



BSC10 – BSC30 – BSC50ポートフォリオアップデート

BSC Research – 01/2025

推奨ポートフォリオ: 2025年1月BSC 10ポートフォリオ

企業	銘柄	時価総額 (10億VND)	%外国人保有率	2025年売上高	%YoY	2025年少数株主利益等 控除利益	%YoY	2025年EPS	P/E Fw	P/B fw	ROA 2025	ROE 2025	2024年12月31 日の終値	目標価格	% Upside
ダットフォン株式会社	DPG	2,898	43%	4,679	+13%	275	+7%	4,335	10.6	1.31	5%	12%	46,000	68,800	50%
ダットサイン不動産建設株式会社	DXG	11,270	31%	3,147	-33%	224	-16%	309	50.4	1.01	1%	2%	15,600	23,100	49%
ホアファットグループ株式会社	HPG	170,460	22%	179,942	+28%	18,558	+51%	2,901	9.5	1.3	7%	14%	26,650	37,500	41%
ベンチャー・ドンハイ株式会社	DHC	3,034	9%	3,823	4%	329	+20%	4,092	9.2	1.3	8%	12%	37,700	48,200	28%
ハイアン運輸荷役有限会社	HAH	5,151	41%	3,769	+44%	532	+38%	4,709	11.2	1.5	7%	11%	48,050	61,700	25%
TNG貿易投資株式会社	TNG	3,101	31%	7,932	+12%	324	+43%	2,874	8.9	1.4	6%	16%	25,400	30,500	21%
ハイバントネル管理運営株式会社	HHV	5,036	40%	3,494	+15%	498	+29%	1,151	9.8	0.50	1%	4%	11,650	14,000	20%
ベトインバンク	CTG	202,986	3.0%	93,086	+13%	27,551	+24%	5,131	7.4	1.2	1%	17%	37,800	45,000	19%
サイゴン商信株式商業銀行(サコムバンク)	STB	69,874	6%	32,892	14%	11,874	+25%	6,298	5.9	1.1	2%	21%	36,900	41,200	12%
FPTリテール株式会社	FRT	25,177	35%	46,573	+19%	610	+64%	4,478	41	9.8	4%	24%	185,600	205,600	11%

DPG –明るい見通し

理論価格:68,800 VND/株 - Upside +50%

投資観点

- 投資観点:
- 2024年～2026年期間の利益CAGRは30%に達すると予測されている。そのうち、
- (1) インフラ建設事業: 未実施契約額の5兆4,000億ドンのおかげで、利益が2025年から計上し、2025年に多額を計上する。
 - (2) 水力発電事業: ラニーニャ現象が2024年7月から強くなって、2025年まで続く可能性がある。2025年及び2026年の発電量はそれぞれ、前年比+5%増、同-2%減となると予測されている
 - (3) 不動産事業: ポートフォリオの中で最大のプロジェクトであるCasamia Balancaは2025年第1四半期に土地使用料の承認に関連する法的な手続きを間もなく完了すると期待されている。これは2026年～2027年の利益の成長を促進する重要な原動力となるでしょう。

魅了的な評価: DPGの2025年と2026年のPEはそれぞれ、12.1xと8.3xであり、水力発電業の平均水準の19.8xとインフラ建設業の平均水準の14.xより低い。BSCは現在の評価はかなり魅了であると評価しております。

リスク: (1) 建設事業の利益率が期待より低い、(2) Casamia Balanca 案件の法的な手続きが期待より遅く完成される。

	2023	2024E	2025F	2026F
P/E (x)	14.3	11.3	10.6	7.7
P/B (x)	1.60	1.45	1.31	1.14
ROE (%)	12.0%	12.6%	12.2%	14.2%
ROA (%)	4.2%	4.4%	4.7%	5.9%

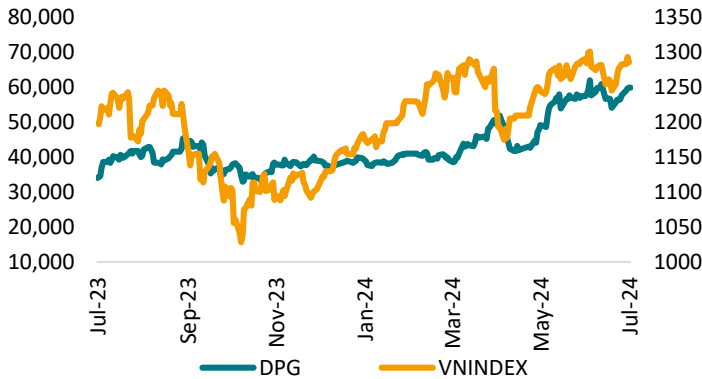
	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	3,450	4,143	4,679	5,285
売上総利益	585	620	656	909
少数株主利益等控除利益	203	258	275	379
EPS	3,207	4,070	4,335	5,976

