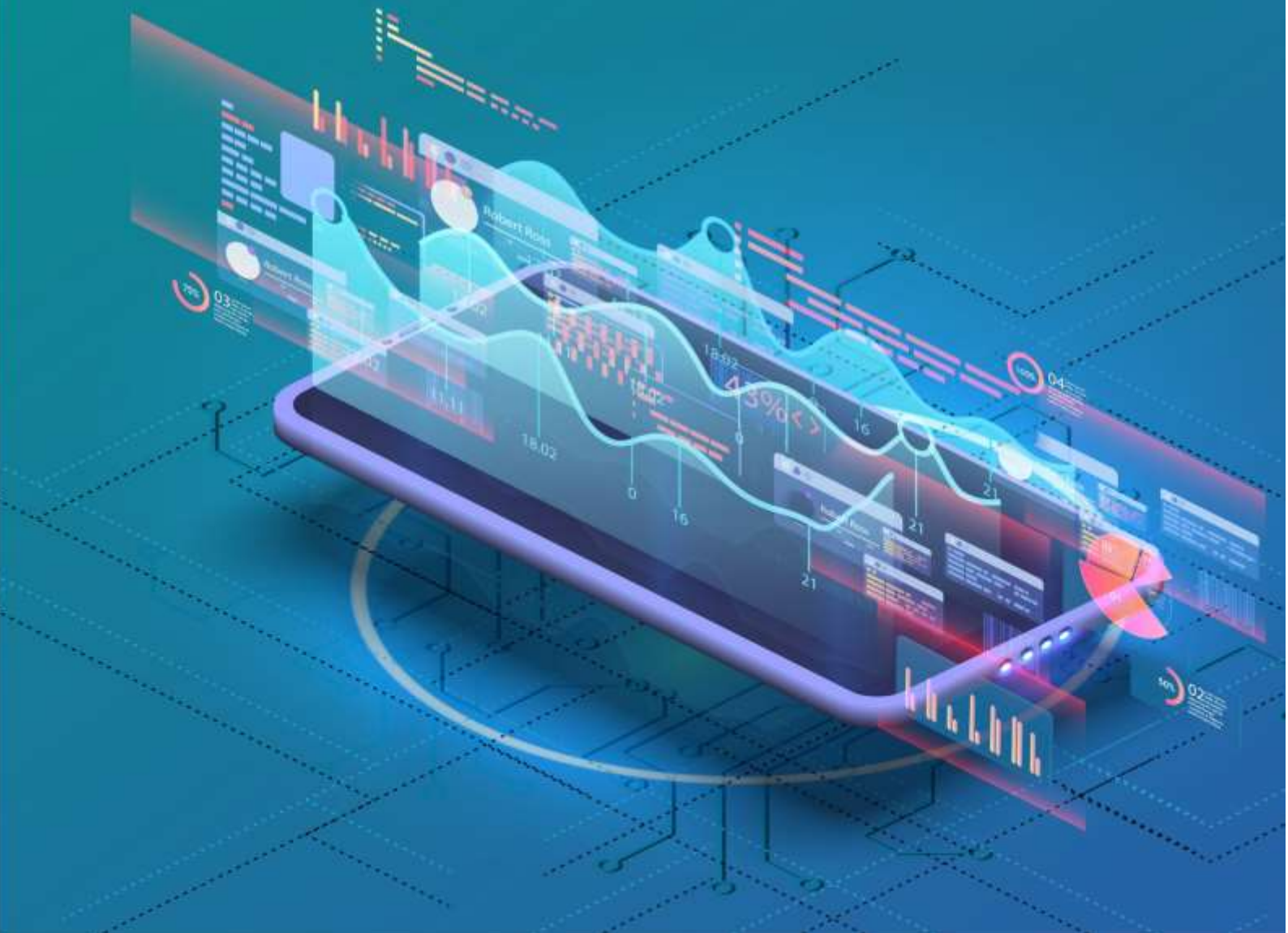
2022年10－12月期
セクター見通し



科目

2022 年 10 月～12 月セクター見通し 3
銀行業「有望」 3
工業団地区不動産業「有望」 7
IT・郵便通信業［有望］ 12
畜産業[有望] 14
石油・ガス業「有望」 16
航空業「有望」 21
水産業［有望］ 24
消費財・小売り業「有望」 27
自動車業[有望] 29
タイヤ業[有望] 32
損害保険業[中立] 35
港湾業 [中立] 37
繊維・アパレル業[中立] 40
電気業[有望] 42
食品業 [中立] 44
肥料業[中立] – 化学業[有望] 46
海運業[中立] 50
商業不動産業[弱気] 52
鉄鋼業[弱気] 56
建設業 [弱気] 58
セメント業[弱気] 60

2022 年 10 月～12 月セクター見通し

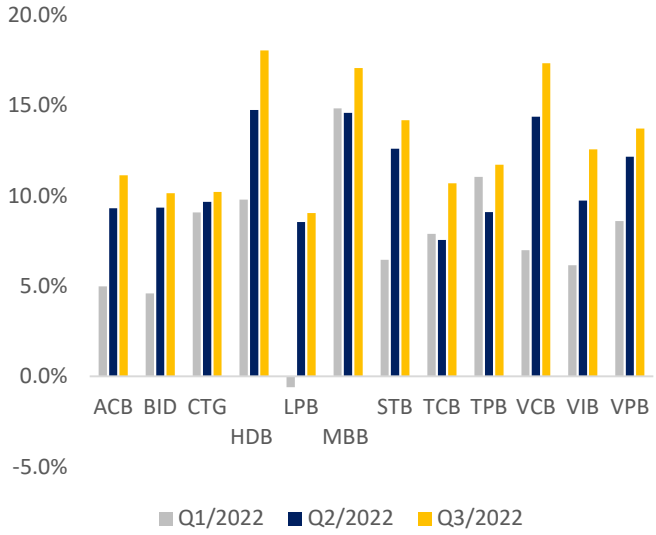
銀行業「有望」

分析者: Phan Quốc Bửu *Email:buupq@bsc.com.vn*

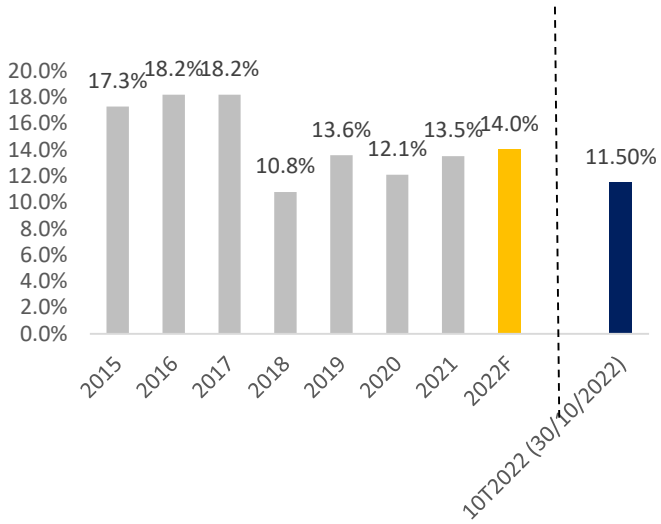
- 2022 年 10 月の貸付成長率は年初比 11.5%を達した。
- 上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の割合は低い水準で維持し、4 つの商業銀行に集中している。
- 2022 年下半期には、調達コストが増加する背景には、 当座・普通預金(CASA)の調達量が高い銀行は圧力を緩和するだろう。
- BSC は 2022 年の純金利マージン(NIM)を 3.7%で維持している。
- 2022 年 10 月 31 日の時点で、銀行業界は 2022 年の P/B を 1.0x で評価されていた。BSC はこの評価が低い水準で留まっているが、財務の健全性が良いので、現在の水準より高い評価されるべきだと考えております。そのために、BSC は銀行業の 2022 年投資見通しを「有望」を維持している。
- しかし、(1)世界景気後退、(2)銀行業界の貸付費用の比率及び貸倒引当金繰入額の比率を上げる傾向が銀行業界の見通し及び 2022 年第 4 四半期、2023 年の利益成長に影響を与えるというリスクにより、銀行業界の 2023 年見通しに影響される可能性がある。

2022 年 10 月の貸付成長率は年初比 11.5%を達した。この貸付成長率が生産回復及び資本の需要の増加ということから由来した。BSC の評価によると、2022 年の貸付成長率が 14%に達するという目標は可能性がある。2022 年第 3 四半期には、多くの銀行は 9 月に付与された貸付限度額を利用した。BSC はインフレ率を制御し、マクロ経済を安定する目的として、年末に貸付限度額の余地があまり大きくないと考えております。

2022 年 6 ヶ月の貸付成長率



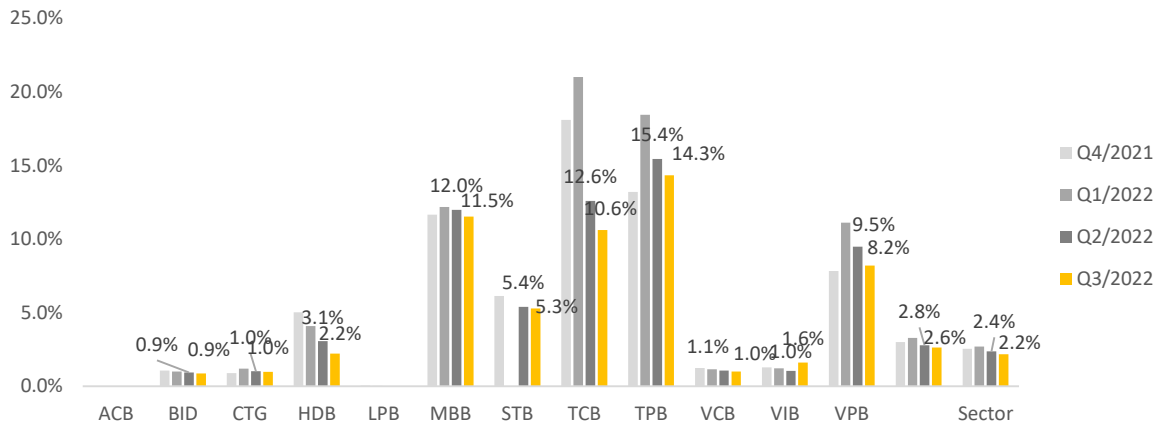
2022 年の貸付成長率の予測



ソース：上場銀行の財務諸表（ACB, BID, CTG, HDB, LPB , MBB , STB , TCB, TPB , VCB , VIB , VPB）、BSC Research

上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の割合は低い水準で維持し、4 つの商業銀行に集中している。2022 年第 3 四半期末の時点で、上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の貸付残高が 218 兆 2,210 ドンだった。いくつかの銀行は（1）社債の金利が普通借入分より高い、（2）投資ポートフォリオが様々な業界を含むので、リスクを制限するということを基づく、大手企業の社債への投資する傾向がある。現在、第 153 号議定は不動産業界のキャッシュフローに影響を与えている。しかし、BSC は投資ポートフォリオが様々な業界を含むと共に、不動産業界の貸付率が低いことで、銀行への影響が大きくないと考えております。しかし、投資額に対して貸倒引当金を繰入のリスクがいくつかの 2022 年第 4 四半期及び 2023 年利益成長に圧力をかけるだろう。

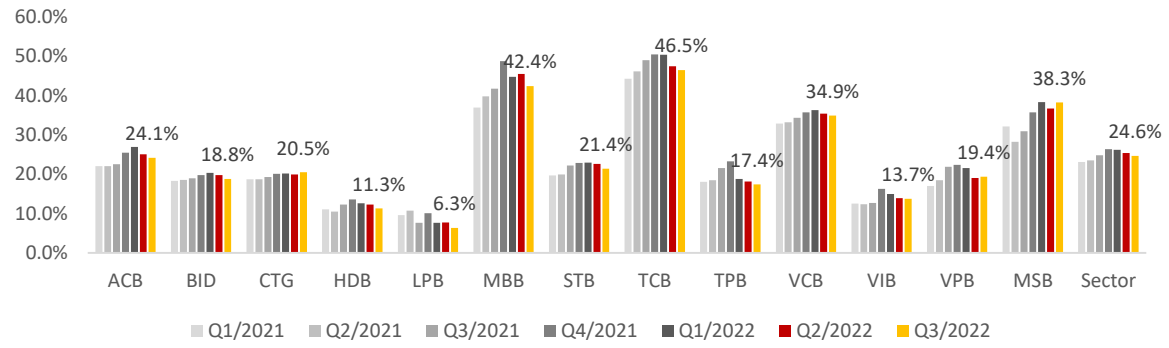
2022 年第 3 四半期末時点で、上場銀行の貸付構成における社債の割合が低下した。



ソース：上場銀行の財務諸表（ACB, BID, CTG, HDB, LPB , MBB , STB , TCB, TPB , VCB , VIB ,MSB, VPB）、BSC Research

2022 年下半期には、調達コストが増加する背景には、当座・普通預金(CASA)の調達量が高い銀行は圧力を緩和するだろう。当座・普通預金(CASA)の比率は 2022 年第 3 四半期に引き続き下落した。いくつの銀行は高い CASA の比率（30%以上）及び低い LDR 比率のおかげで、原価を減少させ、調達コストの増加に対して対応、NIM を他の銀行より高い水準で維持することができるだろう。

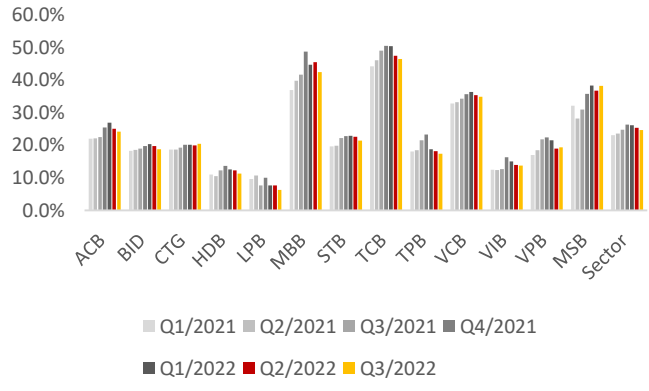
2022 年第 2 四半期末時点の上場銀行の CASA の比率



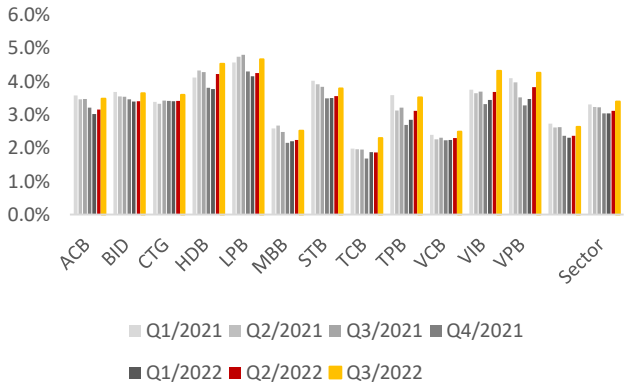
ソース：上場銀行の財務諸表（ACB, BID, CTG, HDB, LPB , MBB , STB , TCB, TPB , VCB , VIB , VPB）、BSC Research

BSC は（1）景気の回復が貸付成長率を増加させる、（2）貸付金利がサポート期間の後回復する、（3）2022 年に CASA の増加が資本コストを削減するという要素のおかげで、2022 年の純金利マージン(NIM)を 3.7%で維持している。2022 年 9 月に政策金利を引き上げたことで、NIM が短期的に下落する可能性がある。しかし、NIM の上げ幅は（1）CASA の比率、（2）LDR の比率、（3）中長期貸付に対しての短期資本という要素に依存する。

平均貸付金利

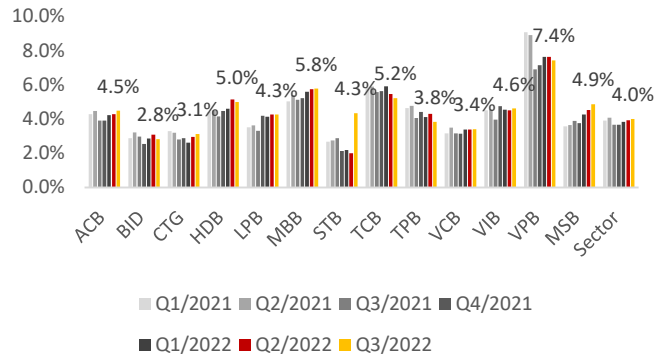


平均預金金利

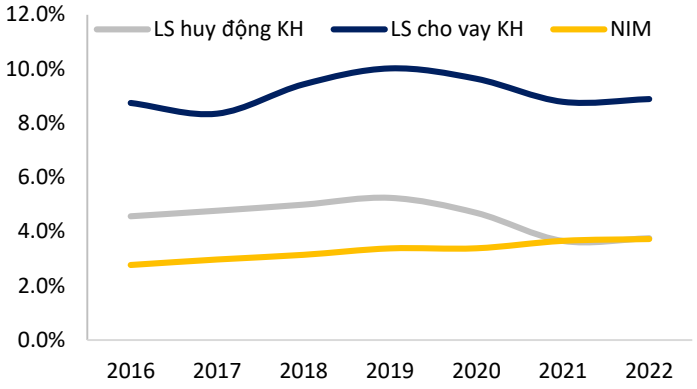


ソース：上場銀行の財務諸表、国家銀行、BSC Research

2022 年第 3 四半期末の上場銀行の NIM



2022 年 NIM 予測

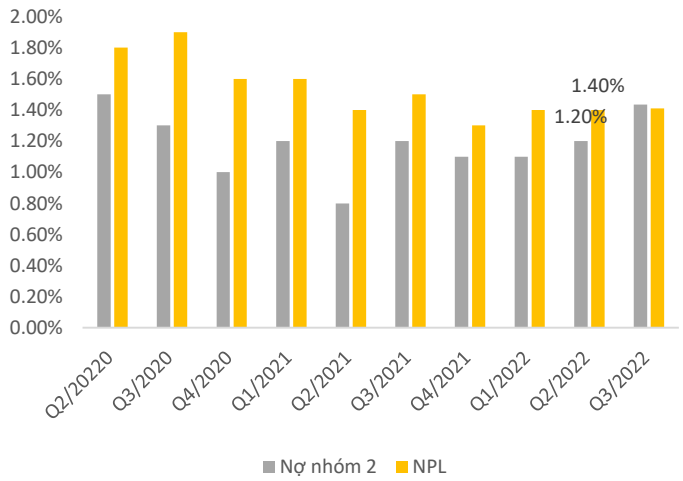


ソース：上場銀行の財務諸表（ACB, BID, CTG, HDB, LPB，MBB，STB，TCB, TPB，VCB，VIB，VPB）、BSC Research

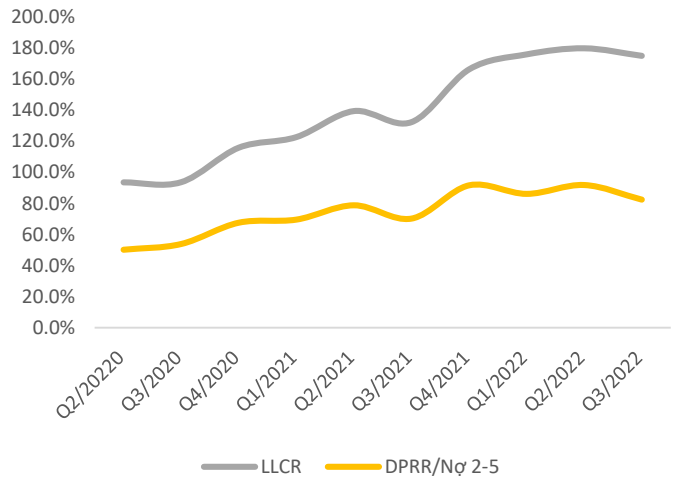
資産質 – 資産の質は適切に管理されていますが、社債に関するリスクが出る可能性がある。

（1）不良債権比率と不良債権回収比率は改善されている。BSC は資産質の低下に悪影響を受けているが、厳格な信用管理政策と高い不良債権回収比率のおかげで、銀行が資産の質を適切に管理し、現在の水準（不良債権率の 1.4%）を維持することができると評価しております。

不良債権比率が 1.4～1.5%で管理された。



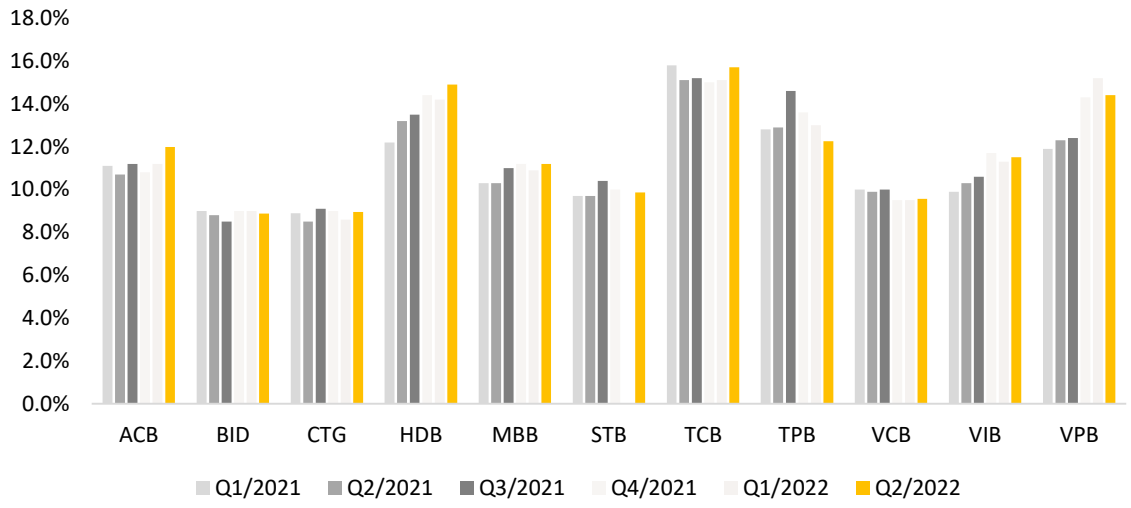
不良債権回収比率が改善された。



ソース：上場銀行の財務諸表（ACB, BID, CTG, HDB, LPB，MBB，STB，TCB, TPB，VCB，VIB，VPB）、BSC Research

(2) 自己資本比率(CAR)は高い水準で維持している。CAR Basel II の比率は高い水準で維持して、中長期的な貸付に対する短期資本比率が安全な水準で維持された。

