BSC

BIDV SECURITIES COMPANY

2021年
セクターの展望

科目

1. 2021 年市場の見通し 3
2. 各業種の経済サイクルと見通し 9
3. 2021 年のセクターに影響を与える政策及び情報 10
4. 2021 年セクターの見通しの評価 12
5. 2021 年セクターの見通し 14
6. 2021 年の注目銘柄 18
I/ワクチンはマクロ経済と株式市場の薬である。 20
銀行業[有望] 24
小売・消費財業[有望] 29
損害保険業[中立] 32
ゴム・タイヤ業[中立] 35
医薬品業[中立] 40
精糖業[中立] 42
水産業[中立] 43
航空業[中立] 46
II/ガスの需要は高くて連続で増加しているが、ガスの供給は依然として不足していることで、原油業と電気業の成長が制限されている。 49
電気業[中立] 53
港湾業[有望] 69
鉄鋼業[有望] 72
プラスチック業[中立] 76
建設業[中立] 78
セメント業[中立] 79
8. タイムライン別の出来事 81

1. 2021 年市場の見通し

数年にわたって、BSC は年間投資テーマや機会について概要を提供している。そのために、投資家が年間投資選択を得ることができる。2020 年には「ブラック・スワン（黒い白鳥）」という比喩を表される新型コロナウイルス感染症の影響で経済が 2008 年以後最も景気後退を過ごした。それは（1）生産チェーンの中断、（2）貿易活動の停滞、（3）中小企業の解散及び高い失業率、（4）世界の GDP がマイナス成長となるという世界経済に与えた悪影響である。そのために、2020 年は特別な時間と評価されている。この背景には、ベトナムはどんなに困難を乗り越えただろうか。

2020 年：ベトナムは夜空にある明るい星

2020 年には、新型コロナウイルス感染症が世界経済に悪い影響を与えたが、ベトナムは下記の目立つ成績を達した。

- ベトナムは世界での新型コロナウイルス感染症の流行を有効的に封じ込む国の一つである。社会隔離措置の期間は最も短い 4 週間である。
- （1）金利の引き下げ、（2）経済の成長を推進する公共投資という経済を回復する政策のおかげで、GDP の 2020 年成長率が 2.9%増となった。
- 生産活動と貿易活動は新型コロナウイルス感染症の前水準を「V」モデルの通りに回復した。
- EVFTA、RCEP、UKVFTA などの貿易協定を署名することを強化した。

2021 年：ベトナム―「新生活－新チャレンジ」

- GDP 成長率が（1）外国の商品需要が回復し、（2）2021 年の FDI 額が 8.4%増となるということと共に、大幅に上昇し、6.3%増となると予測されている。
- マクロ経済援助政策が引続き維持される。それは（1）マクロ経済を刺激する財政政策政、（2）貸付成長率が 14%となる、（3）国家公共投資予算の実行額が 4,623 億ドンを達すということです。

BSC は市場の 2021 年見通しを「有望」と評価し、以下の通り市場の成長を促進する要素を表しております。

第一番は ETF 及び市場アップグレードを通じる新興市場への世界財務投資資金をシフトすることだ。2021 年 1 月 1 日から 2020 年に発行された投資法、2020 年に発行された企業法などの法律が有効になっている。2021 年には、証券市場の新発展段階に向ける為に、構造と質を変更する見込みです。これは（1）国際基準に満足する経営環境を作り、（2）透明性を高め、（3）

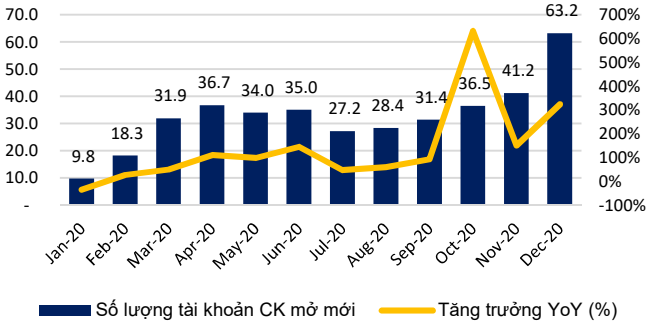
混乱、理解しにくいなどの現象を避して、外国人投資家の投資活動についての疑問を解き、(4) T+0 取引、入庫待ち株式の売却、無議決権預託証券、先物取引契約、株式選択権などの印象的な製品を供給することなどを役に立つ。

上記の新変更はベトナム市場が市場のアップグレードの基準を満足する為の機会を設ける。BSC はベトナム市場が 2021 年 9 月に FTSE の市場アップグレードされる可能性があるが、2023 年～2025 年期間に MSCI の市場アップグレードされる可能性があると予測しております。しかし、市場アップグレードの進捗は機関がアップグレードの基準を改善する進捗および努力に依存する。2021 年 1 月初における日当たり売買代金が 2019 年より 2～3 倍増の 16 兆～18 兆ドンに達した。時価総額が 2020 年の GDP 額の 84.3%となった。多くの基準も満足されている。これは市場アップグレードの時間が短くなると示した。

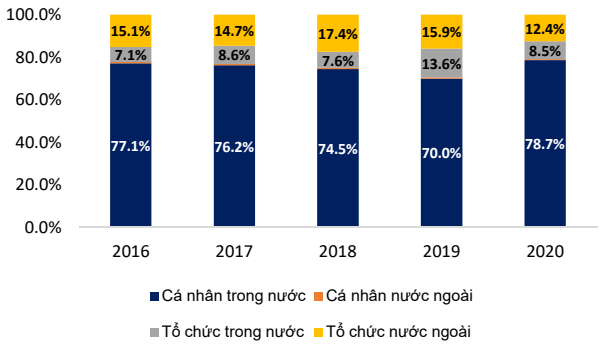
第二番は国内個人キャッシュフロー及び低い金利からのダブル動機である。2020 年には、個人投資家数が急増し、特に証券についての知識と経験が十分に得ない新投資家である。国内個人口座は総売買代金の 78.7%を占め、2019 年の 70%から増加した。

2020 年には、新規証券口座開設は前年比 108%増の 39 万 3,700 口座となり、総証券口座数が 273 万口座となった。総証券口座数はベトナム総人口の 2.8%を占めた。これは地域における他国に比べて低い水準である。BSC は市場からの潜在がまだ大きく、証券市場への投資シフト傾向が初期にあると考えております。

一般金利が低水準で維持したことのおかげで、
新規口座数が最も高い水準で記録した。



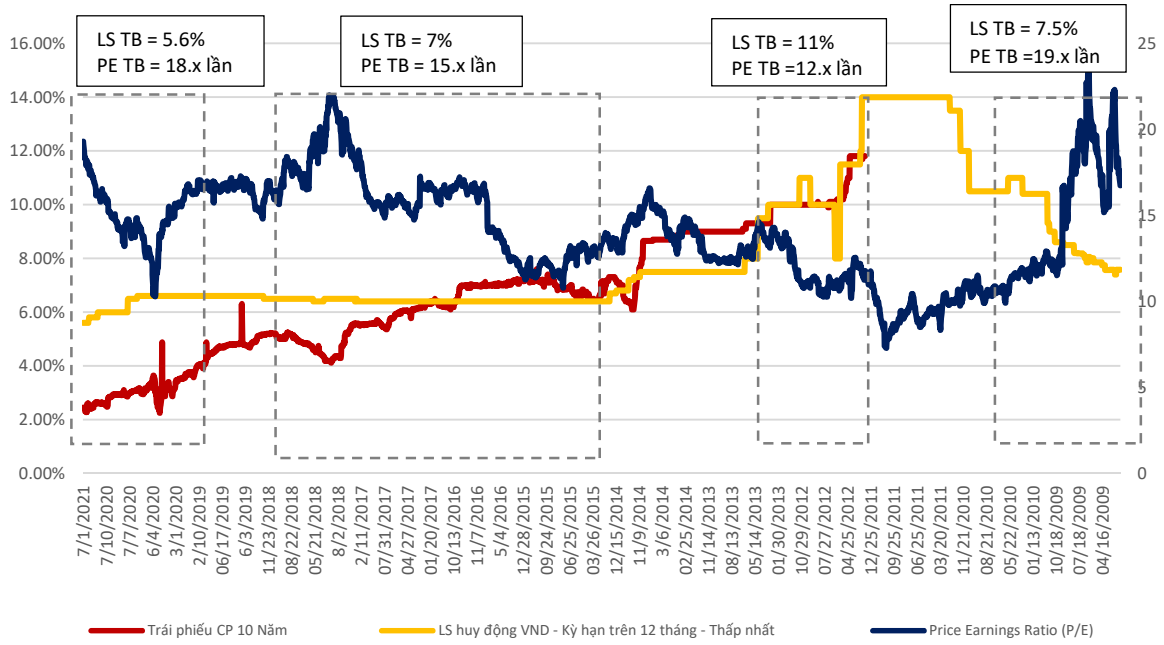
2020年下半期のベトナム証券市場の上昇力が
国内キャッシュフローから主に由来した。



ソース: VSD, FiinPro, BSC Research

さらに、最高の取引価値と優先投資チャネルである不動産が供給不足のために静かな時期に入っている背景には、低金利環境が投資家の投資嗜好の変化に直接的な影響を及ぼした。また、ゴールド市場がコントロールされ、価格を引下げる可能性がある。緊密な規則で国債の規模もコントロールされている。一方、ベトナム市場の新規証券口座が急増したのは現在の背景には証券市場が魅力を維持していると示し、国内資金が 2020 年の証券市場を影響する重要な要素であると評価されている。

第三番は中央銀行が次の 1 年間～2 年間期間に金利を低い水準で維持する背景には、ベトナム市場及び新興市場がより高い水準で評価されるということです。2020 年 1 月 10 日の時点で、VNインデックスは P/E trailing の平均水準の 15.5%より 18.4 で取引している。過去を見ると、市場の評価が金利と反すると見られる。そのために、BSC によると、2021 年のベトナム市場は PE を 18x、平均利益を 5.6%と評価されている。この時点のマクロ変動が強固な基礎があり、2009 年から 2011 年までという経済恐怖の期間に比べて多くの違いがあると考えております。そのために、市場は急上すると、急落する可能性がある。

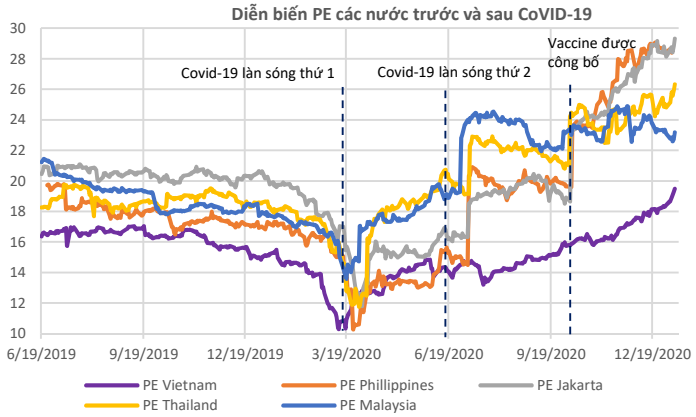


ソース: Bloomberg, Fiin Pro, BSC Research

第四番は 2020 年には新型コロナウイルス感染症のワクチンが調剤では大きく進歩し、広い範囲で使用していることで、消費需要が高まっているということです。 現在まで、世界で研究している 20 つのワクチンうちの 8 つのワクチンが第3段階で試験している。2021 年末には、ワクチンの有効性を実験し、更に広く供給する見込みです。BSC はこのことのおかげで、消費財の需要及び買い力を増加するのが(1)輸出企業の回復、(2)ベトナムの経済ということに積極的な影響を与えると期待しております。繊維業、水産業が好調に回復すると期待されている。

第 5 番、2021 年に業界の力強い利益成長(予測 EPS 成長= 22%)を回復するのはベトナムの株式市場がより魅力的な水準で取引するのを助ける要素である。 BSC は株式グループの成長率がVNインデックスと共に僅かに増加すると評価しております。時価総額の 80%を占めている 65 銘柄を基づく BSC の予測及び、2016 年～2019 年期間の株式希薄率が 2.4%という仮定を基づく、VNインデックスの 2020 年及び 2021 年の税引後利益の成長率がそれぞれ、前年

比-10%減、+28%増となるだろう。VNインデックスの利益成長率が「有望」と予測されているのは(1)銀行、(2)不動産、(3)工業、(4)石油、(5)小売という重要な業界の回復から由来する。従って、VNインデックスは 2021 年の PEFW を 14.3x で取引している。BSC はVNインデックスが 2021 年末に 1258 ポイントに達すると予測しております。



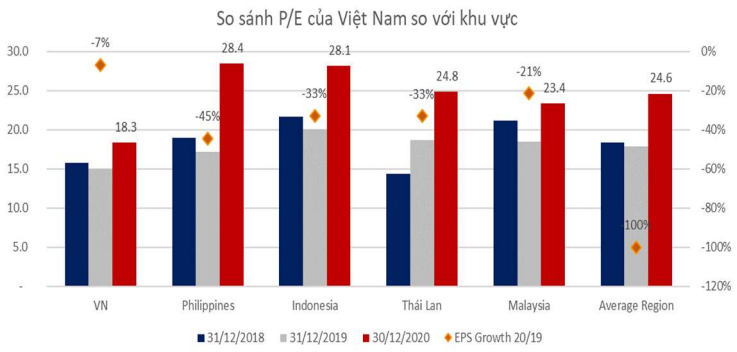
Ngành cấp I	% Tăng trưởng LNST Ngành năm 2020	% Tăng trưởng LNST Ngành năm 2021
Công nghệ thông tin	13%	19%
Công nghiệp	55%	13%
Dầu khí	-41%	53%
Dịch vụ tiêu dùng (Hàng Không)	-120%	695%
Dược và Y tế	8%	9%
Hàng tiêu dùng	-17%	13%
Ngân hàng	6%	25%
Tài nguyên cơ bản	-23%	20%
Tài chính	13%	12%
Tiện ích cộng đồng	-14%	14%
Tổng thị trường	**-12.5%**	**27.9%**
Pha loãng BQ 2019 -2020		**6.0%**
EPS growth basic		**22%**

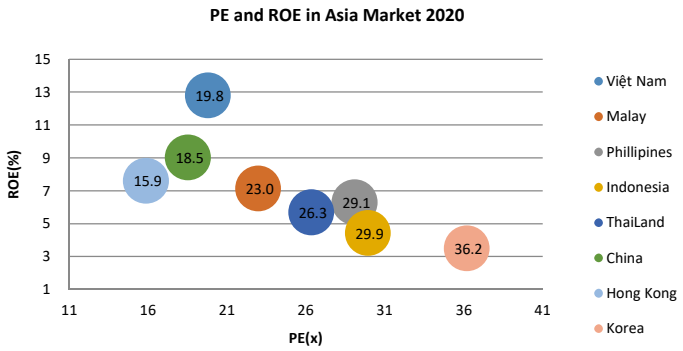
Nguồn: BSC Research

ソース: Bloomberg, BSC Research

この地域と比較すると、ベトナム市場は依然としてはるかに低いレベルで評価されていますが、運用効率はこの地域で最高レベルです(ROE = 13%)。

ベトナム市場は地域における国々に比べて、低い水準で留まると評価されている。この国々は「新興国市場」に分類され、2020 年の利益成長率が新型コロナウイルス感染症の流行で影響されたことで、「高い」と評価されている。つまり、ベトナム市場は(1)新型コロナウイルス感染症のマイナス影響が多くない、(2)多くの業界の業績が好調に回復する、(3)マクロ経済が安定する、(4)「新興国市場」にアップグレードする可能性があるという要素を基づく、「魅力」と評価されている。





ソース: Bloomberg, BSC Research

国別の各セクターの PE、PB

	ベトナム		中間値		インドネシア		マレーシア		フィリッピン		タイ	
	P/E	P/B	**P/E**	**P/B**	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
金融	13.1	1.4	**15.0**	**0.9**	22.9	0.8	13.2	1.0	16.8	1.1	13.0	0.8
消費財	12.3	1.2	**22.4**	**1.3**	17.4	1.2	27.2	2.7	34.0	1.4	17.6	1.0
工業	11.0	1.0	**21.0**	**1.1**	15.6	1.2	24.4	1.0	26.2	1.5	17.6	1.1
石油	26.9	1.4	**17.9**	**1.0**	5.9	0.7	66.7	3.7		0.8	17.9	1.2
消費サービス	21.4	1.9	**22.0**	**1.2**	26.3	1.4	9.0	0.9	29.4	2.4	17.6	1.0
基本資材	13.3	1.0	**16.0**	**1.1**	16.8	1.1	30.2	2.4	14.2	1.1	15.2	0.9
ユーティリティ	12.2	1.6	**16.4**	**1.2**	12.8	0.9	17.8	1.1	17.9	1.3	15.1	1.3
テクノロジー	19.3	1.6	**11.1**	**1.6**	10.2	1.9	n/a	n/a	n/a	n/a	12.0	1.3
健康	17.1	2.4	**29.5**	**2.5**	22.0	2.5		2.2	n/a	n/a	37.0	3.2
通信	15.7	3.5	**25.8**	**3.3**	22.3	2.2	29.2	4.3	29.2	4.3	22.1	1.2

ソース: Bloomberg, BSC Research

第 6 番では、公共投資実行は 2021 年にベトナム経済の回復を援助する。2020 年の国家予算の実行額は年間計画の 91.13%を達成した。2020 年の国家予算の実行額が 466 兆 3,000 億ドンを達し、2016 年～2020 年期間における最も高額を記録した。

地域間輸送インフラとデジタル経済の構築に集中するために公共投資を再構成するのは Long Thanh 空港、北南高速道路、沿岸道路などの重要な案件で経済成長を推進するだろう。

上記の政策から恩恵を直接的に受ける業界は建設及業界び建設材料業界である。我々は交通インフラの発展を促進するのが運送の「ボトルネック」という問題を解決するに従って、商業用不動産業、工業団地区用不動産事業、港湾業は恩恵を間接的に受けると信じております。

第7番では、2020 年には新規上場、株式会社化、政府の資金回収の進捗がまだ遅く、2021 年には転換するシグナルを見せていないが、2022 年には進捗を促進する可能性があるということです。

- 政府の資金回収:2020 年 11 月まで、348 つの企業うちの 103 つの企業は計画を達成した。政府の資金回収は企業数を見ると、政府首相の決定第 1232 号/QĐ-TTg を基づく 2017 年～2020 年期間における計画の 30%を達成し、価格をみると、計画の 8%を達成した。
- 株式会社化:決定第 26 号/2019 を基づく、2016 年から 2020 年 11 月まで、128 つの企業うちの 37 つの企業は株式会社化し、計画の 28%を達成した。

順番	社名	回収会社	実行額(10 億ドン)	資本回収割合
1	IDC	建設省	2,909	36%
2	HUD Kiên Giang	HUD	1,185	98.15%
3	CC1	建設省	1,026	40.53%
4	Viettel Post	Viettel	528	6%
5	Cienco 5	SCIC	342	40%

ソース: BSC Research

新規上場、株式会社化及び資金回収の実施は多くの困難に直面しているのは(1)土地使用方法の区分及び承認、(2)企業の価値、株式会社化用資金の評価ということから由来する。そのうち、ベトナム農業農村開発銀行(アグリバンク)、第 1 発電総公社(EVN Genco 1)、ベトナム洗濯用洗剤化学品株式会社、ベトナム石炭鉱産グループ、Mobifone 郵便通信総会社、ベトナムセメント総会社、Ben Thanh 総公社などの大手企業は企業価値の評価を待っている。

順番	社名	(10 億 USD) 資本金	資本回収予定比率(%)
1	アグリバンク	1,309	<35
2	第 1 発電総公社	770	>50
3	第 2 発電総公社	508	>50
4	ベトナム郵便通信グループ	2,727	50-65

5	ベトナムセメント総会社	622	50-65
6	Mobifone 郵便通信総会社	644	50-65
7	サイゴン商業総会社	372	50-65
8	住宅都市投資開発総公社	89	>50
9	ベトナム石炭鉱産グループ	1,502	<35
10	ダクラク給排水有限会社	315	>50
	会計	**8,543**	

ソース: BSC Research 総合

2. 各業種の経済サイクルと見通し

2020 年には、(1)生産チェーンの中断、(2)貿易活動の停滞、(3)中小企業の解散及び高い失業率、(4)世界の GDP がマイナス成長となるという不安的なマクロ経済要素はベトナムの経済循環に影響を及ぼした。BSC は新型コロナウイルス感染症の影響が景気後退を引き起こす原因の一つと考えられるが、何業界も「バブル崩壊」を形成しなくて、生産活動がゆっくりしか成長しなくて、インフレ率が低下すると評価しております。そのために、BSC によると、経済循環が低い水準で留まり、経済成長率が 1～2 年間に短期的に下落する可能性がある。ベトナム経済の現在指標は経済循環の期末にあり、回復していると示した。特徴的なシグナルは株価が上昇している傾向にあり、債権価格が下落している傾向にあり、預金金利が引下げる傾向があり、金融政策を緩和に切り替えているということです。

経済循環	インフレ率	経済政策	市場の状態
復旧 の初期 (Initial Recovery)	**インフレ率が低下する**	**刺激**	**短期金利が低い水準で維持するまたは引下げる。 長期金利が債券価格のトップ高及びトップ安に接近する。 株価が上昇し始める。**
高度成長の前期(Early Upswing)	インフレ率が低水準で維持し、経済成長率が高いです。	刺激を緩和する。	短期金利が引き上げる。 長期金利がトップ安に打つまたは引き上げると共に、債券価格が下落始める。 株価が上昇する。

高度成長の後期(Late Upswing)	インフレ率が上がる。	引き締め始める。	短・長期金利が引き上げると共に、債券価格が下落する。 株価がトップ高の周りで推移する。
減速期(Slowdown)	インフレ率が上がっている。	引き締めを緩和する。	短・長期金利がトップ高に打った後、引下げ始めると共に、債券価格が上昇する。 株価が下落する。
後退期(Recession)	**インフレ率がトップ高になる。**	**緩和**	**短・長期金利は低下すると共に、債券価格が引続き上昇する。 後退期末に株価が上昇し始める。**

3. 2021 年のセクターに影響を与える政策及び情報

国内外の情報及び改正、追加された政策は証券市場と各企業に様々な影響を与える。BSC は 2021 年の目立つ政策及び事件をまとめた。

順番	マクロ政策及び情報	有効日	影響	影響度	2021 年 1 月 12 日の状態
国際マクロ及び経済の政策					
	金融政策				
1	FED:米経済が回復している。FED が現在の金利を引続き維持する。		マイナス	超強い	Đang ảnh hưởng
2	PBoC:中国経済成長率が急増する。		マイナス	超強い	影響中
3	ECB:金融政策を引続き緩和する。		絡み合い	強い	影響中
4	原材料価格が引き上げる。		絡み合い	強い	影響中
地域のマクロ政策					
5	米中貿易戦争		絡み合い	強い	影響中
6	新型コロナウイルス感染症のワクチンの配分		マイナス	強い	影響中

順番	マクロ政策及び情報	有効日	影響	影響度	2021 年 1 月 12 日の状態
7	OPEC 総会	2021 年 3 月 4 日	絡み合い	強い	まだ影響していない
8	G7 首脳会議	2021 年の夏	絡み合い	適当	まだ影響していない
国内マクロ及び経済政策					
	法律改正				
1	国家及び個人投資家の協力による投資法		絡み合い	強い	影響中
2	投資法、企業法の改正		マイナス	強い	まだ影響していない
3	証券法の改正	01/01/2021	マイナス	強い	影響始める
4	食料品、ガソリン価格が引き上げる		マイナス	適当	影響中
5	ベトナムが FTSE Russell の二次新興国市場にアップグレードする		マイナス	強い	まだ影響していない
6	クウェートの「フロンティア市場」から「新興国市場」への格上げされることで、ベトナムは MSCI Frontier における比重を増加させる。	11/2020	マイナス	強い	影響中
7	株式会社化及び国営企業から資金回収を強化する。		中立	適当	影響中
	金融政策				
8	ベトナムが「為替操作国」を認定される。VND 対 USD 為替レートが大幅に下落した。		中立	超強い	まだ影響していない
9	金利を引き下げる。		マイナス	強い	影響中
10	銀行の最小資本安全率が 8%です。	2020 年 1 月 1 日	絡み合い	適当	影響した
	証券政策				

順番	マクロ政策及び情報	有効日	影響	影響度	2021 年 1 月 12 日の状態
11	入庫待ち株式の売却を許可する。		マイナス	強い	まだ影響していない
12	預託証券の表決権がない。		マイナス	強い	まだ影響していない
13	上場株式表を分け、株価変動幅を拡大する。		絡み合い	強い	まだ影響していない
14	商業株式銀行を上場、アグリバンクから資金を回収する。		マイナス	強い	まだ影響していない
15	公開会社になる条件を向上する。		絡み合い	適当	まだ影響していない
自由貿易協定					
1	EVFTA	交渉済み	マイナス	強い	影響中
2	UKVFTA	交渉済み	マイナス	強い	影響中
3	RCEP ASEAN	交渉済み	マイナス	強い	影響中

ソース: BSC Research

4. 2021 年セクターの見通しの評価

BSC は新型コロナウイルス感染症の後、ベトナムが 2021 年には地域の国々に比べて最も高い成長率を達成する国になる多くの機会があると評価しております。多くの業界の経営活動は好調に回復する見込みです。しかし、各業界及び各企業の回復は(1)政府の管理政策、(2)各企業の内力及び財務健康、(3)各企業の戦略的方向という要素に付属する。BSC は業界に影響を与える 3 つの重要な要素を挙げます。

ア. 新型コロナウイルス感染症のワクチンが広い範囲で供給始めると共に、経済が段々回復する。

- 国内消費市場は段々回復するが、ゆっくり成長する。それは消費業、航空業、レストラン・ホテル業、旅行業、食品・飲料業である。
- 輸出市場は(1)新型コロナウイルス感染症のワクチンがアジア太平洋地域に比べて欧米国で早く供給される、(2)EU ベトナム自由貿易協定(EV-FTA)、イギリスベトナム自由

貿易協定（UK–FTA）ということのおかげで、好調に回復する。このことから恩恵を受ける業界は繊維、水産、タイヤである。

イ. 原油価格が上昇すると共に、ガスの需要が高まる。しかし、原油・ガス業及び電気業の成長率の余地が狭くなる。この原因は下記の通りです。

- いくつかの新ガス田が追加されたが、石油供給は不足し続けると予想されます。
- LNG はベトナムの石油・ガス業及び電気業の未来であるだろう。

ウ. インフラ投資の強化、FDI の誘致、不動産供給原の解放

- インフラの建設の強化は運送コストの「ボトルネック」という問題を解決する。工業団地区用不動産業、港湾業、海運業の長期的な発展基礎を作成する。
- 新型コロナウイルス感染症は FDI を誘致するシフトを促進する。
- 不動産供給は徐々に回復すると見込まれています。

