

THE NEW ERA BEGINS



2025年セクター見通し
新しい時代

I. 概要

マクロ見通し

市場見通し

II. セクター見通し

銀行業

電気 – 肥料 – ガス

鉄鋼 – 不動産

輸入出 – Logistics – 小売り

III. 推奨



企業の利益は2023年の低水準のおかげで、2024年に引き続き回復している。

年	2020				2021				2022				2023				2024		
四半期	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
メディア業	-40%	-16141%	-265%	-113%	-10%	-111%	-55%	4122%	177%	-1609%	136%	-63%	24%	43%	9%	3%	-2%	-8%	101%
製品・サービス工業業	-20%	-45%	-34%	-38%	22%	89%	-27%	68%	25%	45%	162%	-20%	-11%	11%	-9%	101%	35%	7%	12%
化学業	-25%	18%	4%	128%	178%	59%	111%	111%	318%	144%	37%	-39%	-72%	-64%	-70%	5%	4%	60%	71%
医療業	10%	-1%	-6%	-27%	-6%	12%	8%	29%	23%	-6%	31%	14%	34%	40%	-8%	-24%	-17%	-12%	26%
電気・水・ガソリン業	-77%	-13%	-23%	7%	252%	18%	16%	-8%	43%	24%	18%	41%	-5%	-17%	-30%	-30%	-39%	-19%	38%
個人用品・家用品業	-21%	-15%	-4%	27%	30%	105%	-10%	29%	45%	28%	57%	-48%	-56%	-64%	-47%	-10%	29%	10%	54%
化学業	-39%	-57%	-36%	-37%	52%	120%	-19%	358%	85%	22%	25%	-79%	-72%	-83%	-72%	-50%	64%	393%	236%
建設・原材料業	-11%	-16%	12%	-4%	58%	37%	-43%	20%	54%	16%	16%	-93%	-79%	-43%	-10%	208%	139%	36%	25%
食品・飲料業	-19%	19%	17%	-12%	16%	3%	-14%	27%	24%	1%	19%	-51%	-26%	-1%	-7%	67%	19%	4%	26%
基本資源業	25%	12%	116%	181%	268%	337%	136%	49%	5%	-61%	-136%	-134%	-89%	-87%	-146%	-200%	179%	339%	13%
金融サービス業	-110%	105%	62%	99%	-3307%	126%	112%	106%	38%	-101%	-68%	-104%	-64%	-4748%	133%	-2546%	117%	15%	-2%
不動産業	22%	-35%	32%	-2%	43%	104%	4%	-43%	-10%	-39%	41%	-9%	31%	35%	-38%	-22%	-29%	-16%	46%
保険業	-48%	84%	40%	-5%	131%	-13%	101%	82%	9%	-49%	-27%	-42%	4%	140%	-22%	30%	16%	32%	-35%
観光・娯楽業	-229%	-428%	-269%	-39%	34%	21%	-27%	-394%	-50%	-38%	-34%	295%	-110%	-50%	-32%	-60%	1742%	-261%	-189%
エネルギー業	-355%	-283%	-35%	-22%	-184%	-281%	66%	306%	31%	373%	-52%	-66%	-19%	-81%	770%	278%	-2%	-34%	-115%
銀行業	8%	20%	7%	28%	78%	42%	19%	35%	30%	37%	54%	-4%	-2%	0%	-2%	52%	9%	20%	18%
部品・自動車業	69%	69%	82%	0%	19%	-23%	-67%	-23%	-20%	-8%	-31%	-12%	6%	-14%	65%	96%	117%	109%	-51%
通信業	228%	-76%	176%	-161%	-112%	292%	-64%	33%	-1202%	52%	351%	92%	-46%	-149%	-20%	-174%	107%	-305%	-48%

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research



業界	BSCの2024年下半期観点	BSCの2025年観点	注意ベ来な銘柄
IT・通信業	有望	有望	FPT
工業団地区	有望	有望	KBC
水産	中立	有望	VHC
F&B – 小売り	有望	有望	MWG, MSN, FRT, PNJ
原材料	有望	有望	HPG, HSG
繊維・アパレル	有望	有望	TNG
ユーティリティ	有望*	有望*	NT2, QTP
銀行	中立	有望	BID, CTG, VCB, HDB, STB, TCB, VPB
化学 & 肥料	有望	有望	DPM, DDV, DGC
海運 & 港湾	有望	有望	HAH, GMD
石油・ガス	中立	有望	PVS, GAS
不動産	中立	有望	DXG, PDR, DPG
建設	中立	有望	HHV, CTD
自動車	中立	中立	
タイヤ	中立	中立	



2024年～2026年の期間における税引後利益のCAGR が18.3%になっていることで、ROEが改善される。

%業界別税引後利益成長率	2023	変更前2024年	変更後2024年	2025年	2026年	% 時価総額/ 業界の時価 総額の合計
水産	-60%	9%	24%	49%	25%	1%
タイヤ	-20%	24%	4%	37%	22%	0%
建設	48%	51%	69%	32%	16%	0%
材料	-28%	103%	78%	30%	47%	5%
繊維・アパレル	-34%	42%	39%	28%	17%	0%
小売り	-69%	225%	215%	24%	31%	4%
銀行	4%	16%	14%	20%	20%	49%
石油・ガス	-22%	-5%	-29%	21%	5%	8%
IT	20%	21%	21%	21%	21%	6%
化学・肥料	-65%	17%	13%	19%	9%	2%
工業団地区	-6%	15%	8%	16%	45%	2%
F&B	-17%	21%	25%	10%	5%	9%
ユーティリティ	-21%	43%	37%	10%	11%	3%
海運・港湾(*)	39%	-18%	-10%	6%	14%	1%
不動産(*)	25%	1%	3%	5%	12%	8%
自動車	-6%	3%	6%	-3%	0%	1%
税引後利益成長率(%)	-5%	16.5%	12.9%	17.5%	19.1%	

(2020年～現)	最高PE	最低PE	平均PE	PE ttm	2024FW PE	2025FW PE	2026FW PE	% Upside 2025	% Upside 2026
基本的な資源	189.5	NA	24.1	14.3	14.2	10.9	7.4	121%	224%
不動産	44.3	8.4	19.5	14.6	9.9	9.3	8.0	111%	145%
F&B	7.3	138.3	30.8	18.7	17.7	16.0	15.2	93%	103%
水産	159.2	NA	18.2	24.4	18.4	12.4	9.9	47%	84%
工業	31.2	3.8	13.	11.5	11.1	10.2	9.6	32%	41%
銀行	13.8	3.5	9.4	9.4	9.2	7.7	6.4	23%	48%
石油・ガス	28.4	7.3	17.7	16.6	17.6	14.4	13.5	23%	31%
繊維・アパレル	14.2	2.3	9.1	11.1	11.2	8.8	7.5	4%	22%
ユーティリティ	27.6	5.6	12.4	16.8	14.1	12.7	11.6	-2%	8%
港湾	21.0	5.1	11.6	14.8	13.1	12.4	10.9	-6%	7%
IT	37.8	8.2	21.1	29.2	27.8	23.0	19.0	-8%	11%
小売り	125.4	NA	16.6	28.4	23.0	18.5	14.1	-10%	18%
建設	114.8	NA	NA	15.1	14.9	11.3	9.5	NA	NA

データの日: 2024年12月20日

2025年に推奨企業トップ

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price 23/12/2024	Target Price	Upside	
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F				
電気 - 肥料 - ガス																							
NT2	5,758	6,108	7,495	-4%	23%	473	299	474	-37%	59%	1,037	1,647	19.2	12.1	1.2	1.1	3%	5%	7%	10%	20,000	25,000	25%
GAS	160,473	105,729	116,523	18%	10%	11,606	11,605	12,511	0%	8%	4,954	5,340	13.8	12.8	2.7	2.6	15%	16%	13%	19%	68,500	83,100	21%
PVD	13,174	8,659	9,405	49%	9%	585	651	741	11%	14%	1,048	1,194	20.5	18.0	0.9	0.8	4%	4%	5%	6%	23,700	28,100	19%
PVS	16,251	21,892	36,151	13%	65%	1,026	1,111	1,345	8%	21%	1,743	2,110	14.6	12.1	1.3	1.2	4%	5%	10%	10%	34,000	40,300	19%
QTP	6,613	11,741	12,822	-3%	9%	612	774	963	27%	24%	1,721	2,140	8.4	6.8	1.1	0.9	10%	12%	14%	15%	14,700	17,100	16%
DGC	44,244	10,045	11,563	3%	15%	3,100	3,046	3,456	-2%	13%	8,022	9,100	14.5	12.8	3.2	2.7	20%	19%	24%	24%	116,500	133,400	15%
DDV	2,982	3,330	3,414	5%	3%	69	144	214	108%	49%	982	1,466	19.3	13.0	2.1	2.1	8%	13%	11%	16%	20,500	22,900	12%
鉄鋼・不動産																							
PDR	18,161	1,732	4,016	180%	132%	684	629	827	-8%	32%	702	923	30.1	22.9	1.6	1.5	3%	3%	5%	7%	20,800	29,800	43%
HPG	172,699	139,664	176,701	17%	27%	6,835	12,300	16,077	80%	31%	1,923	2,514	14.3	10.9	1.5	1.3	6%	6%	11%	12%	27,000	37,500	39%
DPG	3,163	4,043	4,203	17%	4%	203	230	308	13%	34%	3,636	4,861	14.0	10.5	1.6	1.5	4%	6%	12%	14%	50,200	68,800	37%
CTD	6,745	21,045	24,250	27%	15%	52	310	450	495%	45%	3,098	4,499	21.5	14.8	0.8	0.7	1%	2%	4%	5%	67,500	90,000	33%
DXG	12,720	4,722	3,147	27%	-33%	172	265	224	54%	-16%	367	309	49.0	58.0	1.2	1.2	1%	1%	2%	2%	17,650	23,100	31%
HHV	4,755	3,026	3,494	13%	15%	322	387	498	20%	29%	896	1,151	12.6	9.8	0.5	0.5	1%	1%	4%	5%	11,000	14,000	27%
KBC	21,339	2,825	5,949	-50%	111%	2,031	584	1,352	-71%	132%	761	1,762	37.1	16.0	1.0	1.0	1%	3%	3%	6%	27,800	35,000	26%
輸出入 - Logistic - 小売り																							
MSN	101,116	82,623	86,264	6%	4%	419	2,070	3,236	394%	56%	1,407	2,198	50.1	32.0	3.1	2.9	3%	4%	9%	12%	70,300	97,800	39%
MWG	89,177	134,342	141,983	14%	6%	168	3,881	4,863	2215%	25%	2,651	3,322	22.6	18.0	3.2	2.8	6%	7%	14%	15%	61,000	77,000	26%
HAH	6,079	3,769	4,627	44%	23%	385	532	714	38%	34%	4,709	5,915	11.4	8.5	1.8	1.6	8%	9%	14%	16%	50,100	61,700	23%
PNJ	32,878	38,692	36,359	17%	-6%	1,971	2,092	2,439	6%	17%	5,664	6,777	15.6	13.4	2.9	2.5	15%	15%	19%	19%	97,300	118,000	21%
GMD	26,909	4,643	5,046	21%	9%	2,251	1,528	1,443	-32%	-6%	3,690	3,486	18.0	19.0	2.0	1.9	11%	9%	14%	13%	65,000	78,000	20%
TNG	3,224	7,932	9,659	12%	22%	218	324	411	49%	27%	2,874	3,380	9.7	7.7	1.4	1.4	5%	6%	16%	17%	26,300	30,500	16%
FRT	25,028	39,294	46,573	23%	19%	-346	371	610	-207%	64%	2,721	4,478	67.0	40.8	12.6	9.6	2%	4%	19%	24%	183,700	205,600	12%
銀行																							
VPB	150,348	61,011	72,602	23%	19%	9,974	15,317	19,157	54%	25%	1,931	2,415	10.0	8.0	1.1	1.0	2%	2%	11%	13%	18,950	26,000	37%
TCB	168,850	49,245	58,128	23%	18%	18,004	21,534	26,263	20%	22%	3,057	3,728	7.9	6.5	1.2	1.0	2%	3%	16%	17%	23,900	29,000	21%
STB	65,040	28,922	32,892	11%	14%	7,719	9,514	11,874	23%	25%	5,046	6,298	6.7	5.4	1.2	1.0	1%	2%	19%	21%	34,500	41,000	19%



