BSC

2020年10－12月期
セクター見通し

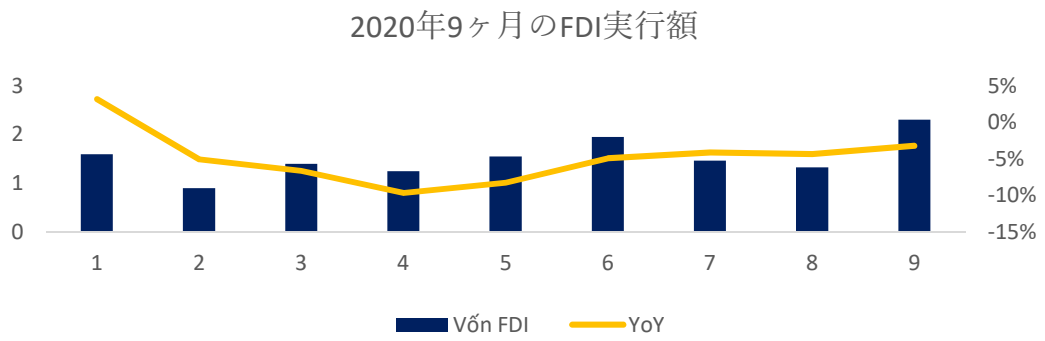
科目

工業団地区用不動産[有望] 3
IT・郵便通信業 [有望] 5
銀行業[有望] 7
肥料業[有望] 13
鉄鋼業[有望] 15
損害保険業[中立] 18
商業用不動産業[中立] 20
ゴム・タイヤ業[中立] 22
港湾業[中立] 24
医薬品業[中立] 28
電気業[中立] 29
航空業[中立] 33
プラスチック業[中立] 36
自動車業[中立] 39
水産業[中立] 40
小売・消費財業[中立] 41
海運業[中立] 44
建設業[中立] 46
セメント業[中立] 47
石油・ガス業[弱気] 49
精糖業[弱気] 55
繊維・アパレル業[弱気] 57

工業団地区用不動産[有望]

- ベトナム工業団地区用不動産業は中国から他の国へ工場に移転することによりレンタル工場の需要が拡大していることで、長期的な恩恵を受けると期待されている。
- 2020 年 9 ヶ月には、外国直接投資(FDI)の実行額は前年同期比-4.2%減の 137 億 6,000 万ドルだった。減少の原因は商業活動と投資活動が新型コロナウイルス感染症の影響で鈍化されたことから由来する。
- 2020 年第 3 四半期には、ベトナム北部 に工業団地の入居率は 2020 年第 1 四半期比+160bps 増の 74%となった。賃貸価格が前年同期比+7%と小幅に増加した。

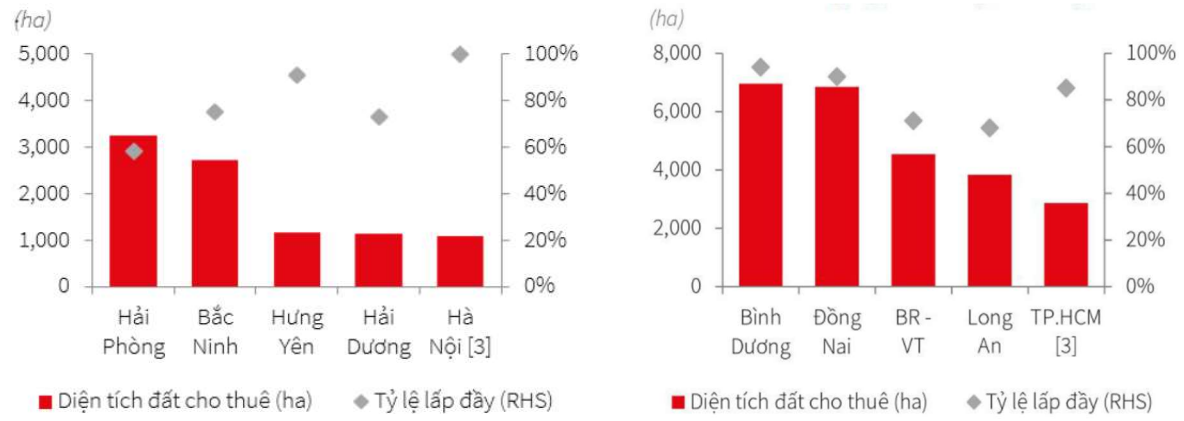
2020 年 9 ヶ月には、外国直接投資(FDI)の実行額は前年同期比-4.2%減の 137 億 6,000 万ドルだった。減少の原因は商業活動と投資活動が新型コロナウイルス感染症の影響で鈍化されたことから由来する。



ソース: FIA, BSC Research

2020 年第 3 四半期には、ベトナム北部 に工業団地の入居率は 2020 年第 1 四半期比+160bps 増の 74%となった。賃貸価格が前年同期比+7%と小幅に増加した。この原因は外国直接投資(FDI)の実行額成長率が減速し、工業団地レンタルの進捗が新型コロナウイルス感染症により遅くなったことからだ。我々はこの中断が 2020 年に短期的に起こし、ベトナム工業団地区用不動産業は中国から他の国へ工場に移転することによりレンタル工場の需要が拡大していることで、長期的な恩恵を受けると期待しております。

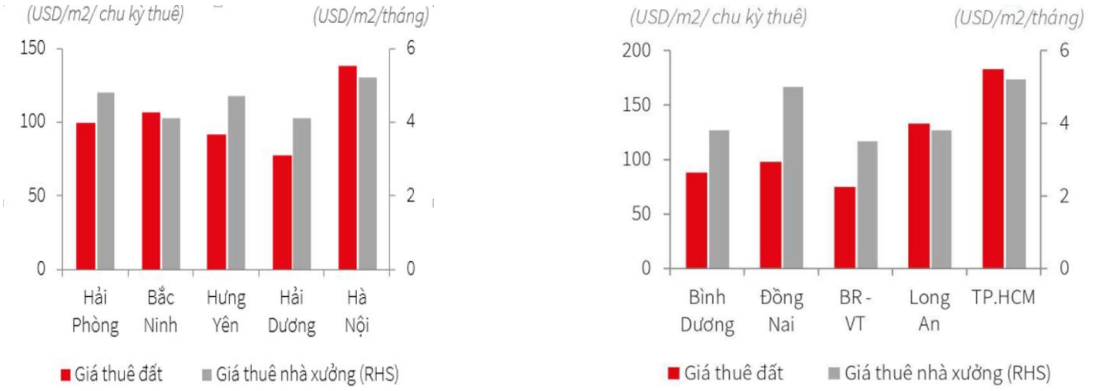
ベトナム北部及び南部における入居率



ソース: JLL

工業団地用不動産に対しての需要が引続き増加し、賃貸用土地供給があまり多くないことで、賃貸価格は僅かに上昇する傾向がある。具体的には、平均賃貸価格が前年同期比+7.1%増の 102 ドル/m2 で、既在工場の賃貸価格が前年同期比+2.1%増の約 4～5.2 ドル/m2 を増加した。新型コロナウイルス感染症の流行により、ベトナムでの投資が一時中断させられた。しかし、2020 年第 3 四半期にレンタル工場検索回数が前年同期比+20～37%に増加したことは投資家の関心度が高い水準で引続き維持すると見せている。また、借り手の調査需要に満たすために、オンライン仮想フィールド、セミナー、ウェブサイトのアップグレード等の企業はオンラインプラットフォームを積極的に開発した。それに、新工業団地帯での供給は政府の厳格な管理により漸増し、賃貸可能土地は工業団地区をかけている企業が法的な問題を取り扱うことに関する困難に直面していることによりあまり多くないだろう。

ベトナム北部及び南部での賃貸価格



ソース: JLL

BSC は新型コロナウイルス感染症がサプライチェーンを中国から移転することに更に弾みを付け、1つの地域でサプライチェーンの依存を減少させると期待しております。我々は、2021 年中国から移転の進捗は現地調査のために通行制限及び市場の慎重な心理により遅くなるが、企業の経営見通しが長期的に明るくなると予測しております。地理的な位置、安価な人件費、政府の税金と手数料優待、経済協定からの外国直接投資(FDI)の誘致と新型コロナウイルス感染症の流行を有効的に封じ込んだという要素を基づいて、ベトナムは魅力的な移転先だと評価されています。KBC、BCM、IDC、GVR、PHR 等の大きな土地を所有する工業団地区用不動産事業を掛けている企業はチャンスをを迎えることができる。

投資観点ー有望

BSC 証券は(1)協定 EVFTA が有効になることで、国内に投資金額を誘致し、(2)ベトナムが新型コロナウイルス感染症の流行を有効的に封じ込んがのは外国投資をもっと誘致し、多国籍企業が中国からベトナムに移転するという要素を基づいて、工業団地区用不動産業の見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2020 年の収入(10 億ドン)	2020 年の税引後利益(10 億ドン)	2020 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	目標株価
IDC	4,940	483	1,609	17.1	1.6	27,500	30,147
KBC	1,580	201	430	18.0	0.7	15,500	17,239

IT・郵便通信業 [有望]

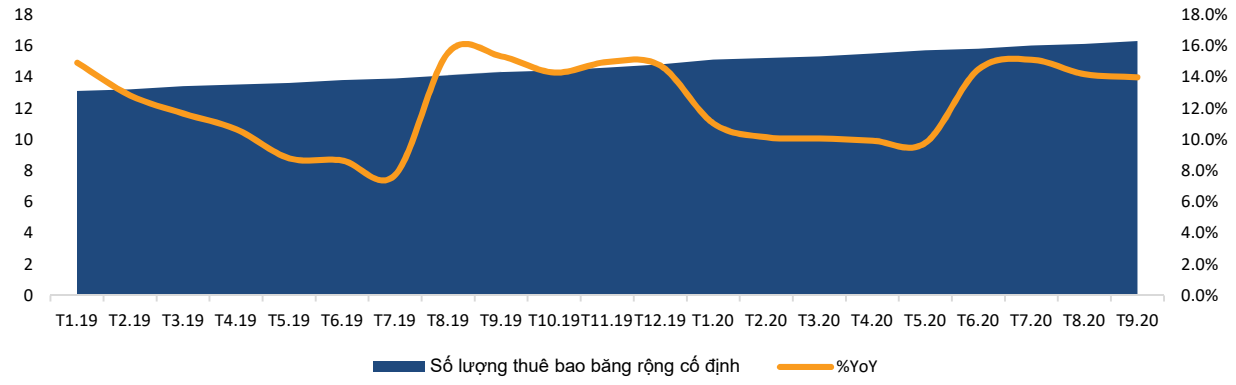
- 固定通信サービスを経営する通信企業は2020年9ヶ月に社会隔離措置から恩恵を受ける。この積極的な影響は2020年第4四半期に段々減少するだろう。
- BSCは、IT企業は(1)公共投資のおかげで技術投資パッケージ、(2)政府が「Made in Vietnam」という製品に対してデジタルトランスフォーメーションを導入することという要素から恩恵を受けると評価しております。
- BSC証券はIT・郵便通信業の2020年見通しを「有望」と評価しております。

固定通信サービスを経営する通信企業は 2020 年 9 ヶ月に全国隔離措置から恩恵を受ける。この積極的な影響は 2020 年第 4 四半期に段々減少するだろう。

社会隔離措置のおかげで、固定通信製品を使用する需要が拡大している。2020 年第 3 四半期に固定系ブロードバンドの加入電話数は 2020 年上半期より増加した。FOX が 2020 年第 3 四半期業績を発表した。それによると、収入と税引後利益はそれぞれ前年同期比+8.9 増、同+14.6%増となった。

しかし、この積極的な影響は 2020 年第 4 四半期に段々減少するだろう。

固定系ブロードバンドの加入電話数



ソース: Vnta

BSC は、IT 企業は(1)公共投資のおかげで技術投資パッケージ、(2)政府が「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という要素から恩恵を受けると評価しております。

公共投資の強化はスマート交通、電子料金徴収などの利点がある企業の入札を促進している。11 道路に向けて IT 投資パッケージの総額は 4 兆ドンで、スマート交通、エグゼクティブ監視、電子料金徴収などのサービスに集中する。恩恵を受ける上場企業は ITD と ELC だろう。

政府が「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のはベトナム企業のテクノロジー製品に対する需要を生み出すだろう。情報通信省は様々なデジタルトランスフォーメーション製品を発売した。BSC は FPT、CMG 等の上場企業がこれらの案件から恩恵を受けると考えております。

投資観点ー有望

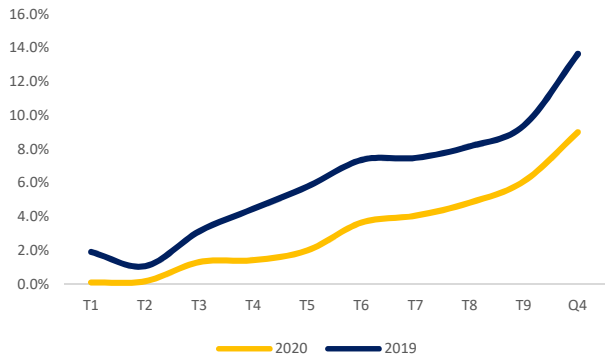
BSC は IT・郵便通信業の 2020 年見通しを「有望」と評価しております。FPT と CMG という IT 企業に対して、ソフトウェア輸出分野が 2020 年末月数に回復し、固定系ブロードバンドという通信分野も 2020 年に好調に引続き成長すると期待しております。VTP という郵便企業に対して、新型コロナウイルス感染症の流行が終えた時、オンラインショッピング需要が引続き拡大しするのは VTP の受注需要に対する成長原動力になると期待しております。

銀行業[有望]

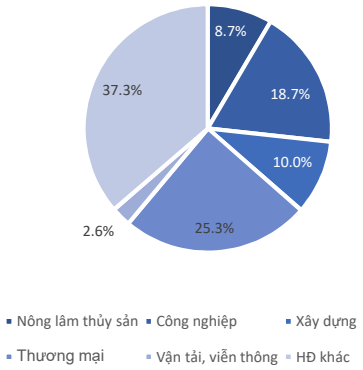
- BSCは2020年の貸付成長率が9%になると期待しております。
- 2020年第3四半期には、中小企業(SME)及び個人の貸付率を増やした。
- 商業銀行は経済を支援する為に金利を引き下げた。
- サービス活動事業の収入成長率が減速した。
- 資産資質が僅かに減少した。
- BSCは銀行業の2020年見通しを「有望」と評価しております。

BSC は 2020 年の貸付成長率が 9%になると期待しております。2020 年 9 ヶ月には、貸付成長率は年初比 6.1%で、新型コロナウイルス感染症の流行により前年同期比減速した。しかし、景気が好調に回復していることで、2020 年第 4 四半期の貸付成長率をサポートする。BSC は 2020 年の貸付成長率が 9.0%で、前年の 13.6%から減速すると予測しております。

新型コロナウイルス感染の流行により、貸付成長率が低いレベルで留まった。

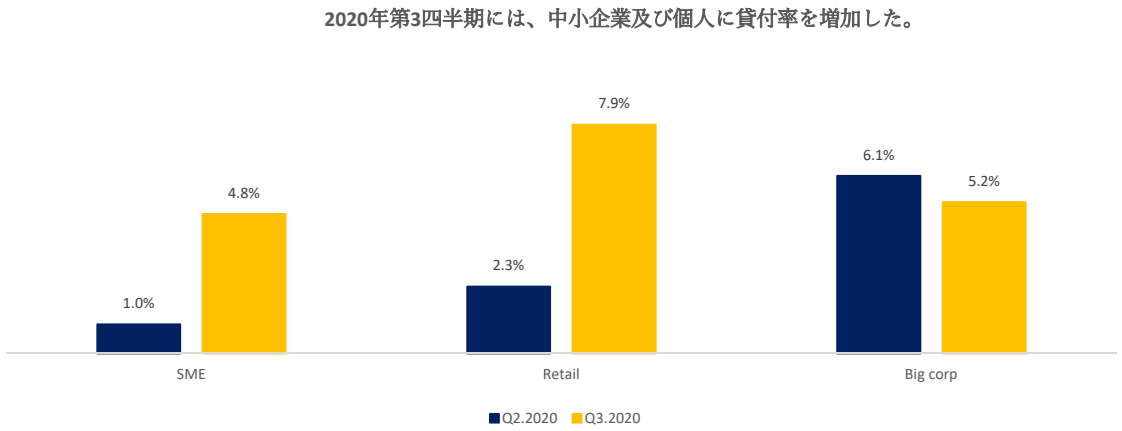


貸付は工業及び商業に集中する。



ソース: SBV, BSC Research

2020 年第 3 四半期には、貸付が中小企業及びリテールに集中した。商業銀行は中小企業及び個人に対する貸付率を増加した。これは景気回復のシグナルを見せた。

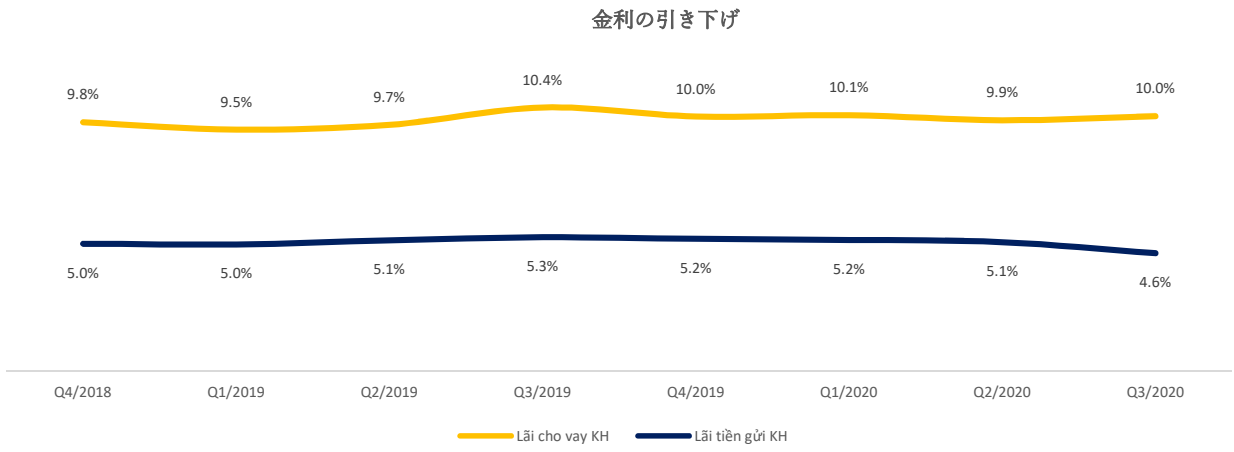


ソース: 上場銀行, BSC Research

商業銀行は経済成長を支援する為に、金利率を引き下げた。

ベトナム国家銀行（中央銀行）が政策金利を引き下げたことで、預金金利が引き下げられた。2020 年 9 ヶ月には、経済成長をサポートする為に、政策金利が約 1.5%に引き下げた。銀行業界の預金金利が 60bps を下落した。

