BSC

2022年
セクターの展望

科目

1. 2022 年セクターの見通し 3
2. 各業種の経済サイクルと見通し ..... Error! Bookmark not defined.
3. 2022 年のセクターに影響を与える政策及び情報 ..... Error! Bookmark not defined.
4. 2022 年セクターの見通し ..... Error! Bookmark not defined.
5. 2022 年の注目銘柄 19
6. 業界に影響を及ぼすマクロ要素 ..... Error! Bookmark not defined.
7. 2022 年出来事 ..... Error! Bookmark not defined.
I/ 公共投資・インフラ強化及び FDI 誘致 ..... Error! Bookmark not defined.
商業不動産業[中立] ..... Error! Bookmark not defined.
工業団地区用不動産業[有望] 28
建設業[有望] 31
建設用石材業[有望] ..... Error! Bookmark not defined.
港湾業[有望] 38
鉄鋼業[中立] 40
II/ 新型コロナウイルス感染症の後の経済回復 ..... Error! Bookmark not defined.
IT・郵便通信業[有望] 44
銀行業[有望] 46
石油・ガス業[有望] 52
繊維・アパレル業[有望] 53
消費材・小売り業[有望] 54
水産業[有望] 59
ゴム・タイヤ業[有望] 60
損害保険業[中立] 63
電気業[中立] 65
肥料業 [中立] 70
航空業[中立] 74

1. 2022 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。2022 年は新型コロナウイルス感染症の流行による困難を過ごした後、ベトナム経済の内力及び回復能力を評価する重要な前提年である。2021 年末には、楽観的なシグナルを見せていた。

- (1)新型コロナウイルス感染症のワクチン接種率が高い水準に達した。ベトナムは世界で最高接種率に達する 6 つの国うちの一つである。2022 年 1 月 11 日時点まで、ワクチンを 2 回目接種した人が全人口の 92.6%、3 回目接種した人が全人口の 11.8%に達し、接種進捗が 1 日に当たり 100 万回接種に達した。
- (2)生産経営活動が回復し、PMI が 2021 年 11 月及び 12 月に 52 ポイントを上回った。
- (3)第 2 回の経済援助パッケージが承認された。

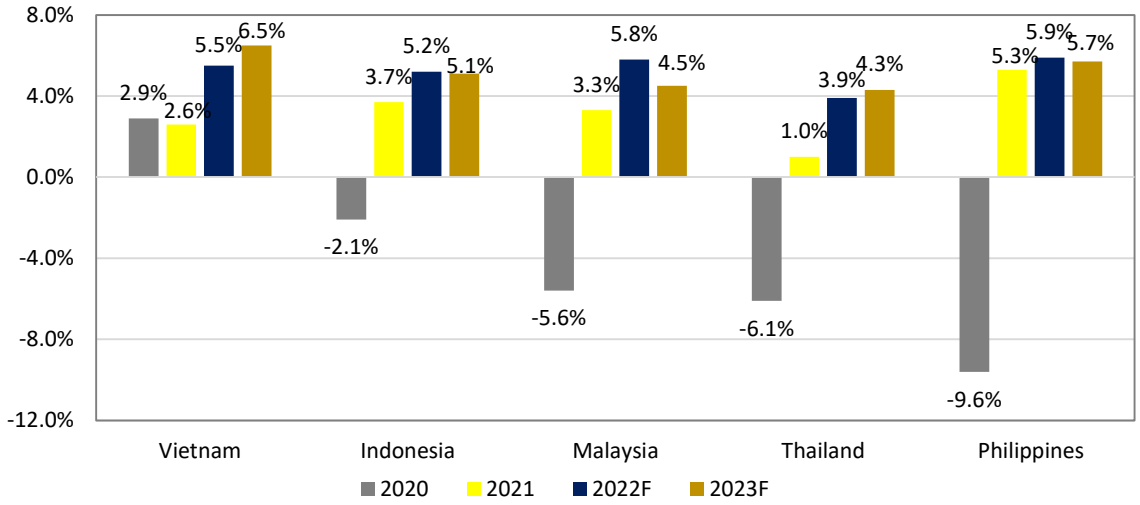
2022 年:ベトナム-アジアの新虎

- ワクチン接種率が高いのおかげで、ベトナムが連続生産の為に、「「ゼロ・コロナ」政策を「新型コロナウイルス感染症と共に暮らす」政策に変更した。
- GDP 成長率が回復し、ネガティブなシナリオには、2022 年及び 2023 年の GDP 成長率がそれぞれ、6.0%、6.7%となり、ポジティブなシナリオには、それぞれ、6.6%、7.0%となると予測される。
- 経済援助政策が維持される。それは(1)経済刺激財政政策、(2)貸付成長率が 14%に達することへの期待、(3)公共投資の実行額が 4,623 億ドンを達するということです。
- 金利が低い水準で留まっている背景には、証券市場は国内資金を誘致する魅力的な投資チャネルである。

BSC はベトナム証券市場に長期的に影響を与える重要な問題を評価した。それは(1)公共投資の第 1 回及び第 2 回評価、(2)米中貿易関係評価、(3)重工業製品シフト傾向評価、(4)世界の物価、(5)社会隔離措置後の機会などです。

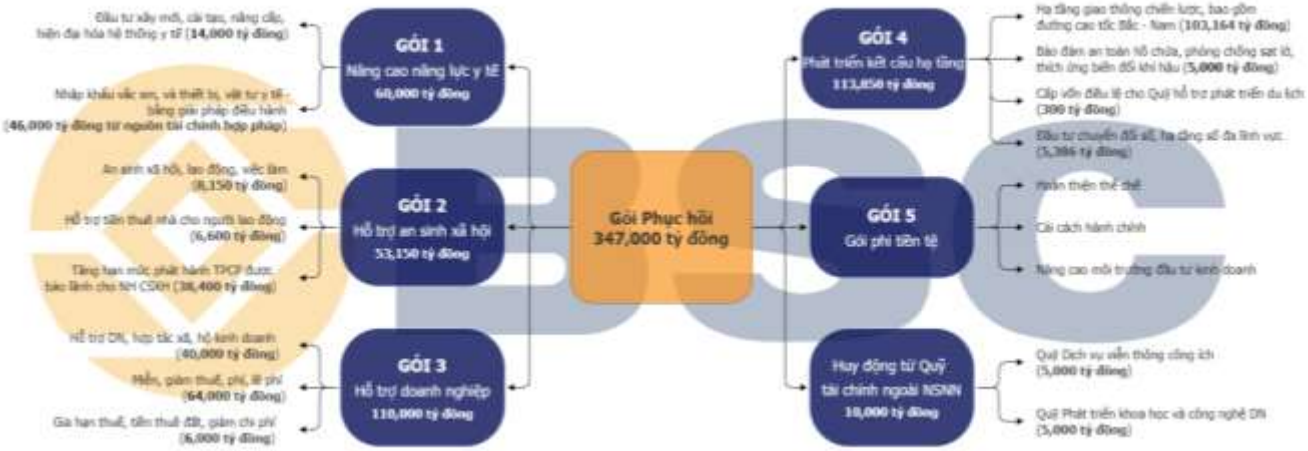
BSC は市場の 2022 年見通しを明るいだと評価したが、2021 年に比べて明暗で大きく分かれたことと強調しております。そのために、BSC は 2022 年の「波」を超える為に、投資家が株式選択及びリスク管理規則という羅針盤を守るべきだと考えております。

最初、BSC は基本的なシナリオには、GDP 成長率が 6.6%に戻すに連れて、多くの事業が回復すると予測している。11 月及び 12 月の PMI は 52 ポイントの上で維持し、新規受注の数量及び産量が急増したのは回復シグナルが維持されたと示した。ワクチン接種率が高い水準で維持したのは生産経営活動を維持し、生産チェーンの中断を予防する。World Bank の予測によると、次の 2 年間にベトナムはアジア諸国に比べて GDP 成長率を最も高い水準で引続き維持する。更に、消費需要が回復すると共に、中所得者層が増加するのは消費財・小売り業の明るい見通しの原動力となっている。

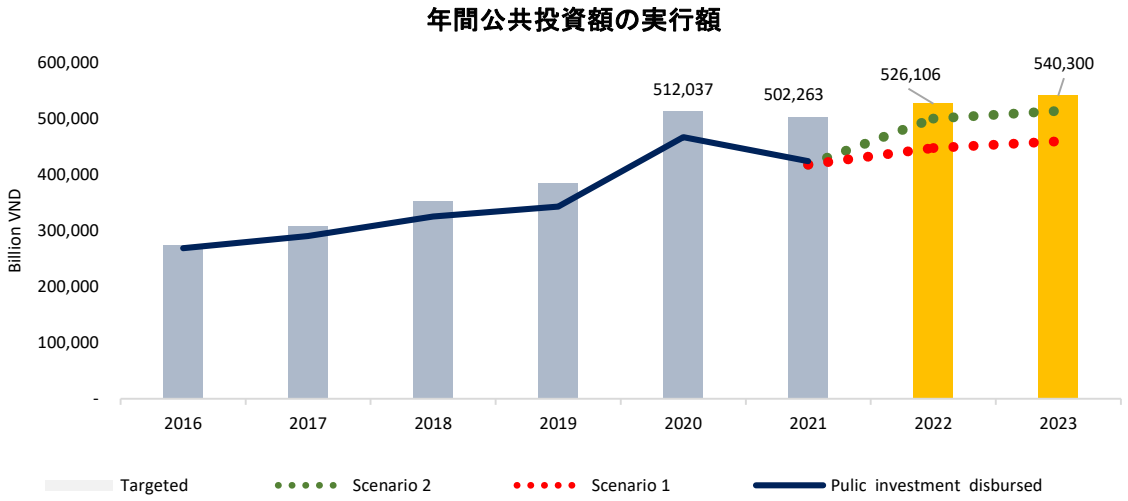


ソース: World Bank

また、経済支援パッケージ、特に公共投資パッケージは 2022 年～2023 年期間における経済回復の基礎である。経済支援パッケージ額は 347 兆ドンで、GDP の 4.1%を占める。そのうち、インフラ投資パッケージは GDP の 1.3%を占める。具体的には、経済回復策は下記の通りに分けられる。



ソース: BSC Research, GSO



ソース: BSC Research, GSO, FiinPro

公共総投資額(10 億ドン)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022FC		2023FC	
	274,561	307,661	352,017	383,336	512,037	502,263	526,106		540,300	
	前年計画の実行進捗						シナリオ 1	シナリオ 2	シナリオ 1	シナリオ 2
総計	97.83	94.41	92.3	89.46	91.13	84.3	85	95	90.4	95
中心	95.33	91.13	89.94	85.29	91.42	81.2	85	95	89.4	95
地方		95.38	92.84	90.25	91.06	85.0	85	95	90.6	95
前年同期比(%)										
総計	15.09	7.23	12.52	5.81	34.45	−8.60	7.2	19.8	2.7	2.7
中心	14.89	3.91	−6.14	−12.03	59.69	−8.25	8.0	20.2	8.0	8.0
地方	15.15	8.21	17.75	9.78	29.95	−8.68	7.1	19.7	2.7	2.7

ソース: BSC Research, GSO

GSO(ベトナム総合統計局)の推定によると、2021 年の国家予算の実行額は前年比 8.6%減、年間計画の 84.3%を達成した。しかし、BSC は新型コロナウイルス感染症の第 4 波が南部で拡大したことにより、2021 年第 3 四半期の実行進捗が遅くなったと注意しております。BSC は 2022 年及び 2023 年の公共投資額がそれぞれ、前年比+4.7%増の 526 兆 1,060 億ドン、同+3.6%増の 540 兆 3,000 億ドンを達すると予測しております。

BSC の総合データーによると、公共投資構成は地域をつながる交通インフラ建設、工業団地、港湾を接続するゲートウェイ建設に集中しる。総投資額は 389 兆ドンである見込みです。これはインフラ交通に関する問題を解決する。流通費用及び経済の一般費用が減少するのはベトナム企業が FDI を誘致し、東南アジア、アジア地域のセンターになる機会を持つことができる。

重要なインフラ投資案件

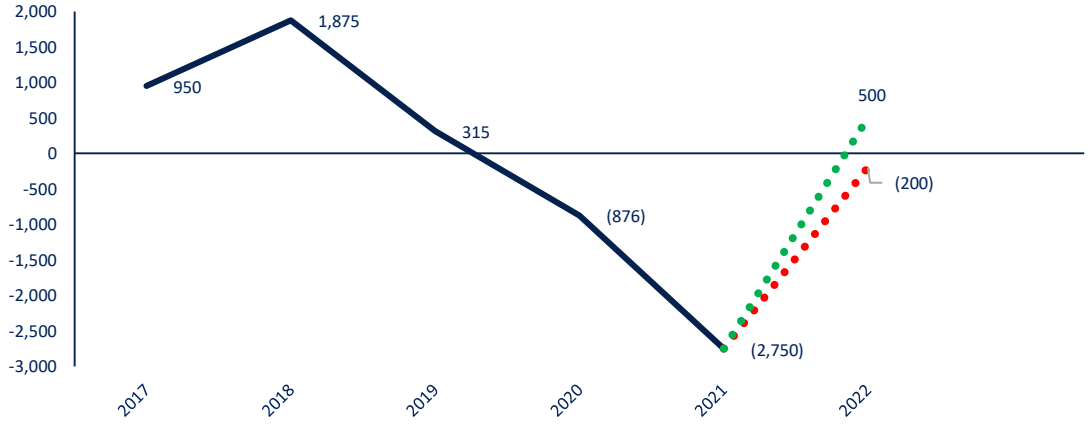
Số km	Dự án	TMĐT	Nguồn từ NSNN	Nguồn vốn		Dự kiến phân bổ vốn Gói Phục hồi		Tổng chi cho phát triển CSHT
				Đầu tư công trung hạn, nguồn NSTW, giai đoạn 2021-2025	Gói Phục hồi, nguồn NSNN giai đoạn 2022-2023	Năm 2022	Năm 2023	
659	Cao tốc Bắc - Nam phía Đông (giai đoạn 1)	97,288	83,635	60,668				60,668
63	Mai Sơn - QL45	12,111	12,111	9,415				
43	QL45- Nghi Sơn	5,534	5,534	4,397				
50	Nghi Sơn - Diễn Châu	7,293	7,293	6,032				
50	Diễn Châu - Bãi Vọt	13,338	6,618	5,379				
98	Cam Lộ - La Sơn	7,669	7,669	4,677				
50	Nha Trang - Cam Lâm	7,615	5,058	2,232				
79	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13,687	9,311	5,625				
106	Đoạn Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10,854	10,854	8,830				
98	Phan Thiết - Dầu giây	12,577	12,577	9,602				
7	Cầu Mỹ Thuận 2 và đường dẫn hai đầu cầu	5,003	5,003	3,837				
15	Cao Bồ - Mai Sơn	1,607	1,607	642				
	Bồi thường tái định cư sân bay Long Thành			4,660				4,660
	Đường bộ Cao tốc	273,973	262,969	74,251	92,634	5,334	87,300	166,885
729	Cao tốc Bắc - Nam phía Đông (giai đoạn 2)	146,990	146,990	47,169	72,476	2,051	70,425	119,645
36	Bãi Vọt Hàm Nghi	7,403	7,403					
54	Hàm Nghi - Vũng Áng	10,185	10,185					
58	Vũng Áng - Bùng	11,785	11,785					
51	Bùng - Vạn Ninh	10,526	10,526					
68	Vạn Ninh - Cam Lộ	10,591	10,591					
88	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,898	20,898					
69	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,544	12,544					
62	Quy Nhơn - Chí Thạnh	12,298	12,298					
51	Chí Thạnh - Vân Phong	10,601	10,601					
83	Vân Phong - Nha Trang	12,906	12,906					
37	Cần Thơ - Hậu Giang	9,768	9,768					
72	Hậu Giang - Cà Mau	17,485	17,485					
	Tuyến cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	18,635	18,635	5,740	3,500	37	3,463	9,240
	Tuyến cao tốc An Hữu (Tiền Giang) - Cao Lãnh (Đồng Tháp)	6,054	6,054	1,864	1,204	12	1,192	3,068
	Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng - Trần Đề	49,745	49,745	14,247	3,800	99	3,701	18,047
	Cao tốc khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	17,435	17,435	5,231	2,320	35	2,285	7,551
	Cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang	6,264	4,800	-	3,584	1,000	2,584	3,584
	Dự án cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	9,770	9,770	-	4,650	2,000	2,650	4,650
	Cao tốc Ninh Bình - Nam Định - Thái Bình - Hải Phòng	19,080	9,540	-	1,100	100	1,000	1,100
	Dự án giao thông, kết nối tới các cửa ngõ, kết nối vùng, KCN, cảng biển	18,554	15,786	2,412	10,530	2,316	8,214	12,942
	Cầu Đại Ngãi - QL60	8,040	8,040	2,412	4,130	16	4,114	6,542
	Tuyến kết nối QL1A - Cầu Giẽ - QL21A - QL21B, cao tốc HN-HP	4,950	3,000	-	2,500	800	1,700	2,500
	Tuyến đường tỉnh ĐT.295C, ĐT.285B, ĐT.277B kết nối Bắc Ninh, cầu Hà Bắc, Vành đai 4	1,495	1,000	-	900	300	600	900
	QL12C kết nối khu liên hợp Fomosa Hà Tĩnh	669	500		500	200	300	500
	Nâng cấp Quốc lộ 4B	3,400	3,246	-	2,500	1,000	1,500	2,500
	Tổng cộng	389,815	362,390	141,991	103,164	7,650	95,514	245,155

ソース: 総合、BSC Research

BSC は建設業、建材業が直接的に恩恵を受け、商業不動産業、工業団地区用不動産業、港湾業が間接的に恩恵を受けると期待しております。

更に、2024 年の市場アップグレード機会のおかげで、外国投資キャッシュフローは 2021 年の売り越し傾向を逆転する。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。多くの新しい商品が 2022 年に展開される見込みです。それは(1)新しい取引システム、(2)T+0 取引、(3)先物取引契約、VNX 200 指標、(4)預託証券(DR)である。BSC の予測によると、ベトナム証券市場が 2023 年 6 月の評価期の後、MSCI の観察リストに追加され、2024 年に公式にアップグレードされる可能性がある。BSC は外国からのキャッシュフローが段々戻すと予測しております。

外国人投資家のキャッシュフローの逆転（単位：**100万USD**）



ソース: FiinPro, BSC Research

次は、2022 年の国家資金の回収は 2 年間に低迷した後、活発になる。2020 年から 2021 年まで、株式会社化及び国営企業から資金回収が低迷した。2021 年には、株式化を完成しない企業数が 89 企業、回収額が 4 兆 4,020 億ドンに達した。BSC は 2022 年に政府が回収を強化すると信じています。これは政府が 2023 年～2025 年期間における公共投資案件を実行するための資金をさらに持つことに役立つ。2022 年に資金を回収する可能性がある企業は BMI、FPT、SAB、NTP を挙げられる。回収額が 17 億 USD だと推定される。

注意すべき資金回収上場企業リスト（単位：10 億ドン）

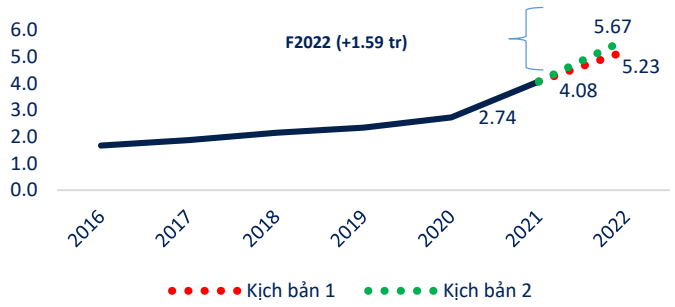
順番	社名	銘柄	資本金	国家資本金	比率(%)	時価総額	2022 年 1 月 18 日時点の株価
1	ソンダ総会社	SJG	4,495	4,486	99.79%	121,120,950	27,000
2	ベトナム繊維・衣料総公社	VGT	5,000	2,674	53.49%	63,917,706	23,900
3	サイゴンビール・アルコール飲料総公社	SAB	6,413	2,309	36.00%	348,623,587	151,000
4	ベトナム水産物株式会社*	SEA	1,250	792	63.38%	34,464,180	43,500
5	バオベトグループ	BVH	7,423	222	2.98%	11,431,670	51,600
6	第 1 建設資材総公社	FIC	1,270	509	40.08%	16,033,532	31,500
7	バオミン保険株式総公社*	BMI	914	463	50.70%	18,526,939	40,000
8	FPT 株式会社*	FPT	7,763	460	5.93%	40,543,000	88,100
9	ティエンフォン・プラスチック	NTP	1,178	437	37.10%	28,410,040	65,000
	総合					**683,071,604**	

ソース: SCIC, BSC Research 総合

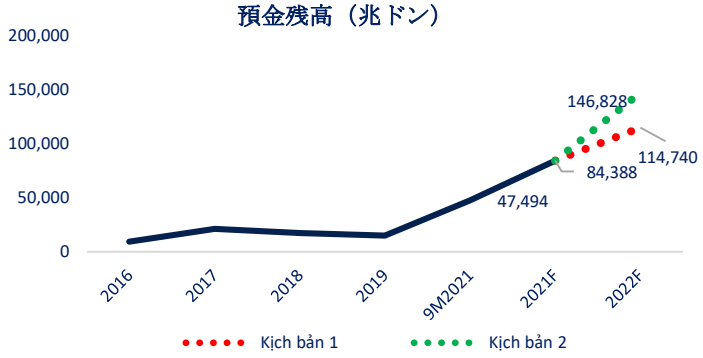
<u>また、BSC は注意すべき要素を下記の通りに挙げる。</u>

個人投資家の資金は 2022 年のベトナム証券市場をリードする要素であり続ける。2022 年には、新規証券口座数は 2016 年～2020 年期間に比べて 1.5 倍増の 150 万口座となった。BSC はこの傾向が中長期には続き、市場のポテンシャルがまだ大きい、証券市場への投資転向が初期にあると考えております。20 年～30 年前に「アジア虎」国で一人当たり GDP が 4 千 USD 付近に達すると、これは起こった。

国内新規証券口座数（100万口座）



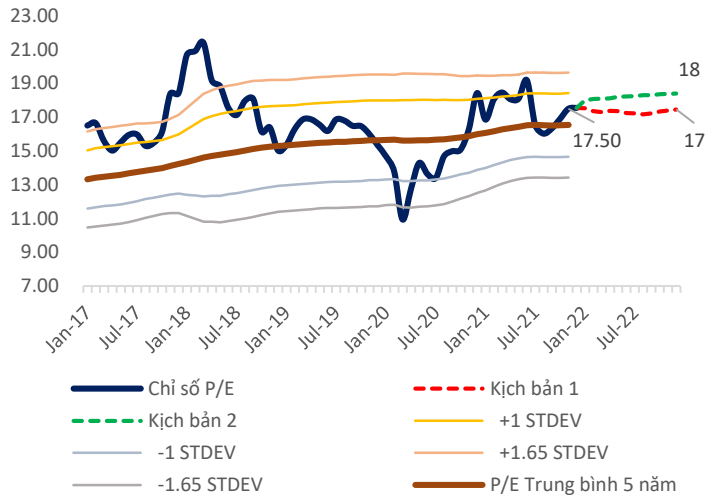
預金残高（兆ドン）



ソース：VSD, FiinPro, BSC Research

しかし、「低金利」周期が終了するようです。BSC は金利を低い水準で維持する可能性があり、その後 FED の金利引き上げの圧力の下で、段々上昇する可能性があると予測しております。経済がゆっくり成長している背景には、ベトナムインフレ率を安定的な水準で維持していることで、国家銀行が政策を維持する原動力をもっと得るだろう。しかし、FED が 2022 年には金利を 0%～0.25%から 0.75%～1%に 3 回引き上げる情報が国家銀行に対して金利の圧力をかける。そのために、BSC は 2022 年には、市場は明暗で大きく分かれることで、株式選択の能力が投資の有効率影響する重要な要素であると考えております。

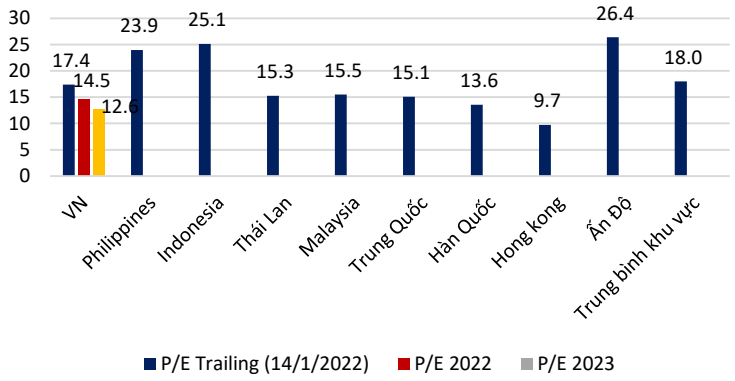
BSC が観察している企業の 2022 年税引後利益は前年同期比+21%増となると推定される。これは証券市場が新過去最高値を設定する原動力である。新たな変異株「オミクロン株」が再拡すれば、経営生産活動が中断されると、2022 年の税引後利益が前年比+14%増となると予測される。BSC は 2019 年～2020 年期間の平均希薄化率 5%を除いた後、EPS FW を 16.5%だと予測しております。2022 年 1 月 18 日時点まで、VNインデックスは PE を 14.5x で取引している。BSC はVNインデックスがポジティブなシナリオには、2022 年末時点で 1782 ポイントに達すると予測しております。



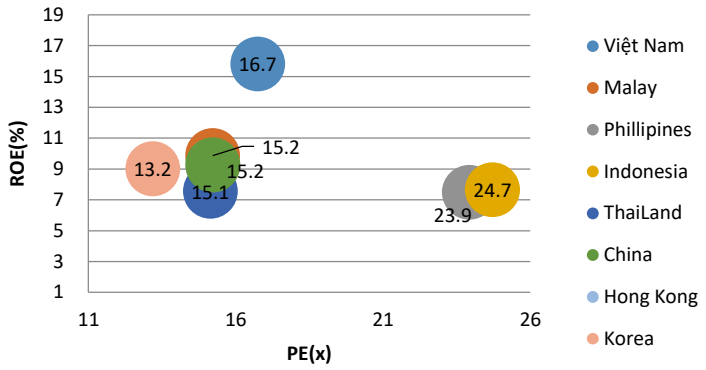
税引後利益 (%)	基本的なシナリオ		ネガティブなシグナル
	2021F	2022F	2022F
IT・情報通信業界	19%	22%	18%
銀行業界	22%	27%	21%
食品・飲物業界	1%	−7%	−10%
小売り業界	25%	29%	22%
不動産業界	32%	20%	14%
建材業界	118%	−3%	−11%
石油業界	153%	23%	13%
ユーティリティー業界	−5%	31%	27%
航空業界	−59%	165%	157%
港湾業界	31%	24%	18%
輸出業界	47%	25%	19%
総合（%）	**45%**	**21%**	**14%**

ソース：Bloomberg, BSC Research

ＶＮインデックス及び地域のPE評価



PE and ROE in Asia Market 2022



ソース：Bloomberg, BSC Research

ベトナム及び地域の各業界の P/E 及び P/B

	ベトナム		平均		インドネシア		マレーシア		フィリピン		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
金融業	15.2	1.9	**14.2**	**0.9**	18.5	0.9	13.1	1.0	13.8	0.8	14.7	0.9
消費財業	16.0	1.5	**15.9**	**1.3**	11.3	1.4	15.4	2.2	20.9	1.1	16.4	1.3
工業	12.9	1.5	**17.6**	**1.2**	16.2	0.9	15.4	0.9	19.7	1.6	19.1	1.4
石油業界	17.0	1.6	**11.8**	**0.9**	10.2	0.5	39.4	3.4		0.3	11.8	1.2
消費サービス	31.8	1.9	**20.5**	**1.4**	24.5	1.6	10.3	1.2	32.3	2.7	16.4	1.3
基本的な建材	13.9	1.2	**10.1**	**1.5**	11.1	1.2	16.3	2.3	8.7	1.9	9.1	1.2
ユーティリティー業界	11.3	1.8	**14.0**	**1.1**	10.8	0.9	14.5	0.9	13.4	1.2	16.7	1.2