銀行業の見通し

Ticker	Market cap (VND Bn)	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price 23/12/2024	Target Price	Upside	
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F				
VPB	150,348	61,011	72,602	23%	19%	9,974	15,317	19,157	54%	25%	1,931	2,415	10.0	8.0	1.1	1.0	2%	2%	11%	13%	18,950	26,000	37%
TCB	168,850	49,245	58,128	23%	18%	18,004	21,534	26,263	20%	22%	3,057	3,728	7.9	6.5	1.2	1.0	2%	3%	16%	17%	23,900	29,000	21%
STB	65,040	28,922	32,892	11%	14%	7,719	9,514	11,874	23%	25%	5,046	6,298	6.7	5.4	1.2	1.0	1%	2%	19%	21%	34,500	41,000	19%



VPB – 業績が引き続き改善している

理論価格: 26,000VND/株 - Upside +37%

投資観点

企業: VPB は現在銀行業界には自己資本が2 番目、自己資本比率(CAR)が1番目でランキングされている。この銀行はFECredit、OPES、VPB AMC、VPBankS など製品を提供し、包括的なエコシステムを運用している。VPBの目標顧客は中・低所得者及び中小企業である。個人消費及び不動産に対するの貸付は高い割合を占めている。

投資観点:

1. 利益が回復する見通し。BSCは2024年の税引後利益を前年比+53%増の15兆3,000億ドンと予測しております。2025年には、BSCは2025年の税引後利益を前年比+25%増の19兆2,000億ドンと予測しております
2. 高い配当率。BSCはVPBが今後2～3年間には現金配当を1,000VND/株で支払うと予測しております。
3. 中期的な見通しに対す魅了的な評価。VPBのP/B 2024Fが1.1xであり、他の銀行(P/B=1.3x)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)資産質が小売り事業から大きく圧力を受ける、(3)FECreditの利益が予想より遅く回復する。

	2022	2023	2024F	2025F
NIM (%)	7.7	5.7	5.9	6.1
GIR (%)	27.0	28.0	24.5	25.2
NPL (%)	5.7	5.0	4.6	4.1
LLCR(債務回収比率) (%)	54.4	52.1	55.8	52.5
リスク費用(%)	5.7	5.0	4.4	4.1
ROAE (%)	20.7	8.6	11.0	13.0
P/B (%)	1.2	1.0	1.1	1.0
arch				

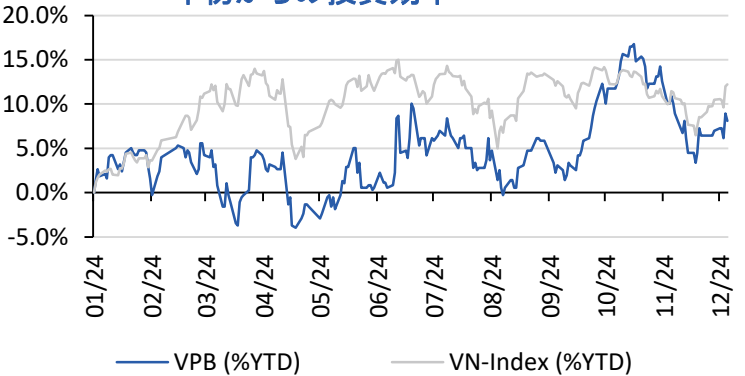
	2022	2023	2024F	2025F
収益 (10億 VND)	57,797	49,739	61,009	72,597
前年比(%)	30.5	(13.9)	22.7	19.0
税引前利益(10億 VND)	21,220	10,804	18,994	23,941
前年比(%)	47.7	(49.1)	75.8	26.0
簿価(VND/株)	14,485	19,347	17,894	19,308
信用(%YoY)	24.9	25.5	18.3	19.8
預金(%YoY)	13.5	33.6	17.7	21.9

一般的な株式情報

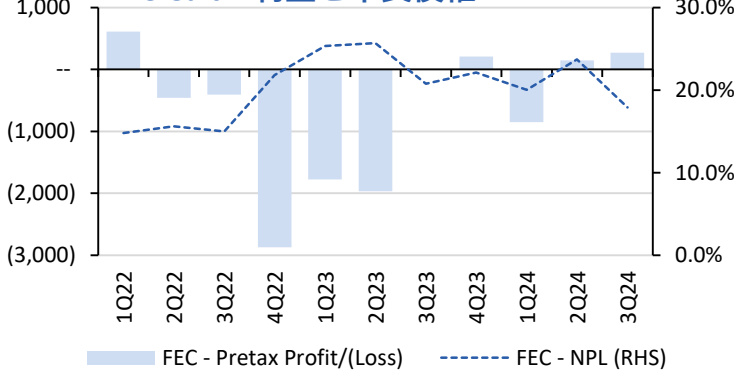
2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	18,950
時価総額(10億VND)	150,348
30日間平均売買高(千株)	13.4
外国人投資家の保有率	3.9%

年初からの投資効率



FECreditの利益と不良債権



TCB –CASAの成長率は最も上昇している

理論価格:29,300VND/株 - Upside +21%

投資観点

企業:TCBはデジタルトランスフォーメーションのパイオニア銀行であり、エコシステムに焦点を当てた異なる戦略を採用していることで、CASA 比率が常に業界トップとなっている。TCBS が債券発行コンサルティング事業における最大の市場シェアを保有し、投資銀行業務を推進します。そのために、TCB の不動産融資と社債投資の割合は業界で最も高い水準にある。

投資観点:

1. 先駆的な製品のおかげで、安価な資本を誘致することができる。Auto-earning と CD Bao Loc の成功として、TCB のCASA 比率は約40%に達し、業界のトップ1に戻った。この比率は2024年末まで45%に達するという目標は設定されている。
2. NIMは大きく回復する。次の2～3年には、(1)CASAの成功的な調達、(2)柔軟な金利政策からの利益を計上する時間が2025年～2026年期間である見込みという要素のおかげで、NIMの改善ポテンシャルは多いと予測されている
3. 魅力的な評価:2024年のP/B FW = 1.1xで、個人銀行のP/E FW(0.9x)に比べて低です。

リスク: (1) NIMの回復が予想より遅くなる; (2) 信用費用が予想より高い; (3) 集中的なリスク

	2022	2023	2024F	2025F
NIM (%)	5.3	4.0	4.4	4.5
CIR (%)	32.8	33.1	33.9	31.6
NPL (%)	0.7	1.2	1.2	1.1
LLCR(債務回収比率) (%)	157.3	102.1	112.1	125.8
リスク費用(%)	0.4	0.9	0.9	0.9
ROAE (%)	19.7	14.8	15.6	16.6
P/B (%)	0.8	0.9	1.2	1.0

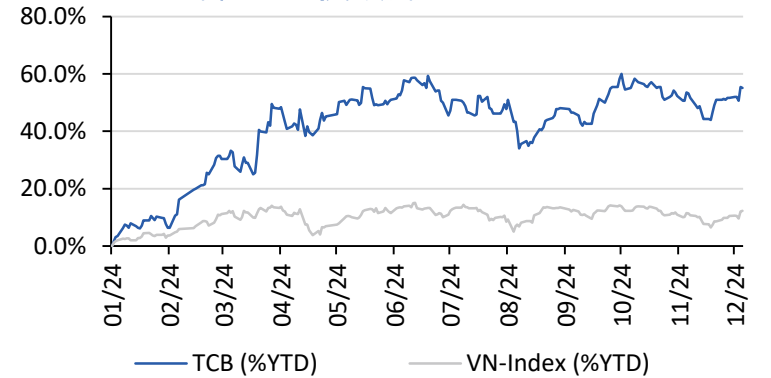
	2022	2023	2024F	2025F
収益 (10億 VND)	40,902	40,061	49,245	57,969
前年比(%)	10.3	(2.1)	22.9	17.7
税引前利益(10億 VND)	25,568	22,888	27,376	33,229
前年比(%)	10.0	(10.5)	19.6	21.4
簿価(VND/株)	31,966	36,994	20,804	23,902
信用(%YoY)	12.5	21.6	20.0	19.7
預金(%YoY)	12.6	37.4	19.0	20.8

一般的な株式情報

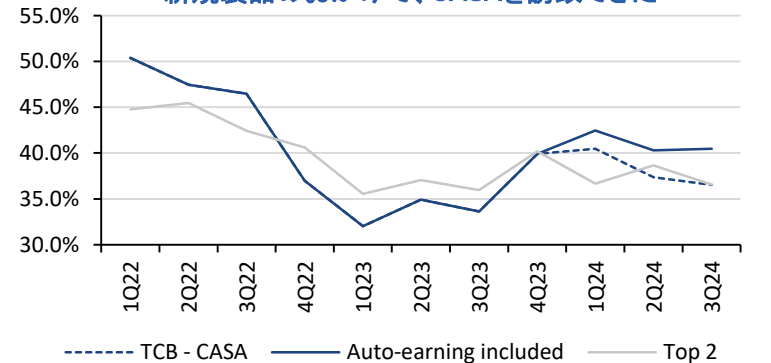
2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	23,900
時価総額(10億VND)	168,850
30日間平均売買高(千株)	9.5
外国人投資家の保有率	7.6%

年初からの投資効率



新規製品のおかげで、CASAを誘致できた



STB – 再構成の10年間を終えた!