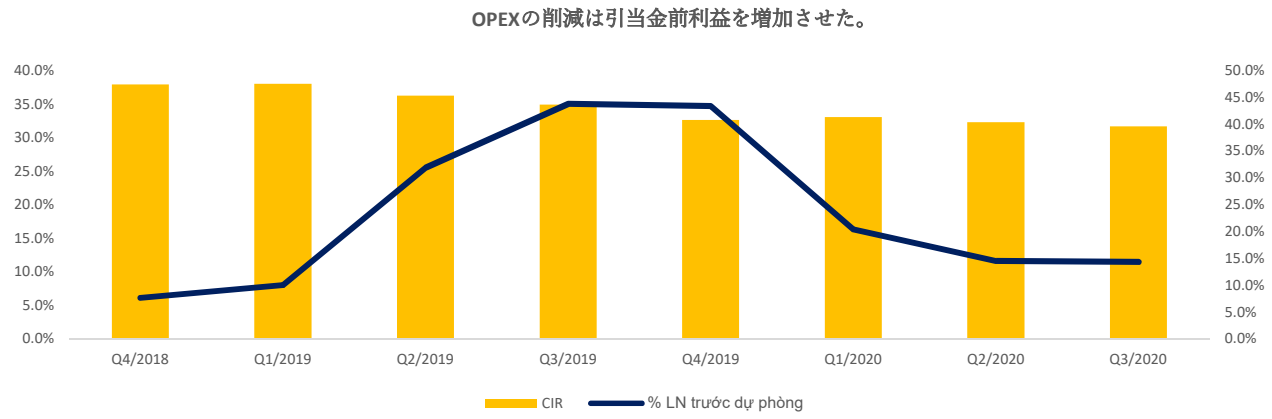
預金金利の引下げのおかげで、多くの銀行が新型コロナウイルス感染症の流行により影響された顧客対象向けて金利支援政策（貸付残高の約 30%を占め）を実施した。具体的には、貸付金利が 42bps を下落した。BSC は金利が企業の生産活動をサポートするために 2020 年第 4 四半期に 0.5%を追加引き下げる可能性があると考えております。



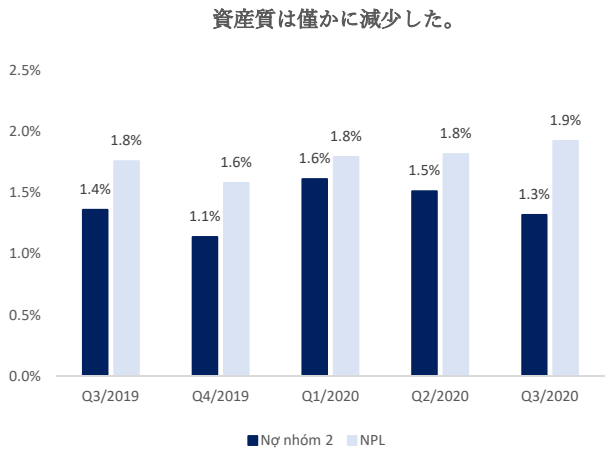
サービス活動事業の収入成長率が減速した。

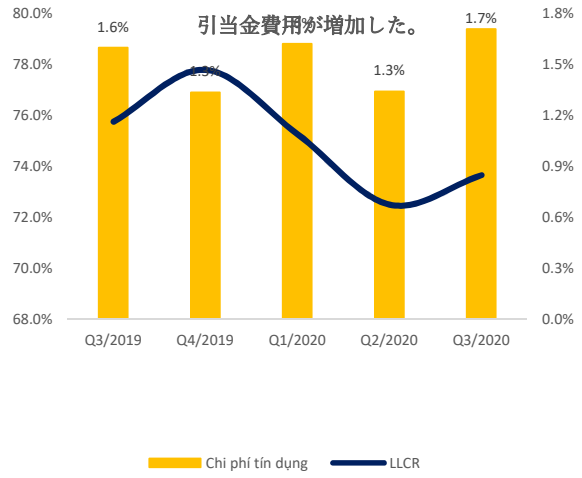
サービス料について、多くの商業銀行は経済成長をサポートするために手数料を削減した。銀行業の 2020 年の第 3 四半期サービス料成長率が 10.4%となった。VPB、CTG などの多くの商業銀行は国債の売却から大きな利益を計上した。不良債権を回収したのは景気低迷により難しかった。

多くの商業銀行は経営活動費用（OPEX）を削減した。CIR が 39.6%に低下した。

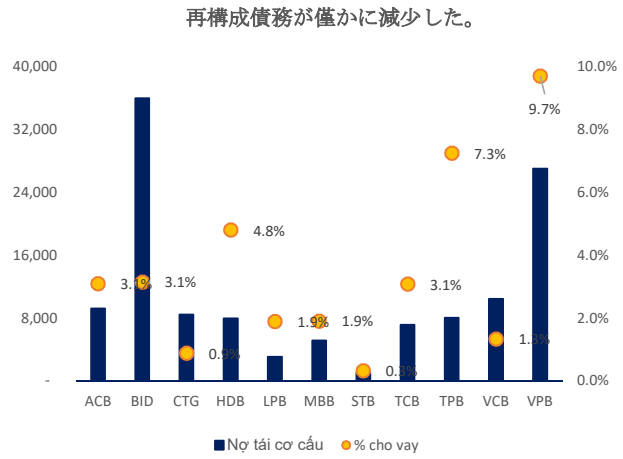


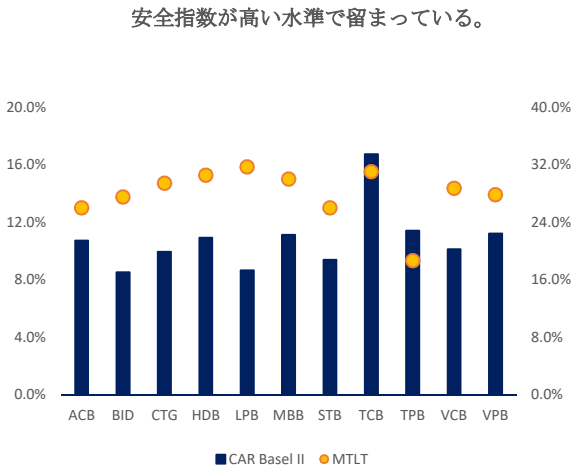
資産質は僅かに減少した。多くの商業銀行は引当金を増加した。不良債権比率が+0.1%増、不良債権回収率(LLCR)が+9.8%増となった。2020 年第 3 四半期には、再構成債務は低い水準で留まり、僅かに減少した。しかし、2020 年の引当金費用があまり増加しないと予測されている。





安全指数が高い水準で留まっている。平均 CAR Basel II は 10.7%で、中期的な貸付用資本率は 30%未満だった。再構成債務が 2020 年第 2 四半期比僅かに減少し、あまり増加しないと予測されている。





2020 年 9 ヶ月の業績は僅かに増加した。2020 年 9 ヶ月には、上場銀行の総営業収益(TOI)及び税引前利益はそれぞれ、前年同期比+9.6%増の 218 兆 3,430 億ドン、同+10.5%増の 88 兆 3,220 億ドンを達した。新型コロナウイルス感染症の流行を拡大している背景には、これは印象的な成長であると評価されている。

2020 年第 3 四半期における上場銀行の業績

	ACB	VCB	BID	CTG	MBB	STB	HDB	TCB	VPB
規模									
資本金	21,616	37,089	40,220	37,234	24,370	18,852	9,810	35,001	25,300
株主資本	32,919	93,576	81,441	83,322	48,254	28,205	23,885	70,608	49,726
総資産	418,748	1,188,572	1,467,806	1,261,204	427,175	485,213	273,290	401,462	413,892
貸付市場シェア	3.4%	9.1%	13.2%	11.2%	3.4%	3.7%	2.0%	3.3%	3.6%
預金市場シェア	3.7%	10.2%	12.9%	11.1%	3.4%	4.4%	2.4%	3.1%	3.5%
成長率									
% 信用	10.7%	6.5%	0.8%	2.5%	10.5%	8.1%	14.1%	9.2%	16.5%
% 資産	9.2%	−2.8%	−1.5%	1.7%	3.8%	7.0%	19.1%	4.6%	9.7%
% 預金	8.6%	5.7%	2.8%	5.2%	−1.3%	7.0%	33.7%	9.2%	13.0%
%総営業収益(TOI)	16.5%	−3.4%	6.9%	10.9%	6.1%	19.7%	20.8%	39.9%	−0.3%
%貸倒引当金前純利益	37.3%	−10.3%	4.8%	17.2%	−3.8%	31.0%	20.1%	40.5%	4.8%
%税引前利益(PBT)	33.7%	−21.0%	16.6%	−7.0%	10.0%	−12.9%	19.1%	24.2%	−1.5%
資産質									
2 グループ不良債権	0.3%	0.5%	2.2%	0.6%	1.5%	0.3%	1.2%	0.9%	5.3%
不良債権比率	0.8%	1.0%	2.0%	1.9%	1.5%	2.1%	1.8%	0.6%	3.6%
VAMC へ売却した不良債権を含む不良債権比率	0.8%	1.0%	2.0%	1.9%	1.5%	10.8%	1.8%	0.6%	3.6%
不良債権引当金／貸付金残高合計	1.0%	2.2%	1.7%	1.6%	1.8%	1.6%	1.2%	0.9%	1.7%
不良債権回収率（LLCRs）	117.5%	215.1%	87.1%	84.2%	118.9%	74.1%	64.1%	148.0%	47.9%
不良債権引当金／2～5 グループ不良債権	88.1%	140.9%	41.5%	64.3%	60.1%	65.5%	38.7%	60.9%	19.5%

未収金の利益・手数料／貸付	1.0%	1.0%	1.1%	0.8%	1.5%	5.7%	1.8%	2.6%	2.0%
流動性リスクと自己資本比率(CAR)									
預貸率(LDR)	79.6%	76.1%	86.7%	84.9%	77.7%	72.7%	67.5%	73.4%	79.5%
流動資産／預金	34.0%	39.6%	26.3%	28.5%	50.7%	28.5%	58.0%	57.6%	46.9%
インターバンクから預金／預金総額	4.7%	4.8%	6.1%	10.7%	12.7%	0.7%	16.7%	12.8%	13.6%
財務レバレッジ	12.7	12.7	18.0	15.1	8.9	17.2	11.4	5.7	8.3
経営効率									
総営業収益	4,486	11,586	12,393	11,511	6,735	4,810	3,469	7,497	9,472
税引前利益	2,592	4,983	2,703	2,904	3,015	897	1,474	3,974	2,813
普通預金	19.1%	30.5%	17.3%	18.0%	36.1%	16.8%	11.7%	38.6%	15.6%
% 総金利	8.0%	5.9%	6.9%	6.9%	8.1%	8.5%	9.9%	8.4%	13.5%
%資本コスト利息	4.6%	3.0%	4.5%	4.0%	3.2%	4.9%	5.1%	3.1%	5.6%
NIM (%)	3.7%	3.1%	2.4%	2.8%	4.9%	3.1%	4.9%	5.6%	8.5%
引当金費用/引当金前利益	8.8%	27.2%	64.3%	49.8%	33.9%	52.1%	20.6%	14.8%	52.8%
CIR	48.4%	34.9%	37.0%	36.2%	39.4%	60.2%	43.1%	33.4%	30.8%
ROAA (%)	1.7%	1.4%	0.6%	0.9%	2.0%	0.5%	1.7%	2.9%	2.5%
ROAE (%)	22.0%	19.7%	10.7%	13.7%	18.6%	8.7%	19.5%	17.2%	21.8%
評価									
EPS	3,092	4,631	2,111	2,948	3,366	1,261	4,395	3,257	3,965
BVPS	15,229	25,230	20,249	22,378	19,800	14,961	24,348	20,173	19,655
PER	8.2x	18.5x	18.6x	10.5x	5.4x	10.9x	5.8x	6.8x	6x
PBR	1.7x	3.4x	1.9x	1.4x	0.9x	0.9x	1x	1.1x	1.2x

ソース: 銀行業財報告, BSC Research

投資観点– 有望

BSC は上場銀行は経済の困難に直面する為に優良な状態で維持している。経済成長の回復に関する前向きな見通しと銀行業の優良な位置を基づく、BSC は銀行業の 2020 年見通しを「有望」と評価し、下記の株式の投資評価を「買い」と推奨しております。

銀行業評価及び BSC の推奨価格

	時価総額	現値	2021 年目目標価格	Upside	PE (x)			PB (x)			ROE (%)		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ACB	54,904	25,400	30,000	18.1%	5.9	7.9	8.9	1.2	1.6	1.7	24.6%	22.3%	20.8%
VCB	318,593	85,900	120,000	39.7%	14.4	17.9	13.8	3.3	3.4	2.9	25.9%	20.4%	22.4%
BID	158,669	39,450	N/A	N/A	17.1	25.1	17.0	1.9	1.9	1.7	12.7%	7.8%	10.5%
CTG	114,681	30,800	38,000	23.4%	7.6	11.4	9.2	0.9	1.4	1.2	13.1%	12.5%	14.1%
MBB	50,748	18,300	22,000	20.2%	4.9	5.7	9.3	1.0	1.0	1.1	21.1%	19.8%	12.0%
STB	24,620	13,650	17,000	24.5%	7.3	13.1	8.1	0.6	0.9	0.8	9.6%	7.1%	10.7%
HDB	32,020	25,500	30,000	17.6%	5.6	6.4	10.3	1.0	1.0	0.9	19.4%	17.1%	9.2%
TCB	78,053	22,300	32,000	43.5%	5.9	6.2	5.2	1.0	1.0	0.9	17.7%	18.4%	18.2%
VPB	58,018	23,800	29,000	21.8%	6.0	7.8	9.3	1.1	1.4	1.4	21.5%	19.9%	16.6%
TPB	19,924	24,400	30,000	23.0%	5.1	5.3	4.8	1.1	1.2	1.0	26.1%	26.1%	22.6%
VIB	30,323	32,800	29,000	−11.6%	4.2	8.0	6.3	1.0	1.8	1.5	27.1%	25.5%	25.9%
LPB	11,528	11,800	14,500	22.9%	3.9	6.4	5.1	0.6	0.8	0.7	14.0%	12.9%	15.0%
			平均		5.9	7.8	9.0	1.0	1.3	1.1	20.3%	19.1%	15.8%

ソース: Fiinpro, BSC の 推定

肥料業[有望]

- 2020年9ヶ月には、DPM（前年同期比26%減）、DCM（同23%減）などの原材料用ガス価格が大幅に下落したこと及び、尿素肥料の国内販売量と輸出量がそれぞれ前年同期比+38%増、同39.2%増となったという要素のおかげで、肥料業は恩恵を十分に受けた。
- BSCは肥料業に対す付加価値税(VAT)改正法は肥料業の収益をサポートすると考えております。
- BSCは2020年には、肥料業の2020年投資見通しを「有望」と評価しております。

2020 年 9 ヶ月には、肥料企業は投入原材料価格の急落及び輸出量の急増のおかげで恩恵を受けた。

（1）FO 価格とブレント価格はそれぞれ前年同期比 44.1%減、同 37%減となったことで、原材料用ガス価格が下落した、とりわけ、DPM の前年同期比 26%減、DCM の同 23%減）だった。そのために、肥料業の売上総利益率は 5.3%ポイント下落した。

(2)(ア)2020 年 10 ヶ月における米輸出価格が前年同期比 12.7%増、稲収穫率が同 1.3～2.8%増となったことのおかげで国内尿素肥料販売量が前年同期比 38%増加した;(イ)アジア国での肥料輸出量が急増したことで、2020 年 9 ヶ月の肥料企業の完成品在庫量が前年同期比 28%減となったという要素を受け、肥料消費需要は回復した。

BSC は肥料業に対す付加価値税(VAT)改正法は肥料業の収益をサポートすると考えております。

肥料業に対して付加価値税(VAT)改正法が 2021 年に有効になると期待されている。

2020 年 11 月 10 日時点の肥料業

会社－時価総額（10 億ドン）	投入原料		製品		予定還付税額（10 億/年）(tỷ	2019 年の売上総利益（10 億ドン）
	重要原料	付加価値税(VAT)	製品	付加価値税(VAT)		
DPM – 6,828	天全ガス	10%	尿素	5%	～300	1,402.10
	尿素/DAP/SA/カリウム肥料	5%	NPK			
DCM – 6,696	天全ガス	10%	尿素		～230-250	959.2
LAS – 948	アパタイト 原石	5%	カリウム肥料		～67	505.28
SFG – 330	硫黄	10%			～22	102.7
VAF – 346	尿素/DAP/SA/ カリウム肥料	5%	NPK		～28	177.9
BFC – 923	Ure/DAP/SA/カリウム肥料	5%	NPK		–	735.8

- ソース: BSC の集計

BSC は肥料企業に対する新政策の影響度は同じではないと評価しております。そのために、DPM、DCM 等の肥料企業は同業界の他企業より大きな恩恵を受けると評価されている。

投資観点– 有望

BSC は肥料業の 2020 年見通しを「有望」と評価しております。BSC は(1)稲などの農産価格が前年同期比高い水準で留まり、(2)新型コロナウイルス感染症の流行後、多くの国の農業見通しが明るくなるということを基づく、2020 年国内肥料の経営活動と輸入活動が前向きな状態を維持すると期待しております。しかし、BSC は気候変動、天災、新型コロナウイルス感染症の流行が肥料消費需要に悪い影響を与えるだろうと注目しております。

鉄鋼業[有望]

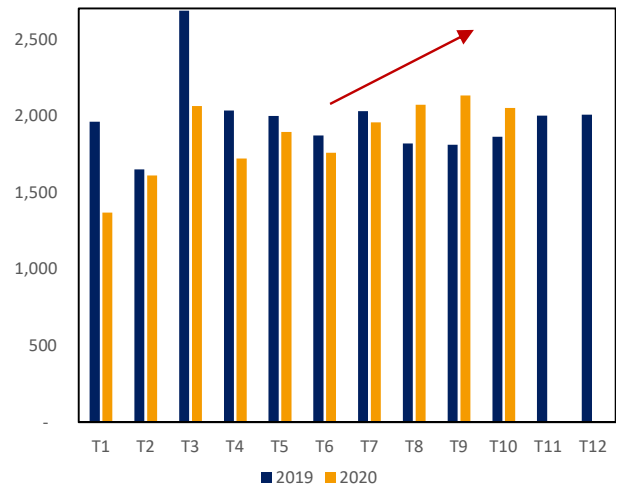
- 2020 年 9 ヶ月の鉄鋼消費量は増加した。BSC は 2020 年第 4 四半期の鉄鋼販売量が安定的な水準で維持すると予測しております。
- 石炭価格が前年同期比 32%減となったが、HRC 価格が 2020 年 4 月に急激に下落した後、大幅に上昇したのは多くの鉄鋼企業の利益率を改善させた。
- 2020 年 9 ヶ月には、鉄鋼業の利益成長率は 65%となった。この増加は主に HPG、HSG、NKG から由来した。
- BSC は鉄鋼業の 2020 年第 4 四半期見通しを「有望」と評価しております。

BSC は鉄鋼業の 2020 年第 4 四半期見通しを「有望」と評価しております。

2020 年 9 ヶ月の鉄鋼消費量は増加した。

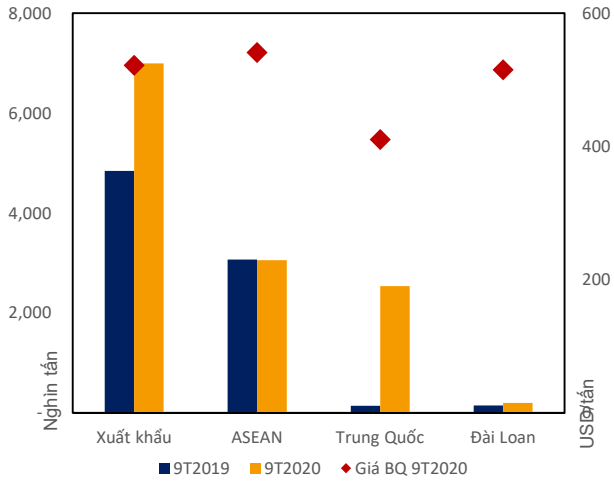
- 新型コロナウイルス感染症の流行後、建設活動が活発になって、多くの公共投資プロジェクトが再展開されたことのおかげで、国内鉄鋼消費量が増加した。
- 鉄鋼輸出量が急増したのは中国が新型コロナウイルス感染症の後公共投資を強化したのが一時需給差を発生させることから由来した。