テクノロジー業界	26.0	2.8	**20.5**	**2.8**	21.1	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	19.9	2.2
健康業界	14.1	2.3	**17.7**	**2.5**	14.7	2.1	33.1	2.5	n/a	n/a	17.7	3.3
通信情報業界	20.1	4.8	**22.1**	**3.0**	17.9	2.0	22.1	3.9	22.1	3.9	26.0	1.6

ソース：Bloomberg, BSC Research

2. 各業種の経済サイクルと見通し

2020 年～2021 年期間には、(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。現在まで、新型コロナウイルス感染症の流行は特に 2021 年第 2 四半期～第 3 四半期には経済成長にマイナス影響を与えた。しかし、インフレ率を有効的にコントロールしている背景には、生産の成長が回復している。BSC によると、ベトナム経済循環が低い水準でと留まった。政府は経済援助パッケージを通して経済回復を集中している。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、預金金利が最低値に下落し、短期金利が低い水準で留まり、政府が経済刺激のための財政政策を占めた。

経済循環	**インフレ率**	**経済政策**	**市場のシグナル**
復旧の初期	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こと或いは引下げること可能性がある。 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。
高度成長の後期 (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng インフレ率が上がっている。	Giảm thắt chặt 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。
減速期 (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。 株価が後退期末に上昇し始める。

ソース：BSC Research

3. 2022 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	2022 年 1 月 12 日の状態
国際マクロ及び経済の政策					
	禁輸政策				
1	FED:2022 年に金融政策を引き締め、金利を 3 回引き上げる。		マイナス	超強い	まだ影響していない
2	PBoC:中国経済成長率が急増する。		プラス	超強い	影響中
3	ECB:金融緩和政策を続ける。		絡み合い	強い	影響中
4	原材料価格が安定的な水準で維持する。		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		プラス	強い	影響中
7	OPEC 総会	04/03/20222	絡み合い	強い	まだ影響していない
8	G7 首脳会議	2022 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	経済支援パッケージ		プラス	強い	影響中
2	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
3	投資法、企業法の改正		プラス	強い	まだ影響していない
4	証券法の改正	01/01/2021	プラス	強い	影響始める
5	食料品、ガソリン価格が引き上げる		マイナス	適当	影響中
6	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		プラス	強い	まだ影響していない
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	金利を引き下げる。		プラス	強い	影響中

順番	マクロ政策及び情報	有効日	影響	影響度	2022 年 1 月 12 日の状態
9	銀行の最小資本安全率が 8%です。	01/01/2020	絡み合い	適当	影響した
	証券政策				
10	入庫待ち株式の売却を許可する。		プラス	強い	まだ影響していない
11	預託証券の表決権がない。		プラス	強い	まだ影響していない
12	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
13	商業株式銀行が上場、資金回収する		プラス	強い	まだ影響していない
14	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	交渉終了	プラス	強い	影響中
2	UKVFTA	交渉終了	プラス	強い	影響中
3	RCEP ASEAN	交渉終了	プラス	強い	影響中

ソース：BSC Research

4. 2022 年セクターの見通し

BSC の投資課題によって 2022 年セクターの見通しのまとめ

2022 年 投資課題

新型コロナウイルス感染症後の回復

有望	
IT・通信情報業界	FPT, ELC, VTP, CTR
銀行業界	BID, STB, VCB, TCB, VPB
石油価格	GAS, PLX, PVD, PVS, PLC, BSR, PVT
繊維・アパレル業界	MSH, TNG
消費財・小売り業界	MWG, VNM, PNJ, PET, DGW, MSN, MCM, DBC
水産業界	VHC, ANV
ゴム・タイヤ業	GVR, PHR, DPR, DRC

中立	
保険業界	BMI, PVI, MIG, PTI
電機業界	PPC, HND, PC1, REE, NT2, POW, PGV, VSH
肥料業界	DPM, DCM, BFC, LAS, DDV, PMB
航空業界	HVN, VJC, ACV, SCS

公共投資・インフラ投資の強化及び FDI 誘致

有望	
商業用不動産業界	VHM, NLG, DXG, NVL, AGG, KDH
工業団地区不動産業界	BCM, KBC, LHG, SZC, GVR
建設業界	CTD
建築用石材業界	CTI, DHA, KSB
港湾業界	GMD, SGP, VSC

中立	
鉄鋼業界	HPG, HSG, NKG

ソース：BSC Research

業界	観点	評価	注目銘柄
I.公共投資・インフラ投資の強化及び FDI 誘致			
不動産業	有望	• 供給源が不足している背景には、「地価高騰」現象と共に、不動産価格が大幅に上昇する。 • 商業不動産業が政府の公共投資強化から恩恵を受け、法律の手続きの処理進捗が加速させると期待される。 • 不動産の供給源は2022年～2023年に大きく回復する。いくつかの大手上場企業の新規販売総額が直近の5年間に過去最高を記録すると予測される。 • 新型コロナウイルス感染症の流行により、案件引き渡しが2022年まで遅延された。そのために、2022年の利益成長が明るいとなるだろう。 • 2022年初の新型コロナウイルス感染症の流行は優良な株式を累積する機会である。 • BSCはVHM、NLG、DXGを「買い」、NVL、AGG、KDHを「ホールド」と推奨しております。	VHM, NLG, DXG, NVL, AGG, KDH
工業団地区用不動産業	有望	• 2021年には、工業団地区用土地の賃貸需要が新型コロナウイルス感染症の流行に影響されたが、豊富な労働力、人件費の安さ、改善された接続交通インフラ、政府のFDI誘致政策という利点として、ベトナムが世界における潜在的なメーカーを誘致する到達点だと評価されている。 • ベトナムで100%労働力人口が新型コロナウイルス感染症のワクチンを接種されたことで、2022年には接種新型コロナウイルス感染症は工業団地区の取引進捗に影響を与える障壁ではないだろう。 • 2021年に工業団地区用土地の供給源の展開及び第2, 3級省・市へ移転する傾向 • 接続交通インフラは「流通」というボトルネックを処理し、工業団地区用不動産業に直接的にサポートする。 • BSCはプラスチック業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	BCM, KBC, LHG, SZC, GVR
建設業	有望	• 建設業は回復している傾向にあり、新成長周期に入ると期待される。 • 2021年の低い水準は2022年の大きな成長をサポートしている。 • 投入原材料価格が2022年に下落すると予測されるのは建設企業、特に新規案件額が高い企業の利益率を引き上げる。 • BSCは建設業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	CTD
建設用石材業	有望	• 建設用石材業の2022年見通しが明るいだと予測されるのは（1）2021年の低い水準、（2）公共投資パッケージの実行進捗が加速させ、土木不動産が徐々に回復するということから由来する。 • BSCは建設用石材業の2022年見通しを「有望」と評価しております。	CTI, DHA, KSB

港湾業	有望	• 2022年には、BSCは世界経済の回復が国際貿易を刺激したことおかげで、港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比10%増の264万TEUSを達すと予測しております。 • 2022年には、利益が前年比+24%増となるときたされるのは港湾業の回復及び港湾の効率の向上のおかげで、港湾を通じるコンテナ取扱量が6%～27%増となることから由来する。 • BSCは港湾業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	GMD, SGP, VSC
鉄鋼業	有望	• 国内消費量は回復するのは（1）公共投資額がインフラに集中する、（2）建設活動が徐々に回復するということから由来する。 • 多くの国は新型コロナウイルス感染症前の水準に回復するに連れて、輸出市場は更に競争性がもっと厳しくなる。 • 利益率が下落するのは販売価格の値下げ及び原材料価格の値上げから由来する。 • BSCは鉄鋼業の2022年見通しを「中立」と評価しております。	HPG, HSG, NKG
II/新型コロナウイルス感染症の後の経済回復			
IT・郵便通信業	有望	• 2021年には、情報通信技術（ICT）業及び通信業の収入はそれぞれ、前年比+10%増の1,360億USD、同+2%増の56億USDを達した。 • 2022年には、BSCは（1）デジタルトランスフォーメーション傾向及び政府のスマート交通の投資、（2）5G通信サービスが通信企業の経営活動を促進するということを基づく、IT・郵便通信業の見通しが明るいだと評価しております。 • BSC証券はIT・郵便通信業の2020年見通しを「有望」と評価しております。	FPT, ELC, VTP, CTR
銀行業	有望	• 2022年には、BSCは（1）景気がエピデミック後も回復を続ける、（2）サポートパッケージは今後2～3年で約350兆VNDであると推定されているという要素のおかげで、貸付成長率が14.0%であると予測しております。 • BSCは2022年の純金利マージン(NIM)が（1）景気の回復が貸付成長率を増加させる、（2）貸付金利がサポート期間の後回復するという要素のおかげで、前年比+35%pt上昇すると予測しております。 • 2022年には、銀行業の成長率は22.2%になると期待しております。 • 現在、2022年1月11日の時点での銀行業の2022年P/Bflは1.5xである。	BID, STB, VCB, TCB, VPB
石油業	有望	• 2021年には、原油価格は大幅に回復し、2021年第4四半期に80ドル/バレルを上回った。 • 原油消費量は大幅に増加すると予測されますが、供給の成長がまだ遅いです。 • いくつかの石油案件はより前向きな兆候を示し始めており、近い将来に開始される予定です。 • BSCは世界的な原油価格が80ドル/バレルであると仮定を基づく、石油・ガス業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。BSCはGAS、PVSとPLXの2022年投資評価を「買い」と推奨しております。	GAS, PLX, PVD. PVS, PLC, BSR, PVT
繊維・アパレル業	有望	• 2021年には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年比11%増の390億ドンだった。 • 2022年には、BSCは、諸国のワクチン接種率が高い水準で留まっている背景には、伝統的な受注の増加及びサプライチェーンの混乱のリスクが低い水準で留まることのおかげで、繊維・アパレル業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	MSH,TNG

		• BSCはBSCは、TNG, TCM, GILなどの多くの繊維企業が利用可能な土地資金に基づいて不動産事業に発展する傾向があると認識しております。 • BSCは繊維・アパレル業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	
消費材・小売り業	有望	• 新型コロナウイルス感染症の流行は小売り・消費サービス業にマイナスな影響を及ぼした。 • 「新普通状態」は小売り・消費サービス業の2022年明るい見通しを見せている。 • 新型コロナウイルス感染症は、小売業界の完全な革命を加速させている。 • BSCは小売り・消費サービス業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	MWG, VNM, PNJ, PET, DGW, MSN, MCM, DBC
水産業	有望	• 2021年には、水産製品の輸出額は前年比5.7%増の89億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年比4%増の39億ドル、同3%増の15億ドルだった。 • BSCは(1)需要が高まり、サプライチェーンが壊れていない場合、輸出額が向上する;(2)輸送コストが低下するという要素のおかげで、水産業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。 • BSCは水産業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	VHC, ANV
ゴム・タイヤ業	有望	• 2022年には、BSCはGVR、DPR、PHRなどのゴム企業の利益がコアラテックス事業が成長を続け、売却・土地譲渡/転換からの利益が計上されることのおかげで、前年比23%増加すると評価しております。 • エピデミック後の輸送活動の回復に向けた消費需要の急増によりタイヤ消費量は増加することが見込まれていることで、タイヤ企業の利益成長率は2022年に25%上昇すると期待されている。 • BSCはゴム・タイヤ業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。	GVR, PHR, DPR, DRC
損害保険業	中立	• 2021年11ヶ月には、保険手数料の成長率は新型コロナウイルス感染症の影響により、減速した。 • 大手企業の市場シェアは競争性の激化により低下した。 • BSCは(1)保険料収入がパンデミック後再び増加すると予想されますが、保険料に対する保険金請求比率も前年同期比増加すると予想されます;(2)低金利が保険企業の金融活動事業の利益に影響を与えます、(3)2022年には、資金回収が引き続き加速されるという要素を基づく、損害保険業の2022年投資見通しを「中立」と評価しております。	BMI, PVI, MIG, PTI
電気業	中立	• 2021年9ヶ月の商業用発電量は前年比3.8%増加した。 • 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。 • 将来には、再生可能エネルギー源は電気業に大きな割合を寄与します。今後の風力発電量は電気業の発電総量に5,600 MWを寄与するだろう。 • BSCは電気業の2022年見通しを「中立」と評価しております。	PPC, HND, PC1, REE, NT2, POW PGV, VSH
肥料業	中立	• 2021年の肥料価格は、(1)世界的な肥料需要が回復した、(2)投入資材と貨物の価格が小幅に上昇した、(3)中国のような大規模な肥料生産国も輸出を制限しているという要素のおかげで、大幅に上昇した。 • 石炭、ガス、原油などの投入原材料価格は近い将来予想外に変動する可能性があるが、肥料の需要は2022年に安定的に維持すると予想されております。	DPM, DCM, BFC, LAS, DDV, PMB

		• BSCは（1）2022年の肥料販売価格が原材料価格と共に下落する可能性がある、（2）VAT法の改正が肥料生産企業の利益をサポートするという要素を基づく、肥料業の2022年投資見通しを「中立」と評価しております。	
航空業	中立	• 2021年には、BSCはベトナム空湾を通過する乗客数が前年比82%増の7,500万～8,000万人であると予測しております。 • 2022年では、空港を通じる空運量は前年比13%増の178万tであると期待されています。 • BSCは航空業の2022年投資見通しを「中立」と評価しております 。	HVN, VJC, ACV, SCS

ソース：BSC Research

5. 2022 年の注目銘柄

銘柄	2022 年の収入	% yoy	2022 年の税引後利益	% yoy	2022 年の EPS	2022 年の P/E	2022 年の P/B	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	上昇ポテンシャル
FPT	42,086	17%	6,323	19%	6,103	14.5	1.4	92,000	117,000	27%
VTP	24,221	7%	445	17%	4,061	17.1	3.9	69,800	81,000	16%
CTR	10,915	37%	474	35%	5,080	16.4	3.7	89,900	101,000	12%
ELC	1,506	69%	78	62%	1,427	15.5	0.6	23,350	38,000	63%
GAS	92,778	16%	9,863	18%	5,050	17.9	3.2	112,000	130,000	16%
PLX	180,313	11%	4,217	43%	3,215	17.1	2.8	60,500	70,000	16%
PVD	6,678	30%	364	810%	901	35	0.9	30,700	38,000	24%
PVS	18,262	46%	977	28%	2,044	13.7	0.9	28,700	36,000	25%
PLC	8,048	17%	263	22%	3,261	15.2	2.1	42,500	55,500	31%
BSR	108,313	19%	6,282	22%	1,985	11.7	1.9	26,800	27,000	1%
PVT	7,981	8%	906	9%	2,123	13.5	1.2	23,100	28,000	21%
DPM	12,076	2%	3,129	4%	5,542	7.3	2.0	45,000	51,200	14%
DCM	10,506	5%	1,978	9%	2,499	11.6	2.5	29,750	36,000	21%
BFC	8,659	1%	249	3%	4,364	6.6	1.8	30,400	34,000	12%
LAS	2,423	−4%	70	−7%	1,215	13.6	1.9	18,500	17,200	−7%
DDV	3,061	−6%	216	−13%	1,957	10.3	2.6	20,400	21,800	7%
PMB	2,178	5%	30	7%	2,667	5.7	1.3	15,300	16,800	10%
MSH	5,071	11%	480	7%	9,380	8.0	1.5	79,000	85,900	9%
TNG	5,900	9%	235	17%	3,810	7.7	1.3	31,200	38,000	22%
VHC	11,565	29%	1,411	36%	7,670	7.7	1.5	69,300	90,500	31%
MPC	18,583	12%	844	15%	3,930	10.1	8.3	41,600	45,000	8%
GVR	30,856	7%	5,476	8%	1,369	26.5	2.7	33,600	40,000	19%
PHR	2,120	9%	986	170%	7,277	11.0	3.3	82,400	89,000	8%
DPR	1,444	9%	478	96%	11,116	6.2	1.2	71,300	85,000	19%
DRC	5,158	12%	395	25%	3,325	9.3	2.1	71,300	35,000	−51%
QTP	9,797	2%	594	−6%	1,319	14.4	1.4	18,900	26,000	38%
HND	10,705	19%	589	21%	1,179	16.0	2.0	19,500	29,500	51%
PC1	9,074	−1%	678	−33%	3,370	11.3	1.2	35,500	51,000	44%
POW	31,138	25%	3,596	59%	1,364	13.2	1.3	18,550	20,700	12%
REE	6,585	19%	2,490	23%	7,655	9.2	1.6	68,200	91,400	34%
NT2	7,886	11%	540	6%	1,876	14.0	1.7	23,850	29,700	25%
VNM	64,855	1%	11,823	10%	5,069	17.7	4.8	82,700	105,820	28%
MSN	84,455	−7%	6,718	−31%	4,788	30.2	5.0	149,600	191,000	28%
MWG	143,663	21%	6,194	30%	8,688	15.5	3.9	136,300	181,700	33%
PNJ	23,262	22%	1,459	50%	6,316	15.1	3.2	103,300	126,100	22%
DGW	529	30%	529	40%	8,370	14.9	4.0	108,000	136,400	26%
DBC	12,222	14%	1,295	49%	10,111	7.5	1.6	72,100	94,900	32%

MCM	2,950	4%	320	14%	2,327	23.2	2.7	54,100	65,800	22%
PET	20,202	13%	292	16%	2,909	12.6	1.9	38,250	45,300	18%
DXG	10,609	30%	1,645	–	2,760	13.5	2.1	35,100	44,200	26%
NLG	4,505	68.5%	1,460	42%	4,019	12.2	1.7	54,000	66,300	23%
VHM	106,733	15%	37,190	9%	8,650	9.6	2.3	80,100	108,700	36%
NVL	33,007	79.8%	6,557	49%	4,458	17.6	3.5	78,500	92,000	17%
AGG	5,638	300%	776	88%	8,942	6.0	1.5	43,900	62,100	41%
KDH	3,645	−12%	1,428	23%	2,206	23.3	2.9	52,800	59,500	13%
BCM	10,144	53%	2,718	40%	2,227	28.7	3.2	80,800	84,900	5%
KBC	9,694	132%	3,070	71%	5,592	11.5	2.1	56,800	67,300	18%
LHG	1,000	28%	367	25%	6,606	22.5	1.4	52,000	65,500	26%
GVR	30,856	7%	5,476	8%	1,369	26.5	2.7	33,600	40,000	19%
SZC	1,123	59%	480	53%	4,803	10.9	2.5	78,000	N/A	N/A
HPG	160,505	+6.4%	36,375	−3.1%	8,110	5.76	1.59	47,000	64,100	36%
HSG	46,422	−4.7%	3,493	−19.0%	7,078	4.96	1.20	36,400	35,400	−3%
NKG	22,221	−11.9%	2,022	−14.7%	9,258	4.04	1.06	38,250	41,700	9%
CTI	1,745	724	15%	55	17%	786	31.1	21,300	32,800	54%
DHA	904	398	89%	97.5	25%	6,224	8.1	55,900	64,300	15%
KSB	3,047	1,219	19%	309	20%	3,524	6.9	40,950	N/A	N/A
GMD	3,256	14%	695	37%	2,306	18.9	1.9	47,750	64,000	34%
VSC	1,957	5%	355	15%	3,220	12.5	1.8	41,200	55,000	33%
SGP	1,209	12%	429	15%	1,983	15.5	1.6	34,000	N/A	N/A
CTD	21,366	109%	1,092	302%	11,012	9.2	0.9	97,000	140,500	45%
HVN	48,525	115%	−8,530	N/A	N/A	N/A	N/A	26,400	N/A	N/A
VJC	35,850	155%	325	33%	620	197	3.8	133,000	N/A	N/A
ACV	15,385	189%	3,015	255%	1,385	64	5.2	93,600	111,000	19%
SCS	895	12%	656	14%	13,065	12	7.9	164,000	175,000	7%

ソース: BSC Research

6. 業界に影響を及ぼすマクロ要素

	貿易戦争	原油価格上昇	FEDが金利を引き下げる	米国経済の困難／ブレグジット／EURの値引き下げ	国内銀行の金利を引き下げ	中国の経済がゆっくり成長	アジア太平洋地域における経済連携協定	自由貿易協定（FTAs）
海運業	(+/−)	(−)		(+)	(+)		(+)	(+)
不動産業					(+)			
建設業					(+)			
セメント業				(+)	(+)			
繊維・アパレル業	(+/−)	(−)		(−)	(+)		(+)	(+)
電力業		(−)		(+)	(+)			
医薬品業				(+)	(+)			
					(+)			
プラスチック業		(−)						
タイヤ業	(+)	(−)				(−)		
銀行業	(−)		(+)	(−)		(−)	(+)	(+)
鉄鋼業	(−)				(+)	(−)		
水産業	(+)			(−)	(+)	(−)		
精糖業					(+)	(−)		
石油業		(+/−)			(+)	(−)		
肥料業		(−)			(+)	(+)		
ゴム業		(+)				(−)		
タイル業		(−)			(+)			
技術業		(−)		(−)				(+)
港湾業界	(+/−)				(+)		(+)	
航空業	(+/−)	(−)			(+)		(+)	(+)
自動車業							(+)	
保険業	(−)				(+)			
小売り業					(+)		(+)	(+/−)
食品業					(+)		(−/+)	(+/−)

ソース：BSC Research

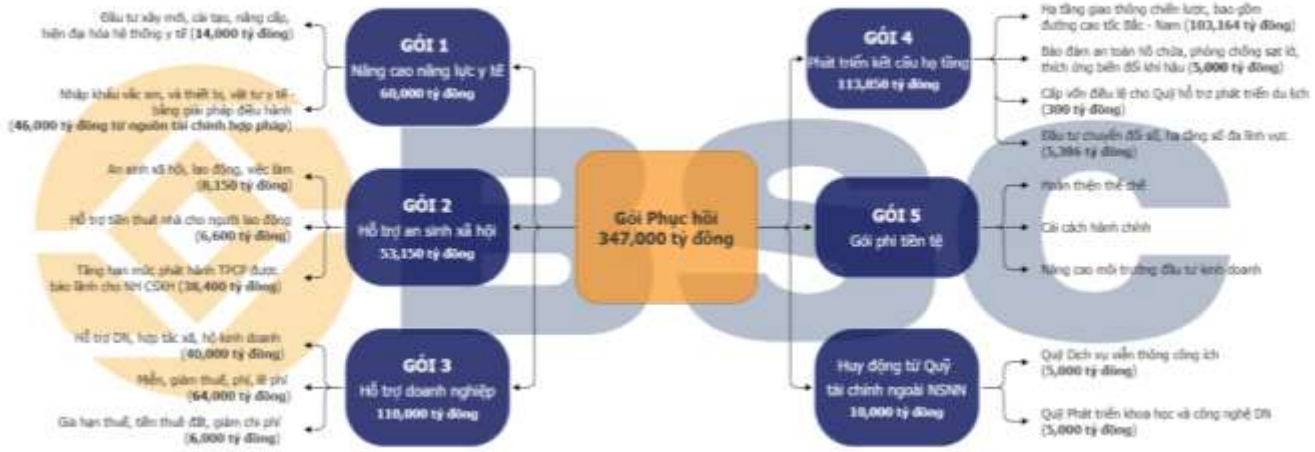
7. 2022 年出来事

月	日付	ベトナム	日付	国際
1		第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会	26	FED が金融政策、金利政策について相談して、発表する。
	18	ETF: VN30 がポートフォリオ見直しを発表	21	ECB が金融政策、金利政策について相談して、発表する。
	20	上場企業:第 4 四半期財務諸表提出の締切		
	21	Future VN30:先物取引契約の決済日		
	30	ETF、VFM、VN30 が 銘柄リストでの株式の割合を変更する。		
2	18	先物取引契約の決済日	9	MSCI が四半期の指数を評価する。
	22-26	Ishare MSCI review		
3	08-19	ETF、FTSE VN が 投資ポートフォリオを発表する。	1	MSCI の新評価リストが有効になる。
	15-19	ETF VNM が 投資ポートフォリオを発表	11	ECB が金融政策、金利政策について相
	18	先物取引契約の決済日	17	FED が金融政策、金利政策について相
	15-19	ETF VNM, ETF FTSE が取引する。	22-26	FTSE Russell が全年市場ランクを発表する。
4	15	先物取引契約の決済日	22	ECB が金融政策、金利政策について相
	19	ETF VN30 review	27-28	FED が金融政策、金利政策について相
	20	2020 年第 3 四半期の財務諸表提出の		
	29	ETF、VFM、VN30 が 銘柄リストでの株式		
	30	2021 年第 1 四半期の財務諸表提出の		
5	20	先物取引契約の決済日	11	MSCI が 2021 年上半期の指数を評価す
	24-28	Ishare MSCI review	28	MSCI の新評価リストが有効になる。
	Tháng 5	第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会の第 1 回会議		
6	07-18	ETF、FTSEVN が投資ポートフォリオを発	10	ECB が金融政策、金利政策について相
	14-18	ETF VNM 投資ポートフォリオを発表す	16	FED が金融政策、金利政策について相して、発表する。
	17	先物取引契約の決済日		
	14-18	ETF VNM, ETF FTSE が取引する		
	Tháng 6	国会議会		
7	16	先物取引契約の決済日	1-2	OPEC 総会
	17	ETF VN30 review	22	ECB が金融政策、金利政策について相
	20	2020 年第 2 四半期の財務諸表提出の締切	28	FED が金融政策、金利政策について相談して、発表する。
	30	ETF VFM VN30 が 銘柄リストでの株式		
8	15	2021 年上半期の財務諸表提出の締切	11	MSCI が四半期の指数を評価する。
	19	先物取引契約の決済日		
	23-27	Ishare MSCI review		
9	06-17	ETF FTSE VN が投資ポートフォリオを発	1	MSCI の新評価リストが有効になる。
	13-17	ETF VNM が投資ポートフォリオを発表す	9	ECB が金融政策、金利政策について相
	16	先物取引契約の決済日	22	FED が金融政策、金利政策について相
	13-17	ETF VNM, ETF FTSE が取引する	20-24	FTSE Russell:全年市場ランクを発表する
			15-30	第 76 回国連総会

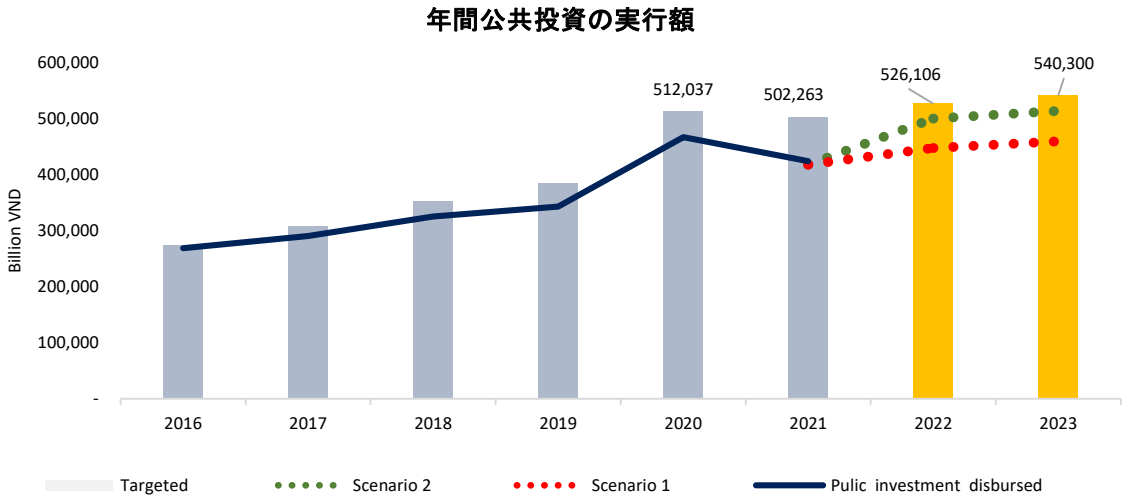
10	18	ETF VFM VN30 Review	28	ECB が金融政策、金利政策について相談して、発表する。
	20	2021 年第 3 四半期の財務諸表提出の締切	31	英国の EU 離脱（ブレグジット）協定の移行期間終了
	21	先物取引契約の決済日	Tháng 10	IEA の今次総会
	30	ETF VFM VN30 が 銘柄リストでの株式		
	Tháng 10	第 13 期ベトナム共産党中央組織委員会の第 2 回会議		
11	19	先物取引契約の決済日	11	MSCI が四半期の指数を評価する。
	22-26	Ishare MSCI review	3	FED が金融政策、金利政策について相
	Tháng 11	国家議会		
12	04-17	ETF FTSE VN が投資ポートフォリオを発	1	MSCI の新評価リストが有効になる。
	11-17	ETF VNM が投資ポートフォリオを発表す	15	FED が金融政策、金利政策について相
	17	先物取引契約の決済日	16	ECB が金融政策、金利政策について相
	Nov-17	ETF VNM, ETF FTSE が取引する		