理論価格:41,000VND/株 – UPSIDE +19%

投資観点

投資観点:

- (1) VAMC 減価償却引当金繰入の終了、(2) NIM と資産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。
- 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。
- 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。

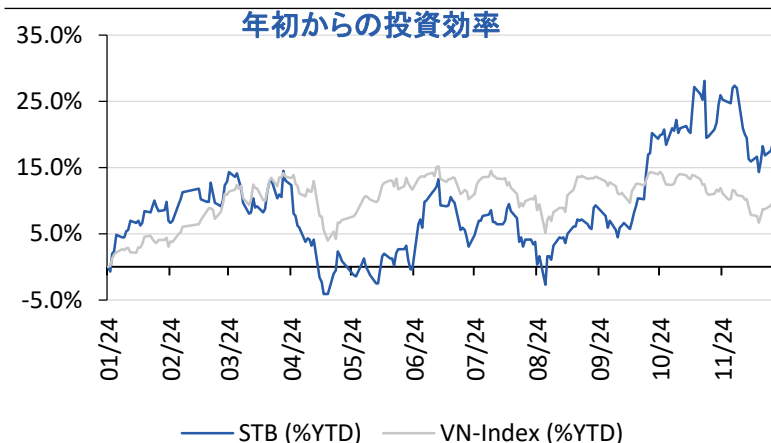
	2022	2023	2024F	2025F
NIM (%)	3.4	3.8	3.6	3.7
CIR (%)	41.8	49.2	47.5	45.4
NPL (%)	1.0	2.3	2.1	2.1
LLCR(債務回収比率) (%)	131.0	68.8	81.7	81.1
リスク費用(%)	0.1	0.5	0.5	0.5
ROAE (%)	13.8	18.3	19.4	21.0
P/B (%)	1.1	1.2	1.2	1.0

	2022	2023	2024F	2025F
収益 (10億 VND)	26,141	26,173	28,922	32,892
前年比(%)	47.7	0.1	10.5	13.7
税引前利益(10億 VND)	6,339	9,595	12,043	15,030
前年比(%)	44.1	51.4	25.5	24.8
簿価(VND/株)	20,489	24,259	27,787	32,242
信用(%YoY)	13.0	10.0	10.8	15.0
預金(%YoY)	7.2	12.3	12.3	15.3

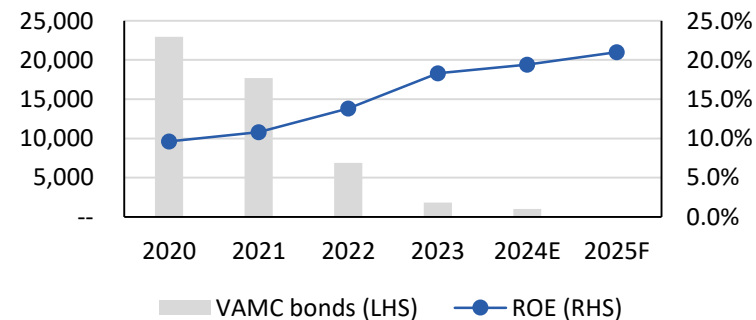
一般的な株式情報

2024年12月23日のアップデート

終値(VND/株)	34,500
時価総額(10億VND)	65,040
30日間平均売買高(千株)	16.65
外国人投資家の保有率	6.8%



ROEは2025年から20%以上である見込み。





電気業・肥料業・ガス業の見通し

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside	
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F				23/12/2024
NT2	5,758	6,108	7,495	-4%	23%	473	299	474	-37%	59%	1,037	1,647	19.2	12.1	1.2	1.1	3%	5%	7%	10%	20,000	25,000	25%
GAS	160,473	105,729	116,523	18%	10%	11,606	11,605	12,511	0%	8%	4,954	5,340	13.8	12.8	2.7	2.6	15%	16%	13%	19%	68,500	83,100	21%
PVD	13,174	8,659	9,405	49%	9%	585	651	741	11%	14%	1,048	1,194	20.5	18.0	0.9	0.8	4%	4%	5%	6%	23,700	28,100	19%
PVS	16,251	21,892	36,151	13%	65%	1,026	1,111	1,345	8%	21%	1,743	2,110	14.6	12.1	1.3	1.2	4%	5%	10%	10%	34,000	40,300	19%
QTP	6,613	11,741	12,822	-3%	9%	612	774	963	27%	24%	1,721	2,140	8.4	6.8	1.1	0.9	10%	12%	14%	15%	14,700	17,100	16%
DGC	44,244	10,045	11,563	3%	15%	3,100	3,046	3,456	-2%	13%	8,022	9,100	14.5	12.8	3.2	2.7	20%	19%	24%	24%	116,500	133,400	15%
DDV	2,982	3,330	3,414	5%	3%	69	144	214	108%	49%	982	1,466	19.3	13.0	2.1	2.1	8%	13%	11%	16%	20,500	22,900	12%

NT2 – 好調な業績

理論価格:25,000VND/株 - Upside +25%

投資観点

投資観点:

- 2005年には、負荷は前年比 11% 増加すると予測されていますが、設備容量は前年比 7% しか増加していないため、工場は稼働効率を高める必要があります。
- NOAAの予測によると、ラニーニャ現象の確率は徐々に減少するため、BSC は水力発電量が前年比 8 ~ 10% 減少し、火力発電量が前年比 18% 増加すると予想しています。
- 2025年2月には、第2.2BOT Phú Mỹ ガス火力発電所はEVNに引き渡され、一時的に操業を停止するか輸入LNGで操業する計画がある。BSCは、NT2 がこの BOT 工場の残りガス資源を利用するための優先される工場の 1 つになると期待しています。

リスク:

- ガスの突然な不足は工場の生産活動に影響するだろう
- 経済はゆっくり回復すると、発電量が予想より低いだろう

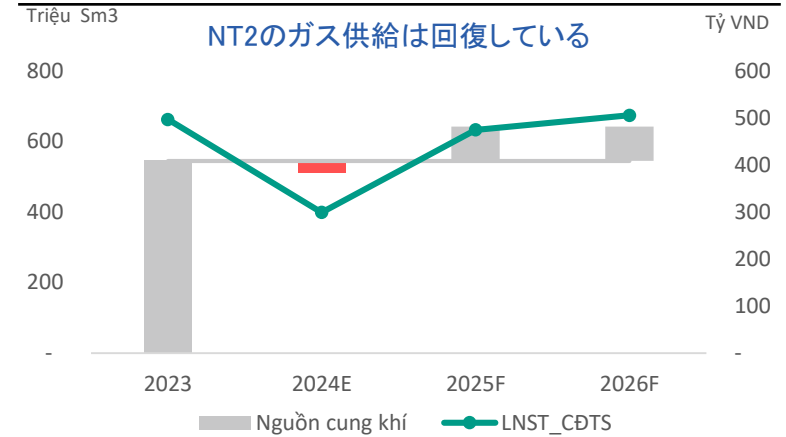
	2023	2024F	2025F	2026F
PE	15.0	21.0	12.0	10.9
PB	1.7	1.2	1.1	1.0
PS	1.2	0.9	0.8	0.8
ROE (%)	11%	6%	10%	10%
ROA (%)	6%	3%	5%	5%

	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	6,383	6,051	7,430	7,629
売上総利益	509	262	610	605
少数株主等控除税引後利益	496	274	478	529
EPS	1,723	951	1,661	1,838
EPS成長率	-44%	-45%	75%	11%

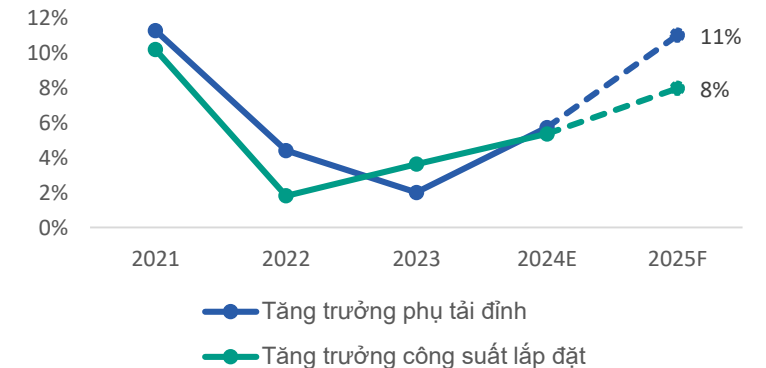
一般的な株式情報

2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	20,000
時価総額(10億VND)	5,758
6ヵ月平均売買高(千株)	0.389
外国人投資家の保有率	35.6%



負荷が急速に増加すると予測される





GAS – LPGとLNGが従来ガス価格の下落を相殺する

理論価格:83,100VND/株 - Upside +21%

投資観点

企業概要: GAS は、ガスや従来なガス製品の収集・輸送・流通の分野における独占企業です。2027年に Block B – O Mon プロジェクトが最初のガス流入を迎えると、GAS のガス輸送量は、増加すると予想されます。また、同社はベトナムの電力産業の再構築の過程で重要な役割を果たして、LNG案件13件以上の LNG 発電プロジェクトの投入ガス源であるLNG 輸出入ライセンスを取得した最初の企業である。

投資観点

- LPGとLNGの上昇が従来ガス価格の下落を相殺することで、利益の成長率が上昇すると期待されております。
- 2024年の配当率が5.2%の周りに期待されております。BSCはGASの2024年現金配当が3,600VND/株であり、利息の5.2と相当すると予測しております。

リスク: (1)原油価格とガス価格の下落はGASの利益率に影響する可能性がある；(2)ガス田案件の進捗は予定より遅い

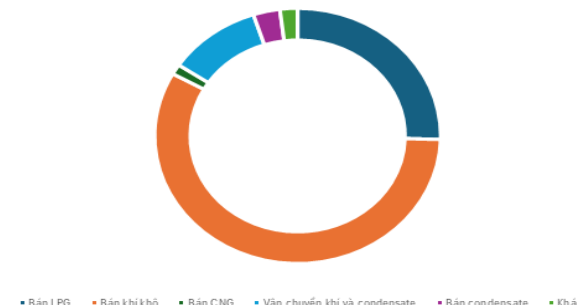
	2022	2023	2024F	VN-Index		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	15.9	17.1	13.8	14.8	売上高	100,724	89,954	105,729	116,523
PB (x)	3.3	2.8	2.5	1.9	売上総利益	21,315	16,925	18,447	19,063
PS (x)	1.8	1.9	1.8	1.3	親会社株主利益	14,798	11,606	11,605	12,511
ROE (%)	21.4%	18.6%	19%	13%	EPS	7,649	4,972	4,954	5,340
ROA (%)	15.0%	13.8%	15%	2%	EPS成長率	76%	-35%	0%	8%

一般的な株式情報

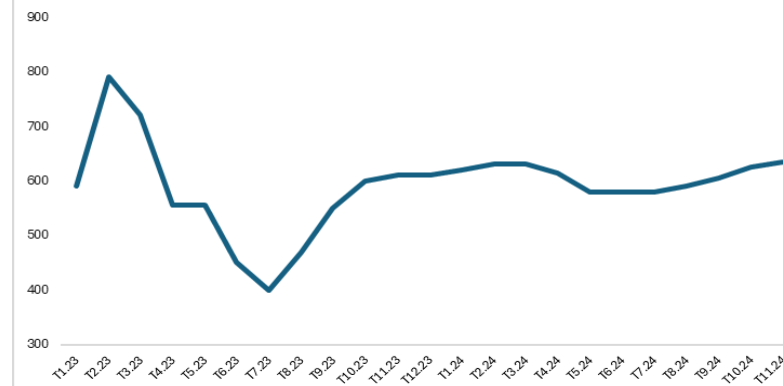
2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	68,500
時価総額(10億VND)	160,473
6ヵ月平均売買高(千株)	0.4
外国人投資家の保有率	2.4%

Cơ cấu lợi nhuận gộp 1H.2024



Giá LPG (propane) của Saudi Aramco (USD.MT)



PVD – 新リグは2025年第4四半期から稼働するだろう。

理論価格:28,100VND/株 - Upside +19%

投資観点

企業:PVDは、掘削リグ・掘削関連サービスの専門サプライヤーであり、陸上と海洋の掘削活動に人材を提供しています。

投資観点

- 移動式掘削リグの効率は高い水準で維持している。2024年下半年と2025年の期間には、PVD 11 リグを除くPVDのリグ6基うちの5基が十分に稼働されています。BSC は、締結されたすべての契約は長期契約（12 か月以上）であることで、2024年と2025年の期間におけるリグの稼働効率は約 99% になると予想されております。
- 新規リグは2025年第4四半期から稼働するだろう。BSCは新規リグの稼働のおかげで、PVDの利益が2026年から成長すると期待しております。

事業傾向: (i) B – O Mon区はFIDを受ける;(ii)PVDは新リグを購入する

リスク: (1)原油価格の激しい変動は賃貸価格とPVDの利益に影響を与える; (2)上流での石油・ガス案件の進捗は予定より遅れる。

	2022	2023	2024F	VN-Index
PE	-90.0	30.0	22.8	14.7
PB	0.7	1.1	0.8	1.6
PS	1.8	2.9	2.0	1.3
ROE (%)	-1.1%	3.7%	5%	16%
ROA (%)	-0.7%	2.6%	4%	5%