国内鉄鋼消費産量は2020年5月から回復したが、10月に洪水の影響を受け始めた。



ソース: FiinPro、BSC Research

鉄鋼輸出量が前年同期比+44%増、そのうち、中国への輸出量が18.3増となった。



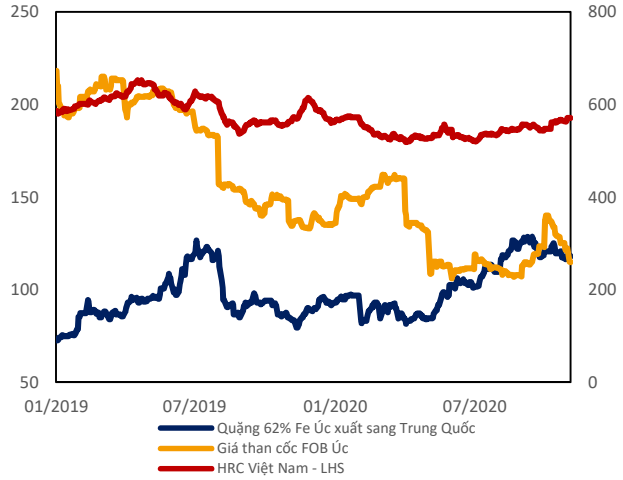
ソース: 税関総局、BSC Research

BSC は下記の要素が 2020 年第 4 四半期の鉄鋼消費量をサポートすると評価しております。

- 2020 年 10 月と 11 月には、台風の影響でベトナム中部とタイグエンで建設活動が一時停止されたが、(1)台風後の再建設需要と(2)公共投資の実行額を強化することは建材消費量を増加させると予測されている。

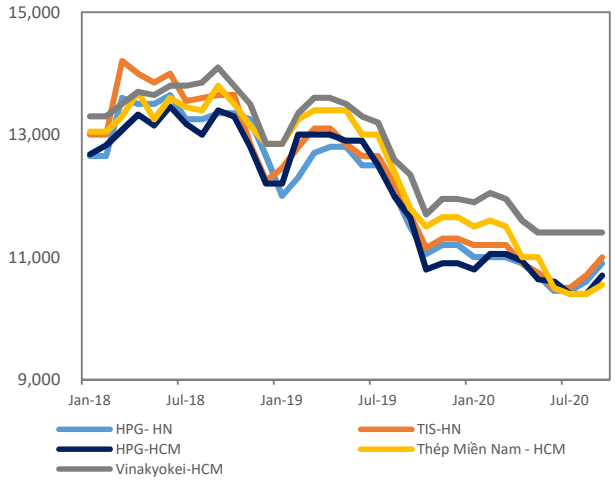
- 中国での鉄鋼供給源は(1)冬に環境汚染を発生する業界の生産活動が2021年第1四半期まで制限される、(2)オーストラリアからコークス輸入の停止について中国政府の指導ということにより減少の圧力に直面している。そのために、ベトナムの鉄鋼輸出量は恩恵を引続き受けるだろう。
- 石炭価格が前年同期比 32%減、HRC の価格が 2020 年 4 月に低値に下落した後、反発したことのおかげで、多くの鉄鋼企業が利益率を改善した。一方、2020 年 8 月には、鉄鉱石価格が 120 ドル/t 以上に上げたことと共に国内で建材用鉄鋼価格の下落は鉄鋼業の利益に悪い影響を与えた。

2020年第3四半期には、石炭価格とHRC価格の回復は鉄鋼業の利益に積極的な影響を与えた。一方、鉄鉱石価格の急増は生産費用を増加された。



ソース: Bloomberg, BSC Research

鉄鉱石の引上げと需要の回復のおかげで、鉄鋼価格は上昇し、2020年第4四半期に引続き上昇すると予測されている。



ソース: FiinPro, BSC Research

2020 年 9 ヶ月には、鉄鋼業の利益成長率は 65%となり、主に HPG、HSG、NKG から由来した。多くの企業の利益率は前年同期比増加した。

銘柄	2020 年 9ヶ月の売上高	2019 年 9ヶ月の売上高	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の売上総利益率	2020 年 9 ヶ月の売上総利益率	2020 年 9 ヶ月の税引後利益	2019 年 9 ヶ月の税引後利益	前年同期比
HPG	64,340	45,683	40.8%	19.6%	18.3%	8,845	5,655	56.4%
HSG	20,949	20,489	2.2%	17.5%	12.7%	970	301	222.3%
TVN	22,826	17,982	26.9%	5.3%	4.5%	281	445	−36.9%
SMC	11,257	12,905	−12.8%	4.3%	3.2%	156	111	40.5%
NKG	8,142	8,976	−9.3%	6.9%	2.4%	141	40	252.5%
POM	7,275	9,151	−20.5%	3.8%	1.2%	(128)	(252)	N/A
TIS	7,009	7,652	−8.4%	4.7%	5.2%	16	41	−61.0%

鉄鋼業	**170,082**	**155,130**	**9.6%**	**12.1%**	**9.1%**	**10,361**	**6,286**	**64.8%**

ソース: FiinPro, BSC Research

BSC は鉄鋼企業の原材料価格がうまく推移すると予測しております。

- 鉄鉱石：ブラジルからの鉄鉱石の供給量が新型コロナウイルス感染症の流行により一時停止された後増加したこと及び、世界の鉄鋼消費需要が増加のシグナルを見せていないということで、鉄鉱石価格が下落する可能性がある。
- コークス：中国政府がオーストラリアから石炭の輸入を停止すると指示したことで、回復する可能性が高くない。
- HRC：HRC 価格は特に中国市場で上昇しているのは原材料価格の上昇傾向と示した。

投資観点－有望

BSC は（1）消費需要が引続き回復する、（2）原材料の価格が順調に推移すると予測されることで、鉄鋼企業の 2020 年第 4 四半期利益成長率が引続き上昇するということを基づく、鉄鋼業の 2020 年第 4 四半期見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2020 年の売上高（10 億ドン）	2020 年の税引後利益（10 億ドン）	2020 年 EPS（ドン／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2020F	ROE 2020F	2020 年 11 月 10 日の終値	2021 年の目標株価	Upside
HPG	88,410	11,615	3,506	8.9	1.8	5.5%	16.3%	31,300	41,000	31.0%
HSG	25,740	918	1,980	8.7	1.1	5.2%	13.9%	17,200	15,800	−8.1%
NKG	11,909	221	1,286	6.7	0.5	2.7%	7.1%	8,600	9,000	4.7%

ソース: BSC Research

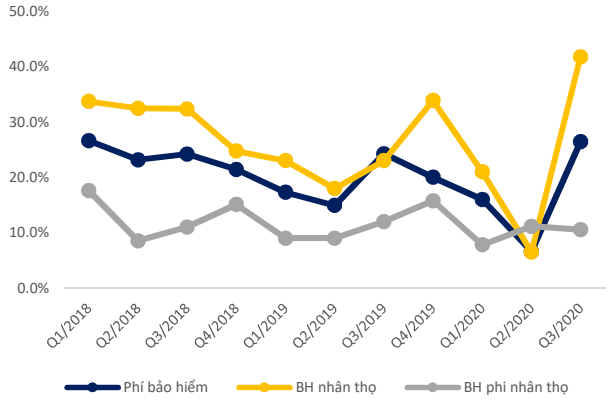
損害保険業[中立]

- 2020 年には、損害保険元受保険料の成長率は 9～10%上昇すると予測されています。
- 合算比率は高い水準で留まっている。
- 財務収入は預金金利の引き下げに減少した。
- BSC は損害保険業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

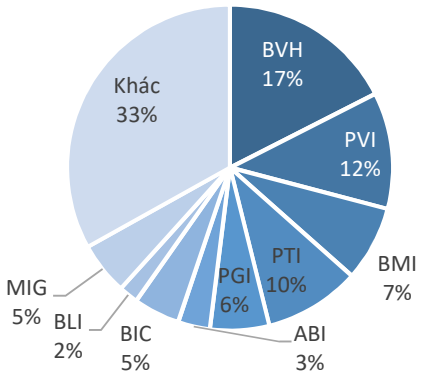
2020 年には、損害保険元受保険料の成長率は 9～10%上昇すると予測されています。2020 年 9 ヶ月には、保険元受保険料成長率が前年同期比+16.7%増、そのうち、損害保険元受保険料成長率が同+9.8%増となった。新型コロナウイルス感染症の影響により、保険元受保険料成長率が減速した。しかし、BSC は経済成長率が上昇すると期待していることで、保険元受保険料事業による 2020 年第 4 四半期の収入が増加すると評価しております。

損害保険業の市場シェアはあまり変動しなかった。BVH の市場シェアが 17%で維持した。次は、PTI が 10%で、PVI が 12%だった。

2020年第3四半期に元受保険料成長率が上昇した。



市場シェアは明暗で分かれ、刺激に競争した。



合算比率は高い水準で留まっている。補償比率が前年の 97.5%から 97.1%に下落した。また、多くの企業は経費を削減し、管販費率が前年同期の 20.1%から 14.5%に下落した。BSC は、損害保険業の合算比率は(1)競争が激しくなっていることで、多くの企業がシェアを拡大する為に、よりリスクの高い業界の保険に参加したこと及び、(2)管販費の削減という要素を基づく、高い水準の約 98%で引続き維持すると評価しております。

資産運用による収益は預金金利の引下げにより減少した。一般的な金利が約 1%に引き下げたことで、保険企業の資産運用による収益が減少した。BSC は現在、預金の返済期限が来ないことで、企業が短期的な恩恵を受けているが、金利の引下げは 2021 年資産運用による収益に影響を及ぼすと予測しております。

現在の預金金利が高い水準で留まっていることで、業績が増加した。2020 年 9 ヶ月には、損害保険企業の収入と税引前利益はそれぞれ、前年同期比+6.0%増の 7 兆 8,840 億ドン、同+23.0%増の 7,960 億ドンを達成した。

投資観点－中立

BSC は(1)預金金利が引続き低下する可能性があること、(2)損害保険元受保険料成長率が新型コロナウイルス感染症の流行により減速すること、(3)資金回収見通しと安価な評価が 2020 年にとって前向きな点になるという要素を基づく、損害保険業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

損害保険企業の 2020 年第 3 四半期業績

2020 年第 3 四半期	ABI	BIC	BLI	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
規模									
総資産	2,875	5,775	2,051	6,241	5,289	6,173	8,020	23,042	7,010
株主資本	989	2,351	726	2,244	1,439	1,529	1,937	6,982	3,070
投資資産	2,315	3,979	1,251	3,045	2,991	3,213	4,587	11,398	3,910
投資資産/総資産	80.5%	68.9%	61.0%	48.8%	56.6%	52.1%	57.2%	49.5%	55.8%
経営効率									
市場シェア	3.2%	4.6%	1.9%	7.5%	5.2%	5.9%	9.6%	11.6%	0.0%
保険料収入	453	697	321	1,105	678	801	1,450	1,886	492
前年同期比	22.9%	13.0%	9.5%	2.5%	32.1%	9.8%	10.3%	−4.4%	−12.8%
保険事業の純利益	53	19	17	21	(22)	19	27	62	(3)
支払い比率	27.8%	31.5%	24.8%	34.9%	34.0%	37.0%	43.0%	35.1%	34.8%
他の経費	30.5%	45.4%	45.6%	58.9%	50.7%	45.6%	40.1%	47.5%	56.9%
% 販管費	29.5%	19.1%	22.1%	3.9%	19.2%	14.5%	14.5%	11.6%	9.2%
%管理費用	87.8%	96.0%	92.5%	97.7%	104.0%	97.1%	97.6%	94.3%	100.9%
合算比率	36	74	30	60	44	13	52	148	132
財務利益	14.2%	2.8%	24.3%	65.7%	10.0%	−22.4%	2775.8%	16.0%	74.3%
総投資金利	6.0%	7.4%	7.8%	8.2%	7.4%	2.1%	4.2%	6.6%	8.7%
純投資利億	6.0%	6.9%	7.2%	6.1%	6.1%	1.7%	3.8%	5.4%	7.2%
税引前利益	89	93	48	79	22	33	65	225	142
前年同期比	−3.8%	41.7%	14.4%	46.9%	−35.0%	−16.2%	110.5%	11.1%	64.0%
長期支払い可能	2.2	3.4	2.3	2.0	2.1	1.9	1.3	3.7	6.2
評価									
EPS	7,152	2,203	419	2,216	956	2,135	2,845	3,038	2,449
BVPS	26,025	20,047	12,099	24,565	11,071	17,238	24,088	29,809	23,424

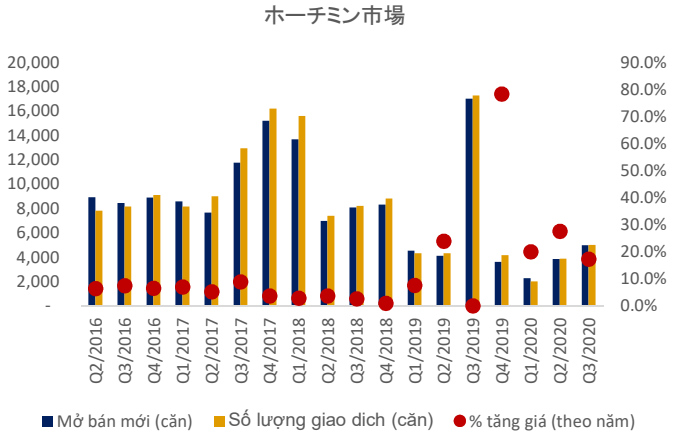
ソース: 上場企業、BSC Researc

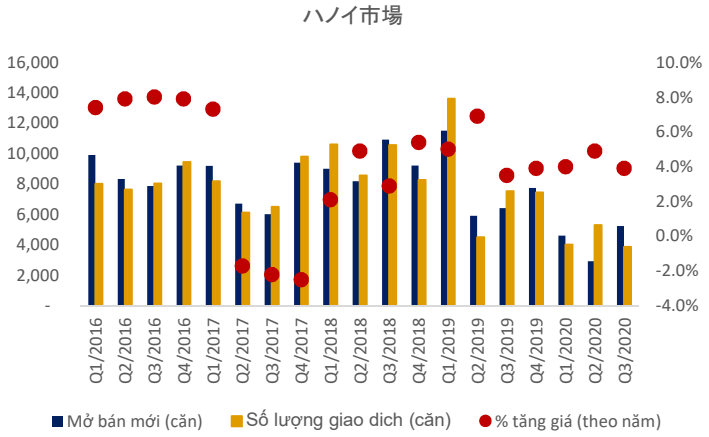
商業用不動産業[中立]

- 不動産市場は 2020 年第 3 四半期に徐々に回復したが、前年同期比低いレベルで維持した。
- ホーチミン市場とハノイ市場での販売の動向は明暗で分かれた。
- 不動産供給が不足している背景には、大都市から地方へ不動産案件を移動する傾向のおかげで、不動産企業は「新規販売開始」を維持することができる。
- BSC は不動産業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

不動産市場は 2020 年第 3 四半期に徐々に回復したが、不動産供給が不満したことで、新規販売率が低い水準でまだ留まった。多くの不動産企業は新案件開始計画を 2020 年末まで延長したことで、2020 年第 3 四半期の新規販売物件数が引き続き減少した。

- JLL のデータによると、ホーチミン市場での新規販売物件数が前年同期比 171%減、前四半期比 30%増の 4,968 戸だった。主に Vinhomes Origami Akari City 案件が 56%を占めた。
- ハノイ市場での新規販売物件数が前年同期比 18.4%減、前四半期比 79.3%増の 5,219 戸で、主に中立所得者層に集中した。一方、ホーチミン市場での新規販売物件数が主に高位所得者層に集中した。





ソース: JLL, BSC Research

ホーチミン市場とハノイ市場での販売の動向は明暗で分かれた。CBRE と JLL のデータによると、全国の吸収率が高い水準で維持している。しかし、販売価格変動の傾向が明暗で分かれた。ホーチミン市場で平均販売価格が急増し、主に高位所得者層に集中した。2018 年第 2 四半期から 2020 年第 3 四半期までの期間におけるホーチミン市の平均住宅販売価格が 24.4%まで増加した。この上昇の原因は(1)都市地域での利用可能土地が狭くなっている、(2)不動産供給が縮小されてることで、投資主が高い利益率で高位所得者層に向け商品に集中するということから由来した。ハノイでの平均住宅販売価格の変動より少なかった。

ハノイ及びホーチミン市でのアパート販売価格が明暗で分かれた。

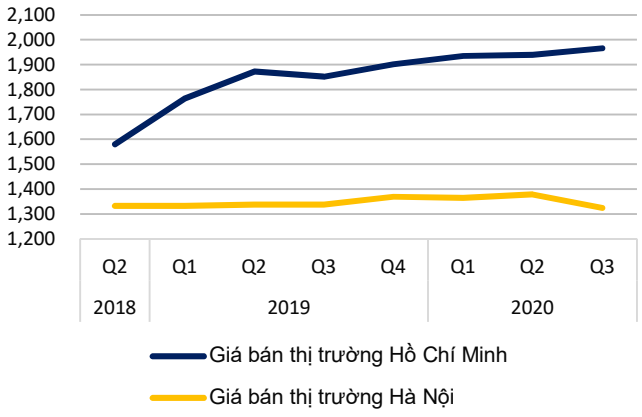
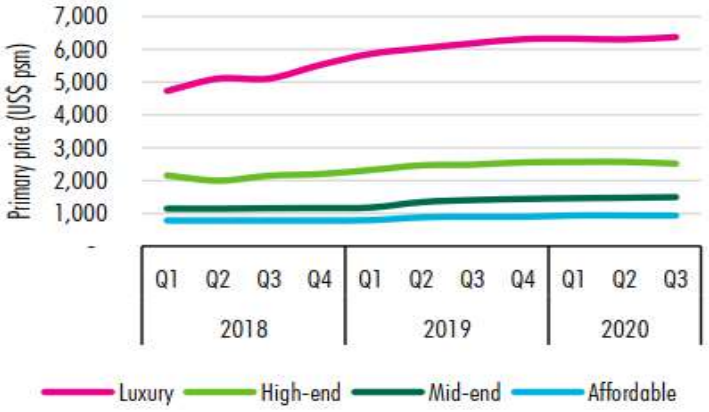