5. 2021 年セクターの見通し

業界	観点	評価	注目銘柄
1. 新型コロナウイルス感染症のワクチンは経済及び証券市場に機会をもたらす。			
銀行	有望	• BSCは2021年の貸付成長率が14.0%であると予測しております。 • 一般的な金利は2021年に低い水準で維持すると期待されています。BSCは上場銀行の2021年の総営業収益(TOI)が前年比+12.7%増となると予測しております。 • BSCは銀行業のCIRが2021年の36.2%に低下されると期待しております。 • 優れた資産品質が維持される。	ACB, VCB, BID, CTG, MBB, STB, HDB, TCB, VPB, TPB, VIB, LPB
小売・消費財業	有望	• BSCは小売業の2021年成長率が前年比10%増加すると期待しております。 • 不必要な消費財業の2021年成長率は(1)可処分所得の回復、(2)中所得者層の増加、(3)不動産業の回復は急速に都市化させて、小売りチェーンの面積を拡大させることということのおかげで、順調に上昇すると期待されている。 • BSCは不必要な消費財業の2021年投資見通しを[有望]と評価しております。	MWG, PNJ, VNM, MSN, SAB
損害保険業	中立	• ベトナム損害保険業の成長は(1)労働力人口が総人口の70%を占め、GDP成長率が6～7%増となり、(2)地域の損害保険平均が3～4%ですが、ベトナムでの損害保険の使用率が0.88%で、低い水準で維持したということで、まだ大きくの潜在が残っていると評価されている	
ゴム・タイヤ業	中立	• 2020年のゴム価格は年末時点で大幅に上昇し、前年比+37%増の1キロ当たり255円だった。 • タイヤ企業は自動車生産需要が新型コロナウイルス感染症の後高まることのおかげで、2021年好調な業績を達すと期待されている。	DRC,PHR
繊維・アパレル行	中立	• 2021年には、BSCは(1)繊維・アパレル受注額が輸出市場での買い物需要の回復に依存する、(2)ベトナム繊維製品がEV – FTA協定及びカンボジアが高税を課されていることのおかげで、競争力がヨーロッパ市場でより高まると評価しております。 • 国際運送料がコンテナの不足で大幅に増加するのは出荷を中断させる可能性があるために、繊維・アパレル業に短期的にマイナス影響を与える可能性がある。	MSH,TNG

医薬品業	中立	• 2021年には、BSCは、2つの流通チャネル間の国内企業の見通しは引き続き矛盾し、とりわけ、(1)薬局チャネルは市場の飽和により横ばい推移する、(2)入札チャネルは引き続き成長すると考えております。 • BSCは、PharmaCityとLong Chauのドラッグストアチェーンの両方が店舗の成長率が高い水準で維持すると計画しているのは2021年に薬局チャネルの市場シェア構造を変更させると考えています。 • BSCは医薬品業の2021年投資見通しを「中立」と評価しております。	DHG
精糖業	中立	• 2021年には、世界の精糖業は新型コロナウイルス感染症の流行に悪影響を受けた後回復するだろう。 • 世界精糖価格は2020年初の最高値を戻し、前年比11.7%増の15.37 cents / lである。 • ベトナム精糖業は政府の反ダンピング政策からの恩恵を受けることができます。	QNS, SBT
水産業	中立	• 2021年には、BSCは輸出市場での消費の回復が水産製品の成長をサポートすると考えております。 • 格協定は2021年に減税スケジュールの通りに依然としてプラスの影響を及ぼしている。 • 国際輸送コストがコンテナの不足により大幅に増加するリスクは顧客から水産製品の需要を減少させることにより、短期的に悪影響を及ぼします。	VHC, ANV
自動車業	中立	• 2020年11ヶ月には、自動車市場は回復した。2020年11月の自動車販売量は前月比9%増、前年同期比15%増となった。 • BSCは2020年の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。	VEA
II/ ガスの需要は高くて連続で増加しているが、ガスの供給は依然として不足していることで、原油業と電気業の成長が制限されている。			
石油・ガス業	中立	• 世界での原油消費量は 2020 年 11 月で 9,600 万バレル／日で、2020 年 4 月の 8,000 万から増加した。 • 石油輸出国機構(OPEC)及び一部非 OPEC 産油国は 2021 年 1 月に日産量 140 万バレル、2021 年 2 月～3 月に日産量 90 万バレルを追加削減することで合意した。これは石油価格を支える要素となります。 • 2015 年～2019 年の期間におけるベトナムでの年間平均原油開拓量は 10%に減少した。2015 年～2019 年の期間における年間平均原油輸入量は 156%に増加した。	GAS, PLX, PVS, PVT, DCM, DPM

		• BSC は石油・ガス業の 2021 年見通しを「中立」と評価して、GAS、PLX、PVS などの下流銘柄と上流銘柄の投資評価を「買い」と推奨しております。 • また、BSC はガス肥料業の 2021 年見通しを「中立」と評価しております。	
電気業	中立	• 2021年の商業用発電量は前年比9%増加すると予測されています。 • 第8電気計画案は将来的に再生可能エネルギー源とLNGへの投資に集中することを目的としています。 • ラニーニャ現象は水力発電所に対してポシテイプな情報ですが、石炭火力発電所とガス火力発電所に対してマイナスな情報になるだろう。	PPC, HND, PC1, POW REE, NT2
III/ インフラ投資の促進 – FDI 資本の誘致 – 不動産供給源の解散			
不動産業	有望	• 2021 年には、不動産供給源が徐々に解除される。新型コロナウイルス感染症は不動産企業が土地を拡大し、M&A 活動を強化するために機械を生み出します。 • 投資活動と案件発展は都市の東側とレベル 1～2 の近隣町県に移動する傾向がある。 • 低い金利は間接的に不動産業を積極的にサポートすると予測されている。 • 大幅な財政構成の変化は社債チャンネル—が不動産企業の重要な投資源調達チャンネル—になるということだ。 • BSC は不動産業の 2021 年見通しを「有望」と評価しております。	VHM, KDH, DXG, NLG, NVL
工業団地区用不動産業	有望	• ベトナム工業団地区用不動産市場は、生産工場を中国から他の国にシフトすることの増加のおかげで、長期的には依然として恩恵を受けると予想されています。 • 2020年11ヶ月には、FDI認可額は前年同期比7.6%減の136億ドルで、年初の数か月よりわずかに回線された。 • 北部における工業団地区の2020年第3四半期入居率は2020年第1四半期は+ 160bps SV 増の79%であり、賃貸価格は前年同期比7%増となった。	KBC, SIP
港湾業	有望	• 2021 年には、BSC は港湾を通じるコンテナ取扱量は前年比 21%増の 2,500 万 TEUS を達すと予測しております。空コンテナの不足は、取扱量の伸びを減速させ続けています。BSC は、この状況が 2021 年第 1 四半期以降それほど深刻ではないと考えています。	GMD

		• Lach Huyen 港と Song Cam 港間の競争はサービス価格の差が縮小されていることにより、激化します。 • BSCはCai Mep Thi Vai港を通じるコンテナ取扱量の2021年成長率が23%になると評価しております。	
鉄鋼業	有望	• 原材料価格は多くの予期せぬ要素に直面するだろう。BSCは、鉱石価格が年末に向けて徐々に下落し、 石炭価格がわずかに回復する可能性があると評価しております。 • BSCは、需要の良好な回復と相互に補償する原材料価格の変動で、鉄鋼製品の販売価格を引き下げる圧力が低い水準で留まると評価しております。	HPG, HSG, NKG
プラスチック業	中立	• BSCは、プラスチック業の2021年成長率は5～7%で維持し、急激な変化は少ないと評価しておます。 • 2021年のプラスチック樹脂価格は2020年の平均水準より高くて、建設用プラスチック企業の利益率を減少させるだろう。	BMP,NTP, APH
建設業	中立	• 建設業の2020年総額は政府の投資実行努力のおかげで、前年比6.8%増の261兆VNDだった。 • 2021年～2028年の期間におけるベトナム建設業の総額成長率は6.7%～7.2%で維持し、ベトナム国内総生産（GDP）に6%を寄与するだろう。 • 2021年～2025年の期間はベトナムでの主要プロジェクトの期間である。	C4G
セメント業	中立	• BSCは、内需と輸出需要の前向きな回復のおかげで、2021年にはセメント消費量が前年比5～7%増の1億500万～1億700万tを達すると予測しています。 • セメント企業の2021年純利益は前向きな消費量及び石炭価格を引上げる低い圧力のおかげで、改善されるだろう。 • 中期的には、セメント業の生産能力が拡大されるのは競争圧力を高まるだろう。	HT1

ソース: BSC Research

6. 2021 年の注目銘柄

銘柄	2021 年の収入	2021 年の税引後利益	2021 年の EPS	2021 年の予想 P/E	2021 年の予想 P/B	ROE	ROA	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
VCB	56,165	24,531	6,814	19.9	3.5	19%	2%	107,000	120,000
CTG	36,555	9,174	2,463	7.9	1.3	18%	1%	38,850	45,000
TCB	24,046	11,645	3,326	7.9	1.3	19%	3%	34,600	45,000
VPB	40,093	10,125	4,002	7.3	1.4	21%	2%	34,900	40,000
MBB	27,218	9,480	3,702	5.7	1	20%	2%	25,900	35,000
HDB	13,020	4,542	4,090	4.5	0.8	20%	2%	26,800	37,000
STB	15,452	2,353	1,248	9.8	1.1	12%	1%	18,450	22,000
TPB	8,088	3,294	3,845	5.1	1.1	25%	2%	28,350	35,000
ACB	18,857	6,855	3,874	5.6	1.1	22%	2%	29,900	35,000
VIB	9,984	3,533	3,727	5.9	1.4	27%	2%	35,000	37,500
LPB	6,403	1,648	1,816	5.1	0.8	16%	1%	14,000	16,000
PNJ	19,094	1,223	5,347	12.86	2.74	23%	14%	88,600	90,250
MWG	131,421	4,815	10,626	11	2.8	25%	11%	116,000	168,400
VNM	64,176	12,218	5,445	19.98	5.24	30%	22%	107,800	117,600
MSN	96,976	1,496	1256	66.3	4	6%	1%	88,900	100,000
SAB	30,876	5,032	7510	25.4	4.9	21%	16%	195,000	200,000
QNS	7,759	1,190	2,933	11.9	2	18%	14%	39,300	42,000
FPT	30,049	5,280	5,008	11.6	2.1	24%	13%	59100	67,000
VTP	22,002	534	6,490	16.6	4	39%	10%	108500	126,000
PPC	7600	950	2914	8.6	1.2	10%	8%	24,450	25100
HND	9150	997	1993	9.4	1.3	14%	10%	19,000	20300
POW	29785	2751	1040	8.4	1	9%	5%	22,250	25,800
NT2	6907	788	2952	12.6	1	18%	12%	13,600	15,400
REE	5641	1761	5505	8.7	1.3	15%	9%	48,950	55,600
PC1	6131	497	2653	7.9	1.4	12%	6%	24,600	26,200
KBC	3,795	1100	2,654	11	0.7	13%	8%	27,000	38,128
SIP	4,476	687	11,545	15.2	6.4	17%	11%	174,900	225,505
VHM	103,699	25,560	9,572	9.4	2.4	36%	11%	89,500	102,400
KDH	4,240	32,060	2,382	12.3	1.6	13%	8%	29,300	31,200
DXG	7,907	1,365	2,334	6.8	1	15%	5%	15,950	23,100
NLG	2,292	1,278	4,495	6.5	1.1	16%	8%	29,500	36,000
NVL	17,793	1,229	4,115	16.2	2.4	16%	3%	66,700	64,300
GAS	77,808	11,631	5,956	14.5	3	21%	16%	86,900	105,000
PVS	19,550	131	1,988	8.9	1	8%	4%	17,800	22,000
HVN	77,435	2,624	1,865	18.1	2.6	14%	4%	33,750	N/A

VJC	63,197	5,822	11,114	13.1	3.75	32%	13%	146,200	156,800
VHC	10,522	1,266	6,906	6.1	1.3	23%	17%	41400	55,700
ANV	4,830	424	3,050	8.2	1.8	15%	10%	24,950	27,500
DHG	4,243	682	4,641	13.6	1.7	28%	20%	108,000	94,500
PHR	2,001	1,109	9,887	6.5	2.8	18%	11%	64,600	69,000
DRC	3,501	354	2,963	8	1.4	14%	8%	22,800	28,060
MSH	3,933	297	5,943	6.6	1.4	25%	11%	39700	42,900
TNG	4,429	178	2,665	6.2	0.87	15%	5%	15600	18,700
HPG	124,131	18,890	5,430	7.6	2.1	28%	14%	41,450	50,300
HSG	32,180	1,460	3,181	7	1.3	20%	8%	22,150	28,630
NKG	14,100	254	1,426	10.5	0.8	8%	3%	15,000	N/A
HT1	9,015	836	1,974	8.8	1.2	11%	7%	17,450	19,750
BMP	4,763	435	4,785	13.1	1.7	19%	16%	62,600	60,300
NTP	4,985	495	3,994	9	1.3	16%	11%	36,000	43,900
APH	N/A	590	4,233	17.7	3.7	N/A	N/A	74,800	N/A
PLX	182,510	3,918	3,268	16.1	2.1	13%	6%	54,600	62,400
GMD	3,059	471	1,379	25.4	1.5	7%	5%	32,600	35,000
ACV	11,959	4,870	2,234	38.7	4.8	12%	8%	81,000	86,500
SCS	760	528	9,834	14.4	6	42%	40%	128,000	140,000
VEA	4,180	5,746	4,324	10.9	2.6	27%	22%	49,000	60,038
DCM	8,092	446	673	20.8	1.2	7%	5%	14,000	15,100
DPM	8,522	499	1,021	18.4	1	6%	6%	18,800	18,100

ソース: BSC Research

*備考: *上記は親会社の業績を基づく予測である。*

I/ワクチンはマクロ経済と株式市場の薬である。

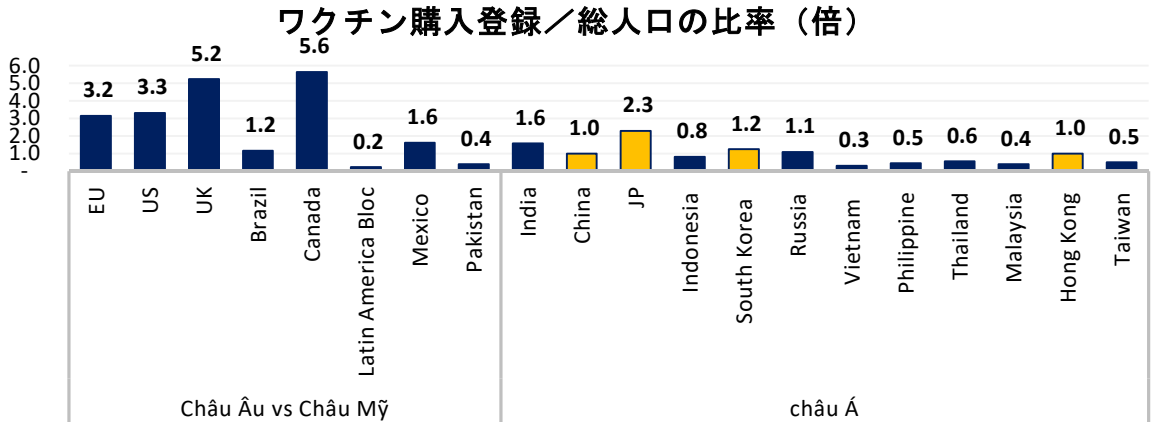
第一番では、第一に、ワクチン調製の進歩は 2020 年に大きな進歩を遂げ、普及は消費需要の回復の勢いを強化するだろう。現在まで、世界で研究している 20 つのワクチンうちの 8 つのワクチンが第３段階で試験している。米国、シンガポール、ヨーロッパ、イギリスなどの国々は第 1 次ワクチンを接種始めた。2021 年下半期には、ワクチンの有効性を実験され、更に広く供給される見込みです。

世界におけるワクチンが第３課の段階で試験している。

ワクチン名	国	メーカー	進捗	期間
AZD1222	米国	Oxford 大学, AstraZenaca	第 3 段階 (30,000)	2020/5-2021/8
名なし*	中国	Sinopharm	第 3 段階 (45,000)	2020/7-2021/7
AdS-nCoV*	中国		第 3 段階 (40,000)	2020/3-2020/12
CoronaVac	中国	Sinovac, Instituto Butantan	第 3 段階 (10,490)	2020/7-2021/10
BNT162 a1,b1,b2,c2*	ドイツ	BioNTech	第 3 段階 (30,000)	2020/4-2021/5
mRNA-1273	米国	Moderna	第 3 段階 (30,000)	2020/6-2022/10
Gam-COVID-Vac (Sputnik V)	ロシア	Gamaleva Research Institut	第 3 段階 (40,000)	2020/8-2021/5
Ad26.COV2.5	米国	Johnson & Johnson và Jassen	第 3 段階 (60,000)	2020/7-2023

ソース: BSC Research

BSC は、2021 年には社会的距離は大規模に発生しないが、ワクチンの配布は、必要なコミュニティ免疫の割合がワクチン接種された人口の 60～70%になるため、消費者の需要回復に差別化をもたらす可能性があると考えています。データによると、ヨーロッパ、米国、中国などの主要な輸出国が最も早くてコミュニティ免疫率を達す可能性があるために、繊維・アパレル業、水産業など輸出業界がサポートされ、早く回復するだろう。



ソース: BSC

国際線は 2021 年第 3 四半期末から再開すると期待されている。韓国、日本、中国、台湾からの観光客はベトナムへの観光客の 60%以上を占め、2021 年第 1 四半期からワクチンを受け始めます。この国々のワクチン購入登録率／総人口の比率が 1.0 倍である。これは 2020 年に新型コロナウイルス感染症の流行で悪影響を受けた航空業界の回復に積極的な影響を与えるだろう。レストラン・ホテル業、食品・飲料業、リゾート不動産業は恩恵を間接的に受けると予測されている。また、生産工場シフト用調査のため転移及び FDI 資本に関する困難は部分的に取り除かれるだろう。

また、国内消費市場は 2021 年に「新普通」時期に積極的な変更する可能性がある。BSC はセクターの 2021 年成長原動力は（1）新型コロナウイルス感染症の流行後の消費者の行動変更傾向である、消費者は必要な需要を満たした後、不必要な商品の購入を増加させる。（2）小売・消費業の M&A 傾向である。市場シェアを増加させる為に大手企業は小企業を買収する。（3）高級化傾向である。企業は消費者の高需要を満たす為に、高級化製品を集中し、とりわけ、MSN が必要な商品を高級化、PNJ が 2021 年に小売のアクセサリーの売買を回復するということから由来します。

最後、水産、繊維などの輸出品に対して、貿易協定は 2021 年に積極的な影響を引続き維持する。2021 年はイギリスベトナム自由貿易協定（UK-FTA）が 1 年目有効になり、EU ベトナム自由貿易協定（EV-FTA）が 2 年目有効になる時間である。水産製品に対して、エビの輸出関税が 0%で維持し、チャ魚の輸出関税が 6%から 3%に引き下げる。繊維製品に対して、輸出関税の優待を受ける為に、EV – FTA 協定の生地の原産地に関する要求を満たす必要がある。それは生地原材料がベトナムかヨーロッパ圏に属する国々かヨーロッパと自由貿易協定を署名した国々で生産されるという要求である。しかし、BSC によると、ベトナムは原材料の原産地の要求を満たす為に、来年、国内や韓国で生地原材料を探すことを強化する。

IT・郵便通信業[有望]

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

- IT業では、BSCはIT企業が(1)ベトナム及び世界でのデジタルトランスフォーメーションの傾向、(2)テクノロジー投資パッケージという要素から恩恵を受けると期待しております。
- また、郵便通信業では、BSCは(1)固定系ブロードバンド、(2)5Gネットワークという2要素が企業の成長をもたらすと考えております。
- BSCはIT・郵便通信業の2021年投資見通しを「有望」と評価しております。

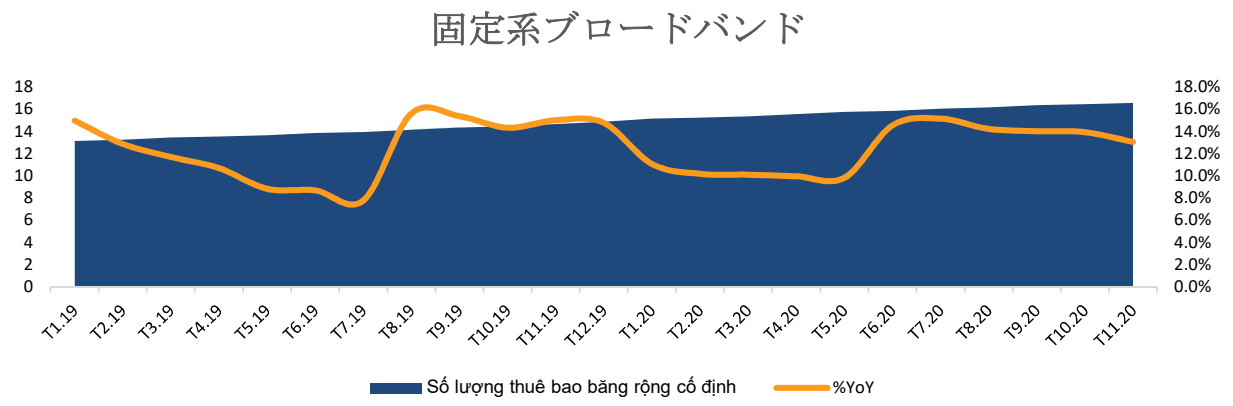
BSC は IT 企業が(1)世界及びベトナムでのデジタルトランスフォーメーション傾向、(2)技術投資パッケージという要素から恩恵を受けると期待しております。

デジタルトランスフォーメーションの傾向は、顧客が新型コロナウイルス感染症後経費の削減、効率の向上などのデジタル化の重要性を認識すると、強くなると予測される。世界でデジタルトランスフォーメーションの需要が高まっていることで、FPT、CMG などのソフト輸出企業が恩恵を受けるだろう。新型コロナウイルス感染症の影響にも関わらず、FPT のデジタルトランスフォーメーション事業の 2020 年 10 ヶ月収入は前年同期比 38%増となった。BSC は「Made in Vietnam」という製品がある国内企業に政府のデジタルトランスフォーメーションを実施することを優先されると期待しております。

テクノロジー投資パッケージが(1)公共投資パッケージ、(2)テクノロジー平年投資パッケージということのおかげで、2021 年に強化されると見込みです。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。このことから恩恵を受ける上場企業は ITD、ELC、HUT であるだろう。また、テクノロジー平年投資パッケージが 2020 年に中断された後、2021 年に再開される。

また、郵便通信業では、BSC は(1)固定系ブロードバンド、(2)5Gネットワークという 2 要素が企業の成長をもたらすと考えております。

固定系ブロードバンドは二桁成長を維持している。郵便通信業が飽和状態に達している。しかし、BSC によると、世界での固定系ブロードバンドの浸透率が 14.9 で、ベトナムでの浸透率が 14.2 を推定されたことで、固定系ブロードバンドの潜在的成長率が高いと評価されている。



ソース: Vnta

5G ネットワークは、2021 年も引き続き焦点を当てると予想されます。ベトナムで 5G ネットワークを商業化するという目標は新型コロナウイルス感染症の流行で 2020 年に達成されなかったが、Viettel、VinaPhone、MobiFone という 3 つの通信提供者がハノイ、ホーチミンなどの 2 つの大都市に部分的に展開しています。BSC は、3 つの通信提供者が 2021 年で 5G ネットワークを全国で拡大し続けると考えています。

投資観点ー有望

BSC は IT・郵便通信業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。IT 業界の株式に対して、ソフト輸出分野が段々回復し、固定系ブロードバンド分野も 2021 年に好調に引続き成長すると期待しております。VTP という郵便業界の株式に対して、新型コロナウイルス感染症の後、オンラインショッピング需要が高まるのは VTP の受注数に対する成長の主要な動力になると期待しております。また、Viettel Post 会社は 2021 年にはロジスティクスの投資を強化する。

銘柄	2021F 年の売上高（10 億ドン）	前年比	LNST 2021F 年の税引後利益（10 億ドン）	前年比	2021 年の EPS（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 1 月 11 日の終値	2021 年の目標株価	Upside
FPT	30,049	19%	5,280	21%	5,008	11.6	2.1	59,100	67,000	13%
VTP	22,002	14%	534	28%	6,490	16.6	4.0	108,500	126,000	16%

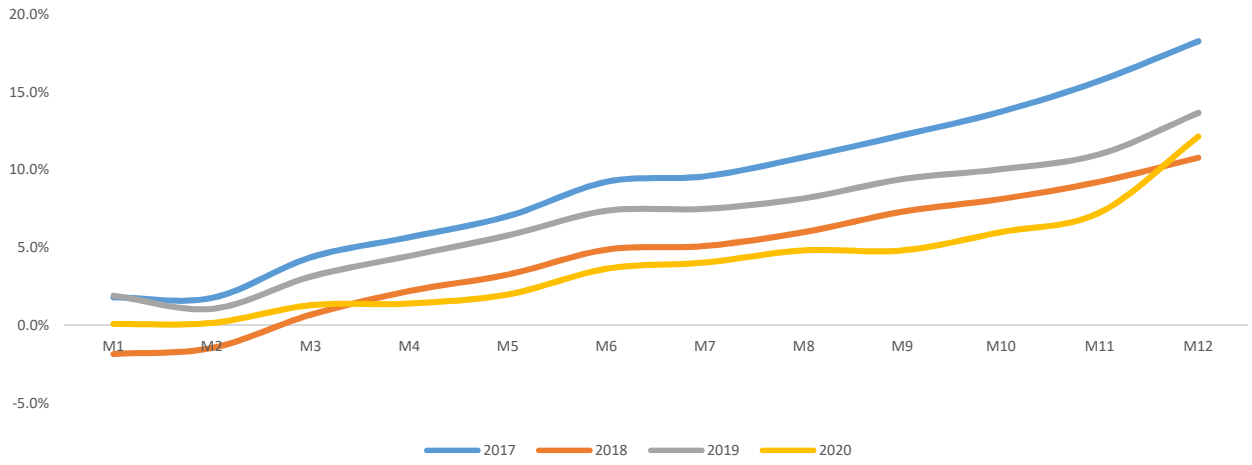
銀行業[有望]

BSC は 2021 年の貸付成長率が 14.0%であると予測しております。

2020 年の貸付成長率は 12.13%で、直近の数年に最も低い水準だった。原因は 2020 年第 1 四半期から第 3 四半期まで新型コロナウイルス感染症の影響及び貸付需要の減少から由来した。多くの銀行は不良債権の懸念により個人及び中小企業(SME)の貸付を制限した。しかし、2020 年第 4 四半期の貸付成長率は新型コロナウイルス感染症用ワクチンに関するポシティプな情報のおかげで、大きく回復した。

BSC は、2021 年の銀行業の貸付成長率が(1)マクロ経済の回復及び多くの企業が生産活動や経営活動を戻すこと、(2)一般的な金利が低い水準で維持するのは成長を援助すること、(3)公共投資を強化するのは道路建設案件の貸付実行額を増加させるということのおかげで、14.0%であると予測しております。