I／公共投資・インフラ強化及び FDI 誘致

経済支援パッケージ、特に公共投資パッケージは 2022 年～2023 年期間における経済回復の基礎である。経済支援パッケージ額は 347 億ドンで、GDP の 4.1%を占める。そのうち、インフラ投資パッケージは GDP の 1.3%を占める。具体的には、経済回復策は下記の通りに分けられる。BSC は経済支援パッケージの規模が先進国または東南アジア諸国に比べて大きくないが、最適な効率に達するための肝心な要素が実行の進捗だと評価しております。具体的には、経済回復策は下記の通りに分かれる。



ソース：BSC Research, GSO



ソース：BSC Research, GSO, FiinPro

公共総投資額（10 億ドン）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022FC		2023FC	
	274,561	307,661	352,017	383,336	512,037	502,263	526,106		540,300	
	前年計画の実行の進捗						シナリオ 1	シナリオ 2	シナリオ 1	シナリオ 2
総計	97.83	94.41	92.3	89.46	91.13	84.3	85	95	90.4	95
中心	95.33	91.13	89.94	85.29	91.42	81.2	85	95	89.4	95
地方		95.38	92.84	90.25	91.06	85.0	85	95	90.6	95
前年同期比（%）										
総計	15.09	7.23	12.52	5.81	34.45	−8.60	7.2	19.8	2.7	2.7
中心	14.89	3.91	−6.14	−12.03	59.69	−8.25	8.0	20.2	8.0	8.0
地方	15.15	8.21	17.75	9.78	29.95	−8.68	7.1	19.7	2.7	2.7

ソース：BSC Research, GSO

GSO（ベトナム総合統計局）の推定によると、2021 年の国家予算の実行額は前年比 8.6%減、年間計画の 84.3%を達成した。しかし、BSC は新型コロナウイルス感染症の第 4 波が南部で拡大したことにより、2021 年第 3 四半期の実行進捗が遅くなったと注意しております。BSC は 2022 年及び 2023 年の公共投資額がそれぞれ、前年比+4.7%増の 526 兆 1,060 億ドン、同+3.6%増の 540 兆 3,000 億ドンを達すると予測しております。

BSC の総合データーによると、公共投資構成は地域をつながる交通インフラ建設、工業団地、港湾を接続するゲートウェイ建設に集中しる。総投資額は 389 兆ドンである見込みです。これはインフラ交通に関する問題を解決する。流通費用及び経済の一般費用が減少するのはベトナム企業が FDI を誘致し、東南アジア、アジア地域のセンターになる機会を持つことができる。

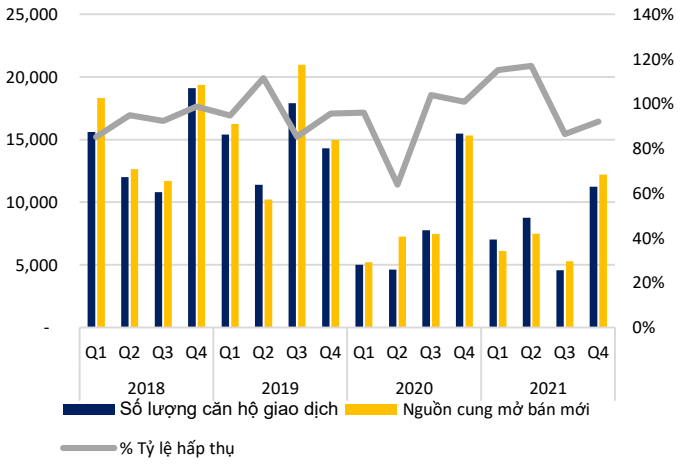
BSC は建設業、建材業が直接的に恩恵を受け、商業不動産業、工業団地区用不動産業、港湾業が間接的に恩恵を受けると期待しております。

商業不動産業[中立]

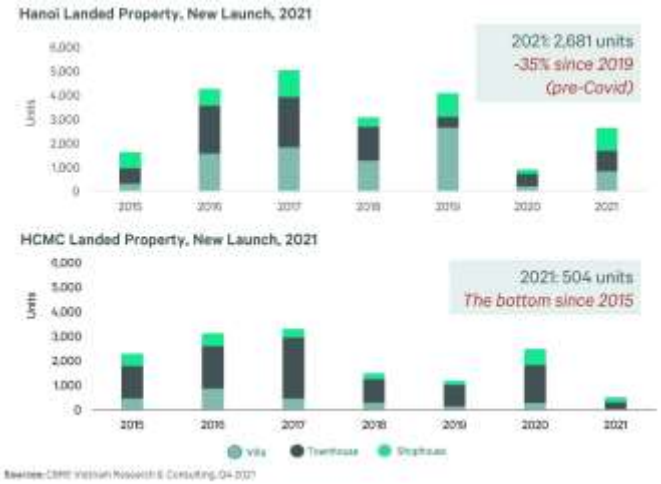
分析者:Phan Quốc Bửu *Email: Buupq@bsc.com.vn*

- 供給源が不足している背景には、「地価高騰」現象と共に、不動産価格が大幅に上昇する。
- 商業不動産業が政府の公共投資強化から恩恵を受け、法律の手続きの処理進捗が加速させると期待される。
- 不動産の供給源は2022年～2023年に大きく回復する。いくつかの大手上場企業の新規販売総額が直近の5年間に過去最高を記録すると予測される。
- 新型コロナウイルス感染症の流行により、案件引き渡しが2022年まで遅延された。そのために、2022年の利益成長が明るいとなるだろう。
- 2022年初の新型コロナウイルス感染症の流行は優良な株式を累積する機会である。
- BSCはVHM、NLG、DXGを「買い」、NVL、AGG、KDHを「ホールド」と推奨しております。

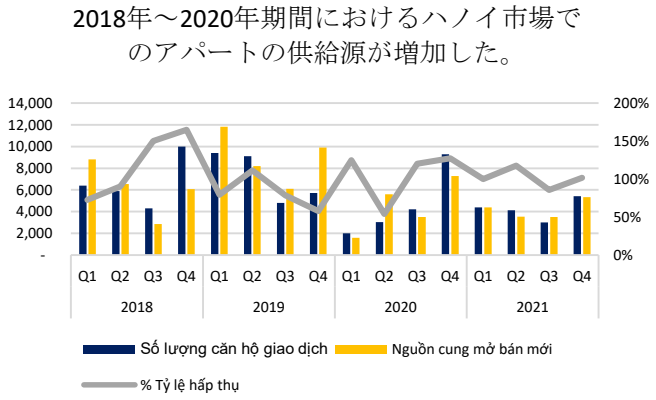
供給源が不足している背景には、「地価高騰」現象と共に、不動産価格が大幅に上昇する。2021 年には、「地価高騰」という言葉は新聞及びマスメディアで普通に出た。金利が低い水準で留まり、生産経営活動が停滞された背景には、投資家にとって、証券チャネル及び不動産チャネルは魅力的になった。特に、不動産チャネルはアパートクラス及び敷地クラスの価格が大幅に上昇した。



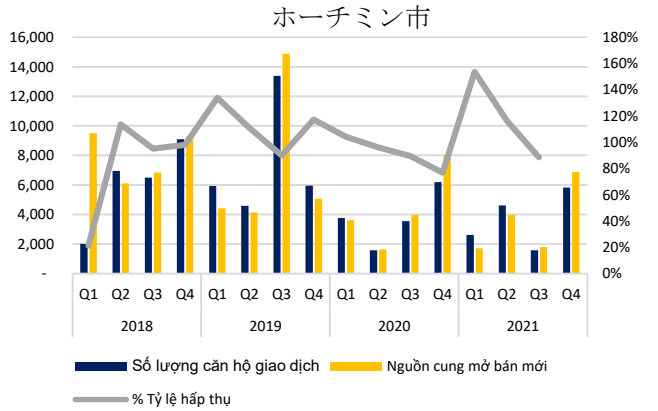
ソース:CBRE, BSC Research



ソース:CBRE, BSC Research

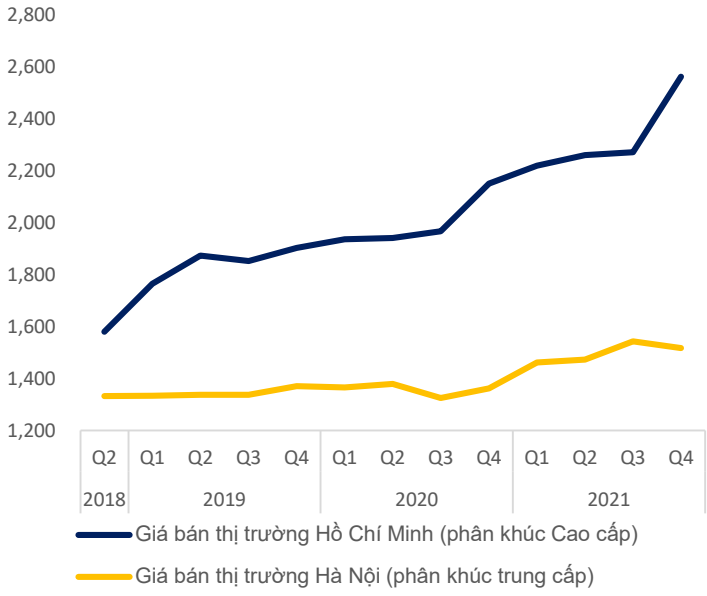


ソース: CBRE, BSC Research



ソース:CBRE, BSC Research

2021 年には、ハノイ市場及びホーチミン市場でのアパートの供給源はそれぞれ、前年比-7%減の 16,758 戸、-17.9%減の 14,339 戸を計上した。供給源減少の原因は(1)中心地域で案件の法的な手続きの処理進捗が遅くなった、(2)新型コロナウイルス感染症の流行がアパートの販売及び引渡しに影響を及ぼしたということから由来由来した。これは不動産価格を引き上げた。



ハノイでの 2021 年第 4 四半期のアパート市場(単位:USD)				
ペントハウスアパートメント	最高級	高級	中級	平民
25,000	5,263	2,507	1,517	912
		+16% YoY	*+11% YoY*	*+9% YoY*

ホーチミン市での 2021 年第 4 四半期のアパート市場(単位:USD)				
ペントハウスアパートメント	最高級	高級	中級	平民
15,375	6,574	2,561	1,562	954
	－4.4% YoY	*+2.0% YoY*	*+4.2% YoY*	*+2.1% YoY*

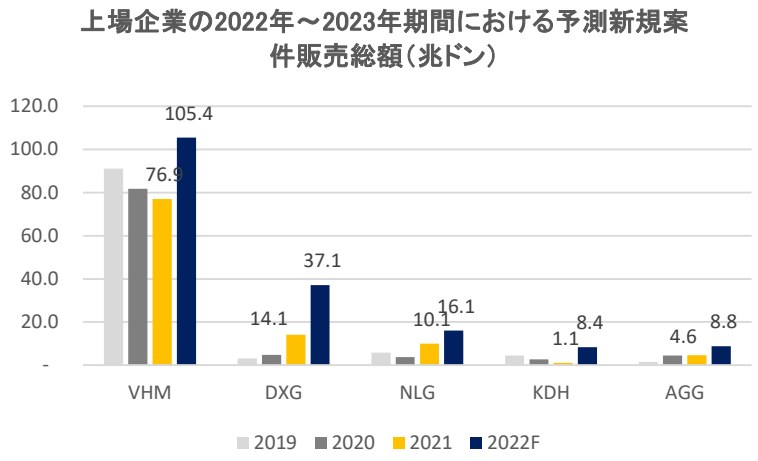
ソース:CBRE, BSC Research

BSC は不動産市場の見通しを「有望」と引続き評価しております。

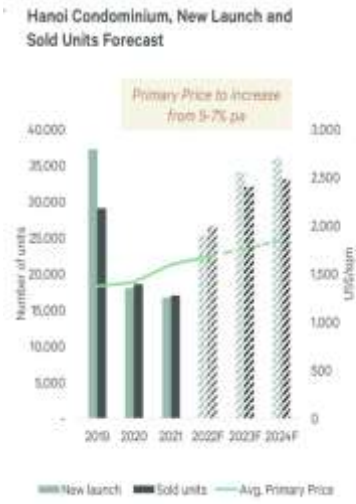
1.商業不動産業が政府の公共投資強化から恩恵を受け、法律の手続きの処理進捗が加速させると期待される。政府はインフラ投資、特に地域、工業団地、港湾を接続するインフラの投資を強化している。衛星都市間の移動時間を短くし、都市化を強化するのは郊外及び第 2, 3

級省・市へ案件を移転する VHM、NVL、NLG、DXG、PDR、AGG、VPI などの不動産企業の傾向に合う。

2.不動産の供給源が 2022 年～2023 年に大きく回復すると共に、いくつかの大手上場企業の新規販売総額が直近の 5 年間に過去最高を記録すると予測される。新型コロナウイルス感染症の流行により、殆どの販売活動が 2021 年下半期に停滞された。そのために、供給源が 2022 年に集中したことで、新規案件販売総額が 2018 年～2021 年期間に比べて増加すると予測される。また、殆どの企業が 2019 年～2021 年期間には、入札、企業の合併・買収（M&A）を通して、新規土地面積を拡大したのは供給源を追加した。BSC は新規販売総額が直近の 5 年間に過去最高を記録すると期待しております。



ソース：CBRE, BSC Research



ソース：CBRE, BSC Research

3. 2021 年第 3 四半期の新型コロナウイルス感染症の流行により、案件の建設が停滞され、案件引き渡しが 2022 年まで遅延された。そのために、2021 年の低い利益は商業不動産の 2022 年利益成長を計上することに役に立つ。時価総額及び土地面積が平均水準で維持する不動産企業（NLG、DXG、KDH、AGG、VPI）は 2022 年成長率を 25%以上で計上する可能性がある。

2022 年初の新型コロナウイルス感染症の流行は優良な株式を累積する機会である。BSC は投資家が（1）良い土地面積、（2）案件展開能力が証明された、（3）販売額が高い水準で維持した、（4）利益が 2022 年～2023 年期間に大きく増加する、魅力的な割引で評価されているという企業に集中するべきだと考えております。

投資観点－有望

BSC は商業不動産の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。BSC は VHM、NLG、DXG を「買い」、NVL、AGG、KDH を「ホールド」と推奨しております。

銘柄	2022 年売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
DXG	10,609	30%	1,645	–	2,760	13.5	2.1	6%	18%	35,100	44,200	26%
NLG	4,505	68.5%	1,460	42%	4,019	12.2	1.7	6%	14%	54,000	66,300	23%
VHM	106,733	15%	37,190	9%	8,650	9.6	2.3	24%	14%	80,100	108,700	36%
NVL	33,007	79.8%	6,557	49%	4,458	17.6	3.5	4%	20%	78,500	92,000	17%
AGG	5,638	300%	776	88%	8,942	6.0	1.5	6%	27%	43,900	62,100	41%
KDH	3,645	−12%	1,428	23%	2,206	23.3	2.9	8%	13%	52,800	59,500	13%

ソース：BSC Research

工業団地区用不動産業[有望]

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

- 2021年には、工業団地区用土地の賃貸需要が新型コロナウイルス感染症の流行に影響されたが、豊富な労働力、人件費の安さ、改善された接続交通インフラ、政府のFDI誘致政策という利点として、ベトナムが世界における潜在的なメーカーを誘致する到達点だと評価されている。
- ベトナムで100%労働力人口が新型コロナウイルス感染症のワクチンを接種されたことで、2022年には接種新型コロナウイルス感染症は工業団地区の取引進捗に影響を与える障壁ではないだろう。
- 2021年に工業団地区用土地の供給源の展開及び第2，3級省・市へ移転する傾向
- 接続交通インフラは「流通」というボトルネックを処理し、工業団地区用不動産業に直接的にサポートする。
- BSCはプラスチック業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。

2021 年には、新型コロナウイルス感染症の流行により、工業団地区の賃貸進捗及び FDI 誘致が停滞されたが、第 4 四半期には回復した。

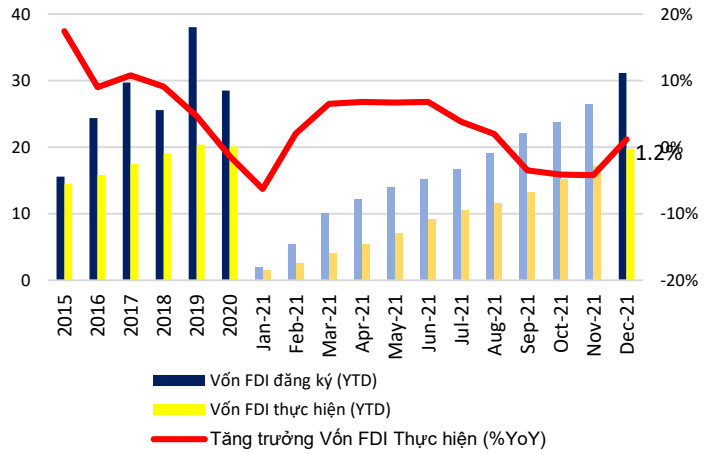
2021 年には、新型コロナウイルス感染症の流行のマイナス影響により、経営活動、新規企業の拡大及び設立が停滞されたことで、FDI で全国の工業団地区賃貸需要を減らした。具体的には、2021 年 11 月時点までの実行額は前年同期比−4.2%減の 171 億 USD に達した。しかし、新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれたことで、2021 年の FDI 実行額は前年比+1.2%増の 197 億ドル、FDI 認可額が前年比+9.2%増の 312 億ドルとなった。

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

2022 年には接種新型コロナウイルス感染症は工業団地区の取引進捗に影響を与える障壁ではないだろう。

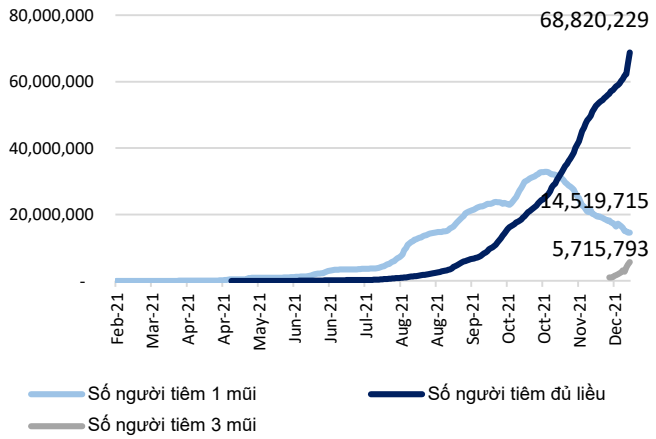
BSC の評価によると、全国民接種戦略の有効性のおかげで、生産経営活動が中断されなくて、国外企業がベトナムへ観察、現地調査に行って、工業団地区開発者と相談することができる。

2015 年～2021 年期間のベトナムでの FDI 新規認可額及び FDI 実行額（10 億ドン）



ソース：GSO

2021 年 12 月 31 日時点まで 18 歳以上の接種率



ソース：保健省

工業団地区の需要が増加し、生産シフト傾向から恩恵を引続き受けるが、供給源が低い水準で留まっている。これは工業団地区賃貸価格が上昇すること役に立つ要素である。

全国の入居率は 71%以上で維持したのは供給源の不足を示した。2021 年末時点まで、北部での重要な工業団地区の入居率はそれぞれ、Bac Ninh 省：99%、ハノイ：91%、Hung Yen 省：88%、Hai Duong 省及び Hai Phong 省：70%である。南部での工業団地区の入居率はそれぞれ、ホーチミン市：99%、Dong Nai 省：95%、Binh Duong 省：90%、Vung Tau 省：80%である。

2021 年に工業団地区用土地の供給源の展開及び第 2, 3 級省・市へ移転する傾向

BSC の評価によると、2021 年には、首相が投資を承認した案件が 43 案件（規模：11300 ヘクタール）、2020 年末時点までの全国の工業団地区用土地面積の 10%と相当し、2020 年に承認された工業団地区用土地面積の 3、4 倍となった。BSC は南部、特に Binh Duong 省、Dong Nai 省での不動産市場が 2022 年に開拓を強化される。

次の 2 年間に賃貸開始新規案件を所有している上昇企業について、GVR はトップとなり、Binh Duong 省で 3500 ヘクタールを所有している。次は KBC で、Trang Due 工業団地区用土地 687 ヘクタール、Quang Chau 拡大工業団地区用土地 90 ヘクタール、Long An での産業クラスター219.8 ヘクタール、Hung Yen での生産クラスター375 ヘクタールを所有している。

2021 年に投資を承認されたいくつかの工業団地区

工業団地区	位置	投資主	規模（ヘクタール）	総投資額（10 億ドン）
Thuan Thanh I	Bac Ninh	VGC	249.7	2,848
Nam Son Hap Linh	Bac Ninh	KBC	300.0	2,917
An Phat 1	Hai Duong	AAA	180.0	1,947
Kim Thanh	Hai Duong	CIG	165.0	1,161
Pho Noi A mo rong	Hung Yen	HPG	92.5	1,082
Song Lo II	Vinh Phuc	IDV	165.7	1,520
Tam Duong I – KV2	Vinh Phuc	SHI	162.3	1,316
Tan Duc	Binh Thuan	CTCP Sonadezi Binh Thuan	300.0	1,200
Gilimex	Hue	GIL	460.9	2,614
Nam Tan Lap	Long An	SGT	244.7	2,590

ソース：計画投資省、BSC Research

しかし、案件が投資を承認された時点から販売可能時点が時間がかかることで、開拓可能工業団地区の供給源があまり多くない。全国の工業団地区の入居率は 71%以上である。

接続交通インフラは「流通」というボトルネックを処理し、工業団地区用不動産業に直接的にサポートする。ベトナムでの流通サービス費用が GDP の 20.9%と相当し、先進国に比べて 2 倍高、世界平均水準に比べて 14%高となった。

投資観点ー有望

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	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS(VND／株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
BCM	10,144	53%	2,718	40%	2,227	28.7	3.2	5%	13%	80,800	84,900	5%
KBC	9,694	132%	3,070	71%	5,592	11.5	2.1	10%	19%	56,800	67,300	18%
LHG	1,000	28%	367	25%	6,606	22.5	1.4	3%	5%	52,000	65,500	26%
GVR	30,856	7%	5,476	8%	1,369	26.5	2.7	8%	12%	33,600	40,000	19%
SZC	1,123	59%	480	53%	4,803	10.9	2.5	7%	24%	78,000	N/A	N/A

ソース：BSC Research

建設業［有望］

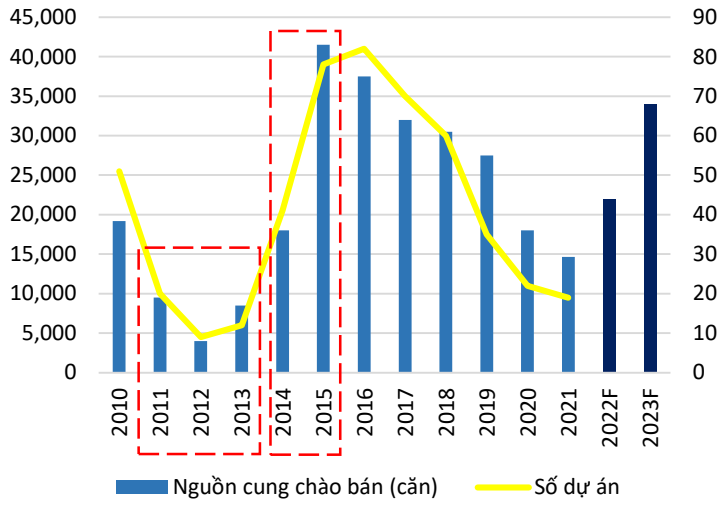
分析者：Lâm Việt *Email: vietl@bsc.com.vn*

- 建設業は回復している傾向にあり、新成長周期に入ると期待される。
- 2021年の低い水準は2022年の大きな成長をサポートしている。
- 投入原材料価格が2022年に下落すると予測されるのは建設企業、特に新規案件額が高い企業の利益率を引き上げる。
- BSCは建設業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。

土木建設が回復している傾向にあり、新成長周期に入ると期待される。

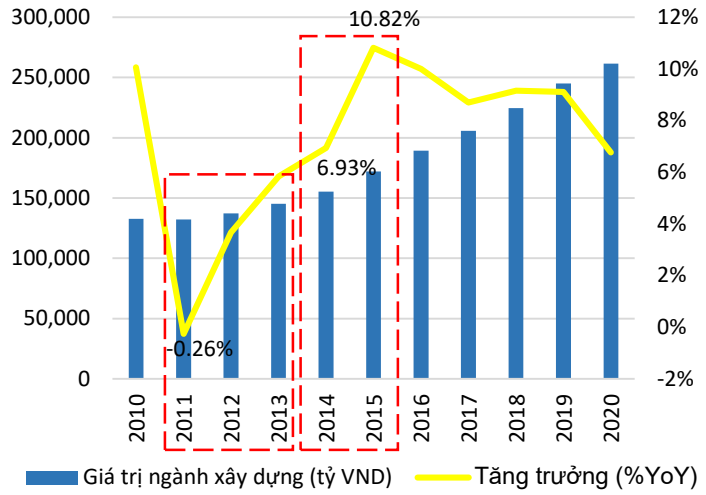
土木建設業の成長は周期的で、商業不動産の供給源と共に推移する。BSC は建設業が(1)新型コロナウイルス感染症の流行の後、供給源が回復し、(2)インフラ投資の強化は 2014 年～2015 年期間の商業不動産業及び土木建設業発展を促進する。

ホーチミン市でのアパート供給源が 2015 年から減少したが、2022 年～2023 年期間に大きく回復すると予測される。



ソース：CBRE

実施した総契約金額は建設業の不動産供給源が共に推移した。



ソース：GSO

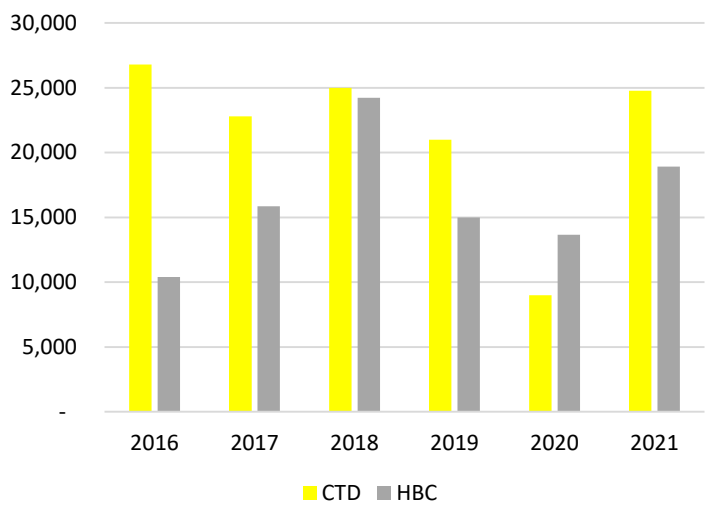
2021 年の低い水準は 2022 年の大きな成長をサポートしている。

署名した契約金額が高いのは(1)2021 年に署名した新規契約金額が回復し、(2)2021 年には、新型コロナウイルス感染症の流行により、建設が中断され、大部分の仕事量及び契約金額が 2022 年に移られる。BSC の評価によると、現在署名した契約金額が急増した原因多くの不動産案件が 2020 年～2021 年に停滞されたことから由来した。そのために、新規契約の署名進捗及び案件展開状況を観察すべきだ。