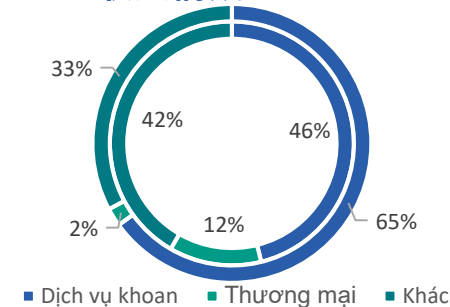
	2022	2023	2024F	2025F
売上高	5,432	5,812	8,659	9,405
売上総利益	578	1,301	1,840	1,987
少数株主利益等控除後利益	-99	541	651	741
EPS	-242	803	1,048	1,194
EPS成長率	572%	N/A	29%	14%

一般的な株式情報

2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	23,700
時価総額(10億VND)	13,174
6ヵ月平均売買高(千株)	5.70
外国人投資家の保有率	39%

収入構成



PVS – ロットBからの利益を計上する

理論価格:40,300VND/株 - Upside +19%

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

- M&C事業の雇用展望は2025年に明るくなっている。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年下半年から展開するということから由来する。
- ベトナム(PDP VIII)および地域の他の国々における再生可能エネルギーへの投資傾向のおかげで、洋上風力発電事業の長期的な見通し。

CATALYST: (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

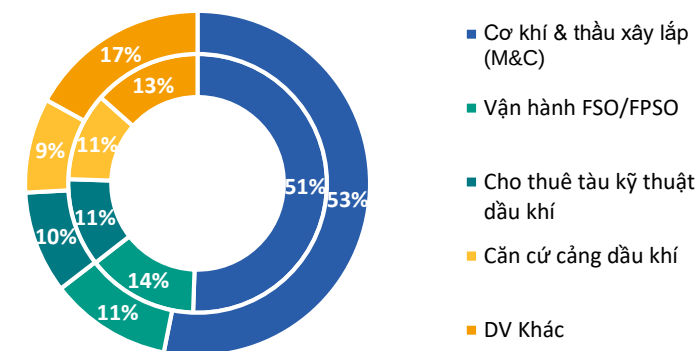
リスク: (1) 案件展開進捗が予測より遅くなる、(2) 原油価格が大きく変動するのは FSO/FPSO賃貸契約書の延長にマイナス影響を与える可能性がある

一般的な株式情報

2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	34,000
時価総額(10億VND)	16,251
6ヵ月平均売買高(千株)	7.98
外国人投資家の保有率	21%

収入構成



	2022	2023	2024F	VN-Index		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	17.8	22.1	19.5	14.8	売上高	16,413	19,349	21,892	36,151
PB (x)	0.9	1.1	1.3	1.9	売上総利益	865	948	1,250	2,031
PS (x)	0.8	0.7	0.8	1.3	少数株主利益等控除後利益	773	899	1,111	1,346
ROE (%)	6.5%	7.6%	9.5%	13%	EPS	1,171	1,815	1,743	2,110
ROA (%)	3.2%	3.5%	3.6%	2%	EPS成長率	29%	-12%	10%	21%

QTP – 好調な業績

理論価格:17,100VND/株 - Upside +16%

投資観点

投資観点:

- 2005年には、負荷は前年比 11% 増加すると予測されていますが、設備容量は前年比 7% しか増加していないため、工場は稼働効率を高める必要があります
- NOAAの予測によると、ラニーニャ現象の確率は徐々に減少するため、BSC は水力発電量が前年比 8 ~ 10% 減少し、火力発電量が前年比 18% 増加すると予想しています
- 石炭価格は下落している傾向があり、低い水準で維持する可能性がある。

リスク:

- 技術的な問題により工場の生産が中断され、修理費が増加する可能性がある。
- 経済の回復は遅く、発電量は予想よりも低い。

	2023	2024F	2025F	Peers
PE	10.9	8.6	6.9	7.0
PB	1.2	1.1	0.9	0.8
PS	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	11%	14%	15%	13%
ROA (%)	8%	10%	12%	10%

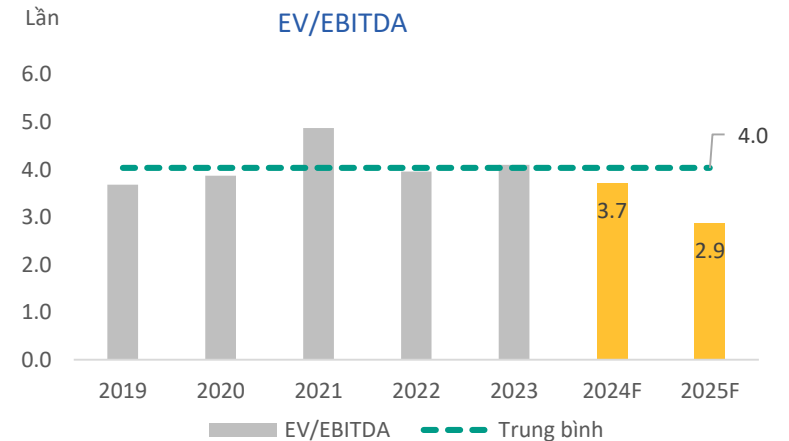
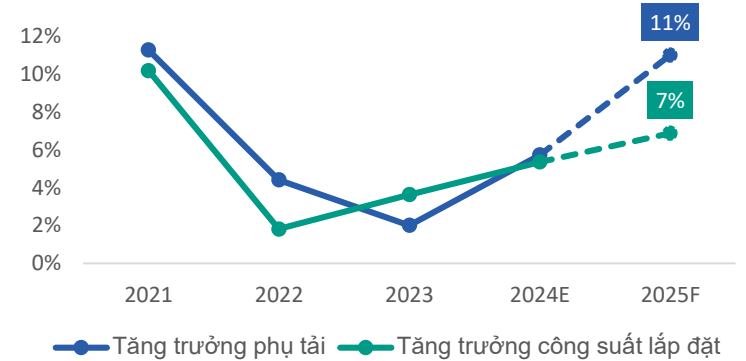
	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	12,058	11,741	12,822	12,782
売上総利益	817	936	1,109	1,066
少数株主利益等控除後利益	612	774	963	949
EPS	1,360	1,721	2,140	2,108
EPS成長率	-20%	27%	24%	-1%

一般的な株式情報

2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	14,700
時価総額(10億VND)	6,613
6ヵ月平均売買高(千株)	0.323
外国人投資家の保有率	48.1%

負荷が早速増加すると予測されている。



DGC – 明るい見通し

理論価格: 133,600VND/株 - Upside +15%

投資観点

投資観点:

1. 化学需要は回復している。成長原動力は消費量の増加から由来する。2024年～2025年の期間におけるCAGRは9%であると予測されております。
2. Nghi Sơn – Đức Giang案件:案件実施における新たな一歩として、この案件は 2026 年度から収益に貢献すると予想されます。
3. 現金が総資産の70%を占めている背景には、M&Aの機会を通じて化学業界のリーダー的地位を確固たるものとする。

評価: BSCはFCFF 方法に基づくDGCの2025年理論価格を133,600VND/株と評価し、DGCの投資評価を「買い」と推奨しております。

Catalyst: Đức Giang不動産案件 -土地所有権の受領または土地所有権の保有に関する協定を通じた商業住宅案件の試験的実施に関する決議のおかげで解決メカニズム

リスク:

- リスク:黄燐販売価格と販売量は予想より低い;
- 法的なリスク: 環境に関する潜在的な問題;
- 税政策リスク

	2024F	2025F	2026F	VN-Index
P/E (x)	14.5	12.7	11.6	14.3
P/B (x)	3.2	2.7	2.4	1.7
P/S (x)	4.4	3.8	3.2	1.7
ROE (%)	24%	24%	23%	12%
ROA (%)	20%	19%	18%	2%

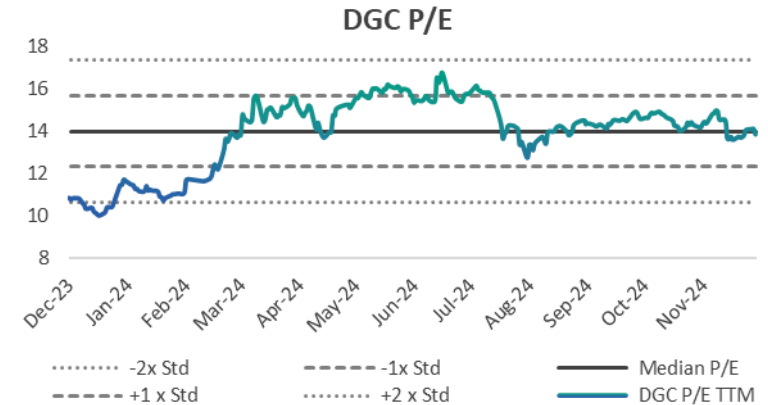
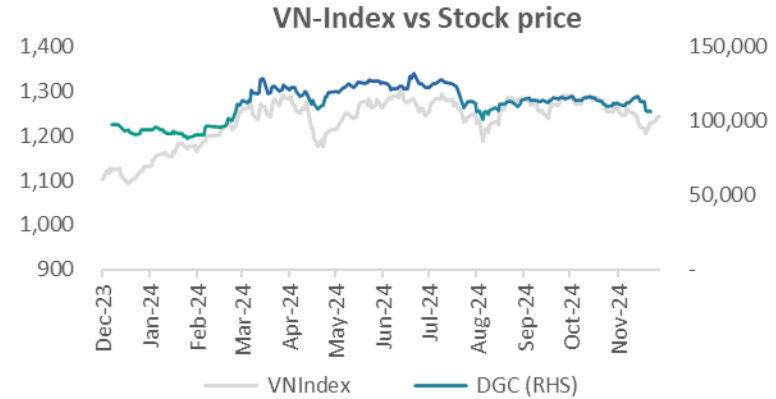
Source: BSC Research

	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	9,748	10,045	11,563	13,873
売上総利益	3,440	3,588	4,049	4,371
少数株主利益等控除後利益	3,100	3,046	3,456	3,788
EPS	7,673	8,022	9,100	9,975
EPS成長率	-44%	5%	13%	10%

一般的な株式情報

2024年12月23日のアップデート

終値(VND/株)	115,500
時価総額(10億VND)	44,244
6ヵ月平均売買高(千株)	1.6
外国人投資家の保有率	31%



DDV – 原価償却は2005年に完了。

理論価格: 22,900VND/株 - Upside +12%

投資観点

投資観点:

1. 2025年の収益は2017年～2021年の期間に比べて2.5倍となる。

(1.1) 工場の減価償却は2025年第2四半期から完了することで、2025年の減価償却が570億ドンを減少する。

(1.2) VAT法は2025年7月1日から有効になることで、販売量が増加して、投入価格が低下する。

2. 健全で多額の現金を持っている。

評価: BSCはEV/EBITDA方法に基づくDDVの2025年理論価格を22,900VND/株と評価し、DDVの投資評価を「買い」と推奨しております。

Catalyst: リン酸製品の品質向上と年間6万tのMAP肥料生産案件を実施。

リスク:

- 中国が輸出を強化するため、平均販売価格が推定よりも低い。
- 鉱石不足により、生産量が推定よりも減少します。

	2023	2024F	2025F	VN-Index
P/E (x)	32.7	17.3	11.6	14.3
P/B (x)	1.4	1.8	1.8	1.7
P/S (x)	0.7	0.7	0.7	1.7
ROE (%)	4%	11%	16%	12%
ROA (%)	3%	8%	13%	2%

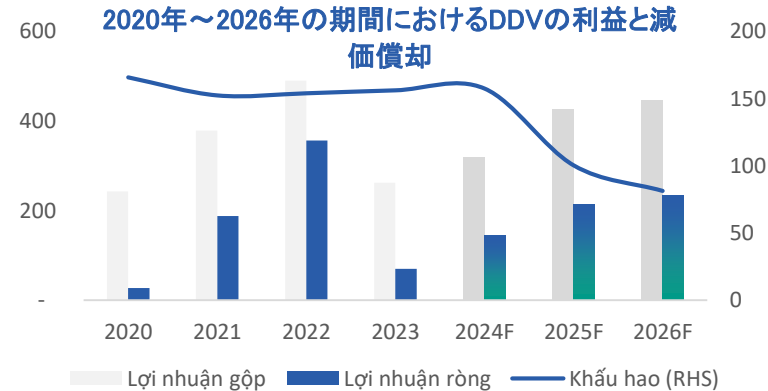
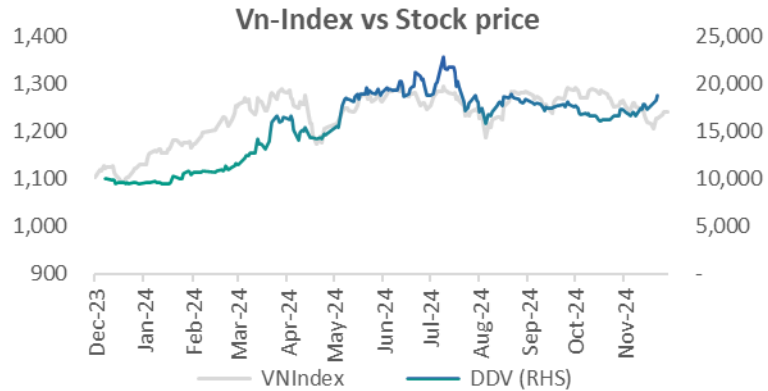
Source: BSC Research

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,270	3,210	3,330	3,414
売上総利益	490	262	318	427
少数株主利益等控除後利益	357	70	144	214
EPS	2,377	481	982	1,466
EPS成長率	82%	-80%	104%	49%

一般的な株式情報

2024年12月23日のアップデート

終値(VND/株)	20,500
時価総額(10億VND)	2,776
30日間平均売買高(千株)	1.5
外国人投資家の保有率	44%





建設用原材料業・不動産業の見通し

Ticker	Market cap (VND Bn)	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price 23/12/2024	Target Price	Upside	
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F				
PDR	18,161	1,732	4,016	180%	132%	684	629	827	-8%	32%	702	923	30.1	22.9	1.6	1.5	3%	3%	5%	7%	20,800	29,800	43%
HPG	172,699	139,664	176,701	17%	27%	6,835	12,300	16,077	80%	31%	1,923	2,514	14.3	10.9	1.5	1.3	6%	6%	11%	12%	27,000	37,500	39%
DPG	3,163	4,043	4,203	17%	4%	203	230	308	13%	34%	3,636	4,861	14.0	10.5	1.6	1.5	4%	6%	12%	14%	50,200	68,800	37%
CTD	6,745	21,045	24,250	27%	15%	52	310	450	495%	45%	3,098	4,499	21.5	14.8	0.8	0.7	1%	2%	4%	5%	67,500	90,000	33%
DXG	12,720	4,722	3,147	27%	-33%	172	265	224	54%	-16%	367	309	49.0	58.0	1.2	1.2	1%	1%	2%	2%	17,650	23,100	31%
HHV	4,755	3,026	3,494	13%	15%	322	387	498	20%	29%	896	1,151	12.6	9.8	0.5	0.5	1%	1%	4%	5%	11,000	14,000	27%
KBC	21,339	2,825	5,949	-50%	111%	2,031	584	1,352	-71%	132%	761	1,762	37.1	16.0	1.0	1.0	1%	3%	3%	6%	27,800	35,000	26%

PDR – 不動産業の“EARLY BIRD”

理論価格:29,800VND/株 – UPSIDE +43%

投資観点

投資観点:

コア事業による好調な利益とキャッシュフローの見通しは好調な業績回復を再確認しています。

- (1) 2005年～2026年の期間における契約金額はBắc Hà Thanh案件、Bình Dương Tower案件及び Cadia Quy Nhơn案件の販売開始のおかげで、それぞれ前年比+192%増の7兆1,000億ドン、同+117%増の15兆4,070億ドンであると予測されております。
- (2) 2024年～2026年の期間におけるCAGRは53%である。BSCは2025年と2026年の少数株主等控除が Bình Dương Tower案件及び Cadia Quy Nhơn案件の引き渡しのおかげで、それぞれ前年比43%増の8,980億ドンと同139%増の1兆5,230億ドンと予測しております。
- (3) 地方での不動産市場を展開する戦略。

不動産サイクルの拡大段階に入る際の魅力的なバリュエーション。PDRの2025年と2026年のPBはそれぞれ1.42x、1.26xであり、業界の平均水準の1.5xより低い。

リスク: (1)コンドテル製品の法的枠組みが不明確で、観光案件の吸収力に影響を与える；(2)債務交換のため新株の3,410万株を発行することによる希薄化。

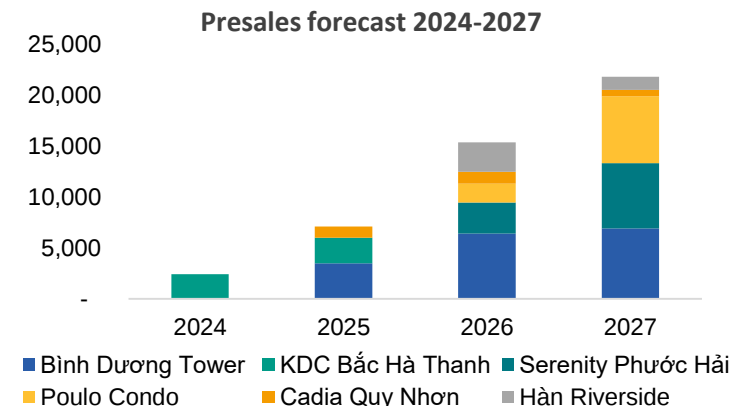
	2023	2024E	2025F	2026F
P/E (x)	23.9	30.8	21.5	12.7
P/B (x)	1.98	1.64	1.52	1.36
ROE (%)	7.1%	5.4%	7.4%	11.0%
ROA (%)	3.2%	2.7%	3.6%	5.3%

	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	618	1,732	4,109	7,158
売上総利益	544	934	1,869	3,311
少数株主利益等控除後利益	684	629	898	1,523
EPS	903	702	1,003	1,701

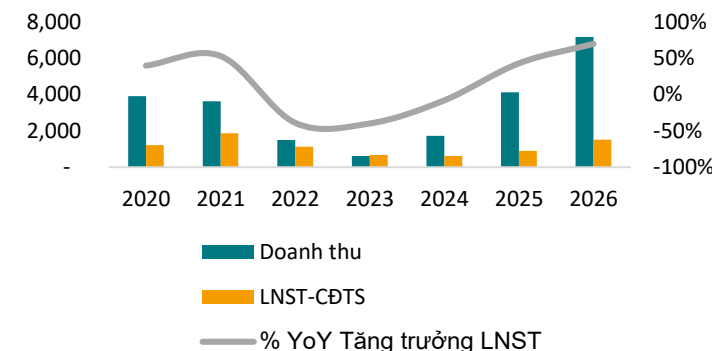
一般的な株式情報

2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	20,800
時価総額(10億VND)	18,161
6ヵ月平均売買高(千株)	9.4
外国人投資家の保有率	42.5%



2025年～2026年の期間は案件の引き渡しの期間である



HPG –鉄鋼業界のトップ企業

理論価格:37,500VND/株 - Upside +39%

投資観点

投資観点:

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を基づく、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%

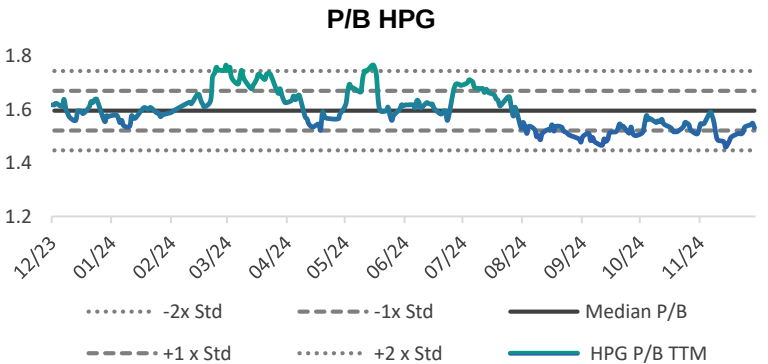
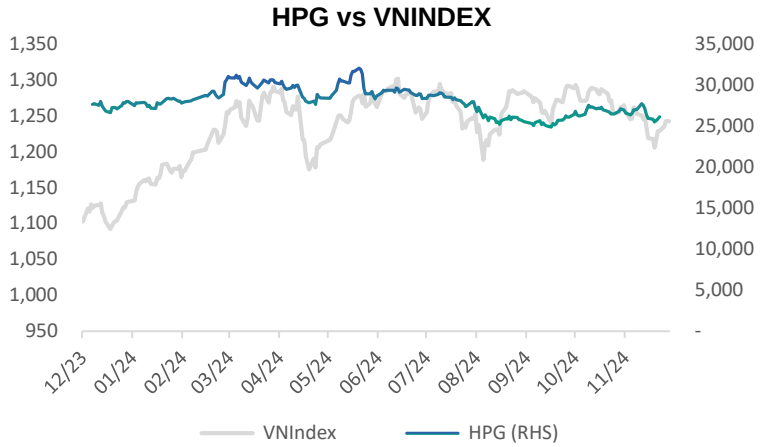
ソース: BSC Research

	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23日の
アップデート

終値(VND/株)	27,000
時価総額(10億VND)	172,699
6ヵ月平均売買高(千株)	13.3
外国人投資家の保有率	22%



DPG – 明るい見通し

理論価格:68,800VND/株 – Upside +37%

投資観点

投資観点:

- 2024年～2026年の期間におけるCAGRはコア事業のおかげで30%である予測されております。
- (1)

インフラ建設事業: 未実施契約額が前年比-10%減の15兆4,000億ドンであることのおかげで、2025年に利益を計上するだろう。
- (2)

水力発電: ラニーニャが2024年9月から強く回復し、2025年に維持するのは商業用発電を回復させる。商業用発電量は2025年に前年比+5%増となり、2026年には前年比-2%減となるだろう。
- (3)

不動産 – 大きな規模であるCasamia Balanca案件は2025年第1四半期に承認されるだろう。2026年と2027年の成長原動力はCasamia Balanca案件から由来するだろう。

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) 建設事業の利益率は予想より低い; (2) Casamia Balanca案件の法的な手続きは予定より遅いことで、建設と引き渡しの進捗が遅くて、不動産経営事業のRNAVに影響するだろう。

	2023	2024E	2025F	2026F
P/E (x)	16.1	14.0	12.1	8.3
P/B (x)	1.80	1.64	1.49	1.29
ROE (%)	12.0%	11.8%	12.3%	14.7%
ROA (%)	4.2%	4.1%	4.8%	6.9%