一般的な株式情報

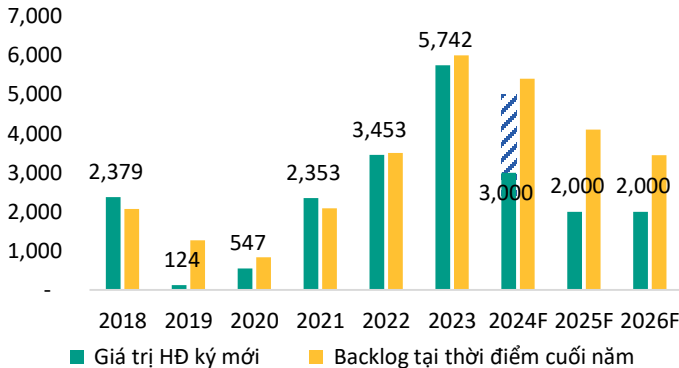
2024年12月31日のアップ
デート

終値(VND/株)	46,000
時価総額(10億VND)	2,898
6ヵ月平均売買高(千株)	0.9
外国人投資家の保有率	43.1%

株価の推移



新規契約額と未実施契約額



DXG –成長原動力はDXH RIVERSIDE案件から由来する

理論価格:23,100VND/株- Upside +49%

投資観点

投資観点:

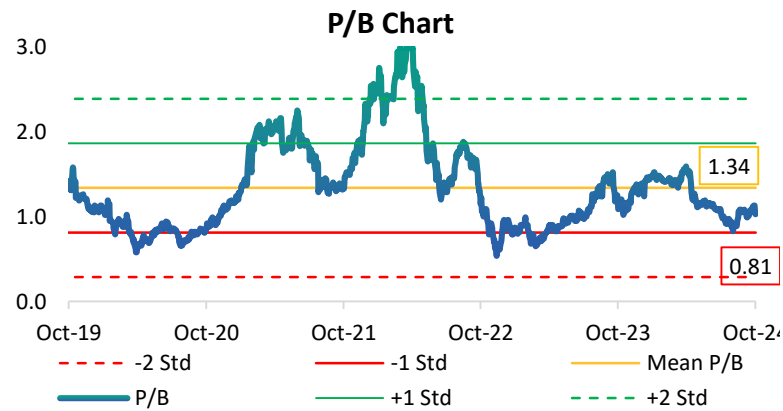
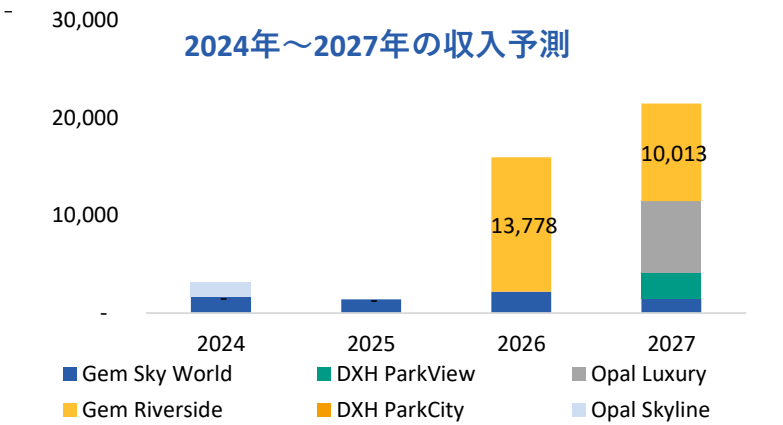
1. DXH Riverside案件は再開されていることで、2025年～2027年の期間における成長原動力になるだろう。
- 新規販売額は2025年から回復し、9兆5,430億ドンを達すと予測されております。Gem Sky World案件とDXH Riverside案件の新規販売額は19兆6,000億ドンを達すと予測されております。
 - 2024年～2026年の期間における少数株主等控除利益は前年比+154%増となり、2026年にはDXH Riverside案件の引き渡しのおかげで、前年比+662%増の1兆7,030億ドンを達すると予測されております。
2. 魅了な評価: DXGの2025年PBは1.20xであり、業界の平均水準(1.4x)より低い。BSCはDXGがDXH Riversideプロジェクトからのキャッシュフロー及び利益の明るい見通しのおかげで、近い将来に再評価されると信じしております。
- リスク: 2026年後の案件プロジェクトの法的な情報が十分ではないことで、主要な案件の展開進捗が遅い。

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	55.5	42.5	50.4	6.6
P/B (x)	1.20	1.03	1.01	0.87
P/S (x)	3.0	2.4	3.6	0.9
ROE (%)	1.1%	2.5%	2.3%	14.9%
ROA (%)	0.5%	1.3%	1.1%	5.9%

	2023	2024	2025F	2026F
売上高	3,725	4,722	3,147	12,358
売上総利益	1,710	2,079	1,669	7,127
税引き後利益	172	265	224	1,703
EPS	281	367	309	2,358
EPS成長率	-20%	30%	-16%	662%

ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年12月31日のアップ デート
終値(VND/株)	15,600
時価総額(10億VND)	11,270
30日間平均売買高(千株)	18.7
外国人投資家の保有率	32.4%