CAR Basel II の比率が高い水準で維持された。



ソース：上場銀行の財務諸表（ACB, BID, CTG, HDB, LPB , MBB , STB , TCB, TPB , VCB , VIB , VPB）、BSC Research

工業団地区不動産業「有望」

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

- 海外直接投資活動が世界でまだ回復していない背景には、ベトナムは世界における潜在的なメーカーを誘致する到達点だと評価されている。
- 法律環境がより明確くなり、完璧になっているのは行政手続きを短縮し、持続可能な開発を促進す ると期待されている。
- 産業センターは南部で集中し、ホーチミン市の衛星都市に拡大している。
- BSC は工業団地区不動産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

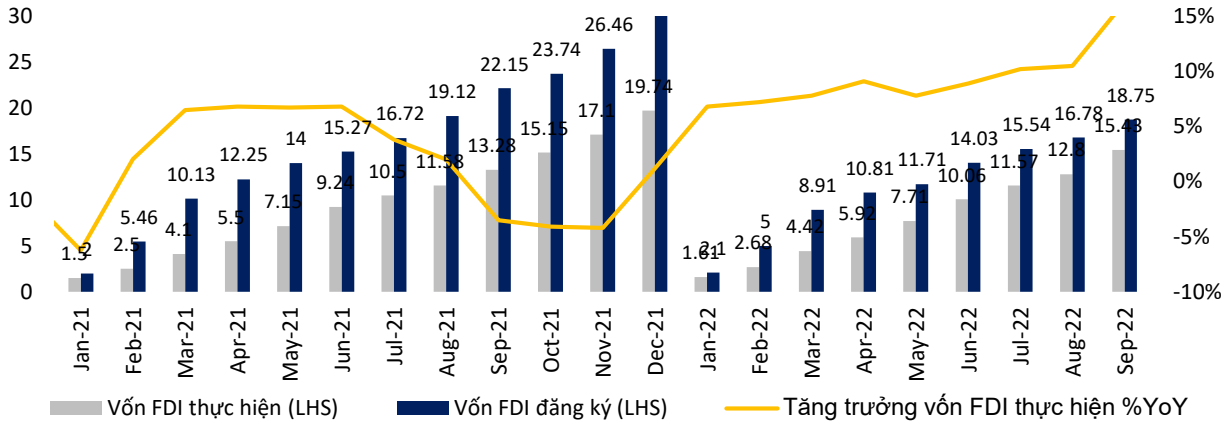
FDI 実行額が引き続き増加するが、FDI 認可額が減少するのは 2023 年 FDI 実行額に対して圧力をかけるだろう。

統計局によると、2022 年 9 ヶ月には FDI 追加認可額が前年同期比−15.3%減の 187 億 5,000 万 USD となった。減少の原因は前年同期に 第 I&II 電力・ガス工場案件（31 億 USD）及び第 II O Mon 火力発電所案件（13 億 1,000 万 USD）という新規案件を計上したということから由来した。しかし、FDI 実行額が前年同期比+16.3%

増の 154 億 3,000USD で、2018 年～2022 年期間では 9 ヶ月単位で最高水準に達した。しかし、FDI 追加認可額の成長率が直近の 2 ヶ月には急減した。(1)世界景気後退の可能性が高い、(2)インフレ率が上昇している、(3)中国の経済活動が再開している背景には、2022 年 FDI 実行額が高い水準で維持しているが、FDI 認可額が急減しているのは 2023 年の FDI 実行額に圧力をかけるだろう。

BSC はベトナムが政情安全、為替レート安定化、豊富な労働力、人件費の安さ、自由貿易協定、政府の FDI 誘致政策という利点として、世界における潜在的なメーカーを誘致する到達点だと評価されている。

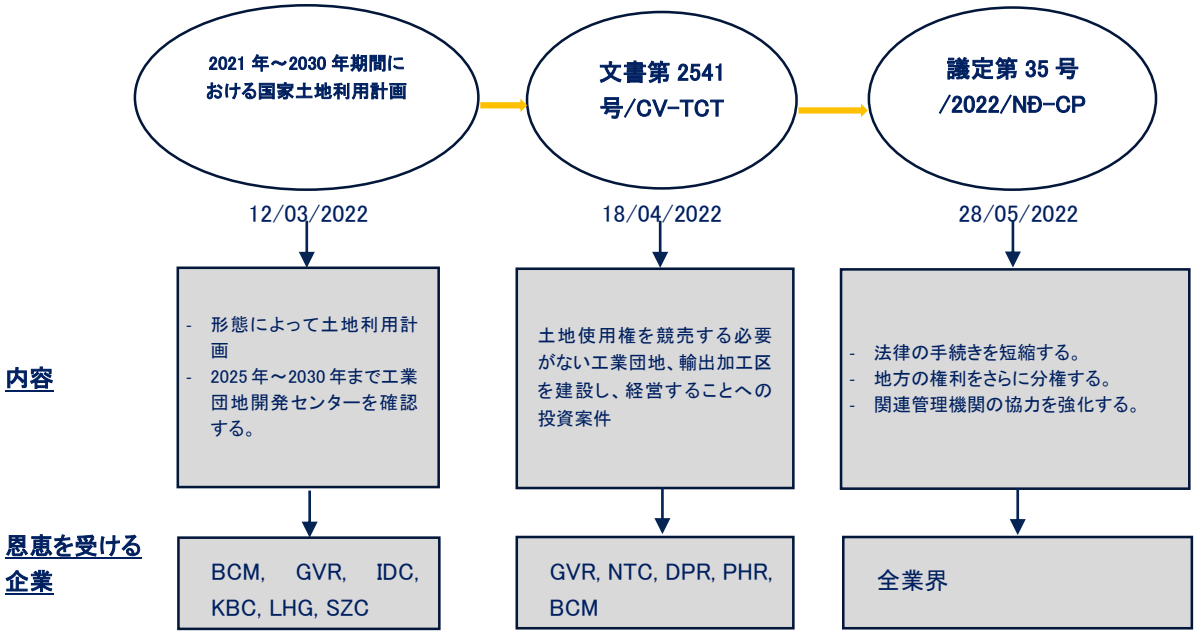
2021 年～2022 年第 3 四半期期間における FDI 実行額及び FDI 実行額(10 億 USD)



ソース：GSO

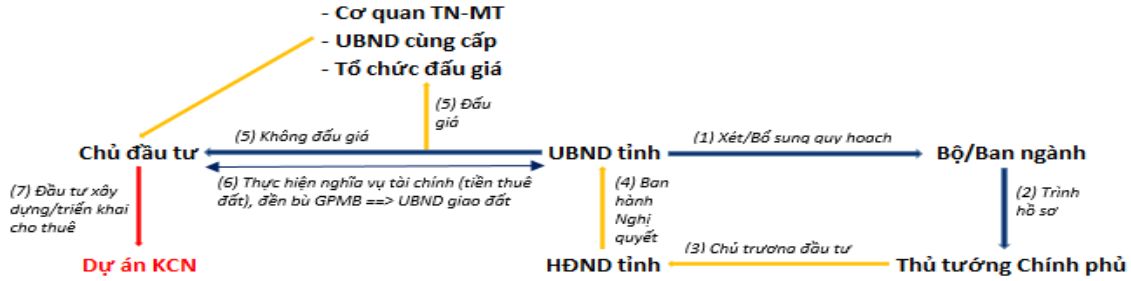
法律環境がより明確くなり、完璧になっているのは行政手続きを短縮し、持続可能な開発を促進すると期待されている。2022 年 9 ヶ月には、ベトナムは工業団地区開発に関する文書を公式に承認した。

工業団地への投資法理環境



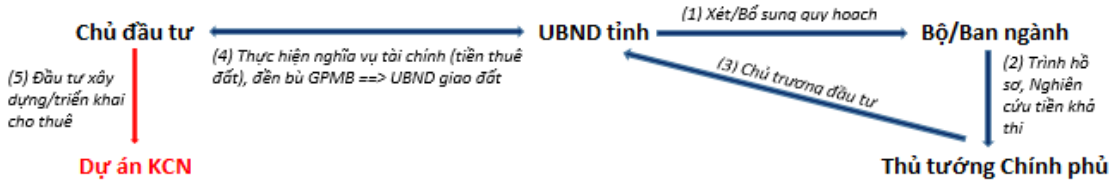
ソース：Chinhphu.vn, BSC Research

2022 年 7 月 15 日前の工業団地インフラの投資プロセス



ソース：2013 年土地法律、議定第 82 号/2018/NĐ-CP, BSC Research 総合

2022 年 7 月 15 日後の工業団地インフラの投資プロセス



ソース：2013 年土地法律、議定第 35 号/2022/NĐ-CP, BSC Research 総合

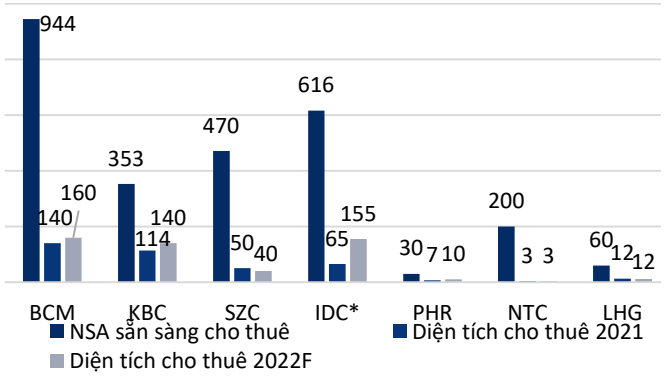
議定第 35/2022/NĐ-CP は必要がない手続きを簡約することだけでなく、プロセスのステップの条件、必要な書類を詳しく挙げる。BSC の評価によると、法的な問題が段々解除されているのはベトナムでの工業団地システムの有効的で、安定的で、同期的な開発を促進する。

工業センターは南部で集中し、ホーチミン市の衛星都市へ拡大する傾向がある。

副首相は 2021 年～2030 年期間のおける土地利用計画を承認した。それによると、2025 年まで全国の総工業団地面積が 15 万 2,800 ヘクタール、2030 年まで 21 万 9,000 万ヘクタールに達するという計画を設定した。工業センターは南部では、Dong Nai 省、Binh Duong 省、Vung Tau 省、Long An 省、Binh Phuoc 省で集中し、2025 年の全国の総工業団地面積の 31.2%を占め、北部では、Hai Phong 省、Bac Giang 省、Bac Ninh 省、Ha Nam 省、Hung Yen 省、Quang Ninh 省で集中し、2025 年の全国の総工業団地面積の 17.6%を占める。BSC は南部での工業団地区不動産市場、特に Binh Duong 省及び Dong Nai 省（入居率が 90%以上）が 2022 年に開拓を強化されると信じております。

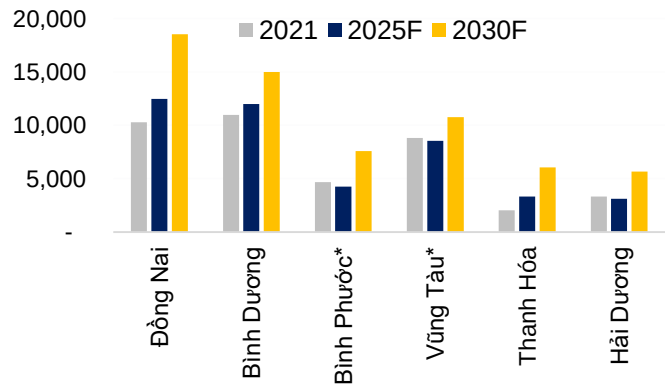
BSC はトップ企業の次の 1 年間賃貸可能土地面積を再評価した。それは BCM の土地面積 944 ヘクタール、IDC の土地面積 616 ヘクタール、SZC の土地面積 470 ヘクタール、KBC の土地面積 353 ヘクタールを含む。

いくつかの企業の 2022 年～2023 年期間における賃貸可能商品用総面積（ヘクタール）



ソース：BSC Research

土地利用計画によって重要な省・市での工業団地用土地面積



ソース：MPI, BSC Research

備考：上記は法的な手続き完了する工業団地である。または 2022 年～2023 年機関完了する可能性が高い工業団地を含む。

備考：上記は成立した工業団地の面積である。投資を許可されていない工業団地を含む。

工業団地区不動産企業の財務状況の概要

企業	純現金/純借入	借入残高	借入/総資産	社債債務/借入	残り床面積（ヘクタール）	賃貸可能床面積（ヘクタール）	顧客
グループ 1：社債の保有率が高い企業							
BCM	(12,742)	(15,848)	32%	67%	944	944	FDI グループ：輸入出及びハイテクノロジー
KBC	(3,766)	(6,888)	22%	56%	1,053	353	FDI グループ：チップ、電子、設備分野に関するハイテクノロジー
グループ 2：社債の保有率が低い企業							
SZC	(1,911)	(2,205)	37%	18%	651	470	SME：組立、加工、機械
IDC	(971)	(3,343)	21%	12%	1,079	616	FDI グループ：重工業（Phu My 2 工業団地区）、ロジスティック企業、倉庫（Huu Thanh 工業団地区）
3 グループ：純借入がない企業							
GVR	7,644	(8,502)	11%	0%	N/A	N/A	SME：労働集約産業
SIP	3,607	(1,038)	5%	0%	N/A	N/A	
PHR	1,685	(429)	7%	0%	836	30	
NTC	1,091	(419)	10%	0%	200	200	
LHG	1,098	(163)	5%	0%	270	60	SME：ロジスティック、倉庫

ソース：BSC Research

BSC は工業団地区不動産企業、特にベトナムゴム工業グループ(Vietnam Rubber Group＝VRG) 傘下の企業の財務基礎がかなり優良だと評価しております。これらの企業は純債務がない、社債債務がない、流動資本及び配当支払いの為に短期借入額を利用する。

投資観点—有望

BSC は(1)供給源が不足しているが、需要が回復することで、工業団地区賃貸価格が高い水準で維持する、(2)生産経営活動が新型コロナウイルス感染症により、中断されない、(3)法的な問題が解消されることのおかげで、企業が案件を展開できる、(4)交通インフラが中期に改善されるということを基づく、工業団地区用不動産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの工業団地区用不動産企業の業績推定

銘柄	2022年の売上高(10億ドン)	% YoY	2022年税引き後利益(10億ドン)	% YoY	2022年のEPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年11月25日の終値	目標価格	Upside
BCM	8,447	21%	2597	85%	2306	32.5	4.1	5%	14%	74,900	94,200	26%
KBC	4,816	13%	3,639	365%	6,321	2.8	0.5	11%	19%	17,700	19,200	8%
LHG	728	-7%	315	6%	5805	3.3	0.6	11%	19%	19,300	23,600	22%
NTC	483	78%	449	53%	18,134	6.1	2.9	10%	49%	110,797	N/A	N/A
IDC	7,615	77%	2221	389%	6663	4.8	1.4	16%	37%	32,000	43,400	36%

ソース:BSC Research

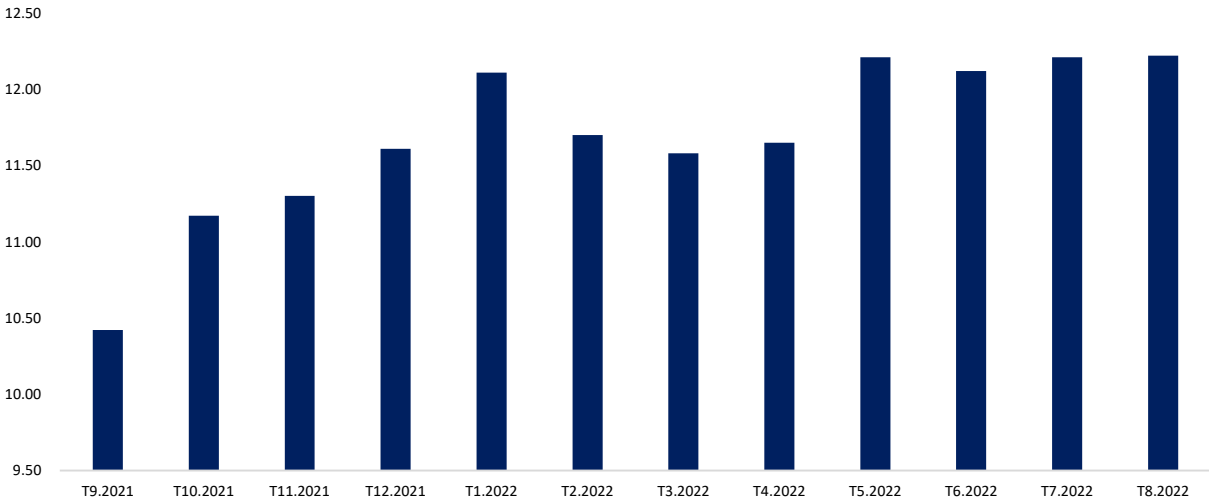
IT・郵便通信業[有望]

分析者:Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn

- 2022年9ヶ月の郵便通信業による収入が前年同期比+7.1%増の248兆5,000万ドンを達した。
- 2022年には、BSCは(1)(1)デジタルトランスフォーメーション傾向及び政府のスマート交通の投資、(2)5G通信サービスが通信企業の経営活動を促進するということを基づく、IT・郵便通信業の見通しが明るいだと評価しております。
- BSC証券はIT・郵便通信業の2023年見通しを「有望」と評価しております。

統計局によると、2022年第3四半期の郵便通信業による収入が前年同期比+8.1%増の79兆9,000万ドンを達した。2022年9ヶ月には、郵便通信業による収入が前年同期比+7.1%増の248兆5,000万ドンを達した。

郵便通信業による収入（兆ドン）



ソース：情報通信省

2023 年には、BSC は下記の通りに IT・郵便通信業の見通しが明るくなると評価しております。

- **デジタルトランスフォーメーション傾向及びスマート交通（ITS）の公共投資はテクノロジー企業にポジティブな影響を与える。**ベトナム政府はデジタル化を強化し、「Made in Vietnam」という製品に対してデジタルトランスフォーメーションを導入することで、FPT、MCG などの国内テクノロジー企業が恩恵を受ける。2022 年にスマート交通への公共投資を強化する必要がある。BSC は（1）北部ー南部高速道路の 12 つの道路での ITS 及び（2）市内での ITS という 2 つの原動力が ELC、ITD などの企業に恩恵を与えると評価しております。
- **5G 通信サービスの展開進捗が通信企業の経営活動を促進すると期待されている。**BSC の評価による、第 5 世代移動通信システムに段々転換しているのはベトナムでの肝心な傾向となる。これは通信業に促進する原動力となる。政府は 2022 年に第 5 世代移動通信システムの商品化を展開する計画があるが、2022 年上半期にはまだ広い範囲で展開していません。CTR などの通信企業はインフラ設備、システム保守の仕事量を上げ、通信サービスを供給する企業間のインフラを共有することを強化することから恩恵を受ける。

しかし、BSC は円（JPY）とか韓国ウォン（KRW）などの通貨が下落したのはテクノロジーサービスを供給している企業（FPT、CMG）の業績に影響を与える可能性があると注意しております。2022 年初から、円は 22%安、韓国ウォンが 13%安となった。

投資観点—有望

BSC は IT・郵便通信業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が落ち込めば、デジタルトランスフォーメーション傾向がベトナム及び世界でまだ続くと期待しております。郵便通信業に対して、BSC は CTR がインフラ設備、システム保守の仕事量を上げ、通信サービスを供給する企業間のインフラを共有することを強化することから恩恵を受けると期待しております。

いくつかの IT・郵便通信企業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% YoY	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% YoY	2022 年の EPS（VND／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
FPT	44,068	24%	6771	56%	4768	15.1	3.6	17%	26%	72,000	84,600	18%
CTR	8,578	15%	462	23%	4,875	9.2	2.6	11%	30%	45,000	51,200	14%
ELC	1,106	68%	48	0%	970	8.5	0.5	4%	7%	8,200	7,700	−6%

ソース：BSC Research

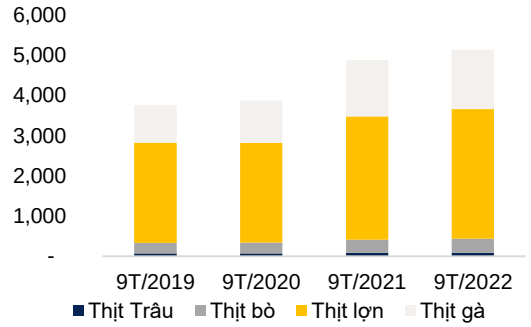
畜産業[有望]