Figure 8: Primary Prices, HCMC Condominium

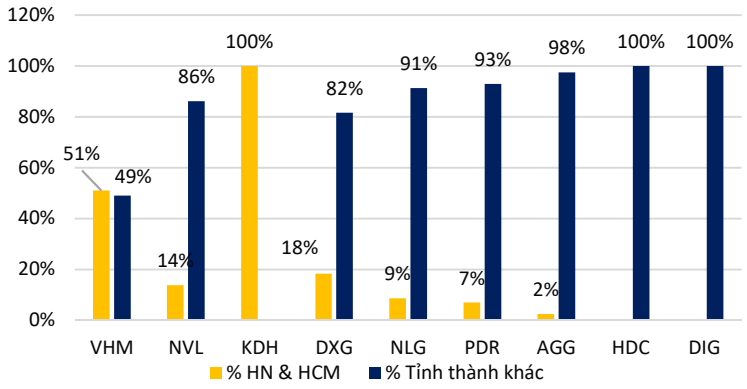


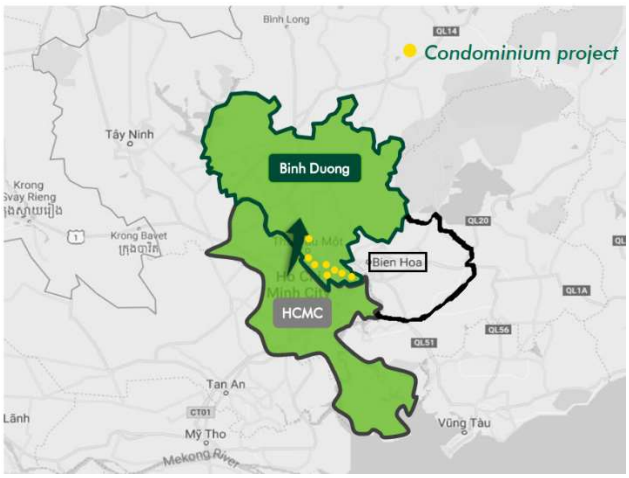
Selling price: US$ psm (excluding VAT and quoted on NSA)

ソース: CBRE

不動産供給が不足している背景には、大都市から地方へ不動産案件を移動する傾向のおかげで、不動産企業は「新規販売開始」を維持することができる。地方での吸収率が安定的な水準で維持している。CBRE のデータによる、特にビンズオン県の吸収率が 98%(8,900 戸相当)だった。これは法的許可がまだ遅くなる背景には、地方での吸収率が安定的な水準で維持したことのおかげで、多くの不動産企業の業績が好転した。例えば DXG の Opal Boulevard 案件、NVL の Aqua City 案件、PDR の The Astral City 案件、AGG の The Standard Central Park 案件、DXG の Gem Sky World 案件です。

多くの不動産企の案件は地方に集中する。





ソース: BSC Research, CBRE

投資観点ー中立

BSC は、不動産業が新型コロナウイルス感染症の流行に影響されているが、(1)2020 年の不動産企業の利益が 2017 年～2018 年に期間における既存販売物件数のおかげで、引渡し物件数によって明暗で分け、(2)2008 年の困難期間より財務健康構成が良くなっているという要素を基づく、商業用不動産業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。また、公共投資を強化し、法的問題を解決することで、不動産企業の 2021 年見通しが明るいと期待しております。我々は VHM、DXG、NLG と KDH の投資評価を「買い」と推奨しております。

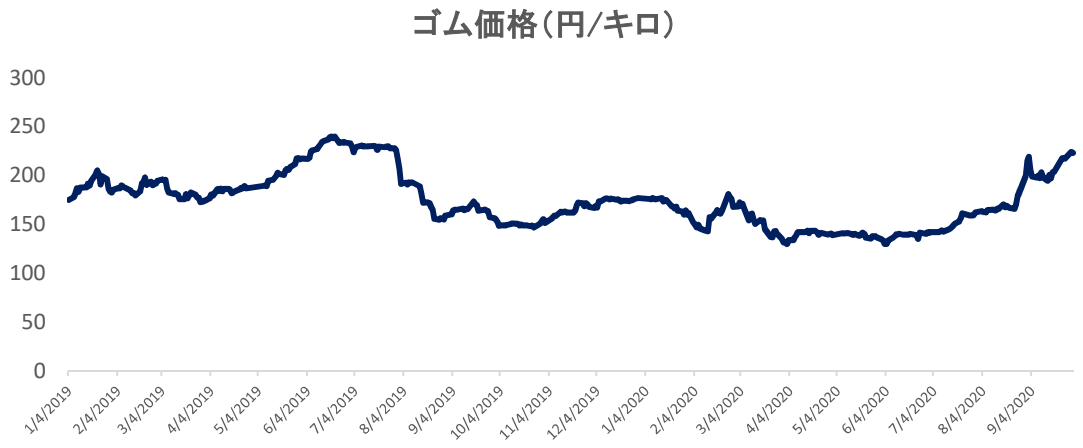
銘柄	2020 年の売上高（10 億ドン）	2020 年の税引後利益（10 億ドン）	EPS 2020（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	目標価格
VHM	81,416	28,901	8,628	11.7	4.5	75,700	97,800
DXG	7.906	302	2,402	23.4	0.9	12,250	17,300
NLG	1,438	858	3,139	8.5	0.8	27,300	36,000
KDH	4,101	1,180	2,058	11.8	1.5	24,950	30,000

ゴム・タイヤ業[中立]

- 2020 年 9 ヶ月には、ゴム事業の利益はゴム価格の回復で前年同期比+26%増となった。
- タイヤ企業は新型コロナウイルス感染症の後、ゴム輸出量の再増加のおかげで、2021 年に好調な業績を達すと期待されている。

2020 年 9 ヶ月には、ゴム事業の利益はゴム価格の回復で前年同期比+26%増となった。ゴム価格が急落した後、2020 年 9 月のゴム平均価格が前年同期比+26%増の 208 円/キロだった。

BSC は中国の自動車企業が新型コロナウイルス感染症の後生産活動を強化すると、自然ゴム需要が高まると期待しております。中国自動車メーカー協会によると、中国での自動車販売数は 2020 年 6 ヶ月では前年同期比-17%減の 1,020 万台、2020 年 9 ヶ月では同-7%減の 1,712 万台を達し、特に 2020 年 9 月単には前年同期比+13%増となった。これはベトナムの最大ゴム輸出市場である中国市場の回復を見せている。



ソース: BBG, BSC Research

タイヤ企業は新型コロナウイルス感染症の後、ゴム輸出量の再増加のおかげで、2021 年に好調な業績を達すと期待されている。この期待は（1）新型コロナウイルス感染症の後、ゴム輸出量が再増加し、ブラジル市場と米国市場という重要な市場へ輸出量が回復する、（2）国内組立車の登録料が減少することで、国内組立車の需要が増加することから由来した。

米国はベトナム製軽トラック用タイヤについて反ダンピング調査の開始を発表した。しかし、DRC は米国市場へ大型トラック用タイヤだけを輸出することで、この決定により影響されない。それに、米国市場への CSM の輸出製品税率が 0%から 6%以上に引き上げた。米国市場への CSM 輸出額は輸出総額の 20%だけを占めた。BSC によると、この税率が低いレベルにあり、中国、タイと韓国からの製品課税の 3 分の 1 に相当することで、CSM が大きな影響されないだろう。

投資観点－中立

BSC は（1）ゴム価格が回復し、ゴム利益の成長率をサポートするが、超過供給が続く可能性があることで、ゴム価格が長期的に 5～8%を引き上げる可能性がある、（2）伐採したゴムの木の売却傾向とゴム木栽培用土地を工業団地土地に転換する傾向ということを基づいて、ゴム業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

BSC は（1）自動車生産業が新型コロナウイルス感染症の後回復すると共に、タイヤ需要が増加し、（2）原材料価格がゴム価格と共に僅かに上昇しているが、タイヤ平均価格が国内の競争で僅かに下落しているために、タイヤ企業の 2020 年業績が横に移転するという要素を基づく、タイヤ業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2020 年売上高（10 億ドン）	2020 年税引後利益（10 億ドン）	2020 年 EPS（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	目標価格
DRC	3,858	250	2,105	17.9	1.4	20,850	24,614
PHR	1,710	1,053	9,887	6.5	2.8	64,600	71,359

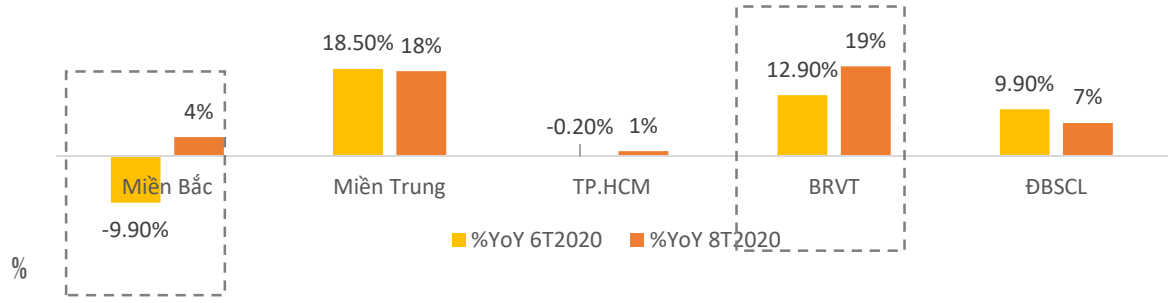
港湾業[中立]

- 2020年9ヶ月には、港湾企業は成長率が明暗で分かれた。2020年7月と8月における重要な港湾の経営活動は港湾を通じるコンテナ量の増加のおかげで、大幅に増加した。
- 港湾業が2020年第4四半期にはっきり回復するという予測を基づく、港湾業の2020年業績成長率が8%であると推定されている。
- 港湾企業の2020年第3四半期業績が明暗で分かれた。

2020 年 9 ヶ月には、港湾企業は成長率が明暗で分かれた。港湾を通じるコンテナ量は急増した。この急増はベトナム中部で火力発電所用石炭輸入量が増加したこと及び（2）バリア・ブンタウでの港湾帯が深水港湾である利点を受けていることで、大型船を誘致しているということから由来した。しかし、BSC は 2020 年第 4 四半期には、水力発電所の活動が強化されることで、中部の港湾を通じるコンテナ量が減少すると予測しております。

重要な港湾を通じるコンテナ量が増加したのは楽観的なシグナルを見せている 。中部での港湾を通じるコンテナ量が 18%増となったが、低いシェアを占めたことで、港湾業の成長率に大きな影響を与えないだろう。2020 年 9 ヶ月には、北部とバリア・ブンタウで港湾を通じるコンテナ量が前年の 46%を占め、ホーチミン市で港湾を通じるコンテナ量が前年の 48%を占めた。BSC によると、これは港湾業の楽観的なシグナルを見せている。

2020 年 6 ヶ月及び 8 ヶ月におけるベトナム港湾を通じるコンテナ量の変動

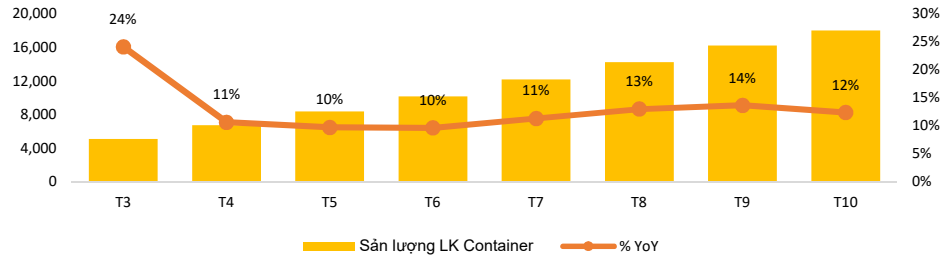


ソース: VPA, Gemadept, BSC Research

2020 年 7 月以後港湾を通じるコンテナ量の減少率が縮小された。輸出額は前年同期比 11%増、2020 年第 2 四半期比 34%増、2020 年第 1 四半期比 26.6%増の 800 億 7,000 万ドルを達した。

2020 年 10 ヶ月には、港湾を通じるコンテナ量が前年同期比+12%増の 1,769 万 3,000 TEUS を達した。

2020 年の港湾を通じるコンテナ量が 1000 TEUS だった。

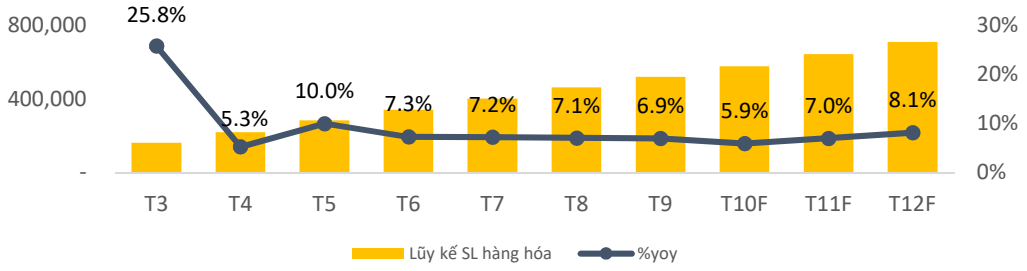


ソース: 航海局、BSC Research

BSC は港湾業が 2020 年下半期に引き続き回復すると期待されていることで、港湾を通じる 2020 年の総貨物量が前年比 8%増加すると評価しております。

2020 年の港湾を通じる貨物量が前年比 8.1%増の 7 億 800 万を達成すると予測しております。

港湾を通じる 2020 年の総商品量（1000t）



ソース: 港湾局, BSC Research

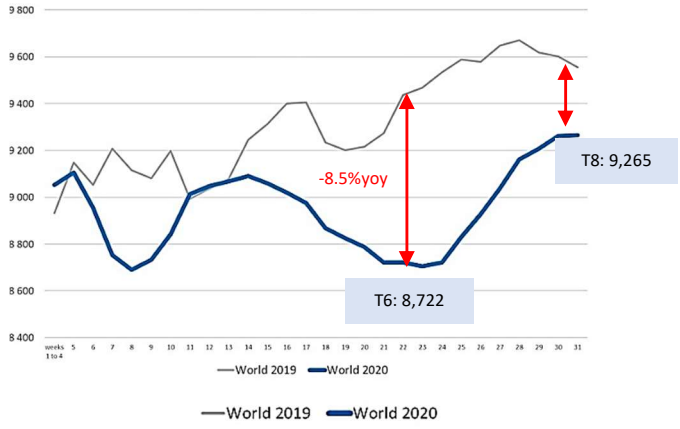
この予測は港湾を通じる 2020 年第 4 四半期の貨物総量がはっきりに回復するという見解を基づく。明細は以下の通り。

（1） **ベトナム港湾は 2020 年 6 月から世界港湾を通じるコンテナ量が増加したことから恩恵を受けている。**世界港湾を通じる 2020 年 8 月のコンテナ船の数が前年同期比−3%減の 9,265 隻だった。そのうち、東南アジア港湾を通じるコンテナ船の数が前年同期比相当し、中国と香港でのこの数が同+4.1%増となった。新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた時に、港湾を通じるコンテナ量も増加した。BSC は 2020 年第 4 四半期には、世界の新型コロナウイ

ルス感染症の流行が効率的に封じ込まれている背景に、世界港湾業の回復傾向が続くと予測しております。

世界港湾を通じる 2020 年 8 月のコンテナ船の数が前年同期比-3%減の 9,265 隻だった。

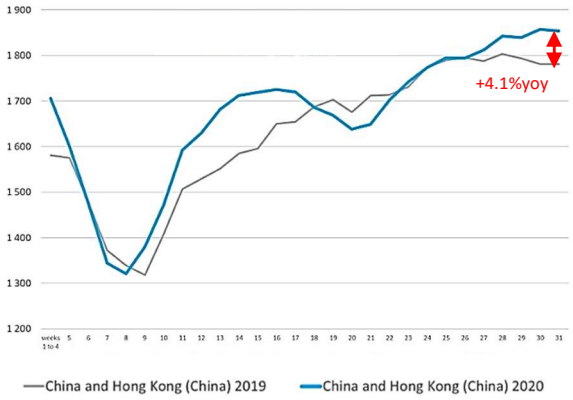
週刊港湾を通じるコンテナ船の数



ソース: UNCTAD

2020 年 8 月には、中国と香港港湾を通じるコンテナ船の週平均数が前年同期比+4.1%増となった。

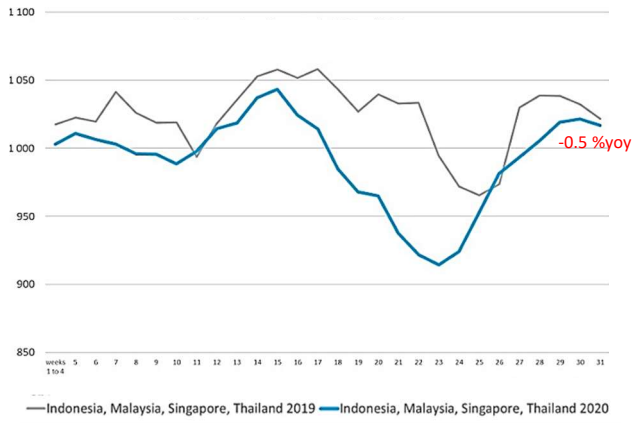
週刊港湾を通じるコンテナ船の数



ソース: UNCTAD

8 月の週刊には、東南アジア港湾を通じるコンテナ船の数が前年同期比相当した。

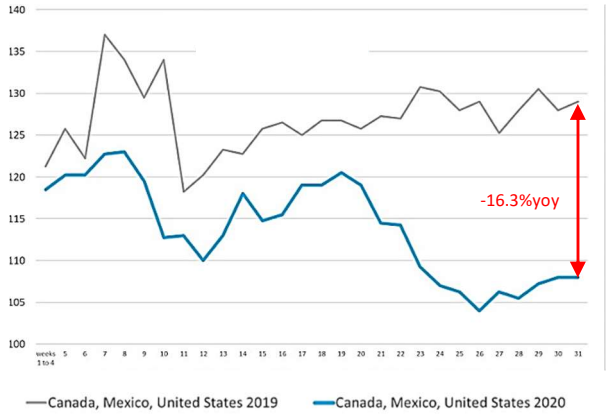
週刊港湾を通じるコンテナ船の数



ソース: 国際連合貿易開発会議（UNCTAD）

8 月の週刊には、北米港湾を通じるコンテナ船の数が前年同期比相当した。

週刊港湾を通じるコンテナ船の数



ソース: 国際連合貿易開発会議（UNCTAD）

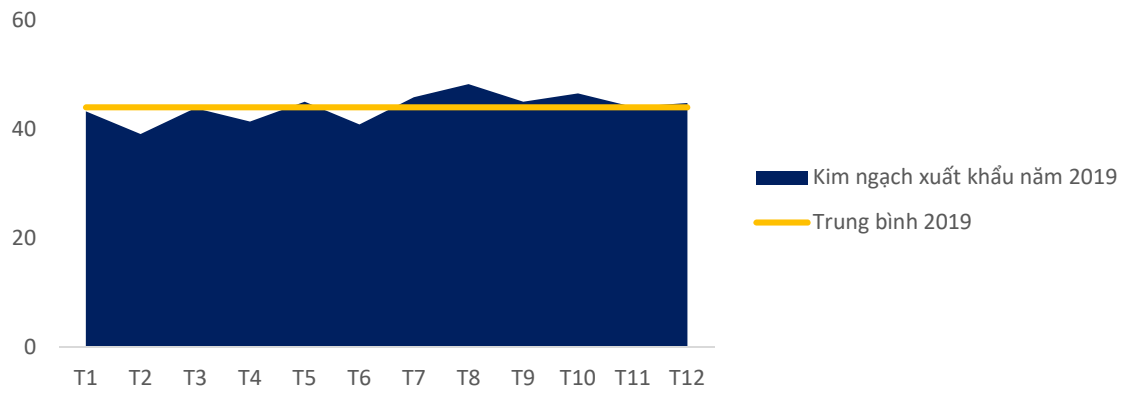
(2)EVFTA 協定が有効になったのは海上で輸送される重要な企業の輸出額を増加させた。伝統的な繊維・アパレル受注量が増加した。しかし、生地の原則を満たしないために、伝統的な繊維・アパレル輸出事業が EVFTA 協定から恩恵を十分に受けていない。水産業に対して、