HPG –鉄鋼業界のトップ企業

理論価格:37,500VND/株 - Upside +41%

投資観点

- 資観点:
- 1. 内鉄鋼事業は回復している。HPGの業績は鉄鋼周期の平均レベルに進んでいる。
 - 2. 第2期Dung Quat案件は稼働したら、利益が15兆～30兆ドンに達すると予測されている。BSCはDung Quat 案件が（1）規模の利点で、生産コストが減少する、（2）稼働時点为新周期に入ることのおかげで、2026年に入居率が90%に達すると期待しております。
 - 3. 鋼周期拡大の前に、HPGの評価は安いレベルにある。

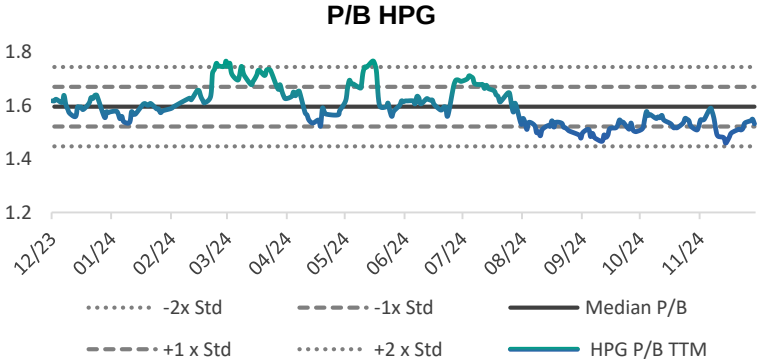
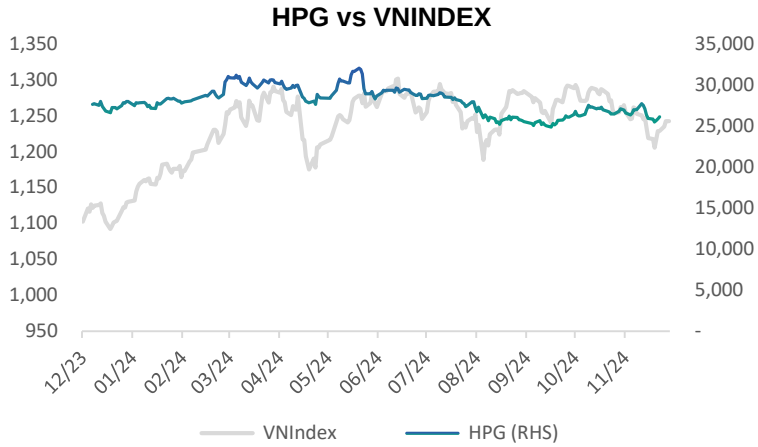
- 業績予測:
- 2024年には、売上高が前年比+23%増の146兆1,360億ドン、少数株主利益等控除後利益が同+102%増の13兆8,060億ドン、EPS FWDが2,374 VND/株, P/E FWDが12.6, P/B FWD 2024が1.5xと予測しております。
 - 2025年には、売上高が前年比+30%増の189兆8,960億ドン、少数株主利益等控除後利益が同+64%増の22兆6,270億ドン、EPS FWDが3,891 VND/株, P/E FWDが7.9, P/B FWD 2024が1.3xと予測しております。

- Catalysts:
- 商業省は11月にHRC反ダンピング税訴訟の暫定結果を発表する
 - （1）中国が不動産市場支援政策を導入する、（2）11月に代理店が入荷するという要素に基づく、鉄鋼価格が上昇する。

	2023	2024F	2025F	2026F
PE	23.2	14.3	9.5	6.4
PB	1.5	1.5	1.3	1.1
PS	0.8	1.3	1.26	0.98
ROE (%)	7%	11%	14%	17%
ROA (%)	4%	6%	7%	9%

	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	118,953	139,664	179,942	225,768
売上総利益	12,938	18,666	31,413	42,284
少数株主利益等控除後利益	6,835	12,300	18,558	27,433
EPS	1,175	1,923	2,901	4,289
EPSの成長率	-19%	64%	51%	48%

一般的な株式情報	2024年12月31日の アップデート
終値(VND/株)	26,650
時価総額(10億VND)	170,460
6ヵ月平均売買高(千株)	13.3
外国人投資家の保有率	22%



DHC – 明るい見通し

理論価格:48,200VND/株 - Upside +28%

投資観点

投資観点:

- (1) ロール紙の消費量は依然として高く、紙包装の生産量は前年比20%増となる。売上総利益率は2025年に13.5%になるだろう。
- (1) 製紙業界の供給過剰状況は小規模製紙工場の閉鎖の波によって改善している。
- (2) 水産、繊維・アパレル、野菜・果物などの電子商取引や輸出活動の発展に伴い、紙の需要が増加しています。
- (2) 第3Giao Long 3工場がDHCの競争優位性を高めるだろう。第3Giao Long 3工場の生産能力は30万t/年であり、設計上の生産能力は600万t/年である。この低投資により、DHC は短期間に市場シェアを拡大し、この工場が生産能力の 90%で稼働すると EBITDA が 140% 増加すると予想しています。着工期間は2025年上半期であり、完成期間は2027年上半期である予定。