貸付成長率が**2020**年末に上昇した。

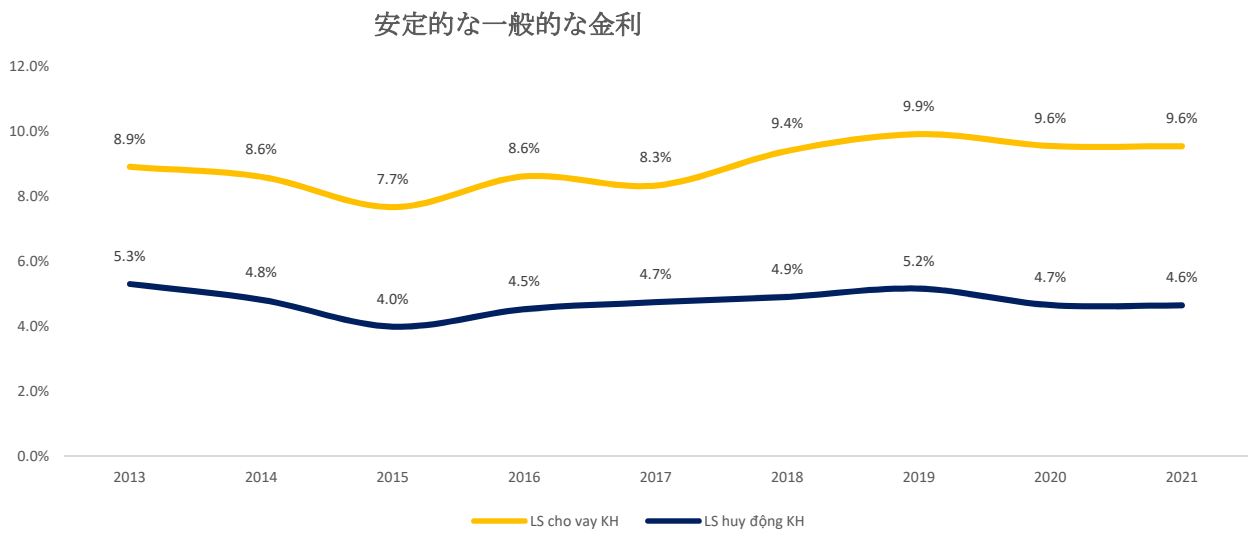


ソース: SBV, BSC Research

一般的な金利は 2021 年に低い水準で維持すると期待されています。

2020 年には、新型コロナウイルス感染症に影響された企業をサポートする為に、一般的な金利が引き下げられた。ベトナム国家銀行(中央銀行)はマクロ経済成長をサポートする為に政策金利を繰り返し引き下げた。

金融・財政政策について、BSC はベトナムが現在のような低い水準を維持すると考えております。現在のような金利水準を維持するのは(1)新型コロナウイルス感染症から影響された企業に回復の為の資金をサポートすること、及び(2)2021 年の経済成長を促進することを役立ちます。



ソース: 上場銀行、BSC Research

BSC は上場銀行の 2021 年の総営業収益(TOI)が前年比+12.7%増となると予測しております。

2021 年の営業収益(NII)は(1)貸付成長率が前年比 14%増となり、(2)一般的な金利が安定的な水準で維持し、(3)金利をサポートする再構成債務の期限が切れるということのおかげで、前年比 17.5%増加すると予測されています。

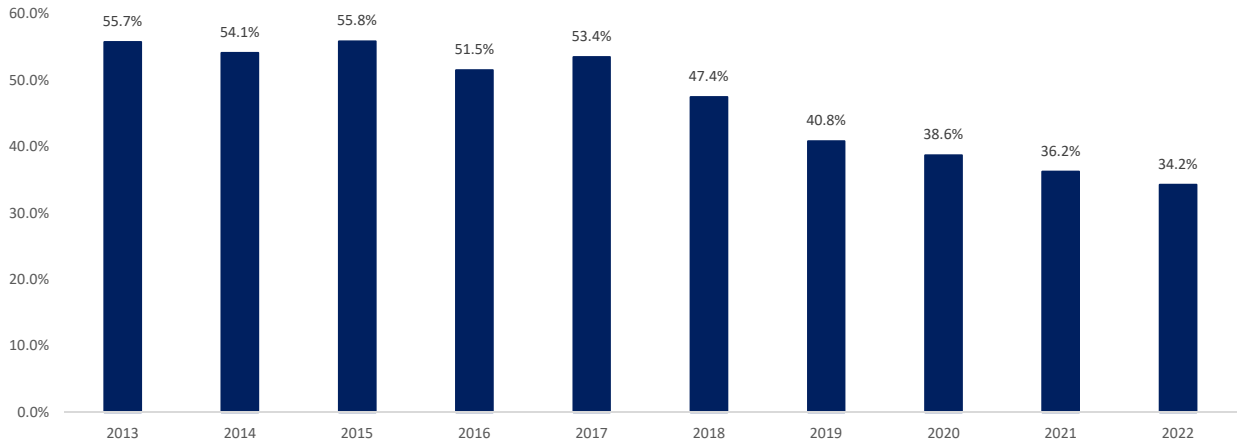
BSC は非金利収入が再増加すると考えております。

- サービス料が前年比+11.6%増となる。多くの銀行はサービス料を削減した後、サービス料がある事業を強化する。また、経済が回復すれば、保険販売活動が強化されるのはサービス料の成長率を増加される。
- 国債売却事業による収益は高い水準で維持しないだろう。原因は多くの銀行が 2002 年に大きな収益を計上したので、国債売販売活動を強化しないことから由来します。
- 償却債務回収は景気回復のおかげで、回復します。

2021 年には、経費を削減し、CIR を 36.2%に低下する。

2013 年～2020 年期間における費用の削減と運用効率の向上は上場企業の共通方向性であり、銀行業の CIR が 55%から 40%に低下された。BSC は 2021 年には、社員の作業効率、銀行製品の抱き合わせ販売、システム投資の強化、デジタルバンキング戦略は 2021 年に引き続き強化されると考えております。BSC は銀行業の CIR が 2021 年の 36.2%に、2022 年の 34.2%に低下されると期待しております。

費用の削減が企業をサポートする。**CIRが段々低下する。**

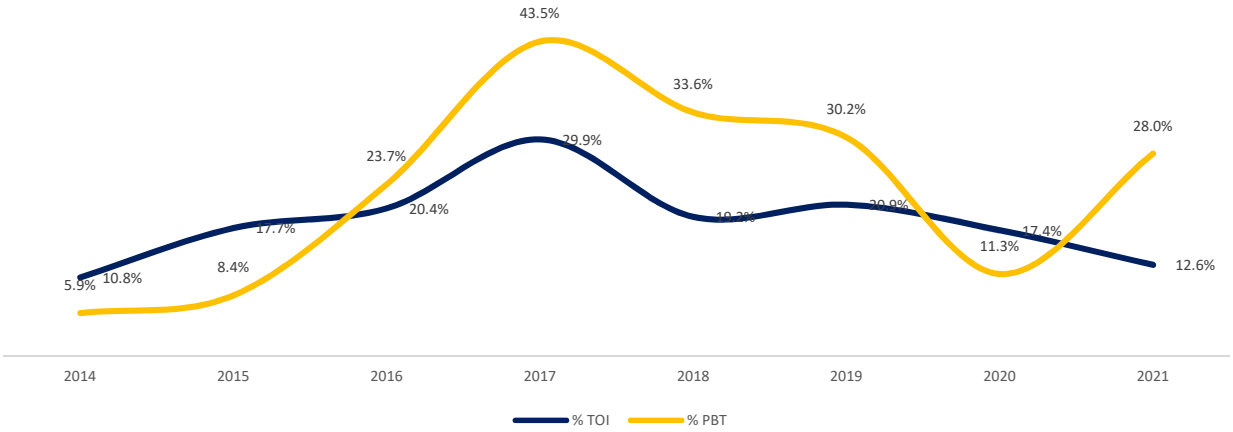


ソース：上場銀行、BSC Research

BSC は銀行業の 2021 年税引前利益は前年比では+28.0%増加すると予測しております。

BSC によると、銀行業の 2021 年税引前利益は前年比+28.0%増となるのは（1）2021 年の貸付成長率が+14%増となる、（2）一般的な金利が横に推移するが、金利をサポートする圧力が低下されることで、銀行業の純金利マージン（NIM）が僅かに上昇する、（3）引当金費用の圧力を低下するということから主に寄付される。

引当金費用の圧力
低下のおかげで、利益成長率が上昇する。



ソース: 上場銀行、BSC Research

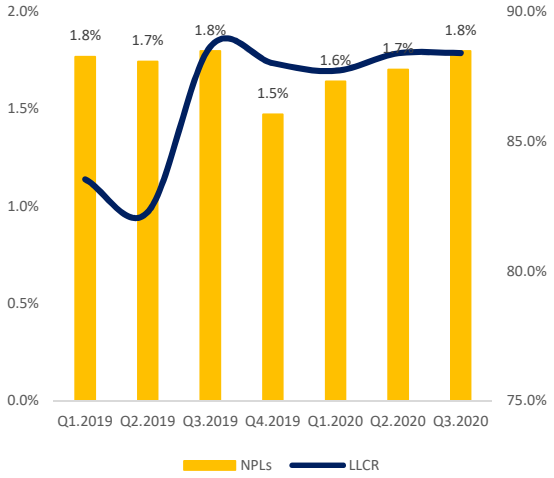
優れた資産品質が維持される。

BSC は銀行業の 2021 年不良債権比率が 1.8%で留まると期待しております。

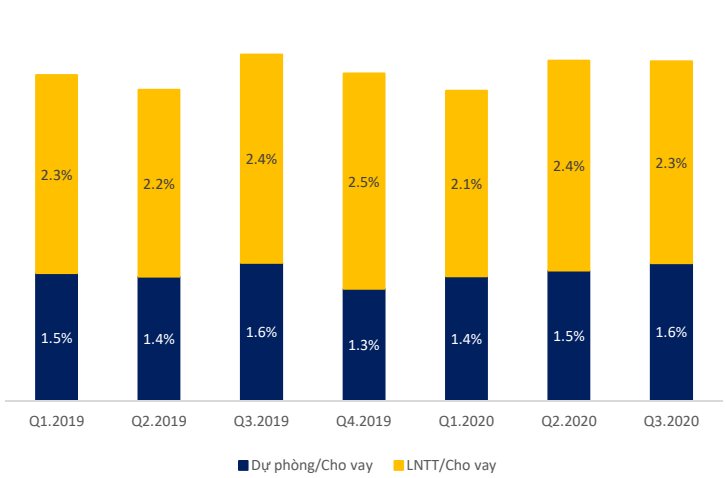
2020 年の不良債権比率は 2%未満で留まった。新型コロナウイルス感染症が複雑に流行した背景には、これは印象的な成績であると評価さている。不良債権総額は年初比+29.2%増の 97 兆 1,240 億ドンだった。現在、CTG、BID などの銀行が期限の前に VAMC 債務を処理したが、STB が約 30 兆ドンという最大 VAMC 債務をまだ処理していない。

銀行業の不良債権比率は経済回復への期待のおかげで、改善され 2.0%未満で維持された。また、多くの銀行は不良債権を緊密に管理する為に、貸付水準及び貸付検査を向上した。

不良債権はよく管理された



多くの銀行は**2020**年に引当金を増加した。



ソース: BSC、上場銀行

BSC によると、再構成債務は銀行業の資産品質に大きな影響を与えないだろう。

ベトナム国家銀行のデータによると、2020 年 11 月の時点での金融機関は賃貸残高の 341 兆 8,000 億ドンの返済期限を再構成した。この残高は 2020 年 9 月の約 321 兆ドンに比べて大きく増加しなかった。

BSC のデータによると、銀行業の再構成債務残高は債務総額の約 2.6%を占めた。銀行の再構成債務の 80%～90%が普通活動を戻すと評価されている。経済回復のおかげで、再構成債務は今後返済の繰り延べり、金利を引下げる必要がなくて、返済され、グループ 1 債務を戻すと評価されている。

通達第 1 号の改正は、再構成債務の不良債権が今後 3 年間貸倒引当金に繰入れることができる時に、引当金費用の圧力を下げることに向ける可能性がある。一方、通達第 1 号が改正されなくて、再構成債務の 50%が不良債権になる場合、銀行が引当金で処理できることで、株主資本及び業績が影響されない。

投資観点- 有望

BSC は(1)利益成長率が景気の回復のおかげで、上昇する、(2)資産質が新型コロナウイルス感染症の流行、優れた保証されるという要素を基づく、銀行業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。BSC は VCB、CTG、VPB、TCB などの 2021 年投資評価を「買い」と推奨しております。

	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	64,631	29,900	35,000	17.1%	5.9	6.5	5.6	1.2	1.4	1.1	24.6%	24.3%	22.3%
VCB	396,850	107,000	120,000	12.1%	14.4	26.2	19.9	3.3	4.2	3.5	25.9%	17.3%	19.2%
BID	196,677	48,900	N/A	N/A	17.1	29.3	21.6	1.9	2.3	2.1	12.7%	8.3%	10.2%
CTG	144,654	38,850	45,000	15.8%	7.6	10.1	7.9	0.9	1.6	1.3	13.1%	16.9%	18.2%
MBB	72,488	25,900	35,000	35.1%	4.9	6.6	5.7	1.0	1.3	1.0	21.1%	21.0%	19.9%
STB	33,277	18,450	22,000	19.2%	7.3	14.0	9.8	0.6	1.2	1.1	9.6%	8.9%	11.7%
HDB	42,713	26,800	37,000	38.1%	5.6	5.9	4.5	1.0	1.0	0.8	19.4%	19.4%	20.1%
TCB	121,270	34,600	45,000	30.1%	5.9	10.1	7.9	1.0	1.6	1.3	17.7%	17.6%	18.7%
VPB	85,671	34,900	40,000	14.6%	6.0	9.7	7.3	1.1	1.7	1.4	21.5%	19.4%	21.1%
TPB	29,247	28,350	35,000	23.5%	5.1	6.3	5.1	1.1	1.4	1.1	26.1%	25.6%	24.5%
VIB	38,829	35,000	37,500	7.1%	4.2	7.5	5.9	1.0	1.8	1.4	27.1%	27.8%	27.1%
LPB	14,937	13,900	16,000	15.1%	3.9	6.8	5.1	0.6	0.9	0.8	14.0%	13.7%	16.0%
Median					**5.9**	**8.6**	**6.6**	**1.0**	**1.5**	**1.2**	**20.3%**	**18.5%**	**19.5%**

ソース:BSC Research、上場銀行

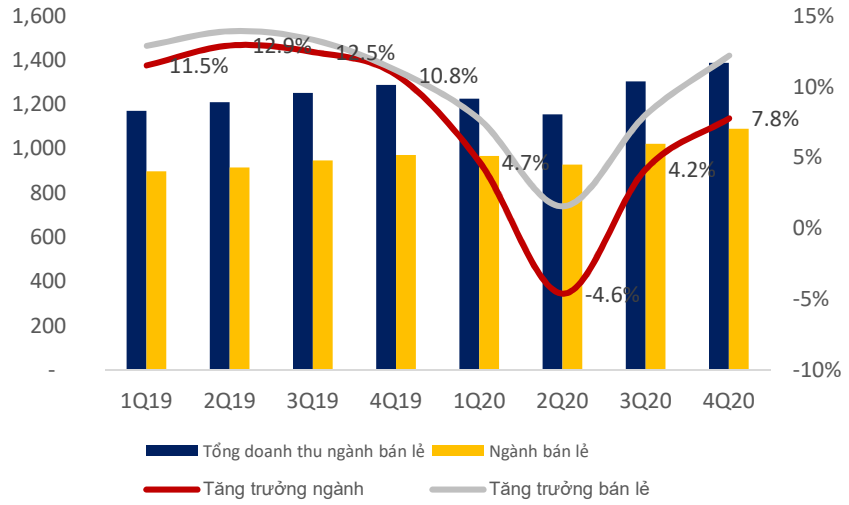
小売・消費財業[有望]

分析者: Mã Tuấn Minh Hiển *Email: Hienmtm@bsc.com.vn*

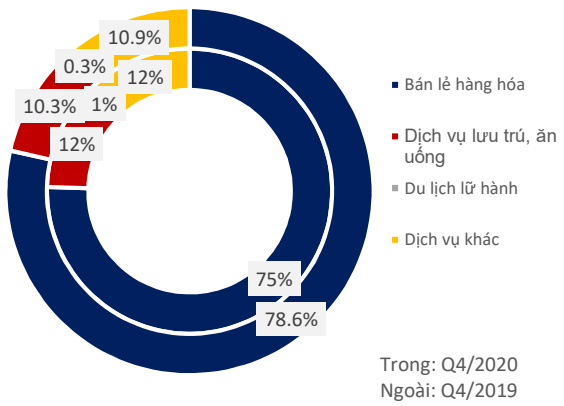
- **BSC は小売業の 2021 年成長率が前年比 10%増加すると期待しております。**
- **不必要な消費財業の 2021 年成長率は(1)可処分所得の回復、(2)中所得者層の増加、(3)不動産業の回復は急速に都市化させて、小売りチェーンの面積を拡大させることということのおかげで、順調に上昇すると期待されている。**
- **BSC は不必要な消費財業の 2021 年投資見通しを[有望]と評価しております。**

BSC は小売業の 2021 年成長率が前年比 10%上昇すると期待しております。BSC の評価によると、マクロ経済が 2021 年に回復するのは不必要な消費財業の成長率を 10%～20%に上昇させるだろう。一方、新型コロナウイルス感染症の流行により商品備蓄傾向が弱くなっていることで、必要な消費材業の成長率が 10%～15%増となり、前年の 15%～20%から低下する。

小売・消費財業の成長率（兆ドン）



消費財業の収入構成



る。

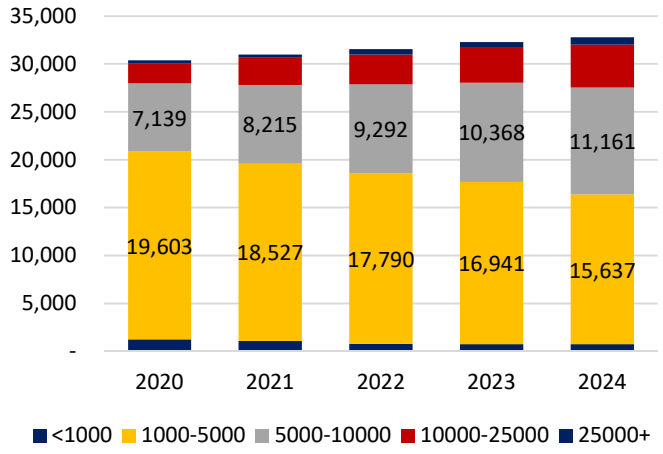
ソース: ベトナム統計総局(GSO)

小売売上高は消費需要が 2020 年末に急増したことのおかげで、前年比+2.7%増の 5 兆 730 億ドンだった。ベトナム統計総局(GSO)のデータによると、2020 年第 4 四半期の小売売上高は前年同期比 7.8%増となった。そのうち、小売事業が前年同期比 12.2%増となり、小売売上高の 78%を占めた。ホテル・レストラン、観光及び他の事業の収入は同 5.8%減となり、小売売上高の 21.4%を占めた。

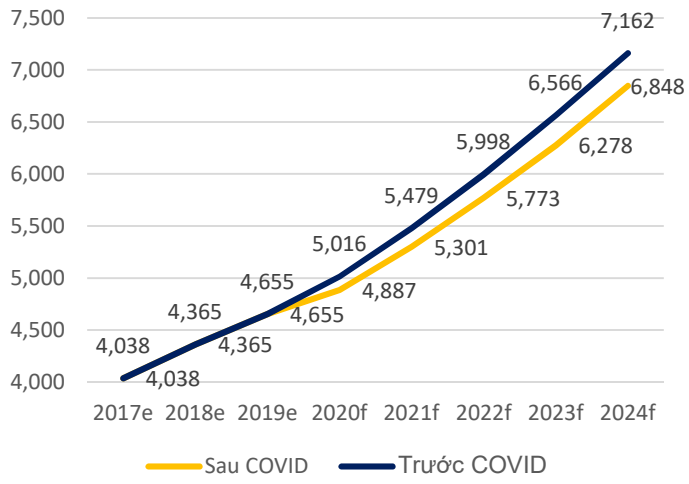
2021 年の不必要な消費財業は堅調に成長すると期待されている。この期待は(1)経済回復のおかげで、2021 年の一世帯当たりの可処分所得が前年比+4.98 増の 4,887 ドルを達す見込

みです。2020 年には、一世帯当たりの可処分所得は 5015 ドルを達すと予測されたが、新型コロナウイルス感染症の影響で 4,655 ドルだけ達した。(2)2021 年には、5,000～1 万ドル以上超える中所得者層の比率は 27.6%で、2020 年の 24%から増加するということから由来します。

可処分所得が**5,000～1**万ドル以上超える
世帯は増加する傾向がある。

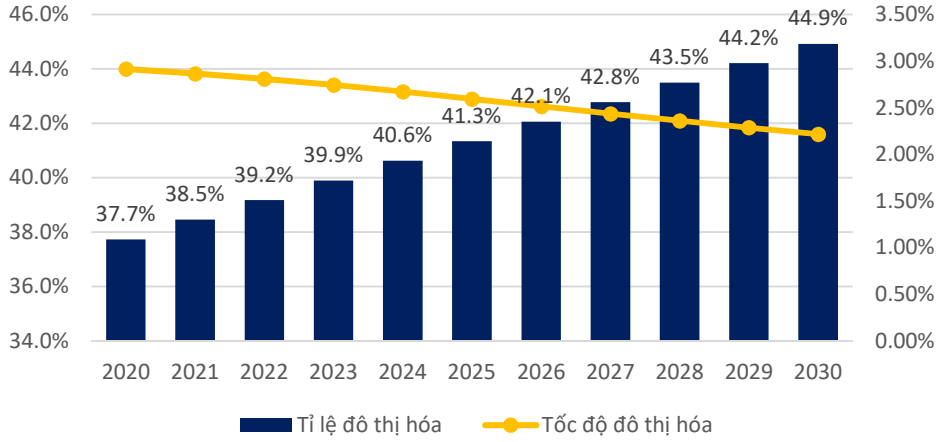


ベトナムでの世帯の可処分所得



ソース: Fitch Solution

2020年～2030年期間の都市化率及び都市化速度



ソース: United Nation.

(3)都市化の増加は、都市をつなぐインフラ建設事業及び不動産業の回復のおかげで MWG、PNJ、FRT などの小売り企業の地方で小売チェーンが拡大され、市場シェアを拡大させるということから由来している。2020 年には、ベトナムでの都市化率が 37.7%で、2025 年での 41.3%であると見込まれている。

投資観点 – 有望

BSC は消費財業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。VNM、MSN、SAB などの必要な消費財業では、2021 年第 1 四半期の消費需要が増加すると期待されているが、2020 年の高水準を上回る可能性が高くないだろう。MWG、PNJ、FRT などの小売業界では、小売業界の成長率が(1)小売チェーンの規模を拡大する、(2)新型コロナウイルス感染症後の費用を引続き削減する、(3)消費需要が新型コロナウイルス感染症前の普通な水準を戻すということのおかげで、20～25%を達すと期待されている。

銘柄	2021 年売上高 (10 億ドン)	成長率 (%)	2021 年税引後利益 (10 億ドン)	成長率 (%)	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	理論価格
MWG	131,421	21.5%	4,815	23%	10,626	11.0	2.8	116,000	168,400
PNJ	19,094	12%	1,223	16%	5,347	12.9	2.7	74,000	90,250
VNM	64,176	6.5%	12,218	7%	5,445	20	5.2	111,000	117,600
MSN	96,976	20%	1,496	33%	1,256	66.3	4.0	88,900	95,000
SAB	30,876	6%	5,032	14%	7,510	24.3	4.9	191,000	221,000

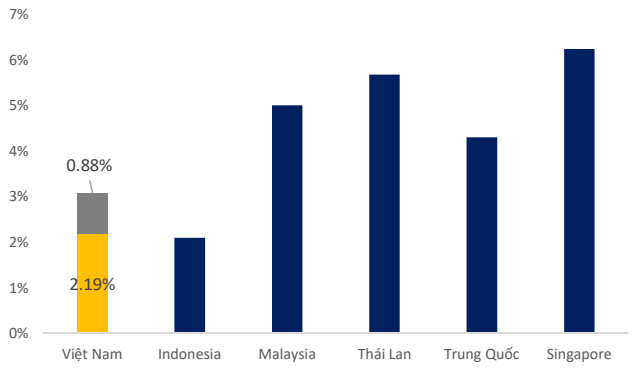
損害保険業[中立]

分析者: Vương Chí Tâm *Email: Tamvc@bsc.com.vn*

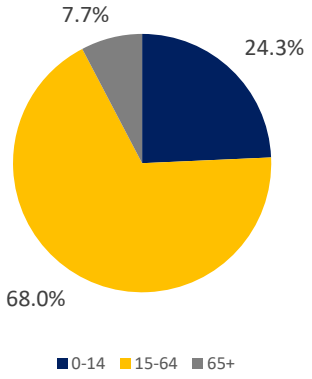
- **ベトナム損害保険業の成長はまだ大きくの潜在が残っていると評価されている。**
- **5 つの大手企業の市場シェアは**競争の激化により**低下する。**
- **個人顧客は**損害保険商品の構造における主要な割合を占めています。
- **預金金利の引下げは保険企業の資産運用による収益に影響を与える。**

ベトナム損害保険業の成長は(1)労働力人口が総人口の 70%を占め、GDP 成長率が 6～7%増となり、(2)地域の損害保険平均が 3～4%ですが、ベトナムでの損害保険の使用率が 0.88%で、低い水準で維持したということで、**まだ大きくの潜在が残っていると評価されている** 。

Hình 5: Tỷ lệ thâm nhập ngành BH của Việt Nam ở mức thấp so với các quốc gia trong khu vực
地域における国々の浸透率が低い水準で維持した。



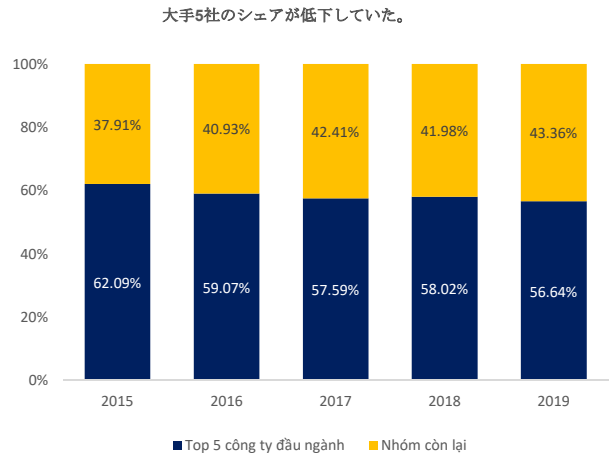
Hình 6: Cơ cấu dân số trong độ tuổi lao động ở mức cao
労働力人口が高い水準で維持した。

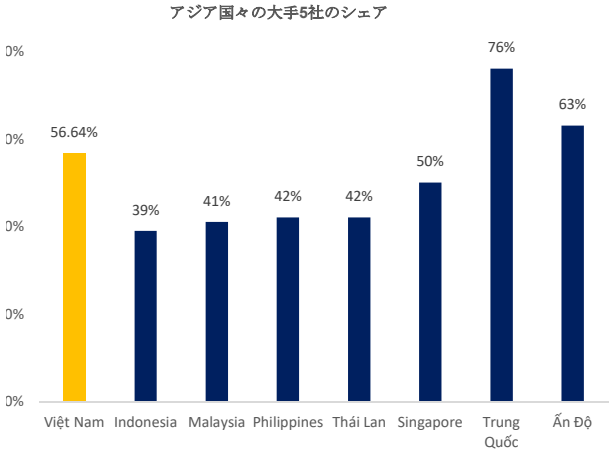


ソース: 保険年鑑、Swiss Re、BSC Research

BSC 証券の予測によると、2020 年の保険料の収入が新型コロナウイルス感染症の影響で前年比+3.0%増の 55 兆ドンを達した。2021 年には、経済の回復への期待のおかげで、損害保険業の成長率が 2015 年～2019 年期間と同様 10～15%上昇し、保険料の収入の 60～63 兆ドンに相当すると期待されている。