投入原材料価格が 2022 年に下落すると予測されるのは建設企業、建設企業の利益率を引き上げる。

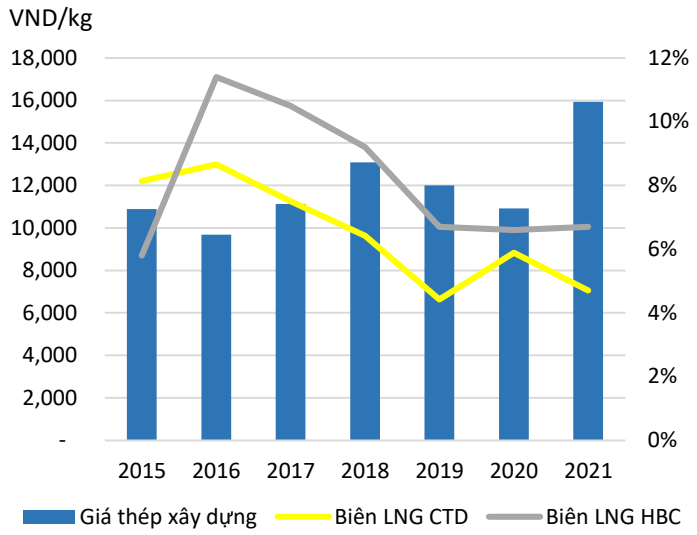
建材、主に鉄鋼、セメントは工事建設費用の約 45%を占める。BSC は鉄鋼価格の下落傾向が建設企業が利益率を改善すると期待しております。特に CTD、HBC などの建材がトップ高となった、署名した新規契約金額がある企業である。

2022 年に転移される CTD 及び HBC の残りの契約金額（10 億ドン）



ソース：CTD, HBC

建設企業の鉄鋼価格と利益率との相関



ソース：CTD, HBC, BSC Research

投資観点ー有望

BSC は建設業の投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年の税引き後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
CTD	21,366	109%	1,092	302%	11,012	9.2	0.9	5%	9%	97,000	140,500	45%

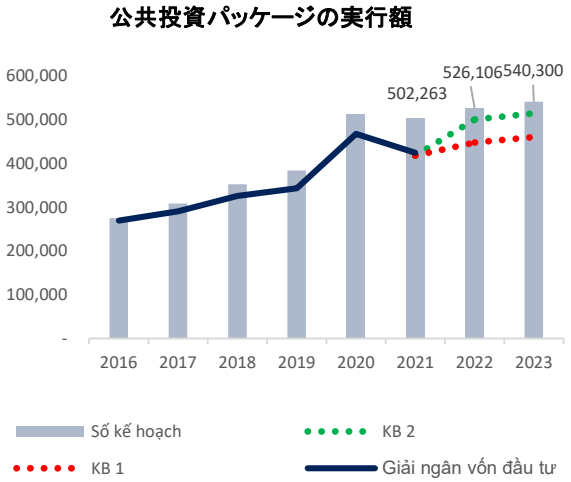
ソース：BSC Research

建設用石材業[有望]

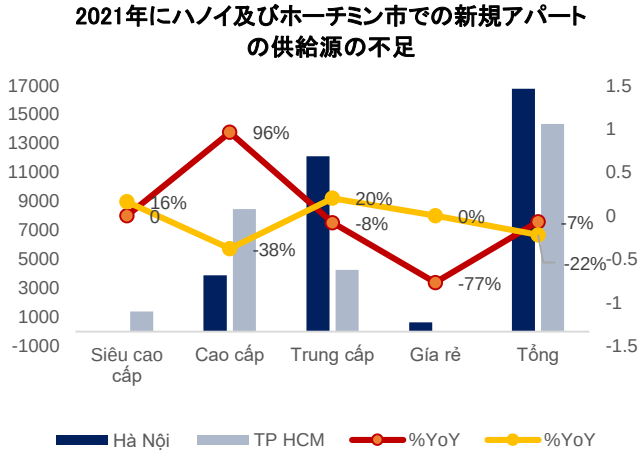
分析者: Phạm Thị Minh Châu *Email: Chauptm@bsc.com.vn*

- 建設用石材業の 2022 年見通しが明るいだと予測されるのは(1)2021 年の低い水準、(2)公共投資パッケージの実行進捗が加速させ、土木不動産が徐々に回復するということから由来する。
- BSC は建設用石材業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

BSC は上場石材企業の 2021 年生産量が前年比 17%～45%減となったことと推定しております。原因は(1)重要な建材価格が大幅に上昇すると共に、新型コロナウイルス感染症の流行が建設進捗及び不動産案件に影響を及ぼした、(2)Tan Dong Hiep、Nui Nho などの採石場が開拓期限が切れたということから由来した。



ソース: GSO, CBRE, BSC Research



ソース:GSO, CBRE, BSC Research

建設用石材業の 2022 年業績が回復すると期待されるのは下記の通りです。

(1) **客観的な要素**:(1.1)公共投資額の 2022 年の実行進捗が 85%～95%に達し、経済支援パッケージ 350 兆ドンを展開すると期待される。そのうち、113 兆 8,500 億ドンがインフラを投資され、重要な案件を集中するのは積極的に影響を与える。(1.2)CBRE ベトナムの予測によると、2022 年には、アーパトの供給源が前年比倍増し、受託の供給源が同 20%～30%増となる。(1.3)経営規模を拡大し、インフラ、接続交通のおかげで、運送費用を最適化と期待される。

(2) **主観的な要素**:2019 年～2020 年期間には、Tan Dong Hiep、Nui Nho などの大きい採石場は開拓期限が切れたのは開拓産量が 2020 年に比べて 35%減となった。また、新型コロナウイルス感染症の流行により、採石場の許可、展開、開拓の進捗が遅くなった。そのために、BSC は大きな埋蔵量があり、採石能力を向上させる

ポテンシャルがある採石場を所有している企業が大きな機会を持つ可能性が高いと評価しております。また、建材・設備チェーンを所有している企業は長期的な利益を確保するために、工業団地区建設案件、都市区案件の投資を拡大する傾向がある。

DHA		KSB		VLB		TCD		DGT	
採石場	*距離*	*採石場*	*距離*	*採石場*	*距離*	*採石場*	*距離*	*採石場*	*距離*
Chon Thanh – Duc Hoa 高速道路(84 キロメートル)									
Thạch Phú 2	*88*	*Tân Mỹ*	*70*	*Thạch Phú 1*	*88*	*Liên doanh Antraco*	*214*	*Tân Cang 4*	*69*
Tân Cang 3	*99*	***Phước Vĩnh***	***41***	*Thiện Tân 2*	*68*				
Núi Gió	***28***	*Thiện Tân 7*	*86*	*Soklu 2*	*116*				
		Tam Lập	***44***	*Tân Cang 1*	*65*				
		Bãi Giang	*1,134*	*Soklu 5*	*110*				
		Gò Trường	*1,209*						
Bien Hoa – Vung Tau 高速道路(54 キロメートル)									
Thạch Phú 2	***18***	***Tân Mỹ***	***33***	***Thạch Phú 1***	***19***	*Liên doanh Antraco*	*273*	***Tân Cang 4***	***13***
Tân Cang 3	***10***	*Phước Vĩnh*	*65*	***Thiện Tân 2***	***20***				
Núi Gió	*107*	***Thiện Tân 7***	***19***	***Soklu 2***	***42***				
		Tam Lập	*60*	***Tân Cang 1***	***9***				
		Bãi Giang	*1,404*	***Soklu 5***	***40***				
		Gò Trường	*1,288*						
ホーチミン市ーMoc Bai 高速道路(65 キロメートル)									
Thạch Phú 2	***55***	***Tân Mỹ***	***51***	***Thạch Phú 1***	***55***	*Liên doanh Antraco*	*240*	*Tân Cang 4*	*62*
Tân Cang 3	***59***	*Phước Vĩnh*	*65*	*Thiện Tân 2*	*65*				
Núi Gió	*96*	***Thiện Tân 7***	***56***	*Soklu 2*	*88*				
		Tam Lập	*69*	***Tân Cang 1***	***58***				
		Bãi Giang	*1,207*	*Soklu 5*	*89*				
		Gò Trường	*1,282*						
ホーチミン市ーChon Thanh 高速道路(55 キロメートル)									
Thạch Phú 2	***30***	***Tân Mỹ***	***39***	***Thạch Phú 1***	***31***	*Liên doanh Antraco*	*242*	***Tân Cang 4***	***32***
Tân Cang 3	***30***	*Phước Vĩnh*	*63*	***Thiện Tân 2***	***36***				
Núi Gió	***33***	***Thiện Tân 7***	***31***	*Soklu 2*	*61*				
		Tam Lập	***60***	***Tân Cang 1***	***29***				
		Bãi Giang	*1,131*	***Soklu 5***	***59***				
		Gò Trường	*1,206*						
Dau Giay – Tan Phu – Bao Loc 高速道路(127 キロメートル)									
Thạch Phú 0	***41***	***Tân Mỹ***	***50***	***Thạch Phú 1***	***41***	*Liên doanh Antraco*	*311*	***Tân Cang 4***	***40***
Tân Cang 1	***29***	*Phước Vĩnh*	*84*	***Thiện Tân 2***	***36***				
Núi Gió	*132*	***Thiện Tân 7***	***40***	***Soklu 2***	***11***				
		Tam Lập	*77*	***Tân Cang 1***	***36***				
		Bãi Giang	*1,245*	***Soklu 5***	***11***				
		Gò Trường	*1,320*						
ホーチミン市ーLong ThanhーDau Giay 高速道路(24 キロメートル)									

Thạch Phú 2	*48*	*Tân Mỹ*	*62*	*Thạch Phú 1*	*48*					*Tân Cang 4*	*45*
Tân Cang 3	*42*	*Phước Vĩnh*	*90*	*Thiện Tân 2*	*50*	*Liên doanh Antraco*	*295*				
Núi Gió	*130*	*Thiện Tân 7*	*48*	*Soklu 2*	*71*						
		Tam Lập	*84*	*Tân Cang 1*	*41*						
		Bãi Giang	*1,236*	*Soklu 5*	*72*						
		Gò Trường	*1,312*								
Chau Doc – Can Tho – Soc Trang – Tran De 高速道路(191 キロメートル)											
						Liên doanh Antraco	*44*				

**採石場と案件との距離は 60 キロメートル以上であるのは有効ではない。*

ソース:BSC Research

銘柄	採石場	位置	許可深度(cote m)	許可埋蔵量(,000 m3)	残り埋蔵量(,000 m3)	許可能力(,000 m3)	2020年の開拓	期限	状態
KSB	Tân đông Hiệp	Bình Dương	150	42,928	10,475	2,342	1,082	thg 12-19	開拓期限が切れた。
KSB	Tân Mỹ	Bình Dương	70	22,326	1,771	1,500	1,076	thg 8-29	深度 70 メートルのテーマを完全している。
KSB	Phước Vĩnh	Bình Dương	50	10,627	2,892	1,200	1,623	thg 1-23	深度を 20 メートルから 100 メートルに拡大する許可証を待っている。
KSB	Thiện Tân 7	Đồng Nai	60	5,291	4,349	280	409	thg 1-35	開拓場所を拡大する為に賠償している。
KSB	Tam Lập	Bình Dương	20			N/A			深度 20 メートルで開拓の許可証を請求した。
会計				**51,292**	**9,012**	**5,652**			
C32	Tân đông Hiệp	Bình Dương	150	1,900	N/A	763	n/a	thg 12-19	開拓期限が切れた。
C32	Tân Mỹ	Bình Dương		N/A	N/A	1000		thg 12-25	
会計						**1763**			
DHA	Núi Gió	Bình Phước	50	6,342	4,225	300	335	thg 8-38	
DHA	Tân Cang 3	Đồng Nai	60	6,693	4,147	490	808	thg 3-37	
DHA	Thạch Phú 2	Đồng Nai	80	14,915	6,114	818	1,349	thg 12-28	
会計						**1608**			
NNC	Núi Nhỏ	Bình Dương	60	N/A	1,855	2000	n/a	thg 12-19	開拓期限が切れた。
NNC	Mũi Tàu	Bình Phước	150	N/A	22,509	1000		thg 1-42	交通インフラの需要が低い水準で留まったことで、消費量が54.25%に達した。
会計						**1000**			
VLB	Thạch Phú 1	Đồng Nai	60	N/A	N/A	1800	2,060	thg 2-23	開拓規模を拡大している。

VLB	Thiện Tân 2	Đồng Nai	60	N/A	N/A	1800	2,222	n/a	
VLB	Soklu 2	Đồng Nai	10	N/A	N/A	400	237	n/a	開拓規模を拡大している。
VLB	Tân Cang 1	Đồng Nai	60	N/A	N/A	1500	1,642	n/a	
VLB	Soklu 5	Đồng Nai	10	N/A	N/A	N/A	443	n/a	開拓規模を拡大している。
会計						**5500**			
CTI	Tân Cang 8	Đồng Nai	60		15,000	800	n/a	thg 12-33	採石場売却
CTI	Thiện Tân 10	Đồng Nai	60		26,600	900		thg 12-35	開拓・生産機械、設備を持ち上げた。
CTI	Xuân Hòa	Đồng Nai	60		18,000	500		thg 12-34	
会計						**1400**			

ソース：BSC Research

投資観点ー有望

BSC は建設用石材業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	時価総額（10億ドン）	2022年の売上高	% yoy	2022年の税引後利益	% yoy	2022年の EPS（ドン/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年2月10日の終値	目標価格	Upside
CTI	1,745	724	15%	55	17%	786	31.1	1.2	5%	1%	21,300	32,800	54%
DHA	904	398	89%	97.5	25%	6,224	8.1	1.6	19%	18%	55,900	64,300	15%
KSB	3,047	1,219	19%	309	20%	3,524	6.9	1.3	15%	7%	40,950	N/A	N/A

ソース：BSC Research

港湾業[有望]

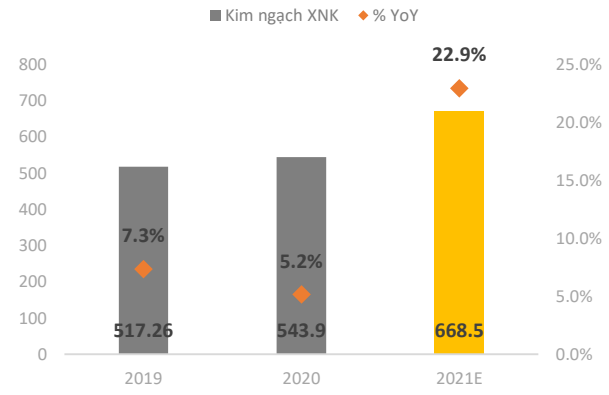
分析者: Lê Hữu Ngọc *Email: ngoclh@bsc.com.vn*

- 2022年には、BSCは世界経済の回復が国際貿易を刺激したことおかげで、港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比10%増の264万TEUSを達すと予測しております。
- 2022年には、利益が前年比+24%増となるときたされるのは港湾業の回復及び港湾の効率の向上のおかげで、港湾を通じるコンテナ取扱量が6%～27%増となることから由来する。
- BSCは港湾業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。

2021 年には、港湾を通じるコンテナ取扱量は(1)世界経済の回復、(2)国間輸出入活動の制限が解除されたことで、ベトナムでの輸出入活動が順調になったということで、輸入出活動の回復のおかげで前年比 8.4%増の 2,400 万 TEUS を達した。

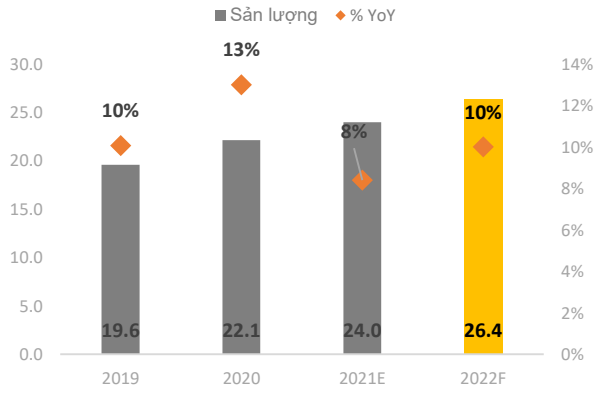
2022 年には、BSC は(1)国際貿易が世界経済の回復と共に成長し、(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれ、コンテナの不足が解消されたことで、流通の中断状況が改善されたということおかげで、港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比 10%増の 264 万 TEUS を達すと予測しております。

2021 年の総輸出入額が前年比+22.9%増となった。(10 億 USD)



ソース:統計局、BSC Research

BSC は 2022 年には、港湾を通じるコンテナ取扱量が前年比 10%増となると期待しております。(100 万 TEU)



ソース:交通運輸省、BSC Research

2022 年に、BSC が観察している港湾企業(GMD、SGP、VSC)の利益が前年比+24%増となると期待されるのは輸出入活動が活発になることで、港湾を通じる貨物取扱量が前年比 6%～27%増となることから由来する。具体的には、VSC の港湾を通じる貨物取扱量の増加は港湾業界の回復、Lach Huyen 地域で競争性が緩和したことから由来した。GMD 及び SGP の港湾を通じる貨物取扱量の増加は Cai Mep – Thi Vai 港湾を通じる貨物取扱量に依存する。中期

には、GMD、VSC、PHP は新規港湾が稼働することで、港湾を通じる貨物取扱量が増加するだろう。

港湾企業の 2022 年の港湾を通じる貨物取扱量

企業	貨物量		
	2021E	2022F	%YoY
GMD (100 万 TEU)	3.15	4.00	27%
VSC (100 万 TEU)	1.10	1.17	6%
SGP (100 万 TEU)	9.9	10.9	10%

ソース:BCTCDN, BSC Research

投資観点ー有望

BSC は建設用石材業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	% yoy	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	% yoy	2022 年の EPS (VND /株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
GMD	3,256	14%	695	37%	2,306	18.9	1.9	7%	10%	47,750	64,000	34%
VSC	1,957	5%	355	15%	3,220	12.5	1.8	13%	15%	41,200	55,000	33%
SGP	1,209	12%	429	15%	1,983	15.5	1.6	8%	17%	34,000	N/A	N/A

ソース:BSC Research

鉄鋼業[中立]

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

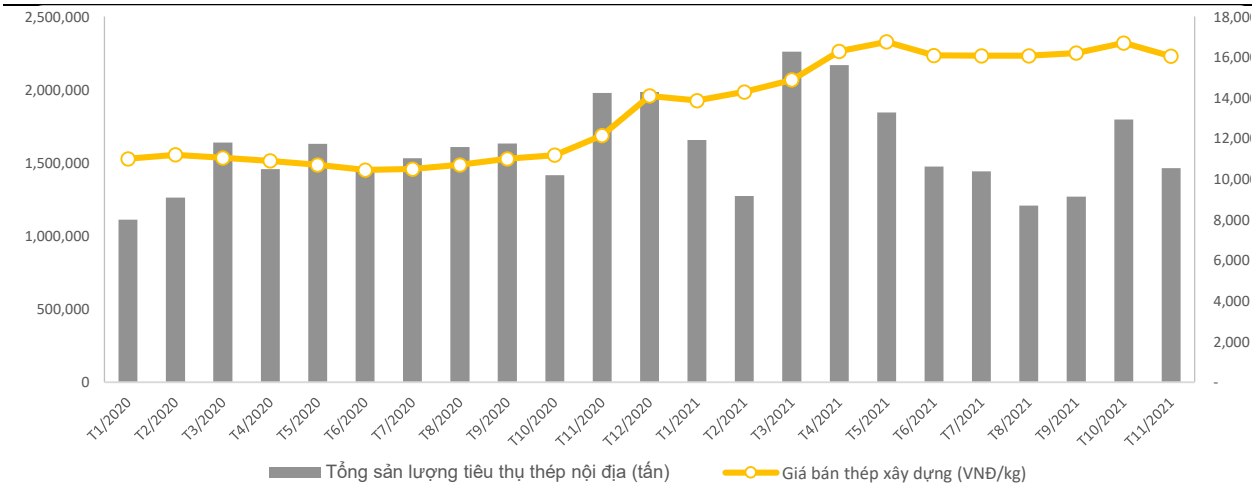
- 国内消費量は回復するのは(1)公共投資額がインフラに集中する、(2)建設活動が徐々に回復するということから由来する。
- 多くの国は新型コロナウイルス感染症前の水準に回復するに連れて、輸出市場は更に競争性がもっと厳しくなる。
- 利益率が下落するのは販売価格の値下げ及び原材料価格の値上げから由来する。
- BSC は鉄鋼業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

BSC の推定による、鉄鋼需要の減少なので、鉄鋼の 2021 年国内消費量が前年比+8.16%増となった。2022 年には、BSC は(1)公共投資額の実行を強化し、インフラに集中する、(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれたことで、土木建設が回復するということを基づく、鉄鋼の国内消費量が増加すると予測しております。具体的には下記の通りです。

- 公共投資:国会は経済刺激パッケージ 350 兆ドンを承認した。そのうち、113 兆 8,500 億ドンがインフラを投資され、北部－南部の高速道路、Long Thanh 空港、大きい流通港湾などの重要な案件を集中する。
- 土木建設が回復する。新型コロナウイルス感染症の流行を封じ込まれるために、建設活動が 2021 年 9 ヶ月に停滞された。2022 年には、アパートの供給源が倍増し、受託の供給源が同 20%～30%増となるのは国内で鉄鋼の消費需要を高める要素である。

鉄鋼の消費量が横に推移したが、鉄鋼の販売価格が大幅に上昇したのは鉄鋼企業の業績に寄付した。具体的には、鉄鋼の販売価格が 2021 年上半期に大幅に上昇した後、下半期に段々下落した。しかし、2021 年の平均販売価格が前年比+43%増となった。BSC は 2022 年の平均鉄鋼販売価格が鉄鉱石価格と共に下落すると予測しております。

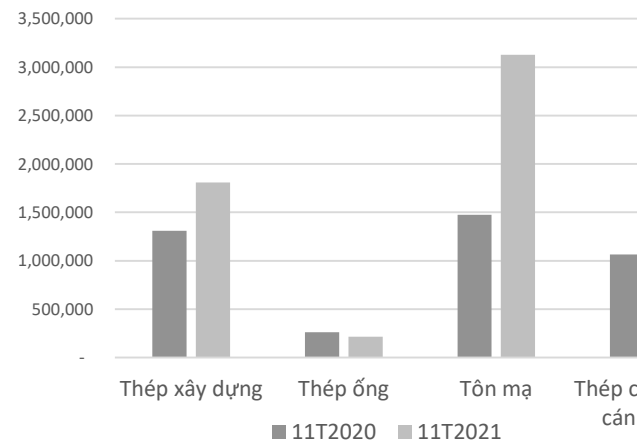
鉄鋼の国内消費量



ソース:Fiinpro, BSC Research

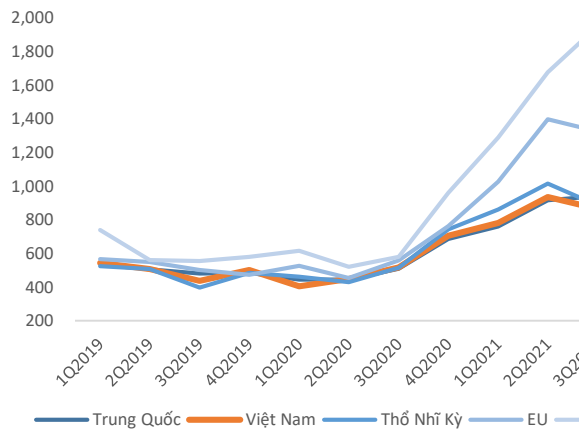
輸出市場は 2021 年に鉄鋼企業の「光点」となった。鉄鋼輸出量は前年比+38%増となった。ベトナムの重要な鉄鋼製品輸出量について、メッキ鋼板屋根シートの投入原材料（HRC）の価格がベトナムで生産されることで、販売価格がヨーロッパ、米国、東南アジア諸国連合より安いです。2022 年には、BSC は生産費用の利点として、ベトナムが鉄鋼輸出量を 2021 年と相当する水準で維持すると考えております。しかし、鉄鋼価格はヨーロッパ、米国で引続き下落することだけでなく、特に競争国がこれらの市場への輸出率を上昇したら、輸出率が高いベトナム企業が 2021 年のように維持することが難しいだろう。

2021 年には鉄鋼輸出量が急増した。



ソース：Fiinpro, Bloomberg, BSC Research

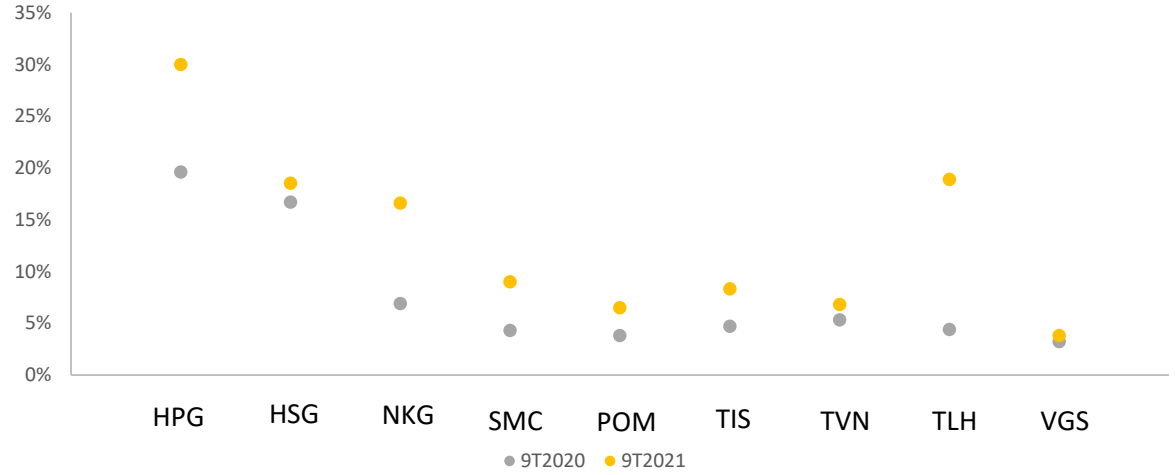
ベトナムと競争国との HRC 販売価格差が徐々に縮小した。



ソース：Fiinpro, Bloomberg, BSC Research

多くの鉄鋼企業の利益率が 2021 年に大幅に上昇したのは低い売上原価で原材料価格の変動を利用し、在庫量を増やし、2021 年の 9 ケ月に鉄鋼販売価格の大幅な上昇から恩恵を受けたことから由来した。