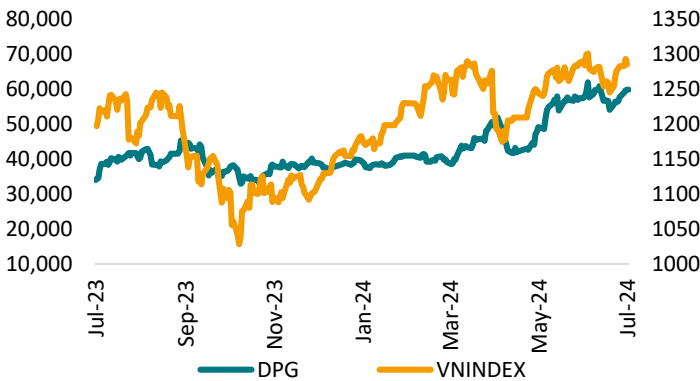
	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	3,450	4,143	4,333	5,032
売上総利益	585	620	692	893
少数株主利益等控除利益	203	234	272	395
EPS	3,207	3,699	4,288	6,233

一般的な株式情報

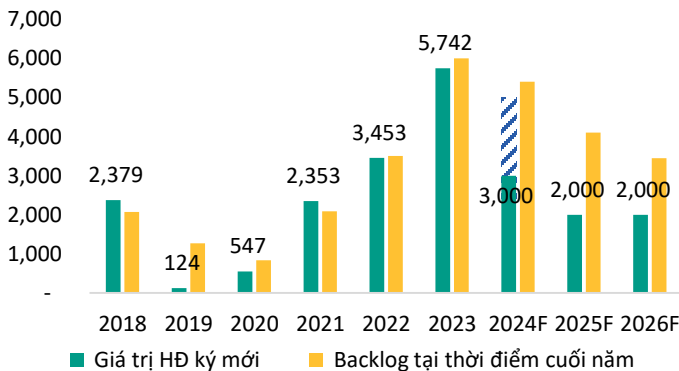
2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	50,200
時価総額(10億VND)	3,163
6ヵ月平均売買高(千株)	0.9
外国人投資家の保有率	42.1%

株価の推移



新規契約額と未実施契約額 (backlog)



CTD – 業績は不動産市場の回復で改善されている

理論価格:90,000VND/株 Upside +33%

投資観点

投資観点:

2025年～2026年の期間における業績は以下の要素のおかげで回復するだろう。

- (1) 2024年末の時点では、未実施契約額 (backlog) が25兆VNDを達するのはLEGO案件、Pandora案件を含む2025年の雇用を確保するだろう。BSCは2025年と2026年の未実施契約額が前年比10%増加すると期待しております。
- (2) 売上総利益は2023年の3.4%から2025年と2026年に4.4%、4.7%に増加するだろう。

業績予測:

- 2024年には、BSCはCTDの売上高を前年比15%増の24兆2,500億ドン、少数株主等控除利益を同+45%増の4,500億ドン、EPSを4,499VND/株、PEを12.3x、PBを0.5xと予測しております。
- 2025年には、BSCは2025年6ヵ月の未実施契約額が30兆VNDであり、引当金費用/収入が0.6%であると仮定を基づく、CTDの売上高を前年比18%増の28兆7,160億ドン、少数株主等控除利益を同+27%増の5,710億ドン、EPSを5,718VND/株、PEを9.8x、PBを0.46xと予測しております。

Catalyst: Lego, Pandora案件などの大きな案件の収入を計上する。

	2023	2024E	2025F	2026F
PE	252.3	21.5	14.8	11.6
PB	0.64	0.77	0.74	0.69
PS	0.41	0.32	0.27	0.23
ROE (%)	2.3%	2%	4%	5%
ROA (%)	1%	1%	1%	2%

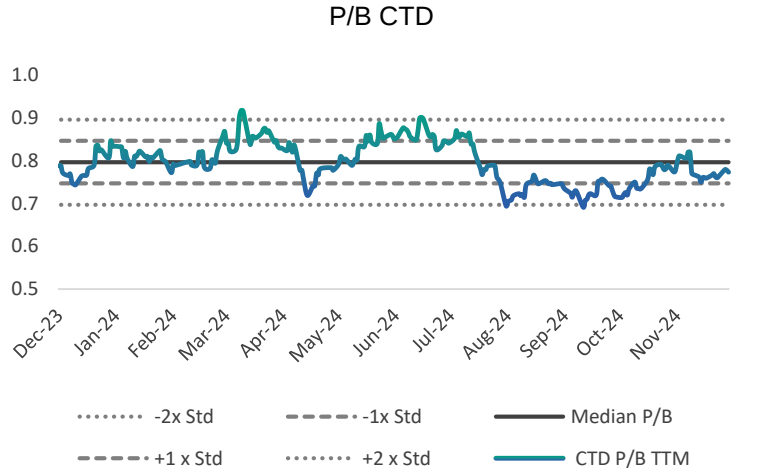
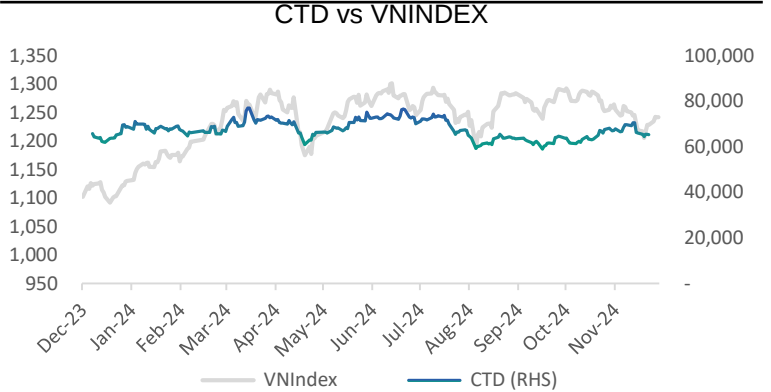
ソース: BSC Research

	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	16,528	21,045	24,250	28,716
売上総利益	426	713	1,066	1,364
少数株主利益等控除利益	188	310	450	571
EPS	1,881	3,098	4,499	5,718
EPS成長率	571%	65%	45%	27%

一般的な株式情報

2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	67,500
時価総額(10億VND)	6.745
6ヵ月平均売買高(千株)	0.8
外国人投資家の保有率	0%



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 +31%

投資観点

投資観点:

- 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。
 - 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)	62.3	47.7	56.6	7.4
P/B (x)	1.34	1.15	1.13	0.98
P/S (x)	3.4	2.7	4.0	1.0
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%

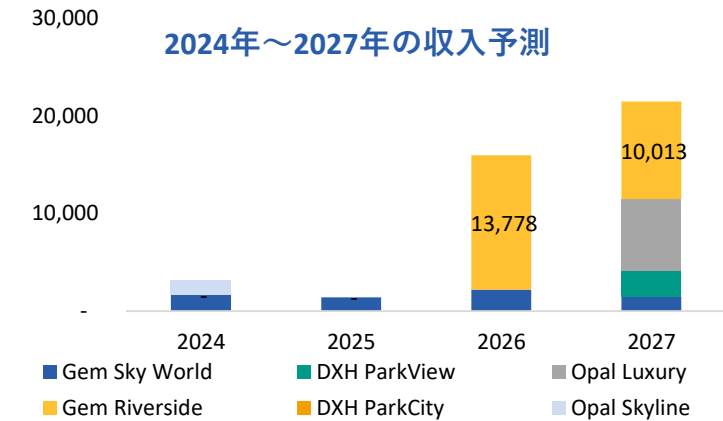
ソース: BSC Research

一般的な株式情報

2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	17,650
時価総額(10億VND)	12,720
30日間平均売買高(千株)	18.7
外国人投資家の保有率	32.4%

2024年～2027年の収入予測



P/B Chart



HHV – 成長期間に入る

理論価格:14,000 VND/株 - Upside +27%

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%

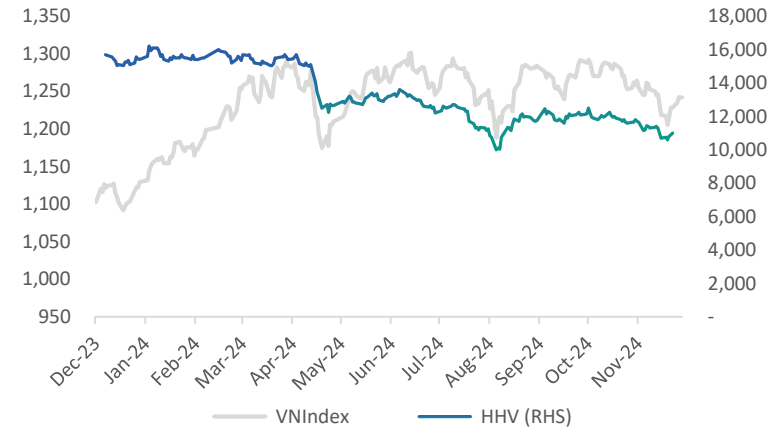
	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	2,686	3,026	3,494	3,537
売上総利益	1,080	1,270	1,430	1,666
少数株主利益等控除利益	322	387	498	675
EPS	978	896	1,151	1,562
EPS成長率	-29%	-8%	29%	36%

一般的な株式情報

2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	11,000
時価総額(10億VND)	4,755
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

KBC –第3号TRANG DUỆ案件の開始に期待3

理論価格:35,000VND/株 - Upside +26%

投資観点

投資観点:

1. 第3号Trang Due工業団地区案件とTrang Cat工業団地区案件の再展開はKBCの2025年成長原動力になるだろう。

BSCは、第3号Trang Due工業団地区案件が2025年半ばに投資承認を受けると予想している。

2. 魅力的な評価:KBCの株価はすべての案件のRANVに比べて40%減となっている。

業績予測:

- 2024年には、BSCはKBCの売上高を前年比50%減の2兆8,250億ドン、少数株主等控除利益を同71%減の5,840億ドン、EPSを761VND/株、PEを37.1x、PBを1.0xと予測しております。
- 2025年には、BSCはKBCの売上高を前年比+111%増の5兆9,490億ドン、少数株主等控除利益を同132%増の1兆3,520億ドン、EPSを1,762VND/株、PEを16.0x、PBを1.0xと予測しております。

Catalyst: (1)第3号Trang Due工業団地区案件とTrang Cat工業団地区案件の法的な手続きを強化する、(2) 賃貸価格の上昇

リスク: (1) 新規プロジェクトの土地補償価格の上昇

	2021	2023	2024E	2025F
PE	9.8	12.4	37.1	16.0
PB	0.8	1.2	1.0	1.0
PS	15.7	4.5	7.7	3.6
ROE (%)	9%	10%	3%	6%
ROA (%)	4%	6%	1%	3%

ソース: BSC Research

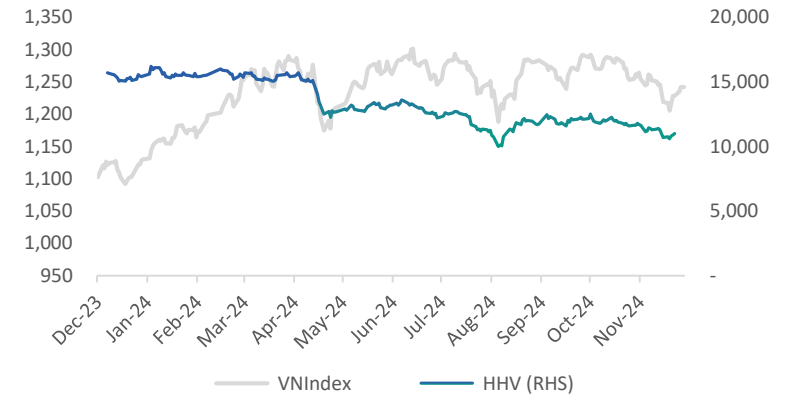
	2022	2023	2024	2025
売上高	950	5,618	2,825	5,949
売上総利益	266	3,695	1,439	3,086
少数株主利益等控除利益	1,526	2,031	584	1,352
EPS	1,988	2,646	761	1,762
EPS成長率	3%	33%	-71%	132%