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

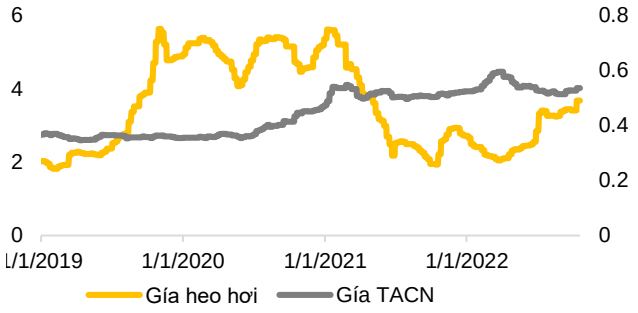
- 国内生体豚価格は 7 月初から大幅に上昇した。原因は供給源が不足し、中国市場での「ドミノ効果」から影響されたということから由来した。
- 畜産業の業績は 2022 年上半期の低い水準なので、回復すると期待される。
- 畜産業の 2022 年下半期～2023 年見通しを「有望」と評価しております。

2022 年上半期には、畜産企業の業績の底だった。コア経営活動事業の 2022 年第 1 四半期売上総利益率は−2 ポイント%から−16 ポイント%に急落し、2022 年第 2 四半期に最低水準で維持した。

体制豚肉の販売量（1,000t）



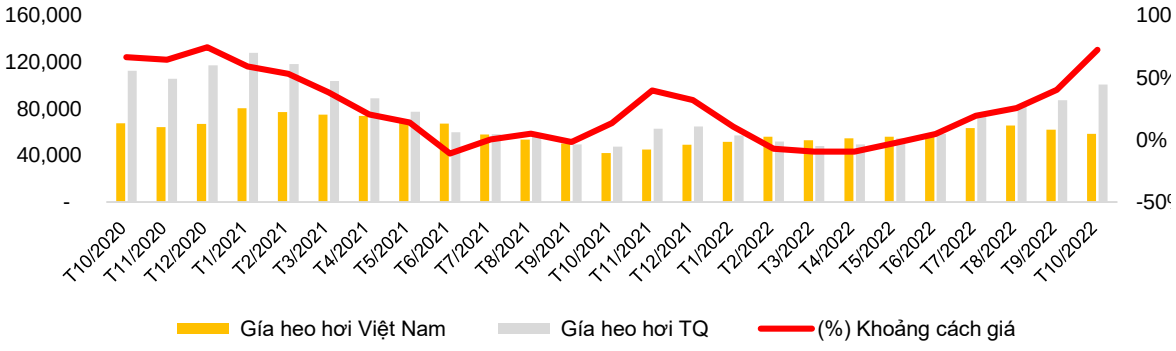
2017 年～2022 年における中国での家畜飼料価格及び体制豚価格の推移及び（USD/キロ）



ソース：DBC, Bloomberg, BSC 総合

また、ベトナムの体制豚価格の上昇傾向が国境貿易チャネルを通じる 2022 年 6 月から中国での体制豚価格の上昇から恩恵を受けている。2022 年第 3 四半期には、中国での体制豚価格は上半期に比べて＋53%増となり、上げ幅を縮小するシグナルを見せていない。原因は（1）天候及びエピデミックが複雑になっていることで、供給源を引き締めている。そして、経済活動再開への期待として、一部の畜産農家が豚をより高い価格を待って、まだ販売しない。（2）冬及びテトのために豚肉を備蓄する心理により、需要がますます回復するということです。

ベトナムの体制豚価格は中国と共に推移した。価格格差は 2022 年 9 月から拡大した。



ソース：BBG, Agromonitor, BSC 総合

しかし、2022 年 9 月から、ベトナムと中国の体制豚価格の格差はますます拡大している。原因は新型コロナウイルスの流行が複雑になり、2022 年 10 月に中国の党大会のために、政府が境界を厳しく監査し、貿易を制限したということから由来した。BSC は中国が経済活動を再開したら、この格差が縮小すると期待しております。BSC は下記の要素を基づく、畜産企業の 2023 年売上総利益率が回復すると期待しております。

（1）2023 年には、体制豚価格は 6 万～7 万の範囲で推移すると予測されている。この予測の根拠は（1.1）投入コストやエピデミックだけでなく、企業が環境問題及び

畜産許可証問題に直面していることで、供給源が引き締められ、(1.2)体制豚需要が安定的に高まりと期待されるということです。

(2)家畜飼料の原材料のコスト及び運送コストは下落する傾向がある。これは DBC、BAF、HAG などの価値チェーンを自主的に運用している企業に対して利点をもたらすだろう。

しかし、BSC は為替レート変動が家畜飼料の原材料の輸入活動に影響を与えるリスクの以外、利上げ傾向が企業の資本コストに影響を与える可能性があると注意しております。

投資観点—有望

BSC は畜産業の 2023 年見通しを「有望」と評価しております。

畜産企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	% YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	% YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
DBC	12,825	19%	425	-49%	2,176	5.8	0.5	4%	8%	12,600	15,600	24%

ソース:BSC Research

石油・ガス業「有望」

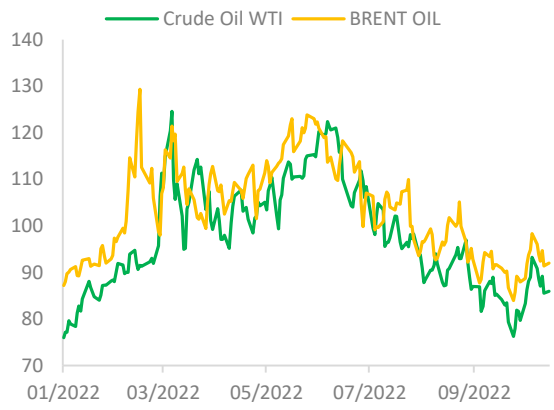
分析者:Dương Quang Minh *Email: Minhdq@bsc.com.vn*

- 原油価格が大きく変動し、90 ドル/バレルに戻した。
- ガソリン消費需要が安定的な水準で維持した。OPEC は石油産量を削減したことで、供給源が短期的に引き締められた。
- ベトナムでの長年油田産量の減少は新規案件の展開進捗を促進する。
- LNG を利用する傾向は長期的に強化されている。
- BSC は石油・ガス業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。BSC は GAS、BSR と PVD の 2022 年投資評価を「買い」と推奨しております。

世界:供給源が引き締められることで、原油価格が急落する可能性が低いだろう。

原油価格が続落し、90 ドル/バレルに戻した。原油価格は年中に過去最高値 130USD/バレルに達成した後、大幅に下落し、第 3 四半期末に 90USD/バレルに下落する局面があった。また、ガス価格は過去最高値に比べて-33%減となて、6～7USD/ mmbtu で推移している。原油価格及びガス価格下落の原因は世界景気後退に関する概念により、エネルギーや原油の需要が減少したためだ。

世界的な原油価格



世界的なガス価格

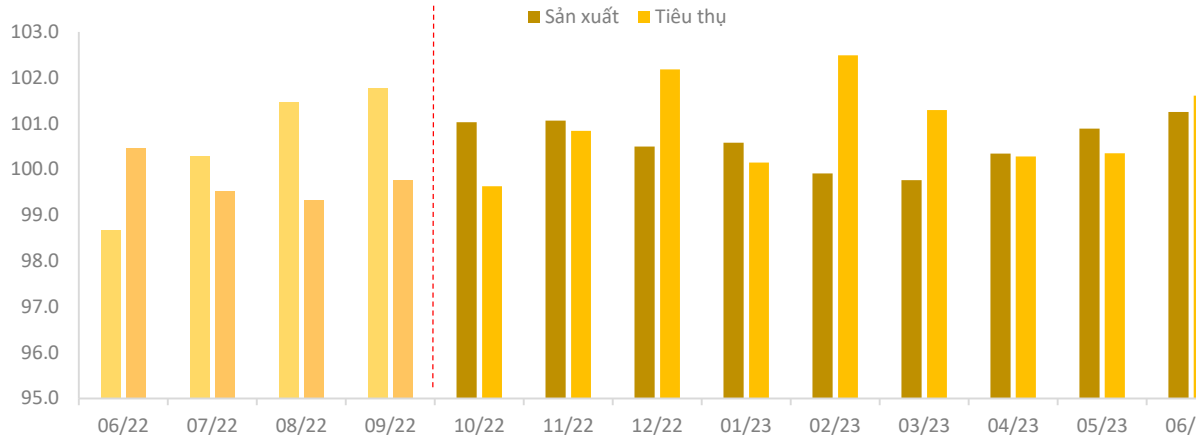


ソース：Bloomberg, BSC Research

全世界の原油需要は日当たり 1 億バレルを達しると予測されている。2022 年 9 ヶ月には、全世界の原油消費量が前年同期比+3.7%増の日当たり 9,900 万バレルを達した。また、ガス供給源が制限されているのは原油需要を間接的に高めるかのうせいがある。OPEC によると、原油需要が 2022 年第 4 四半期には、日当たり 1 億 200 バレルを達し、2023 年に日当たり 1 億 270 バレルを達すると予測されている。

BSC は 11 月の原油産量が引き締められていることで、原油価格が今後高い水準で維持すると考えております。石油輸出国機構（OPEC）プラスは 11 月の原油生産量を 10 月の水準から 1 日当たり 200 万バレル減産すると決定した。今回の減産幅は世界の石油需要のおよそ2%に相当する。2022 年 12 月から、ロシア産石油の輸入を禁止する背景には、石油不足状況は続ける可能性がある。BSC は原油価格が 2022 年末及び 2023 年初に 90 ドル/バレルで推移すると予測しております。

世界的な原油生産量及び消費量予測

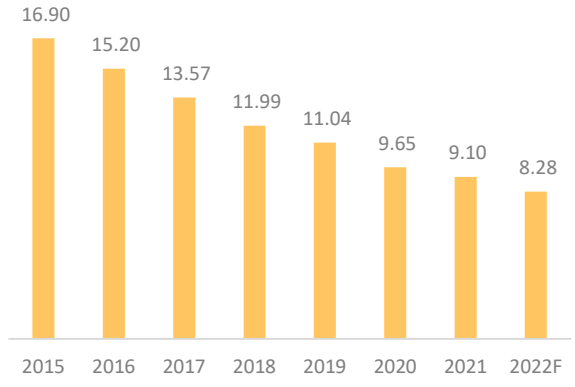


ソース：EIA、BSC Research

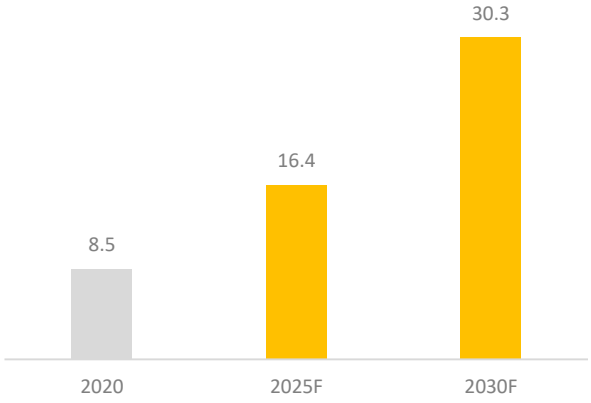
ベトナム：新規案件への期待

ベトナムの大きな油田は採掘量が年間 8～10%減となっている。2015 年から現在まで、国内採掘量が連続で減少し、2015 年の 1,690 万 t から 2021 年に 910 万 t に減少した。PVN によると、ベトナムで殆どの採掘している油田は 15~36 年間で採掘された。これらの油田は最後採掘段階にある。そのために、現存油田からの採掘量が次の数年に 5~8%追加減少する可能性がある。しかし、国家エネルギー開発計画原案によると、電力工場は 2025 年にガス 160 億 m3、2030 年に 300 億 m3 を調達する必要がある。そのために、中長期エネルギー需要を満たすために、原油新規案件を開発することは必要がある。

国内原油採掘量が年間 8～10%減となった。



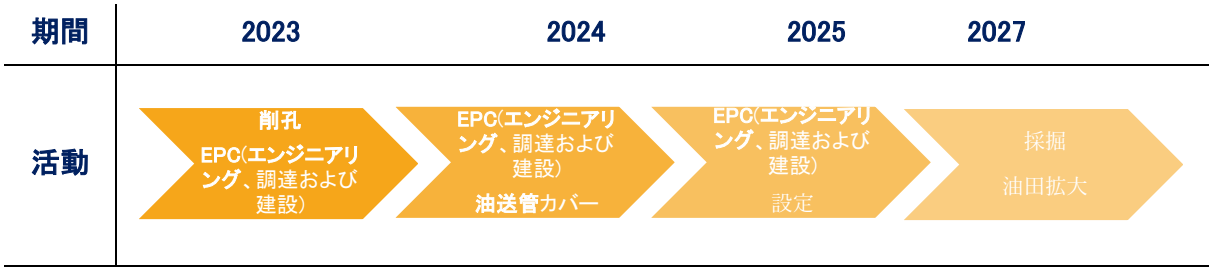
電気工事によってベトナムのガス需要



ソース：PVN、2021 年～2030 年期間における国家エネルギー開発計画原案、BSC Research

Lo B- O Mon 案件は近い将来に着工すると期待される。現在まで、この案件はベトナムで最大ガス採掘案件で、総投資額が約 100 億ドルに達した。

Lo B- O Mon 案件の進捗予測（許認される場合）



ソース：BSC Research

LNG を利用する傾向は長期的には強化されている。しかし、現在ベトナムで LNG を利用する電力工場は投資中にある。そのために、BSC は LNG 案件が 2024 年以後、収入を計上すると評価しております。

ベトナムでいくつかの案件が承認されて、マスター計画を実行している。

案件	地域	生産能力（100 万t/年）	実行時間
LNG Hai Linh	東南	1-3	2020 – 2022
LNG Thi Vai	東南	1-3	2020 – 2022
LNG Tien Giang	西南	4-6	2022 – 2025
LNG Ca Mau 1, 2, 3	西南	1-3	2022 – 2025
LNG Bac Lieu	西南	2	2022 – 2025
Son My 1,2,3	東南	1-6	2023 – 2035
LNG Long Son	東南	3-6	2024 – 2026
LNG Long An	西南	1-3	2024 – 2025
FSRU Thai Binh	北部	0.2-0.5	2026 – 2030
LNG Khanh Hoa	中部	3	2030 – 2035
LNG Hai Phong	北部	1-3	2030 – 2035

ソース：ベトナムガス事業マスター計画、BSC Research

投資観点—有望

BSC は石油・ガス業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

上流グループでは、BSC は（1）新登録、延長用価格が期待より低い、（2）今後に展開される新規案件が PVS に大きな仕事をもたらし、2022 年には PVS、PVD などの株式に対して「中立」と評価しております。

中流グループでは、BSC は 2022 年下半期利益の増加及び LNG 案件のポテンシャルへの期待として、GAS に対して「有望「と評価しております。また、PVT の 2022 年上半期業績は新契約運送コストの増加及び Athena 船の売却からの利益のおかげで、改善されると予想されている。

下流不ループでは、クラック・スプレッドが年初比減少した。しかし、BSC は魅力的な評価、2022 年業績が明るい予測を基づく、BSR の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。一方、国内ガソリン価格が大きく変動したのは PLX と OIL の利益に悪い影響を与えるだろう。

いくつかの石油・ガス企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% YoY	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
GAS	105,313	33%	14546	68%	4028	26.0	3.4	16%	23%	104,800	142,400	36%
PVD	5,568	39%	−102	−622%	−131	(103.1)	0.5	−1%	−1%	13,500	19,700	46%
PVS	16,528	16%	670	11%	2044	9.5	0.7	4%	7%	19,400	26,000	34%
PLC	8,087	18%	142	−19%	1,757	10.0	1.0	3%	10%	17,500	17,400	−1%
BSR	148,689	47%	14062	109%	4490	2.9	0.7	18%	27%	13,215	18,700	42%

ソース：BSC Research

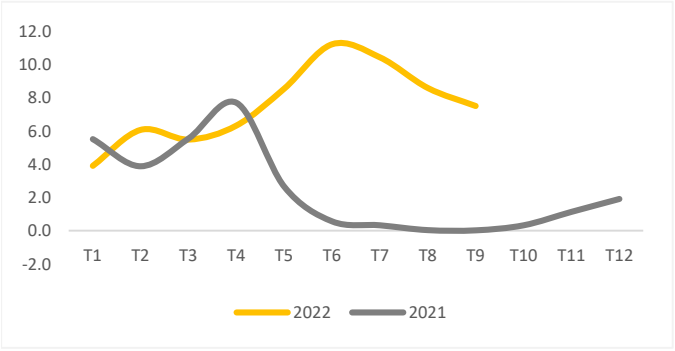
航空業「有望」

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

- 2022 年 9 ヶ月には、(1)新型コロナウイルスの流行が封じ込まれたことで、通行ニーズが回復した、航空会社が新しい航空路を展開したということで、ベトナム空港総公社(ACV)を通過する国内線旅客数は前年同期比+59.5%増の 6,800 万人だった。
- 2022 年 9 ヶ月には、新型コロナウイルスの流行が有効的に封じ込まれたことで、ベトナム及び近所の国が航空路を再開したことで、ベトナム空港総公社(ACV)を通過する国際線旅客数は前年同期比+1930%増の 700 万人だった。
- BSC は航空業の 2022 年第 4 四半期及び 2023 年の見通しを「有望」と評価しております。

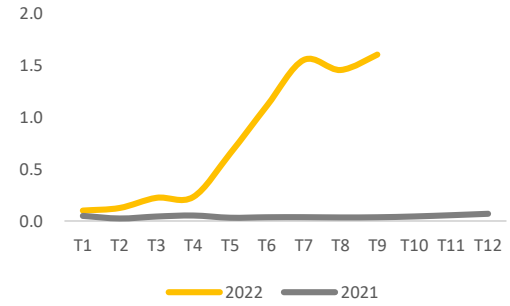
国内線旅客数は前年同期比+59.5%増となった。

憶人



国際線旅客数は前年同期比+1930%増となった。

憶人



ソース：BSC Research

2022 年 9 ヶ月の国内線旅客数はエピデミック流行の前水準比+120%増となった。

2022 年 9 ヶ月には、(1)新型コロナウイルスの流行が封じ込まれたことで、通行ニーズが回復した、航空会社が新しい航空路を展開したということで、ベトナム空港総公社(ACV)を通過する国内線旅客数は前年同期比+59.5%増の 6,800 万人だった。この旅客数は 2019 年の水準の約 120%を相当した。

BSC は前レポートに比べて 2022 年国内線旅客数予想を 7,700 万人から 9,170 万人に上方修正しております。また、BSC は新型コロナウイルスの流行が封じ込まれたことで、2023 年国内線旅客数予想を 9,200 万人に達すると予測しております。

2022 年 9 ヶ月の国際輸送は新型コロナウイルスの流行の前水準比 20%増となった。

2022 年 9 ヶ月には、新型コロナウイルスの流行が有効的に封じ込まれたことで、ベトナム及び近所の国が航空路を再開したことで、ベトナム空港総公社（ACV）を通過する国際線旅客数は前年同期比+1930%増の 700 万人だった。この旅客数は 2019 年の水準の約 20%を相当した。

前レポートに比べて、BSC は 2022 年の国際線旅客数を 340 万から 1,040 万（前年比+310%増）に上方修正しております。

ベトナムへの観光客最大市場トップ 10（2019 年同期比）

市場	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022
– 中国	1%	2%	2%
– 韓国	1%	10%	36%
– 日本	2%	11%	27%
– 台湾	4%	7%	17%
– 米国	5%	33%	62%
– ロシア	3%	3%	7%
– マレーシア	1%	14%	40%
– タイ	1%	17%	61%
– オーストラリア	3%	28%	55%
– イギリス	2%	21%	44%
– シンガポール	1%	43%	77%
– その他	3%	29%	67%

ソース：BSC Research 総合

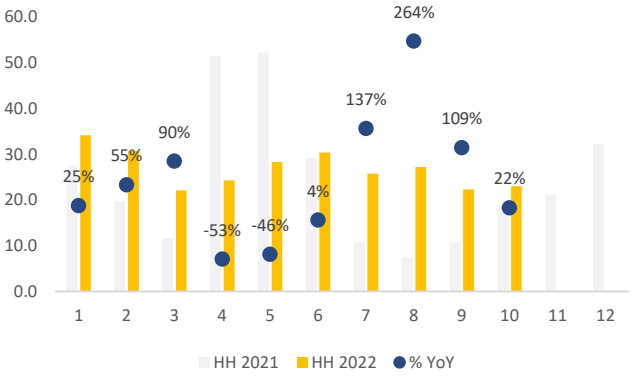
2023 年には、BSC は韓国、米国の以外、中国が経済活動を再開すると期待しております。

BSC は 2023 年には、中国、韓国、米国、台湾と中小型市場の回復のおかげで、国際線旅客数が前年同期比+62%増の 1,700 人に達すると予測しております。

貨物輸送

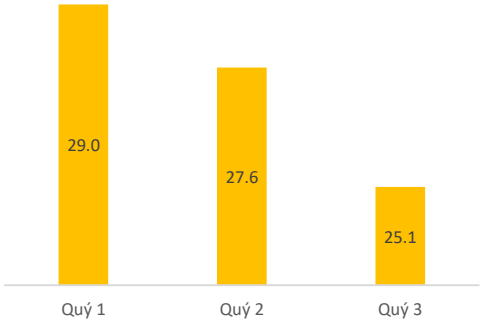
2022 年 9 ヶ月には、航空を通じる貨物量は前年同期比+11%増となった。

千 t



航空を通じる月間平均貨物量

千 t



ソース：GSO

2022 年 9 ヶ月には、航空を通じる貨物量は前年同期比+11%増となった。原因は 2021 年の低い水準で留まったということから由来した。2022 年第 3 四半期には、航空を通じる月間平均貨物量は年初比−13%減となった。BSC は 2023 年には、世界景気がゆっくりと成長する予想を基く、航空を通じる貨物量が前年比+1～2%増となると予測しております。