多くの鉄鋼企業の売上総利益率が大幅に上昇した。

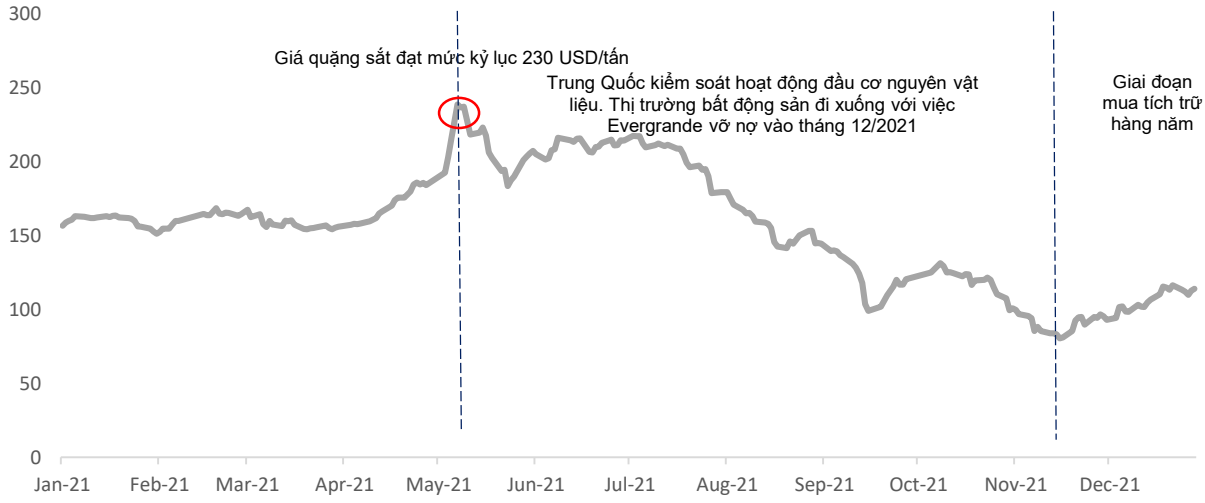


ソース：企業財務諸表、BSC Research

BSC は（1）鉄鋼販売価格が原材料価格と共に下落する傾向がある、（2）業界の競争性は厳しくなるということで、鉄鋼企業の売上総利益率が 2021 年の高い水準から下落すると評価しております。

- 鉄鋼販売価格は下落傾向がある。多くの国の政府、特に中国政府は買い占めのコントロール政策を実行した時、鉄鋼価格は 2021 年下半期以後下落した。
- 鉄鉱石価格は生産の 2021 年に僅かに回復した。回復の原因は生産の季節性と共に、工場が原材料の在庫量を増やしたということから由来した。しかし、中長期にが鉄鉱石価格が生産費用も下落すると予測される。

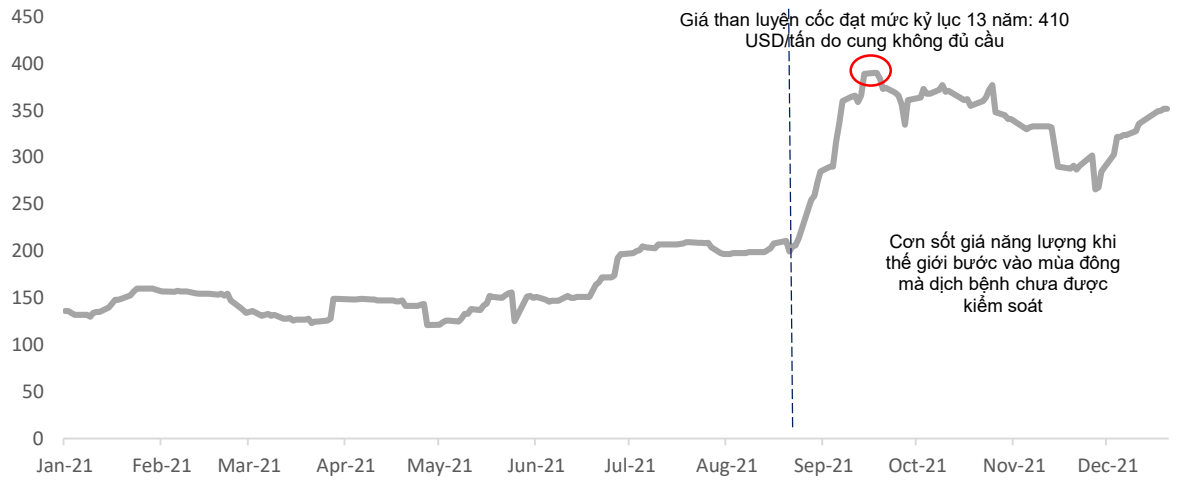
鉄鉱石価格が中長期には下落すると予測される。



ソース：Bloomberg, BSC Research

- 石炭価格：世界でエネルギー価格の高騰及び中国での電力不足により、石炭価格は大幅に上昇した。需要が供給源を超えると共に、中国がオーストラリアからの石炭の輸入を制限していることで、この状況が短期的に解消できないだろう。
-

石炭価格が引続き上昇したのは世界でエネルギー価格の高騰及び中国での電力不足から由来した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

- 業界競争性が厳しくなる。地域的包括的経済連携協定（RCEP）が有効になたことで、鉄鋼製品の輸出税率に関する政策が緩和された。

投資観点ー中立

BSC は鉄鋼業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております。

BSC は HPG を「買い」、HSG、NKG を「観察」と推奨しております。

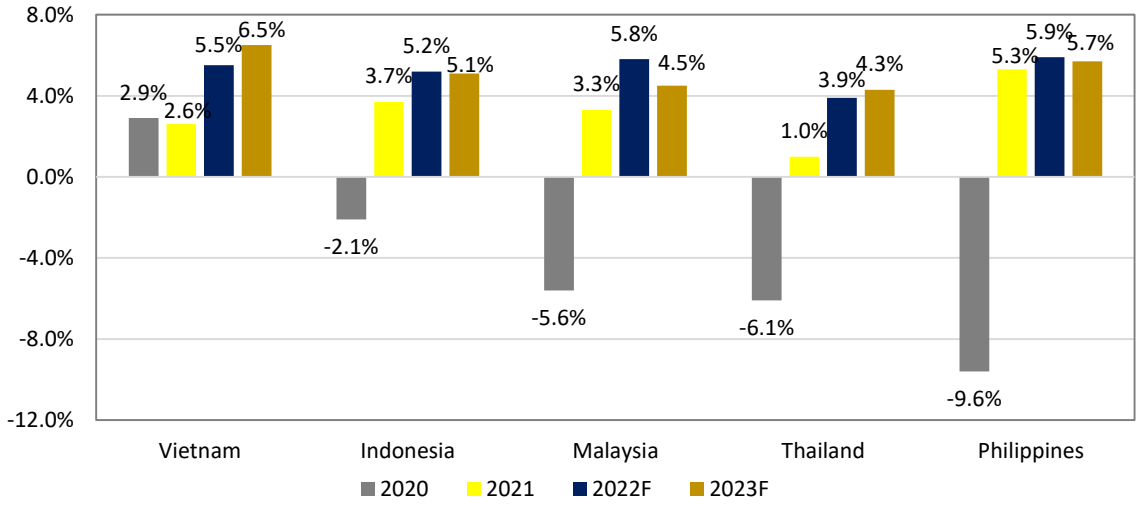
銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
HPG	160,505	+6.4%	36,375	−3.1%	8,110	5.76	1.59	27.6%	13.8%	47,000	64,100	36%
HSG	46,422	−4.7%	3,493	−19.0%	7,078	4.96	1.20	24.3%	8.5%	36,400	35,400	−3%
NKG	22,221	−11.9%	2,002	−14.7%	9,258	4.04	1.06	25.1%	9.7%	38,250	41,700	9%

ソース：BSC Research

II/新型コロナウイルス感染症の後の経済回復

BSC は市場の 2022 年見通しを明るいだと評価したが、2021 年に比べて明暗で大きく分かれたことと強調しております。そのために、BSC は 2022 年の「波」を超える為に、投資家が株式選択及びリスク管理規則という羅針盤を守るべきだと考えております。

BSC は基本的なシナリオには、GDP 成長率が 6.6%に戻すに連れて、多くの事業が回復すると予測することです。11 月及び 12 月の PMI は 52 ポイントの上で維持し、新規受注の数量及び産量が急増したのは回復シグナルが維持されたと示した。ワクチン接種率が高い水準で維持したのは生産経営活動を維持し、生産チェーンの中断を予防する。World Bank の予測によると、次の 2 年間にベトナムはアジア諸国に比べて GDP 成長率を最も高い水準で引続き維持する。更に、消費需要が回復すると共に、中所得者層が増加するのは消費財・小売り業の明るい見通しの原動力となっている。



ソース：World Bank, BSC Research

IT・郵便通信業[有望]

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

- 2021年には、情報通信技術（ICT）業及び通信業の収入はそれぞれ、前年比+10%増の1,360億USD、同+2%増の56億USDを達した。
- 2022年には、BSCは（1）デジタルトランスフォーメーション傾向及び政府のスマート交通の投資、（2）5G通信サービスが通信企業の経営活動を促進するということを基づく、IT・郵便通信業の見通しが明るいだと評価しております。
- BSC証券はIT・郵便通信業の2020年見通しを「有望」と評価しております。

2021 年には、情報通信技術（ICT）業及び通信業の収入は僅かに成長した。情報通信省によると、情報通信技術（ICT）業及び通信業の収入はそれぞれ、前年比+10%増の 1,360 億 USD、同+2%増の 56 億 USD を達した。BSC は世界での国々の経済回復及びデジタルトランスフォーメーション傾向のおかげで、情報通信技術（ICT）業が成長を維持できる。さらに、2021 年に新型コロナウイルス感染症の流行により、ベトナム政府が社会隔離措置を実施したことで、通信製品に対しての需要が高まった。

2022 年には、BSC は下記の要素を基づく、IT 業及び郵便通信業の見通しが「明るい」だと評価しております。

デジタルトランスフォーメーション傾向及びスマート交通（ITS）の公共投資はテクノロジー企業にポジティブな影響を与える。BSC の評価によると、新型コロナウイルス感染症の流行が落ち込めば、デジタルトランスフォーメーション傾向がベトナム及び世界でまだ続く可能性がある。ベトナム政府はデジタル化を強化し、「Made in Vietnam」という製品に対してデジタルトランスフォーメーションを導入することで、FPT、MCG などの国内テクノロジー企業が恩恵を受ける。2022 年にスマート交通への投資を強化する必要がある。BSC は（1）北部－南部高速道路の 12 つの道路での ITS、（2）市内での ITS という原動力は ELC、ITD などの企業に恩恵を与える。

5G 通信サービスの展開進捗が通信企業の経営活動を促進すると期待されている。BSC は第 5 世代移動通信システムに段々転換するのはベトナムでの明らかな傾向である。これは通信業に促進する原動力となる。CTR などの通信企業はインフラ設備、システム保守、通信サービスを供給する企業間のインフラを共有することを強化することから恩恵を受ける。FPT などの 5G 設備生産を参加する企業は政府が国内製品を優先することから恩恵を受ける。最後、顧客が 5G 使用に転換すれば、Viettel、Vinaphone、Mobifone などのインターネット運用する企業が新しい収入を得る。

投資観点－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。BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が落ち込めば、デジタルトランスフォーメーション傾向がベトナム及び世界でまだ続くと期待しております。また、2022 年第 1 四半期及び第 2 四半期には、入札を開始することで、ITS 事業で運営している企業が恩恵を受けると期待している。BSC は FPT 及び CTR が恩恵を受けると期待しております。

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 1 月 28 日の終値	目標価格	Upside
FPT	42,086	17%	6,323	19%	6,103	14.5	1.4	16%	25%	92,000	117,000	27%
VTP	24,221	7%	445	17%	4,061	17.1	3.9	10%	26%	69,800	81,000	16%

CTR	10,915	37%	474	35%	5,080	16.4	3.7	20%	29%	89,900	101,000	12%
ELC	1,506	69%	78	62%	1,427	15.5	0.6	5%	8%	23,350	38,000	63%

ソース:BSC Research

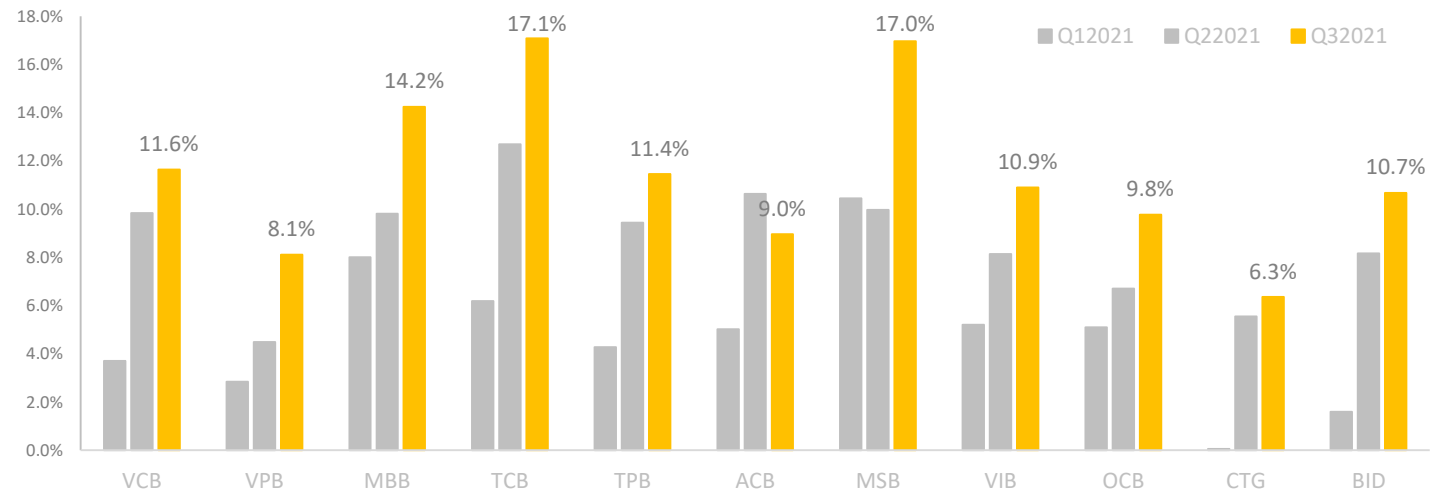
銀行業[有望]

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

- 2022 年には、BSC は(1)景気がエピデミック後も回復を続ける、(2)サポートパッケージは今後 2～3 年で約 350 兆 VND であると推定されているという要素のおかげで、貸付成長率が 14.0%であると予測しております。
- BSC は 2022 年の純金利マージン(NIM)が(1)景気の回復が貸付成長率を増加させる、(2)貸付金利がサポート期間の後回復するという要素のおかげで、前年比+35%pt 上昇すると予測しております。
- 2022 年には、銀行業の成長率は 22.2%になると期待しております。
- 現在、2022 年 1 月 11 日の時点での銀行業の 2022 年 P/Bfは 1.5xである。

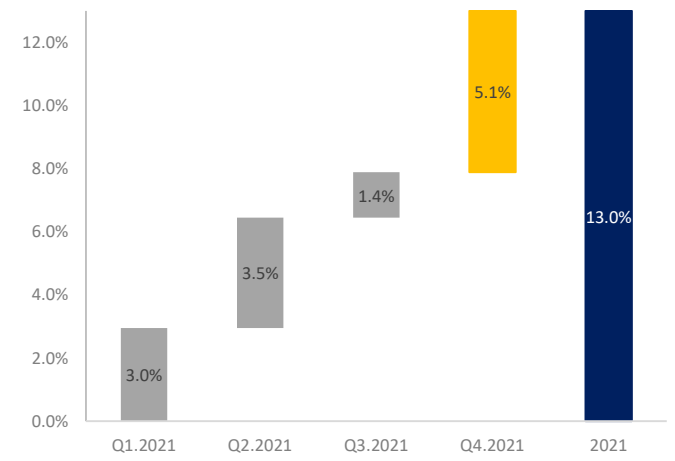
2021 年の貸付成長率は 13%以上だった。新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれたこと及び景気の回復のおかげで、銀行業の貸付成長率は前年比 13%以上上昇した。2022 年には、BSC は銀行業の貸付成長率が(1)景気がエピデミック後も回復を続ける、(2)サポートパッケージは今後 2～3 年で約 350 兆 VND であると推定されているという要素のおかげで、14%で維持すると期待しております。

上場企業の 2021 年 9 ヶ月貸付成長率

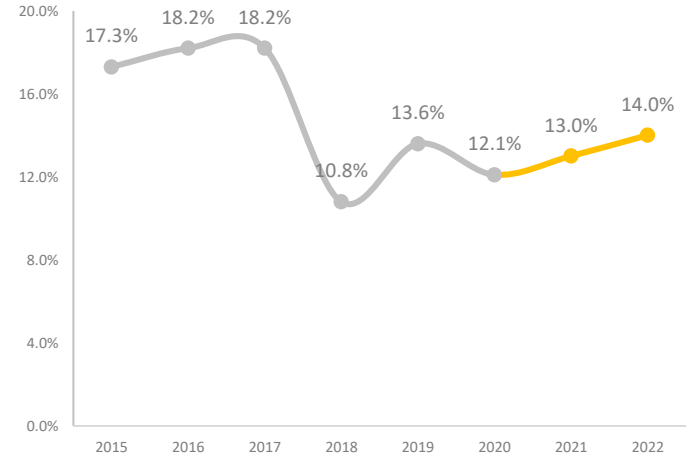


ソース:上場銀行, BSC Research

2021 年第 4 四半期の貸付成長率



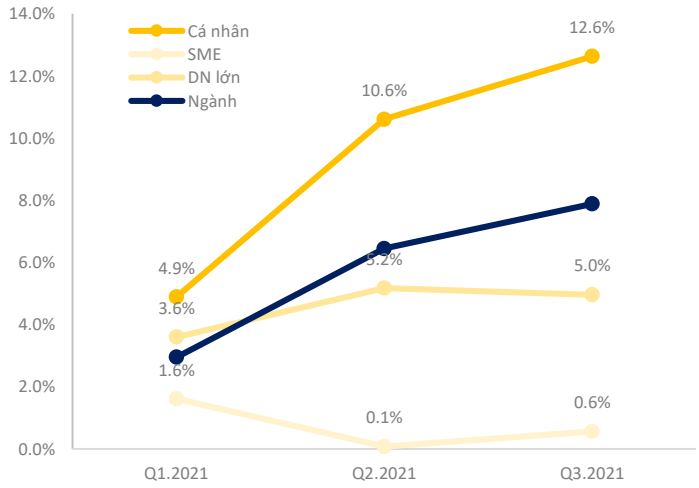
2022 年貸付成長率



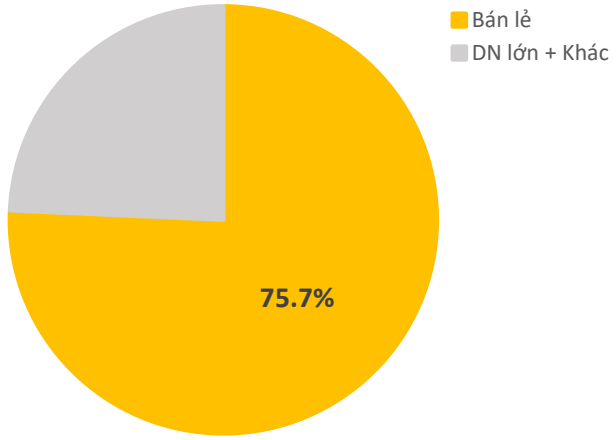
ソース: SBV, BSC Research

2021 年に小売り事業向け貸付活動を回復した。BSC は、(1)貸付額が低い水準で留まっていることで、銀行が集中的なリスクを軽減する、(2)NIM が重要な顧客より高いという要素を基づく、多くの銀行が小売業に引き続き集中するのは 2022 年の成長原動力になると考えております。

顧客別貸付成長率



2021 年 9 ヶ月における貸付残高の小売り事業向け貸付比率

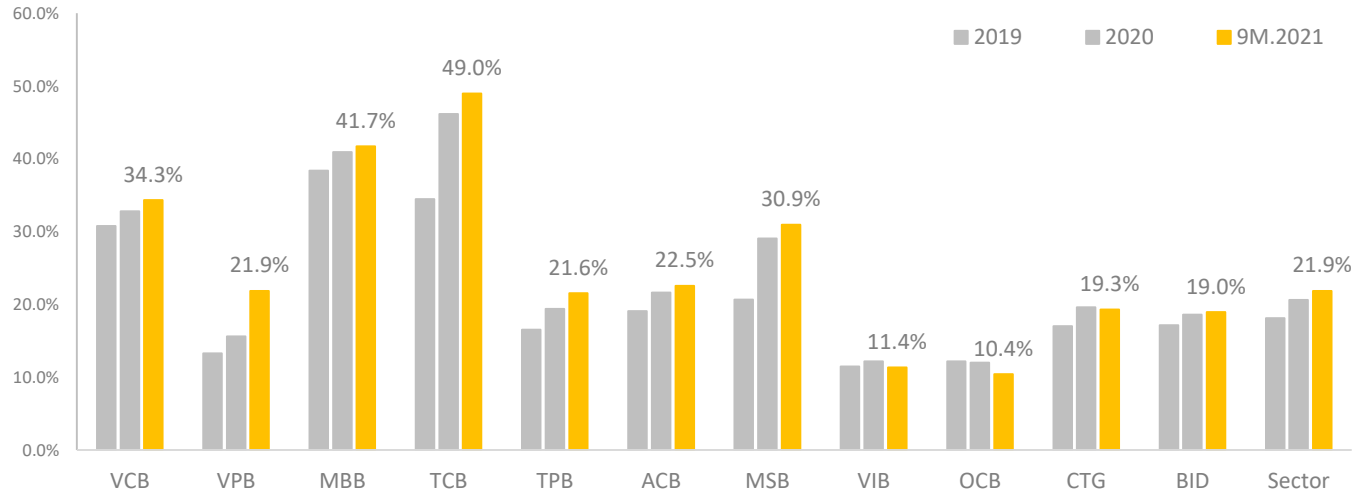


ソース:上場銀行, BSC Research

当座・普通預金(CASA)の調達に集中するのは資本コストを削減させる。

多くの銀行は 2022 年の CASA 市場シェアを拡大するために取引手数料を削減している。

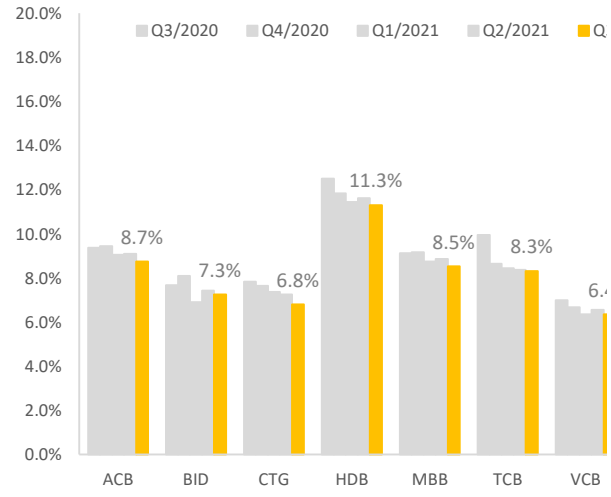
いくつかの上場銀行の CASA 比率



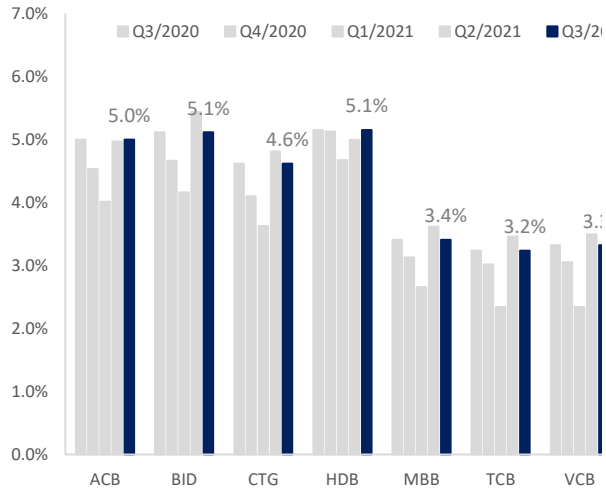
ソース:上場銀行, BSC Research

BSC は 2022 年の純金利マージン(NIM)が(1)景気の回復が貸付成長率を増加させる、(2)貸付金利がサポート期間の後回復する、(3)CASA の増加が 2022 年に資本コストを削減させるという要素のおかげで、前年比+35%pt 上昇すると予測しております。

2021 年第 3 四半期の平均貸付金利

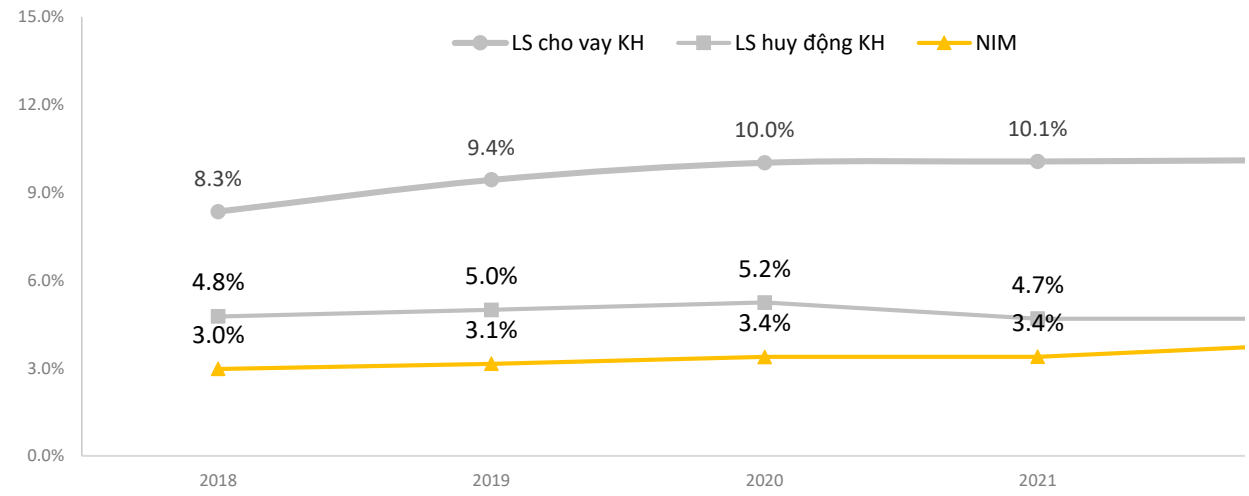


2021 年第 3 四半期の平均調達金利



ソース:上場銀行の財務諸表, SBV, BSC Research

2022 年 NIM の予測



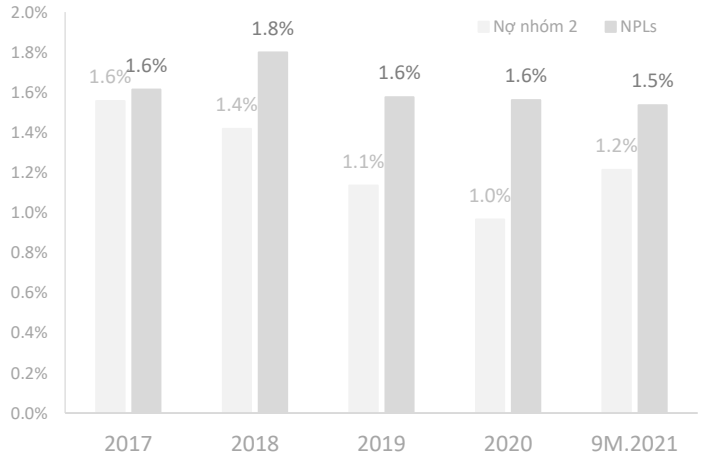
ソース:上場銀行, BSC Research

資産質 – 資産の質は適切に管理されています。

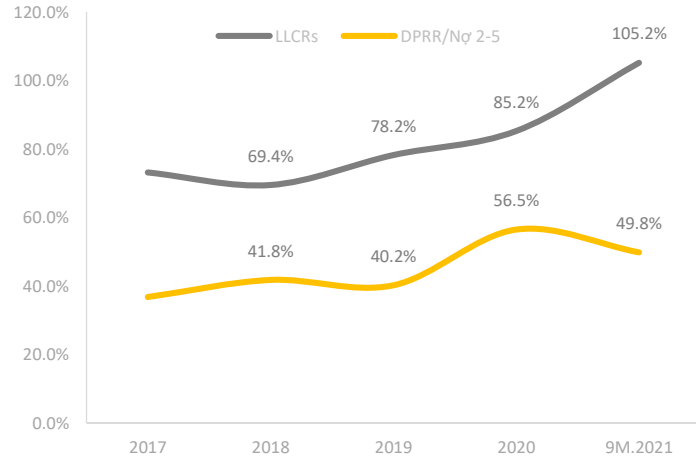
新型コロナウイルス感染症の流行により資産質が低下した。

(1) 不良債権比率と不良債権回収比率は改善されている。資産質の低下に悪影響を受けているが厳格な信用管理政策と高い不良債権回収比率のおかげで、銀行は資産の質を適切に管理し、現在の水準（不良債権率の 1.6～1.7%）を維持することができると評価しております。