一般的な株式情報

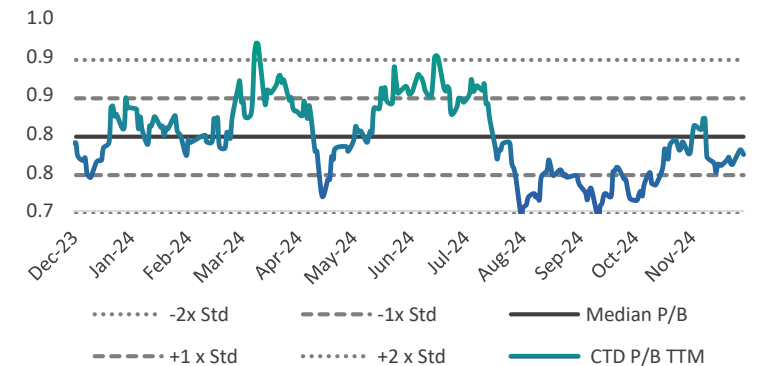
2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	27,800
時価総額(10億VND)	21,339
6ヵ月平均売買高(千株)	1.0
外国人投資家の保有率	30%

KBC vs VNINDEX



P/B KBC





輸入出業・LOGISTICS業・小売り業

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside	
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	23/12/2024			
MSN	101,116	82,623	86,264	6%	4%	419	2,070	3,236	394%	56%	1,407	2,198	50.1	32.0	3.1	2.9	3%	4%	9%	12%	70,300	97,800	39%
MWG	89,177	134,342	141,983	14%	6%	168	3,881	4,863	2215%	25%	2,651	3,322	22.6	18.0	3.2	2.8	6%	7%	14%	15%	61,000	77,000	26%
HAH	6,079	3,769	4,627	44%	23%	385	532	714	38%	34%	4,709	5,915	11.4	8.5	1.8	1.6	8%	9%	14%	16%	50,100	61,700	23%
PNJ	32,878	38,692	36,359	17%	-6%	1,971	2,092	2,439	6%	17%	5,664	6,777	15.6	13.4	2.9	2.5	15%	15%	19%	19%	97,300	118,000	21%
GMD	26,909	4,643	5,046	21%	9%	2,251	1,528	1,443	-32%	-6%	3,690	3,486	18.0	19.0	2.0	1.9	11%	9%	14%	13%	65,000	78,000	20%
TNG	3,224	7,932	9,659	12%	22%	218	324	411	49%	27%	2,874	3,380	9.7	7.7	1.4	1.4	5%	6%	16%	17%	26,300	30,500	16%
FRT	25,028	39,294	46,573	23%	19%	-346	371	610	-207%	64%	2,721	4,478	67.0	40.8	12.6	9.6	2%	4%	19%	24%	183,700	205,600	12%

MSN –成長期間に入っている

理論価格: 97,800VND/株 - Upside +39%

投資観点

投資観点: 2024年には、MSNは2024年に好調な業績を達した。2025年には、MSNは前向きな成長期間に入ると予測されております。主な成長原動力はコア消費事業から由来する。

- MCH は、プレミアム化と営業コストの最適化に向けた製品ポートフォリオ構造の拡大により、安定的な成長を続けています。
- WCMの2025年税引後利益率は前年比1%増加すると期待されております。
- MMLの利益成長は食肉事業と加工工場の効率改善から由来するだろう。
- その他: PHL は業務運営を最適化します。MSR はコストを管理し、財務レバレッジを削減します

Catalyst: MCHは2025年にホーチミン証券取引所に上場する予定。

リスク: 業績は予想より低く成長する。

	2023	2024	2025	Vnindex
P/E (x)	261.5	52.9	33.8	13.8
P/B (x)	8.6	9.6	10.6	1.7
ROE (%)	4.9%	9.0%	12.4%	12.5%
ROA (%)	1.3%	2.9%	4.3%	2.1%

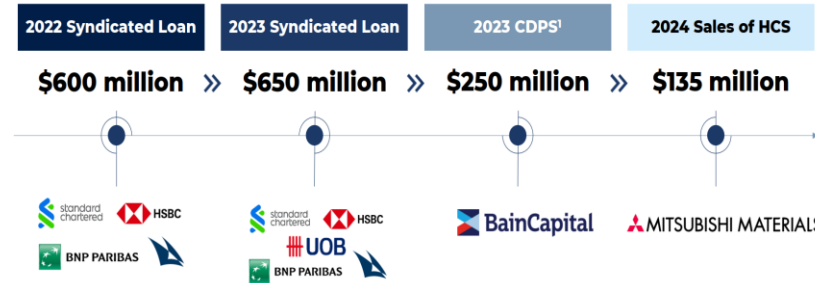
	2022	2023	2024	2025
売上高	76,189	78,252	82,623	86,264
売上総利益	21,035	22,121	24,981	27,833
税引後利益	3,567	419	2,070	3,236
EPS	5%	1%	3%	4%

一般的な株式情報

2024年12月23日の
アップデート

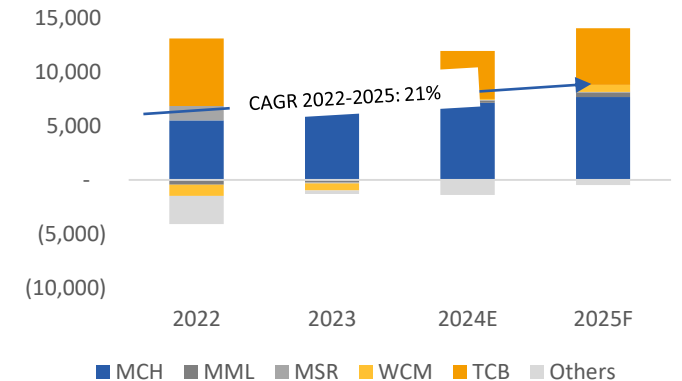
終値(VND/株)	70,300
時価総額(10億VND)	101,116
6ヵ月平均売買高(千株)	5.2
外国人投資家の保有率	20.5%

Deleveraging and reduction in non-core businesses exposure



+27% YoY LTM FCF and deleveraging efforts brought Net Debts / EBITDA to 3.4X in 3Q

Details in Operating profit



MWG –業績は回復する傾向がある
理論価格:77,000VND/株 - Upside +26%

投資観点

- 投資観点:
- 2025年には、業績は前年比+25%増となり、最高の利益成長率を記録する。
 - (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)」: 利益率が5～6%で、前年の3.6%から5%に増加する
 - (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)」の税引後利益率が前年比+0.3%増加する見込みだ。2025年の税引後利益率は前年比+1.5%増加すると予測されております。
 - (3)他の事業を最適化する。企業の営業キャッシュ フローを効果的に制御する。
 - 株価は魅了的な水準に戻り、2025年のPWfwは18.xであり、2021年～2024年の期間の平均水準より低い。

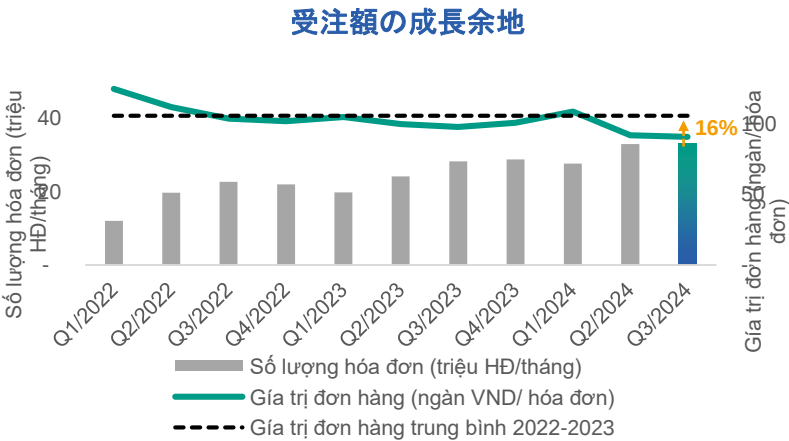
Catalyst: 2025年に自社株の購入を実施する。

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。

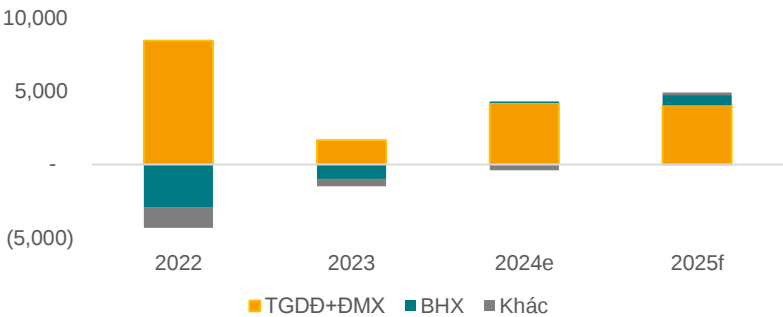
	2022	2023E	2024F	2025F		2022	2023	2024E	2025F
P/E (x)	22	528	23	18	売上高	133,405	118,280	134,342	141,983
P/B (x)	3.7	3.8	3.3	2.8	売上総利益	30,782	22,521	28,149	29,614
ROA (%)	7%	0%	6%	7%	少数株主利益等控除後利益	4,100	168	3,881	4,863
ROE (%)	17%	1%	14%	15%	EPS	2,801	115	2,651	3,322

ソース: BSC Research

一般的な株式情報	2024年12月23日の アップデート
終値(VND/株)	61,000
時価総額(10億VND)	89,177
6ヵ月平均売買高(千株)	7.8
外国人投資家の保有率	2.2%



2022年～2025年の期間におけるMWGの利益構成



HAH – 2025年業績が大きく回復すると期待

理論価格: 61,700VND/株- Upside +23%

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を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このためだ。
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 FW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

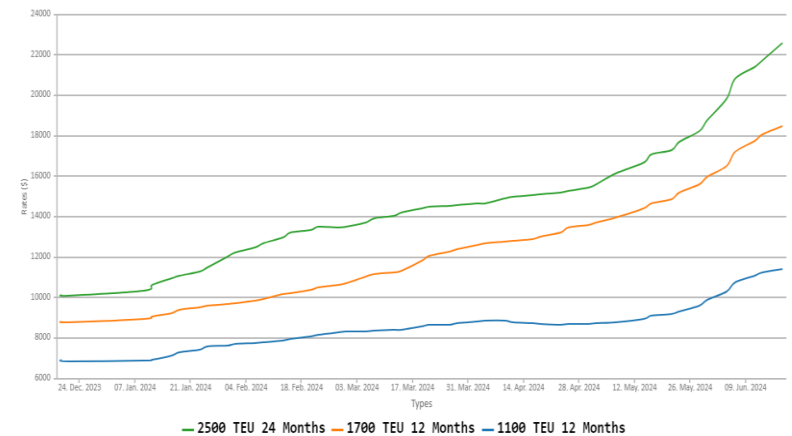
	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,206	2,613	3,769	4,627
売上総利益	1,422	611	1,053	1,481
少数株主利益等控除後利益	829	385	532	714
EPS	12,142	5,636	4,709	5,915
EPSの成長率	33%	-54%	-16%	26%