EVFTA 協定はエビ輸出額を急増させた。BSC は 2020 年第 4 四半期の輸出事業が EVFTA 協定から恩恵を十分に受けて、港湾業をサポートすると期待しております。

(3)輸出受注の周期的な要素は 2020 年第 4 四半期の港湾業をサポートする。クリスマスと新年の休暇期間が段々近づいていることで、年末の数か月の輸出額は年初の数か月より高くなる。統計総局による、79.6%の企業は 2020 年第 4 四半期の新輸出受注量が第 3 四半期より増加し、安定的な水準で維持すると予測した。

年末が輸出活動のピークシーズンなので、2019 年下半期の輸出額が 2019 年上半期より高くなった。

輸出額(10 億ドル)



ソース: 総計総局, BSC Research

港湾業の 2020 年第 3 四半期業績は明暗で分かれた。南部の港湾企業の収入が北部の港湾企業より高いです。

	2020 年第 3 四半期の収入	前年同期比	2020 年第 3 四半期の税引後利益	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の収入	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の税引後利益	前年同期比
北部港湾企業								
GMD	692	*-1%*	121	*-40%*	1901	*-5%*	372	*-30%*
HAH	288	*1%*	22	*-3%*	830	*2%*	92	*-1%*
VSC	429	*-6%*	78	*-1%*	1230	*-9%*	219	*20%*
DVP	142	*5%*	52	*-8%*	379	*-11%*	191	*-3%*
PHP	537	*8%*	150	*24%*	1496	*-6%*	431	*21%*

DXP	26	*1%*	17	*54%*	90	*8%*	36	*45%*
南部港湾企業								
SGP	215	*-8%*	30	*68%*	694	*-18%*	123	*-12%*
PDN	219	*18%*	49	*22%*	558	*5%*	117	*12%*
TCL	287	*15%*	19	*-29%*	799	*15%*	60	*-17%*
TMS	961	*64%*	87	*53%*	2293	*30%*	234	*38%*
CLL	121	*38%*	25	*1%*	286	*4%*	72	*-2%*
中部港湾企業								
CDN	226	*-0.3%*	52	*1%*	666	*11%*	165	*17%*

**Đơn vị doanh thu, lợi nhuận sau thuế (LNST) tỷ đồng*
収入と税引後利益の単位：10 億ドン

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点－中立

BSC は（1）世界輸送業が 2020 年第 4 四半期回復し続ける、（2）周期的な要素と EVFTA 協定は年末に海上輸送される業界の輸出額を増加されるという要素を基づく、港湾業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

医薬品業[中立]

- 医薬品業の2020年第3四半期業績は明暗で分かれた、とりわけ、薬局チャネルの業績が前年同期比1.7%減となったが、病院チャネルの業績が同19.8%増となった。
- BSCは薬局チャネルと病院チャネルの2020年第4四半期業績が明暗で引き続き分かれると考えております。
- BSCは医薬品業の2020年見通しを「中立」と評価しております。

医薬品業の 2020 年第 3 四半期業績は明暗で分かれた。が、病院チャネルの業績が同 19.8%増となった。

2020 年第 3 四半期には、薬局チャネルを通じる薬品販売企業の収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 8.2%減で前四半期比 5.8%増の 4 兆 7,230 億ドン、同 1.7%減で同 23.1%減の 3,520 億ドンを達した。

病院チャネルを通じる薬品販売企業の収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 4.7%減で前四半期比 15.9%増の 1 兆 390 億ドン、同 19.8%増で同 16.4%増の 1,770 億ドンを達した。

BSC は薬局チャネルと病院チャネルの 2020 年第 4 四半期業績が明暗で引き続き分かれると考えております。

投資観点 – 中立

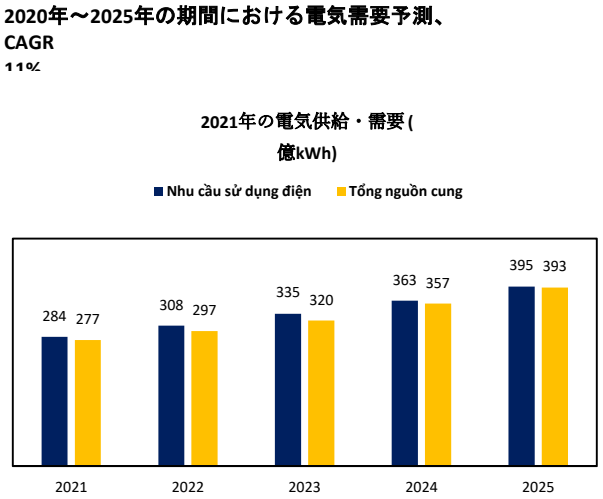
BSC は医薬品業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

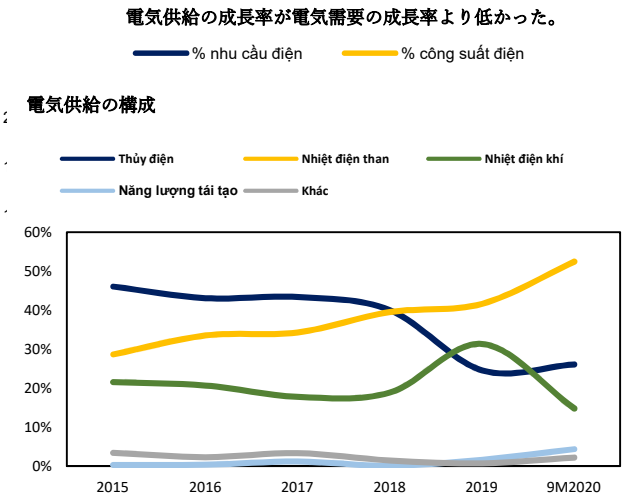
電気業[中立]

- 2020年9ヶ月には、商業用発電量は前年同期比3.1%増となった。
- 再生可能エネルギー事業は急速に成長し、太陽光発電量が前年同期比2.6倍増となった。
- ラニーナ現状が戻ったのは石炭火力発電企業とガス火力発電企業にマイナスな影響を与えたが、水力発電企業に積極的な影響を与えた。
- BSCは電気業の2020年見通しを「中立」と評価しております。

ソース: EVN, BSC Research

2020 年 9 ヶ月には、商業用発電量は前年同期比 3.1%増となった。2020 年 9 ヶ月には、生産用発電量と商業用発電量はそれぞれ、前年同期比 2.7%増の 1,854 億 kWh で、同 3.1%増の





1,623 億 kWh となった。ベトナム電力グループ(EVN)は電気網案件 107 件を着工し、100 案件が導入された。BSC は 2020 年第 4 四半期には、発電量が前年同期比 3～4%増加すると予測しております。

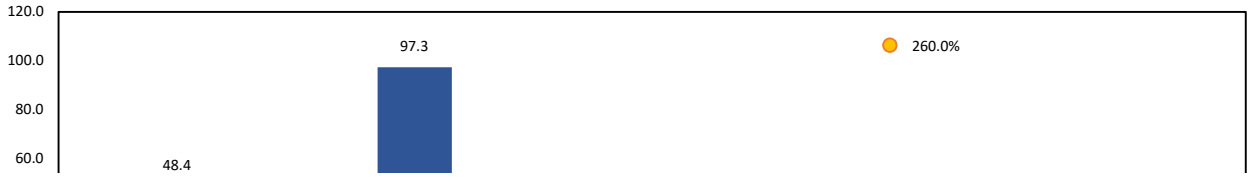
ソース: EVN, BSC Research

電気需要は毎年特に経済が新型コロナウイルス感染症の後段々回復している背景には、連続で増加している。

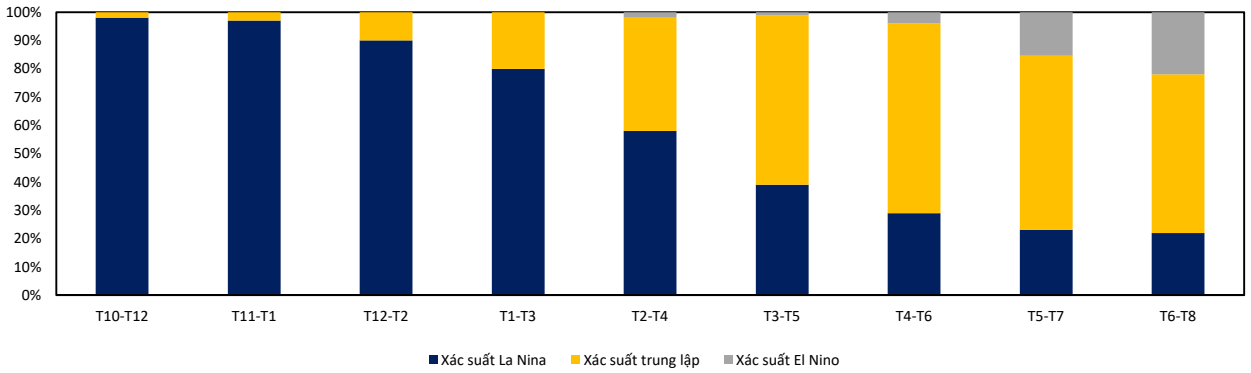
ソース: EVN, BSC research

電力不足は今後も続くと予想されている。2020 年第 4 四半期には、電気業は 500 kV

石炭火力発電事業の発電量がEVNの全システムに最も寄与した



Hình 6: Dự báo khả năng xuất hiện La Nina



石炭火力発電事業の発電量が EVN の全システムに最も寄与した。2020 年 9 ヶ月には、石炭火力発電所の発電量は前年同期比 10.5%増の 973 億 kWh を達した。2020 年上半期には、水文状況の予測不可能な変化及びガス火力発電所のガスな不足により、石炭火力発電が今後も重要なエネルギー源である役割を引き続き果たすだろう。

ソース: BSC Research

新しい LNG 発電所の開発は今後の主な目標である。

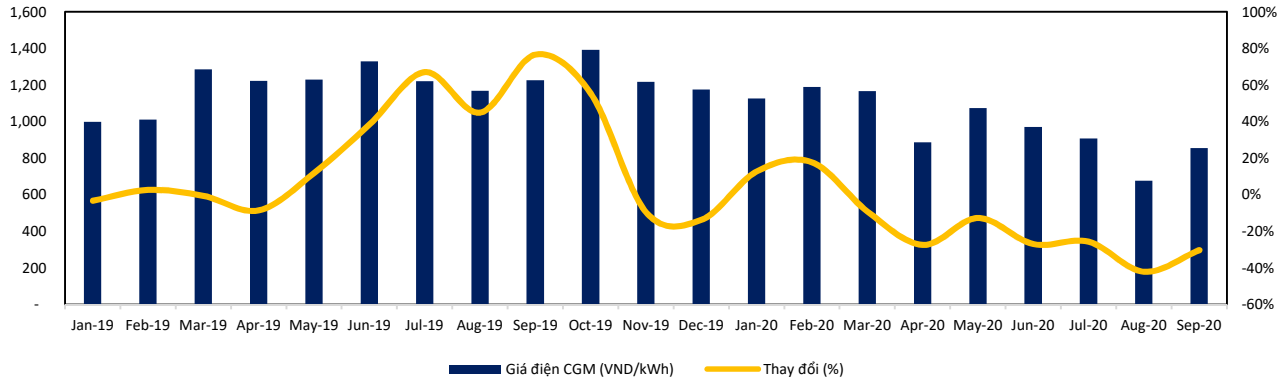
ラニーナ現状が戻ったのは石炭火力発電企業とガス火力発電企業にマイナスな影響を与えたが、水力発電企業に積極的な影響を与えた。2020 年 9 ヶ月における全国で湖の水量は前

年同期比 18%増、年初比 60%増の 237 億 m3 だった。そのために、BSC は REE、PC1 などの水力発電事業がある企業は 2021 年に好調な業績を達すと期待しております。

ソース: Genco3, BSC Research

再生可能エネルギー事業は急速に成長した。2020 年 9 ヶ月には、太陽光発電量は前年同期比 2.6 倍増の 72 億 3,000 万 kWh だった。

Hình 7: Giá điện CGM có xu hướng giảm



CGM 電気価格が下落する傾向がある。2020 年 9 ヶ月には、平均 CGM 電気価格は前年同期比 17%減の 983VND／kWh だった。BSC は CGM 電気価格が 2021 年に低水準で維持すると評価しております。

電気企業の業績はほとんど減少した。そのうち、2020 年 9 ヶ月における水力発電企業の業績は最も減少し、とりわけ、売上高と税引後利益がそれぞれ前年同期比 12.6%減の 6 町 500 億ドン、同 37.6%減の 1 兆 6,180 億ドンを達した。

発電企業の 2020 年 9 ヶ月業績

銘柄	2020 年 9 ヶ月の売上高（10 億ドン）	2019 年 9 ヶ月の売上高（10 億ドン）	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の税引後利益（10 億ドン）	2019 年 9 ヶ月の税引後利益（10 億ドン）	前年同期比
石炭火力発電企業						
HND	8,437	8,080	4.4%	921	607	51.5%
PPC	6,057	5,909	2.5%	505	776	−34.9%
QTP	6,743	7,385	−8.7%	(40)	265	−115.1%
NCP	3,098	2,963	4.5%	(116)	(80)	45.8%
NBP	861	827	4.1%	26	12	118.7%
合計	**25,196**	**25,164**	**0.1%**	**1,296**	**1,581**	**−18.0%**

銘柄	2020 年 9 ヶ月の売上高（10 億ドン）	2019 年 9 ヶ月の売上高（10 億ドン）	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の税引後利益（10 億ドン）	2019 年 9 ヶ月の税引後利益（10 億ドン）	前年同期比
水力発電企業						
TBC	392	236	66.6%	167	125	33.8%
TMP	318	442	−28.1%	124	235	−47.4%
VSH	186	286	−34.9%	26	108	−75.5%
SEB	148	162	−8.5%	55	71	−22.4%
SBA	138	167	−17.3%	41	68	−39.1%
AVC	245	205	19.6%	53	17	213.9%
SJD	243	317	−23.4%	76	115	−34.2%
DNH	1,269	1,672	−24.1%	506	844	−40.1%
HNA	358	579	−38.1%	(48)	138	−134.5%
SHP	264	442	−40.3%	(2)	134	−101.2%
CHP	412	384	7.4%	49	49	0.5%
QPH	73	76	−3.8%	30	32	−5.9%
S4A	135	187	−27.8%	28	70	−59.8%
SBH	334	413	−19.1%	120	157	−23.8%
GEG	960	805	19.2%	206	217	−5.2%
合計	**5,477**	**6,372**	**−14.1%**	**1,431**	**2,378**	**−39.8%**
ガス火力発電企業						
BTP	601	964	−37.6%	71	56	27.8%
POW	21,795	26,239	−16.9%	1,487	2,491	−40.3%
NT2	4,751	5,760	−17.5%	422	548	−23.0%
PGV	30,775	32,822	−6.2%	1,249	488	155.6%
合計	**57,923**	**65,785**	**−12.0%**	**3,229**	**3,584**	**−9.9%**

ソース: BSC research

投資観点– 中立

BSC は電気業の 2020 年第 4 四半期見通しを「中立」と評価しております。

電気業の 2020 年業績予測

銘柄	2020 年の売上高（10 億ドン）	2020 年の税引後利益（10 億ドン）	2020 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	理論価格
PPC	7,640	700	2,150	10.5	1.2	22,500	23,800
HND	11,000	1,200	2,400	7.4	1.3	17,700	22,000
PC1	6,200	450	2,825	8.0	0.9	22,700	28,250
POW	29,740	2,263	799	12.2	0.8	9,770	14.600
REE	5,665	1,589	4,806	7.1	1.2	41.800	45,000
NT2	6,726	660	2,351	9.6	1.4	22,600	25,000

（ソース: BSC Research）

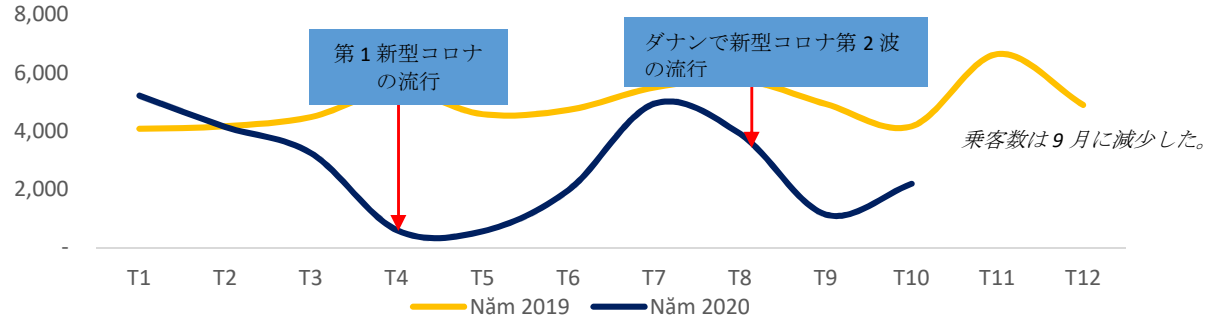
航空業[中立]

- 7月に空湾を通過する国内乗客数は増加した。この増加は観光刺激政策及び航空会社のフライト網の拡大から由来した。国際乗客数は国際フライトの制限に増加しなかった。
- 通達第19号/2020/TT-BGTVTによると、航空会社は離陸及び飛行管理サービス料の50%割引という恩恵を受ける。BSCは航空会社が費用の1,000億～2,000億VNDを削減できると推定しております。
- Tan Son Nhat空港とNoi Bai空港での空運量は30～35%減少したが、国内フライト活動に影響しなかった。
- 2020年9ヶ月の業績は国際路線の困難に減少した。

7 月に空湾を通過する国内乗客数は前月比では 150%急増した。この増加は観光刺激政策及び航空会社のフライト網の拡大から由来した。2020 年第 4 四半期には、BSC は（1）チケット価格が低い水準で留まっている、（2）旅行の需要が年末の数か月に増加するという要素のおかげで、空港を通過する国内乗客数が引き続き増加すると予測しております。