為替レートが大きく変動したのは航空業の業績に引き続き悪い影響を与えていた。原因は駅、空港を投入するために、航空会社が外貨借入を利用した。そのうち、円安は ACV の業績に良い影響を与えれだろう。一方、ドル高は HVN の業績に悪い影響を与えるだろう。

順番	社名	外貨借入残高（10 億ドン）	通貨	総借入金の割合（%）	総資産の割合（%）	外貨/VND のレート傾向	影響度
1	ACV	12,007	JPY	100%	22%	下落	ポジティブ
2	HVN	20,620	USD	56%	31%	上昇	ネガティブ
3	VJC	3,372	USD	18%	5%	上昇	ネガティブ

原油価格が高い水準で維持していたのは航空業に悪い影響を与えた。

投資観点—有望

- ACV などの航空サービス企業の場合、BSC は、旅客数/貨物量の回復による直接的に恩恵を受けることで、「有望」と評価しております。

- HVN、VJC などの航空輸送企業の場合、BSC は需要が回復しているが、2022 年下半期及び 2023 年に高い水準で維持するのは航空輸送企業に影響を与えることで、「不良」と評価しております。

航空企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
SCS	927	10%	643	14%	6,619	10.7	4.6	39%	43%	70,900	76,000	7%
ACV	14,597	207%	7297	824%	3352	24.4	4.0	12%	16%	81,910	90,000	10%

ソース：BSC Research

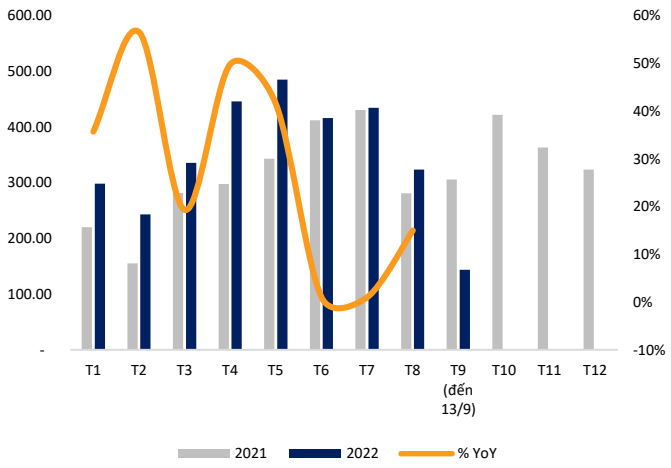
水産業[有望]

分析者：Nguyễn Cẩm Tú, CFA Email: tuntc@bsc.com.vn

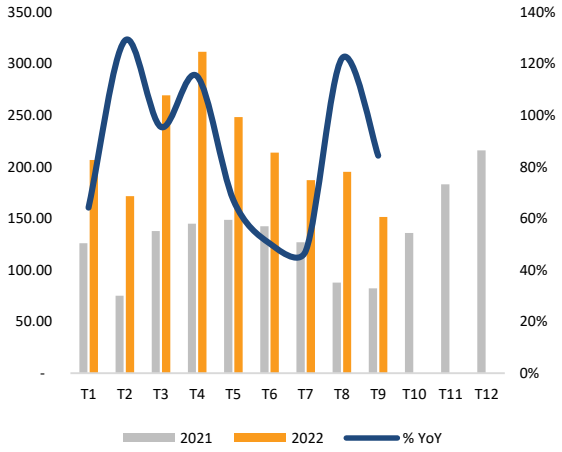
- 2022 年 9 ヶ月には、水産製品の全国輸出額は前年同期比 38%増の 85 億ドルとなった。そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、同+23%増、同+82%増となった。
- 2023 年見通し：エビ製品事業には、米国、ヨーロッパなどの重要な市場の景気は 2023 年に困難に直面すると予測されている。これはベトナムエビ需要に悪い影響を与える可能性がある。
- チャ魚製品事業には、BSC は中国の再開がチャ魚消費需要を高めて、チャ魚事業の成長を促進すると期待しております。
- BSC は水産業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

2022 年 9 ヶ月には、水産製品の全国輸出額は前年同期比 38%増の 85 億ドルとなった。そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年同期比+23%増の 34 億ドル、同+82%増の 20 億ドルとなった。米国市場が輸入量を減ったことで、チャ魚製品事業が減速した。

エビ製品の輸出額



チャ魚製品の輸出額



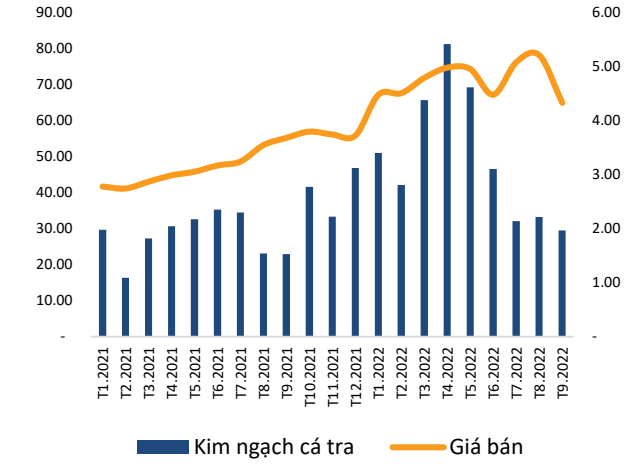
ソース：Agromonitor

現在まで、水産企業 7 社うちの 6 社は第 3 四半期業績を発表した。それによると、6 社の総収入が前年同期比+47%増の 9 兆 3,520 億ドン、税引後利益が+137%増の 7,840 億となった。業績が上がったのは（1）南部で企業が社会隔離政策により、生産活動が影響を与えられたことで、2021 年業績が低い水準で留まった、（2）企業が 2022 年第 3 四半期の高い売上総利益率から恩恵を受けた。

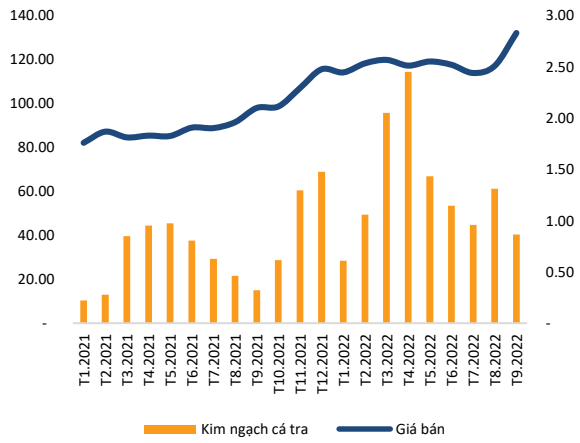
2023 年業績見通し:

- エビ製品事業：BSC は米国、ヨーロッパなどの重要な市場の景気は 2023 年に困難に直面すると予測されている。これは（1）エビが高値で取引される水産品である、（2）ベトナムエビ価格が対応国比 10～15%高となったことで、ベトナムエビ需要に悪い影響を与える可能性がある。
- チャ魚製品事業：BSC はチャ魚製品事業の成長が中国の再開に依存すると考えております。また、米国市場では、港湾での倉庫量が全部で販売したら、輸出額が増加すると期待しております。

米国



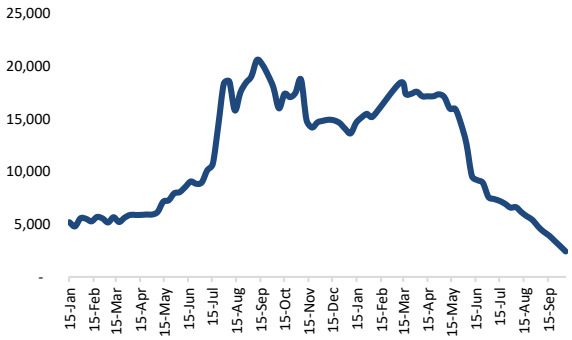
中国



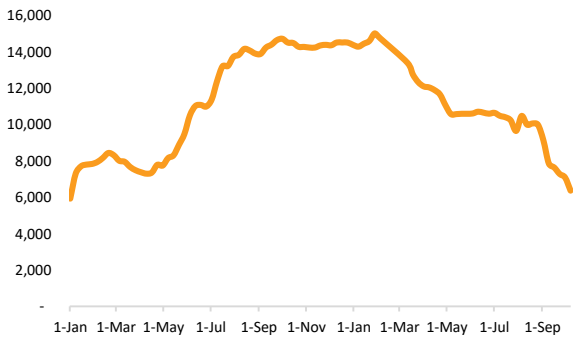
ソース：Agromonitor

運賃が続落し、新型コロナウイルスの流行前の水準付近に接近した。9 月には、東南アジアから米国への平均運賃はピークからの-81%減、前年同期比-83%減の約 3,417 ドルだった。東南アジアからヨーロッパへの運賃はピークからの-51%減、前年同期比-49%減の約 7,241 ドル だった。2022 年第 3 四半期には、VHC の運賃が前四半期比-61%減、前年同期比-14%減となり、ANV の運賃が同-11%減、同+40%増となった。

東南アジアから米国への平均運賃



東南アジアからヨーロッパへの運賃



ソース：FBX

投資観点—有望

BSC は水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

水産企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
VHC	12,378	37%	2200	100%	11900	5.0	1.5	27%	34%	59,800	87,200	46%
ANV	6,858	96%	798	520%	4,900	4.0	0.8	21%	26%	19,550	21,300	9%

ソース：BSC Research

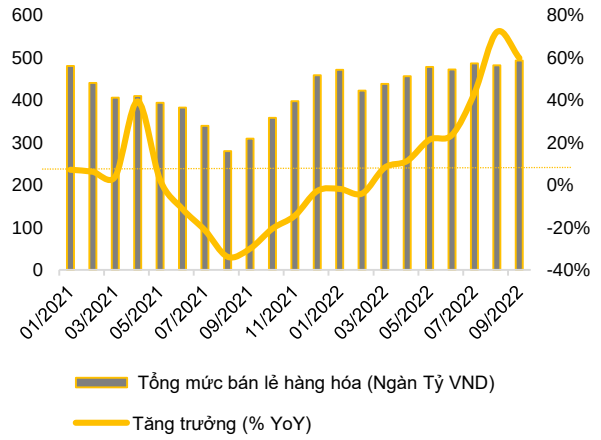
消費財・小売り業「有望」

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

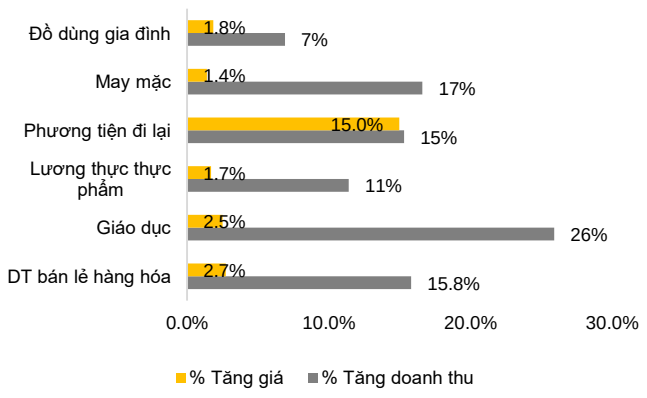
- 2022 年 9 ヶ月には、小売り事業は 2021 年の低い水準から引き続き成長した。
- 2023 年には、小売り事業は 2022 年の高い水準という困難に直面している。一方、消費量事業は低い水準から成長している。
- BSC は消費材・小売り業の 2023 年見通しを「有望」と評価しております。

2022 年 9 ヶ月には、小売業の総額は前年同期比+15.8%増の 3 兆 3,330 億ドンとなった。この増加は（1）前年同期の低い水準、（2）燃料価格の上昇（41.07%増）により、車両事業が同+15%増となり、教育事業が同+2.5%増となり、食糧・食品事業が同+1.7%増となったということから由来した。

小売業の総額が新型コロナウイルスの流行の後回復した。



2022 年 9 ヶ月の販売価格及び小売売上高の変動

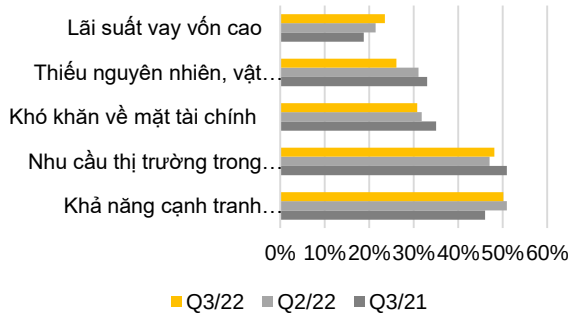


ソース：GSO、BSC 総合

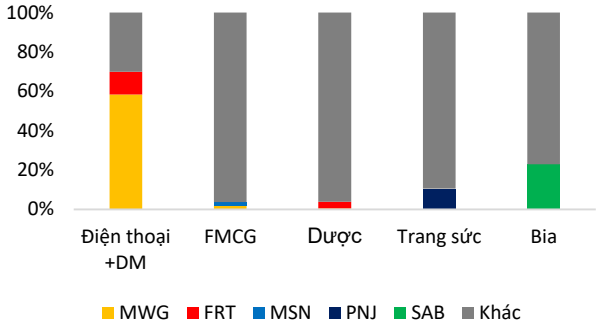
2023 年には、小売り事業と消費財事業は反対に推移した。小売り事業は 2022 年の高い水準困難に直面している。一方、消費財事業は低い水準から成長している。

- **小売り事業**：2022 年の高い水準、借入コストからの圧力及び買い力の減少により、競争性が厳しくなり、2023 年見通しに対してチャレンジを作るだろう。しかし、BSC は下記の原因を基く、現在消費傾向を追いかけている大手企業が 2023 年に業界の平均水準より高く成長すると期待しております。
  (1) PNJ、MWG の携帯チェーンの The Gioi Di Dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh は規模拡大し、買収合併をしている。
  (2) MWG の食料チェーンの Bach Hoa Xanh は再構成をする。SAB、TLG、PNJ は運用モデルを最適化、デジタル化している。

2022 年 9 ヶ月には、企業の生産経営活動に影響を与える要素



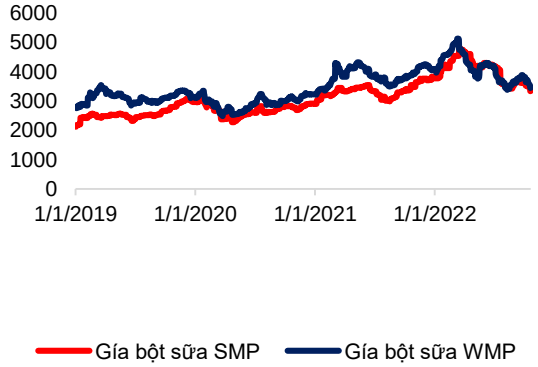
2021 年には、小売り事業における大手企業のシェア推定



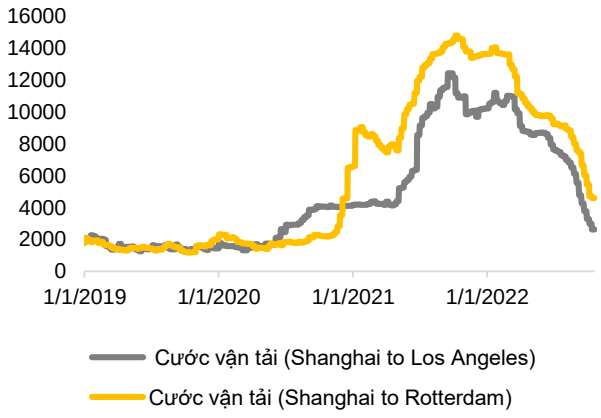
ソース：GSO、VIRA、MWG、BSC 総合

- **消費財事業**：2022 年の低い水準から成長する。売上総利益率は（1）2022 年上半期に物価上昇に適応する、需要が安定的に増加していることで、収入が増加する、（2）世界の地政学的な緊張の後、原材料価格及び運賃が下落するということから由来する。また、中国が再開するのは貨物流通問題を解消し、企業の輸出による収入を増やすと期待されている。

ニュージーランドから輸入された粉ミルク価格下落傾向（USD/t）



世界で戦争緊張の後運賃が急落した。（USD）



ソース：DBC、Bloomberg、BSC 総合

投資観点—有望

BSC は消費財・小売り業の 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの消費財・小売り企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高（10 億 VND）	% YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	% YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
MSN	77,088	−13%	3830	−55%	2689	35.0	8.2	4%	14%	94,000	90,100	−4%
MWG	140,086	14%	4,512	−8%	3,040	12.4	2.2	7%	19%	37,800	43,700	16%
PNJ	34,067	74%	1793	74%	6910	15.4	3.2	15%	24%	106,200	118,900	12%
FRT	30,991	38%	513	16%	3,641	16.2	4.3	5%	28%	59,000	65,500	11%
MSN	77,088	−13%	3830	−55%	2689	35.0	8.2	4%	14%	94,000	90,100	−4%

ソース：BSC Research

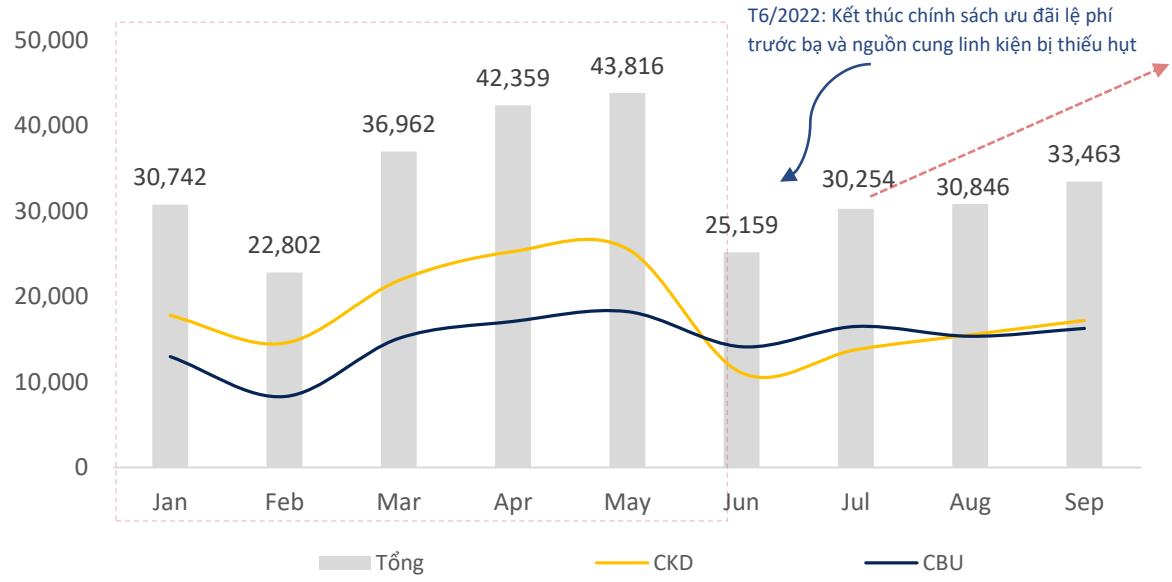
自動車業[有望]

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

- 2022 年 9 ヶ月には、VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年比 56%増の 26 万 4,951 台だった。
- BSC は（1）部品設備供給の改善、（2）自動車所有需要が低い自動車所有比率率と平均所得の改善のおかげで引き続き増加することに期待するという要素のおかげで、自動車業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年見通しを「有望」と評価しております。

ベトナム自動車工業会(VAMA)の発表によると、2022 年第 3 四半期における VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年比 134%増の 7 万 9,484 台でだった。2022 年 9 ヶ月には、VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年比 56%増の 26 万 4,951 台だった。

新車販売台数は 2022 年 7 月から回復した(台)



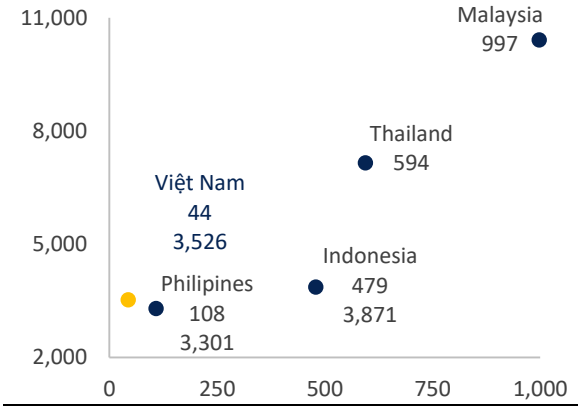
ソース: VAMA, BSC Research

BSC は自動車業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年見通しを「有望」と評価しております。

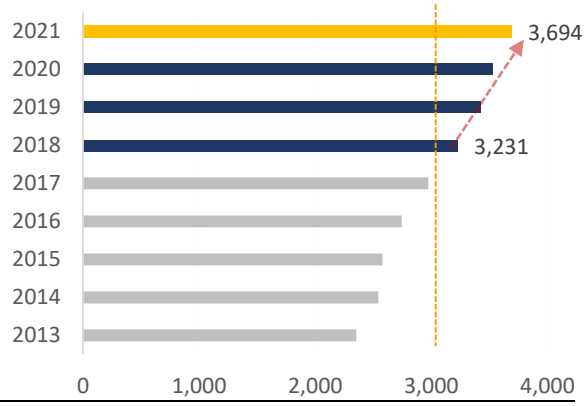
(1) BSC は、中国が「Zero-Covid」政策を緩和すると部品設備の供給が改善されるため、自動車販売台数は引き続き増加すると期待しております。