一般的な株式情報

2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	50,100
時価総額(10億VND)	6,079
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



PNJ – 成長潜在がある

理論価格:118,000 VND/株 - Upside +20%

投資観点

2024年業績:PNJの収入は前年比+16.1%増となり、新規店舗数は32カ所であり、クローズ店舗数は11カ所だった。

投資観点:

2025年には、PNJの税引後利益は前年比+17%増加すると予測されております。

- (1) 店舗別収入は(1)需要の緩やかな回復と、第2層、第3層における新たな顧客セグメントの活用；
(2)店舗数が前年比+30%増となるという要素のおかげで、前年比+9%増となるだろう。
- (2) 利益率は+1.5%増となる。

魅了的な評価:PBは13～14xであり、2024年～2026年の期間におけるCAGRは22%であり、2020年～2024年の期間におけるCAGRの18%より高い。

観察ベ来な要素:男性向けファッションジュエリーコレクションの発売。

リスク:金販売事業が複雑な状況であることで、業績は減少しています。

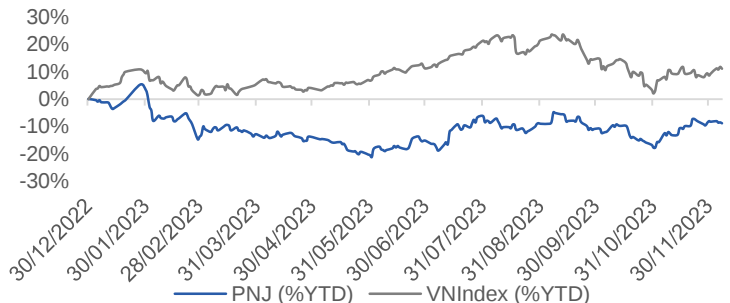
	2023	2024	2025	2025		2022F	2023F	2024	2025
P/E (x)	18.2	17.5	14.6	14.4	売上高	33,876	33,137	38,692	36,359
P/B (x)	3.3	3.0	2.6	1.8	売上総利益	5,927	6,059	6,564	6,969
ROA (%)	14%	15%	15%	2%	税引後利益	1,811	1,971	2,092	2,439
ROE (%)	20%	19%	19%	12%	EPS	5,093	5,434	5,664	6,777

一般的な株式情報

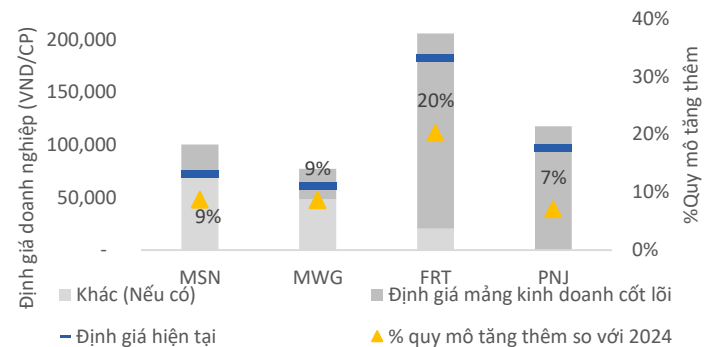
2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	98,200
時価総額(10億VND)	33,182
6ヵ月平均売買高(千株)	0.76
外国人投資家の保有率	0.0%

PNJの株価の推移



Retaining higher sale's base and protect earning



GMD – 回復力を維持する

理論価格：78,000VND/株 - Upside +20%

投資観点

投資観点:

1. BSCはGMDが2025年に成長率を維持すると期待しております。
 2. NDV 3 の効率向上と GML 2A の貢献がは2026年の重要な成長原動力となるだろう。それによると、NDV及び GMLを通じるコンテナ量はそれぞれ、前年比+16%増の173万t、同+10%増の194万tであると予測されております。
 - BSCは、(1)深水港よりもサービス料が低いという有利な立地条件が、アジア域内航路を利用する船舶の誘致に役立っていること、(2)) NHĐV 及び NH 港からの顧客が乗り換え、稼働率が向上するという要素のおかげで、Lạch Huyện港湾帯の拡大にもかかわらず、NDVが競争上の優位性を維持すると考えております。
 - GML 2Aは2026年第3四半期に稼働する見込みであり、産力の50万TEUsとコンテナ量の17万TEUsを寄与する。
 3. 評価は過去の期間に比べて低い。GMDの2025年EV/EBITDA FWDは13.2xである。
- リスク: (1) Trump 2.0の下での米国の関税政策の潜在的な変化、(2)NDV 3とGML 2Aの稼働期間は予想よりも遅い。

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	9.3	17.5	18.6	17.0
P/B (x)	2.0	1.9	1.8	1.7
ROA (%)	19%	11%	9%	10%
ROE (%)	26%	14%	13%	13%

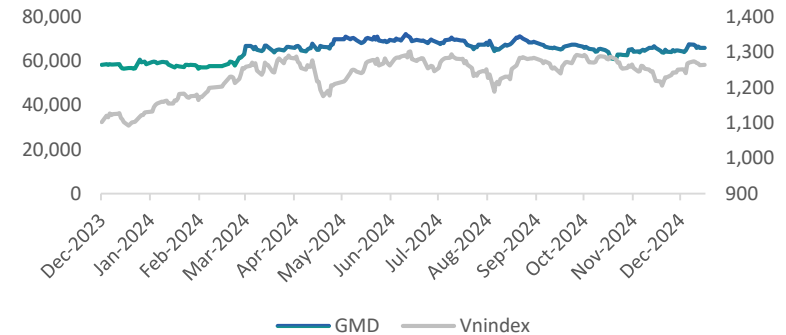
	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	3,846	4,643	5,046	5,594
売上総利益	1,778	2,115	2,288	2,503
税引後利益	2,251	1,528	1,443	1,574
EPS	7,207	3,690	3,486	3,803

一般的な株式情報

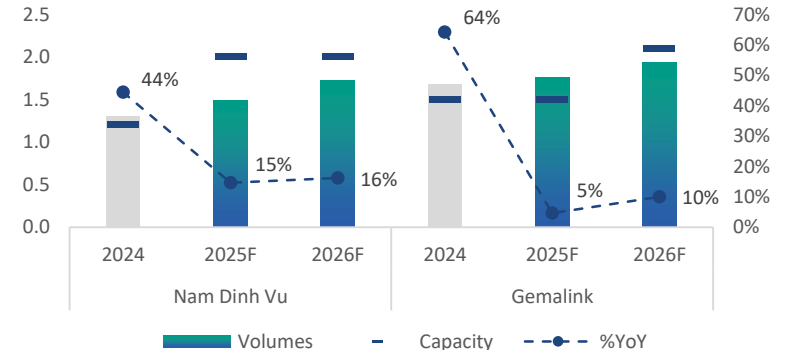
2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	65,000
時価総額(10億VND)	26,909
6ヵ月平均売買高(千株)	1.299
外国人投資家の保有率	0.03

GMD vs VNINDEX



NDVとGMLでのコンテナ量の予測



TNG –受注の前向きな見通し

理論価格:30,500 VND/株- Upside +16%

投資観点

投資観点:

- 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ということにより、財務コストの削減の恩恵を受けるだろう。
- 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%

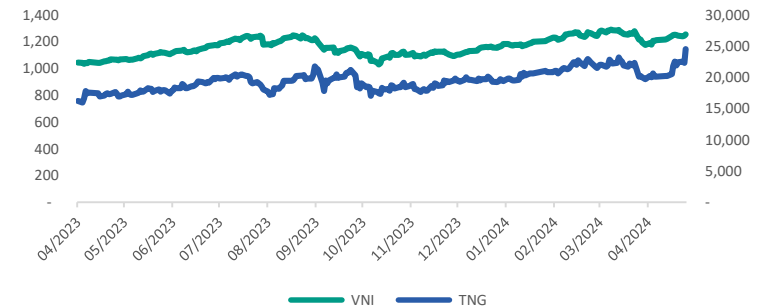
	2022	2023	2024F	2025F
売上高	6,772	7,095	7,932	9,652
売上総利益	999	981	1,260	1,493
少数株主利益等控除後利益	293	226	324	412
EPS	2,787	1,988	2,874	3,380
EPSの成長率	11%	-29%	35%	18%

一般的な株式情報

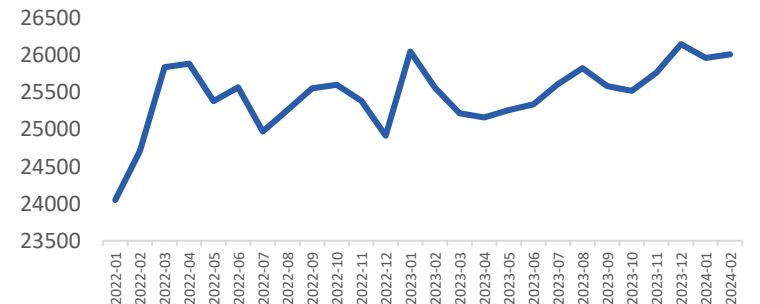
2024年12月23日のアップ
デート

終値(VND/株)	26,300
時価総額(10億VND)	3,224
6ヵ月平均売買高(千株)	2.06
外国人投資家の保有率	31%

TNG versus VnIndex



市場での小売売上高





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。

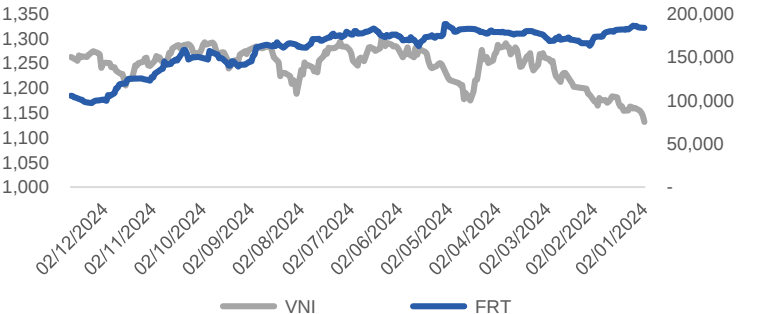
	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
P/E (x)	64.8	NA	68.2	41.5	売上高	30,166	31,850	39,282	46,526
P/B (x)	10.9	15.8	12.8	9.8	売上総利益	4,703	5,162	7,564	9,309
ROA (%)	4%	NA	2%	4%	税引後利益	390	(346)	371	610
ROE (%)	19%	NA	19%	24%	EPS	2,865	(2,537)	2,720	4,476

一般的な株式情報

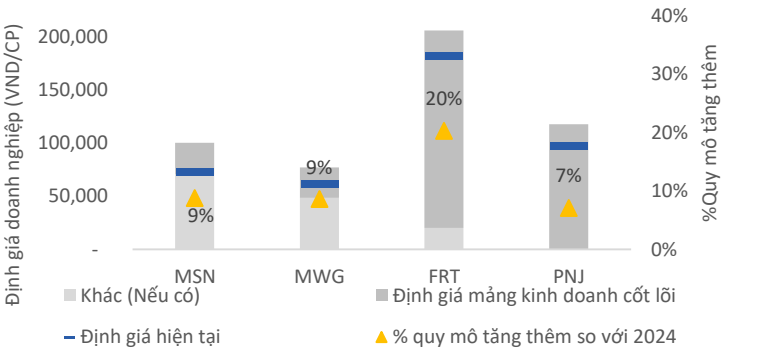
2024年12月23日の
アップデート

終値(VND/株)	186,000
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