不良債権比率は 1.6%で管理されている。



不良債権回収比率は改善されている。



ソース:上場銀行の財務諸表, SBV, BSC Research

(2) 再構成債務は新型コロナウイルス感染症第 4 波により 1.5%に増加した。いくつかの銀行の再構成債務に対する貸倒引当金比率は 30～100%である。BSC は、(1)銀行の経常収益(TOI)が高水準で留まっていることで、銀行が成長に影響せずに貸倒引当金に追加繰入れる可能性がある、(2)再構成債務が経済活動の再開のおかげでそれほど増加しないだろうという要素を基づく、再構成債務の残高が銀行の業界にあまり影響しないと評価しております。

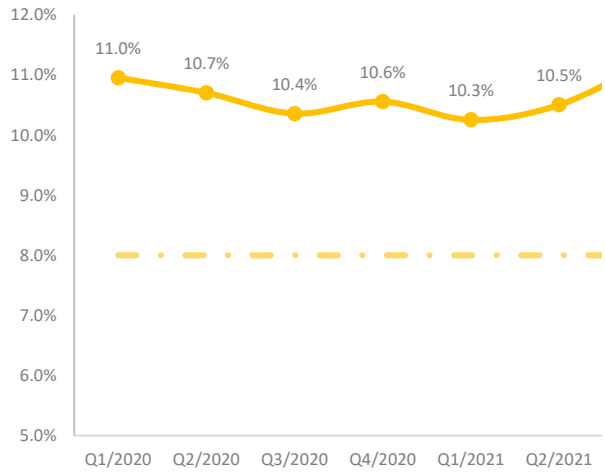
いくつかの再構成債務

	再構成債務						債務の残高					
	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021
ACB	9,000	9,200	9,024	8,516	8,195	13,416	3.2%	3.1%	2.9%	2.6%	2.4%	4.0%
BID	4,000	36,000	28,000	18,000	9,400	25,000	0.4%	3.1%	2.3%	1.5%	0.7%	1.9%
CTG	8,400	8,400	6,500	4,500	4,160	7,800	0.9%	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.7%
HDB	5,000	7,900	6,100	1,270	992	181	3.1%	4.8%	3.4%	0.7%	0.5%	0.1%
MBB	7,000	5,100	2,700	2,000	2,700	3,000	2.7%	1.9%	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%
STB	7,000	1,000	700	500	1,500	500	2.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.1%
TCB	500	7,100	7,900	6,700	2,700	2,900	0.2%	3.1%	2.8%	2.3%	0.9%	0.9%
TPB	1,700	8,000	8,416	1,742	1,268	1,455	1.7%	7.3%	7.0%	1.4%	1.0%	1.1%
VCB	11,000	10,400	5,100	3,900	4,100	9,000	1.4%	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%	1.0%
VIB	3,664	3,618	3,201	2,819	2,486	1,800	2.7%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%	1.0%
VPB	20,000	27,000	13,600	7,500	6,600	15,900	7.4%	9.7%	4.7%	2.5%	2.1%	5.0%
MSB	4,200	4,200	1,500	473	243	1,759	6.0%	5.7%	1.9%	0.5%	0.3%	1.8%
OCB	N/A	N/A	1,300	1,123	1,166	2,000	N/A	N/A	1.5%	1.2%	1.2%	2.0%
合計	**81,464**	**127,918**	**94,041**	**59,042**	**45,510**	**84,711**	**1.7%**	**2.6%**	**1.8%**	**1.1%**	**0.8%**	**1.5%**

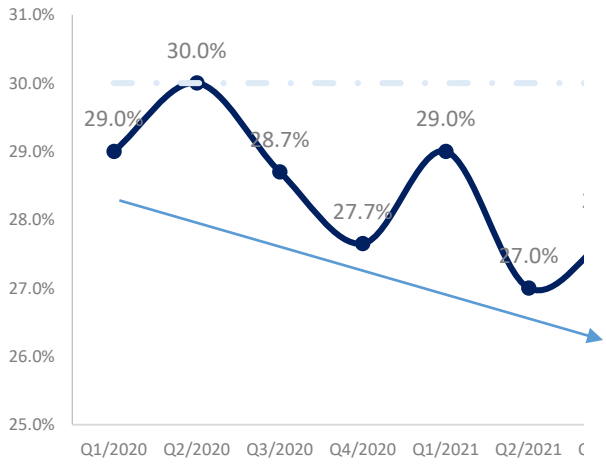
ソース:上場銀行, BSC

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

CAR Basel II の比率は高い水準で維持された。



中期的な貸付に対する短期資本比率



ソース:上場銀行の財務諸表,中央銀行, BSC Research

評価 – 累積するために合理的な価値

2022 年 1 月 11 日の時点では、銀行業の 2022 年 P/BF は 1.5xであり、ピークより 15%減となった。

2021 年と 2022 年業績の予測

BSC は 2022 年には、総営業収益(TOI)を前年比 16.7%増の 406 兆 6,940 億ドン、税引前利益(PBT)を同 24.2%増の 163 兆 8,460 億ドンと予測しております。

銀行業の業績予測

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
成長率						
% 信用	18.2%	10.8%	13.6%	12.1%	13.0%	14.0%
% 総資産	20.3%	9.8%	13.2%	11.1%	10.3%	9.7%
% 貸付	19.9%	13.6%	16.0%	13.5%	13.0%	13.2%
% 預金	15.2%	12.2%	13.9%	12.8%	9.9%	8.0%
% 利息収入	25.1%	16.3%	22.5%	12.3%	17.7%	14.5%
% 非金利収入	49.3%	28.9%	16.2%	17.2%	13.7%	6.6%
% サービスコスト	51.6%	23.2%	31.4%	22.4%	19.6%	14.1%
% 営業収益	29.9%	19.2%	20.9%	13.5%	16.7%	12.6%
% 引当金前利益	38.4%	23.4%	25.5%	18.2%	19.7%	13.9%
% 引当金	32.6%	11.0%	18.7%	20.9%	12.7%	−1.1%
%税引前利益	43.5%	33.6%	30.2%	16.5%	24.2%	22.8%
業界の指標						
2 グループ債権	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
不良債権	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
貸倒引当金/貸付	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%

不良債権回収率(LLCRs)	73.1%	69.4%	78.2%	85.2%	93.3%	99.1%
不良債権引当金／2～5 グループ不良債権	36.8%	41.8%	40.2%	56.5%	58.7%	59.8%
信用費用	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%
預貸率(LDR)	70.8%	74.5%	75.9%	76.5%	80.8%	85.0%
CAR Basel I	10.7%	10.8%	10.7%	10.5%	11.4%	12.1%
普通預金(CASA)の比率	16.7%	16.5%	16.8%	17.7%	19.9%	23.2%
平均総金利	7.5%	7.9%	8.6%	8.1%	8.2%	8.4%
平均資本費用	4.6%	4.8%	4.9%	4.5%	4.5%	4.4%
NIM	3.1%	3.3%	3.5%	3.52%	3.84%	4.12%
CIR	53.4%	47.4%	40.8%	39.2%	37.1%	35.7%
ROAA	0.9%	1.4%	1.6%	1.5%	1.8%	2.0%
ROAE	14.3%	18.7%	18.5%	18.2%	18.8%	18.6%

ソース: Fiinpro, BSC Research

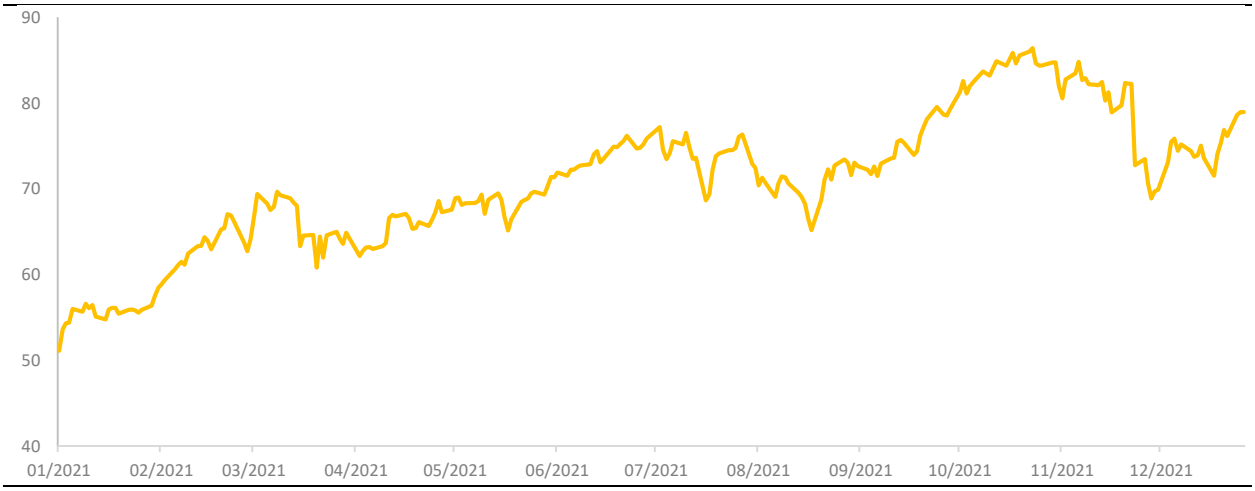
石油・ガス業[有望]

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

- 2021 年には、原油価格は大幅に回復し、2021 年第 4 四半期に 80 ドル/バレルを上回った。
- 原油消費量は大幅に増加すると予測されますが、供給の成長がまだ遅いです。
- いくつかの石油案件はより前向きな兆候を示し始めており、近い将来に開始される予定です。
- BSC は世界的な原油価格が 80 ドル/バレルであると仮定を基づく、石油・ガス業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。BSC は GAS、PVS と PLX の 2022 年投資評価を「買い」と推奨しております。

2021 年末の時点でブレント原油価格は 78 ドル/バレルで維持した。原油価格は 85 ドル/バレルでピークを作成した後、大幅に下落し 70 ドル/バレルまで下落する局面もあった。

2021 年のブレント原油価格



ソース: Bloomberg, BSC Research

原油の需要は大幅に回復した。具体的には、米エネルギー情報機関（EIA）によると、世界の石油需要は 2022 年までに 330 万バレル/日を追加増加し、1 億バレル/日まで回復します。これは、Covid パンデミック前の原油需要に相当します。この原油消費量は、現在の供給量の 9,540 万バレル/日よりもはるかに高くなっています。

しかし、OPEC プラスが生産量の増加に対する慎重にすること及び米国の石油業の回復の遅れにより、供給は引き続き取り締まられている。石油供給は、（1）米国と中国が化石燃料の使用制限について COP26 で合意に達する、（2）OPEC と同盟国が生産量をさらに増やす意欲を示さないという要素を基づく、近い将来ゆっくりと増加すると予測されています。OPEC プラスは生産量を 40 万バレル/日増加させるという方針を維持する可能性が高く、現在の 580 万バレル/日の削減を徐々に回復するために 2022 年半ばまで延長する可能性があるだろう。原油の需要が大幅に増加している背景には、この生産量の増加は、短期的に市場の需要をバランスするのに十分ではない。

原油の需要は経済の前向きな見通しのおかげで大幅に回復しているが、供給の伸び率はまだ遅くなっている。BSC は 2022 年の平均原油価格が 80 米ドル/バレルであると予測しております。ポシテイプなシナリオでは、2022 年の平均原油価格は 90 ドル/バレルに達す可能性がある。ネガタイプなシナリオでは、平均原油価格は 70 ドル/バレル或いはより低いだろう。

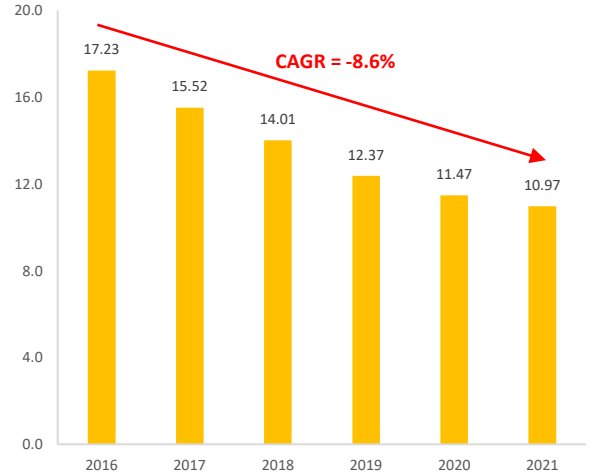
2022 年の平均ブレント原油価格

シナリオ	家庭	2022 年の平均ブレント原油価格
ポシテイプ	オミクロン型は恐れられているほど危険ではない。ワクチンは病気の予防に効果的であり、原油需要は力強く回復し続けています。	2022 年の平均原油価格は 90 ドル/バレルに達す可能性がある。
基本的	オミクロン型は封じ込まれる前に 2022 年の最初の数ヶ月にのみ影響を及ぼするだろう。世界の原油需要は、国際的な旅行/輸送活動の再開のおかげで回復し続ける前に、短期的に影響される可能性がある。	2022 年の平均原油価格は 80 ドル/バレルに達す可能性がある。
ネガタイプ	新型コロナウイルス感染症の変型は予想よりも複雑であり、世界中の渡航禁止措置が厳しくなり、世界の原油需要が減少し、原油価格に下落する圧力が発生します。	2022 年の平均原油価格は 70 ドル/バレルに達す可能性がある

ソース: BSC Research

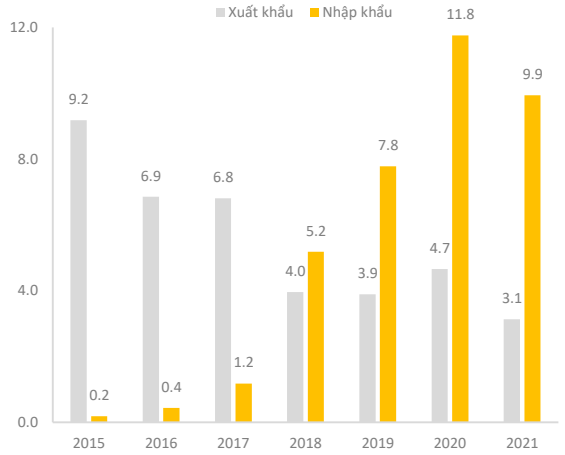
国内市場では、2021 年の原油生産量は前年比 4.4%減の 1,097 万tだった。

原油生産量



ソース: PVN, BSC Research

原油輸入出量(100 万t)



ソース: PVN, BSC Research

最近、BSC はいくつかの石油・ガス案件がより前向きな兆候を示し始めており、近い将来に建設が開始されると期待しております。その中には、ロット B-O Mon 案件に関する上流・中流プロジェクトは最終投資決定(FID)を待っています。BSC は、O Mon 案件が 2022 年後半に着工されると期待しております。これは、ベトナムでの石油・ガスバリューチェーンにおける企業にとって大きな成長原動力となるだろう。

国内重要な石油・ガス案件の進捗状況を更新する

案件名	投資総額	展開予定	進捗
Sư Tử Trắng 案件第 2 期	20 億 USD	2021 年～2023 年	第 2A 期は完了し、投資額が 1 億 3,800 万ドルだった。第 2B 期は 2024 年から稼働すると見込まれた。
Nam Du – U Minh 案件	N/A	2022 年–2024 年	ジェイドストーンは FPSO 契約入札を再発行するために準備をしています。2024 年から最初のガスフローの受け取りを開始する予定です。
Lạc Đà Vàng 案件	N/A	2023 年–2024 年	調査が進行されている。
ロット B – Ô Môn 案件	67 億 USD	2024 年–2025 年	首相からの FID 投資決定の承認を待っています。O Mon 3 プロジェクトの資本使用に関する問題が解決されれば、ロット B 案件は 2022 年後半に建設を開始する予定です。
Cá Voi Xanh 案件	100 億 USD	2024 年–2025 年	関連者は、電気生産とガス販売について交渉しています。しかし、商業的合意に達していないため、プロジェクト展開の進捗は継続的に遅れている。
Kèn Bầu 案件	N/A	2027 年–2028 年	探鉱掘削が進行中です。

ソース:企業の財務諸表, BSC Research

投資観点– 有望

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

- BSC は 2022 年の平均原油価格が経済の前向きな見通しのおかげで、前年比 10%増の 80 米ドル/バレルであると予測しております。
- 国内石油・ガスの不足状況は、新しい油田での探鉱・生産・開発プロジェクトへの投資の必要性を促進しています。
- 国内ガソリン消費量は、2021 年比 4%増加すると予想されています。

上流グループでは、この地域におけるオフショア石油・ガス案件の平均損益分岐点は現在約 50ドル/バレルです。そのために、現在の価格では、BSC は、石油ガス試掘・掘削案件が 2022 年に再び活発になると予想しており、PVS と PVD などの浮遊体式海洋石油貯蔵積出設備サービス、掘削・掘削リグ建設サービスを提供する企業はより価値の高い新しい契約を獲得すると予想しています。

中流グループでは、DungQuat 及び NghiSon プロジェクトからの石油化学製品消費需要が回復すると、石油輸送の需要は 2022 年に増加すると予想されております。また、LNG 輸入需要は貯蔵施設システムの建設を促進している。PVT は LPG と原油輸送市場シェアを全部占めている。GAS は LNG Thị Vải 案件の第 2 期と LNG Sơn Mỹ 案件の第 1 期に投じている。

下流不ループでは、経済が回復すれば、電力・ガソリン・ガスの需要も再び増加すると予測されています。BSC は、石油生産量の増加、販売価格の上昇及び PG バンクにおける保有株式の売却見通しという期待のおかげで、PLX の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
GAS	92,778	16%	9,863	18%	5,050	17.9	3.2	13%	18%	112,000	130,000	16%
PLX	180,313	11%	4,217	43%	3,215	17.1	2.8	6%	13%	60,500	70,000	16%
PVD	6,678	30%	364	810%	901	35.0	0.9	2%	3%	30,700	38,000	24%
PVS	18,262	46%	977	28%	2,044	13.7	0.9	4%	7%	28,700	36,000	25%
PLC	8,048	17%	263	22%	3,261	15.2	2.1	5%	18%	42,500	55,500	31%
BSR	108,313	19%	6,282	22%	1,985	11.7	1.9	10%	17%	26,800	27,000	1%
PVT	7,981	8%	906	9%	2,123	13.5	1.2	7%	13%	23,100	28,000	21%

ソース: BSC Reseach

繊維・アパレル業[有望]

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

- 2021年には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年比11%増の390億ドンだった。
- 2022年には、BSCは、諸国のワクチン接種率が高い水準で留まっている背景には、伝統的な受注の増加及びサプライチェーンの混乱のリスクが低い水準で留まることのおかげで、繊維・アパレル業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。
- BSCはBSCは、TNG, TCM, GILなどの多くの繊維企業が利用可能な土地資金に基づいて不動産事業に発展する傾向があると認識しております。
- BSCは繊維・アパレル業の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。

2021 年には、繊維・アパレル製品の輸出額は多くの困難な要因にもかかわらず、前向きに回復した。2021 年には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年比 11%増の 390 億ドンだった。

2022 年には、BSC は以下の要素のおかげで繊維・アパレル業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

伝統的な受注は前向きなシグナルを見せています。現在、ほとんどの繊維工場の受注は 2022 年第 1 四半期に十分になり、受注が 2022 年第 2 四半期まで十分になる工場がある。MSH, TNG, STK などの繊維・アパレル企業は前向きな受注のおかげで生産能力を拡大している。

銘柄	生産能力の拡大案件
MSH	第 10 ソンホン縫製工場(+25%拡大)
STK	ユニテックス合成繊維工場(糸生産能力の 100%拡大)
TNG	46 台の縫製ラインの拡張(縫製ラインの 16%拡大)

ソース:上場企業

また、2022 年には、BSC は、ベトナムと主要な輸出入国のワクチン接種率が高い水準で留まっていることで、社会的距離措置を適用する可能性が低いために、繊維生産チェーンが壊れることはないと予想しています。

TNG, TCM, GIL などの多くの繊維企業は利用可能な土地資金に基づいて不動産事業に発展する傾向がある。

企業	生産能力の拡大案件
TNG(TNG 貿易投資株式会社)	Sơn Cẩm 工業団地区:面積 70 ヘクタール Đại Thắng 都市区: 面積 11.5 ヘクタール Phổ Yên 都市区: 面積 27 ヘクタール TNG Village 2: 面積 8,114 m2 TNG Landmark: 面積 11,000 m2
TCM(タインコン縫製商業投資株式会社)	TC1: 面積 9,898 m2

	TC2: 面積 6.6 ヘクタール TC3: 面積 1.3 ヘクタール
GIL（ビンタイン輸出入貿易株式会社）	Gilimex 工業団地区: 面積 460.8 ヘクタール

ソース:企業

投資観点– 有望

2022 年には、BSC は、諸国のワクチン接種率が高い水準で留まっている背景には、伝統的な受注の増加及びサプライチェーンの混乱のリスクが低い水準で留まることのおかげで、繊維・アパレル業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	YoY (%)	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
MSH	5,071	11%	480	7%	9,380	8.0	1.5	14%	26%	79,000	85,900	9%
TNG*	5,900	9%	235	17%	3,810	7.7	1.3	8%	18%	31,200	38,000	22%

*:不動産事業からの利益を除いた業績予想

ソース: BSC Reseach

消費材・小売り業[有望]

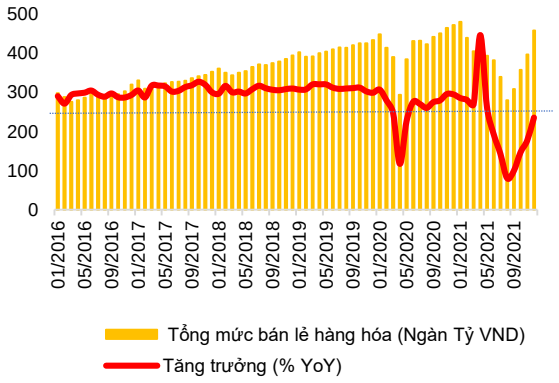
分析者: Phạm Thị Minh Châu *Email: Chauptm@bsc.com.vn*

- 新型コロナウイルス感染症の流行は小売り・消費サービス業にマイナスな影響を及ぼした。
- 「新普通状態」は小売り・消費サービス業の 2022 年明るい見通しを見せている。
- 新型コロナウイルス感染症は、小売業界の完全な革命を加速させている。
- BSC は小売り・消費サービス業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

新型コロナウイルス感染症の流行は小売り・消費サービス業にマイナスな影響を及ぼした。2021 年通年の小売売上高は前年比 6%減の 4,789 兆 VND となった。

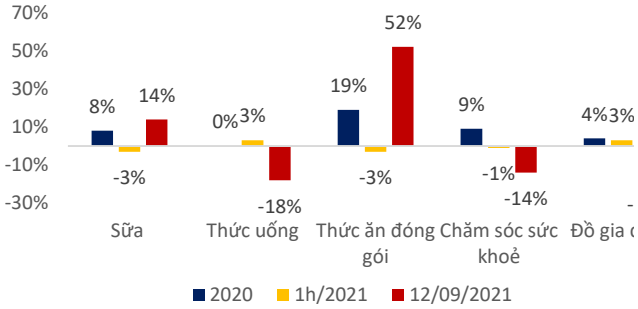
2021 年第 4 四半期の小売売上高はマイナスない成長率（前年同期比−13%減）を維持したが、2021 年第 3 四半期比+31%増加した。この増加は社会的隔離措置が解除されて、ワクチン接種率が 2021 年第 3 四半期末に 60%以上達したことから由来した。

小売売上高



ソース: GSO, Kantar

乳製品及びパッケージ食品事業はパンデミックから恩恵を受けが、飲料事業は悪影響を受けた。



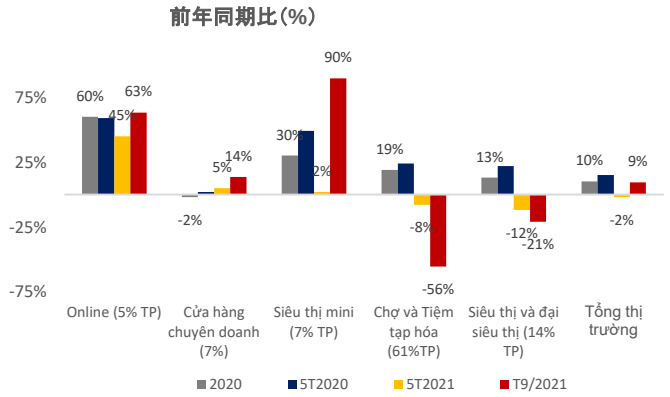
ソース: GSO, Kantar

「新普通状態」は小売り・消費サービス業の 2022 年明るい見通しを見せている。消費サービス事業では、原材料価格と輸送費が徐々に安定して減少している傾向があることで、業績が向上されるだろう。小売り事業では、(1)消費習慣、新しい活動;(2)財務力のある企業は常に規模を拡大し、市場シェアを拡大するために M&A を実施しています;(3)「復讐消費」という新たな消費傾向は、不必要な店舗の再開が許可されて、経済の再開が困難な時期を経て一人当たりの所得を積極的に支えた時に形成された。

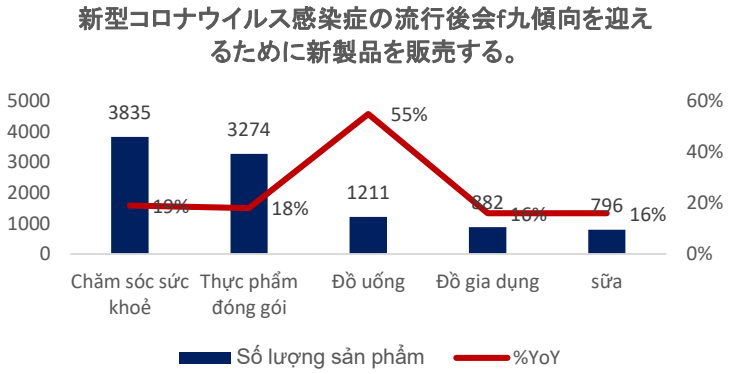
事業	2021 年	2022 年の評価		注意べ来な企業
消費事業	弱気	有望	投入原材料価格と輸送費が下落する傾向があるし、販売価格が上昇する時には、売上総利益率は向上される。	MCM, DBC, VNM, MML
小売り事業	有望	有望		
(1)肉、魚、インスタントラーメンなどの重要な消費事業	有望	有望	(1) 病気の再発行が懸念されることで、現代の消費習慣は維持され続けています。(2)M&A により市場シェア拡大の可能性。しかし、流行に適応した後、人々はもはや商品を蓄えない。	MSN (WCM), MWG (BHX)…
(2)電話、ラップトップなどの電子製品事業	有望	有望	(1) 自宅での勉強と仕事が 2022 年初頭まで展開され続けているため、成長率を維持する。(2)各事業を横幅に拡大する。しかし、2021 年の高い水準では、既存の業界が成長に関する問題を直面するだろう。	DGW, PET, MWG, FRT, …