リスク: 1) ベトナムでの輸入出活動が予想より遅い、2)紅海危機により輸送コストが急上昇し、投入OCC 価格に圧力がかかっています。

	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	8.47	9.78	11.08	9.21
PB (x)	1.34	1.59	1.47	1.06
PS (x)	0.6	0.97	0.82	0.79
ROE (%)	22	18	15	14
ROA (%)	14	11	10	9

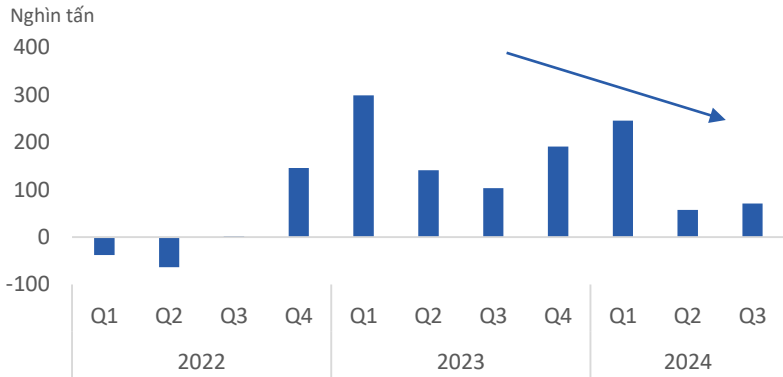
	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,936	3,261	3,687	3,823
売上総利益	612	506	457	516
少数株主利益等控除後利益	379	309	274	324
EPS	5,414	3,839	2,764	4,092
EPSの成長率	-21%	-29%	-28%	20%

一般的な株式情報

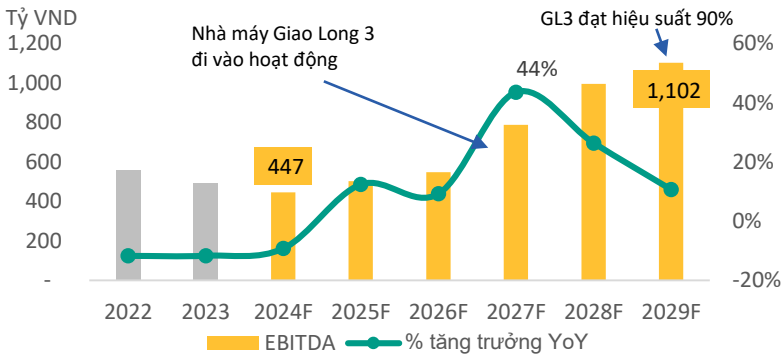
2024年12月31日のアップ
デート

終値(VND/株)	37,700
時価総額(10億VND)	3,034
6ヵ月平均売買高(千株)	0.199
外国人投資家の保有率	9.3%

製紙業界の供給過剰状況は改善している



第3Giao Long 3工場は成長に寄与している



HAH – 2025年業績が大きく回復すると期待

理論価格: 61,700VND/株- Upside +25%

投資観点

企業: HAH はベトナム大手海運会社であり、主に国内及びアジア内航路に注力しています。継続的な努力により、HAH は現在世界最大のコンテナ船隊のトップ 100 に入っています。

投資観点:

BSCはHAHの2024年下半期と2025年の業績が以下の要素に基づく大きく回復すると期待しております。

1. 定期賃貸活動は改善される。この回復は(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1万5,000～2万ドル/日間の周りに推移するというためのためだ。
2. 自社運航事業は回復傾向を維持した。この回復は(1) 需要の回復及びCai Mep Thi Vai港湾で商品集結傾向により、産量が増加する、(2) 新規航路を開始する、(2) ONEと合併、(4) 自社運航の運賃が前年比4%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 の定期賃貸時間が延長されるという要素のおかげで前年比2ppt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 FWIは3.3xであり、前周期の6x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。

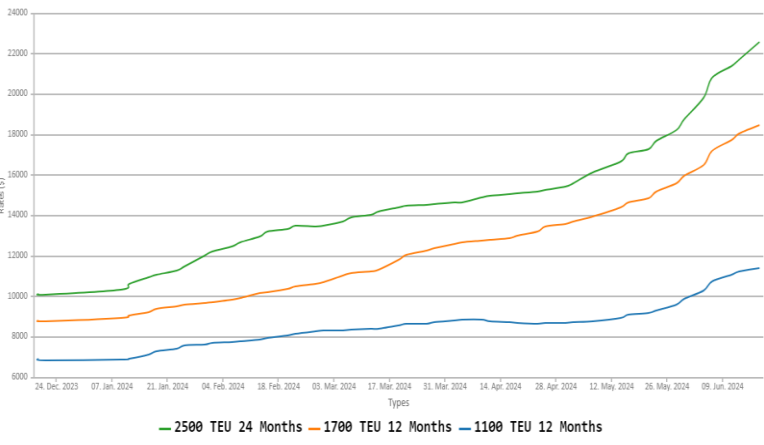
	2023	2024F	2025F	Peers
PE	7.8	10.2	8.1	16
PB	1.1	1.7	1.6	1.47
ROE (%)	12%	14%	16%	12%
ROA (%)	7%	8%	9%	5%