5 つの大手企業の市場シェアは競争の激化により低下する。PVI、Bao Viet、Bao Minh、PTI と PJICO という 5 つの大手企業の保険料による収入の市場シェアは大幅に低下した。この下落





は

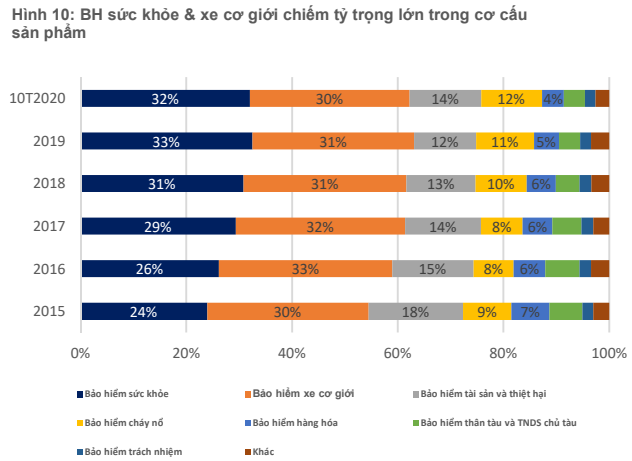
ソース：保険年鑑、BSC Research

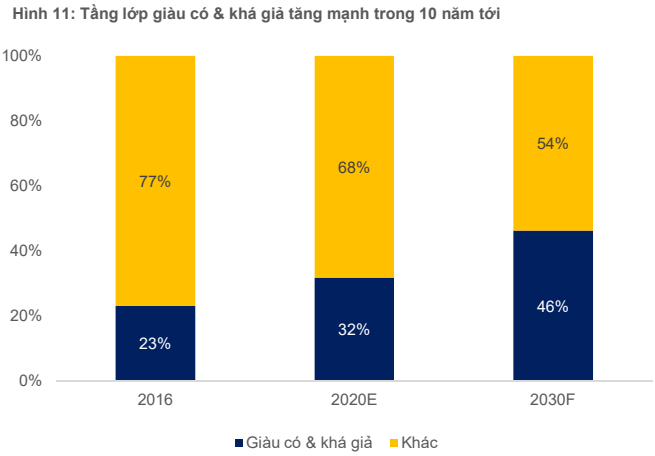
利益と慎重な発展という目的として新規事業と大企業がシェアを増加していることから競争性が強まっているということです。

BSC はベトナム及びアジア地域における大手企業の市場シェアが 50%未満低下する可能性があると予測しております。

個人顧客が損害保険製品構成の重要な割合を占めている。損害保険業の製品構成によると、健康保険及び乗り物保険の割合が 30%以上を占めているのは損害保険業が個人顧客市場によく浸透すると示した。BSC は、健康保険事業が近い将来成長し、損害保険商品構造割合の 35～40%を占める可能性があると考えています。

(1)新型コロナウイルス感染症の流行が拡大している背景には、国民がリスクを予防する為に健康保険製品の購入を強化している。

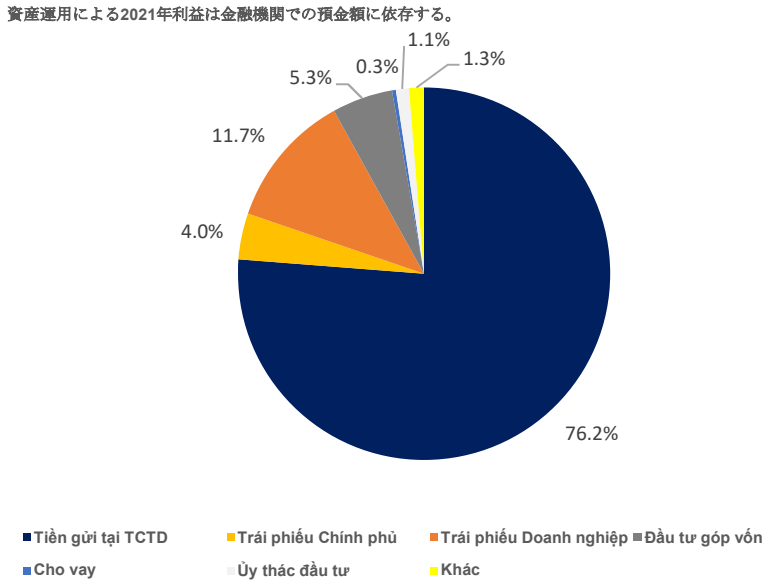




(2)総人口の 13%を占めている中所得者層は保険に対する意識が高まっていることで、健康保険の需要を押し上げています。

ソース: 保険協会、BSC Research

損害保険企業の投資活動は流動性及び賠償需要を満たする為に預金を集中している。BSC の予測によると、ベトナム銀行間取引レート (VNIBOR)が 2020 年初に比べて 1.3%減の 5.5%で引続き維持する可能性がある。そのために、2020 年の預金金利が数年前に比べて低い水準で留まったことで、損害保険企業の資産運用による 2021 年利益が大幅に影響されるだろう。



ソース: 保険年鑑、BSC Research

投資観点ー中立

BSC は(1)経済が回復することのおかげで、保険料を成長する、(2)競争性が高いことで、企業の保険料と保険から利益が影響される、(3)預金金利を引下げるのは資産運用による利益を影響する、(4)2021 年には、資金回収が強化されるという要素を基づく、損害保険業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

ゴム・タイヤ業[中立]

分析者: Nguyễn Thị Hồng *Email: Hongnt@bsc.com.vn*

- 2020 年のゴム価格は年末時点で大幅に上昇し、前年比+37%増の 1 キロ当たり 255 円だった。
- タイヤ企業は自動車生産需要が新型コロナウイルス感染症の後高まることのおかげで、2021 年好調な業績を達すと期待されている。

2020 年末の時点では、ゴム価格は回復し、安定的な水準で維持した。2020 年第 4 四半期のゴム価格が前年同期比+37%増となった。世界ゴム価格の回復はタイでの雨季や中国での天災によりゴム供給源の不足から由来した。天然ゴム生産国連合（ANRPC）によると、世界の 2021 年天全ゴム生産量は前年比+8.6%増の 1,367 万tである。生産量は回復するが、2019 年の 1,384 万及び 2018 年の 1,383 万tに比べて減少した。**BSC は中国自動車メーカーが生産活動を強化すると、ベトナムの天全ゴム需要が高まると期待しております。**中国税関総局によると、2020 年 11 ヶ月には、中国の天全ゴム及び合成ゴムの輸入量が前年同期比+16%増の 675 万tで、輸入額の同+5.3%増の 94 億 5,000 万ドルに相当した。BSC は（1）需要が増加する、（2）2020 年に不足した供給源が 2021 年には増加するという背景には、ゴム価格が前年比 5～10%増となるのは GVR、PHR、TRC という企業のゴム事業をサポートすると期待しております。

ソース: BBG, BSC Research

タイヤ企業は 2021 年の好調な業績を達すと期待されている。この期待は（1）ゴム輸出量が新型コロナウイルス感染症の後再増加し、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）タイヤ企業が米国の反ダンピング税適用から大きな影響を与えられないということから由来する。

（1） **DRC**：米国がベトナム製軽トラック用タイヤに対して反ダンピング税を適用しているが、DRC が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。

（2） **CSM**：米国市場への CSM の輸出製品税率が 0%から 6%に引き上げている。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、この税率が中国、タイと韓国からの輸出製品課税の 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、ゴム事業の利益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 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

BSC は（1）原材料費用がゴム価格と共にわずかに増加するが、（2）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、タイヤ需要が増加する、（3）減価償却費及び財務費用が急減することで、タイヤ企業の 2021 年業績が横に移転するという要素を基づく、タイヤ業の 2021 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）	前年比（%）	2020 年税引後利益（10 億ドン）	前年比（%）	2020 年 EPS（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
DRC	3,501	6%	354	62%	2,963	8	1.4	22,800	28,060
PHR	2,001	15%	1,109	5%	9,887	6.5	2.8	64,600	69,000

繊維・アパレル行[中立]

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

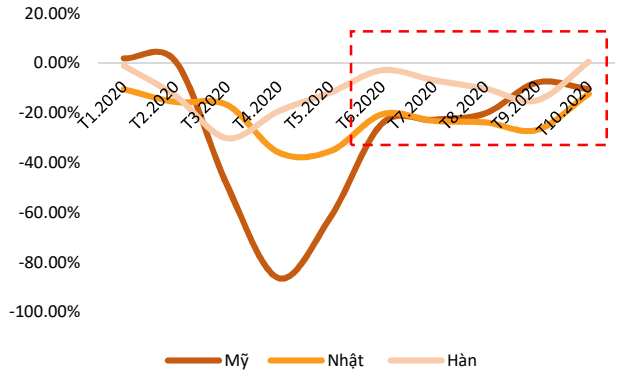
- 2021年には、BSCは(1)繊維・アパレル受注額が輸出市場での買い物需要の回復に依存する、(2)ベトナム繊維製品がEV – FTA協定及びカンボジアが高税を課されていることのおかげで、競争力がヨーロッパ市場でより高まると評価しております。
- 国際運送料がコンテナの不足で大幅に増加するのは出荷を中断させる可能性があるために、繊維・アパレル業に短期的にマイナス影響を与える可能性がある。
- BSCは繊維・アパレル業の2021年投資見通しを「中立」と評価しております。

2021 年には、BSC は(1)伝統的な繊維・アパレル受注額が輸出市場での買い物需要の回復に依存する、(2)ベトナムの繊維製品が EV – FTA 協定及びカンボジアが高税を課されていることのおかげで、ヨ競争力がヨーロッパ市場でより高まると評価しております。

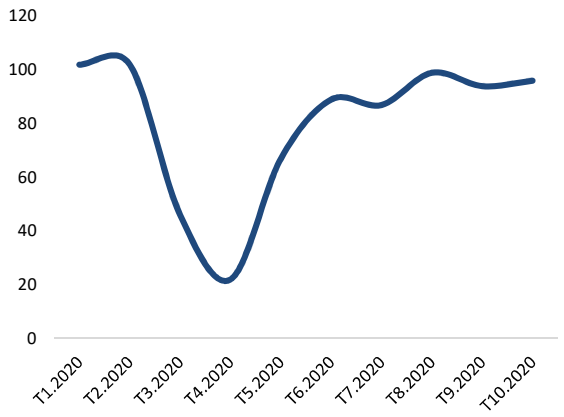
伝統的な受注は年末に消費者の買い物需要に依存する。BSC によると、政府が広い範囲で社会的距離を適用しないという期待として、小売業者が 2021 年には伝統的な受注の額を増加する。しかし、受注の総額は(1)服小売の収入がまだ大きく回復しない、(2)国々で新型コロナウイルス感染症のワクチンの配分が不公平であるという背景には、新型コロナウイルス感染症前の水準を戻すことができないと考えております。

受注の回復から恩恵を受ける企業は MSH、TNG、TCM、STK である。

いくつかの国の衣服小売収入（前年同期比）



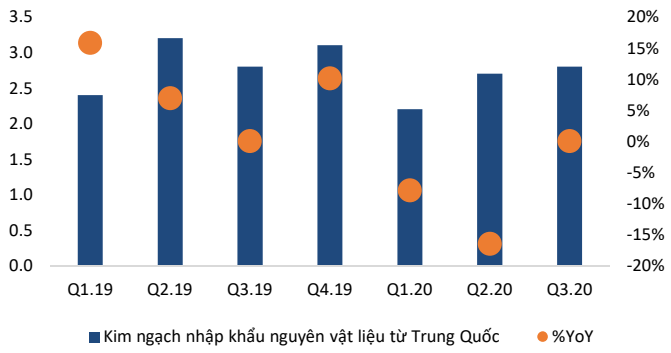
ヨーロッパで衣服小売指数



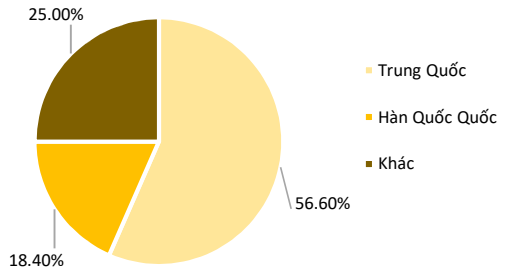
ソース: BSC 総合

多くの国は 2021 年に新型コロナウイルス感染症の流行を効果的に封じ込め、商品の取引を確保することができると、原材料の提供源が 2020 年に中断されたのは 2021 年に繰り返す可能性が低い。

中国から原材料輸入額



2020年9ヶ月の繊維アパレル用
原材料輸入額比率



ソース：関税総局

ベトナムの繊維製品が EV – FTA 協定及びカンボジアが高税を課されていることのおかげで、ヨーロッパ市場で競争力が高まると評価しております。BSC は(1)EV – FTA 協定から課税優遇、(2)ベトナムが韓国と繊維原材料の原産地に関する協定を署名したということで、繊維企業が国内と韓国で原材料を探すことに転向する。しかし、この傾向は短期に結果を見せていないが、中長期に競争力を高めるだろう。また、カンボジアが労働規則を違反したことで、課税0%ではなく、8～12%を課されている。その為に、繊維業における競争力が低下するだろう。このことから恩恵を受ける企業は TNG、MSH である。

国際運送料がコンテナの不足で大幅に増加するのは出荷を中断させる可能性があるために、繊維・アパレル業に短期的にマイナス影響を与える可能性がある。そのために、繊維業に短期的にマイナス影響を与える可能性がある。BSC によると、国際運送料が大幅に上昇することで、衣服小売業者が 2021 年第 1 四半期に繊維受注を受けることを制限、中断する可能性がある。このことは繊維企業のキャッシュフローに影響を与えるだろう。

投資観点－中立

BSC は（1）繊維・アパレス業の 2020 年成長率が低い水準で留まったことで、2021 年に成長機会を生み出す（2）伝統的な繊維受注の総額が回復するという要素を基づく、繊維・アパレル業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。BSC は繊維・アパレス業のリスクが（1）新型コロナウイルス感染症の流行、（2）国際運送料の急増、（3）経営活動が困難に直面していることで、多くの顧客が倒産することから由来する。

銘柄	2021 年売上高（10 億ドン）	前年同期比	2021 年税引後利益（10 億ドン）	前年同期比	2021 年 EPS（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 1 月 11 日	2021 年の目標価格	Upside
MSH	3,933	5%	297	185%	5,943	6.6	1.4	39,700	42,900	8%
TNG	4,429	9%	178	13%	2,665	6.2	0.8	15,600	18,700	20%

医薬品業[中立]

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

- 2021年には、BSCは、2つの流通チャネル間の国内企業の見通しは引き続き矛盾し、とりわけ、(1)薬局チャネルは市場の飽和により横ばい推移する、(2)入札チャネルは引き続き成長すると考えております。
- BSCは、PharmaCityとLong Chauのドラッグストアチェーンの両方が店舗の成長率が高い水準で維持すると計画しているのは2021年に薬局チャネルの市場シェア構造を変更させると考えています。
- BSCは医薬品業の2021年投資見通しを「中立」と評価しております。

2021 年には、BSC は 2 つの流通チャネル間の国内企業の見通しは引き続き矛盾すると考えております。とりわけ、(1)薬局チャネルは市場の飽和により横ばい推移する、(2)入札チャネルは引き続き成長する。

市場がますます飽和状態になっていることのより、薬局チャネルは成長原動力に欠けます。国内製薬企業が多くの医薬品に注力しているのはは競争性を高めていますが、新製品の研究投資はまだ満足のいく結果を得ていない。また、国内製薬企業の収益の大きな割合を占めている薬局チャネルから抗生物質を購入する方針を厳しくするのは DHG、TRA などの国内製薬企業の成長を困難にします。

入札チャンネルは 2021 年に成長率を引き続き維持すると期待されています。国内製薬企業を優先することと共に投資に集中し、高水準の新しい工場を拡大するという方針は引き続き IMP、PME、DBD などの国内製薬企業の成長原動力であるだろう。

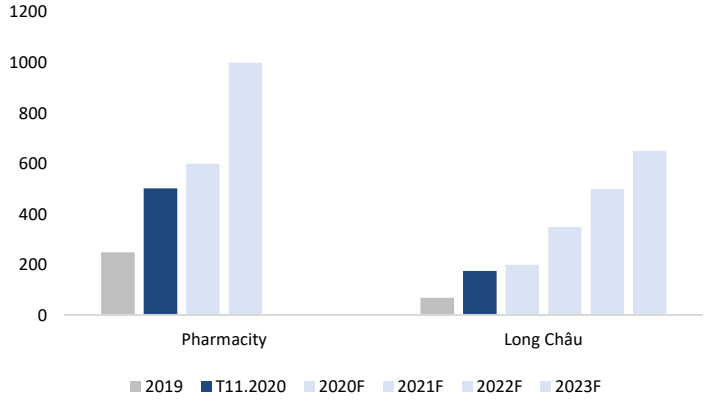
いくつかの製品の入札価格

薬名	単位	2017 年第 2 回	2018 年第 1 回	2018 年第 2 回	2019 年第 1 回	2019 年第 2 回
Canpaxel 150	小瓶	1,129,560	973,318	826,725	n.a	n.a
Canpaxel 300	小瓶	2,808,941	2,391,577	n.a	n.a	n.a
Fludacil 500	小瓶	46,760	35,984	n.a	n.a	n.a
Methotrexat	小瓶	n.a	n.a	68,627	66,990	63,200
Vancomycin	小瓶	26,803	27,888	24,344	20,979	17,957

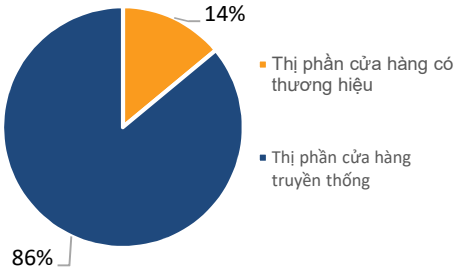
ソース: ベトナム社会保険

BSC は、PharmaCity と Long Chau のドラッグストアチェーンの両方が店舗の成長率が高い水準で維持すると計画しているのは 2021 年に薬局チャネルの市場シェア構造を変更させると考えています。

Pharmacity及びLong Châuの別の薬局数



薬局チャネルのシェア



ソース: BSC

投資観点 – 中立

BSC は医薬品業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。BSC は、薬局チャネルと病院チャネルを掛けている企業の業績は明暗で分かれると考えております。薬局チャネルを掛けている企業はわずかに成長するか横に推移する。また、病院チャネルを掛けている企業は 2 桁でプラスに成長する。現在、医薬品業の最大のリスクは流動性リスクである。

銘柄	2021年の売上高（10億ドン）	YoY (%)	2021年の税引後利益(10億ドン)	YoY (%)	2021年のEPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020年12月31日の終値	目標価格	Upside
DHG	4,243	7%	682	7%	4,641	13.6	1.7	108,000	94,500	−14%

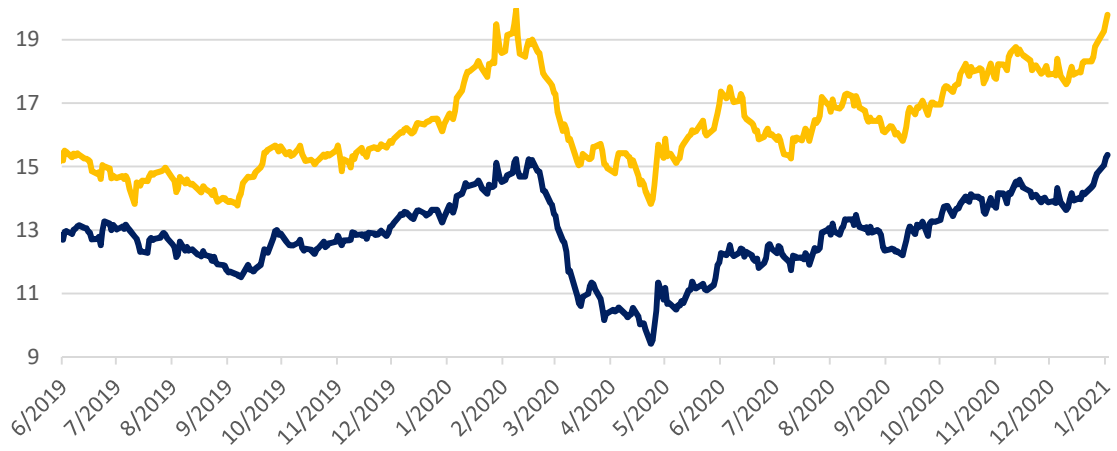
精糖業[中立]

分析者: Mã Tuấn Minh Hiển *Email: Hienmtm@bsc.com.vn*

- 2021 年には、世界の精糖業は新型コロナウイルス感染症の流行に悪影響を受けた後回復するだろう。
- 世界精糖価格は 2020 年初の最高値を戻し、前年比 11.7%増の 15.37 cents / l である。
- ベトナム精糖業は政府の反ダンピング政策からの恩恵を受けることができます。
- BSC は精糖業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

世界精糖価格は 2020 年初の最高値を戻し、前年比 11.7%増の 15.37 cents / l である。砂糖価格が F&B 業界の砂糖消費量の回復のおかげで上昇した。具体的には、USDA によると、2020 年～2021 年度収穫の精糖消費量は前年比 3.5%増の 1 億 7,700 万tで、主にインド、ロシア、米国、パキスタンなどの諸国に集中した。しかし、来シーズンの降雨量により、ブラジル、インド、タイでの供給量が前年比 11.5%増の 1 億 8800 万tとなると予測されたことで、砂糖価格を高値で維持することは難しいと考えております。2021 年の精糖業は生産と消費需要の回復のおかげで回復すると期待されています。

世界での**RS**精糖と**RE**精糖の価格 **(cents/lb)**



ソース: Isosugar.

2021 年にタイの砂糖に対する反ダンピング税への期待

投資観点 – 中立

BSC は精糖業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。精糖業を回復させる 3 つの要素は、(1)F&B 業向け RE 砂糖消費量の成長率が 5～10%で上昇する、(2)2021 年～2025 年の期間がラニーニャサイクルであるのは 2019 年～2020 年の期間における干ばつサイクルの後サトウキビの栽培材料地域をサポートし、精糖不足を解決する、(3)輸入砂糖に対す

反ダンピング政策はタイから精糖の密輸を制限し、国内企業の生産量を増加させるということだ。BSC は SBT と QNS の投資評価を「買い」と推奨しております。

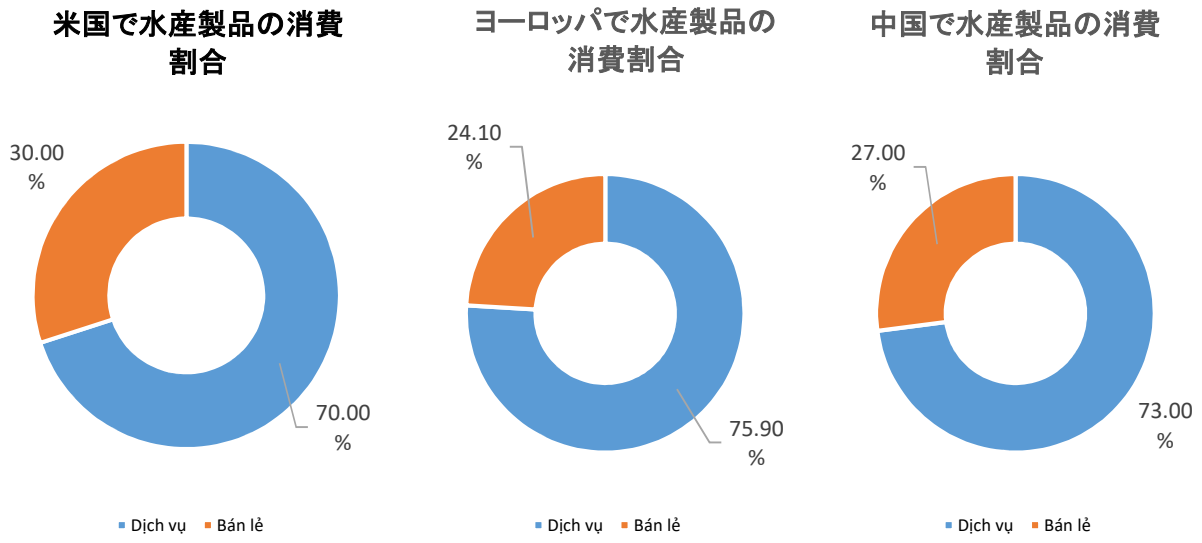
銘柄	2021 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
QNS	7,759	13%	1,190	14%	3,336	11.8x	2.0x	39,300	42,600
SBT	16,531	12.3%	522	16.5%	816	25.7x	1.6x	20,950	24,000

水産業[中立]

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

- 2021 年には、BSC は輸出市場での消費の回復が水産製品の成長をサポートすると考えております。
- 格協定は 2021 年に減税スケジュールの通りに依然としてプラスの影響を及ぼしている。
- 国際輸送コストがコンテナの不足により大幅に増加するリスクは顧客から水産製品の需要を減少させることにより、短期的に悪影響を及ぼします。
- BSC は水産業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

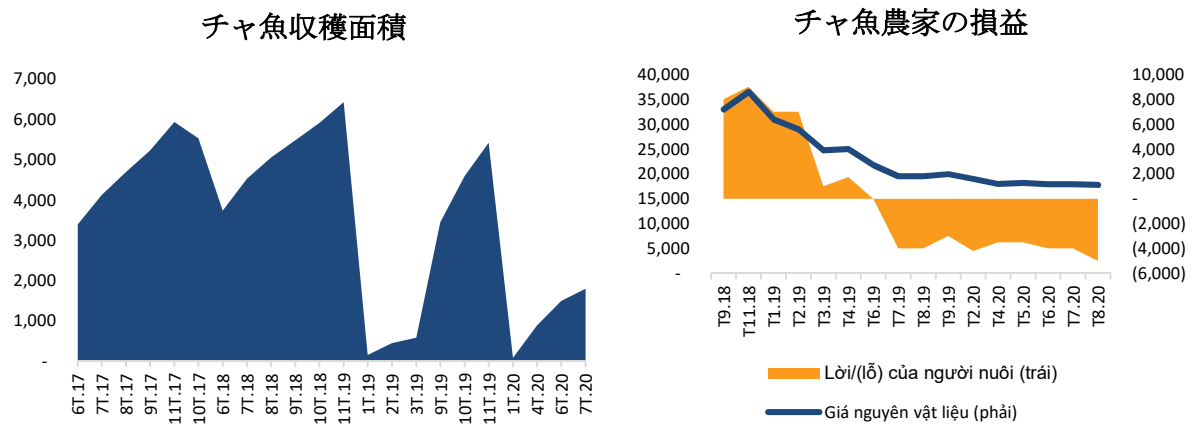
2021 年には、BSC は輸出市場での消費の回復が水産製品の成長をサポートすると考えております 。各国が新型コロナウイルス感染症の流行をより封じ込むと期待を基づく、大きな割合を占めているレストランや学校が再開始する時に水産製品の消費は大幅に回復します。また、水産企業は(1)輸入活動が 2020 年下半期と 2021 年に回復していること、(2)在庫の増加という要素のおかげで、輸入活動を強化するだろう。