(3) 不必要な消費事業	弱気	有望	(1) 2021 年の低い水準である。(2)相殺的な消費動向。(3)市場シェアの拡大	PNJ, SAB, ..
販売チャンネル				
(1) 伝統的な販売チャンネル	弱気	有望	伝統的なチャネルは、新型コロナウイルス感染症の流行後に再開され、2022 年に推進されているフランチャイズフォームのおかげで専門化されている。 オンラインチャネルと現代的なチャネルはパンデミック後も引き続き優先されると予想されます。	MWG, PNJ, MSN, ...
(2) 現在的なチャンネル	有望	有望		
–オンライン販売チャンネル	有望			

ソース: BSC Research



ソース: Q&Me, Katar, Sapo

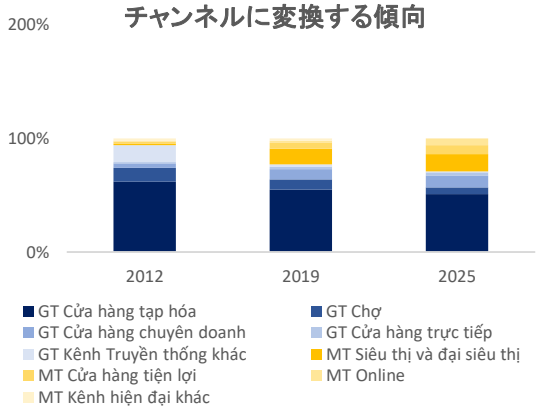


ソース: Q&Me, Katar, Sapo

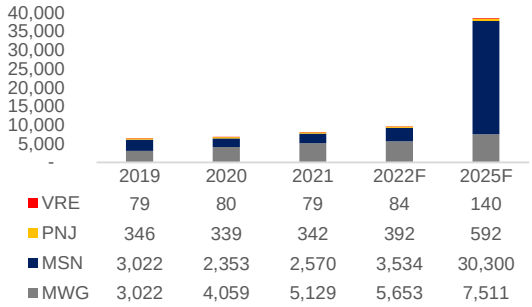
新型コロナウイルス感染症は、小売業界の完全な革命を加速させている。

Q＆ME の統計によると、ベトナムの小売消費市場では、雑貨店と伝統的な市場などの伝統的な消費チャンネル(GT)が消費市場の 80%を占めて、残りの 20%はスーパーマーケット、ミニスート、オンラインスートを含む現代的なチャネル(MT)です。2025 年までの傾向は伝統的な消費チャンネル(GT)と現代的なチャネル(MT)の割合はそれぞれ 70%と 30%となる。

伝統的な消費チャネルから現代的なチャンネルに変換する傾向



2019年～2025年の期間におけるベトナムでの大企業の店舗規模の拡大（店舗）

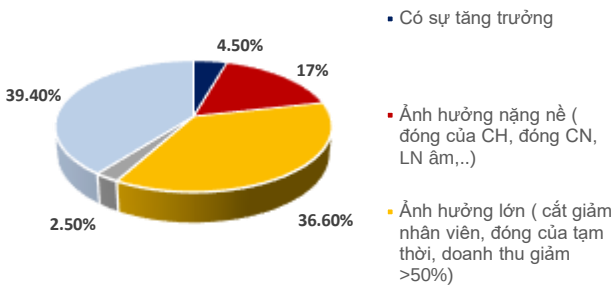


	2019	2020	2021	2022F	2025F
VRE	79	80	79	84	140
PNJ	346	339	342	392	592
MSN	3,022	2,353	2,570	3,534	30,300
MWG	3,022	4,059	5,129	5,653	7,511

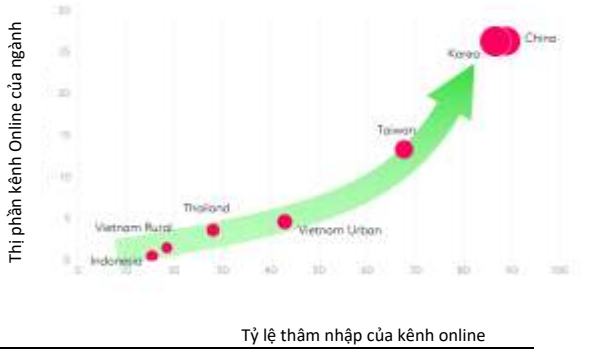
ソース: BSC Research, FITCH, Q&Me

MT チャネルは現在、MWG（The Gioi Di Dong、Dien May Xanh、Bach Hoa Xanh の 3 ブランドで 5,129 店舗）、MSN（Vinmart +の 2,447 店舗、Vinmart スーパーマーケットの 123 店舗）、PNJ（全国で 342 の小売店）、VRE（全国市場シェアの 40%を占め、79 ヵ所のショッピングモールを含む）などの大企業によって支配されています。BSC は、新型コロナウイルス感染症の流行後の消費習慣の変化が中期的に小売業界の大企業に大きなチャンスをもたらすと評価しております。

小売業の事業活動に与えた新型コロナウイルスの影響度



Kênh online được kì vọng tiếp tục tăng thị phần. Trong các thị trường phát triển như Trung Quốc và Hàn Quốc thị phần kênh online chiếm hơn 30%



ソース: Katar, Sapo

ソース: MSN, MWG

投資観点-有望

BSC は小売り・消費サービス業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
VNM	64,855	1%	11,823	10%	5,069	17.7	4.8	20%	30%	82,700	105,820	28%
MSN	84,455	−7%	6,718	−31%	4,788	30.2	5.0	17%	5%	149,600	191,000	28%
MWG	143,663	21%	6,194	30%	8,688	15.5	3.9	9%	25%	136,300	181,700	33%
PNJ	23,262	22%	1,459	50%	6,316	15.1	3.2	15%	23%	103,300	126,100	22%
DGW	529	30%	529	40%	8,370	14.9	4.0	13%	26%	108,000	136,400	26%
DBC	12,222	14%	1,295	49%	10,111	7.5	1.6	11%	24%	72,100	94,900	32%
MCM	2,950	4%	320	14%	2,327	23.2	2.7	15%	13%	54,100	65,800	22%
PET	20,202	13%	292	16%	2,909	12.6	1.9	15%	3%	38,250	45,300	18%

ソース: BSC Research

水産業[有望]

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

- 2021 年には、水産製品の輸出額は前年比 5.7%増の 89 億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年比 4%増の 39 億ドル、同 3%増の 15 億ドルだった。
- BSC は(1)需要が高まり、サプライチェーンが壊れていない場合、輸出額が向上する;(2)輸送コストが低下するという要素のおかげで、水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。
- BSC は水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

2021 年には、水産製品の輸出額は多くの不利な要因により、大幅に回復していない。2021 年には、水産製品の輸出額は前年比 5.7%増の 89 億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、前年比 4%増の 39 億ドル、同 3%増の 15 億ドルだった。

2022 年には、BSC は以下の通りに要素のおかげで、水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

輸出額が高い需要及びサプライチェーンが壊れていないことのおかげで、向上する。

輸送コストが低下する。

ソース: VASEP, FBX

投資観点-有望

BSC は(1)需要が高まり、サプライチェーンが壊れていない場合、輸出額が向上する;(2)輸送コストが低下するという要素のおかげで、水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
VHC	11,565	29%	1,411	36%	7,670	7.7	1.5	18%	23%	69,300	90,500	31%
MPC	18,583	12%	844	15%	3,930	10.1	8.3	8%	13%	41,600	45,000	8%

ソース: VASEP, FBX

ゴム・タイヤ業[有望]

分析者: Lê Hữu Ngọc *Email: ngoclh@bsc.com.vn*

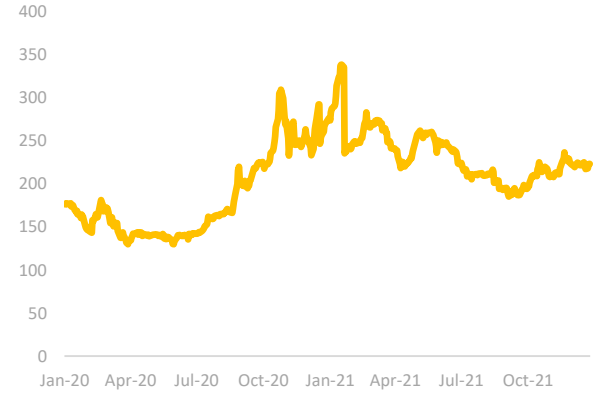
- 2022 年には、BSC は GVR、DPR、PHR などのゴム企業の利益がコアラテックス事業が成長を続け、売却・土地譲渡/転換からの利益が計上されることのおかげで、前年比 23%増加すると評価しております。
- エピデミック後の輸送活動の回復に向けた消費需要の急増によりタイヤ消費量は増加することが見込まれていることで、タイヤ企業の利益成長率は 2022 年に 25%上昇すると期待されている。
- BSC はゴム・タイヤ業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

ゴム業 – 利益の急増が不動産事業から由来する。

ゴムの 2021 年平均価格は前年比 27%増の 232 円/キロだった。ゴム価格の上昇から恩恵を受け、ベトナムのゴム輸出量と輸出額はそれぞれ、前年比 12.9%増の 197 万t、同+39%増の 33 億ドルだった。

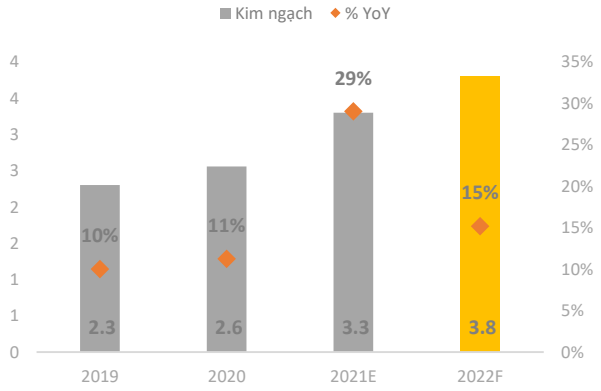
BSC は(1)タイ、マレーシア、インドなどの主要なゴム輸出国からの供給は、収穫活動が異常気象、葉の真菌性疾患の影響を受けるという事実のために、引き続き制限されている;(2)輸送用タイヤ製品消費量の増加に対する需要が大幅に伸びており、供給の不足につながっているという要素を基づく、2022 年のゴム価格が高い水準で維持すると考えております。

2021 年第3四半期のゴム価格は高い水準で維持した(JPY/Kg)



ソース: Bloomberg, BSC Research

2022 年のゴム輸出額は引き続き上昇すると期待されている(10 億 USD)

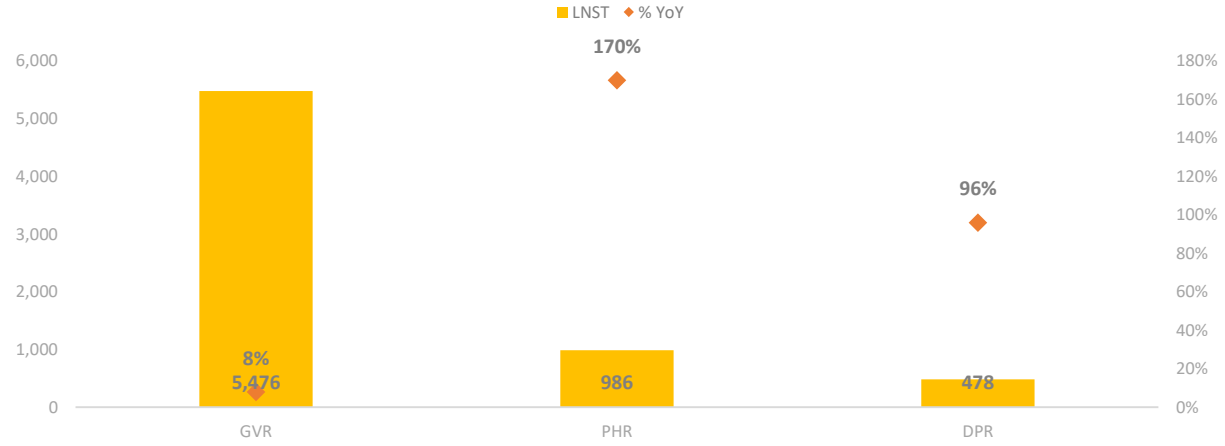


ソース:企業の財務諸表, BSC Research

2022 年には、BSC は GVR、DPR、PHR などのゴム企業が以下の要素のおかげで好調な利益を達すと考えております。

- 生産量は 10%以上上昇すると期待されております。
- 販売価格は前年比 17%増の 4,400 万～4,600 万 VND/キロであると期待されております。
- 資本回収、土譲渡・土地使用目的変更は 2021 年のように変動しない。

ゴム企業の 2022 年業績は大幅に上昇すると予測された(10 億 VND)



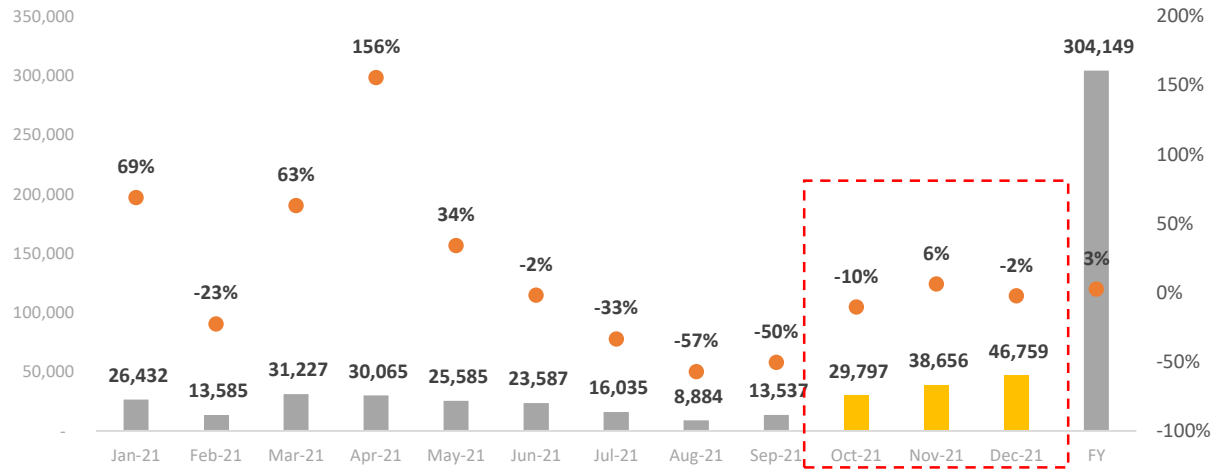
ソース: BSC Research

タイヤ事業 – 再上昇

DRC、SRC、CSM などのタイヤ企業の利益は前年比 20%増加すると期待ささております。

- **新型コロナウイルス感染症の流行は 2022 年に封じ込まられると期待で、BSC はタイヤ製品消費量が大幅に増加し、具体的には、DRC のバイアスタイヤとラジアルタイヤの消費量はそれぞれ、前年比 7.3%増の 78 万 5,650 台、同 14.3%増の 70 万 6,574 台であると期待しております。**
- Hoạt động xuất khẩu vào thị trường chính – Brazil tiếp tục được hưởng lợi từ việc các đối thủ cạnh tranh như Trung Quốc, Nhật Bản…bị áp thuế tự vệ.
- ブラジルという主要市場への輸出活動は、中国、日本などの競合他社が自己防衛税の対象となっていることで、恩恵を引き続き受けています。
- コンテナの不足は 2022 年半ばから改善されることで、輸出活動が正常化になり、販売コストが削減される。
- 原材料のコストが前年比 10～17%に増加するのはタイヤ企業の業績にマイナスな影響を及ぶと予測される。しかし、BSC は、2021 年のような需要の増加の背景にはタイヤ企業が交渉し、販売価格を引き上げる可能性があると考えております。

全市場の自動車販売量が新型コロナウイルス感染症の流行後急増した（台）



ソース: VAMA, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC はゴム・タイヤ業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	YoY (%)	2022 年の EPS（VND/株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
GVR	30,856	7%	5,476	8%	1,369	26.5	2.7	7%	10%	33,600	40,000	19%
PHR	2,120	9%	986	170%	7,277	11.0	3.3	16%	30%	82,400	89,000	8%
DPR	1,444	9%	478	96%	11,116	6.2	1.2	13%	19%	71,300	85,000	19%
DRC	5,158	12%	395	25%	3,325	9.3	2.1	13%	23%	30,500	35,000	15%

ソース: BSC Research

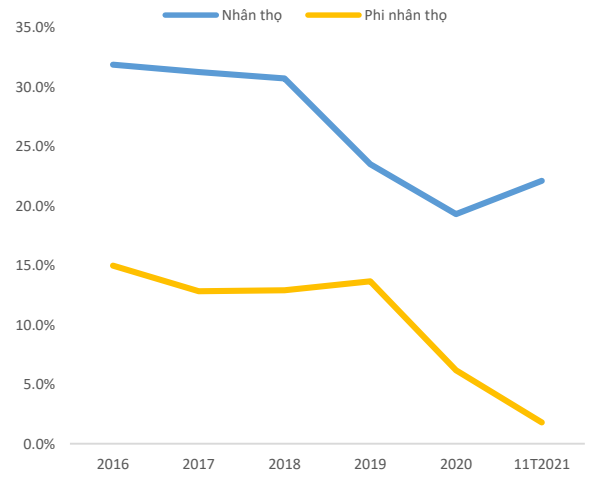
損害保険業[中立]

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

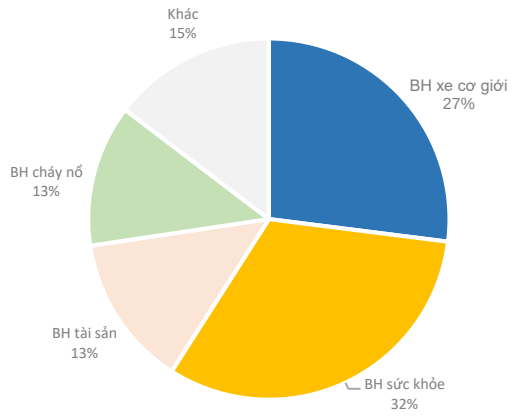
- 2021 年 11 ヶ月には、保険手数料の成長率は新型コロナウイルス感染症の影響により、減速した。
- 大手企業の市場シェアは競争性の激化により低下した。
- BSC は(1)保険料収入がパンデミック後再び増加すると予想されますが、保険料に対する保険金請求比率も前年同期比増加すると予想されます;(2)低金利が保険企業の金融活動事業の利益に影響を与えます、(3)2022 年には、資金回収が引き続き加速されるという要素を基づく、損害保険業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2021 年 11 ヶ月には、保険料の総収入は前年同期比 15.76%増の 191 兆 100 億 VND であり、そのうち、生命保険料の収入及び損害保険料の収入はそれぞれ、前年同期比 22.1%増の 138 兆 6,430 億ドン、同 1.78%増の 52 兆 3,670 億ドンだった。BSC は、これら 2 つの主要事業の手数料収入は 2022 年に再び増加すると考えております。

保険料収入の成長率



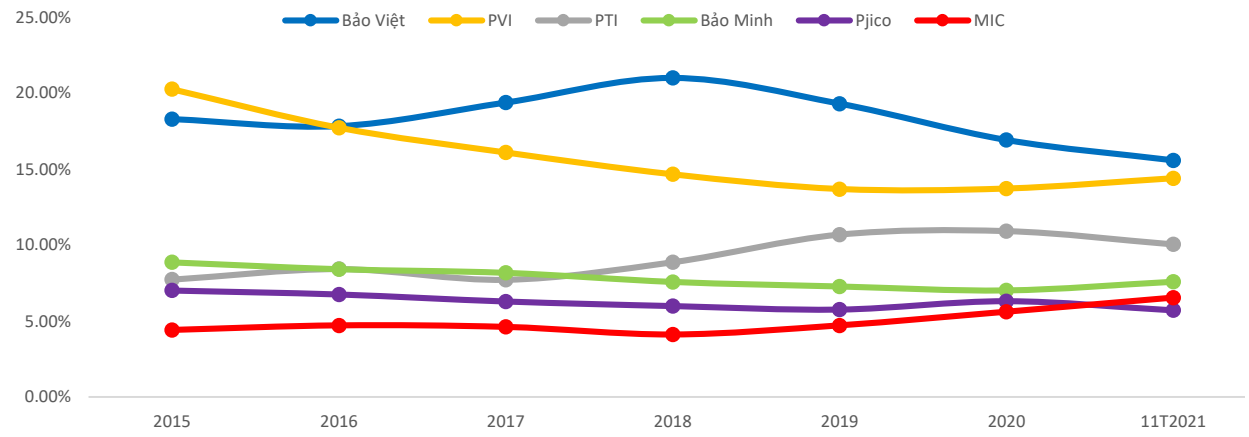
保険別収入割合



ソース: IAV, BSC Research

損害保険企業の市場シェアは著しく変化した。BVH、PVI、PTI、BMI、MIC 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それぞれ、15.6%、14.4%、10%、7.6%だった。BSC は、今後中小保険企業との激しい競争により、保険企業間の市場シェアの格差はますます狭くなると考えています。

損害保険市場シェア(元受け保険料収入を基づく)

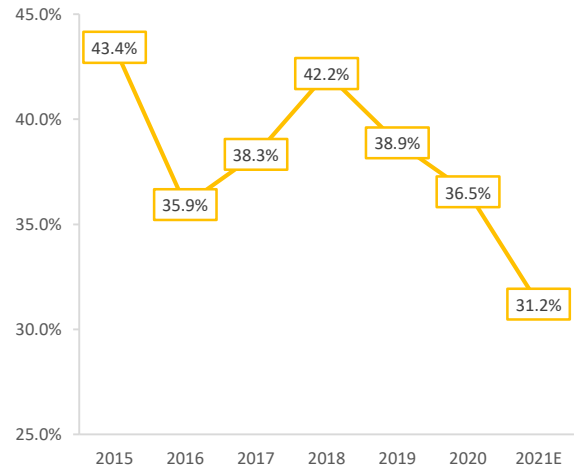


ソース: IAV, BSC Research

2021 年には、保険料に対する保険金請求比率は 31.2%で、前年の 36.5%から減速した。今後、新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれる時、保険料に対する保険金請求比率は33～34%に上昇する可能性があると考えております。

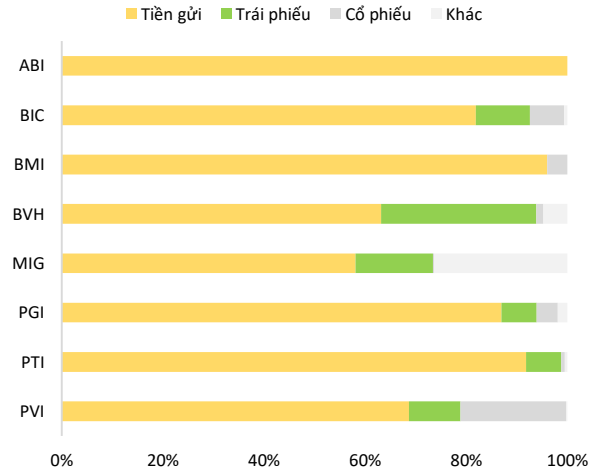
保険企業の金融活動事業による利益は低い金利により影響を受ける可能性がある。

損害保険料に対する保険金請求比率



ソース: IAV, BSC Research

預金と債券は保険企業の投資ポートフォリオの大部分を占めています。



ソース: IAV, BSC Research

投資観点－中立

BSC は(1)保険料収入がパンデミック後再び増加すると予想されますが、保険料に対する保険金請求比率も前年同期比増加すると予想されます；(2)低金利が保険企業の金融活動事

業の利益に影響を与えます、(3)低い金利が保険企業の金融活動事業による利益に影響を受ける可能性がある、(4)2022 年には、資金回収が引き続き加速されるという要素を基づく、損害保険業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
BMI	3,989	11%	256	4%	2,095	19.3	1.8	3%	9%	38,950	52,000	34%
PVI	5,154	9%	1,006	10%	4,053	11.5	1.4	4%	11%	48,800	51,200	5%
MIG	2,759	12%	213	8%	1,490	14.3	1.6	3%	12%	23,200	24,600	6%
PTI	4,432	4%	264	−1%	3,284	17.4	2.2	3%	12%	58,000	54,600	−6%

ソース: BSC Research

電気業[中立]

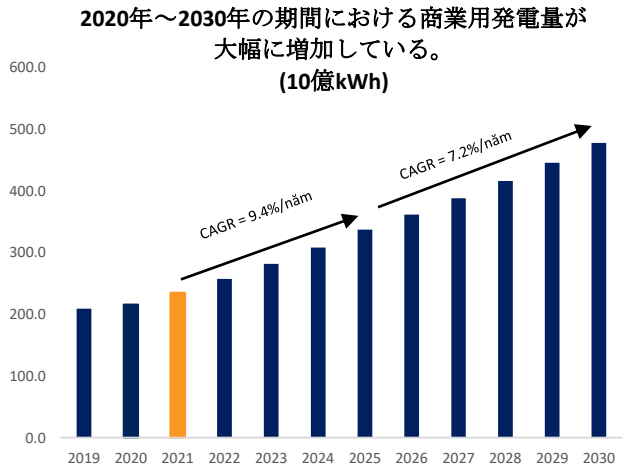
分析者: Tô Quang Vinh *Email: vinhtq1@bsc.com.vn*

- 2021年9ヶ月の商業用発電量は前年比3.8%増加した。
- 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。
- 将来には、再生可能エネルギー源は電気業に大きな割合を寄与します。今後の風力発電量は電気業の発電総量に5,600 MWを寄与するだろう。
- BSCは電気業の2022年見通しを「中立」と評価しております。

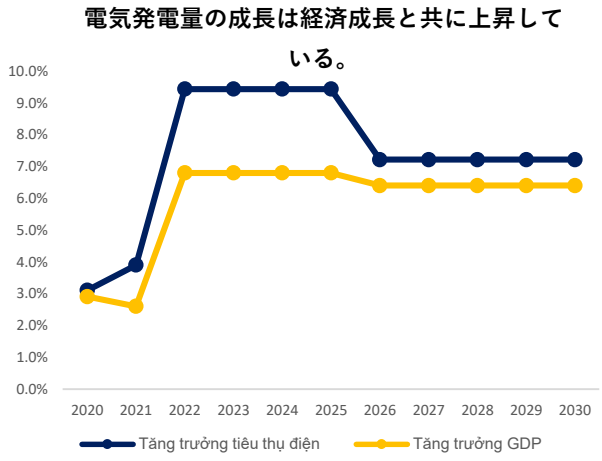
電気供需 – 電気消費量が 2022 年に急増するだろう。

2022 年の商業用発電量は前年比 9.8%増の 2,803 kWh であると予測されています。

電力出力の伸びは経済成長と同期しています



ソース: EVN, BSC Research



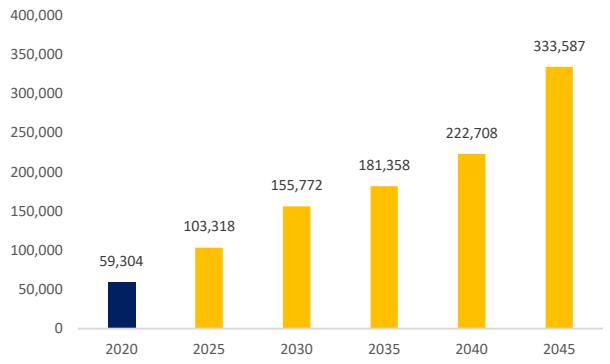
ソース: EVN, BSC Research

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。2021 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 2021 年の 2.0 倍増の 15 万 6,000MW で、2045 年に 2021 年の 4.4 倍増の 33 万 4,000 MW であると予測されている。そのうち、