ソース: BSC Research

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,206	2,613	3,769	4,627
売上総利益	1,422	611	1,053	1,481
少数株主利益等控除後利益	829	385	532	714
EPS	12,142	5,636	4,709	5,915
EPSの成長率	33%	-54%	-16%	26%

一般的な株式情報	2024年12月31日のアップデート
終値(VND/株)	49,500
時価総額(10億VND)	5,151
6ヵ月平均売買高(千株)	2.48
外国人投資家の保有率	41.35%

1100 - 2500 TEU - Last 6 Months



TNG –受注の前向きな見通し

理論価格:30,500 VND/株- Upside +21%

投資観点

企業:TNG貿易投資株式会社はベトナムの繊維・アパレル製品を生産、米国、ユーロ圏へ輸出する大手企業である。

投資観点:

- 1. 2025年には、BSCはTNGの業績が前年比+27%増加すると予測しております。
 - 2025年上半期の新規受注数は前年比+18%増となる。
 - 2025年の単価は2024年に比べて横に推移すると予想されています。しかし、TNGは、(1)管理者が借入金を削減する計画により、2025年に生産能力を拡大しないこと、(2)為替レートがより安定することにより、財務コストの削減の恩恵を受けるだろう。
- 2. TNG は購入するのに適用な株価で取引されています。2025年のPEfwは7.5xであり、業界の平均水準の9xより低い。

リスク:

- (1)輸出市場での需要はBSCの予想より低い
- (2) 単価はBSCの予想より低い

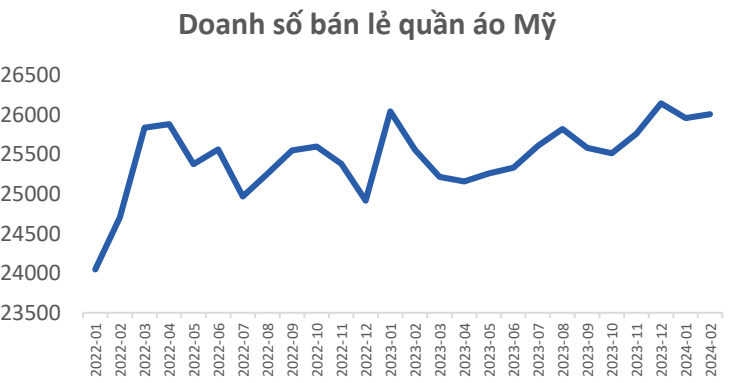
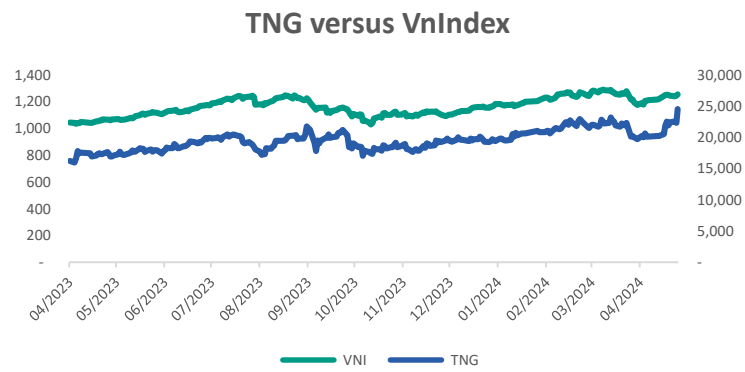
	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	7.8	10	9	6.7
PB (x)	1.3	1.2	1.4	1.3
PS (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	18%	12%	16%	19%
ROA (%)	6%	4%	6%	6%

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	6,772	7,095	7,932	9,652
売上総利益	999	981	1,260	1,493
少数株主利益等控除後利益	293	226	324	412
EPS	2,787	1,988	2,874	3,380
EPSの成長率	11%	-29%	35%	18%

一般的な株式情報

2024年12月31日のアップ
デート

終値(VND/株)	25,200
時価総額(10億VND)	2,928
6ヵ月平均売買高(千株)	2.06
外国人投資家の保有率	31%



HHV –成長期間に入る

理論価格:14,000 VND/株 - Upside +20%

投資観点

投資観点:

- 建設事業の業績は(1)未実施契約額が2兆5,000億ドンである、(2)売上総利益率が3.55から7～8%に上昇するという要素を基づく、2025年に回復すると期待されております。
- BOT経営事業の業績は(1) Bắc Giang – Lạng Sơn高速道路の交通量がHữu Nghị – Chi Lăngと Đồng Đăng – Trà Lĩnh高速道路との接続後で2026年に前年比30～40%増加するという要素を基づく、2026年に大きく上昇すると期待されております。
- 魅力的な評価: 2025年のP/E FWDとP/B FWDはそれぞれ、9.0x、0.5xである。BSC は、 Bắc Giang – Lạng Sơn BOT案件の損失が尽きれば HHV が再評価されると考えている。

業績予測:

- 2024年には、BSCはHHVの売上高を前年比17%増の3兆260億ドン、少数株主等控除利益を同+80%増の3,870億ドン、EPSを896VND/株、PEを12.3x、PBを0.5xと予測しております。
- 2025年には、BSCはHHVの売上高を前年比29%増の3兆4,940億ドン、少数株主等控除利益を同+51%増の4,980億ドン、EPSを1,151VND/株、PEを9.8x、PBを0.46xと予測しております。

Catalysts: (1) Đồng Đăng – Trà Lĩnh案件、(2) Hữu Nghị – Chi Lăng案件が経営を開始する。

	2023	2024E	2025F	2026F
PE	11.6	12.3	9.8	7.2
PB	0.8	0.52	0.50	0.46
PS	1.4	1.6	1.4	1.4
ROE (%)	3%	4%	4%	5%
ROA (%)	1%	1%	1%	1%

ソース: BSC Research

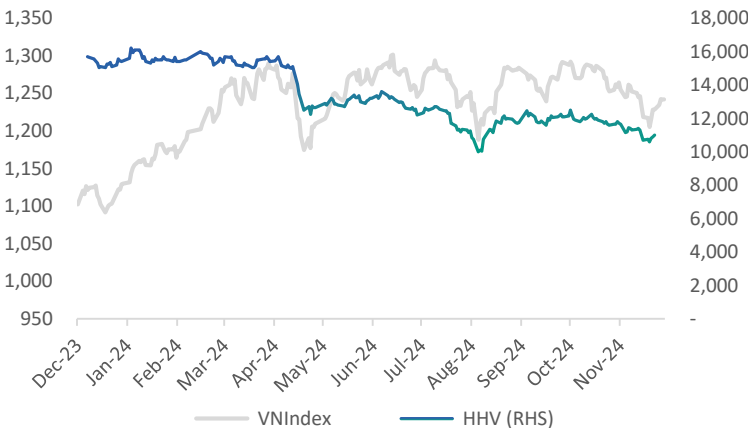
	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	2,686	3,026	3,494	3,537
売上総利益	1,080	1,270	1,430	1,666
少数株主利益等控除利益	322	387	498	675
EPS	978	896	1,151	1,562
EPS成長率	-29%	-8%	29%	36%

一般的な株式情報

2024年12月31日の
アップデート

終値(VND/株)	11,650
時価総額(10億VND)	5,036
6ヵ月平均売買高(千株)	2.79
外国人投資家の保有率	40%

HHV vs VNINDEX



HHVの未実施契約額

案件	建設期間	2024年までの達成率%	Backlog 2025-26
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2023 – 2025	74%	434
Bình Định海岸道路	2023- 2025	60%	236
Liên Chiểu港を結ぶ道路	2023- 2025	35%	96
Đồng Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 2026	0%	1,735
総額			2,501

CTG –突破準備

理論価格:45,000VND/株 – UPSIDE +19%

投資観点

企業:CTGは国営銀行4行の一つである。現在まで、国家銀行はCTGの株式の64.5%を保有している。CTGは産業及び商業の企業に貸付という伝統的な分野から製造業を中心とした小売企業に移転している。

投資観点:

1. 小売り向け貸付を転換する。小売り向け貸付の割合は年初比1%増となった。BSCは、これがCTGが2025年にNIMを維持するための前提であると考えています。BSCはCTGの2025年NIMが前年比+2bps増の3%で安定すると予測しています。
2. 信用コストは2025年に低下し、収益成長を促進すると予想されます。BSCはCTGの2025年税引前利益を前年比+24%増の34兆6,000億VNDと予測しております。不良債権の回収は、今後もCTGに特別な収益をもたらす要素となるだろう
3. 株価の評価を高める潜在がある。CTGの2025年のP/B fwは1.2xで評価されている。この評価は民間銀行に比べて格差が大きい