空湾を通過する国内乗客数は 7 月に回復した。

空湾を通過する国内乗客数、1,000 乗客



国際乗客数は国際フライトの制限に増加しなかった。

2020 年第 4 四半期に再開始する予定がある路線

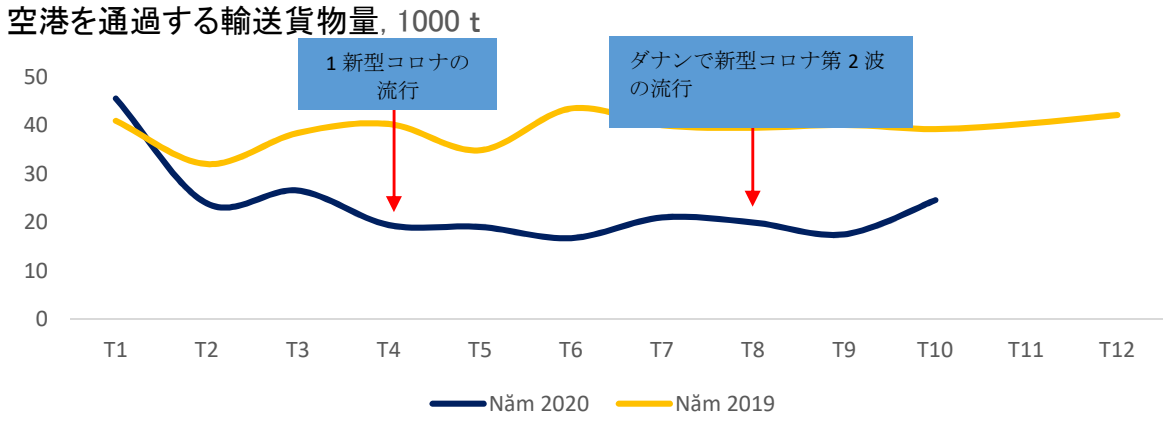
路線	航空企業	便数/ 週刊
国内航空会社	**ベトナム航空企業が運航する月間便数**	
TP.HCM – Quảng Châu	HVN	1
TP.HCM/ Hà Nội – Nhật Bản	HVN, VJC	2
TP.HCM/ Hà Nội – Seoul	HVN, VJC	2
TP.HCM/ Hà Nội – Đài Bắc	–	2
TP.HCM/ Hà Nội – Campuchia	HVN	1
TP.HCM/ Hà Nội – Lào	HVN	1
海外航空企業が運航する月間便数		
Incheon – TP.HCM/ Hà Nội	Korean Air, Asiana	2
Quảng Châu – TP.HCM	China Southern	1
Nhật Bản – TP.HCM, Hà Nội	Japan Airlines, All Nippon Airways	1*
Đài Bắc– TP.HCM, Hà Nội	China Airlines, Eva Air	1*

**ノート:分数/週刊/路線*

ソース: BSC Research

空港を通過する輸送貨物量が新型コロナウイルス感染症の第 2 波により影響されていなかった。2020 年第 4 四半期には、BSC は空港を通過する輸送貨物量は安定的な水準で維持すると考えております。

空港を通過する輸送貨物量



ソース:統計総局, BSC Research

Tan Son Nhat 空港と Noi Bai 空港での空運量は 30～35%減少したが、国内フライト活動に影響しなかった。

通達第 19 号/2020/TT-BGTVT によると、航空会社は離陸及び飛行管理サービス料の 50%割引という恩恵を受ける。BSC は航空会社が費用の 1,000 億～2,000 億 VND を削減できると推定しております。

2020 年 9 ヶ月の業績は国際路線の困難に減少した。2020 年第 3 四半期の収入は 60～80%減少した。空港を通過する乗客数が 7 月に急増し国内路線が第 3 四半期に回復したが、チケット価格が安かったことで、収入が減少した。NCT と SCS の収入はそれぞれ、前年同期比 2%減、同 10%減となった。

航空業の 2020 年第 3 四半期業績

	2020 年第 3 四半期の収入	前年同期比	2020 年第 3 四半期の税引後利益	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の収入	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の税引後利益	前年同期比
空運サービス								
VJC	2,809	*-79%*	-971	*-157%*	13,780	*-64%*	-925	*-125%*

HVN	7,621	*−70%*	−3,997	*−453%*	32,564	*−57%*	−10,676	*−557%*
航空や非航空サービス								
ACV	1,443	*−69%*	139	*−94%*	6,083	*−55%*	1,366	*−77%*
SCS	167	*−10%*	115	*−10%*	495	*−10%*	336	*−10%*
SGN	124	*−68%*	4	*−94%*	573	*−50%*	81	*−66%*
NCT	174	*−2%*	55	*−8%*	476	*−7%*	154	*−12%*
AST	55	*−82%*	−30	*−156%*	297	*−65%*	−29	*−118%*
NAS	−		−		−		−	
CIA	19	*−77%*	−8	*−181%*	82	*−63%*	−26	*−519%*
NCS	47	*−72%*	−26	*−425%*	196	*−61%*	−43	*−235%*
MAS	−		−		−		−	
SAS	105	*−85%*	42	*−36%*	690	*−67%*	94	*−71%*

**収入、税引後利益の単位：10 億ドン*

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は航空業の 2020 年第 4 読ん半期見通しを「中立」と評価しております。

プラスチック業[中立]

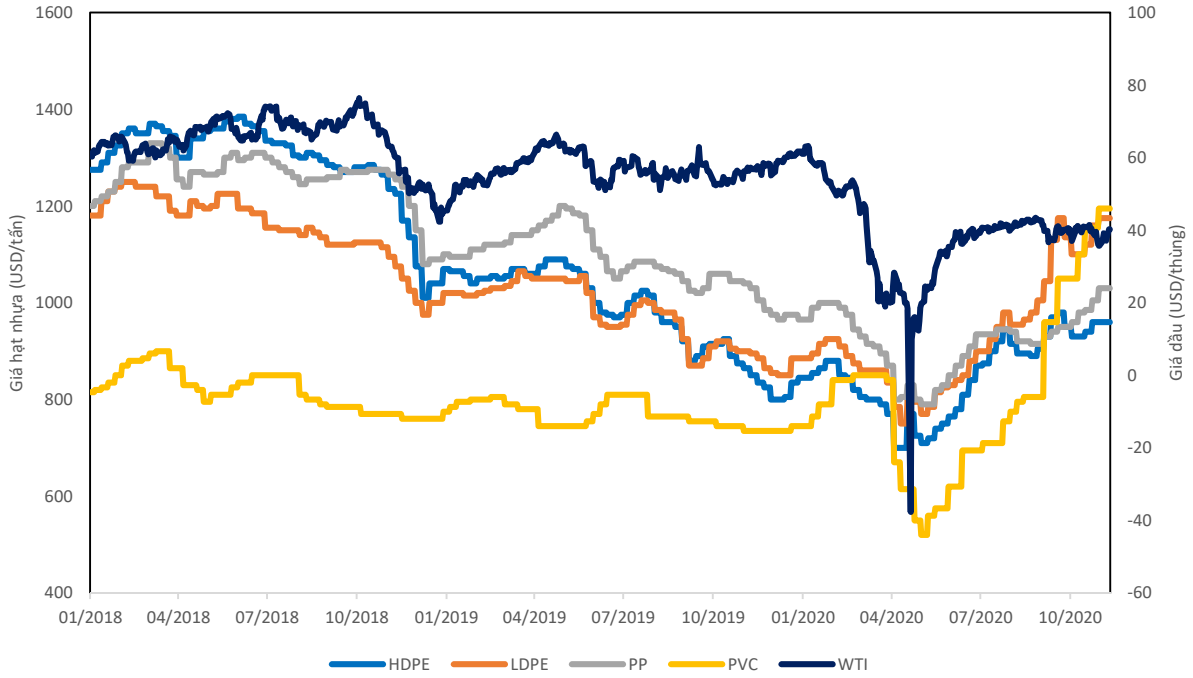
- 2020年9ヶ月には、プラスチック製品の消費量はわずかに増加した。
- 2020年第3四半期末からプラスチック樹脂価格は大幅に上昇したが、年末時点で下落する可能性がある。
- BSCはプラスチック業の2020年見通しを「中立」と評価しております。

2020 年 9 ヶ月には、プラスチック製品の消費量はわずかに増加した。ベトナムは生産用原材料

プラスチックを引き続き輸入しなければならないために、プラスチック樹脂の輸入量がプラスチック製品の需要を反映していると考えております。2020 年 9 ヶ月における原材料プラスチックの輸入量が前年同期比 4.2%増の 48 万 8,000tを達したのはプラスチック製品の消費量が増加したと示した。2020 年第 4 四半期には、建設活動は 2020 年第 4 四半期の前半に洪水に影響されるために、プラスチックパイプの消費量は大きく増加しないと評価しております。また、パッケージの消費量が比較的に安定するだろう。

ソース: Bloomberg, BSC Research

プラスチック樹脂価格が2020年初の時点比引き上げた。



2020 年第 3 四半期末からプラスチック樹脂価格は大幅に上昇したが、年末時点で下落する可能性がある。

多くのプラスチック企業の 2020 年 9 ヶ月業績は低コストの原材料在庫のおかげで、大幅に増加した。しかし、BSC は 2020 年第 3 四半期の高コストの在庫が徐々に業績に反映されるために、業績の急増が 2020 年第 4 四半期に継続しないと考えております。

銘柄	製品	2020 年 9 ヶ月の売上高	2019 年 9 ヶ月の売上高	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の売上総利益率	2019 年 9 ヶ月の売上総利益率	2020 年 9 ヶ月の税引後利益	2019 年 9 ヶ月の税引後利益	前年同期比
NTP	プラスチックパイプ	3,394	3,388	0.2%	33.0%	30.3%	342	301	13.6%
BMP	プラスチックパイプ	3,385	3,178	6.5%	28.2%	23.1%	412	328	25.6%
DNP	プラスチックパイプ	2,324	2,020	15.0%	18.1%	16.8%	29	17	70.6%

DAG	プラスチックドーア,建設用原材料	1,154	1,343	−14.1%	6.9%	8.6%	6	52	−88.5%
AAA	パッケージ用プラスチック	5,310	7,407	−28.3%	10.7%	11.7%	223	438	−49.1%
RDP	パッケージ用プラスチック	2,035	1,236	64.6%	7.1%	12.1%	11	22	−50.0%
TTP	パッケージ用プラスチック	1,272	1,275	−0.2%	14.1%	11.8%	103	68	51.5%
NNG	PET ボットル	1,222	1,368	−10.7%	19.7%	22.1%	60	85	−29.4%
HII	プラスチック原材料	2,935	3,684	−20.3%	6.5%	5.2%	42	52	−19.2%
PLP	プラスチック原材料	1,376	601	129.0%	8.4%	12.6%	36	25	44.0%
NHH	プラスチック関連技術	746	865	−13.8%	16.1%	12.8%	34	40	−15.0%

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC はプラスチック業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2020 年の売上高（10 億ドン）	2020 年の税引後利益（10 億ドン）	2020 年の EPS（VND／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2020F	ROE 2020F	2020 年 11 月 10 日の終値	2020 年の理論価格	Upside
BMP	4,461	496	5,458	10.3	1.6	15.9%	18.5%	56,000	62,800	12.1%
NTP	4,776	455	3,668	9.0	1.4	10.0%	16.8%	32,900	34,500	4.9%
AAA	7,882	300	1,033	10.8	0.6	3.0%	7.7%	11,200	10,362	−7.5%

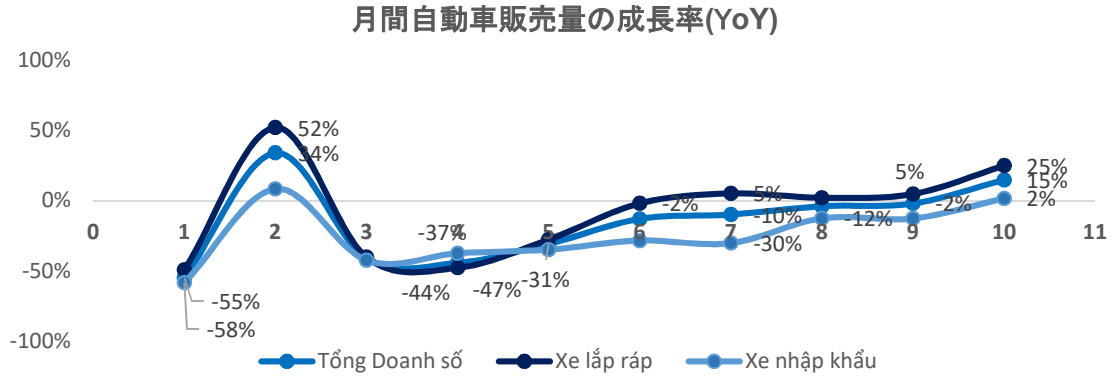
ソース: BSC Research の予測

自動車業[中立]

- 2020 年第 3 四半期には、自動車市場は回復した。2020 年 10 月の自動車販売量は前月比 22%増、前年同期比 15%増となった。
- BSC は 2020 年の平均自動車販売量が前年比 15～20%減少すると予測しております。

ソース: VAMA, BSC Research

2020 年第 3 四半期には、自動車市場は回復した。2020 年 10 月の自動車販売量は前月比 22%増、前年同期比 15%増となった。2020 年 10 ヶ月には、自動車販売量は前年同期比 18%減の 21 万 2,051 台であり、そのうち、国内組立車台数と輸入車台数がはそれぞれ、同 12%



減、同 27%減となった。BSC は国内組立車販売量が回復しており、数か月にわたって成長率が改善していると認識しております。この回復は(1)組立車の登録料を 50%に引き下げるという規定は好調な効果を果たし、国内組立車を購入する需要を刺激している;(2)消費者の旅行需要も社会離隔の後増加しているということから由来した。

BSC は 2020 年の平均自動車販売量が前年比 15～20%減少すると予測しております。

投資観点 – 中立

BSC は自動車業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2020 年売上高 (10 億ドン)	2020 年税引後利益 (10 億ドン)	2020 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	理論価格
VEA	4,180	5,746	4,324	10.9	2.6	47,300	50,038

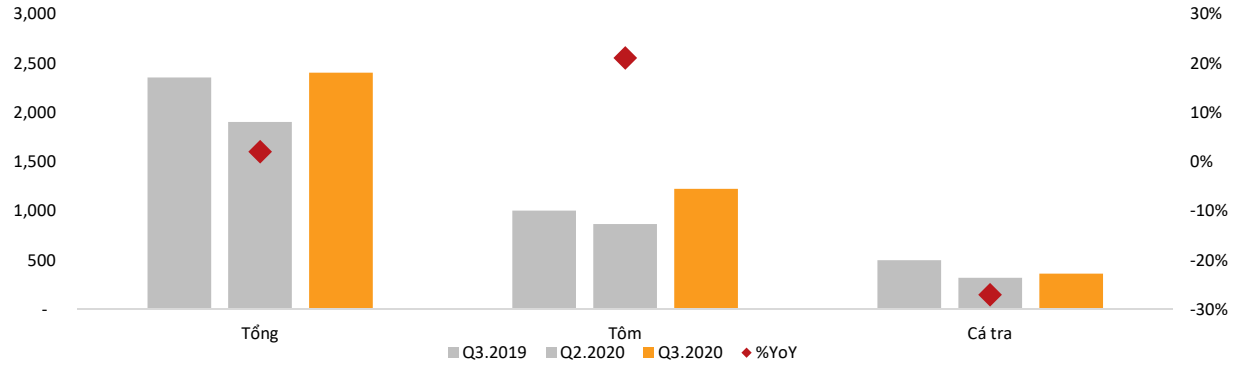
水産業[中立]

- 2020 年第 3 四半期には、水産企業の業績は回復した。この回復は(1)消費者の需要が回復した、(2) EV-FTA の有効が輸出活動を強化したということから由来した。BSC は水産業が 2020 年第 4 四半期に上記の要素から恩恵を引き続き受けると考えております。
- BSC は、最大なリスクは諸国が新型コロナウイルス感染症の波が戻る時に国境を閉鎖するのは水産業の回復に影響することであると考えております。
- BSC は水産業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2020 年第 3 四半期には、水産企業の業績は回復した。この回復は(1)消費者の需要が回復した、(2) EV-FTA の有効が輸出活動を強化したということから由来した。BSC は水産業が 2020 年第 4 四半期に上記の要素から恩恵を引き続き受けると考えております。

水産製品消費量は回復した。2020 年第 3 四半期には、水産製品輸出額は前年同期比 2%増、前四半期比 33.3%増の 24 億ドル で、そのうち、エビ輸出額が前年同期比 21%増となり、チャー魚輸出額が同 27.2%減、前四半期比 12.7%増となった。

2020年第3四半期の水産製品輸出額(単位:100万ドル)



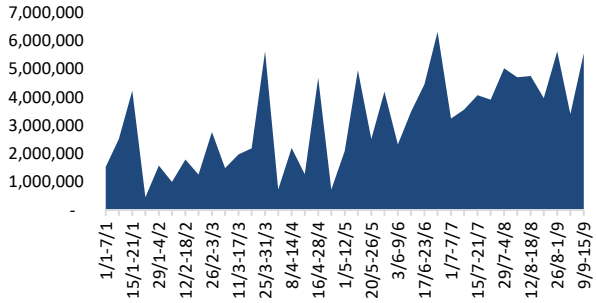
ソース: Vasep

水産企業 7 社が 2020 年第 3 四半期業績を発表した。それによると、収入は前年同期比 0%増、前四半期比 15.3%増の 6 兆 3,260 億ドンを達した。また、税引後利益は同 40.6%減、同 1.5%増の 3,430 億ドンを達した。

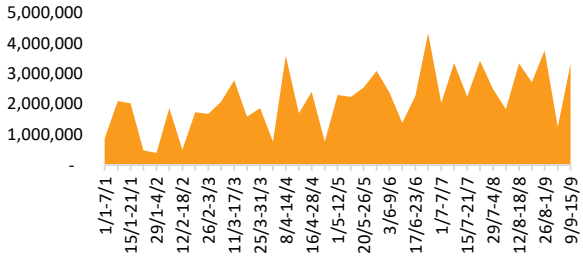
EV-FTA が 2020 年 8 月 1 日以降有効となったのは輸出活動を強化した。

BSC は水産業が 2020 年第 4 四半期に上記の要素から恩恵を引き続き受けると考えております。

2020年にイギリスへのエビ輸出額
(USD)



2020年にオランダへのエビ輸出額
(USD)



BSC は、最大なリスクは諸国が新型コロナウイルス感染症の波が戻る時に国境を閉鎖するのは水産業の回復に影響することであると考えております。

投資観点 – 中立

BSC は水産業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

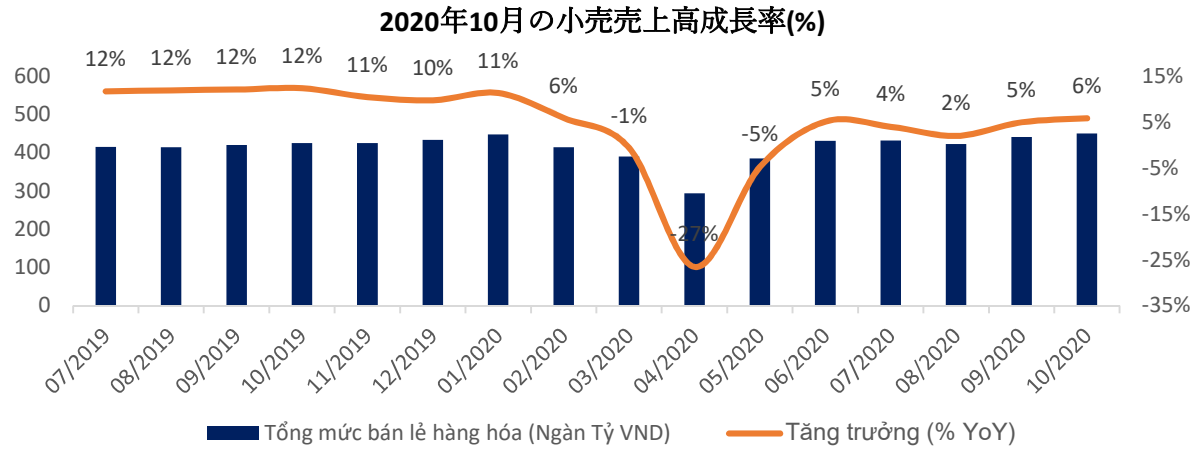
銘柄	2020 年売上高 (10 億ドン)	2020 年税引後利益 (10 億ドン)	2020 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	理論価格
VHC	8,544	950	5,169	8.4	2.1	43,600	53,000

小売・消費財業[中立]