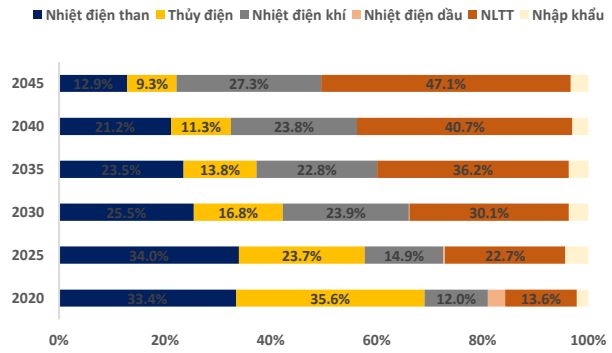
- 再生可能エネルギー:再生可能エネルギー源の生産能力は 2021 年に 27%で、2030 年に 27.4%、2045 年に 41.5%に増加すると予測されております。再生可能エネルギ案件は主な南部に集中している。PC1 のような太陽光発電事業を掛けている上場企業は近い将来に注意するべきな株式であると考えております。
- ガス火力発電事業:BSC はガス火力発電事業が安定的な電力を提供する可能性があり、石炭火力発電のような環境への影響を与えないために、将来に重要な役割を果たすと評価しております。ガス火力発電事業の寄与率は 2030 年に 24%で、2045 年に 27.3%になると計画を設定されている。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。
- 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 2030 年に 25.5%で、2045 年に 13%に減速する。

第8電気計画案を基づく設計上の生産能力
(MW)



ソース: 第 8 電気計画案 & BSC Research

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。

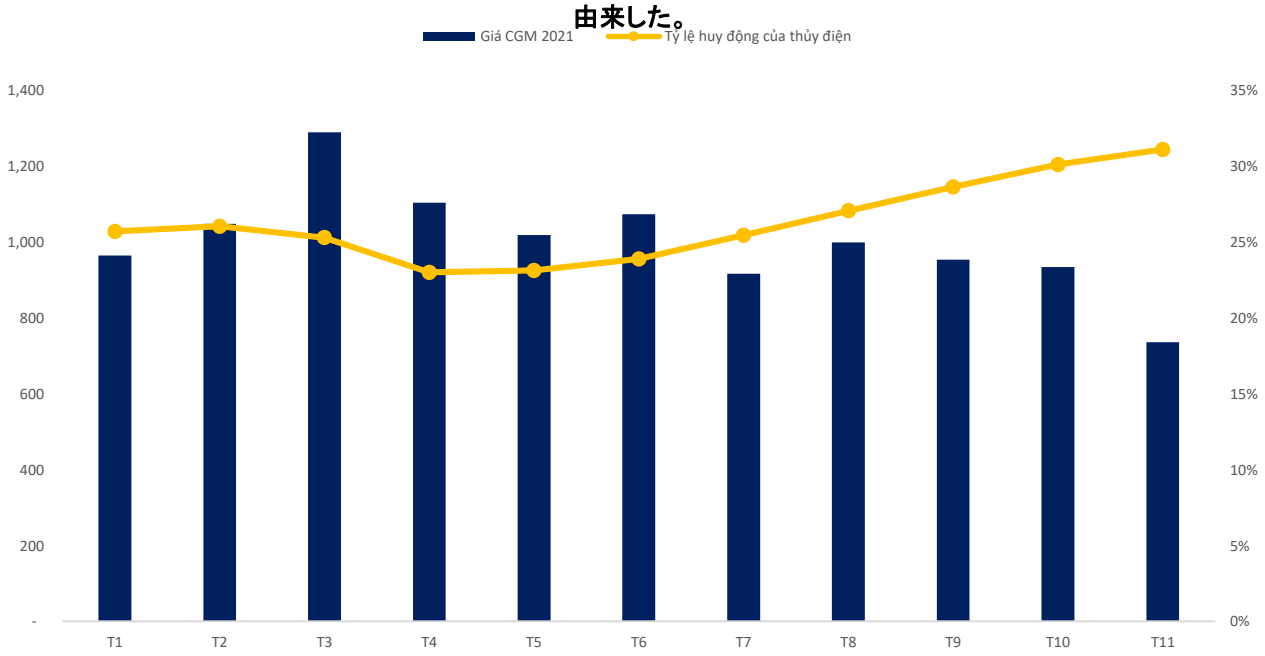


ソース: 第 8 電気計画案& BSC Research

競争発電市場(CGM)での電気販売価格 – 2022 年に大幅に上昇する可能性がある。

2021 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 12%増となった。 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 12%増の 1003VND／kWh だった。2021 年下半期には、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

BSC の予測によると、競争発電市場（CGM）での 2022 年電気販売価格はラニーニャ現象が 2022 年第 2 四半期末までに続けることで、大幅に上昇する可能性があるだろう。

再生可能エネルギー事業 – 成長の潜在

再生可能エネルギー事業の成長率は引き続き上昇している。2021 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 169%増の 241 億 kWh だった。2021 年 10 月末までの国家電気システム発送センター（A0）の調達率は 11.3%だった。BSC は再生可能エネルギー事業から発電能力が 2022 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

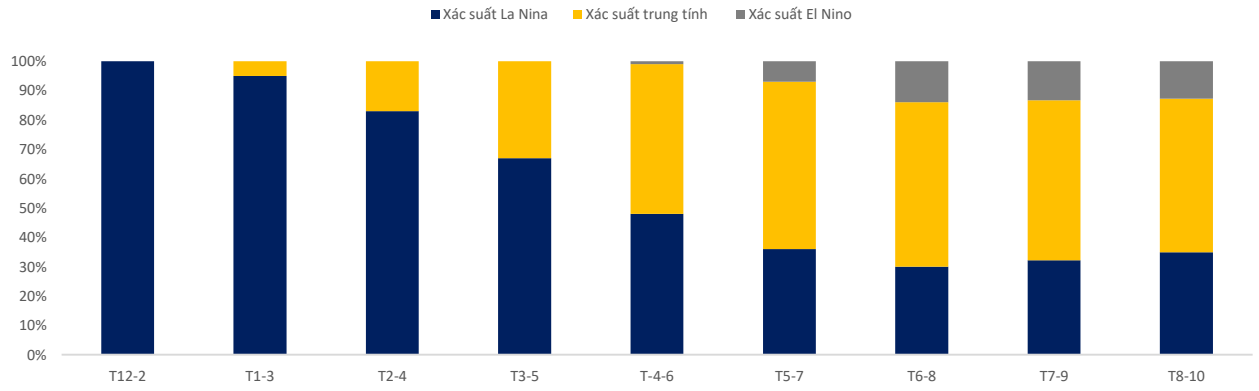
	太陽発電		風力発電	
有効	2019 年 7 月前	2019 年 7 月–2020 年 12 月	2021 年 11 月前	有効
EVN の電気買値(US cents/kWh)	9.35	浮動太陽発電: 7.69 地上の太陽発電: 7.09 屋上の太陽発電: 8.38	Onshore: 8.5 Offshore: 9.8	EVN の電気買値 (US cents/kWh) Offshore: 8.47

ソース: MOIT, BSC Research

水力発電:ラニーニャ現象の期末にゆっくりとした成長と見込まれる。

2021 年 10 ヶ月には、水力発電量は前年同期比 8%増の 634 億 9,000 万 kWh だった。2021 年 10 月末までの国家電気システム発送センター（A0）の調達率は 29.9%だった。水文活動は 2022 年第 1 四半期の終わりまで安定し続けると予測されているために、降雨量が維持される。しかし、ラニーニャ現象は 2022 年の第 2 四半期に終了する可能性が高いため、水力発電企業の生産見通しは 2022 年に前向きではないだろう。

ラニーニャ現象は2022年の第2四半期に終了すると予測された。



ソース: IRI, BSC Research

ガス火力発電: 2022 年の前向きな見通し

2021 年 10 ヶ月には、ガス火力発電量は前年同期比 24%減の 224 億 kWh だった。2021 年 10 月末までの国家電気システム発送センター(A0)の調達率は 11.3%だった。

2045 年までのガス火力発電能力(単位: MW)

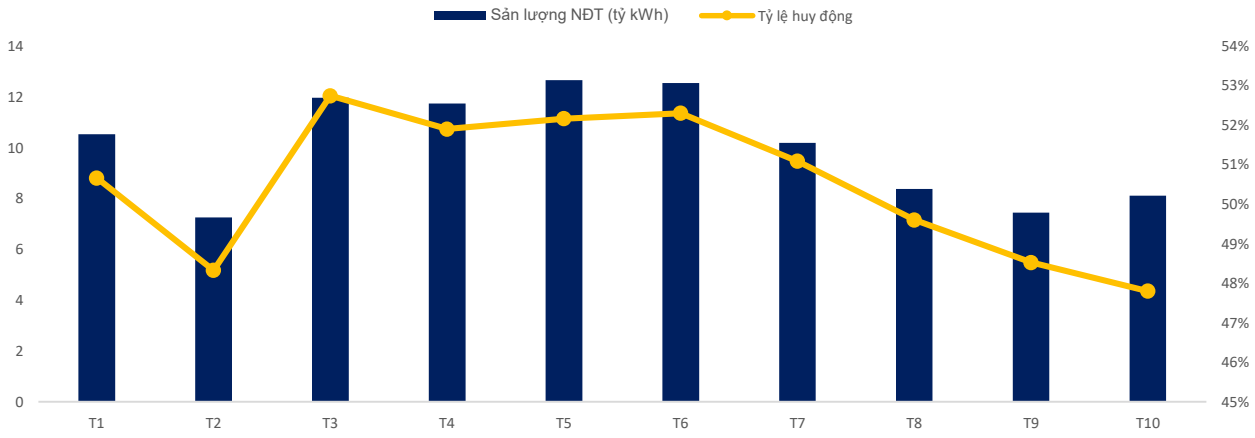
	2020	2025	2030	2035	2040	2045
ガスタービン及びガス火力発電	7,097	13,058	10,636	7,900	7,900	7,900
LNG の利用を転換しているガスタービン	–	803	4,147	4,565	4,250	5,050
新 LNG を利用しているガスタービン	–	**1,500**	**10,100**	**22,850**	**29,250**	**34,850**
LNG を利用する柔軟な LNG ソース (ICE+SCGT)	–	–	**1,400**	**6,000**	**11,700**	**16,800**
ガス火力発電総力	7,097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

ソース: 第 8 電気計画案, BSC Research

石炭火力発電 – 中期的に重要な電気源

石炭火力発電源は短期的に重要な電気源である。2021 年 11 ヶ月には、石炭火力発電量は前年同期比 2.85%減の 1,008 億 kWh を達した。2021 年 10 月の石炭火力発電量はラニーラ現象の戻しにより前年同期比 3%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減少した



ソース: EVN, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は電気業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

銘柄	2022年の売上高(10億ドン)	YoY (%)	2022年の税引後利益(10億ドン)	YoY (%)	2022年のEPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年2月10日の終値	目標価格	Upside
QTP	9,797	2%	594	−6%	1,319	14.0	1.4	7%	10%	18,900	26,000	38%
HND	10,705	19%	589	21%	1,179	15.9	1.5	6%	9%	19,500	29,500	51%
PC1	9,704	−1%	678	−33%	3,370	10.1	1.1	4%	11%	35,500	51,000	44%
POW	31,138	25%	3,596	59%	1,364	12.1	1.2	7%	11%	18,550	20,700	12%
REE	6,585	19%	2,490	23%	7,655	8.4	1.4	12%	19%	68,200	91,400	34%
NT2	7,886	11%	540	6%	1,876	11.8	1.5	8%	12%	23,850	29,700	25%

ソース: BSC Research

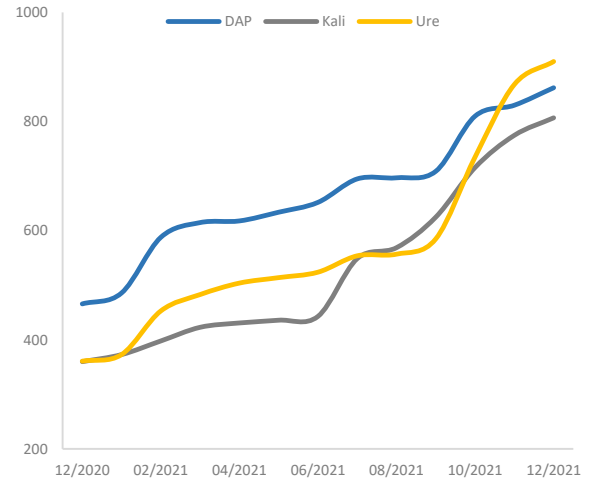
肥料業 [中立]

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

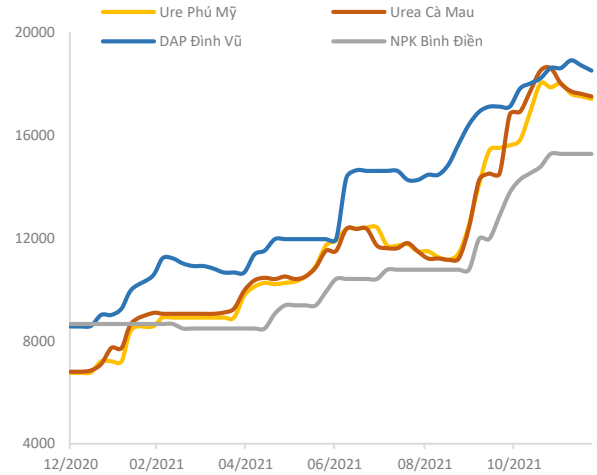
- 2021 年の肥料価格は、(1)世界的な肥料需要が回復した、(2)投入資材と貨物の価格が小幅に上昇した、(3)中国のような大規模な肥料生産国も輸出を制限しているという要素のおかげで、大幅に上昇した。
- 石炭、ガス、原油などの投入原材料価格は近い将来予想外に変動する可能性があるが、肥料の需要は 2022 年に安定的に維持すると予想されております。
- BSC は(1)2022 年の肥料販売価格が原材料価格と共に下落する可能性がある、(2)VAT 法の改正が肥料生産企業の利益をサポートするという要素を基づく、肥料業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております。

2021 年の肥料販売価格は大幅に上昇した。DTN によると、2021 年 10 月末の時点で、尿素、DAP、及びカリウム肥料の販売価格はそれぞれ、年初比 97%、67%、92%増となった。ベトナム市場では、国内肥料販売価格と輸出価格は年初比 80～130%増となった。そのうち、尿素販売価格はホーチミンで年初比 140%増の 1 万 7,000VND/キロだった。また、DAP 販売価格は年初比 100%以上増加した。

世界的な肥料価格(USD/t)



国内肥料価格(VND/t)



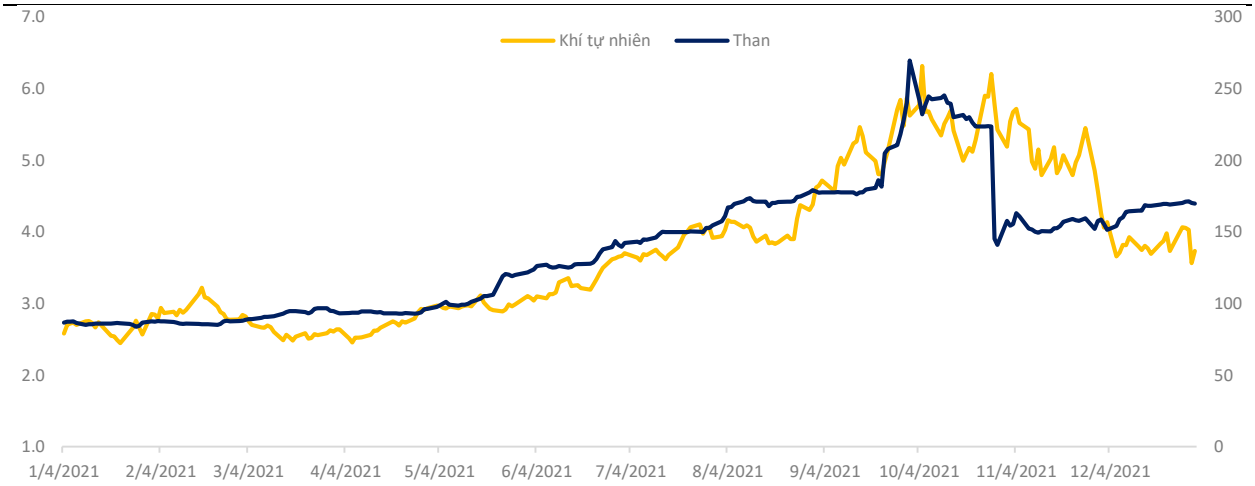
ソース: DTN, Agromonitor

2021 年肥料価格の上昇は以下の要素から由来した。

- 投入資材と貨物の価格が小幅に上昇した。天然ガス価格(前年比 103%増)と石炭価格(同+226%増)が大幅に上昇したことで、多くの肥料生産工場が操業を停止したり、生産量を削減したりして、供給に影響を及ぼした。
- 重要な経済が再開すると、食料の貯蔵を強化することで不十分な供給につながる時、世界的な肥料需要は回復する。
- 中国が国内市場への供給を確保するために肥料輸出を制限しているのは、供給に影響を与え、肥料価格を押し上げています。

石炭、ガス、原油などの投入原材料価格は近い将来予想外に変動する可能性がある。石炭とガスの価格は、中国政府の影響と米国とヨーロッパでの調整された予測のために、2021 年末の時点で予想外に急激に下落した。BSC は、ガスや石炭の価格が(1)欧州諸国からの燃料供給がガス埋蔵量の削減のおかげで再び増加する可能性がある、(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後、輸送費は下がるという要素を基づく、2022 年に変動し続けると考えています。

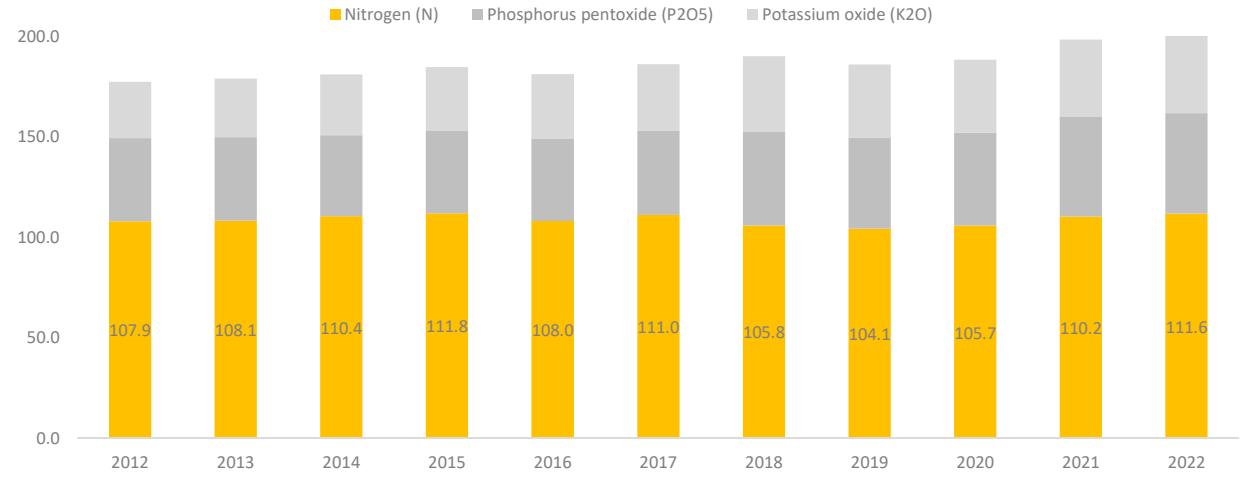
石炭と天然ガスの価格は 10 月初旬にピークに達した後、下落した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

しかし、中国、ロシア、エジプトなどの重要なサプライヤーが輸出を制限または停止しているため、肥料需要は 2022 年も安定し続けると予想されます。これらの国々は、内需を確保するために尿素埋蔵量を増やすことを優先している。また、病気の複雑な状況は世界的なサプライチェーンを引き続き混乱させるために、て国々が肥料と食料の備蓄を強化するだろう。ベトナムでは、肥料需要はシーズン初めで高い水準で維持し、年末にかけて徐々に減少すると予想されます。

栄養素による農業用肥料需要 (t)



ソース: IFA, FAO, BSC Research

政府は肥料価格を安定させるための税政策を検討しています。

肥料業の各種 VAT

社名	投入原材料		製品		変換税額予定(10億 VND/年)
	重要な原材料	VAT	製品	VAT	
DPM	天然ガス 尿素/DAP/SA/カリ肥料	10% 5%	尿素 NPK	5%	~350
DCM	天然ガス	10%	尿素		~280
LAS	アパタイト鉱石	5%	リン酸肥料		~80
SFG	硫黄	10%	リン酸肥料		~25
VAF	尿素/DAP/SA/カリ肥料	5%	NPK		~30
BFC	尿素/DAP/SA/カリ肥料	5%	NPK		~100

ソース: BSC Research

投資観点-中立

BSC は(1)2022 年の肥料販売価格が原材料価格と共に下落する可能性がある、(2)VAT 法の改正が肥料生産企業の利益をサポートするという要素を基づく、肥料業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております。また、BSC は DPM、DCM と BFC の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
DPM	12,076	2%	3,129	4%	5,542	7.3	2.0	25%	34%	45,000	51,200	14%
DCM	10,506	5%	1,978	9%	2,499	11.6	2.5	20%	29%	29,750	36,000	21%
BFC	8,659	2%	249	3%	4,364	6.6	1.8	6%	20%	30,400	34,000	12%
LAS	2,423	−4%	70	−7%	1,215	13.6	1.9	4%	5%	18,500	17,200	−7%
DDV	3,061	−6%	216	−13%	1,957	10.3	2.6	11%	15%	20,400	21,800	7%

ソース:BSC Reseach

航空業[中立]

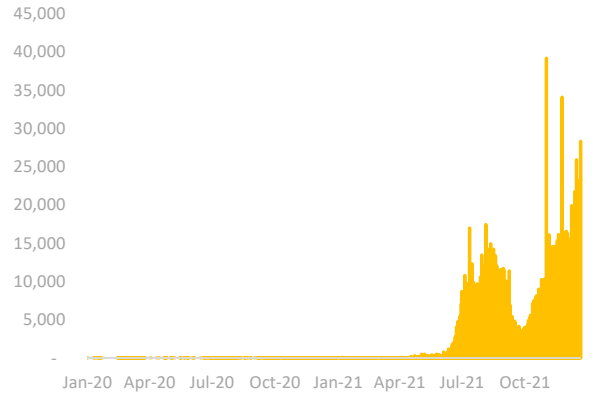
分析者: Lê Hữu Ngọc *Email: ngoclh@bsc.com.vn*

- 2021 年には、BSC はベトナム空湾を通過する乗客数が前年比 82%増の 7,500 万～8,000 万人であると予測しております。
- 2022 年では、空港を通じる空運量は前年比 13%増の 178 万tであると期待されています。
- BSC は航空業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております 。

2021 年には、BSC は空湾を通過する乗客数が前年比 36%減の 4,000 万～4,500 万人であると推定しております。

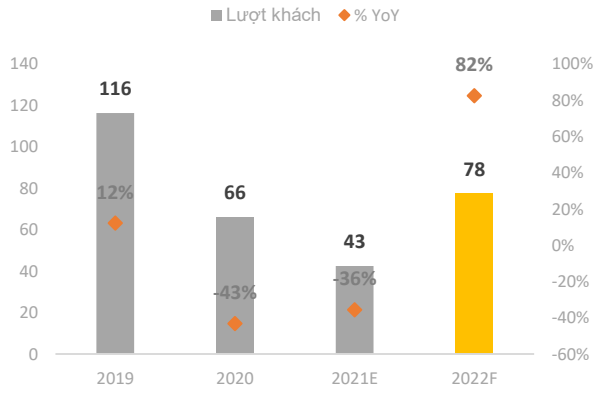
2022 年には、BSC は空湾を通過する乗客数が前年比 82%増の 7,500 万～8,000 万人であると期待しております。この期待は(1)エビでミック前の乗客数の 60%以上占めた中国、韓国、日本などの重要な市場を含む国際路線が 2022 年 1 月 1 日以降再開される;(2)国内乗客数が増加するということから由来する。

ベトナムでの 2021 年新規感染者数は急増した。



ソース: Our World in Data, BSC Research

2022 年に乗客数は前年比 82%となると期待されております。(100 万人)



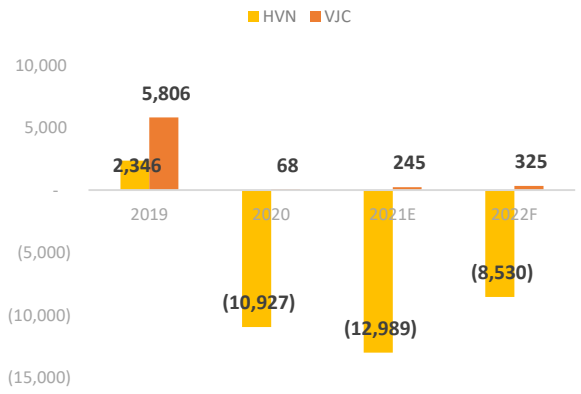
ソース: ベトナム航空局, BSC Research

2022 年には、BSC は航空輸送企業が引き続き困難を直面すると考えております。しかし、損額が以下の要素を基づく減少するだろう。

- 中国という重要な市場は依然として非 COVID 政策を追求しているために、この重要な市場へのフライトは依然として制限される可能性がある。航空輸送企業は困難な期間後迅速に回復するために市況を活用し、競争力のある運賃を維持し、観光刺激策を実施することで、平均チケット価格は低い水準で留まる(前年比+0%増)。
- 2020 年～2021 年の期間には、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。

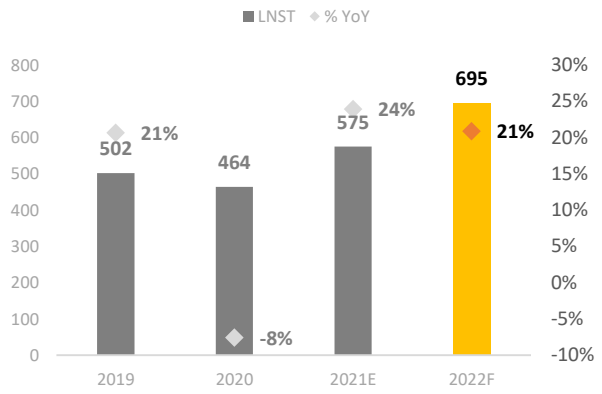
2022 年では、空港を通じる空運量は前年比 13%増の 178 万tであると期待されています。この予測は(1)生産ラインをベトナムにシフトする傾向は、空輸による電子部品の輸出を促進する、(2)世界経済が回復し、これが貨物需要を取り戻すという期待を基づく。

航空輸送企業の 2022 年業績は困難を引き続き直面するだろう(10 億ドン)



ソース: BSC Research

SCS の 2022 年利益は前年比 21%増と期待されております。(10 億 VND)



ソース: SCS, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は航空業の 2022 年投資見通しを「中立」と評価しております。しかし、BSC は(1)利益成長率の上昇、(2)航空業の大規模な企業という要素のおかげで、ACV と SCS という航空サービス企業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	YoY (%)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 2 月 10 日の終値	目標価格	Upside
HVN	48,525	115%	−8,530	N/A	N/A	N/A	N/A	−13%	N/A	26,400	N/A	N/A
VJC	35,850	155%	325	33%	620	197	3.8	1%	2%	133,000	N/A	N/A
ACV	15,385	189%	3,015	255%	1,385	64	5.2	5%	8%	93,600	111,000	19%
SCS	895	12%	656	14%	13,065	12	7.9	53%	59%	164,000	175,000	7%

ソース: BSC Research

利用規約

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

BSC 本社

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: http://www.bsc.com.vn
Facebook:
www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: RESP BSCV <GO>

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