	11,644	5%	30%
VPB	14,165	17,978	42%	27%
VCB	36,962	44,168	12%	19%
TCB	21,792	26,717	21%	23%
TPB	5,806	7,184	30%	24%
ACB	18,229	21,674	14%	19%
BID	25,008	29,716	16%	19%

銘柄	2024年少数株主利益等控除利益	2025年少数株主利益等控除利益	2024年の成長率%	2025年の成長率%
建設	**1,221**	**1,682**	**51%**	**38%**
DPG	236	443	16%	88%
LCG	123	169	19%	37%
HHV	414	494	28%	19%
C4G	212	258	63%	22%
CTD	236	318	354%	35%
工業団地区	**10,606**	**12,781**	**15%**	**21%**
VGC	1,130	1,189	-7%	5%
LHG	208	260	25%	25%
GVR	3,229	3,595	23%	11%
IDC	2,053	1,882	47%	-8%
SZC	388	485	77%	25%
PHR	582	510	-6%	-12%
KBC	1,896	3,295	-7%	74%
SIP	1,121	1,566	21%	40%
原材料	**16,401**	**27,034**	**103%**	**65%**
HSG	870	2,179	3687%	150%
HT1	(66)	83	-475%	-225%
HPG	13,806	22,627	102%	64%
VCS	932	1,068	10%	15%
NKG	468	520	299%	11%
PTB	391	557	52%	42%
不動産	**40,464**	**43,803**	**1%**	**8%**
NLG	724	709	50%	-2%
PDR	665	1,339	-3%	101%
KDH	874	939	22%	7%
IJC	496	595	26%	20%
VRE	3,981	4,476	-10%	12%
VHM	33,490	35,517	0%	6%
DXG	234	228	36%	-3%

Nguồn: BSC Research

付録:BSCの予測

銘柄	2024年少数株主利益等控除利益	2025年少数株主利益等控除利益	2024年の成長率 %	2025年の成長率 %
自動車	**6,368**	**6,653**	**3%**	**4%**
VEA	6,368	6,653	3%	4%
化学	**3,620**	**4,547**	**6%**	**26%**
DGC	3,317	4,184	7%	26%
DHC	302	363	-2%	20%
肥料	**2,378**	**3,281**	**40%**	**38%**
DPM	615	906	18%	47%
DCM	1,621	2,135	46%	32%
DDV	142	240	106%	69%
ガソリン・ガス	**23,684**	**26,943**	**-5%**	**14%**
PVD	841	984	44%	17%
PLX	3,400	3,665	20%	8%
PLC	103	130	2%	26%
GAS	13,340	14,389	15%	8%
BSR	4,823	6,373	-44%	32%
PVS	1,177	1,402	15%	19%
タイヤ	**305**	**333**	**24%**	**9%**
DRC	305	333	24%	9%
電気・水・ガソリン	**7,890**	**8,537**	**43%**	**8%**
BWE	715	848	6%	19%
REE	2,298	3,045	5%	33%
HDG	771	911	16%	18%
POW	2,558	2,271	146%	-11%
GEX	879	712	166%	-19%
PC1	480	574	243%	20%
NT2	189	177	-60%	-7%

銘柄	2024年少数株主利益等控除利益	2025年少数株主利益等控除利益	2024年の成長率 %	2025年の成長率 %
水産	**1,041**	**1,459**	**9%**	**40%**
ANV	68	236	74%	247%
VHC	973	1,223	6%	26%
Logistics	**3,097**	**3,302**	**-17%**	**7%**
VSC	124	172	0%	39%
HAH	314	509	-18%	62%
GMD	1,434	1,262	-36%	-12%
PVT	1,225	1,359	26%	11%
F&B,小売り	**25,874**	**30,262**	**45%**	**17%**
DGW	490	590	38%	20%
PNJ	2,154	2,628	9%	22%
FRT	181	484	NA	168%
MWG	4,114	5,451	2354%	32%
DBC	468	557	1770%	19%
MSN	1,433	2,501	242%	75%
VNM	9,716	10,166	9%	5%
QNS	2,315	2,442	6%	5%
SAB	4,467	4,666	8%	4%
BAF	491	624	1726%	27%
IT	**8,534**	**10,264**	**21%**	**20%**
FPT	7,867	9,460	22%	20%
ELC	110	143	42%	30%
CTR	557	661	8%	19%
繊維・アパレル	**640**	**819**	**38%**	**28%**
MSH	319	408	30%	28%
TNG	321	411	47%	28%