(2) 低い自動車保有率と平均所得の向上は自動車販売成長の原動力になる。

2020 年の動車保有率(1 台/1000 人)と GDP 成長率 (USD/人)



2013 年～2021 年の期間における平均 GDP の成長率(USD/人)



ソース: BSC Research

また、自動車企業は定期的な現金配当比率を維持し、現在歴史的な最低水準 P/E で取引されています。

自動車企業の P/E の推移

MÃ CK	Median 2008 - 2021	P/E 2009	P/E 2010	P/E 2011	P/E 2012	P/E 2013	P/E 2014	P/E 2015	P/E 2016	P/E 2017	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	P/E 2021	P/E TTM 2022-10-26	P/E chart
VEA	10.1									12.3	9.3	9.0	10.1	10.1	10.2	
HTL	9.2		15.1	9.1	11.7	5.1	3.9	7.5	13.0	18.1		9.7	8.9	9.2	5.7	
HAX	7.1	10.1	10.5	-5.6	-2.3	22.5	5.5	6.7	7.1	10.6	5.8	11.0	5.2	7.5	4.4	
SVC	9.0	12.4	9.1	9.6	6.0	8.9	8.5	7.7	9.0	15.1	6.4	7.4	15.2	22.1	19.5	

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は(1)部品設備供給の改善、(2)自動車所有需要が低い自動車所有比率率と平均所得の改善のおかげで引き続き増加することに期待するという要素のおかげで、自動車業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年見通しを「有望」と評価しております。

自動車企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
VEA	4,275	6%	6,779	18%	5,050	7.5	1.9	25%	25%	38,097	45,000	18%

ソース: BSC Research

タイヤ業[有望]

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

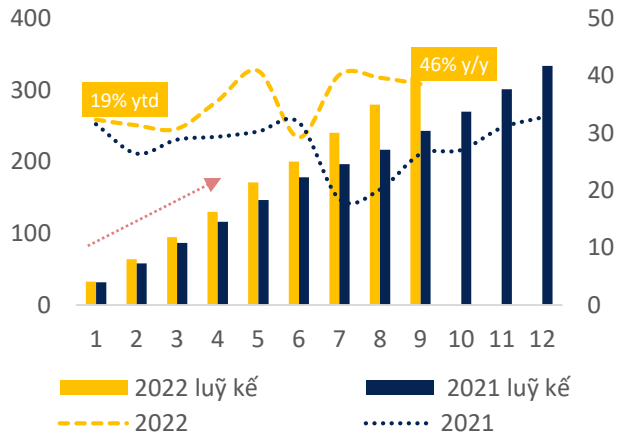
- タイヤ企業は(1)国内需要が回復し、輸出も伸び続ける、(2)価格が前年同期より低い水準で維持したという要素のおかげで、2022 年第 3 四半期に好調な業績を達した。
- BSC はタイヤ企業は(1)収益の伸びが国内需要と主要な輸出市場の継続的な回復で上昇する、(2)稼働効率が資材費や物流費の削減で改善されるという要素のおかげで、2022 年第 4 四半期と 2023 年に好調な業績を維持することができます。
- BSC はタイヤ業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

タイヤ企業は(1)国内需要が回復し、輸出も伸び続ける、(2)価格が前年同期より低い水準で維持したという要素のおかげで、2022 年第 3 四半期に好調な業績を達した。BSC はタイヤ企業の 2022 年第 3 四半期売上高と税引後利益がそれぞれ、前年同期比 30%増、同 74%増となった。

2022 年第 4 四半期と 2023 年業績見通し:

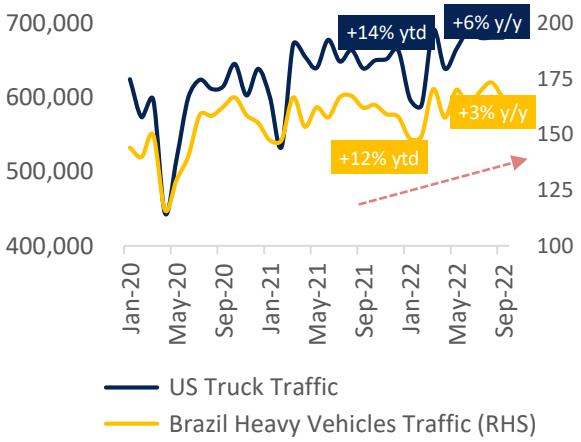
(1) BSC は、収入の成長が国内輸送活動と主要な輸出市場の継続的な回復から由来すると期待しております。2022 年 9 ヶ月における国内貨物取扱量は 引き続き回復し、前年同期比 46% 増、年初比 19% 増となった。また、ブラジルや米国などの主要輸出市場における 9 月の輸送トラック量はそれぞれ前年同期比 6%増、同 3%増となった。

貨物取扱量(100 万t.km)



ソース: GSO, BSC Research

ブラジルや米国での輸送トラック量が回復した



ソース: Bloomberg, BSC Research

(2) また、BSC は (1)原材料費用の削減、(2)物流コストの下落のおかげで、業務効率が向上されると期待しております。

(2.1) 原材料費用が減少する傾向にある。

世界的なコモディティ価格が下落している背景には、ゴム、化学、鉄鋼などの重要な生産用原材料の価格も下落している。そのうち、原材料費用の 30～35%を占めている天然ゴムの価格は 2022 年 3 月のピークに比べて 34%減となり、年初比 23%減となり、前年同期比 19%減となった。

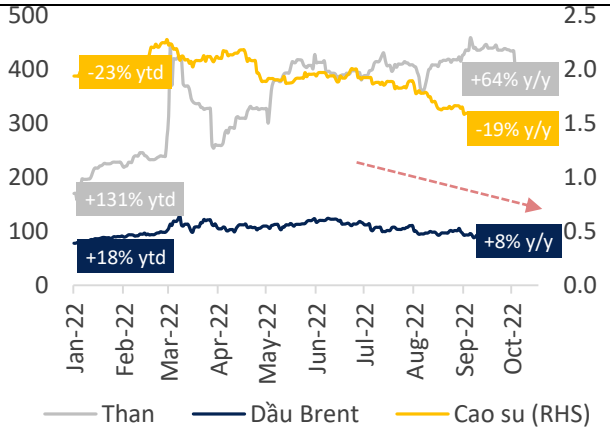
ただし、原材料の 10% ～ 15% を占めている黒炭価格 は、各国が他のエネルギー源を置き換えるために石炭の使用を強化することにより、上昇する傾向がある。

BSC は、原油の下落と共に、主要な生産材料の価格が 2022 年と 2023 年の第 4 四半期に引き続き下落するために、タイヤ企業の売上総利益率が改善されると期待しております。

ゴム価格は 3 月のピークから減速した(USD/kg)



ゴム価格、ブレント原油価格と石炭価格の推移



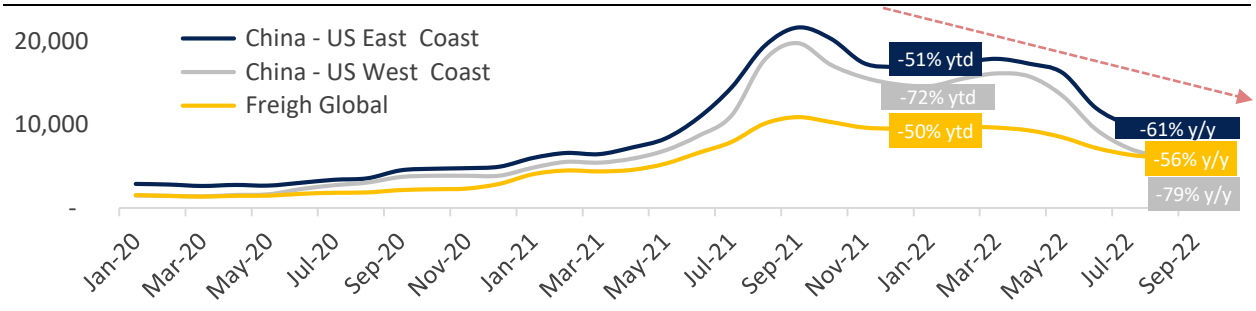
ソース: Bloomberg, BSC Research

(2.2) 物流費用の減速

世界的な海上運賃は 2021 年 9 月のピークから 51%下落し、この下落傾向に伴い、中国から米国東海岸への海上運賃もピークから 53%減となり、年初比 -50%減となり、前年同期比 61%減となった。

船舶供給の増加がタイヤ企業の販売費用を削減させ、業務効率を向上させることのおかげで、海上運賃は今後引き続き低下すると期待しております。

世界的な海上運賃が下落した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は(1)収益の伸びが国内需要と主要な輸出市場の継続的な回復で上昇する、(2)稼働効率が資材費や物流費の削減で改善されるという要素を基づく、タイヤ業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年投資見通しを「有望」と評価しております。

タイヤ企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
DRC	5,202	19%	322.0571904	11%	2656.87	7.2	1.1	17%	10%	19,000	25,000	32%

ソース: BSC Research

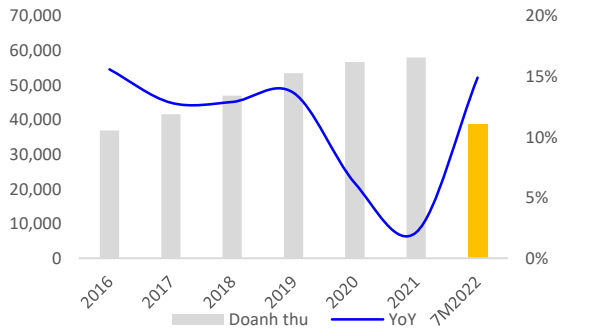
損害保険業[中立]

分析者: Đinh Mạnh Thắng *Email: thangdm@bsc.com.vn*

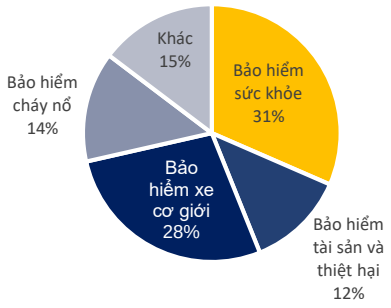
- 保険手数料による収入は 2 桁成長を維持したが、保険経営費用の増加が保険企業の保険経営事業からの利益を減少させた。
- 金融活動事業による 2023 年収入は一般的な金利の引上げで増加すると予測されている。
- BSC は損害保険業の 2022 年下半期投資見通しを「中立」と評価しております。

保険手数料による収入は 2 桁成長を維持している。2022 年初の 7 ヶ月には、保険料の総収入は前年同期比 14.9%増の 38 兆 7,890 億 VND であり、そのうち、健康保険事業の収入及び自動車保険事業の収入はそれぞれ、前年同期比 22.7%増、同 11.4%増となった。

保険料収入の成長



保険業務別収入割合

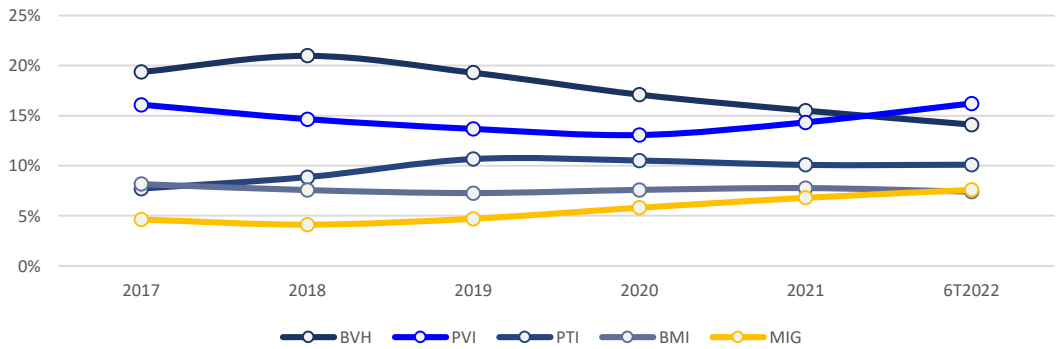


ソース: IAV, BSC Research

BSC は、2022 年の損害保険料収入の成長率が 10% になるという予測を維持しております。

MIG の市場シェアは BMI を超え、第 4 位となった。上位 3 位はそれぞれ、PVI（16.2%）、BVH（14.1%）、PTI（10.1%）、MIG（7.6%）、BMI（7.4%）だった。

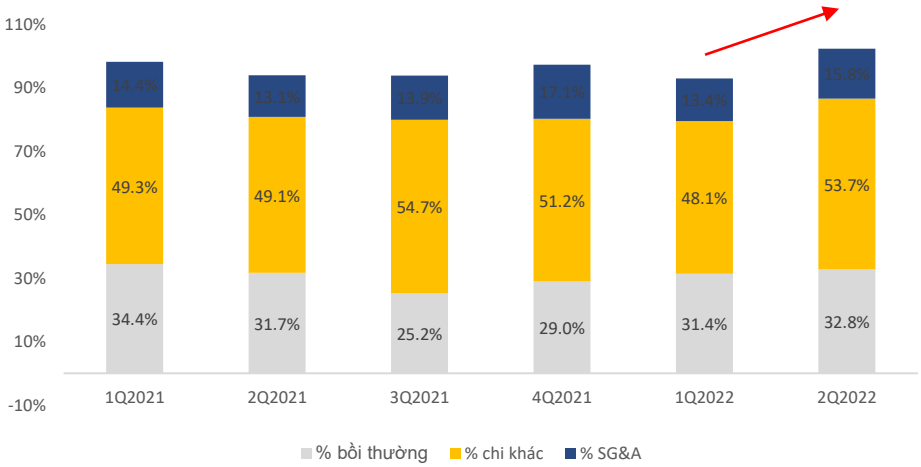
損害保険市場シェア（元受け保険料収入を基づく）



ソース: IAV、保険企業の財務諸表、BSC Research

合算比率は 2022 年第 2 四半期に急増した。他の費用の割合が大幅に増加した。この増加は健康保険商品販売に集中している企業の販売手数料の割合が他の商品より高いためだ。

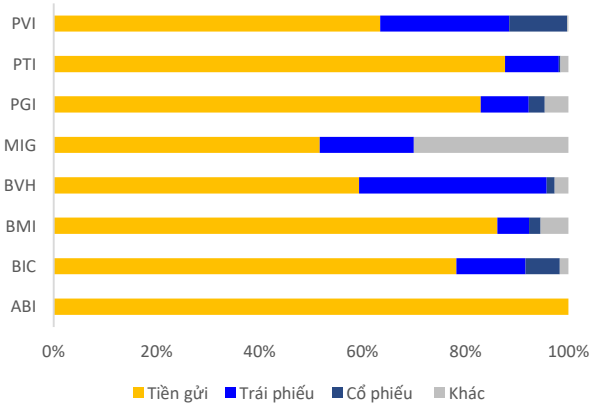
合算比率は 2022 年第 2 四半期に急増した。



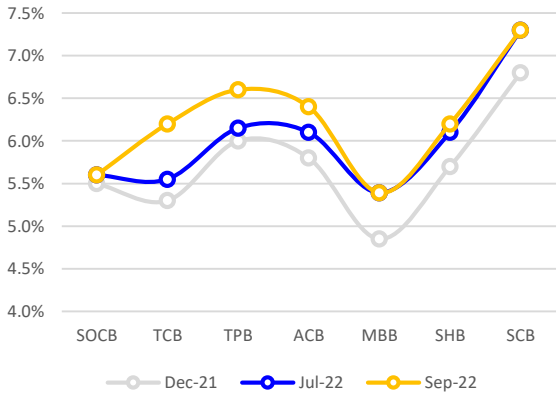
ソース:企業の財務諸表、BSC Research

2023 年に保険企業の金融活動事業による利益は預金金利が引き上げる傾向があることのおかげで、僅かに増加すると予測しています。

損害保険会社のポートフォリオ構成の大部分は銀行預金である。



2022 年第 3 四半期には、多くの銀行での預金金利は大幅に引き上げた。



ソース:企業の財務諸表、BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は損害保険業の 2022 年下半期投資見通しを「中立」と評価しております。

Một số cổ phiếu được chúng tôi quan tâm do còn triển vọng thoái vốn nhà nước và đã chiết khấu tương đối nhiều trong thời gian vừa qua:

損害保険企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
BMI	4,145	9%	244	−4%	2,228	9.0	0.9	3%	9%	20,000	22,300	12%
PVI	5,470	15%	938	13%	3821	10.7	1.1	3%	11%	40,900	44,500	9%
MIG	3,460	30%	146	−35%	885	16.2	1.1	2%	8%	14,300	16,000	12%

ソース: BSC Research

港湾業 [中立]

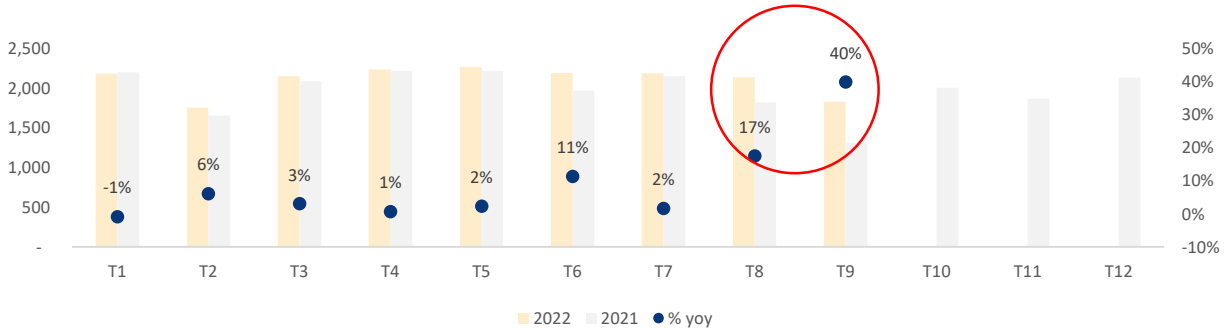
分析者: Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

- 2022 年 9 ヶ月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比 7%増となった。BSC は、2023 年にベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量の減速が世界経済の減速から由来すると考えています。
- Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量の成長余地はまだ 20 ～ 25%くらい残っているため、競争が 2023 年に戻すだろう。
- BSC は港湾業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

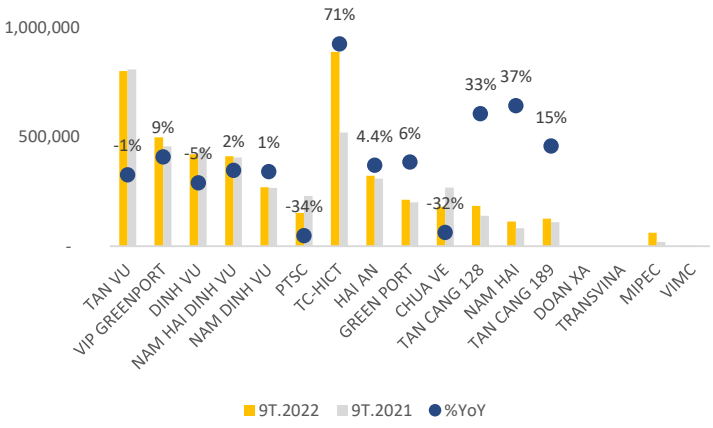
2022 年 9 ヶ月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比 7%増となった。BSC は、2023 年には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量の成長は世界経済の減速により減速すると考えています。

2022 年 9 ヶ月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比 7%増となった。

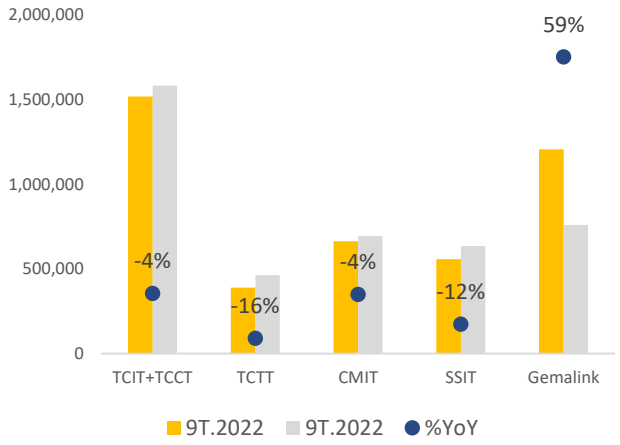
TEUS



2022 年 9 ヶ月の Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量



2022 年 9 ヶ月の Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量



ソース: BSC Research

殆どの大手な港湾は減速している。

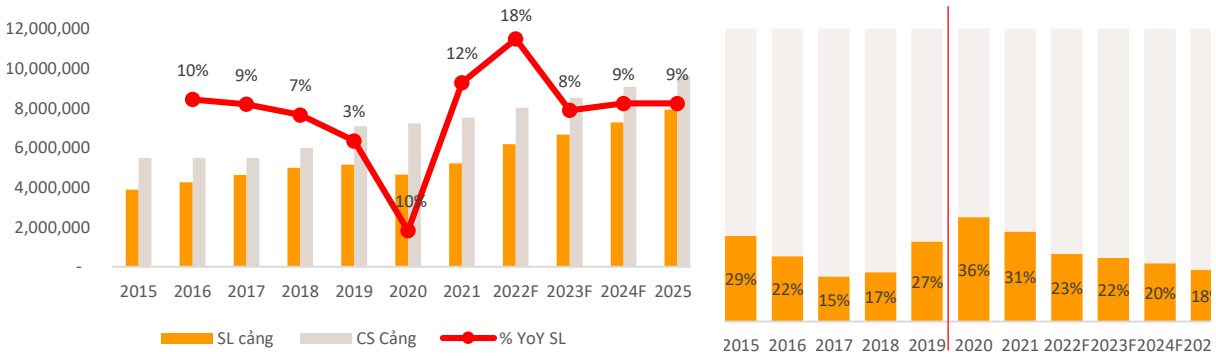
1. Hai Phong 港連携:
- Lach Huyen を除く Song Cam 港を通じるコンテナ取扱量は前年比+0.8%増となった。ほとんどの港湾を通じるコンテナ取扱量は輸入出活動の減速により横に推移した。
- Lach Huyen 港を通じるコンテナ取扱量は前年比 71%増となった。

2. Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量は前年比 5%増となった。

Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量の成長余地はまだ 20 ～ 25%くらい残っているため、競争が 2023 年に戻すだろう。2022 年～2025 年の期間における Hai Phong 湾連携を通じるコンテナ取扱量は 20～25%に増加すると予測しております。EverGreen 株主から優位性を持っている VIP Green 湾の以外、残りの港湾は主に価格でお互いに競合している。そのために、世界経済の減速と共に、GMD、VSC、PHP などの港湾企業が 2023 年に大きな競争圧力がかかるだろう。

Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量の予測

2022 年～2025 年の期間における Hai Phong 港を通じるコンテナ取扱量の成長余地はまだ 20 ～ 25%くらい残っている。



ソース: BSC Research

観察要素：2022 年第 3 四半期まで、中国は「Zero Covid」政策を維持している。しかし、BSC は、中国が徐々に規制を緩和し、2023 年に再開すると期待しております。中国が再開する場合、サプライチィーンの混乱は改善され、生産活動が回復する可能性がある。

投資観点 – 中立

BSC は港湾業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

港湾業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益（10 億 VND）	%YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
GMD	3,755	17%	952	56%	3161	14.6	1.4	7%	10%	46,000	53,500	16%

ソース: BSC Research

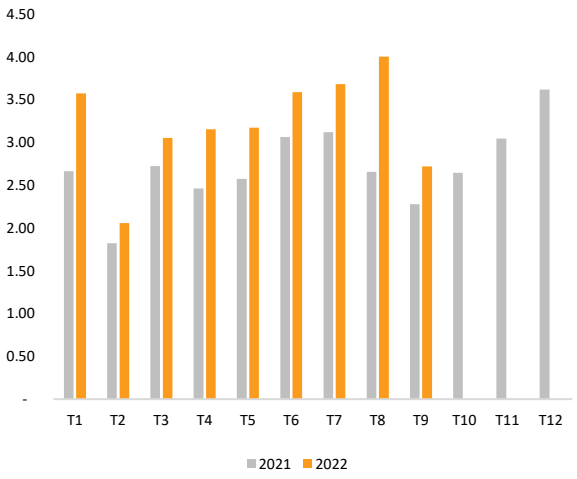
繊維・アパレル業[中立]

分析者: Nguyễn Cẩm Tú, CFA *Email: tuntc@bsc.com.vn*

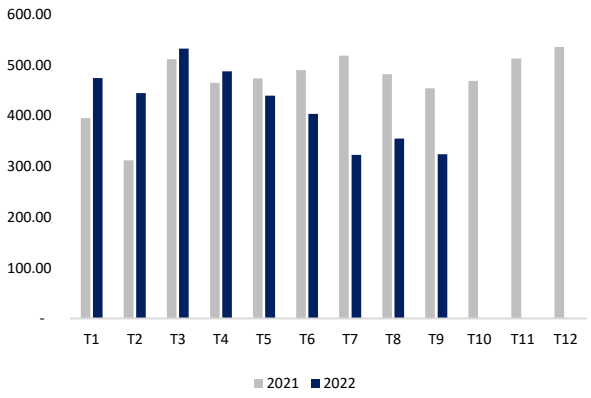
- 2022年第3四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比29%増、前四半期比28%増の104億ドルだった。そのうち、ファイバ製品の輸出額は前年同期比31%減、前四半期比25%減の10億ドルだった。
- 繊維・アパレル業の2023年見通し:BSC は繊維・アパレル企業が2022 年第 4 四半期と2023年に多くの課題に引き続き直面すると考えております。衣料品企業は、顧客が経済的困難の背景に大量の在庫を処理し続けるため、受注の署名に多くの困難に直面しています。
- BSCは繊維・アパレル業の2023年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年第 3 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比 29%増、前四半期比 28%増の 104 億ドルだった。そのうち、ファイバ製品の輸出額は前年同期比 31%減、前四半期比 25%減の 10 億ドルだった。BSC は、下降傾向が第 4 四半期も続き、糸価格は 2023 年に低水準で安定すると考えています。

繊維・アパレル製品の輸出額(10 億 USD)



ファイバと糸の輸出高(100 万 USD)



ソース: 税関総局

現在の時点まで、繊維・アパレル企業 12 社うちの 11 社は第 3 四半期業績を発表し、収入と利益がそれぞれ前年同期比 21%増の 14 兆 820 億ドン、同 58%増の 7,990 億ドンだった。

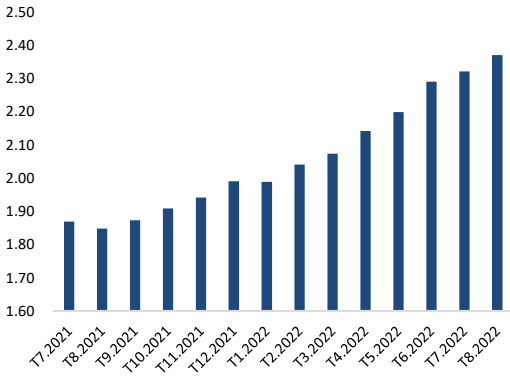
繊維・アパレル業の 2023 年見通し：BSC は繊維・アパレル企業が 2022 年第 4 四半期と 2023 年に多くの課題に引き続き直面すると考えております。衣料品企業は、顧客が経済的困難の背景に大量の在庫を処理し続けるため、受注の署名に多くの困難に直面しています。

繊維・アパレル事業：BSC の評価によると、在庫が高い水準で維持している、景気後退のリスクがある背景には、米国市場は 2023 年に新規受注を削減するだろう。経済が米国市場よりも困難に直面すると予想される EU 市場も 2023 年に新規受注の削減の圧力に直面するだろう。

輸出市場の割合

企業	米市場での輸出割合	ヨーロッパ市場での輸出割合
MSH	60%	40%
TNG	42%	33%
TCM	24%	4%

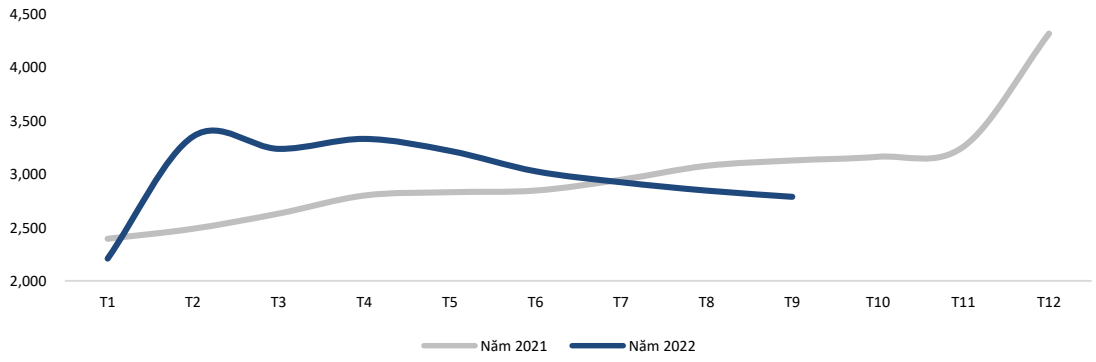
米市場での衣服品在庫(10 億 USD)



ソース: Ycharrt

糸事業：BSC は 2023 年には、糸価格が低い水準で維持すると考えております。

ベトナムの糸輸出価格



ソース:税関総局

投資観点 – 中立

BSC は繊維・アパレル業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

繊維・アパレル業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高（10 億 VND）	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
MSH	5,952	25%	361	−18%	6200	6.1	1.2	13%	26%	37,600	39,000	4%
TNG	6,375	17%	320	38%	3,100	4.3	0.7	7%	20%	13,400	13,600	1%

ソース: BSC Research

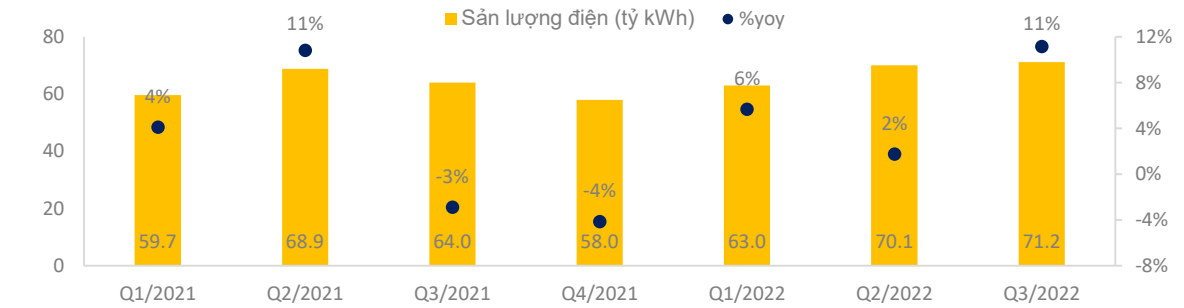
電気業[有望]

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

- 2022 年 9 ヶ月の商業用発電量は前年同期比 6.3%増加した。
- エルニーニョ 現象のサイクルは間もなく戻ると予想されており、これは火力発電所の明るい兆しだ。
- 新通達はいくつかの風力発電所と太陽光発電所の発電価格を調整する。
- BSC は電気業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年 9 ヶ月の商業用発電量は前年同期比 6.3%増加した。2022 年 9 ヶ月には、商業用発電量は前年同期比 6.3%増の 2,043 億 kWh だった。2022 年 9 ヵ月の電力出力構造では、石炭火力発電と水力発電が最大の割合を占めており、それぞれ総出力の 39.4%、34.8%を占めています。

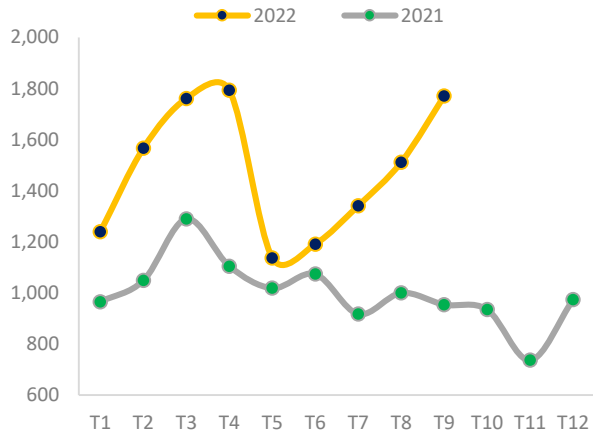
四半期によって全システムの発電量(10 億 kWh)



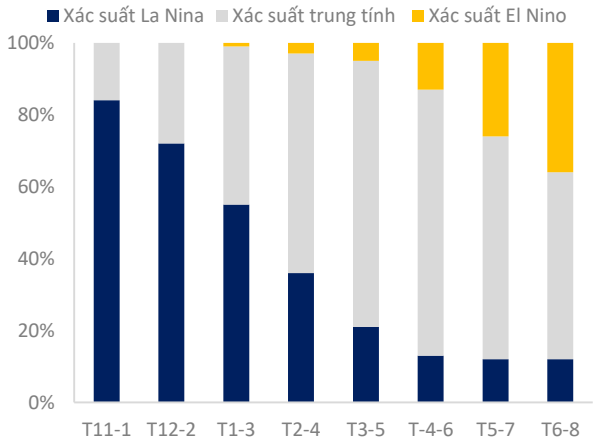
ソース: EVN, BSC Research

火力発電は高い発電価格と良好な水文学のおかげで、近い将来に恩恵を受けると予想されています。2022 年 9 か月における競争市場（CGM）の電力価格は電力需要の回復で、急激に上昇する傾向があり、前年同期比 42%増の 1,479 VND/kWh だった。また、IRI の予測によると、ラニーニャ現象はピークを経て、エルニーニョ現象が 2023 年から間もなく戻ると予測されています。そのために、BSC は火力発電所の出力量が増加し、電気料金が高水準を維持することで収益も増加すると期待しております。

競争市場（CGM）の電力価格は前年同期に比べて上昇した。



エルニーニョ 現象は 2023 年に間もなく戻ると予想されております。



ソース: EVNGENCO3, IRI, BSC Research

風力発電と太陽光発電の価格を定める新通達はいくつかの発電所の発電価格を調整する。それによると、2021 年 11 月 1 日の前に電力購入契約を締結した太陽光発電所と風力発電所は、発電価格のブラケットを再構築するために EVN に書類を再提出する。BSC の評価による、短期的には、前期間に契約された太陽光発電及び風力発電案件は FIT 優遇価格（7.69 セント～ 9.8 セント/kWh）を受ける資格がなくなるために、影響されるだろう。しかし、長期的には、新太陽光発電や風力発電案件を展開する傾向はより高い市場価格設定メカニズムのおかげで、より持続可能になるだろう。

投資観点 – 中立

BSC は電気業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております

- 水力発電企業：2022 年初の数か月に水文学的状況は良好であったため、BSC は 2022 年の水力発電事業について中立的な見方をしています。
- ガス火力発電企業：投入ガス価格は高水準を維持しており、これは POW、NT2 などのガス火力発電企業の調達量のリスク要因である。そのために、BSC は 2022 年のガス火力発電事業について中立的な見方をしています。
- 石炭火力発電事業：BSC は石炭火力発電企業の 2022 年見通しを「有望」と維持しております

- 電力工事企業：BSC は PC1、REE などの電力工事企業の 2022 年見通しを「有望」と維持しております。

電気企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高（10 億 VND）	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
HND	10,553	17%	780	71%	1,562	7.9	0.9	10%	12%	12,399	15,700	27%
QTP	10,250	20%	881	52%	1765	6.9	0.8	10%	13%	12,096	16,000	32%
POW	26,651	9%	1,911	6%	827	13.1	0.8	4%	7%	10,850	13,000	20%
NT2	8,619	40%	877	64%	3047	8.3	1.7	12%	20%	25,250	28,000	11%
REE	8,503	46%	3,101	67%	8,423	8.4	1.3	10%	19%	70,400	86,000	22%

ソース: BSC Research

食品業 [中立]

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

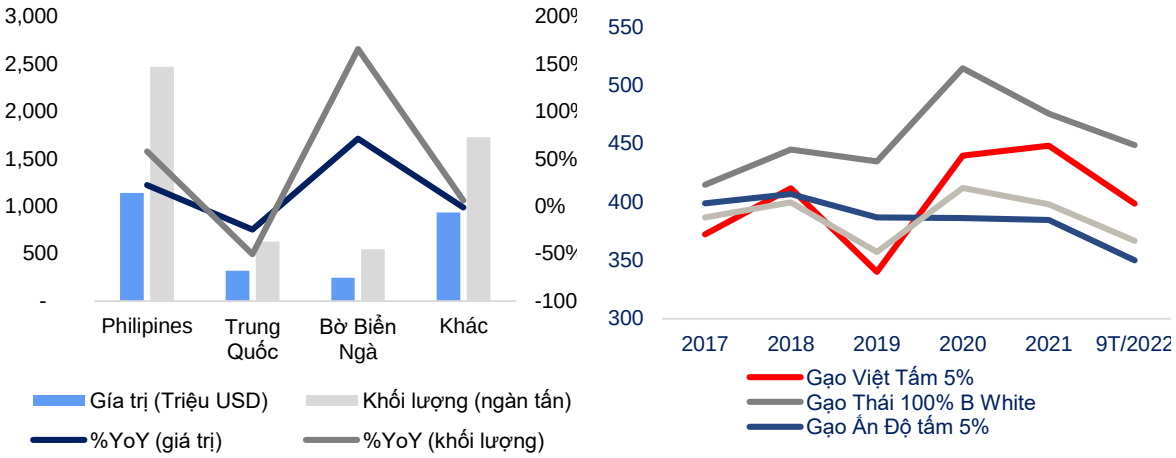
- 天候の異常な変化とインドが多くの米製品の輸出を制限したことにより、2022 年第 3 四半期の終わりに中国市場への米輸出が明るい兆しを見せている。
- コメ輸出活動は 2023 年に多くの前向きな兆しを見せているが、企業の業績は、(1) 低い競争力と (2) 高い投入コストからの圧力という要素で成長の課題に直面している。
- BSC は米輸出業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年 9 ヶ月におけるコメ輸出状況は前向きだったが、価格競争の圧力を受けた。2022 年 9 ヶ月のコメ輸出額と輸出量はそれぞれ、前年同期比 10%増の 264 万ドル、同 21%増の 540 万tだった。そのうち、成長に大きく寄与した輸出市場は複雑な地政学的状況や悪天候の変化に直面して食料を備蓄する必要があるフィリピンとコートジボワール だった。フィリピンとコートジボワール の輸出額と輸出量はそれぞれ、前年同期比 22%増、同 35%増となった。

一方、ベトナム第 2 位の米の輸出市場である中国市場では、2022 年 9 ヶ月におけるコメ輸出額と輸出量は全国での「Zero-Covid」政策の適用により、それぞれ前年同期比 25%減、同 26%減となった。

しかし、2022 年 9 月には、中国市場は前向きな兆しを見せ、とりわけ、輸出額と輸出量がそれぞれ、前年同期比 89.6%増、同 94.7%増となった。

2019 年～2022 年の期間における米の輸出量　米輸出価格の推移と輸出額のチャート



ソース: FAO, Customs, USDA

コメ輸出活動は 2023 年に多くの前向きな兆しを見せているが、企業の業績は、(1) 低い競争力と (2) 高い投入コストからの圧力という要素で成長の課題に直面している。

BSC 証券の評価によると、ベトナムの米の輸出価格にプラスの影響を与える要素は以下の通り。

インドやパキスタンなどの主要な輸出国は不利な気象現象により、輸出量を減少するが、中国などの大規模な輸入国は米の輸入を引き続き増加する。

投入原材料価格が上昇する背景には、ベトナムとタイは輸出米価格を引き上げるための協議を行うと予想されている。

為替レート差から恩恵を受ける。

投資観点 – 中立

BSC は米輸出業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

米輸出企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
LTG	11,848	16%	343	−18%	3,445	6.4	0.8	11%	4%	21,970	20,000	−9%

ソース: BSC Research

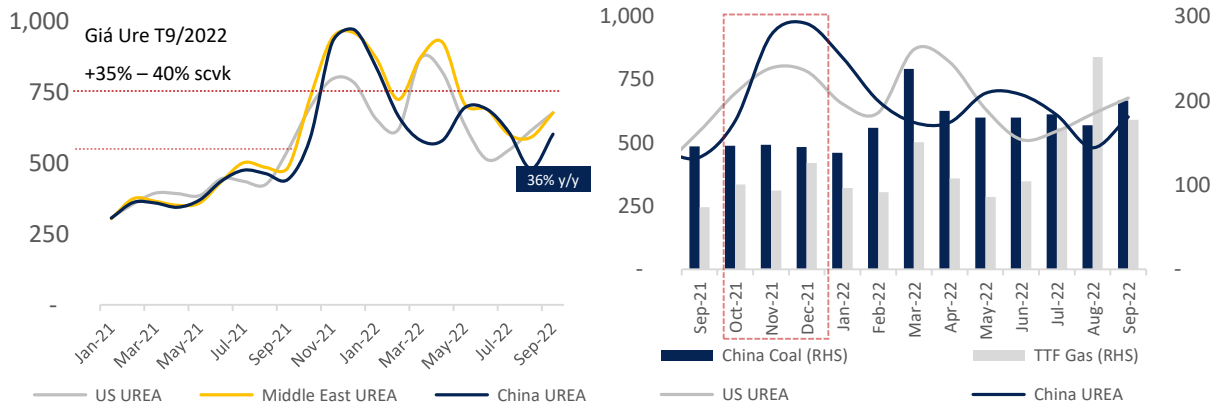
肥料業[中立] – 化学業[有望]

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

- 2022 年第 3 四半期には、(1)尿素消費量が前年同期比 20%増となった、(2)平均尿素販売価格が同 32%増となったという要素のおかげで、窒素ガス企業は好調な業績を達した。
- BSC は(1)生産量と販売価格が引き続き回復する、(2)投入ガス価格が世界的な原油価格の下落傾向と共に下落するという要素を基づく、肥料業の 2022 年第 4 四半期見通しを「有望」と評価しております。
- **BSC は肥料業の 2022 年第 4 四半期見通しを「有望」、2023 年見通しを「中立」と評価しております。**

2022 年第 3 四半期には、(1)尿素消費量が前年同期比 20%増となった、(2)平均尿素販売価格が同 32%増となったという要素のおかげで、窒素ガス企業は好調な業績を達した。BSC は窒素ガス企業の 2022 年第 3 四半期売上高を前年同期比 55%増、税引後利益を同 73%増と予想しております。