ソース: BSC

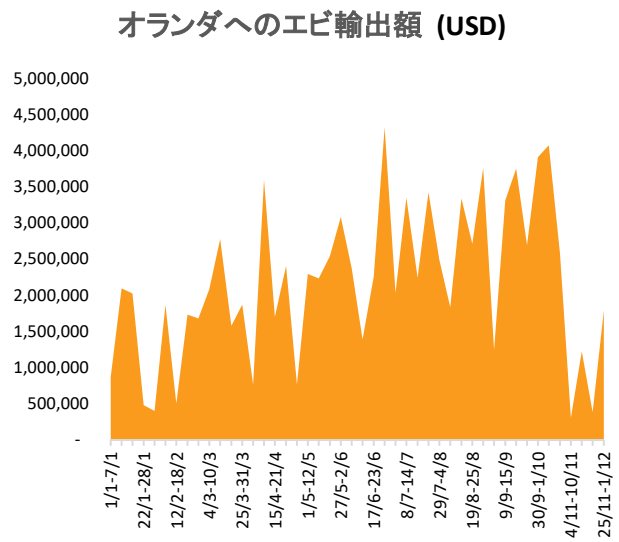
エビ製品では、BSC は、競合国が普通に生産活動に戻っている時に、2021 年の成長率はほとんど高くないと考えています。2020 年には、インドとエクアドルという 2 つの主要な競合国では、経営生産活動が新型コロナウイルス感染症の流行で中断させた。一方、ベトナムは新型コロナウイルス感染症の流行を効果率に封じ込んでいること及びエビ生産チェーンが途絶ないことで、成長率が多く上昇した。しかし、2021 年には、ベトナムのエビ輸出成長率は 2020 年のように大きく上昇しないだろう。理由は(1)諸国が生産活動を戻する、(2)インドとエクアドルのエビ販売価格がベトナムより 10～15%低いということから由来します。

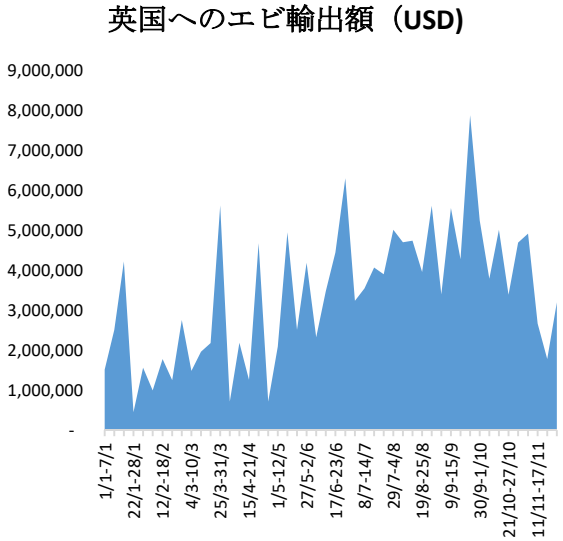
チャ魚製品では、BSC はチャ魚供給を短期的に拡大するのが困難を直面するのは需要が改善する場合の販売価格をサポートすると考えております。恩恵を受ける企業は VHC、ANV、IDI である。



ソース: BSC

格協定は 2021 年に減税スケジュールの通りに依然としてプラスの影響を及ぼしている。恩恵を受ける企業は MPC、VHC、ANV、IDI である。





ソース: BSC

国際輸送コストがコンテナの不足により大幅に増加するリスクは顧客から水産製品の需要を減少させることにより、短期的に悪影響を及ぼします。

投資観点 – 中立

BSC は水産業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2021 年の売上高（10 億ドン）	YoY (%)	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格	Upside
VHC	10,522	32%	1,266	66%	6,906	6.4	1.4	41,400	55,700	34%
ANV	4,830	31%	424	145%	3,050	8.2	1.8	24,950	27,500	10%

航空業[中立]

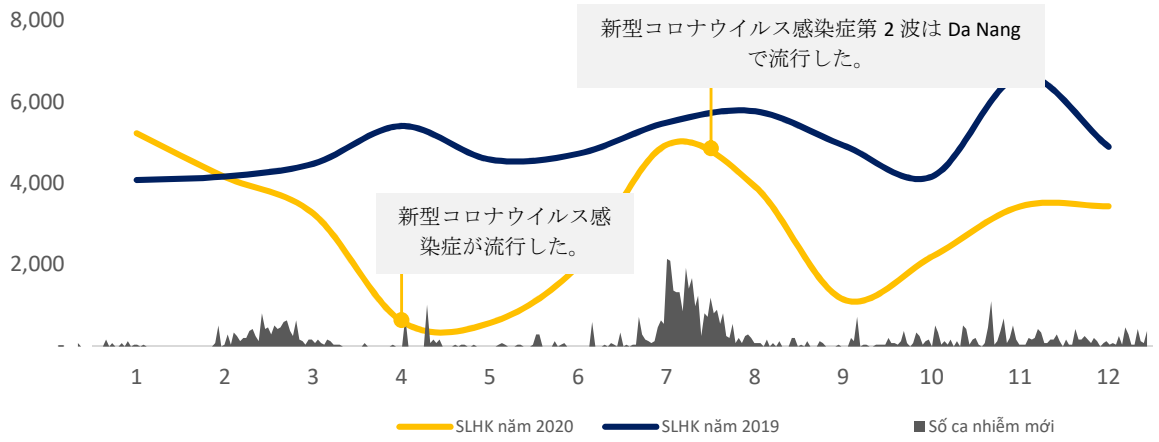
分析者: Phạm Quang Minh *Email: minhpq@bsc.com.vn*

- 2021 年には、BSC は空湾を通過する国内乗客数が 7,400 万人であると予測しております。
- BSC は 2021 年下半期が国際路線を再開する最も早い時期になると期待しております。
- 2021 年では、空港を通じる空運量は前年比 11.5%増の 145 万tであると期待されています。
- BSC は航空業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2021 年には、BSC は空湾を通過する国内乗客数が 7,400 万人であると予測しております。

2020 年には、BSC は空湾を通過する乗客数が前年比 41.3%減の 3,230 万人であると推定しております。

空運量,1 千t



ソ

ース:統計総局, BSC Research

BSC は 2021 年下半期が国際路線を再開する最も早い時期になると期待しております。この期待は、(1)東南アジア及び北東アジア諸国は新型コロナウイルス感染症の流行を封じ込むためにワクチンを積極的に生産・購入しています、(2)「気泡」(AB)の傾向は、ソールパーツと各パーツを再開するのに役立つということから由来します。しかし、ただし、BSC は、「気泡」(AB)トレンドの発生が遅くなるか、すぐに中断されることを恐れています。原因は(1)一部の国での新型コロナウイルス感染症第 3 波の再流行についてリスク、(2)スクリーニングとテストの高コストということから由来します。そのために、ワクチンデリバリーの進歩は依然として空港路線を再開するための重要な期待である。

2021 年では、空港を通じる空運量は前年比 11.5%増の 145 万tであると期待されています。この予測は(1)生産ラインをベトナムにシフトする傾向は、空輸による電子部品の輸出を促進する、(2)世界経済が回復し、これが貨物需要を取り戻す、(3)第 1 四半期と第 2 四半期のワクチン輸送需要という期待を基づく。しかし、BSC は、国際路線がまだ回復しない時に、空運量が 2021 年上半期に制限されると考えています。

投資観点

BSC は航空業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

- SCS、NCT などの貨物輸送サービス企業では、2021 年の事業活動は貨物取扱量の回復のおかげで改善される。
- HVN、VJC などの旅客運送企業では、事業活動は困難を引き続き直面する。
  (1) 国際路線は 2021 年上半期にまだ開始しない。平均チケット価格は低い水準で留まり、2020 年と相当する。
  (2) 2020 年に最大削減した後、運用コストを削減し、国内路線網を拡大する余地はほとんどない。2021 年には、BSC は、航空企業が小型航空機の開発に注力するここを通じ、運用効率の向上を促進すると考えております。

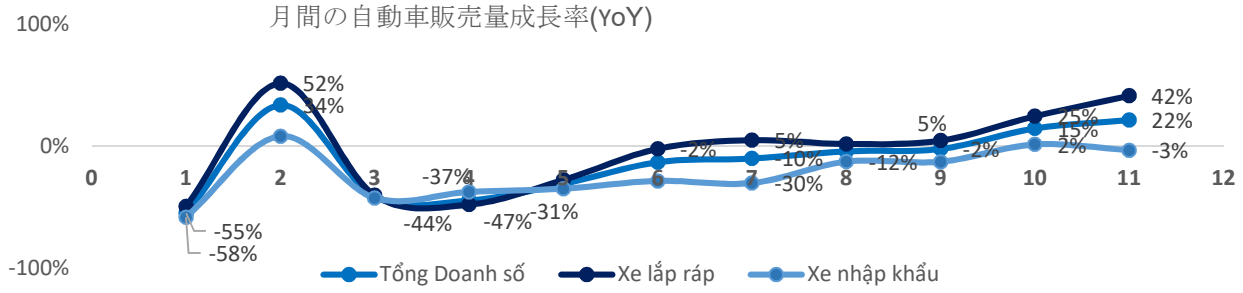
銘柄	2021 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格	Upside
SCS	760	8%	528	10%	9,834	14.4	6.0	128,000	140,000	9.4%
ACV	11,959	50%	4,870	162%	2,234	38.7	4.8	81,000	86,500	6.8%

自動車業[中立]

分析者: Nguyễn Thị Hồng *Email: Hongnt@bsc.com.vn*

- 2020 年 11 ヶ月には、自動車市場は回復した。2020 年 11 月の自動車販売量は前月比 9%増、前年同期比 15%増となった。
- BSC は 2020 年の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。

2020 年 11 ヶ月には、自動車市場は回復した。2020 年 11 月の自動車販売量は前月比 9%増、前年同期比 15%増となった。2020 年 11 ヶ月には、全市場の自動車販売量は前年同期比 4%減の 24 万 8,410 台であり、そのうち、国内生産車と輸入車ははそれぞれ、前年同期比 3%増、同 15%減となった。国内組立車の消費量は徐々に回復し、成長率を改善している。



ソース: VAMA, BSC Research

BSC は 2020 年の平均自動車販売量が消費を刺激するために政府の新規制のおかげで、前年比 15～20%減少すると予測しております。

しかし、BSC は、国内組立車がこの利点を 2021 年には受けなくて、輸入車と国内組立車の比率が再びバランスを取ると予測しております。原因は(1)2021 年 1 月 1 日から、ヨーロッパから輸入される自動車は以前比 6.7～7.4%の減税の対象となり、輸入車購入需要を刺激すると期待される、(2)組立車の登録料を引き下げる有効は 2020 年に終わりますということだ。VEA と VIC などの自動車製造企業及び HAX と SVC などの自動車販売企業が恩恵を受けるだろう。

投資観点 – 中立

BSC は自動車業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2021 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
VEA	4,180	−1%	5,746	12%	4,324	10.9	2.6	49,000	60,038

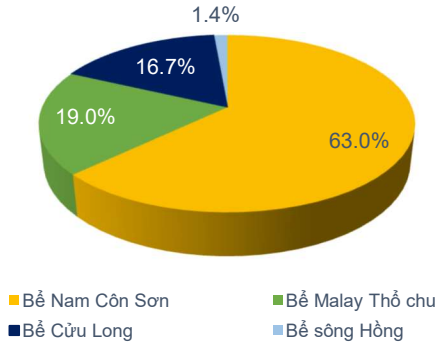
II/ガスの需要は高くて連続で増加しているが、ガスの供給は依然として不足していることで、原油業と電気業の成長が制限されている。

ガス市場を見ると、更新されたデータによると、ベトナムの 2P レベルガス埋蔵量は約 4,320 億 m3 である。そのうち、

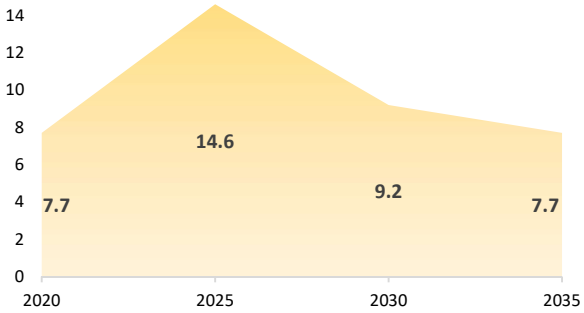
(1) 南東部では、ガス田は急速に減少しており、ガス不足が発生し始めています。
(2) 南西部では、ロット B のガス田は O Mon 電力センタにガスを 2024 年から提供することができます。
(3) Ca Voi Xanh ガス田は 2024 年から DungQuat 製油所と ChuLai 製油所での 5 つの工場にガスを供給することができると予想されています。

基幹発電のガス供給計画によると、ベトナムの年間ガス不足量は 2030 年以降 54 億 m3 であるだろう。

ガス田からのガス産量の割合



基幹発電向けガス供給が2030年以降不足すると推定します (単位:10億 m3)

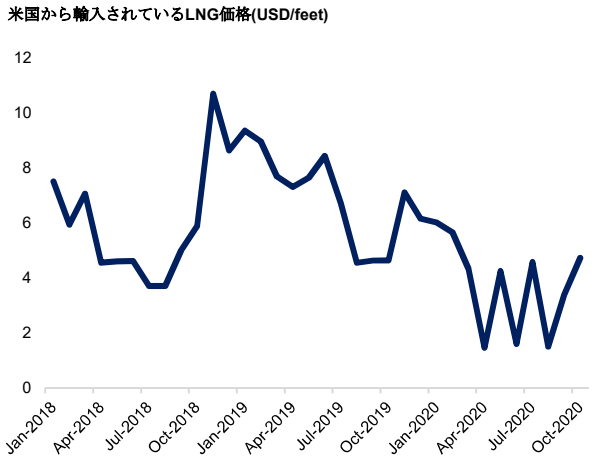


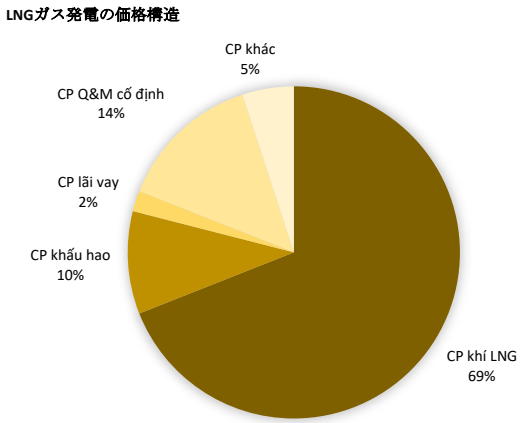
ソース: BSC Research

そのために、2020 年に発見された 2,000 億～2,500 億 m3 のガス推定埋蔵量を持つ Ken Bau ガス田は重要な追加燃料源となり、2030 年以降世界的なエネルギー供給の問題を長期的に解決します。Ken Bau ガス田は 2028 年から開拓される見込みだ。

ガス火力発電業界は今後数年間で輸入 LNG 源に依存するだろう。上記の分析に基づくと、国内ガス供給は現在と将来に電力業/肥料業の一般的な需要を満たすのに十分ではない。そのうち、2020 年～2030 年の期間における発電用平均年間消費量は 10～15%増加します。そのために、2020 年～2030 年の期間における発電用総燃料消費量の輸入 LNG の割合は 0%から 50%へと徐々に増加すると予測されています。

LNG 価格が低い水準で留まるのはベトナム LNG 輸入案件の進捗を加速させる。





ソース: EIA, BSC Research

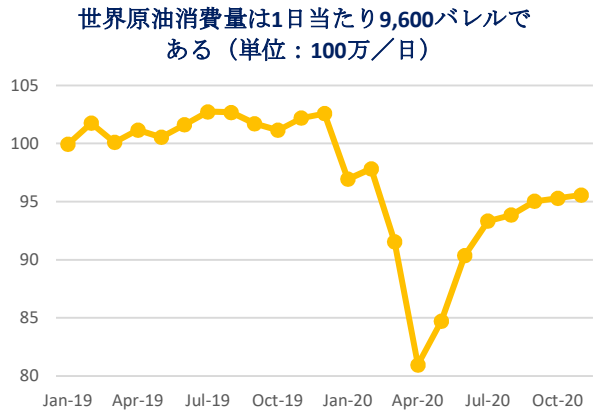
石油・ガス業[中立]

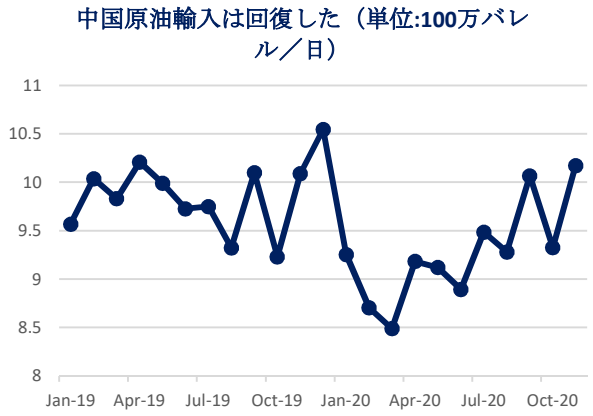
分析者:
Thái Ngọc Lan Hương
Lê Hữu Ngọc
Phạm Thị Minh Châu

Email:
huongtnl@bsc.com.vn
ngoclh@bsc.com.vn
chauptm@bsc.com.vn

- 世界での原油消費量は 2020 年 11 月で 9,600 万バレル／日で、2020 年 4 月の 8,000 万から増加した。
- 石油輸出国機構（OPEC）及び一部非 OPEC 産油国は 2021 年 1 月に日産量 140 万バレル、2021 年 2 月～3 月に日産量 90 万バレルを追加削減することで合意した。これは石油価格を支える要素となります。
- 2015 年～2019 年の期間におけるベトナムでの年間平均原油開拓量は 10%に減少した。2015 年～2019 年の期間における年間平均原油輸入量は 156%に増加した。
- BSC は石油・ガス業の 2021 年見通しを「中立」と評価して、GAS、PLX、PVS などの下流銘柄と上流銘柄の投資評価を「買い」と推奨しております。
- また、BSC はガス肥料業の 2021 年見通しを「中立」と評価しております。

世界での原油消費量は 2020 年 11 月で 9,600 万バレル／日で、2020 年 4 月の 8,000 万から増加した。世界需要の 10%を占めている世界最大の石油輸入国である中国は原油輸入量を 1 日当たり 1,000 万バレルに増やしている。



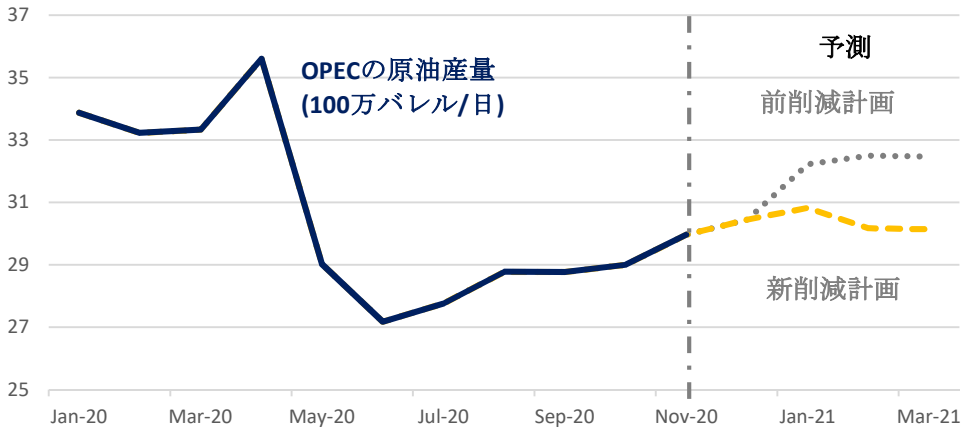


ソース: EIA, BSC Research

2021 年 1 月に開催した会議では、OPEC は以下の通りに決定した。

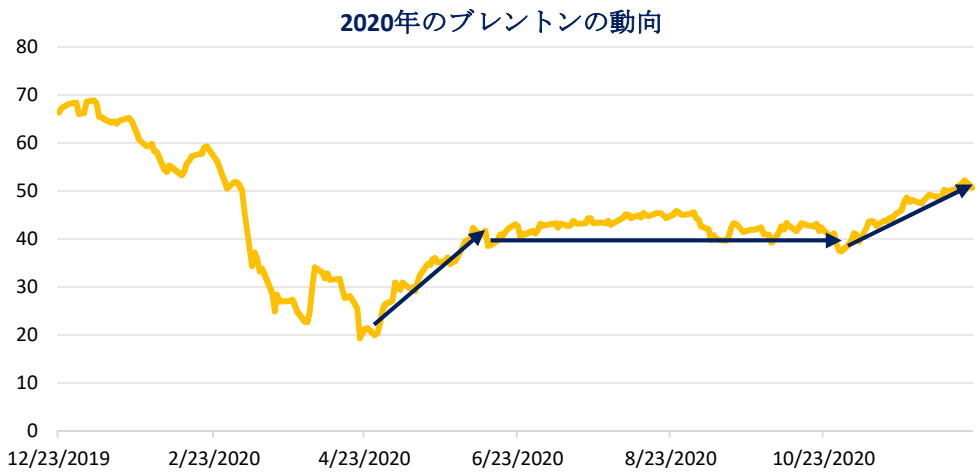
- **2021 年 1 月には、**日産量 720 万バレルを削減する。
- 2021 年 2 月～3 月に日産量 90 万バレルを追加削減する
- 2021 年 4 月～2021 年 4 月に日産量 580 万バレルを削減する。

BSC はこの削減が石油・ガス市場に対す OPEC の慎重な態度を見せていると評価しております。



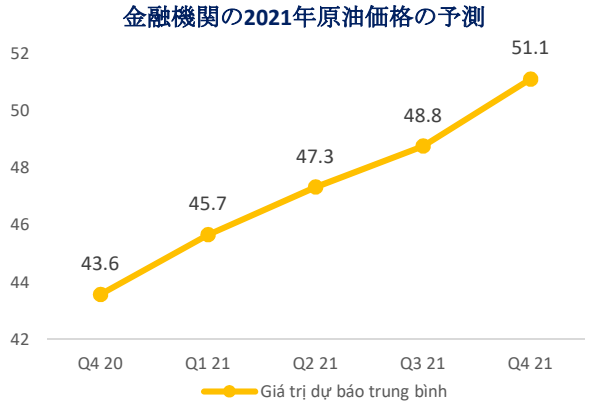
ソース: EIA, BSC Research

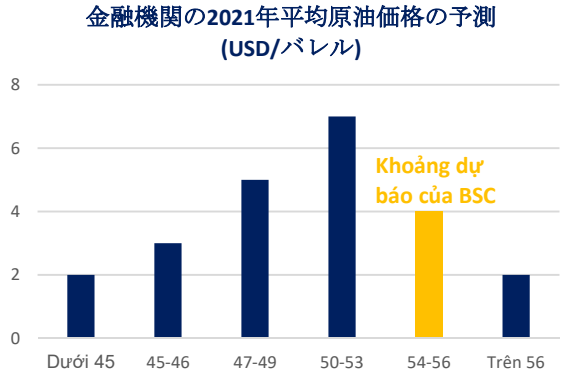
ブレント原油の価格は 50 ドル／バレルを上回っている。2020 年 6 月以下の 5 ヶ月連続では、原油価格は 40～45 ドル／バレルで横に推移した。しかし、原油価格は 2020 年 11 月初からの 2 カ月連続で増加し、45 ドル／バレルを上回った。



ソース: Bloomberg, BSC Research

大手な金融機関の予測によると、原油価格は 2021 年上半期に1バレル当たり 40～50 ドルで推移してから、2021 年下半期に 1 バレル当たり 50～60 ドルで推移します。そのために、2021 年の平均ブレント原油価格は 1 バレル当たり 50～53 ドルである。





ソース: Bloomberg, BSC Research

BSC は 2021 年原油価格を予測するために平均原油価格を 1 バレル当たり 55 ドルに利用しております。しかし、BSC は石油・ガス市場が以下の要素を依存することで、2021 年の原油価格が大きく変動すると評価しております。

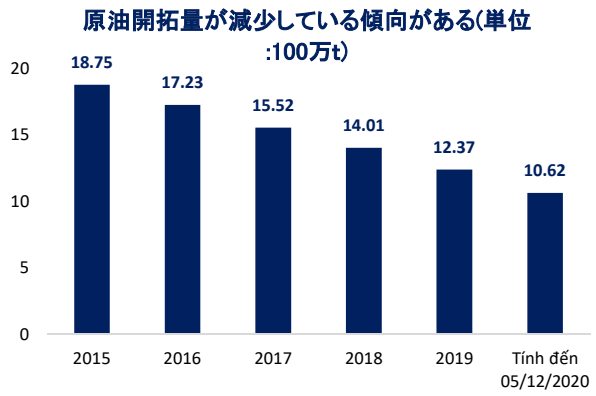
(1) 新型コロナウイルス感染症用ワクチン販売・生産
(2) 世界経済の回復及び生産経営活動
(3) OPEC の政策

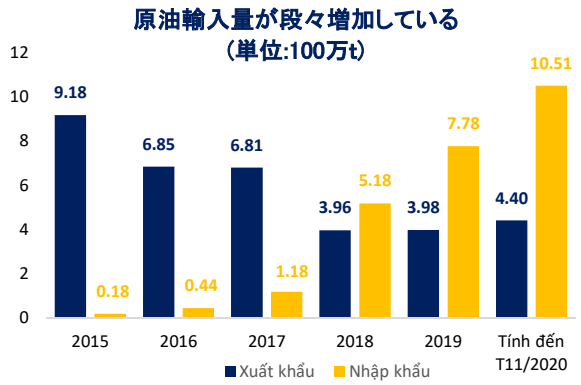
国内石油・ガス市場では、2015 年～2019 年の期間における原油輸入量は年間 156%増となっている。

(1) <u>国内原油開拓量は年間 10%を減少している。</u>

(2) ガス田の探査・採掘は多くの困難を直面している。

今後、BSC の予測によると、国内原油生産量は年間 10%を引き続き減少し、輸入量が年間150%を引き続き増加するだろう。





ソース:商工省, BSC Research

一方、肥料業では、原油価格が 2021 年に 55ドル／バレルまで回復するのはガス肥料企業の業績にマイナスな影響を及ぼします。

しかし、BSC は 2021 年の肥料需要が引き続き増加することで、原材料価格の増加にマイナスな影響から企業の業績をサポートすると期待しております。

(1) ベトナムの 2021 年野産輸出状況は明るいだろう。
   a. *ヨーロッパへの農産輸出余地は残っている。*
   b. *米輸出契約は 2021 年にフィリピン、アフリカで引き続き新規締結されており、輸出額は高い水準で維持しているが、インドとタイでの生産量が増加することで、わずかに減少する傾向がある。*

(2) <u>2021 年の気候条件は生産能力及び生産量を順調に増加すると期待されている。</u>

改正 VAT 法は、国会により承認されると引き続き期待されている。

投資観点 – 中立

BSC は石油・ガス業の 2021 年見通しを「中立」と評価しております。

- 世界経済の回復見通し、世界原油価格は前年比 34%増の 55ドル／バレルであることだ。
- 世界石油・ガス市場は依然として敏感で危険な期間にある。
- ベトナムでのガス田の探査・採掘は多くの困難を直面している。