- 2020年第4四半期の小売売上高は前年同期比6～8%増加すると期待されております。
- 消費者は「新普通」の背景にはオンラインでショッピング形にシフトする傾向がある。
- 2021年には、小売・消費財業の合併活動(M&A)を強化するだろう。
- BSCはVNM、MSN、SABなどの消費財業及びMWG、DGW、PNJなどの小売業の2020年投資見通しを「中立」と評価しております。

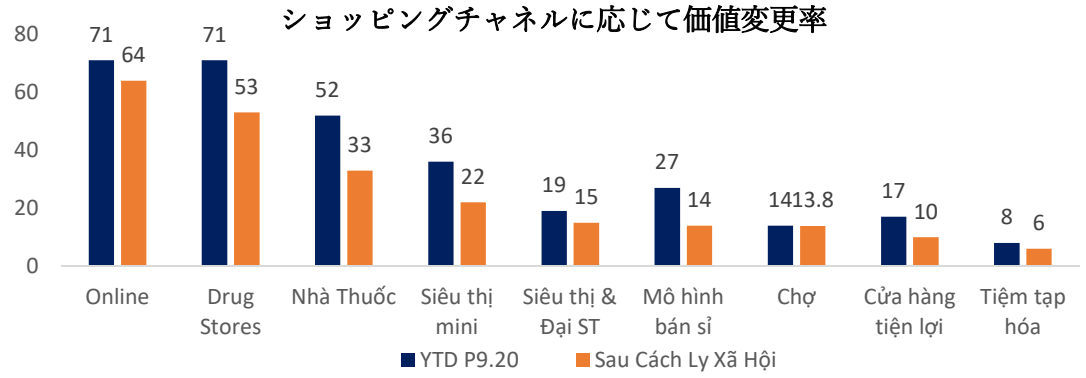
2020 年第 4 四半期の小売売上高は前年同期比 6～8%増加すると期待されております。2020 年 10 月には、小売売上高は前年同期比 6%増の 450 兆 7,000 億ドンで、成長原動力が販売事業(同 10%増の 356 兆 5,000 億ドン)から由来した。しかし、ホテル・レストランサービス及び観光サービスが新型コロナウイルス感染症の影響でそれぞれ、前年同期比 9%減、同 70%減となった。BSC は、小売・消費財業は(1)消費者の買い物需要が年末とテトシーズンの時点で増加する、(2)観光・ホテルとレストラン事業が 2021 年下半期に新型コロナウイルス感染症の

ワクチンのおかげで回復するという要素のおかげで、2020 年第 4 四半期及び 2021 年初に大きく回復すると期待しております。



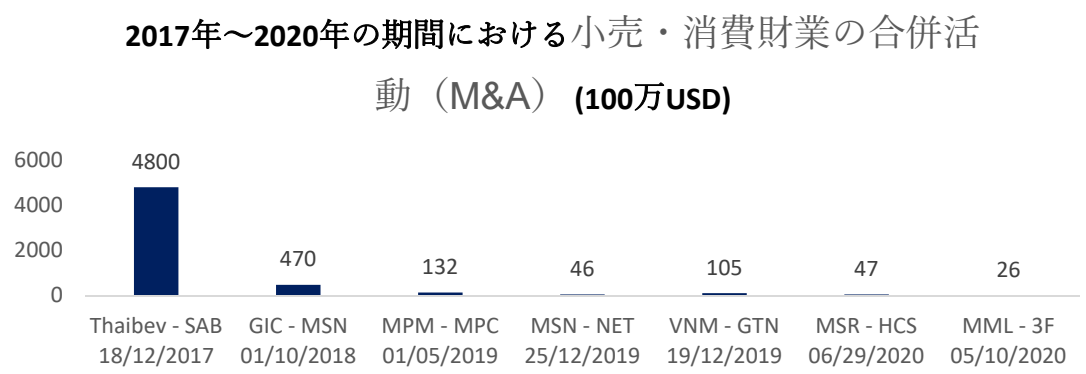
ソース: GSO

消費者は「新普通」の背景にはオンラインでショッピング形にシフトする傾向がある。



ソース: Kantar

2021 年には、小売・消費財業の合併活動（M&A）を強化するだろう。



ソース: BSC Research.

投資観点 – 中立

BSC は VNM、MSN、SAB などの消費財業及び MWG、DGW、PNJ などの小売業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2020 年売上高（10 億ドン）	2020 年税引後利益（10 億ドン）	2020 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	理論価格
MWG	131,165	4,773	9,806	11.5	3.1	106,800	172,700
VNM	60,305	11,431	5,082	21.2	5.9	107,500	112,500
SAB	29,002	4,673	6,562	27.7	5.3	183,000	193,300
MSN	80,877	1,931	1,351	62.2	4.0	95,400	80,000

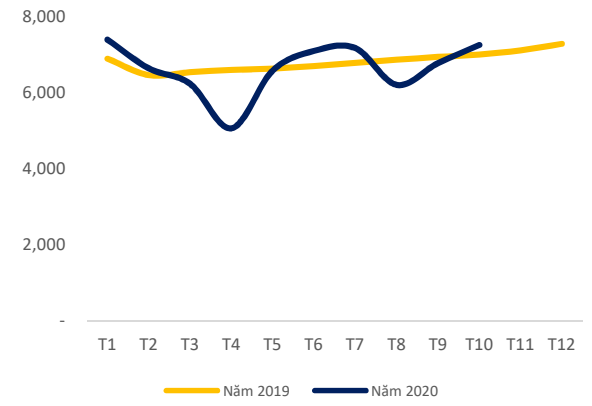
海運業[中立]

- 海路と国内水路を通じる輸送された貨物量は回復している傾向がある。
- バラ荷運賃は中国市場からの鉱産と石炭輸送量の増加で 5 月と 8 月に大幅に増加した。
- 原油輸送量は Dung Quat 石油精製工場のメンテナンスにより減少した。

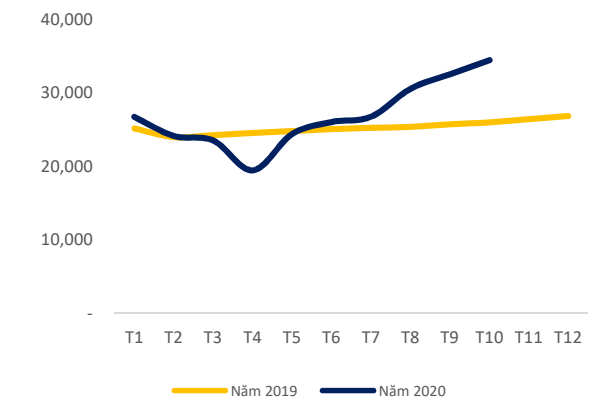
バラ荷輸送企業

海路を通じる輸送された貨物量は回復している傾向がある。2020 年 10 ヶ月には、海上輸送貨物量は前年同期比 4.2%減の 6 万 6,081tであり、国内水路を通じる輸送貨物量が同 11.6%減の 27 万 3,847tだった。

海路を通じる輸送された貨物量



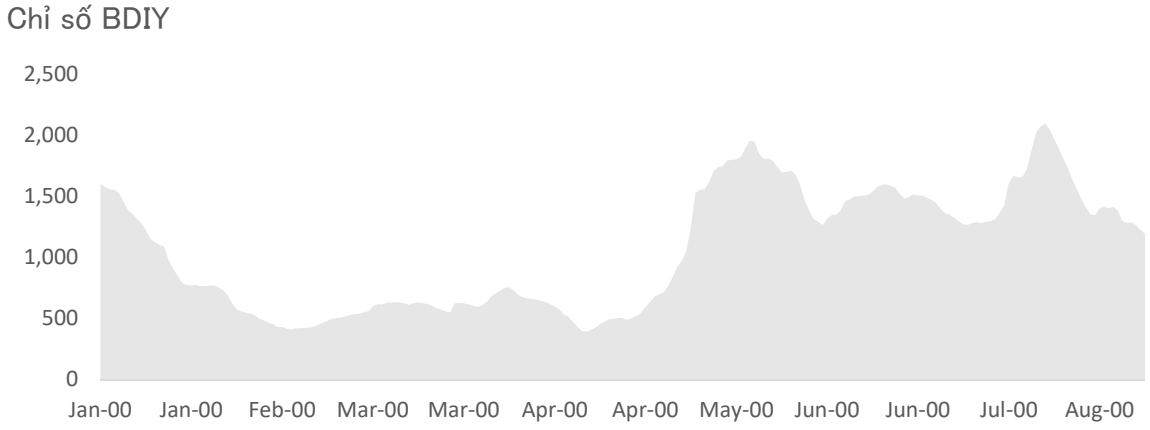
国内水路を通じる輸送貨物量



ソース:統計総局, BSC Research

バラ荷運賃は中国市場からの鉱産と石炭輸送量の増加で 5 月と 8 月に大幅に増加した。2020 年第 4 四半期には、BSC は、運賃は(1)中国からの石炭輸入量が制限されること、(2)中国からの鉱産輸入量が 2020 年第 2 四半期及び 2020 年第 3 四半期に急増したことで減少すること及び(3)ヨーロッパでの大手な経済国が新型コロナウイルス感染症の再拡大により国境を閉鎖する可能性があるという原因で下落すると考えております。

BDIY 指数が 8 月に最高値を記録した後、反落した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

液体貨物輸送企業:BSC は原油輸送量が Dung Quat 石油精製工場のメンテナンスにより減少したと考えております。BSC は 2020 年第 4 四半期の原油輸送量がメンテナンス活動が完了した後再増加すると期待しております。

2020 年第 3 四半期の業績。GSP の以外、海運業の第 3 四半期収入は前年同期比 10～30%減少した。

	2020 年第 3 四半期の収入	前年同期比	2020 年第 3 四半期の税引後利益	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の収入	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の税引後利益	前年同期比
バラ荷輸送企業、液体輸送企業								
PVT	1856	*7%*	169	*−22%*	5250	*−10%*	453	*−25%*
VOS	294	*−13%*	−21	*71%*	975	*−17%*	−139	*2%*
液体輸送企業								
VIP	119	*−34%*	6	*−75%*	389	*−12%*	78	*7779%*
VTO	244	*−37%*	16	*−25%*	865	*−25%*	35	*−48%*
GSP	478	*81%*	14	*−1%*	1162	*5%*	42	*17%*
PJT	127	*−20%*	10	*25%*	459	*−10%*	23	*−5%*
バラ荷輸送企業								
VNA	124	*−27%*	−2	*−179%*	370	*−30%*	0.4	*−99%*
VFR	41	*−11%*	−5	*35%*	123	*−10%*	−25	*−187%*
TJC	21	*−32%*	0.3	*102%*	76	*−22%*	0.3	*101%*

*収入と税引後利益の単位：10 億ドン

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

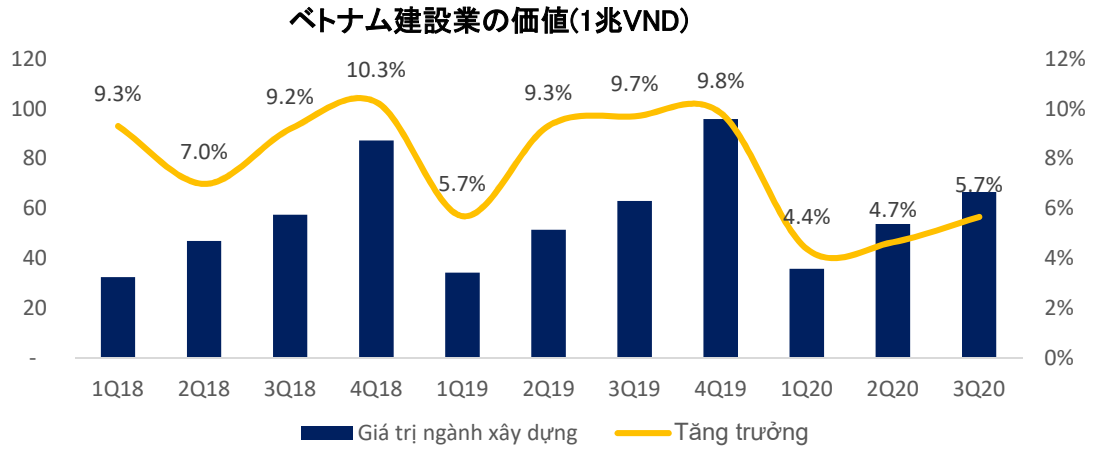
BSC は海運業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

建設業[中立]

- 2020 年第 3 四半期には、建設業の成長率は公共投資の強化で+5.67%上昇した。
- 2020 年第 3 四半期には、投資実行額は前年同期比 53%増となった。
- BSC は建設業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

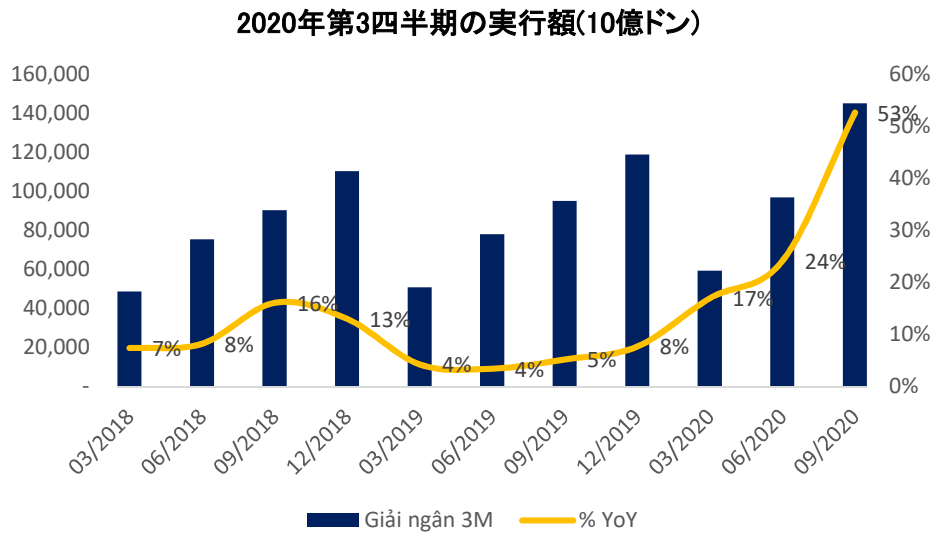
ソース: GSO.

2020 年第 3 四半期には、建設業の成長率は公共投資の強化で+5.67%上昇した。BSC は、政府が経済をサポートするために南北高速道路、ロンタン空港などのインフラプロジェクトへの公共投資の実行額を引き続き増加すると考えております。2020 年 9 ヶ月には、建設業の価値



合計は前年同期比 5.03%増の 156 兆 3,660 億ドンであり、GDP 成長率に 6.07%を寄与した。2020 年第 3 四半期には、建設業の価値合計は前年同期比 5.67%増で、GDP 成長率に 6.78%を寄与した。

2020 年第 3 四半期には、インフラ建設案件向け実行額は前年同期比 53%増の 145 兆 1,870 億ドンとなった。



ソース: GSO

投資観点 – 中立

BSC は建設業の 2020 年投資見通しを「中立」と評価しております。

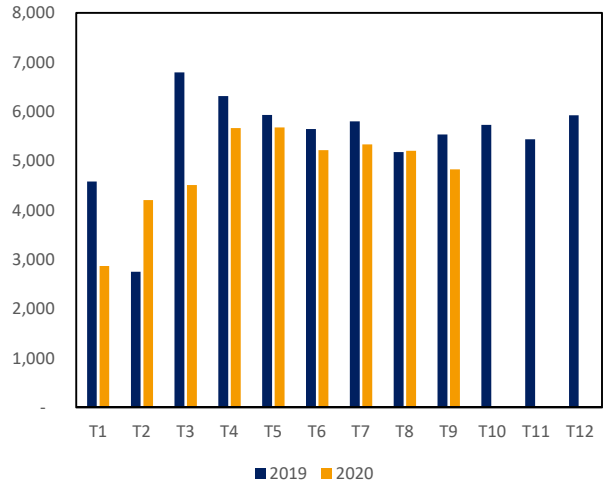
セメント業[中立]

- 2020 年 9 ヶ月には、セメントとクリンカーの消費量は回復した。
- 2020 年第 2 四半期の輸入石炭価格と電気価格は前年同期比 10%減となったことで、セメント企業が費用を節約した。
- BSC はセメント業の 2020 年見通しを「中立」と評価しております。

2020 年 9 ヶ月のクリンカーとセメント消費量は以下の要素のおかげで、前年同期比 0.5%増の 7,240 万tとなった。

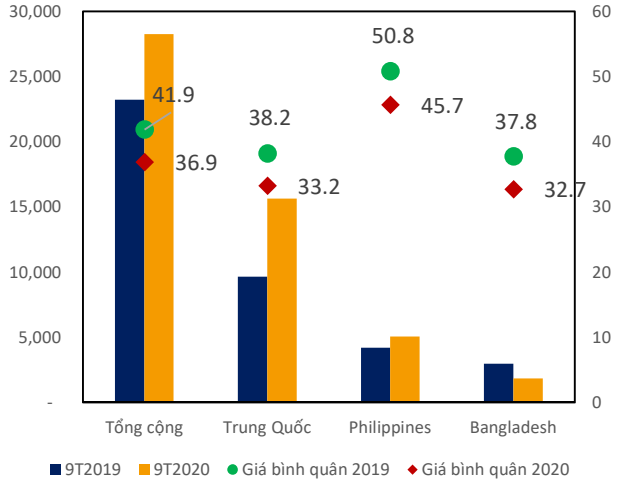
- **輸出市場**:2020 年第 3 四半期の輸出量は前年同期比 63%急増した。この増加は中国市場(シェアの 55%を占め、前年同期比 62%増)及びフィリピン市場(シェアの 18%を占め、同 20.8%増)から由来した。BSC はセメント、鉄鋼などの建設用原材料の需給は一時的にギャップを作ったと気づきました。原因は中国のインフラストラクチャへの投資の増加がベトナムの輸出活動をサポートし、国内市場で競争性を減らさせたということだ。
- **国内市場**:活発な建設活動及び公共投資活動のおかげで、2020 年 9 ヶ月の生産量は前年同期比 10%減で、2020 年 4 ヶ月の−16%から改善された。

国内消費量は5月から回復した。



ソース: FiinPro, BSC Research

中国への輸出量は公共投資のおかげで大幅に増加した。



ソース：税関総局, BSC Research

BSC は 2020 年第 4 四半期には、セメントとクリンカーの輸出活動が引き続き増加する一方で、国内市場の回復が 10 月と 11 月に 洪水の影響により減速すると予測しております。それによると、BSC はセメント企業の消費量の減少は減価償却費を増加させ、利益率を減少させると予測しております。

2020 年第 2 四半期の輸入石炭価格と電気価格は前年同期比 10%減となったことで、セメント企業が費用を節約した。

セメント企業の 2020 年 9 ヶ月業績は消費の困難を反映した。

銘柄	2020 年 9ヶ月の売上高	2019 年 9ヶ月の売上高	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の売上総利益率	2019 年 9 ヶ月の売上総利益率	2020 年 9 ヶ月の税引後利益	2019 年 9 ヶ月の税引後利益	前年同期比
HT1	5,751	6,554	−12.3%	18.2%	17.1%	462	529	−12.7%
BCC	3,188	2,834	12.5%	12.4%	14.6%	81	96	−15.6%
BTS	2,255	2,379	−5.2%	11.8%	13.1%	48	46	4.3%
HOM	1,268	1,194	6.2%	11.8%	10.8%	1	12	−91.7%
HVX	520	677	−23.2%	7.7%	8.7%	4	5	−20.0%
業界	**15,055**	**15,828**	**−4.9%**	**14.1%**	**14.3%**	**658**	**730**	**−9.9%**

ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は(1)消費量は 2021 年に公共投資活動のおかげで再増加する前に減少する、(2)セメント企業の 2020 年業績が減少するという要素を基づくセメント業の 2020 年第 4 四半期見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2020 年の売上高 (10 億ドン)	2020 年の税引後利益 (10 億ドン)	EPS 2020 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020F	ROE 2020F	2020 年 11 月 10 日の終値	2021 年の理論価格	Upside
HT1	7,994	622	1,631	10.0	1.2	6.4%	11.3%	16,350	19,750	20.8%

ソース: BSC Research の予測

石油・ガス業[弱気]

- 原油価格は新型コロナウイルス感染症の第2波により1バレル当たり41ドルで推移している傾向がある。
- 2020年第4四半期には、BSCはOPECプラスが原油産量を削減する背景に新型コロナウイルス感染症の流行に依存すると考えております。
- BSCは2020年の合理的な原油価格が1バレル当たり41ドルと評価しております。
- Ken Bau油田からのハイライト点は将来に石油・ガス業の長期的な成長原動力であるだろう。
- BSCはコロナの流行及び低い原油価格により石油・ガス業の2020年見通しを「弱気」と評価しております

原油価格(ブレント)は新型コロナウイルス感染症の第 2 波により 1 バレル当たり 41 ドルで推移している傾向がある。

ソース: Bloomberg

大手な金融機関の予測によると、2020 年のブレント価格は 1 バレル当たり 39-46 ドルで、平均価格が 1 バレル当たり 42 ドルである。しかし、BSC は新型コロナウイルス感染症の影響で 2020 年業績を予測するために 1 バレル 41 ドルを利用しております。

世界的な金融機関のブレント価格予測(USD/バレル)

金融機関	予測日	2020	2021	2022	2023	2024
Citigroup Inc	02/11/2020	44.0	57.0			
Rabobank International	22/10/2020	42.0	46.5	49.0	50.0	51.0
Intesa Sanpaolo SpA	20/10/2020	42.7	50.0	55.0	58.5	60.8
Westpac Banking Corp	16/10/2020	39.2	32.0	37.4	44.5	
Commerzbank AG	15/10/2020	42.0	45.0			
Bank of Nova Scotia/The	13/10/2020	42.7	50.0	55.0	60.0	65.0
Fitch Solutions	12/10/2020	44.0	51.0	53.0	55.0	
Capital Economics Ltd	09/10/2020	42.1	50.0	58.0		
Market Risk Advisory Co Ltd	05/10/2020	42.3	44.9	52.0	54.0	60.0
BNP Paribas SA	29/09/2020	43.0	56.0			
Banco Santander SA	24/09/2020	41.2	44.0	48.0	50.0	52.0
Emirates NBD PJSC	23/09/2020	42.6	50.0			
Deutsche Bank AG	14/09/2020	42.4	47.5	55.0	60.0	63.0
MUFG Bank	02/09/2020	46.2	56.6	65.0		
ABN AMRO Bank NV	26/08/2020	41.0	47.0	55.0		
Landesbank Baden-Wuerttemberg	20/08/2020	43.5	48.0	50.0		

MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	15/07/2020	43.0				
Natixis SA	06/07/2020	41.2	45.0			
中位価値		**42.3**	**48.9**	**53.0**	**55.0**	**60.8**
平均価格		**42.2**	**48.3**	**52.1**	**54.8**	**59.2**
最高値		46.2	57.0	60.0	61.2	65.0
最低値		39.0	32.0	37.4	44.5	51.0

ソース: BSC Research

BSC は 2020 年末の原油価格の動向が主に新型コロナウイルス感染症の流行に依存すると評価しております。EIA によると、感染者の数は 10 月初以降特に米国とヨーロッパーで増加している。

2020 年 9 月には、OPEC プラスは世界的な原油需要見通しを 1 日当たり 9,020 万バレルに下方修正した。

2020 年 8 月以来 OPEC プラスの産量削減の日程

- 2020 年 8 月から 12 月末まで1日当たり 770 万バレルを削減する。
- 2020 年 1 月から 2020 年 4 月まで 1 日当たり 580 万バレルを削減する。

世界的な原油需要が減速している背景には、BSC は OPEC プラスが産量を削減するのは 2020 年第 4 四半期に提供過剰を起きるだろう。

石油・ガス業の上流状況に関する最新情報

新たに発見されたガス田

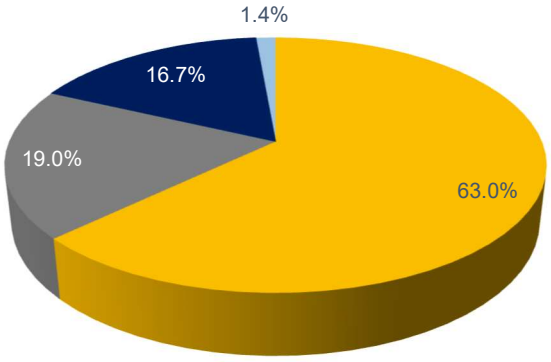
Ken Bau 油田からのハイライト点は将来に石油・ガス業の長期的な成長原動力であるだろう。

石油・ガス業は以下の通りに問題を直面している。

- Bach Ho 油田（Cuu Long 堆積盆地）の原油採掘埋蔵量が減少している傾向があり、原油採掘量の約 80%を占めている。
- 検索と探索の活動は、、政治と資金源に関する多くの困難に直面している
- 主要なガス採掘案件の進捗はほとんど遅くなっている。

しかし、石油・ガス業の 2020 年前向きなハイライトの1つは Ken Bau ガス田を発見したことである。Ken Bau ガス田案件は過去数年間でベトナムで最大ガス提供案件の 3 つうちの 1 つであり。また、Ken Bau ガス田は 2028 年以来開拓することができるだろう。

ガス堆積盆地の採掘比率



開発計画があるガス田:

開発計画があるガス田のアップデート

案件名	特徴	案件の進捗状況	開拓期間	ノート
（第 05-1b 鉱区及び第 05-1c 鉱区）	ガス埋蔵量は160億m3の見込みだ。	Sao Vang リグの進捗は 99.28%となった。Dai Nguyet WHP 案件の進捗は 46.48%となった。	商業用ガス開拓期間は 2020 年 11 月の予定。	
B Ô Môn 鉱区のガス案件	- 投資総額は 100 億ドルである。	関連当事者は交渉を段々完了している。	ガス開拓期間は最も早い 2024 年 9 月の見込みだ。	同案件は進捗より 3 年間遅くなった。
Cá Voi Xanh 案件（第 118 鉱区）	投資主は米Exxon Mobilグループである。ガス埋蔵量は 1,500 億 m3 である。ガス開拓事業からの収入は 300 億ドルの予定。	この案件はコンサルティング中期間にある。	開拓期間は初め 2024 年 6 月の予定。	Bloomberg の推定によると、Exxon Mobil グループは 2020 年に 18 億 6,000 万ドルの赤字を計上するだろう。2021 年末の時点での現金の不足は480億ドルの予定だ。Exxon Mobil グループは投資費用の 30%を削減すると決定したことで、Cá

		Voi Xanh 案件の進捗が遅くなる可能性が高い。
Cá Rồng Đỏ（第 07/03 鉱区）	この案件は Nam Con Son 堆積盆地にある。推定埋蔵量は、4,500 万バレルの原油、2,350 億 m3 の天然ガス、が 2,350 億 m3 及び 240 万バレルの復水凝縮液である。	開拓が延長されている。

石油・ガス企業の業績は減少した。2020 年 9 ヶ月には、石油・ガス企業の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 29%減の 251 兆 7,790 億ドン、同 78%減の 3 兆 3,850 億ドンを達した。

石油・ガス企業の 2020 年 9 ヶ月業績

銘柄	2020 年 9 ヶ月の売上高（10 億ドン）	2019 年 9 ヶ月の売上高（10 億ドン）	前年同期比	2020 年 9 ヶ月の税引後利益(10 億ドン)	2019 年 9 ヶ月の税引後利益(10 億ドン)	前年同期比
PLX	92,647	140,302	-34%	229	3,640	-94%
GAS	48,625	58,030	-16%	6,247	9,061	-31%
OIL	40,919	59,427	-31%	-367	296	-224%
BSR	40,825	73,926	-45%	-4,095	1,251	-427%
PVS	14,725	13,569	9%	635	638	0%
PVT	5,250	5,826	-10%	453	585	-23%
PVD	4,409	2,982	48%	110	27	307%
POS	2,286	1,047	118%	73	23	217%
PVC	1,416	1,604	-12%	20	31	-35%
PVB	677	31	2084%	80	-39	-305%
合計	**251,779**	**356,744**	**-29%**	**3,385**	**15,513**	**-78%**

ソース: BSC Research

投資観点 – 弱気

BSC はブレント原油価格が 1 バレル当たり 41 ドルで推移するという仮定を基づく石油・ガス業の 2020 年見通しを「弱気」と評価しております。

ベトナム市場では、原油採掘埋蔵量が減少している傾向がある。そのうち、検査と採掘のプロセスが多くの困難に直面している。

- GAS、OIL などの下流グループの収入と利益は原油価格の変動に大きく依存し、世界的な原油価格の低迷に圧力をかけるだろう。
- PVD、PVS などの上流グループもサービス費と需要の低下による低原油価格に影響されている。

いくつかの石油・ガス企業の 2020 年業績予測

銘柄	2020 年売上高（10 億ドン）	2020 年税引後利益（10 億ドン）	2020 年 EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 11 月 5 日の終値	目標価格
GAS	63,991	8,199	4,198	16.0	3	71,500	78,500
PVS	17,881	778	1,498	9.0	0.5	13,500	18,300
PVD	5,119	148	352	43.9	0.3	11,200	15,500
PLC	5,489	170	2,106	11.4	1.4	22,600	34,700

ソース: BSC Research

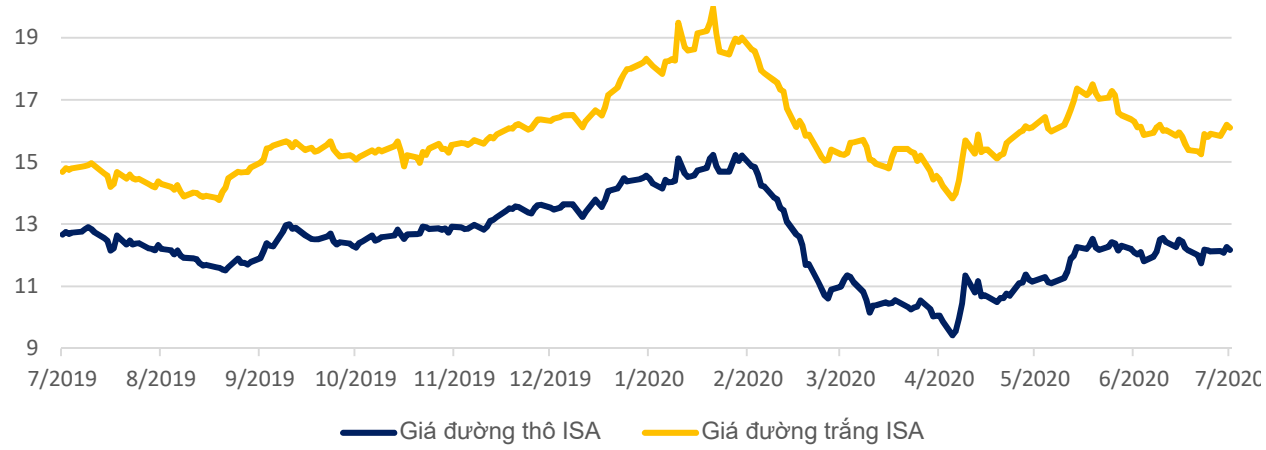
精糖業[弱気]

- 2020年第2四半期には、世界精糖市場は大きく変動した。
- 2020年第2四半期には世界の粗糖と精製糖の価格は前四半期比+3.9～15.3%増加したが、2020年下半期の傾向はまだ不明だろう。
- 2019年～2020年度のサトウキビと精糖の生産量はそれぞれ、前年同期比38%減、同36%減となった。
- BSCは精糖業の2020年下半期見通しを「弱気」と評価しております。

2020 年第 2 四半期には、世界精糖市場は大きく変動した。

2020 年第 2 四半期には世界の粗糖と精製糖の価格は前四半期比+3.9～15.3%増加したが、2020 年下半期の傾向はまだ不明だろう。ISOSugar のデータによると、2020 年 7 月 23 日の時点で世界的な粗糖価格と精製糖価格はそれぞれ前年同期比 3.87%減、前四半期比 15.3%増の 12.18 cents/lb で、同 9.67%増同 3.9%増の 16.11 cents/lb となった。

世界の粗糖価格と精製糖価格(cents/lb)



ソース: Isosugar

2019 年～2020 年度のサトウキビと精糖の生産量はそれぞれ、前年同期比 38%減、同 36%減となった。ベトナム砂糖協会(VSSA)によると、ベトナム製陶業の 2019 年～2020 年度サトウキビの収穫量は前年比 38.4%減の 738 万 7,610tで、精糖量の前年比 35.9%減の 7 万 9,169t と相当した。また、2017 年～2019 年の期間におけるベトナム砂糖の消費総量は 160 万たから 140 万tに減少した。そのために、2020 年の砂糖消費総量は新型コロナウイルス感染症の流行により引き続き減少すると評価しております。

2017 年～2020 年度におけるサトウキビ生産量と精糖の生産量、消費量及び精糖量の不足量(100 万t)

ベトナムでの生産量	2017 年～2018 年度収穫	2018 年～2019 年度収穫	2019 年～2020 年度収穫
サトウキビ(100 万t)	**13.00**	**12.00**	**7.39**
前年比(%)		*-7.7%*	*-38.4%*
精糖(100 万t)	**1.25**	**1.20**	**0.77**
前年比(%)		*-4.0%*	*-35.9%*
消費量(100 万t)	**1.6**	**1.5**	**1.4**
前年比(%)		*-6.25%*	*-6.67%*
不足量(100 万t)	**0.35**	**0.3**	**0.63**
合計(%)		*-14.3%*	*+110%*

ソース: VSSA, Vietnambiz.

ハノイ、中部とホーチミンにおける砂糖販売価格が蜜輸入砂糖価格より高かった(VND／キロ)

値域	日付	白い砂糖	精製糖	黄糖	輸入砂糖
ハノイ	07/07/2020	*12.150-12.300*	*12.700-13.000*	*12.200-12.400*	*12.000-12.100*
	14/07/2020	*11.900-12.100*	*12.700-12.900*	*12.100-12.200*	*11.900-12.000*
中部	07/07/2020	*12.000-12.200*	*12.800-13.000*		*11.900-12.000*
	14/07/2020	*11.800-12.000*	*12.800-13.000*		*11.700-11.800*
ホーチミン	07/07/2020	*11.700-12.600*	*12.800-13.000*	*12.2*	*11.400-11.500*
	14/07/2020	*11.600-12.600*	*12.600-12.800*	*12*	*11.300-11.400*

ソース: VSSA, Vietnambiz

投資観点 – 弱気

BSC は精糖業の 2020 年下半期見通しを「弱気」と評価しております。

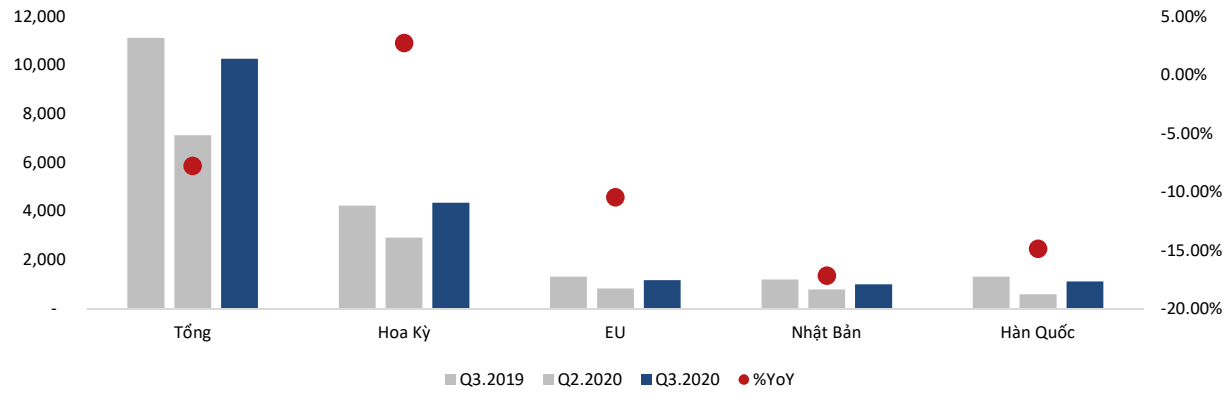
繊維・アパレル業[弱気]

- 2020年第3四半期には、繊維・アパレル業の成長率は伝統的な受注が戻ったことで前四半期比44%増となった。BSCは回復傾向が2020年第4四半期に続けると考えております。
- 2020年8月1日以降有効となったEV – FTA協定は繊維・アパレル製品に直に影響を与えないだろう。
- BSCは繊維・アパレル業の回復に影響を与えた最大のリスクは諸国の社会的な隔離措置の適用であると考えております。
- BSCは繊維・アパレル業の2020年見通しを「弱気」と引き続き評価しております。

2020 年第 3 四半期には、繊維・アパレル業の成長率は伝統的な受注が戻ったことで前四半期比 44%増となった。BSC は回復傾向が 2020 年第 4 四半期に続けると考えております

2020 年第 3 四半期 には、繊維・アパレル業の輸出額は前四半期 44%増の 100 億ドルで、そのうち、繊維製品の輸出額が同 46.3%増となった。2020 年上半期には、受注が減少したり延長されたりした後、現在回復している傾向がある。

2020年第3四半期の繊維・アパレル業の輸出額(100万USD)



ソース:税関総局

繊維・アパレル業の 2020 年第 3 四半期業績は 2020 年第 2 四半期の最低水準から向上された。繊維・アパレル企業の 12 社は 2020 年第 3 四半期業績を公表した。それによると、収入は前年同期比 14.1%減、前四半期比 17.4%増の 12 兆 2,830 億ドンを達した。税引後利益は同 25.8%減、同 22.6%増の 5,810 億ドンを達した。

BSC は繊維・アパレル業の回復傾向が 2020 年第 4 四半期に維持されると考えております。BSC は繊維・アパレル業の回復傾向が 2020 年第 4 四半期に維持されると期待しております。現在、いくつかの繊維・アパレル企業は 2020 年末まで受注を受けたことで、2020 年第 4 四半期の業績が引き続き向上されるだろう。

2020 年 8 月 1 日以降有効となった EV – FTA 協定は繊維・アパレル製品に直に影響を与えないだろう。

BSC は繊維・アパレル業の回復に影響を与えた最大のリスクは諸国の社会的な隔離措置の適用であると考えております。

投資観点 –弱気

BSC は繊維・アパレル業の 2020 年見通しを「弱気」と引き続き評価しております。

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>

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM

HỘI SỞ
Địa chỉ: Tầng 10, 11 Tháp BIDV 35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84) 24 3935 2722

CHI NHÁNH
Địa chỉ: Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: (+84) 28 3821 8885
Website: www.bsc.com.vn