BSC は肥料企業の 2022 年第 4 四半期業績が前向きであると期待しております。



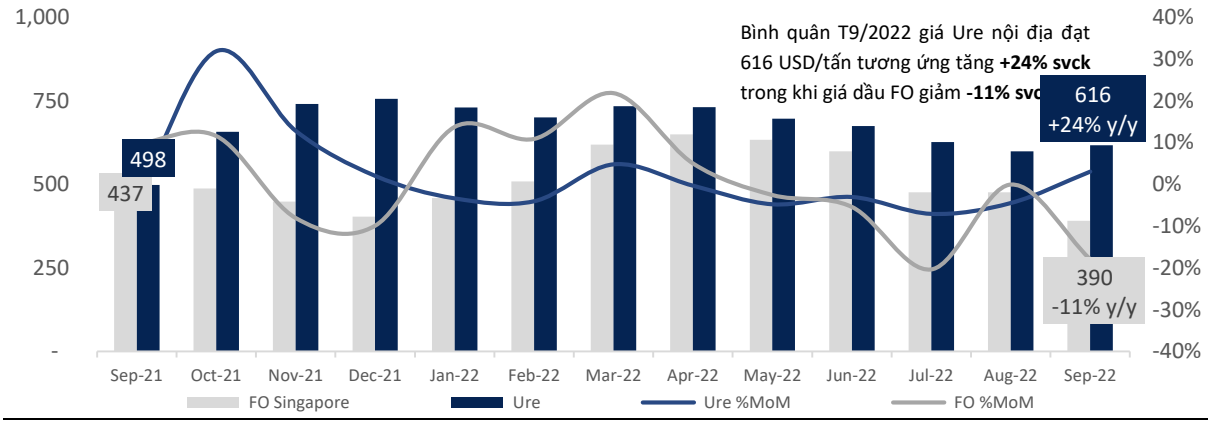
ソース: Bloomberg, BSC Research

(1) 投入ガス価格は世界的な原油価格の下落傾向と共に引き続き下落することを受け、窒素ガス企業の売上総利益率が改善される。

しかし、BSC は中国が世界最大の肥料輸出国であることで、中国が新型コロナウイルス感染症流行の予防と抑制措置を緩めてて再開する場合、これは BSC の前向きな見方に悪影響を与えるだろうと注意させております。

BSC は肥料業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

2021 年 9 月から現在まで国内尿素肥料価格と FO 原油価格の推移(USD/ t)



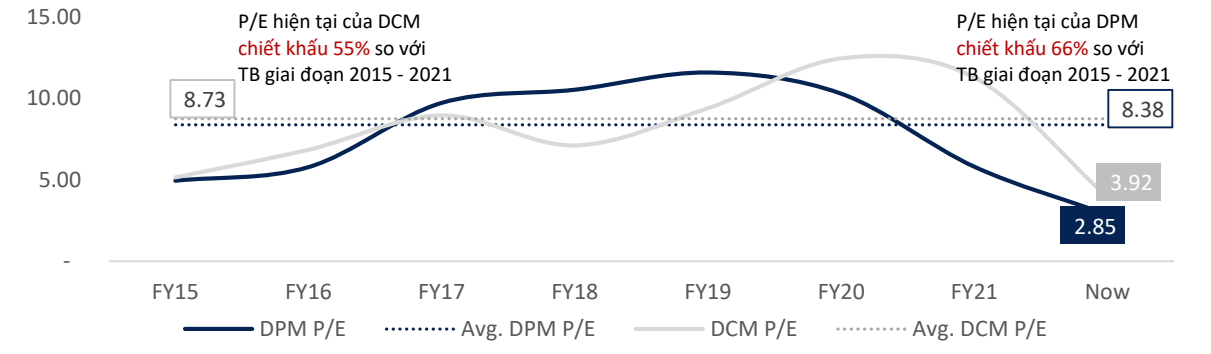
ソース: Agromonitor, Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は肥料業の 2022 年第 4 四半期見通しを「有望」、2023 年見通しを「中立」と評価しております。

- BSC は(1)生産量と販売価格が引き続き回復する、(2)投入ガス価格が世界的な原油価格の下落傾向と共に下落するという要素を基づく、肥料業の 2022 年第 4 四半期見通しを「有望」と評価しております。
- 2023 年には、BSC は尿素価格が 2022 年に高水準で留まっていることで、尿素価格が下落し、肥料業の成長に圧力をかけると期待しております。評価について、DPM と DCM の PE は 8 年間の平均水準に比べて低い水準で取引している。

2015 年から現在までの DPM と DCM の PE の推移



ソース: Agromonitor, Bloomberg, BSC Research

肥料企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高（10 億 VND）	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
DPM	19,700	54%	5,671	82%	14,638	2.6	1.1	23%	18%	37,600	48,000	28%
DCM	15,730	59%	3876.48	113%	5860	4.5	1.5	28%	36%	26,100	34,000	30%

ソース: BSC Research

化学業 [有望]

BSC は化学業の 2022 年第 4 四半期見通しを「有望」と評価しております。

BSC は化学企業の経営見通しが今後商品価格の変動に大きく依存すると認識しています。商品価格は調整期間を経たが、BSC はほとんどの化学製品が新規高価格水準を設定し、特に第 4 四半期が重要な消費シーズンであると、今後更に下落するのが難しいと考えております。

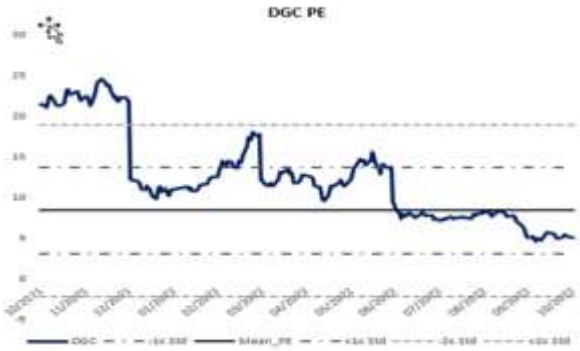
BSC は化学業の 2023 年見通しを「中立」と評価しております。化学品価格が 2022 年のピーク価格帯を超える明確な原動力を持っていない背景には、成長原動力は、(1) 生産コストの削減または (2) 伝統的製品と新製品への投資の拡大 から由来する。BSC は、投資と開発の拡大において、民間化学企業が国有企業よりも多くの利点を持つことを認識しています。

- DGC では、BSC は 2023 年には、DGC が輸出価格が高い水準で維持していることから恩恵を受けると期待しております。また、DGC が新規鉱山を引き続き購入する意向であるのは投入コストの管理をサポートする。評価では、DGC 株は現在、直近 8 年間で低い PE で取引している。
- **CSV では、**BSC は 2023 年には、CSV が苛性ソーダの価格が高い水準で維持していることから恩恵を受けると考えています。評価では、CSV 株は現在、直近 8 年間で低い PE で取引している。

CSV の P/E



DGC の P/E



化学企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
DGC	14,954	57%	6,340	165%	16,900	3.0	1.6	21%	26%	50,400	73,700	46%
CSV	2,091	33%	475	127%	9200	3.1	1.0	17%	21%	28,600	30,000	5%

ソース: BSC Research

海運業[中立]

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

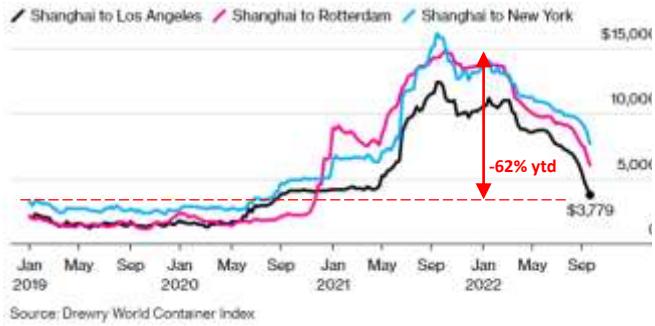
- 2022 年 9 ヶ月には、世界的な平均スポットコンテナ運賃は(1)世界経済の減速、(2)船舶供給の問題が徐々に改善されているということのため、年初比 62%減少した。
- (1) 船の供給不足、(2) ヨーロッパでの石油サプライチェーンの混乱という要素ということのため、スポット石油の運賃は 高い水準で維持している。
- BSC は海運業の 2022 年第 4 四半期と 2023 年見通しを「中立」と評価しております。

2022年9ヶ月には、平均スポットコンテナ運賃は急減した。具体的には、

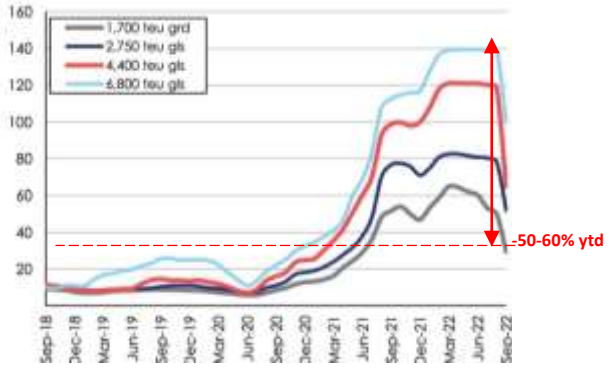
1. 平均スポットコンテナ運賃は年初比 62%減となった。そのうち、中国から米国への主要な輸送ルートは年初比 75% 減となり、中国からヨーロッパへの輸送ルートは年初比 65% 減となった。 2022 年第 2 四半期と比較すると、世界的な運賃は急落している傾向がある。
2. 定期賃料も 2022 年 8 月末以降大幅に下落している。定期賃料は年初比 50～60%減となった。

運賃の下落は(1)世界経済の減速、(2)船舶供給の問題が徐々に改善されているということから由来した。そのために、HAH と VOS などの海運企業の業績のマイナスな影響を及ぼします。

平均スポットコンテナ運賃は年初比 62%減となった。



定期賃料は年初比 50～60%減となった。

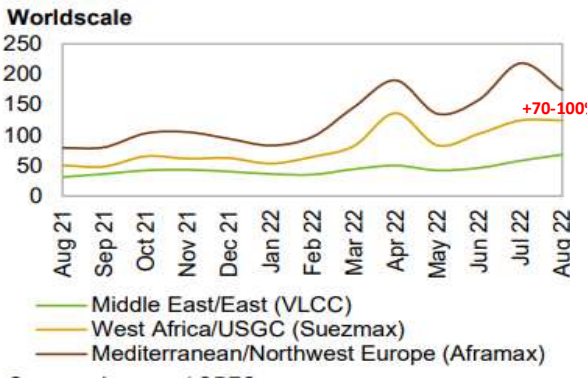


ソース: Bloomberg, Clarksons Research

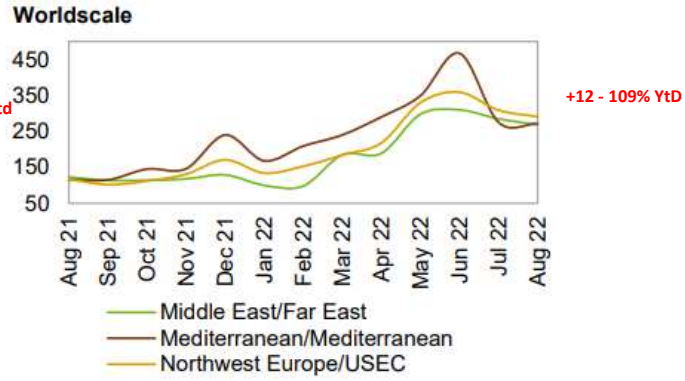
(1) 船の供給不足、(2) ヨーロッパでの石油サプライチェーンの混乱という要素ということのため、スポット石油の運賃は 高い水準で維持している。2022 年上半期に比べると、完成品石油の運賃は 2022 年第 3 四半期に下落した。2023 年と 2022 年第 4

四半期には、BSC は(1) 船の供給不足、(2) ヨーロッパでの石油サプライチェーンの混乱という要素ということのため、スポット石油の運賃は 高い水準で維持していると考えております。そのために、PVT などの企業は前向きな業績を達すだろう。

原油の運賃は年初比 70～100%増となった。



完成品石油の運賃は年初比 12～109%増となった。



ソース: Argus Media, OPEC

投資観点 – 中立

BSC は海運業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

- コンテナ輸送のグループ（HAH など）では、BSC はコンテナ運賃が今後下落傾向にあることで、見通しを「弱気」と評価しております。
- 石油輸送グループ（PVT など）では、BSC は石油輸送価格が高い水準で維持することで、見通しを「強気」と評価しております。

海運企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高（10 億 VND）	%YoY	2022 年の税引後利益（10 億 VND）	%YoY	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
HAH	3,116	59%	921	107%	13477	2.2	0.8	19%	30%	29,800	33,000	11%
PVT	8,780	18%	1,113	69%	2,817	6.5	0.7	8%	14%	18,300	24,300	33%

ソース: BSC Research

商業不動産業[弱気]

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

- 中級製品の不足により、実需は依然として満たされていない。供給が限られている背景には、高級セグメントはホーチミン市とハノイの市場で支配している。
- 平均販売価格は高級セグメントで多くの新規案件により、引き続き上昇した。しかし、吸収率は前四半期に比べて大幅に低下した。
- 社債は今後も注目の話題であり、ベトナムの不動産市場に強い影響を与えるだろう。
- 不動産業への投資資本は厳しく管理され、金利が引上げ、社債の大部分が2023年に満期を抑える背景には、キャッシュフローへの圧力が大きくなります。
- 不動産業の2023年社債満期規模は2022年より80%高くなる。上場不動産企業の2023年社債満期規模は2022年より2倍になる。
- BSCは商業不動産業の中期的な見通しを「弱気」と評価しております。

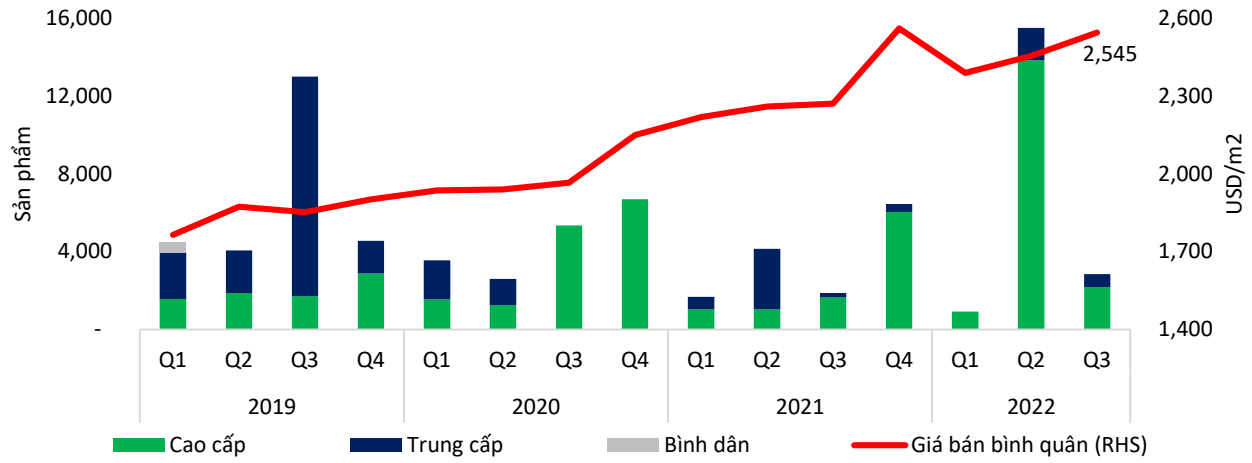
供給が制限されている背景には、高級セグメントはホーチミン市場とハノイ市場で引き続き支配する。

2022 年第 3 四半期には、ハノイとホーチミンでの新規アパート製品は前年同期比 5%増の 3,640 戸、同 49%増前四半期比 80%減の 2851 戸だった。新規販売開始

案件は比較的限られています。これらのアパートの大部分は展開した案件の後期段階である。ホーチミン市場とハノイ市場での高級セグメントはそれぞれ、新規総製品の 76%、67%を占めた。

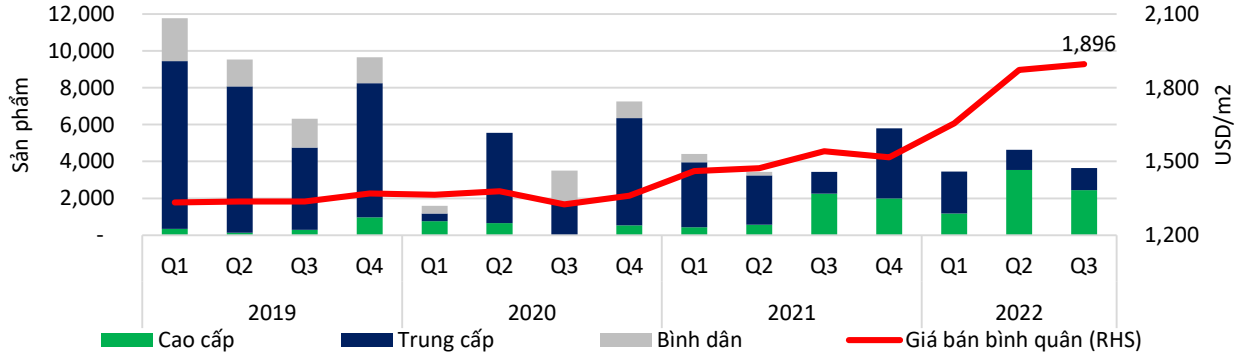
平均販売価格は高級セグメントで多くの新規案件により、引き続き上昇した。具体的には、ホーチミン市場での販売価格は前年同期比 12%増、前四半期比 3.7%増となった。ハノイ市場での販売価格は前年同期比 23%増、前四半期比 1.3%増となった。

ホーチミン市でのアパート市場



ソース: CBRE

ハノイ市でのアパート市場



ソース: CBRE

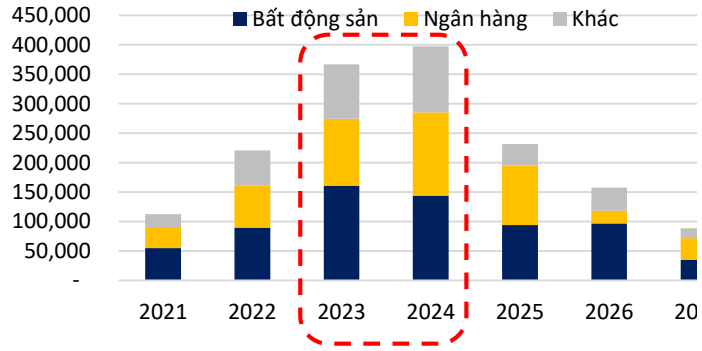
中級製品の不足により、実需は依然として満たされていない。供給が限られている背景には、高級セグメントはホーチミン市とハノイの市場で支配している。

社債は今後も注目の話題であり、ベトナム不動産市場に強い影響を与えるだろう。2022 年 9 ヶ月には、不動産市場は(1)「市場の粛清」、(2)大手不動産企業の社債発行に違反が発生したあめに社債発行活動が困難になったという情報を受け、社債発行活動は比較的静かだった。VBMA によると、2022 年第 3 四半期の社債発行額は前年同期比 68%減の 61 兆 3,740 億ドンであり、そのうち、戦略的な株主への発行額が発行総額の 97.39%を占めた。建設業と不動産業の社債発行額はそれぞれ、前年同期比 83%減、同 90%減となった。

社債満期の期間は 2023 年～2024 年に集中し、そのうち、不動産企業の 2023 年社債満期の規模は 2022 年に比べて 80%増加し、全市場の社債満期の総額の 44%を占める。Finnpro と HNX の統計によると、2022 年第 3 四半期末の時点で、

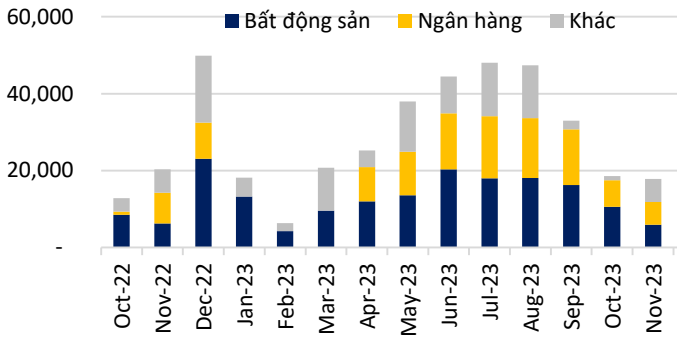
2023 年に全市場の社債満期の総額は 36 兆 7,031 億ドンで 2022 年より 67%高い、特に不動産企業の満期規模が前年比 80%増の 16 兆 682 億ドンだった。そのために、不動産企業と購入者の両方に対して信用が厳しく管理され、案件の吸収率が遅く、金利が引き上げる傾向にあるという背景には、不動産企業のキャッシュフローに対する圧力は非常に大きくなります。

全市場の社債の満期価値は 2023 年～2024 年の期間に集中する。



ソース: FiinPro, HNX, BSC Research

2022 年第 4 四半期と 2023 年における市場全体の社債の満期価値



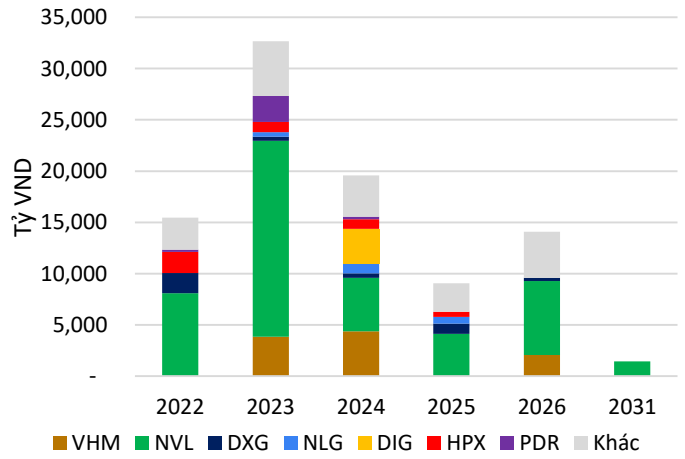
ソース: FiinPro, HNX, BSC Research

不動産業の貸付を厳しく管理すること及び金利の引上げという傾向は商業用不動産業にとって逆風となり、新規借入、高い借入コスト及び低需要に圧力をかけます。

上場不動産企業の 2023 年社債満期規模は 2022 年より 2 倍になり、不動産業の社債満期総額の 20%を占める。

上場企業の財務諸表によると、上場企業の社債満期総額は 2023 年の 32 兆 6,660 億ドン、2024 年の 19 兆 5,820 億ドンであるだろう。そのうち、2023 年の主な満期は NVL (19 兆 1,090 億 VND)、VHM (3 兆 8,340 億 VND)、PDR (2 兆 5,460 億 VND)、AGG (1 兆 2090 億 VND) である。