リスク: (1)貸付需要が遅く回復したら、NIMが予想より低い、(2)不良債権が引き続き増加したら、貸付コストは予想より高い。

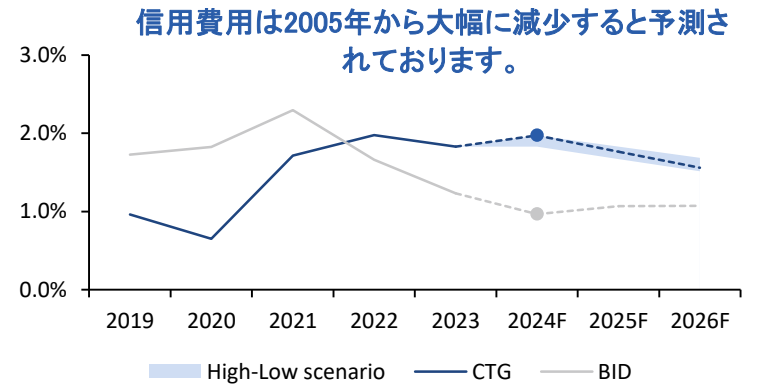
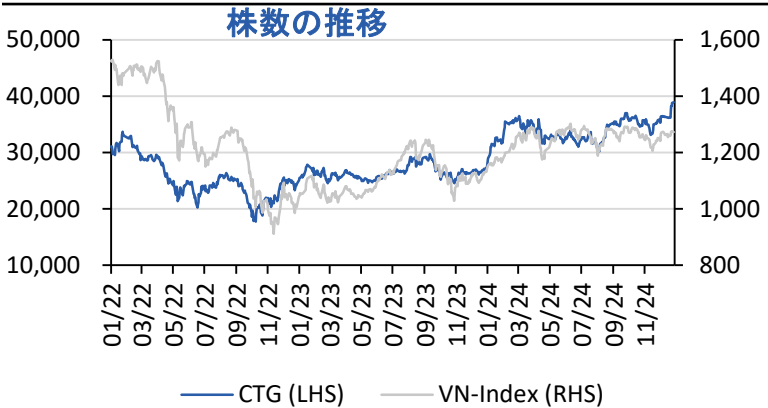
	2022	2023	2024F	2025F
P/B (x)	1.2	1.2	1.4	1.2
ROAE (%)	16.7	17.1	16.3	17.1
NIM (%)	3.0	2.9	3.0	3.0
CIR (%)	29.6	29.0	28.2	28.5
NPL (%)	1.2	1.1	1.4	1.2
LLCR (%)	186.2	167.2	129.6	148.8

	2022	2023	2024F	2025F
収入 (10億 VND)	64,117	70,548	82,351	93,086
税引前利益 (10億 VND)	20,946	24,990	27,872	34,592
EPS (VND)	3,491	3,706	4,134	5,131
BVPS (VND)	22,354	23,279	27,413	32,544
信用 (%YoY)	12.1	15.5	15.1	14.0
預金 (%YoY)	9.3	13.9	13.8	14.9

一般的な株式情報

2024年12月31日のアップ
デート

終値(VND/株)	37,800
時価総額(10億VND)	202,986
6ヵ月平均売買高(千株)	6.0
外国人投資家の保有率	3.7%



STB – 再構成の10年間を終えた!

理論価格:41,200VND/株– UPSIDE +12%

投資観点

投資観点:

- 1. (1) VAMC 減価償却引当金繰入の終了、(2) NIM と資產品質の向上ということのおかげで、前向きな利益成長見通しがあり、BSCはSTBの 2025年税引後利益を前年比+25%増の15兆VNDと予測しております。
- 2. 1回収入は相続財産の売却から由来する。STBは2025年にPhong Phu工業団地区の負債を売却することから1兆1,000億ドンを計上する予定。
- 3. 魅力的な評価。STBのPBfwは1.0xである。

事業傾向: VAMC株の32.5%を売却したことで、STBは15兆～20兆VNDの利益を計上し、翌年には株主への配当金の支払いを開始できるようになります。

リスク: (1)売却が延長する可能性がある; (2)BAVなどの大手な顧客からの減価償却引当金繰入; (3)NIMが予定より低い。

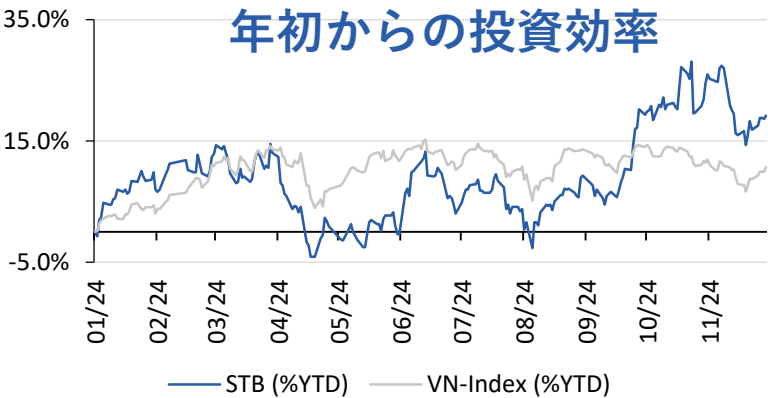
	2022	2023	2024E	2025F
P/B (x)	1.1	1.2	1.2	1.0
ROAE (%)	13.8	18.3	19.4	21.0
NIM (%)	3.4	3.8	3.6	3.7
CIR (%)	41.8	49.2	47.5	45.4
NPL (%)	1.0	2.3	2.1	2.1
LLCR (%)	131.0	68.8	81.7	81.1