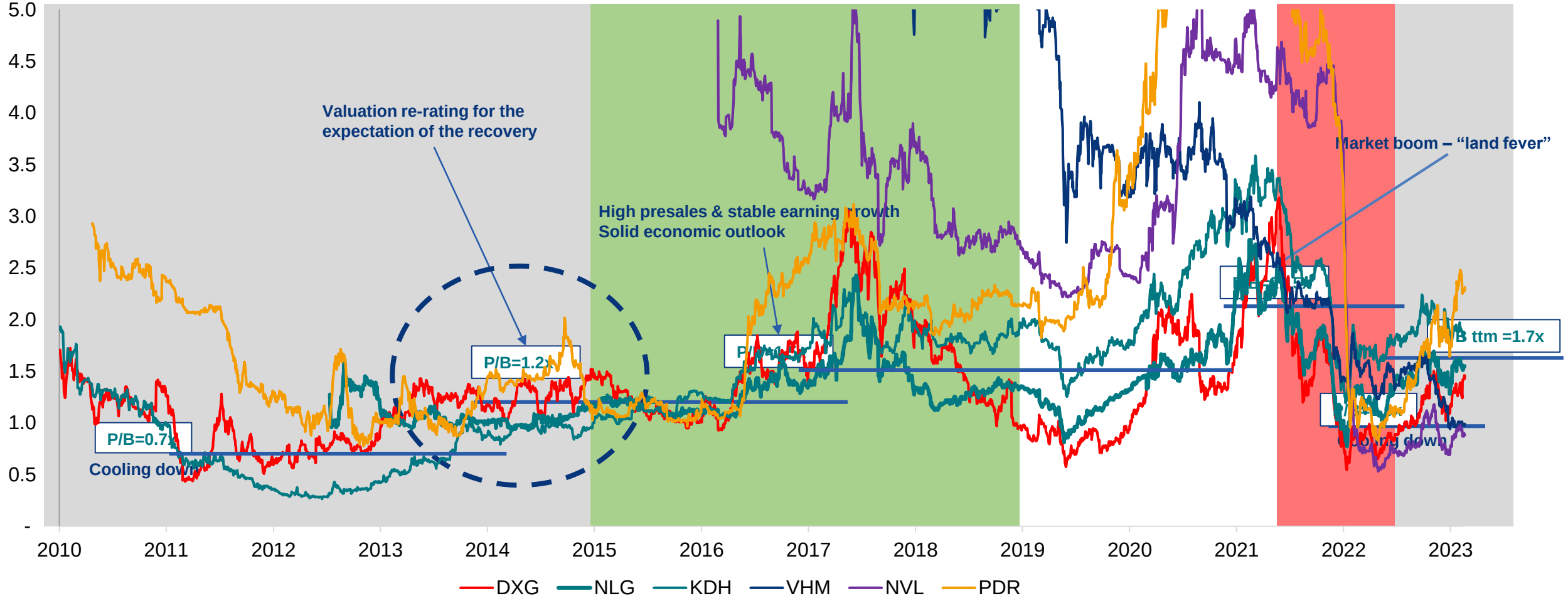
Nguồn: BSC Research

時価総額別P/E

ソース: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

周期の期間別な評価

評価は長期的な投資家に良い買値の提供を要求しない。



ソース: Bloomberg, BSC Research