BSC は GAS、PLX、PVS の投資評価を「買い」と推奨しております。これらの企業は石油・ガス業の回復から恩恵を受けます。

- 世界原油価格
- 経営生産をサポートするためにエネルギーと燃料の需要の見通し。
- ガス田の探査・採掘の需要。

また、BSC はガス肥料業の 2021 年見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2021 年売上高（10 億ドン）	%YoY	2021 年税引後利益（10 億ドン）	%YoY	EPS 2021（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
GAS	77,808	17%	11,631	46%	5,956	14.5	3.0	86,900	105,000
PLX	182,510	25%	3,918	273%	3,268	16.1	2.1	54,600	62,400
PVS	19,550	9%	950	33%	1,988	8.9	1.0	17,800	22,000
DCM	8,092	11%	446	−28%	673	20.8	1.2	14,000	15,100
DPM	8,522	4%	499	−27%	1,021	18.4	1.0	18,800	18,100

ソース: BSC Reseach

電気業[中立]

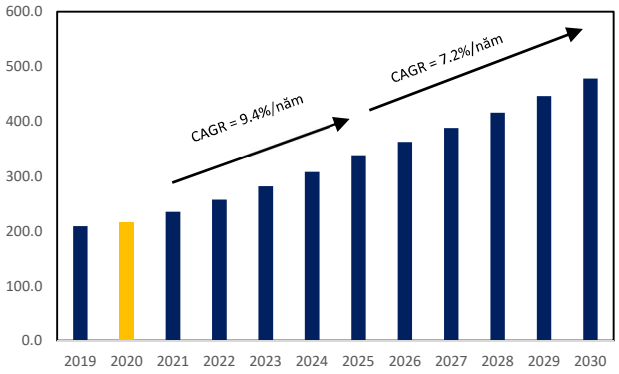
分析者 — *Email*
Phạm Nguyên Long — *Longpn@bsc.com.vn*
Dương Quang Minh — *Minhdq@bsc.com.vn*

- 2021年の商業用発電量は前年比9%増加すると予測されています。
- 第8電気計画案は将来的に再生可能エネルギー源とLNGへの投資に集中することを目的としています。
- ラニーニャ現象は水力発電所に対してポシテイプな情報ですが、石炭火力発電所とガス火力発電所に対してマイナスな情報になるだろう。
- BSCは電気業の2021年見通しを「中立」と評価しております。

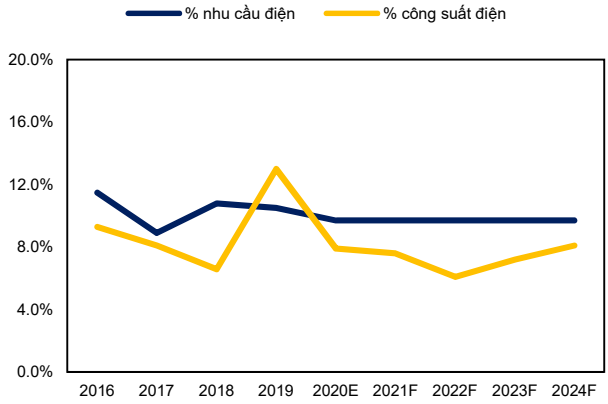
電気供需・電気の不足は今後続けるだろう。

2021 年の電気需要の成長率は前年比 8%増となる。2020 年の商業用発電量は前年比 3.1%増の 2,159 億 kWh を達すと予測されています。2020 年の電気消費量成長率は 2016 年～2019 年間の平均水準より低かった。2021 年には、BSC はベトナム GDP 成長率が 5.6%～7%を上昇することで、2021 年の電気消費量が前年比 98%増の 2,353 億 kWh を達すと予測しております。

2020年～2030年の期間における電気消費量が大幅に増加する（10億 kWh）



電気需要の成長率は提供成長率より低いだ



ソース: EVN, BSC Research

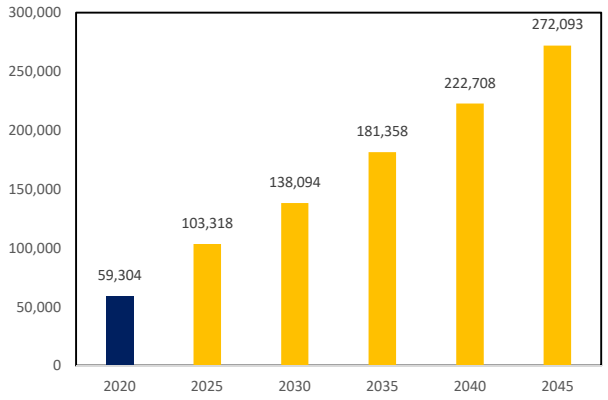
電気不足状況は今後続けると予測されている。2020 年第 4 四半期には、電気業は VungAng3・DocSoi・Pleiku2 回路の 500 kV 電線建設案件、Hai Duong・Nghi Son・Van Phong 火力発電所のテスト電源案件などの案件を展開します。EVN によると、ベトナムは 2021 年～2025 年の期間に発停するために発電能力の 5000MW を追加要ります。

発電源の構成—将来的な成長原動力は再生可能エネルギー源から由来する。

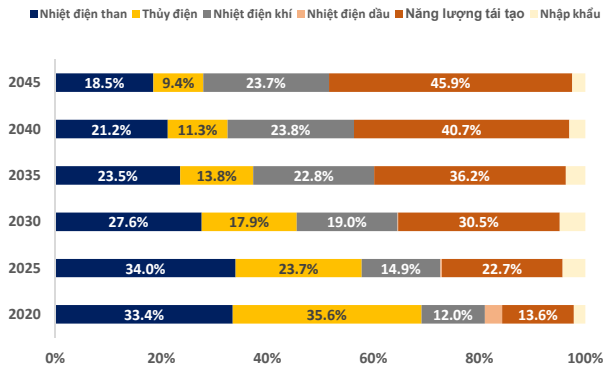
第 8 電気計画案は将来のクリーンエネルギー源に焦点を当てています。2020 年～2045 年の期間における電気消費需要を満たすために設計上生産能力は 2030 年に 27 万 2,000MW で、2045 年に 2020 年の 2.3 倍～4.6 倍増加すると予測されている。そのうち、

- 再生可能エネルギー：再生可能エネルギー源の生産能力は 2020 年の 7,400MW から 38,100MW に増加し、2045 年に 2 万 MW を達すと予測されております。再生可能エネルギ案件は主な南部に集中している。そのために、BSC は再生可能エネルギー案件の増加が将来に南部での電気不足を減少させると期待しております。そのために、GEG のような太陽光発電事業を掛けている上場企業は近い将来に注意するべきな株式であると考えております。
- 石炭火力発電事業。新規石炭火力発電所の展開は制限されるか 2030 年後延長されるだろう。石炭火力発電事業の寄与率は 2020 年に 33.4%で、2030 年に 27.6%、2045 年に 18.5%に減速する。
- ガス火力発電事業：BSC はガス火力発電事業が安定的な電力を提供する可能性があり、石炭火力発電のような環境への影響を与えないために、将来に重要な役割を果たすと評価しております。第 8 電気計画案によると、ガス火力発電事業の寄与率は 2030 年に 19%で、2020 年の 12%から増加する。そのために、LNG ガス輸入の需要が 2020 年～2030 年の期間における大幅に増加し、2025 年に 120 万tで、2030 年に 850 万tに増加すると予測されております。そのために、BSC は POW と NT2 などのガス火力発電企業が長期的に恩恵を受けると考えております。

第8電気計画案を基づく設計上の生産能力（MW）



第8電気計画案は将来的に再生可能エネルギー源とLNGへの投資に集中する

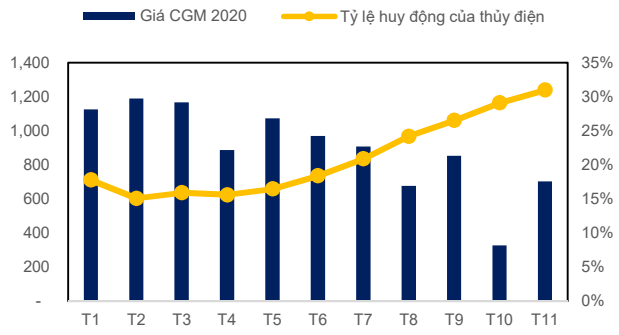


*ソース: **第 8 電気計画案**, BSC Research*

競争発電市場（CGM）での電気販売価格—1000VND／kWh の未満で維持

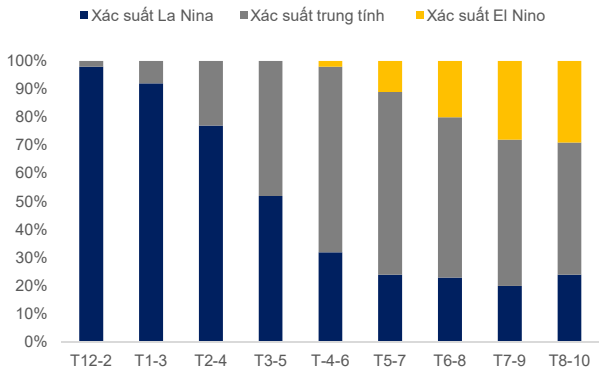
2020 年 11 ヶ月では、競争発電市場（CGM）での電気販売価格は前年同期比 26%減となった。2020 年 11 ヶ月には、競争発電市場（CGM）での電気販売価格は前年同期比 26%減の 898VND／kWh だった。2020 年第 2 四半期には、競争発電市場（CGM）での電気販売価格は引き下げた。この引下げは（1）新型コロナウイルス感染症の流行が電気消費需要に影響させた、（2）ラニーニャ現象が 2020 年第 2 四半期末に登場したために水力発電が国家電気システム発送センター（A0）により積極的に調達されたということから由来した。

競争発電市場（CGM）での電気販売価格の引下げは水力発電が集中されたということから由来した。



ソース: EVN, BSC Research

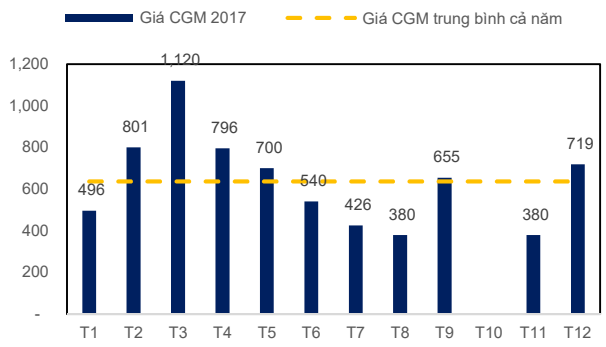
ラニーニャ現象が2021年第2四半期末までに続けると予測された。



ソース: IRI, BSC Research

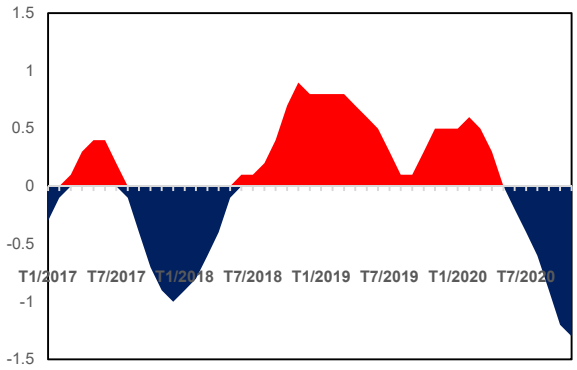
BSC の予測によると、競争発電市場（CGM）での 2021 年電気販売価格はラニーニャ現象が 2021 年第 2 四半期末までに続けることで、低い水準で維持するだろう。そのために、2021 年の水文状況は REE、PC1 などの多くの水力発電所を保有している企業をサポートするだろう。

競争発電市場（CGM）での2017年電気販売価格はラニーラ現状の登場により低い水準で留まった。



ソース: EVN, BSC Research

2020年～2021年間におけるラニーラ現状は2017年よりも強い傾向がある。

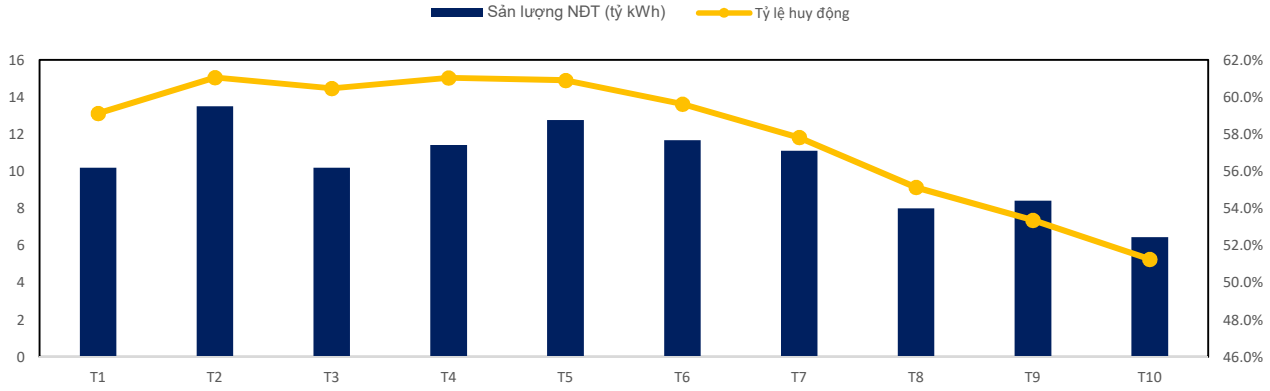


ソース: IRI, BSC Research

石炭火力発電 – 短期的に重要な電気供給源

石炭火力発電は短期的に重要な電気供給源である。2020 年 10 ヶ月には、石炭火力発電量は前年同期比 6.35%増の 1,037 億 kWh を達した。2020 年 10 月の石炭火力発電量はラニーラ現象の戻しにより年初比 10%減となった。

石炭火力発電量はラニーラ現象の戻しにより年初比10%減となった



ソース: EVN, BSC Research

再生可能エネルギー事業 – 成長の大きな潜在

再生可能エネルギー事業の成長率は低い割合を占めているが、引き続き上昇している。2020 年 10 ヶ月には、再生可能エネルギーから発電量は前年同期比 128%増の 89 億 5,000 万 kWh だった。BSC は再生可能エネルギー事業から発電能力が 2021 年に大きく増加すると期待しております。

再生可能エネルギープロジェクトの FIT 価格設定メカニズム

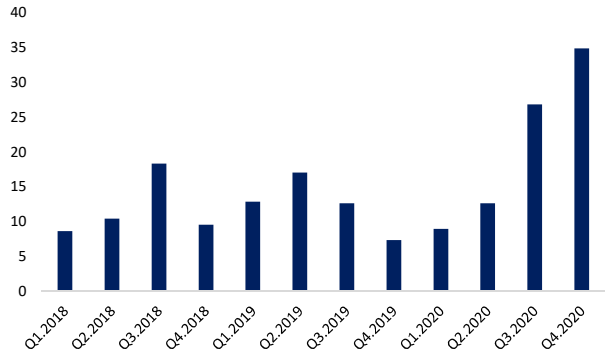
	太陽発電		風力発電	
有効	2019 年 7 月前	2019 年 7 月-2020 年 12 月	2021 年 11 月前	2021 年 11 月-2023 年 12 月
EVN の電気買値 (US cents/kWh)	9.35	浮動太陽発電: 7.69 地上の太陽発電: 7.09 屋上の太陽発電: 8.38	Onshore: 8.5 Offshore: 9.8	Onshore: 7.02 Offshore: 8.47

ソース: MOIT, BSC Research

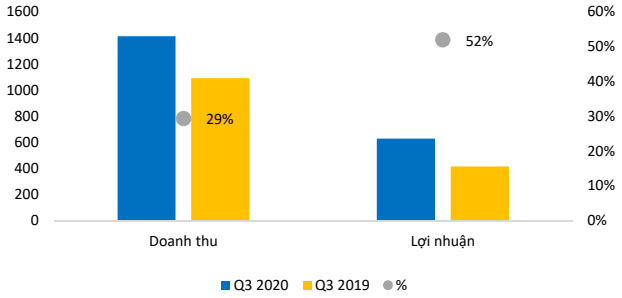
水力発電:ラニーニャ現象のおかげで力強い成長期待

水力発電企業の業績は年末期間に改善された。2020 年第 3 四半期の水力発電量は前年同期比 113%増、前四半期比 113%増の 268 億 kWh だった。そのために、上場水力発電企業の 2020 年第 3 四半期収入及び純利益はそれぞれ、前年同期比 23%増、同 147%増となった。

水力発電量(10億kWh)



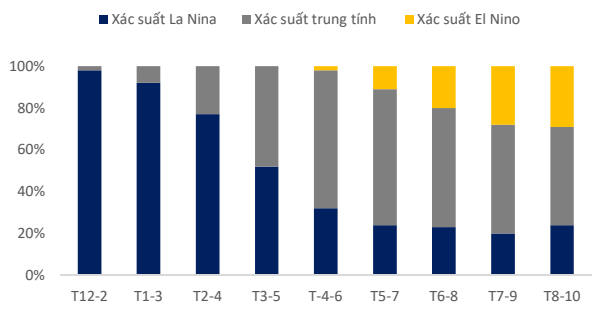
水力発電企業の2020年第3四半期業績は改善された。



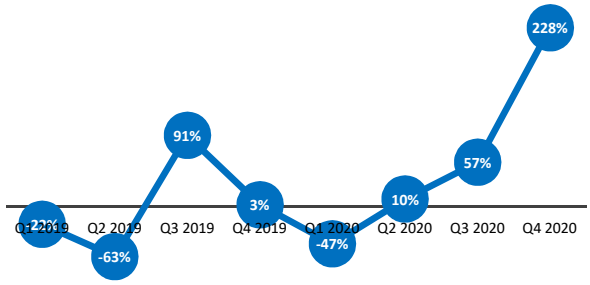
ソース: EVN, BSC Research

- 降雨量の回復は、2021 年と 2022 年に水力発電所の稼働をサポートします。**2021 年の水文状況は REE、PC1 などの多くの水力発電所を保有している企業をサポートするだろう。**
- 確保された水量が増加する。

ラニーニャ現象が2021年第2四半期末までに続けると予測されています。



確保された水量が四半期ごと回復されるだろう。



ソース: EVN, BSC Research

ガス火力発電: LNG 案件からの潜在

第 8 電気計画案は将来的に LNG への投資に集中することを目的としています。

2045 年までガス火力発電の生産能力 (単位: MW)

	2020	2025	2030	2035	2040	2045
ガスタービン及びガス火力発電	7,097	13,058	10,636	7,900	7,900	7,900
LNG の利用を転換しているガスタービン	–	803	4,147	4,565	4,250	5,050
新 LNG を利用しているガスタービン	–	1,500	10,100	22,850	29,250	34,850
LNG を利用する柔軟な LNG ソース(ICE+SCGT)	–	–	1,400	6,000	11,700	16,800
ガス火力発電総量	7,097	15,361	26,283	41,315	53,100	64,600

ソース: 第 8 電気計画案, BSC Research

BSC はガス火力発電企業の 2021 年業績が以下の要素のおかげで回復すると期待しております。

- ガス火力発電所の発電量は低ガス価格のおかげで生み出される。BSC はガス火力発電事業の発電量が前年比では 10%増加すると予測しております。
- Sao Vang-Dai Nguyet ガス田は 2020 年 11 月以降開拓されており、2021 年から年間 15 億 m3(年間+ 15%増)のガスが追加されています。

投資観点 – 中立

BSC は電気業の 2021 年見通しを「中立」と評価しております。

電気企業の 2021 年業績予測

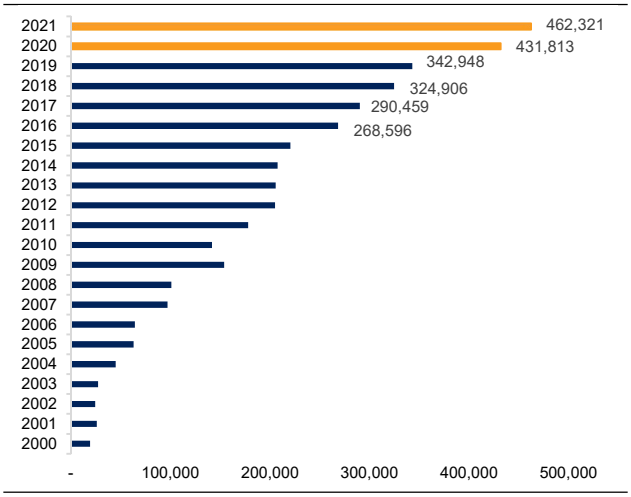
銘柄	2021 年売上高 (10 億ドン)	前年比 (%)	2021 年税引後利益 (10 億ドン)	前年比 (%)	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
PPC	7,600	−4%	950	−24%	2,914	8.6x	1.2x	24,450	25,100
HND	9,150	−12%	997	−21%	1,993	9.4x	1.3x	19,000	20,300
PC1	6,131	−1%	497	−2%	2,653	8.4x	1.0x	22,250	25,800
POW	29,785	−2%	2,751	18%	1,040	12.6x	1.0x	13,600	15,400
REE	5,641	7%	1,761	19%	5,505	8.7x	1.3x	48,950	55,600
NT2	6,907	18%	788	34%	2,952	7.9x	1.4x	24,600	26,200

（ソース: BSC Research）

III/ インフラ投資の促進 – FDI 資本の誘致 – 不動産供給源の解散

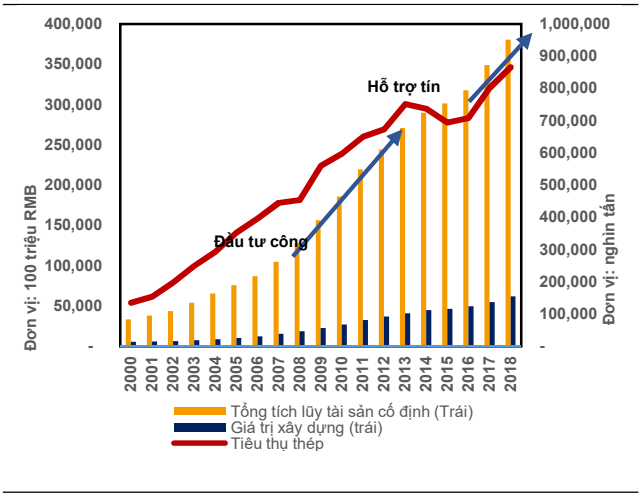
インフラ建設の強化は、輸送コストの「ボトルネック」を解決し、工業団地不動産業・港湾業・輸送業を長期的に発展するため強固な基盤を構築します。2021 年～2025 年の期間における公共投資戦略はロンタイン空港、南北高速道路、沿岸道路などの地域間輸送インフラとデジタル経済に集中し、大規模な案件に移行するということだ。BSC は、2021 年公共投資の実行額は前年比 7%増の 460 兆ドンを超えると予測しております。

ベトナムでの公共投資の実行額(10 億ドン)



ソース: 総会計, BSC Research

公共投資は 2008 年～2009 年の危機期間後建設促進原動力だった。

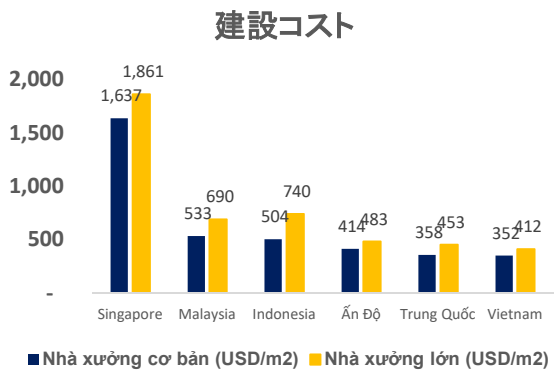


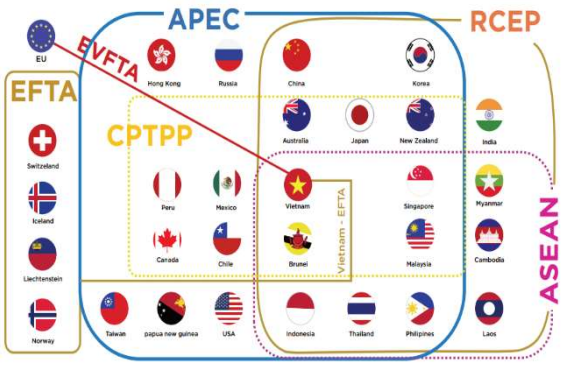
ソース: Bloomberg, BSC Research

港湾業は、2021 年に接続プロジェクトの進捗を加速することで間接的に恩恵を受け、特に CM-TV 港湾地域および一般的な南部地域の競争力を徐々に向上させることが期待されます。

重要な案件	進捗
CMTV 港間案件	• フェーズ 1(ルート)は 2020 年第 4 四半期に完了した。 • フェーズ 2(Thi Vai 川を渡る PhuocAn 橋)は、2021 年に着工され、2025 年に完了される予定です。
Bien Hoa – Vung Tau 高速道路案件	この案件は実現可能性調査案件であるという承認された。2023 年第 1 四半期に着工され、2025 年に完了する予定。
LongThanh-DauGiay 高速道路拡張案件	この案件は実現可能性調査案件であるという承認された。
Ben Luc – Long Thanh 高速道路案件	2020 年に着工し、2023 年に完了する予定であるが、案件の資本は困難を直面している。
環状ルート 4	2025 年に稼働する予定。

新型コロナウイルス感染症の流行は移行を加速するための「ワクチン投与量」と見なされています。



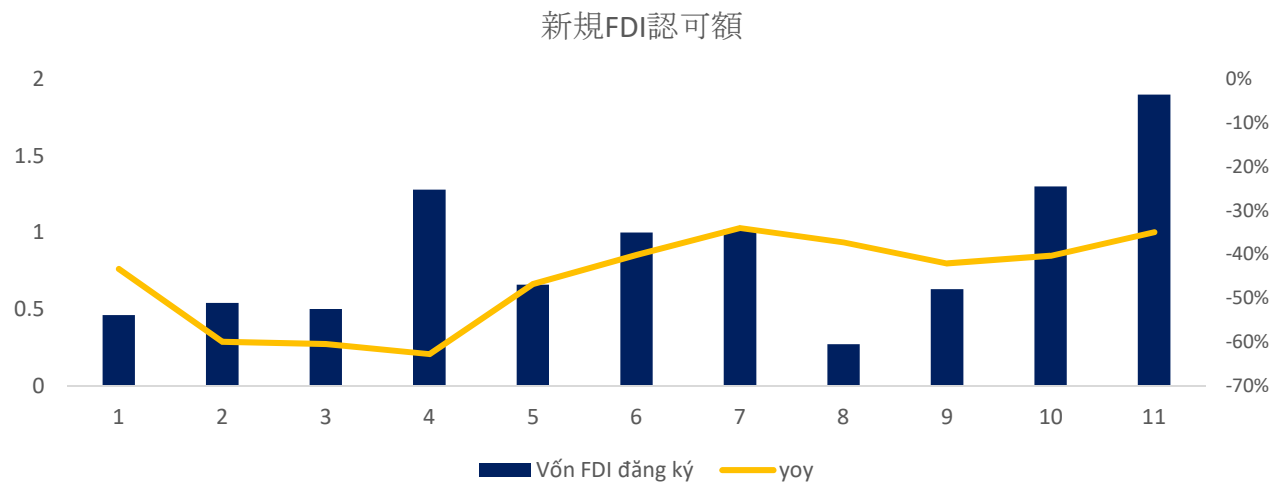


ソース: Asia Business Consulting, Turner & Townsend, International Construction Market Survey