上場企業の社債決済圧力



(満期日が来る社債)	2022	2023	2024	2025	2026	2031
VHM	0.00%	11.58%	18.87%	0.00%	14.71%	0.00%
NVL	54.62%	57.71%	22.44%	51.14 %	51.69%	100.00%
DXG	13.32%	1.26%	1.91%	12.31 %	2.15%	0.00%
NLG	0.00%	1.34%	4.02%	8.04%	0.00%	0.00%
DIG	0.00%	0.00%	14.58%	0.00%	0.00%	0.00%
KDH	1.23%	0.00%	0.00%	3.72%	0.00%	0.00%
VPI	3.21%	0.00%	1.82%	0.00%	0.00%	0.00%
HPX	13.75%	2.99%	4.00%	6.14%	0.00%	0.00%
AGG	5.60%	3.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CEO	0.00%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

PDR	1.55%	7.69%	1.16%	0.00%	0.00%	0.00%
DIG	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
KBC	2.70%	8.76%	4.31%	0.00%	0.00%	0.00%
BCM	4.93%	3.02%	11.19%	30.96 %	32.18%	0.00%
HDG	3.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
総額	**14,828**	**33,111**	**23,225**	**8,074**	**13,985**	**1,438**

ソース:企業の財務諸表, BSC Research

2022 年 9 ヶ月には、大規模案件である The Empire (Hung Yen) の販売開始、Ocean Park 案件、Smart City 案件、Grand Park 案件の引き渡しの時の営業活動による良好なキャッシュフローを持っている VHM の以外、不動産企業のキャッシュフローは NVL、DXG、KDH、NLG などの貸入或いは社債発行を通じる資本調達から由来する。

	負債/総資産	満期が 2023 年に来る社債	Presales 2021	Presales 6T2022	Presales 9T2022	CFO 9T2022	CFI 9T2022	CFF 9T2022
NVL	29%	19,109	84,900	55,536	73,500	1,955	(7,150)	9,114
VHM	10%	3,834	78,900	92,500	110,200	24,818	(10,226)	(4,474)
DXG	20%	416	4,352	2,300	2,600	(3,776)	346	1,770
NLG	18%	443	8,800	6,500	9,922	(24)	11	804
KDH	30%	-	N/A	N/A	N/A	(2,315)	(4)	3,666
AGG	18%	1,209	N/A	N/A	N/A	3,318	(1,769)	(53)

投資観点 - 弱気

BSC は商業不動産業の中期的な見通しを「弱気」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
VRE	6,740	14%	2542	93%	1091	25.1	1.9	6%	8%	27,400	31,800	16%

ソース: BSC Research

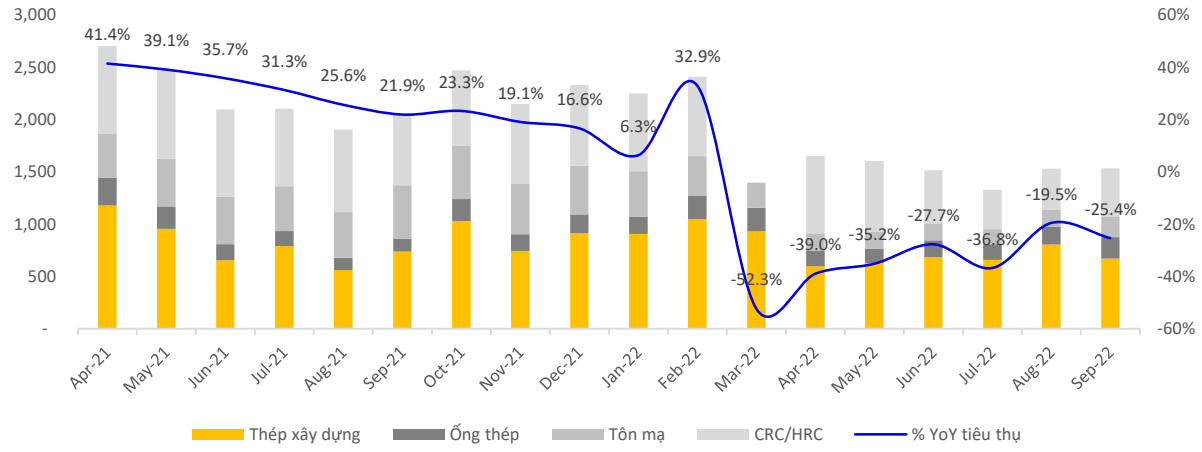
鉄鋼業[弱気]

分析者: *Đinh Mạnh Thắng* *Email: thangdm@bsc.com.vn*

- 2022 年第 4 四半期には、鉄鋼消費量は増加するが、国内不動産業の困難と低い輸出需要により前向きではないと予測されております。
- 鉄鋼企業の 2022 年第 4 四半期売上総利率は投入原材料価格の小幅な下落で僅かに改善すると予測されています。
- BSC は鉄鋼企業の 2022 年第 4 四半期見通しを「弱気」と評価しております。

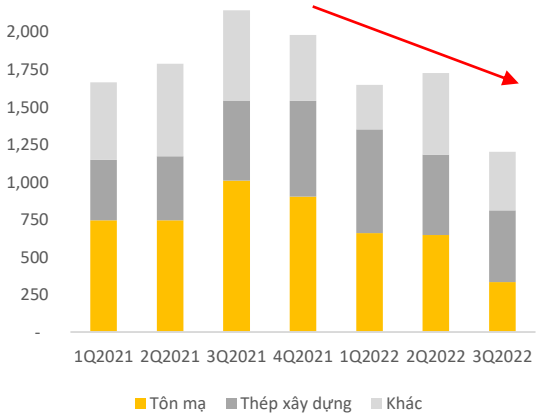
国内消費量と輸出量は前向きではないだろう。2022 年 9 ヶ月の国内鉄鋼消費量は前年同期比 9%減となり、輸出量が同 18%減となった。輸出市場での鉄鋼価格の急落が亜鉛メッキ鉄板消費量や熱延・冷延コイル消費量を大幅に減少させたことで、亜鉛メッキ鉄板輸出は多くの困難を直面した。

国内鉄鋼消費量は 2022 年 3 月から減少した(100 万t)

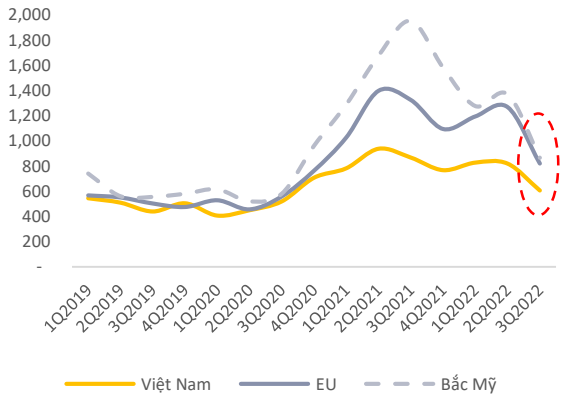


ソース: Fiinpro, BSC Research

輸出消費量特に亜鉛メッキ鉄板輸出量は 2022 年第 3 四半期に急減した(100 万t)



ベトナムで鉄鋼販売価格や輸出市場での鉄鋼販売価格の差額は急減した(HRC 価格 – USD/t)

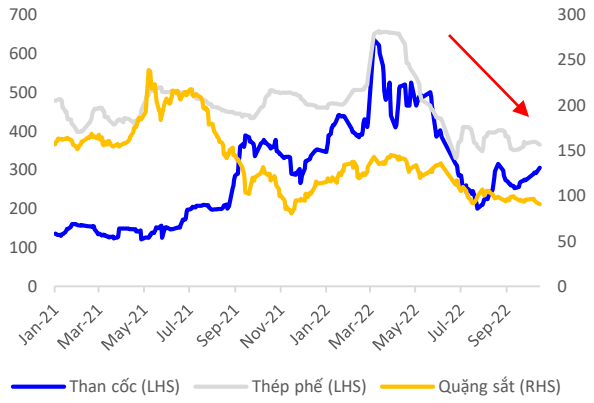


ソース: Fiinpro, Bloomberg, BSC Research

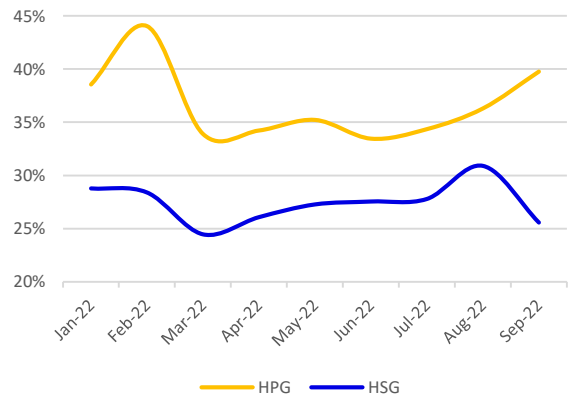
2022 年第 4 四半期には、鉄鋼業の消費量は季節性により前四半期に比べて改善するが、前年同期よりはまだ低いと考えております。原因は(1)不動産案件への資本流入が厳しく管理されており、新規プロジェクトの供給が制限される、(2)戦争と景気後退による輸出需要の低迷から由来する。

BSC は鉄鋼企業の 2022 年第 4 四半期売上総利率が投入原材料価格の小幅な下落で僅かに改善すると期待しております。鉄鋼販売価格は低い消費量により最高値から 15～20%を下落したが、鉄鉱石、インゴット、スクラップ鉄鋼の価格が大幅に下落し、2022 年 4 月から最低値で維持した。国内市場に注力し市場シェアの高い鉄鋼企業は、高価な在庫の消費が速くなるため、利益率が高くなると考えております。

鉄鉱石、インゴット、スクラップ鉄鋼の価格が大幅に下落した(USD/t)



HPG, HSG は建設用鉄鋼と亜鉛メッキ鉄板で国内シェアを維持している。



ソース: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は鉄鋼企業の 2022 年第 4 四半期見通しを「弱気」と評価しております。

鉄鋼企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
HPG	142,594	-5%	10288	-70%	1769.28	8.6	0.9	6%	11%	15,300	16,000	5%
HSG	50,856	-10%	1033	-76%	3177	3.1	-	4%	9%	9,860	9,000	-9%

ソース: BSC Research

建設業 [弱気]

分析者: Đinh Mạnh Thắng *Email: thangdm@bsc.com.vn*

- 一般建設業は低水準から回復傾向にあるが、新しい成長サイクルへの期待は不動産業界のサイクル、高金利と貸倒引当金が企業の営業キャッシュフローに悪影響を及ぼすことにより、多くの課題に直面しています。
- 建設活動は引き続き遅れており、投資主が資金源と実施計画の困難に直面している場合、未実施契約額(backlog)が業績に反映されない。
- 2023 年の機会はインフラ建設業から由来する。
- BSC は建設業の 2022 年第 4 四半期見通しを「弱気」と評価しております。

一般建設業 – 政策リスク

一般建設業は低水準から回復傾向にある。建設企業の収入は新型コロナウイルス感染症流行の 2 年間に蓄積された作業のおかげで、2022 年 9 ヶ月に良好な成長を達した。しかし、商業用不動産プロジェクトが中断され、プロジェクトの実施が遅れると、今後の成長は問題に直面するだろう。

不動産事業への資本引き締めにより、2022 年～2023 年の期間における破綻先債権に対して 貸倒引当金に関するリスクが発生します。BSC は、投資主が資金源と実施計画の困難に直面していると、これが 2022 年第 4 四半期と 2023 年～2024 年の期間における建設業にとって最大のリスクであると考えております。

投資主が資金源と実施計画の困難に直面していると、未実施契約額(backlog)は業績に反映されない。新規契約額と未実施契約額(backlog)は高い水準で留まっている。製品の供給と投資主の資本などの不動産市場が減速している兆候は展開活動が近い将来停滞し続けることを示しています。

交通インフラ建設業-公共投資資本の実行圧力

公共投資資本の実行圧力。2022 年 9 ヶ月間は、法的手続きに関する問題と建設資材の高価格により、実行の進捗はかなり遅くなり、年間計画の 58.7%を達成した。

2022 年 9 月末時点の公共投資案件の進捗の更新

南北高速道路案件の進捗(第 1 期)

南北高速道路案件 (第 1 期)	進捗	状況(2022 年 9 月末時点)	完了予定
My Thuan Bridge 2	58.5%	計画の通り	December/2023
Phan Thiet – Dau Giay	55.7%	遅延	December/2022
Vinh Hao – Phan Thiet	51.0%	遅延	December/2022
Cam Lam – Vinh Hao	24.3%	遅延	March/2024

Nha Trang – Cam Lam	47.2%	計画の通り	September/2023
Cam Lo – La Son	95.0%	基本的な完成	September/2022
Dien Chau – Bai Vot	13.7%	遅延	May/2024
Nghi Sơn – Diễn Châu	46.0%	計画の通り	July/2023
QL45 – Nghi Sơn	50.5%	遅延	2023
Mai Sơn – QL45	70.8%	計画を達成	December/2022
Cao Bồ – Mai Sơn	100.0%	完成済	January/2022

ソース: 交通運輸省, BSC Research

インフラ案件の進捗

インフラ案件	規模	投資総額(10億ドン)	投資主	状況(2022 年 9 月末時点まで)
南部				
Trung Luong My Thuan 高速道路	81 km	21,000	CII, Deo Ca	完成済
Cai Mep Thi Vai 港間道路		2,605		第 2 次- Phuoc An 橋は 2022 年第 3 四半期に着工した。
Bien Hoa – Vung Tau 高速道路第 1 期	53.7 km	19,600		投資額の 17 兆 8,370 億 VND は承認された。
拡大 Long Thanh – Dau Giay 高速道路	24 km	11,505		2022 年第 4 四半期に展開
Ben Luc–Long Thanh 高速道路	57.8 km	31,320		計画の 79.96%を達成した。完成期間は 2025 年第 4 四半期まで延長させる。
Metro 1 (Ben Thanh – Tham Luong)		43,757	C4G	引き渡し率は 85%以上である。
Metro 2 (Ben Thanh – Suoi Tien)		47,800		計画の 91% を完成し, 計画の 93% を 2022 年末までに完成する予定。
HCM – TDM – Chon Thanh 高速道路	68.7 km	24,275		Binh Duong は、プロジェクト建設決議を承認し、現場クリアランス予算 (3,140 億 VND) を割り当てた。
北部				
Metro No. 2A – Hanoi (Cat Linh–Ha Dong)		18,000		運営中
Metro No. 3 – Hanoi		6,500		進捗の遅れ、計画の 75%を達成
Belt 2 – Hanoi		9,400		2023 年初に運営する予定
Belt 1 – Hanoi		110 km		案件 (PPP) の投資決定が得られた。投資総額は 56 兆 5,360 億ドンである
Tuyen Quang – Phu Tho 高速道路		3,271		案件進捗の 30%を完成し、2023 年 9 月に完成する予定。
第 2Vinh Tuy 橋 – Hanoi		2,540		案件進捗の 50%は完了し、進捗を超えた。
第2Thai Binh 火力発電所	600 MW	41,000		計画の 96.15%を達成し、発電機 2 基は間もなく稼働する。

第 1Long Phú 火力発電所	1,200 MW	29,500	進捗の遅い
第 1Song Hau 火力発電所	2,120 MW	72,000	完了済

ソース: *交通運輸省,建設省,計画投資省, BSC Research*

投資観点 – 中立

BSC は建設業の 2022 年第 4 四半期見通しを「弱気」と評価しております。

建設企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
CTD	12,299	35%	88	267%	1115	27.4	0.3	1%	1%	30,500	N/A	N/A
CII	2,734	-4%	969	-392%	3,662	3.5	0.4	3%	12%	12,750	N/A	N/A

ソース: BSC Research

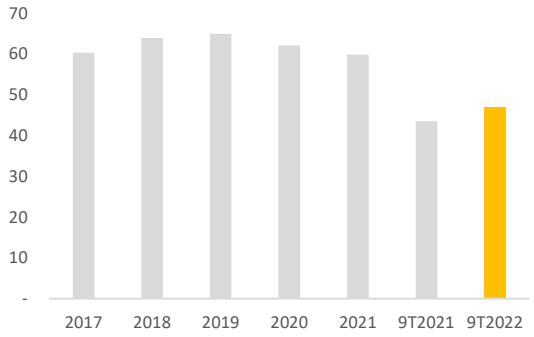
セメント業[弱気]

分析者: Đinh Mạnh Thắng *Email: thangdm@bsc.com.vn*

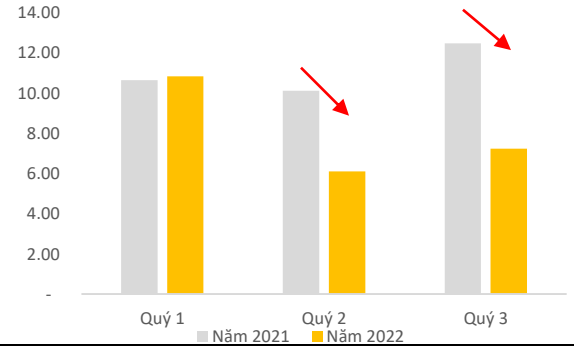
- 国内セメント消費量は新型コロナウイルス感染症の流行前回復した。
- 販売価格の上昇は石炭価格を中心とした原材料価格の上昇をカバーするには十分ではないために、売上総利益率は低下した。
- BSC はセメント業の 2022 年見通しを「弱気」と評価しております。

総消費量は輸出活動の困難により減少した。2022 年 9 ヶ月には、国内セメント消費量は前年同期比 9%増となり、輸出量が同 57%減少した。輸出活動は困難に直面したことで、セメント製造業者は国内市場にシフトしたが、限られた国内需要により、セメント企業間の競争性圧力が生じ、製品販売価格の上昇が制限された。

国内での消費量は小幅に増加した(100 万t)



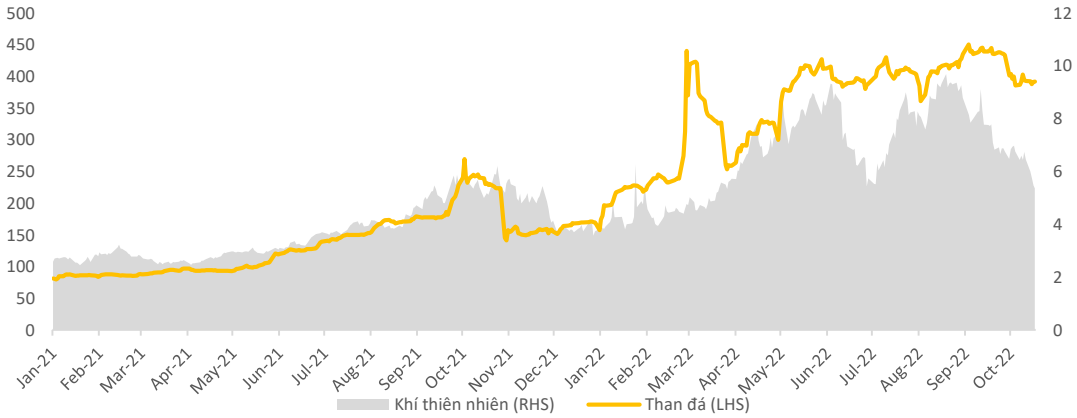
2022 年のセメント輸出量とクリンカ―輸出量は急減した(100 万t)



ソース: VNCA, 税関総局, BSC Research

売上総利益率は投入石炭価格の急増で減少した。2022 年下半期には、輸入石炭価格は 2022 年上半期比 30%増となり、前年比 126%増となった。石炭費用がクリンカー生産費用の 56%を占めていることで、石炭価格の急増は原価を増加させた。BSC は輸入石炭価格が世界的な需要の高まりにより、2022 年末まで高値で維持すると予測しております。ガス供給の不足により、多くの国は冬に向けて電力を生産するために石炭の輸入量を増加している。セメント生産企業が国内供給過剰のために販売価格を引き上げるのが困難である背景には、石炭価格の上昇は利益率を減少させるだろう。

石炭販売価格(USD/t)と天然ガス価格(USD/mmBTU)



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 弱気

BSC はセメント業の 2022 年第 4 四半期見通しを「弱気」と評価しております。

セメント企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 11 月 25 日の終値	目標価格	Upside
HT1	8,852	25%	298	-19%	782	11.3	0.7	3%	6%	8,810	10,000	14%

ソース: BSC Research

利用規約

レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10& 11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84 4 3935 2722

Fax: +84 4 2220 0669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84 8 3821 8885

Fax: +84 8 3821 8510

Website: http://www.bsc.com.vn

Facebook:
www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



BSC
Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

www.bsc.com.vn

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

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

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