	2022	2023	2024E	2025F
収益 (10億 VND)	26,141	26,173	28,922	32,892
前年比(%)	6,339	9,595	12,043	15,030
税引前利益(10億 VND)	2,674	4,094	5,046	6,298
前年比(%)	20,489	24,259	27,787	32,242
簿価(VND/株)	13.0	10.0	10.8	15.0
信用(%YoY)	7.2	12.3	12.3	15.3

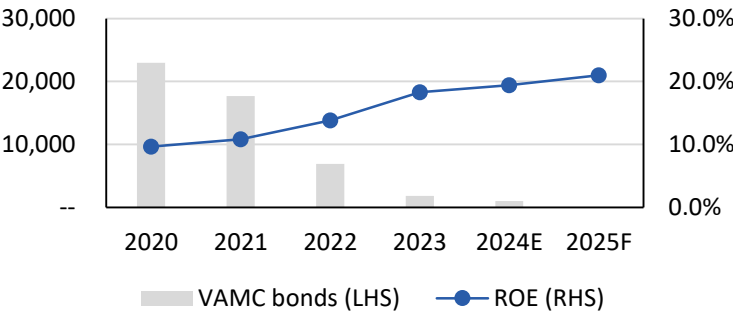
一般的な株式情報

2024年12月31日のアップ
デート

終値(VND/株)	36,900
時価総額(10億VND)	69,847
6ヵ月平均売買高(千株)	12.65
外国人投資家の保有率	6.2%



ROEは2025年から20%以上である見込み。



FRT – FRT – 明るい見通し

理論価格:205,600VND/株 - Upside +11%

投資観点

投資観点:

- (1) 2025年業績は以下の要素のおかげで、前年比+64%増加すると予測されております。
 - (i) Long Châu（税引前利益は前年比44%増）は、第2、第3層都市での市場シェア拡大と、他の小売チェーンの再編による市場の隙間を捉える。
 - (ii) FPTショップは店舗と商品ポートフォリオの再編期間を経て黒字を記録する。益率が約0.8%になるだろう。
- (2) Long Châuは中期的な利益成長をリードし続けており、2024年～2028年のCAGRが約37%/年である。

Catalyst: Long Chauが第三者割当を実施すると、FRTの評価が上がる予想されます
リスク:業績は競争圧力と経済背景により期待より低い。

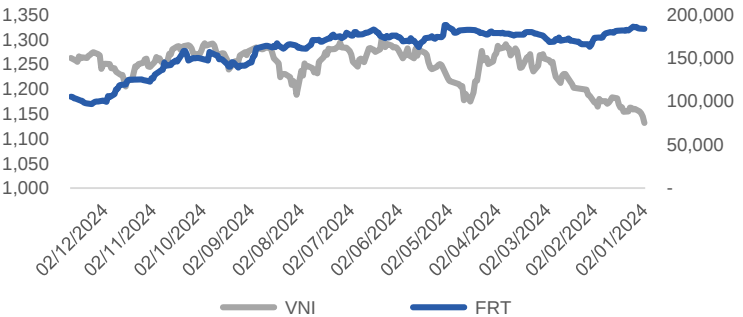
	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
P/E (x)	64.8	NA	68.2	41.5	売上高	30,166	31,850	39,282	46,526
P/B (x)	10.9	15.8	12.8	9.8	売上総利益	4,703	5,162	7,564	9,309
ROA (%)	4%	NA	2%	4%	税引後利益	390	(346)	371	610
ROE (%)	19%	NA	19%	24%	EPS	2,865	(2,537)	2,720	4,476

一般的な株式情報

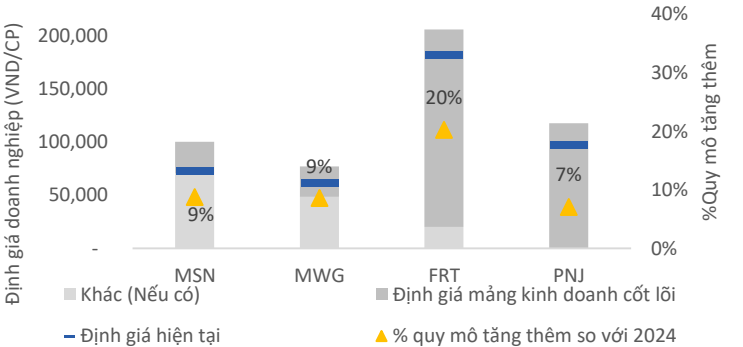
2024年12月31日の
アップデート

終値(VND/株)	185,600
時価総額(10億VND)	25,341
6ヵ月平均売買高(千株)	506,990
外国人投資家の保有率	12.35%

株価の推移



評価を高める可能性は規模の拡大余地から由来する



利用規約

本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。

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

Bloomberg: RESP BSC ResearchV <GO>

分析部

hn.ptnc@bsc.com.vn

法人顧客

hn.tvdt.khtc@bsc.com.vn

個人顧客

i-center@bsc.com.vn