社名	場所	工業団地区	当初の予定期間	進捗
Sharp	Bình Dương	VSIP	2020 年	先延ばしにした
Luxshare ICT	Bắc Giang	Quang Châu	2020 年第 2 四半期	先延ばしにした
Panasonic	Bình Dương	VSIP II	2019 年 10 月	着工済み
Pegatron Corp	Hải Phòng	Deep C	2020 年 3 月	認可された
Foxconn	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	2020 年	先延ばしにした
Wistron Infocomm	Hà Nam	Đồng Văn III	2020 年 9 月	着工済み
Oppo	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	2020 年 11 月	覚書を署名した

ソース: BSC Research

2020 年 11 ヶ月には、FDI 認可額は前年同期比 7.6%減の 136 億ドルで、低い水準で留まっているが、年初の数か月比改善した。



ソース: FIA, BSC Research

不動産業[有望]

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

- 2021 年には、不動産供給源が徐々に解除される。新型コロナウイルス感染症は不動産企業が土地を拡大し、M&A 活動を強化するために機械を生み出します。
- 投資活動と案件発展は都市の東側とレベル 1～2 の近隣町県に移動する傾向がある。
- 低い金利は間接的に不動産業を積極的にサポートすると予測されている。
- 大幅な財政構成の変化は社債チャンネル—が不動産企業の重要な投資源調達チャンネル—になるということだ。
- BSC は不動産業の 2021 年見通しを「有望」と評価しております。

2021 年には、不動産供給源が徐々に解除される。新型コロナウイルス感染症は不動産企業が土地を拡大し、M&A 活動を強化するために機械を生み出します。

Luật	Nội dung	Tác động	Cơ quan ban hành/ Đề nghị	Thời gian có hiệu lực
Luật Xây dựng Sửa đổi 2020	-09 loại công trình được miễn giấy phép xây dựng -Rút ngắn thời gian cấp giấy phép xây dựng xuống còn 20 ngày	- Rút ngắn thời gian triển khai dự án	Quốc hội/ Bộ xây dựng	1/1/2021

Luật Đầu tư 2020	-Hai khái niệm nhà đầu tư và chủ đầu tư được đồng nhất -Giảm tải các bước xin quy hoạch và triển khai dự án. - Cho phép giao những thửa đất xen kẽ trong dự án dự án thay vì đấu thầu như trước đây,	- Giải quyết được các nút thắt trong việc phê duyệt các dự án khu dân cư - Rút ngắn thời gian, các bước làm thủ tục dự án	Quốc hội/ Bộ Kế Hoạch và đầu tư	1/1/2021
Nghị định 148/2020 về đất đai	- Làm rõ điều kiện khu vực dự án đất nền phân lô được và không được thực hiện. - Yêu cầu hoàn thành xây dựng kết cấu hạ tầng kỹ thuật và xã hội. - Siết chặt quy định về điều kiện cũng như diện tích tối thiểu tách thửa, hợp thửa đất	- Bảo vệ quyền lợi, đáp ứng nhu cầu khách hàng, đảm bảo quá trình phát triển đô thị bền vững. - Kiểm soát chặt tình trạng phân lô, bán nền tràn lan	Chính phủ/ Bộ tài nguyên và môi trường	08/02/2021

順番	案件名	地位	投資主	2017 年～2020 年の期間における状況	最新アップデート
1	St-Mortiz	Thủ Đức	DXG	2017 年: プロジェクト投資の承認	2020 年 11 月: 将来形成される住宅の売買に適格
2	The River Thủ Thiêm	Q2	Refico & CII	2018 年 8 月: プロジェクト投資の承認	2020 年 5 月: 将来形成される住宅の売買に適格
3	Chung cư Vĩnh Hội, P4	Q4	4 区公共サービス有限会社	2017 年 10 月: 基盤を構築するためのライセンスの取得	2020 年 8 月: 将来形成される住宅の売買に適格
4	Hilton Sài Gòn	Q1	SGCL	2017 年 1 月: 地下部品を構築するためのライセンスの取得 2019 年末: ボディを構築するためのライセンスの取得	2020 年: ボディ構造の起動 Khởi động xây dựng phần thân.
5	Sài gòn Glory	Q1	Bitexco	2016 年末: ホーチミン市はプロジェクトの地価を承認した。 2018 年末: プロジェクト投資の承認	2020 年 3 月: 将来形成される住宅の売買に適格

6	Empire City (Tilia Residences)	Q2	Empire	2017 年: インフラ投資の承認 2018 年: 建設許可	2020 年 6 月: 将来形成される住宅の売買に適格
8	Grand Mahattan	Q1	Novaland	2018 年: プロジェクトを市場に紹介した	2020 年: 建設起動

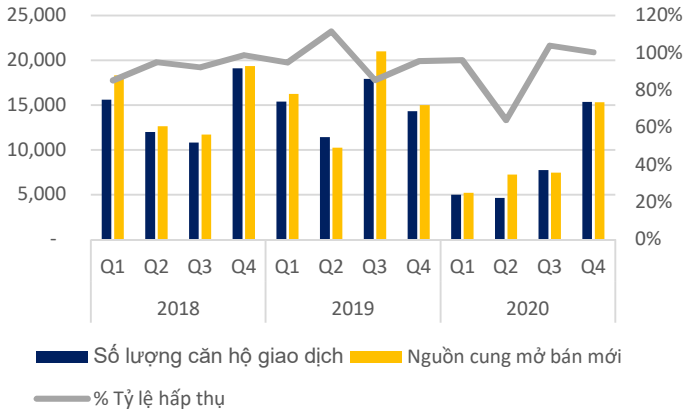
ソース: BSC

新型コロナウイルス感染症は不動産企業が土地を拡大し、M&A 活動を強化するために機械を生み出します。

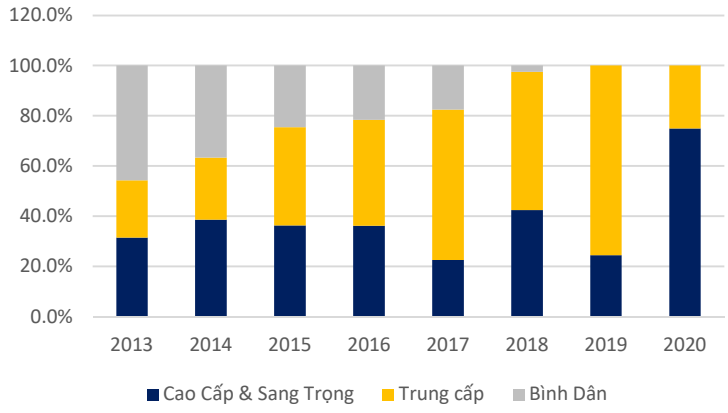
投資活動と案件発展は都市の東側とレベル 1～2 の近隣町県に移動する傾向がある。

(1) ホーチミン市での供給源は、法的承認の問題と新型コロナウイルス感染症の流行影響により急落した。CBRE のデータによると、2020 年の新規アパート数は前年比 48%減の 1 万 7,272 戸だった。しかし、BSC は(i)2020 年第 4 四半期の案件吸収率は 100%で 2020 年第 2 四半期の 65%から増加した、(ii)2020 年第 4 四半期の供給は前四半期比 206%増の 8,058 製品だったということについて一定回復を見られていた。上記の傾向はハノイ市場と非常によく似っています。

2020年第4四半期に供給源と吸収率は徐々に回復している。



トップクラスは、2020年にホーチミン不動産市場を支配した。



ソース: CBRE

中位・高所得者層は、将来的に市場を支配するだろう。2020 年には、ホーチミン市の不動産市場では人気のある商品の販売は記録されていなかった。

(2) 県と都市間のインフラの改善は、都市化と既存のモビリティ傾向の原動力になります。

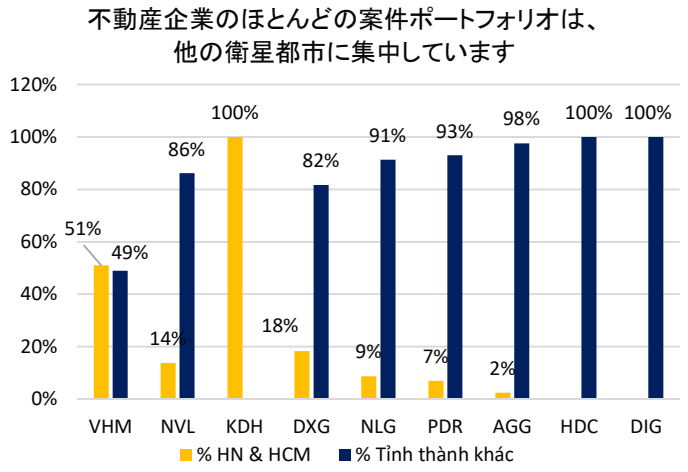
Dự án	Tổng vốn đầu tư (VND bn)	Dự kiến khởi công	Dự kiến hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43,757	2012	Q4/2021
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47,800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24,150		2021-25
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10,668	2021	2026
Đường song song cho tuyến đường 50	3,816		2021-25
Vành đai 2 (HCM)	6,500		2021-25
Vành đai 3 (HCM)	19,871		2022-25
Dự án Nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 2)	8,977		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước (Giai đoạn 2)	11,282	2015	2021
Sân bay quốc tế Long Thành	114,451	2021	2025
11 dự án khác thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam	101,218	2020	2021-25

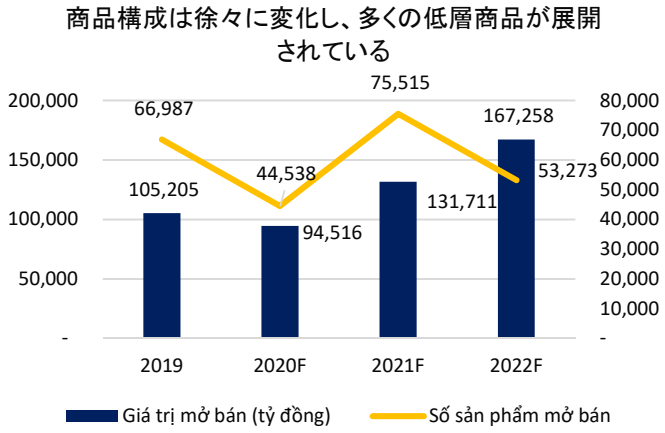
ソース: BSC Research

(3) ホーチミン市での案件販売価格は直近の数年間に上昇しています。CBRE の調査によると、ホーチミン市場の不動産価格は、特に市外地域で大幅な上昇を記録し、とりわけ、Thu Duc（前年比+ 70%増）、9 区（同+ 47%増）、2 区（同+ 24%増）、Nha Be 町（同+ 53%増）、Binh Chanh 町（同+ 30%増）、10 区（ 前年比+27%増）だった。

多くの不動産企業が市外や近隣地域における県・都市への土地資金をシフトする理由は、（1）急速な都市化率、（2）市内中心部の土地基金は狭くなる、（3）ホーチミン市とハノイ市という 2 つの大都市での法的な問題が詰まっており、その結果、供給源が深刻に不足していますということから由来した。

BSC は、VHM、NLG、DXG などのバランスの取れた土地銀行を持つ一部の企業は、都市化の傾向とより迅速な法的手続きの両方から直接利益を得ると評価しています。



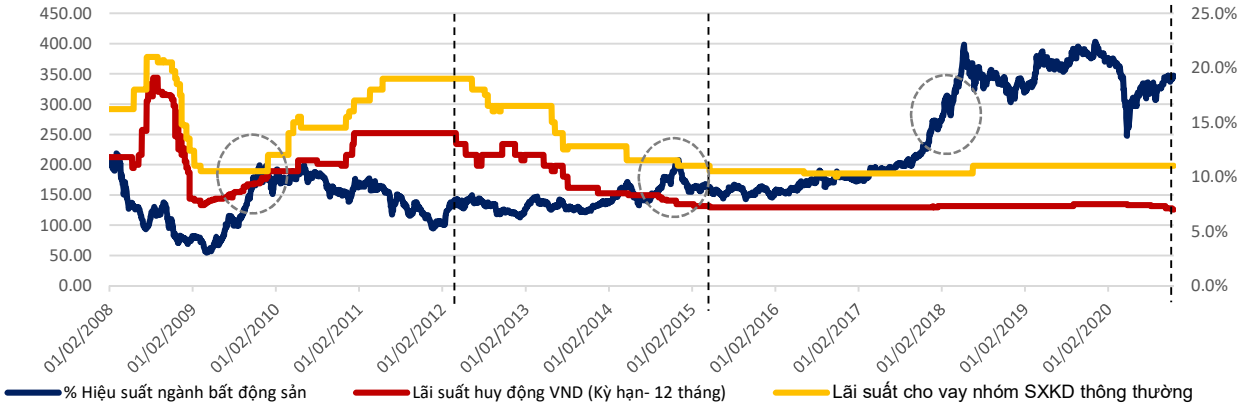


ソース: BSC Research

小売企業は徐々に新しい都市及びレベル 1～2 の衛星都市にシフトしている傾向がある。これは都市化がますます強くなっていることを示しています。

低い金利は間接的に不動産業を積極的にサポートすると予測されている。

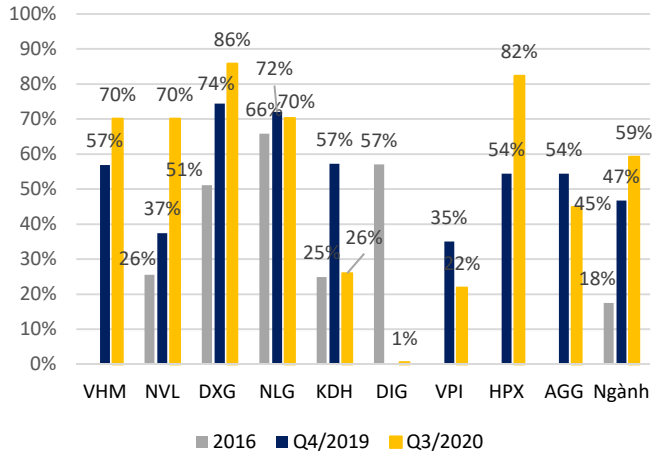
金利と不動産業の効率との相関



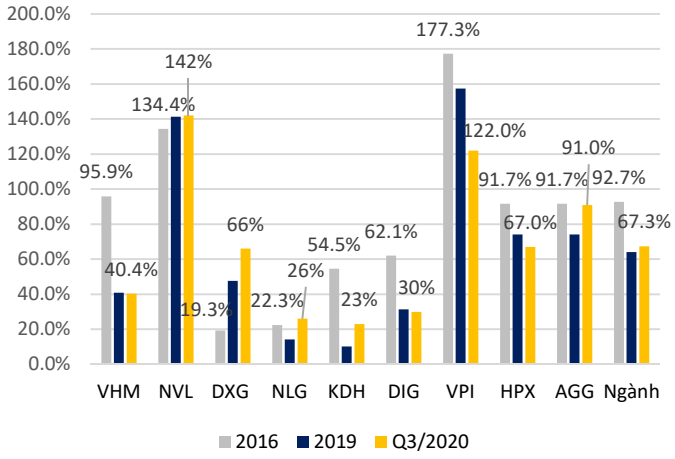
ソース: FiinPro, BSC Research

大幅な財政構成の変化は社債チャンネル—が不動産企業の重要な投資源調達チャンネル—になるということだ。今後数年間では、BSC は、供給源の回復と好調な販売が不動産企業特に NVL、DXG、VPI、AGG などの負債比率の高い一部の企業のキャッシュフローを改善させると予想しております。

不動産企業は社債チャンネルーを通じる借入活動を強化している(社債債務/純債務合計の比率)



2020年第3四半期における純債務/株主資本の比率は2016年の時点より安全的な水準で留まっている。



ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は不動産業の 2021 年見通しを「有望」と評価しております。BSC は VHM、NLG と DXG の投資評価を「買い」、KDH と NVL の投資評価を「観察」と推奨しております。

銘柄	2021 年の売上高（10 億ドン）	成長率（%）	2021 年の税引後利益（10 億ドン）	成長率（%）	2021 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
VHM	103,699	28.2%	32,060	11.6%	9,572	9.4	2.4	89,500	102,400
KDH	4,240	1.3%	1,365	16%	2,382	12.3	1.6	29,300	31,200
DXG	7,907	110.8%	1,278	367%	2,334	6.8	1.0	15,950	23,100
NLG	2,292	59.4%	1,229	50%	4,495	6.5	1.1	29,500	36,000
NVL	17,793	96%	4,067	5.2%	4,115	16.2	2.4	66,700	64,300

工業団地区用不動産業[有望]

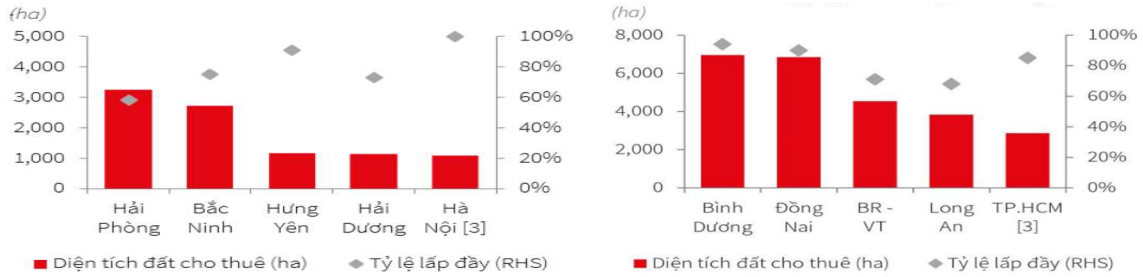
分析者: Nguyễn Thị Hồng *Email: Hongnt@bsc.com.vn*

- ベトナム工業団地区用不動産市場は、生産工場を中国から他の国にシフトすることの増加のおかげで、長期的には依然として恩恵を受けると予想されています。
- 2020 年 11 ヶ月には、FDI 認可額は前年同期比 7.6%減の 136 億ドルで、年初の数か月よりわずかに回線された。
- 北部における工業団地区の 2020 年第 3 四半期入居率は 2020 年第 1 四半期は+160bps SV 増の 79%であり、賃貸価格は前年同期比 7%増となった。

平均入居率は良好な水準を維持した。2020 年 10 月末の時点で、平均入居率は 79%だった。Ha Noi、Hai Duong、Bac Ninh における工業団地区の平均入居率は約 90%だった。南部市場では、工業団地区用地の総面積は北部市場の 2 倍で、約 38,000 ヘクタールであり、そのうち 24,000 ヘクタールの既成土地はホーチミン市、Binh Duong、 Long An、 Dong Nai、 Ba Ria – Vung Tau を含んでいる。 平均入居率は約 77%である。Bac Ninh、 Hai Phong、 Dong Nai、Binh Duong の中心部は投資家を引き続き誘致すると信じております。工業中心は工業用地面

積の制限及び高い賃貸を持っているなので、投資家は Ba Ria Vung Tau、 Tay Ninh、 Hai Duong(IDC、SIP、KBC)などの遠隔地で代替案を探すことができます。

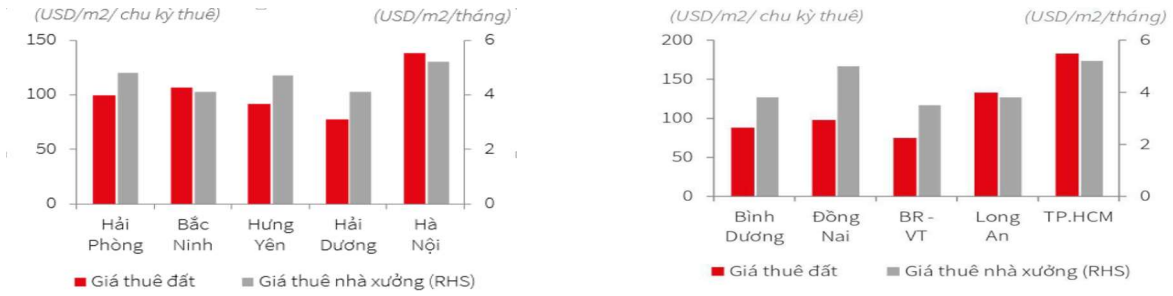
北部と南部の地域における入居率



ソース: JLL

工業団地区の需要が増加し、供給源が限られていることで、賃貸価格は依然として増加している。具体的には、平均賃貸価格は前年比 2.1%増の 102 ドル／m2／周期であり、既存工場の賃貸価格は前年比 2.1%増の 4～5.2 ドル／m2 を増加した。中国から生産工場をシフトしていること及びや EVFTA 協定により、工業用地の需要が高まっており、Hai Phong、Bac Ninh 及び Hai Duong などの一部の工業団地区での賃貸価格は前年比 20%～30%を増加した。

北部と南部の地域における賃貸価格



ソース: JLL

2021 年には、BSC は 2020 年に中止された案件が 2021 年に展開されて、工業団地区用不動産業が大幅に回復すると期待しております。BSC は企業の経営見通しが長期的に前向きであると信じております。KBC、BCM、IDC、GVR と PHR などの大規模な土地を持っている工業団地区用不動産企業は投資機会を待機しています。

投資観点 – 有望

BSC は工業団地区用不動産業の投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2021 年の売上高（10 億ドン）	YoY (%)	2021 年の税引後利益（10 億ドン）	YoY (%)	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	目標価格
KBC	3,795	45%	1,100	220%	2,654	11	0.7	27,000	38,128
SIP	4,476	12%	687	6%	11,545	15.2	6.4	174,900	225,505

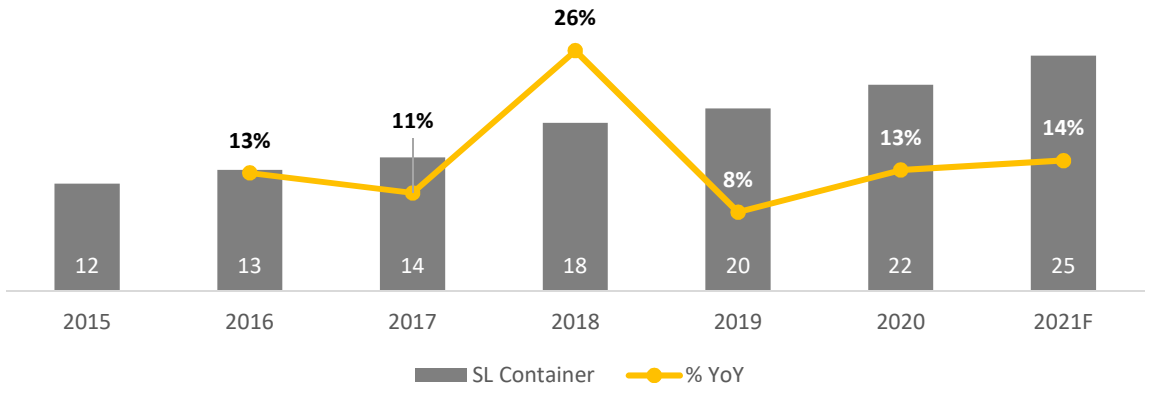
港湾業[有望]

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

- 2021 年には、BSC は港湾を通じるコンテナ取扱量は前年比 21%増の 2,500 万 TEUS を達すと予測しております。空コンテナの不足は、取扱量の伸びを減速させ続けています。BSC は、この状況が 2021 年第 1 四半期以降それほど深刻ではないと考えています。
- Lach Huyen 港と Song Cam 港間の競争はサービス価格の差が縮小されていることにより、激化します。
- BSC は Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量の 2021 年成長率が 23%になると評価しております。

2021 年には、BSC は港湾を通じるコンテナ取扱量は輸入出活動の回復のおかげで前年比 21%増の 2,500 万 TEUS を達すと予測しております。BSC は Hai Phong 湾及び Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量の 2021 年成長率がそれぞれ 9%と 23%になると評価しております。

ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量, 100 万 TEUS



ソース:海事管理局, BSC Research

空コンテナの不足は、取扱量の伸びを減速させ続けています。BSC は、この状況が 2021 年第 1 四半期以降それほど深刻ではないと考えています。

CAI MEP-THI VAI 湾連帯- 重要な成長

BSC は Cai Mep Thi Vai 港を通じるコンテナ取扱量の 2021 年成長率が 23%になると考えております。この成長は(1)深水港湾の利点と 2021 年第 1 四半期から Gemalink の貢献のおかげで取扱い量の拡大、(2)2021 年 7 月からの Cat Lai 地域の港湾インフラ料金の値上げは、2021 年第 4 四半期に Cat Lai 港から Cai Mep Thi Vai 港への荷物取扱いをシフトする傾向を促進されるだろう、(3)港湾サービス価格が 10%増加するということから由来します。

BSC は SSIT が以前のようにバルク貨物や一般貨物ではなく、コンテナ運航を積極的に強化しているために、Gemalink と SSIT の間で競争が発生する可能性があると注意させております。2020 年には、SSIT の成長率は前年比 134%増となった。

HAI PHONG 港連帯- 競争性が高まっている

サービス価格の差が縮小されているために、Lach Huyen 港と Song Cam 港間の競争は激化しているだろう。

Lach Huyen 港と Song Cam 港の間のコンテナ取扱サービス価格

2020 年～2023 年の期間におけるコンテナ取扱サービス価格, USD/コンテナ

年	2020	2021	2022	2023
1. 20 フィートコンテナ				
Song Cam 港連帯	33	36	40	44
Lach Huyen 港連帯	52	52	57	63
－差	*19*	*16*	*17*	*19*
2. 40 フィートコンテナ				
Song Cam 港連帯	50	55	61	67
Lach Huyen 港連帯	77	77	85	93
－差	*27*	*22*	*24*	*27*
3. 40 フィート以上のコンテナ				
Song Cam 港連帯	57	63	69	76
Lach Huyen 港連帯	85	85	94	103
－差	*28*	*22*	*25*	*27*

Chú thích: BSC sử dụng mức giá sàn cho dịch vụ bốc dỡ container nhập khẩu, xuất khẩu, tái xuất có hàng theo thông tư 54/2018/TT-BGTVT. Theo Dự thảo Thông tư 54/2018/TT-BDTVT dự kiến hiệu lực 01/01/2021, giá dịch vụ bốc dỡ tối thiểu cho nhóm cảng Sông Cấm dự kiến tăng 10%/năm giai đoạn 2021 -2023, cho nhóm cảng Lạch Huyện dự kiến tăng 10%/năm giai đoạn 2022-23.

ソース：通達第 54 号/2018/TT-BGTVT, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は港湾業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2021年の売上高(10億ドン)	前年比(%)	2021年の税引後利益(10億ドン)	前年比(%)	2021年のEPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020年1月11日の終値	2021年の目標価格	Upside
GMD	3,059	22%	471	-5%	1,379	25.4	1.5	32,600	35,000	7.36%

鉄鋼業[有望]

分析者: Nguyễn Thị Kiều Hạnh *Email: hanhntk@bsc.com.vn*

- **BSC は需要の回復で鉄鋼業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。**
- 原材料価格は多くの予期せぬ要素に直面するだろう。BSC は、鉱石価格が年末に向けて徐々に下落し、石炭価格がわずかに回復する可能性があると評価しております。
- BSC は、需要の良好な回復と相互に補償する原材料価格の変動で、鉄鋼製品の販売価格を引き下げる圧力が低い水準で留まると評価しております。

BSC は需要の回復で鉄鋼業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。

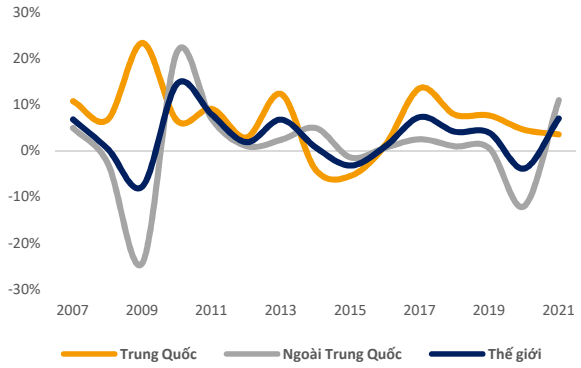
(1) 世界鉄鋼の需要は 2021 年に 5%上昇すると予測されています。

中国の回復は 2021 年まで続くと予測されており、重要な成長原動力は自動車製造業と工業用設備業用鉄鋼需要から由来するだろう。

事業	2019	2020	% YoY	2021	% YoY
建設	**547**	**582**	6.3%	**601**	3.4%
-不動産	**364**	**385**	6.0%	**393**	2.0%
-インフレ	**184**	**196**	7.0%	**208**	6.0%
機械・設備	**145**	**149**	3.0%	**155**	*4.0%*
自動車	**67**	**68**	1.0%	**71**	5.0%
その他	**110**	**110**	0.1%	**114**	3.5%
合計	**869**	**909**	**4.6%**	**942**	**3.6%**

ソース: MPI, CISA, Bloomberg Intelligence

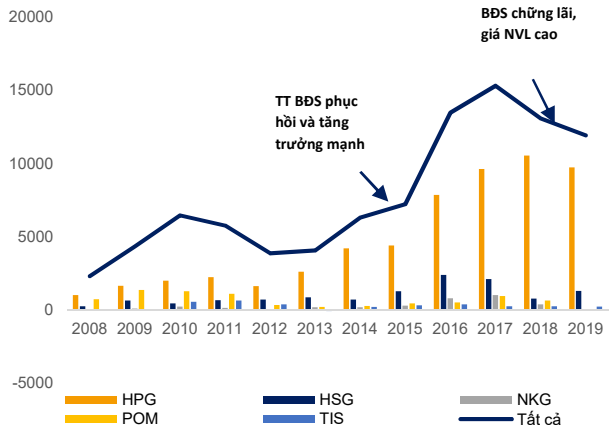
中国以外、米国、EU、インドなどでの鉄鋼需要は 2020 年の減少を補うために建設投資と事業を後押しする圧力のおかげで大幅に増加するだろう。



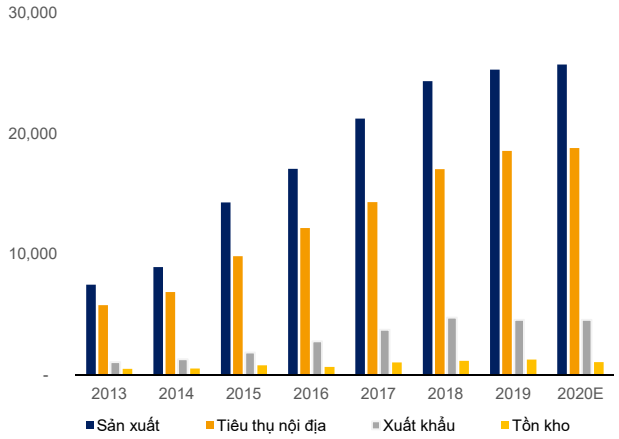
ソース: WorldSteel, Bloomberg Intelligence

(2) ベトナム鉄鋼業はほぼ 3 年間の困難な年月を経てから、2021 年から新たな成長サイクルに入っている。成長原動力は主に投資・建設及び支援工業・加工・製造から由来する。

鉄鋼企業の利益は、業界のサイクル性を明確に反映しています。



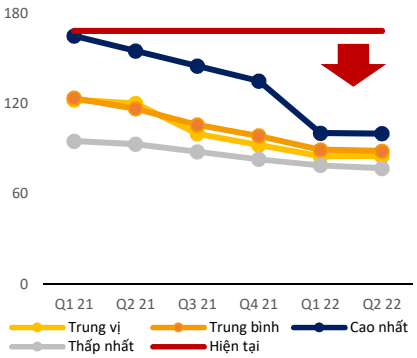
2020 年 11 ヶ月の鉄鋼総消費量は公共投資のおかげで前年比 0.9%だけ減少した。



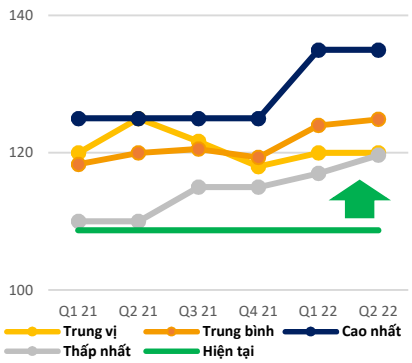
ソース: FiinPro, BSC Research の推定

原材料価格は、病気の発生や中国とオーストラリア間の緊張など、多くの予期せぬ要素を直面します。BSC は鉱産価格が 2021 年第 1 四半期に高い水準で維持してから、2021 年末期間に徐々に下落するが、石炭価格がわずかに回復する可能性が高いと考えております。

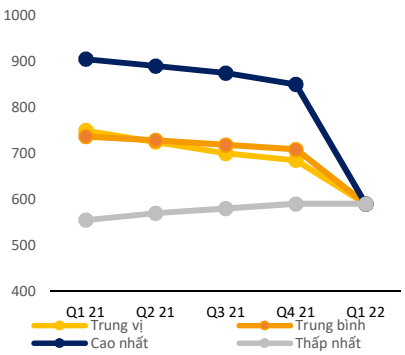
ブルームバーグの予測によると、鉱石価格は下落傾向と一致しています。



ブルームバーグの予測によると、鉱石価格は上昇傾向と一致しています。



HRC の価格は年末にかけて徐々に下落すると予想されています 。

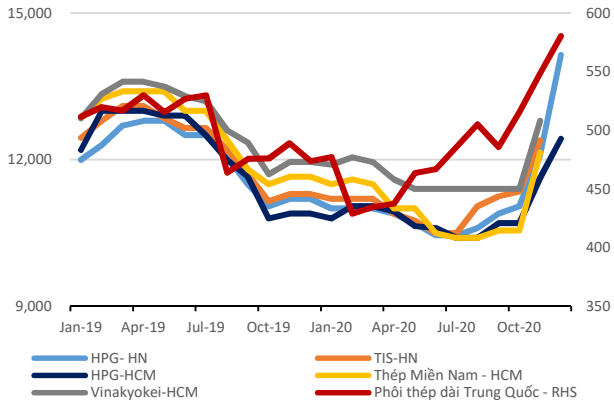


ソース: Bloomberg Intelligence, BSC Research

	影響要素	BSC の観点
鉄鉱石	- 需要は供給よりも強く回復する。 - 中国とオーストラリアの間の緊張：オーストラリアは、中国の税ダイナミクスを再調整するためのツールとして鉱石価格を使用する可能性がある。 **短期的に注意するべきのいくつかの要素:** - 中国鉄鋼協会（CISA）は鉄鉱石投機に対する措置を適用することができ、鉱石価格を下落させる可能性がある。 - 季節的要素：中国の旧正月及び悪天候がオーストラリアとブラジルの港での輸出活動を混乱させる	鉱石価格は 2020 年第 1 四半期に 120 米ドル/t以上で維持してから、ブラジルでの供給の増加及び、中国での需要の減少の時に 2020 年第 2 四半期から徐々に下落します。 2021 年の平均鉱石価格が 120 USD /tであると仮定します。
石炭	- 地域での生産需要の回復は圧力を増加させる。 - 中国政府によるオーストラリアからの石炭輸入の禁止を短期的に解除するのは難しく、原料炭の価格は引き続き下落圧力に直面している。	石炭価格はわずかに回復しますが、2021 年の平均価格は低い水準でとどまる。 2021 年の原料炭の平均価格が 120 USD /tであると仮定します。

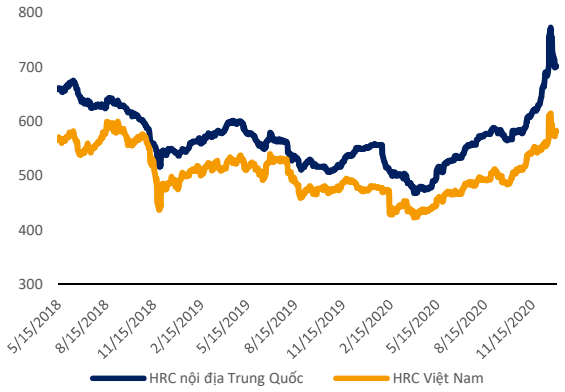
BSC は、需要の良好な回復と相互に補償する原材料価格の変動で、鉄鋼製品の販売価格を引き下げる圧力が低い水準で留まると評価しております。

中国鉄鋼価格は世界の鉄鋼価格をリードし、上場傾向を維持している。



ソース: FiinPro, BSC Research

ベトナム HRC の価格は 550 ドル／tで推移する。



ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は需要の回復で鉄鋼業の 2021 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2021 年の売上高(10 億ドン)	% YoY	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	% YoY	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	2021 年の目標価格	Upside
HPG	124,131	24.9%	18,890	39.2%	5,430	7.6	2.1	41,450	50,300	21.4%
HSG	32,180	16.9%	1,460	26.6%	3,181	7.0	1.3	22,150	28,630	29.3%
NKG	14,100	18.1%	254	14.5%	1,426	10.5	0.8	15,000	N/A	N/A

ソース: BSC Research の予測

プラスチック業[中立]

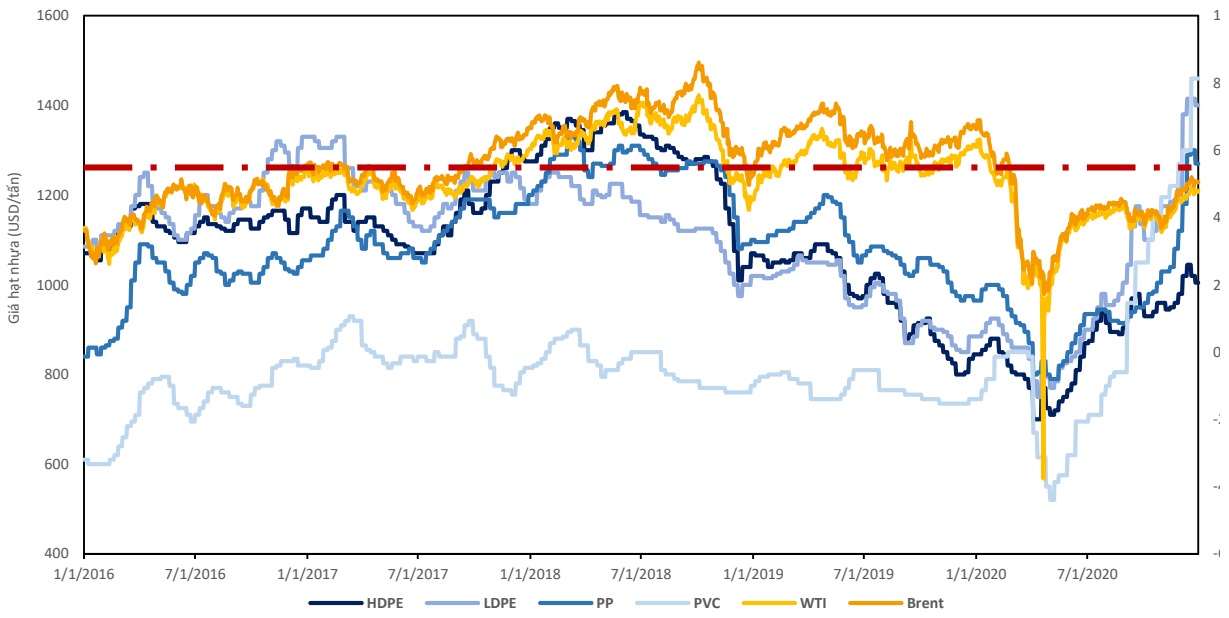
分析者: Nguyễn Thị Kiều Hạnh *Email: hanhntk@bsc.com.vn*

- BSC は、プラスチック業の 2021 年成長率は 5～7%で維持し、急激な変化は少ないと評価しております。
- 2021 年のプラスチック樹脂価格は 2020 年の平均水準より高くて、建設用プラスチック企業の利益率を減少させるだろう。
- BSC はプラスチック業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

BSC は、プラスチック業の 2021 年成長率は 5～7%で維持し、急激な変化は少ないと評価しております。2021 年には、インフラストラクチャと土木工事の建設が後押しされる時に生産量の約 25%を占めているプラスチックパイプ、プラスチックドアなどの需要は恩恵を受けるだろう。総生産量の 35%を占めている包装用プラスチック事業は、食品及び飲料製品の需要に応じて、引き続き回復し、10%以上の増加を維持すると予測されています。生産総量の 19%を占めている技術用グプラスチック事業は、中長期的に裾野産業の発展から恩恵を受けますが、2021 年に実現されないだろう。

2021 年のプラスチック樹脂価格は 2020 年の平均水準より高くて、建設用プラスチック企業の利益率を減少させるだろう。プラスチック樹脂価格は 2020 年 4 月に下落した後、2020 年下半期に大きく回復した。この回復の理由は(1)新型コロナウイルス感染症の流行の背景には生産活動の中断による供給不足、(2)運送量の削減とコンテナの不足による運送料の増加から由来した。BSC は 2020 年 11 月と 12 月におけるプラスチック樹脂特に PVC の急増な価格が建設用プラスチック消費量の急増から由来すると評価しております。BSC はプラスチック樹脂の価格が 2021 年末にかけて徐々に下落し、2017 年の石油価格(1 バレル当たり 50～60 米ドル)と相当すると考えております。しかし、2021 年のプラスチック樹脂の平均価格は 2020 年より高いだろう。

プラスチック樹脂の価格が 2021 年末にかけて徐々に下落し、2017 年の石油価格(1 バレル当たり 50～60 米ドル)と相当する



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC はプラスチック業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2021 年の売上高(10 億ドン)	% YoY	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	% YoY	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	2021 年の目標価格	Upside
BMP	4,763	6.8%	435	−12.3%	4,785	13.1	1.7	62,600	60,300	−3.7%
NTP	4,985	4.4%	495	1.7%	3,994	9.0	1.3	36,000	43,900	21.9%
APH	N/A	N/A	590	N/A	4,233	17.7	3.7	74,800	N/A	N/A

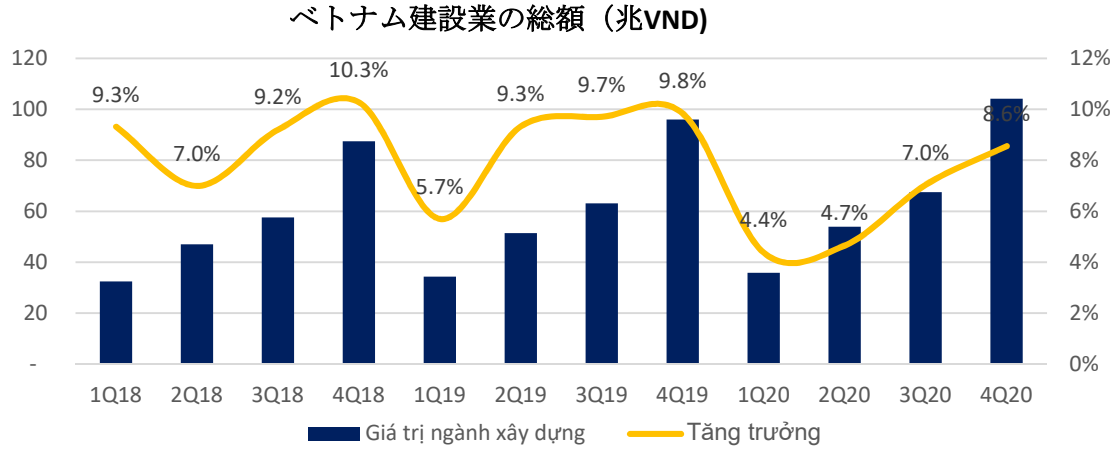
ソース: BSC Research の予測

建設業[中立]

分析者: Mã Tuấn Minh Hiển *Email: Hienmtm@bsc.com.vn*

- 建設業の 2020 年総額は政府の投資実行努力のおかげで、前年比 6.8%増の 261 兆 VND だった。
- 2021 年～2028 年の期間におけるベトナム建設業の総額成長率は 6.7%～7.2%で維持し、ベトナム国内総生産（GDP）に 6%を寄与するだろう。
- 2021 年～2025 年の期間はベトナムでの主要プロジェクトの期間である。
- BSC は建設業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

建設業の 2020 年総額は政府の投資実行努力のおかげで、前年比 6.8%増の 261 兆ドンだった。2020 年第 4 四半期単では、建設業の総額は前年同期比 8.6%増の 104 兆 2,150 億ドンだった。実行額の強化のおかげで、建設業の総額成長率は 2020 年第 4 四半期に 8.22%で、



2019 年第 4 四半期の 7.91%から増加した。Fitch Solution の予測によると、2021 年～2028 年の期間におけるベトナム建設業の総額成長率は 6.7%～7.2%で維持し、ベトナム国内総生産（GDP）に 6%を寄与するだろう。

ソース: GSO.

2021 年～2025 年の期間はベトナムでの主要プロジェクトの期間である。BSC は、今後 5 年間で主要な案件を実施するために競争があると考えています。とりわけ、ロンタイン空港第 1 期がは 2021 年初正着工された。また、 5 つの南北高速道路案件が 2021 年第 1 四半期に着工されます。その上、メコンデルタ、サイゴン、ハノイなどのインフラ開発などの一連の新しいプロジェクトがあります。これによると、インフラ建設企業は案件スケジュールに従って 2021 年初に加速する必要があり、土木建設企業はインフラが開発された後それに続くだろう。

投資観点 – 中立

BSC は建設業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。BSC は土木建設企業が 2021 年下半期に回復すると評価しております。BSC は CTD、HBC と HTN の投資評価を「観察」と推奨しております。

BSC はインフレ建設企業が南北インフラ建設案件や、2021 年の太陽光や風力などの再生可能エネルギーへの大規模な投資動向から引き続き恩恵を受けると評価しています。BSC は C4G、LCG と FCN の投資評価を「観察」と推奨しております。

銘柄	2021 年の売上高（10 億ドン）	% YoY	2021 年の税引後利益(10 億ドン)	% YoY	2021 年の EPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 30 日の終値	2021 年目標価格
C4G	1,010	0.6%	238	54%	1,528	6.6	4.2	11,400	12,890

セメント業[中立]

分析者: Nguyễn Thị Kiều Hạnh *Email: hanhntk@bsc.com.vn*

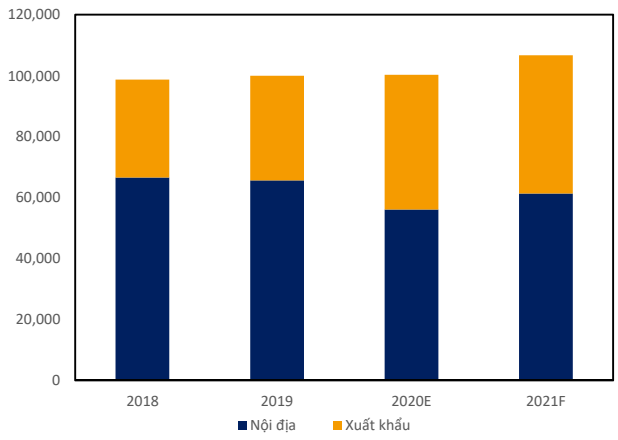
- BSC は、内需と輸出需要の前向きな回復のおかげで、2021 年にはセメント消費量が前年比 5～7%増の 1 億 500 万～1 億 700 万tを達すると予測しています。
- セメント企業の 2021 年純利益は前向きな消費量及び石炭価格を引上げる低い圧力のおかげで、改善されるだろう。
- 中期的には、セメント業の生産能力が拡大されるのは競争圧力を高まるだろう。
- BSC はセメント業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております。

BSC は、内需と輸出需要の前向きな回復のおかげで、2021 年にはセメント消費量が前年比 5～7%増の 1 億 500 万～1 億 700 万tを達すると予測しています。

- 国内市場:BSC は、2021 年の内需は前年比 2～3%増加し、2020 年下半期の時点から建設活動の回復の勢いと 2021 来の公共投資実行を継続すると予測している。
- 輸出活動:2021 年輸出量の成長率は 2020 年下半期の急激な増加の後、前年比 12～13%増加するだろう。

2018 年～2021 年の期間におけるセメントの消費量成長率は低水準で留まり、2.6%であると推定されている。

供給の増加はセメント業の競争圧力を高まる。



ソース: FiinPro, BSC Research の予測

案件	生産能力 (100万t)	地域	展開期間
Long Sơn – DC 3	2.3	Thanh Hóa	2019–2020
Long Sơn – DC 4	2.3	Thanh Hóa	2021
Fico Tây Ninh – DC 2	1	Tây Ninh	2018–2021
Đại Dương	4.6	Thanh Hóa	2020–2022
Xuân Thành	4.5	Hà Nam	2021–2022

ソース: BSC Research

セメント企業の 2021 年純利益は前向きな消費量及び石炭価格を引上げる低い圧力のおかげで、改善されるだろう。世界の石炭価格が消費需要の削減と中国政府によるオーストラリアからの石炭輸入の禁止に圧力をかけられているため、セメント企業の石炭価格は低い水準で維持すると予測されております。HT1 などのベトナム石炭・鉱物産業グループ(TKV)以外海外から購入している企業は世界の低石炭価格から恩恵を引き続き受けます。また、好調な消費状況は、販売量を増加させ、固定費用を削減させ、企業の利益率を改善させるだろう。

中期的には、セメント業の生産能力が拡大されるのは競争圧力を高まるだろう。次のサイクルに建設資材需要の成長の勢いを利用するために、多くの企業、特に民間企業は、許可された案件の再開あるいは投資案件展開を加速している。

投資観点 – 中立

BSC はセメント業の 2021 年投資見通しを「中立」と評価しております

銘柄	2021 年の売上高 (10 億ドン)	% YoY	2021 年の税引後利益 (10 億ドン)	% YoY	2021 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	2020 年 12 月 31 日の終値	2021 年の目標価格	Upside
HT1	9,015	12.8%	836.8	34.5%	1,974	8.8	1.2	17,450	19,750	13.2%

ソース: BSC Research の予測

7. セクターに対するマクロ要素の影響

欧州の経済難/英国の EU 離脱/ユーロ安

	貿易戦争	湾岸の緊張/（原油価格の上昇）	FRB が金利を引き下げる	ヨーロッパの経済困難/Brexit / ゆーロ安	国内での金利を引き下げる	中国経済の成長率が低迷する	CPTPP 協定	FTAs 協定
海運	(+/−)	(−)		(+)	(+)		(+)	(+)
不動産					(+)			
建設					(+)			
セメント				(+)	(+)			
繊維・アパ	(+/−)	(−)		(−)	(+)		(+)	(+)
電気		(−)		(+)	(+)			
薬品				(+)	(+)			
プラスチッ		(−)			(+)			
タイヤ	(+)	(−)				(−)		
銀行	(−)		(+)	(−)		(−)	(+)	(+)
鉄鋼	(−)				(+)	(−)		
水産	(+)			(−)	(+)	(−)		
精糖					(+)	(−)		
石油・ガス		(+/−)			(+)	(−)		
肥料		(−)			(+)	(+)		
ゴム		(+)				(−)		
タイル		(−)			(+)			
IT		(−)		(−)				(+)
港湾	(+/−)				(+)		(+)	
航空	(+/−)	(−)			(+)		(+)	(+)
自動車							(+)	
保険	(−)				(+)			
小売り					(+)		(+)	(+/−)
食品					(+)		(−/+)	(+/−)

ソース: BSC Research

8. タイムライン別の出来事

月間	日付	ベトナム	日付	国際
1		第 13 党大会	26	FED 会議、金利・金融の政策の発
	18	ETF VN30 のレビュー	21	ECB 理事会、金利・金融の政策
	20	第 4 四半期業績報告書の提出期		

	21	先物取引契約の最終期限		
	30	ETF VFM VN30 のポートフォリオ		
2	18	先物取引契約の最終期限	9	MSCI が四半期ごと指数見直しを
	22-26	Ishare MSCI レビュー		
3	08-19	ETF FTSE VN がポートフォリオを	1	MSCI: 新規ポートフォリオが有効
	15-19	ETF VNM がポートフォリオを公表	11	ECB 理事会、金利・金融の政策
	18	先物取引契約の最終期限	17	FED 会議、金利・金融の政策の発
	15-19	ETF VNM. ETF FTSE が取引を完	22-26	FTSE の市場ランキング
4	15	先物取引契約の最終期限	22	ECB 理事会、金利・金融の政策
	19	ETF VN30 レビュー	27-28	FED 会議、金利・金融の政策の発
	20	第 1 四半期業績報告書の提出期		
	29	ETF VFM VN30 がポートフォリオ		
	30	第 1 四半期業績報告書の提出期		
5	20	先物取引契約の最終期限	11	MSCI が 2021 年上半期指数見直
	24-28	Ishare MSCI レビュー	28	MSCI: 新規ポートフォリオが有効
	5 月	国会会議		
6	07-18	ETF FTSE VN がポートフォリオを	10	ECB 理事会、金利・金融の政策
	14-18	ETF VNM がポートフォリオを公表	16	FED 会議、金利・金融の政策の発
	17	先物取引契約の最終期限		
	14-18	ETF VNM. ETF FTSE が取引を完		
	6 月	国会会議		
7	16	先物取引契約の最終期限	1-2	OPEC の会議
	17	ETF VN30 レビュー	22	ECB 理事会、金利・金融の政策
	20	第 2 四半期業績報告書の提出期	28	FED 会議、金利・金融の政策の発
	30	ETF VFM VN30 がポートフォリオ		
8	15	第 2 四半期業績報告書の提出期	11	MSCI が四半期ごと指数見直しを
	19	先物取引契約の最終期限		
	23-27	Ishare MSCI レビュー		
9	06-17	ETF FTSE VN がポートフォリオを	1	MSCI: 新規ポートフォリオが有効
	13-17	ETF VNM がポートフォリオを公表	9	ECB 理事会、金利・金融の政策
	16	先物取引契約の最終期限	22	FED 会議、金利・金融の政策の発
	13-17	ETF VNM. ETF FTSE が取引を実	20-24	FTSE の市場ランキング
			15-30	国連総会の第 76 回会期
10	18	ETF VFM VN30 レビュー	28	ECB 理事会、金利・金融の政策
	20	第 3 四半期財務報告書の提出期	31	Brexit 合意の期限
	21	先物取引契約の最終期限	10 月	IEA の定期会議
	30	ETF VFM VN30 がポートフォリオ		
	10 月	中央会議		
11	19	先物取引契約の最終期限	11	MSCI が 2021 年下半期指数見直
	22-26	Ishare MSCI レビュー	3	FED 会議、金利・金融の政策の発
	11 月	国会会議		
12	04-17	ETF FTSE VN がポートフォリオを	1	MSCI: 新規ポートフォリオが有効
	11-17	ETF VNM がポートフォリオを公表	15	FED 会議、金利・金融の政策の発
	17	先物取引契約の最終期限	16	ECB 理事会、金利・金融の政策
	Nov-17	ETF VNM. ETF FTSE が取引を実		

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