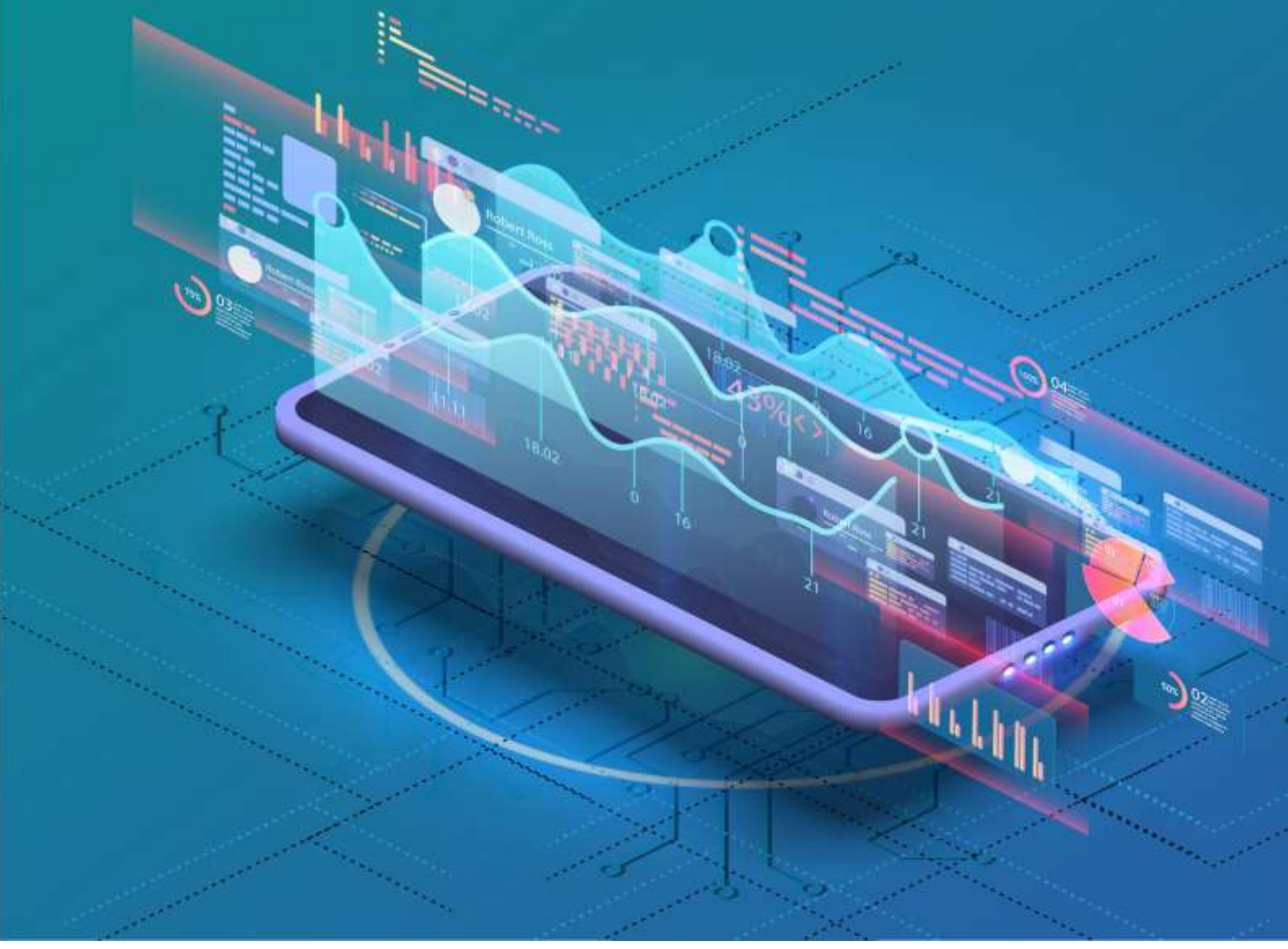
BSC

2022年3－6月期
セクター見通し



科目

2022 年第 2 四半セクターの展望 .....
A.インフラ・公共投資強化、FDI 誘致 3
1. 商業不動産業[有望] 3
2. 工業団地区用不動産業「有望」 9
3. 建設業「中立」 13
4. 建設用石材業[有望] 16
5. 鉄鋼業「有望」 22
B.新型コロナウイルス感染症の後の経済回復 25
6. 郵便通信業[有望] 25
7. 銀行業[有望] 27
8. 石油・ガス業「有望」 33
9. 消費材・小売り業[有望] 38
10. 食品業[有望] 42
11. セメント業[有望] 48
12. 化学・肥料業[有望] 51
13. 損害保険業 [中立] 55
14. 電気業[中立] 58
15. 航空業[中立] 60
C.新型コロナウイルス感染症の流行後世界的な需要の回復 63
16. 港湾業・海運業[有望] 63
17. 繊維・アパレル業 [有望] 66
18. 水産業 [有望] 69
19. ゴム・タイヤ業[有望] 71

2022 年第 2 四半セクターの展望

A.インフラ・公共投資強化、FDI 誘致

1. 商業不動産業[有望]

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

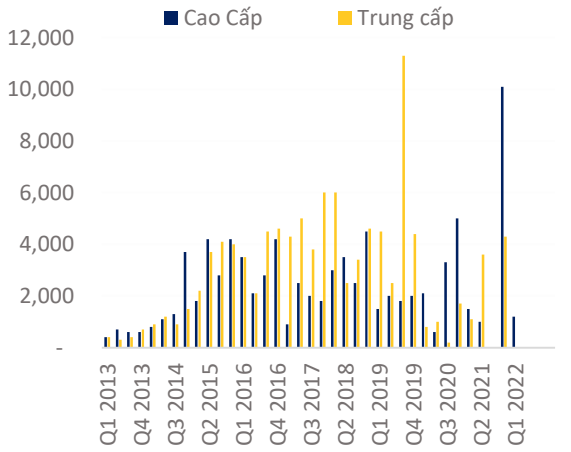
- 不動産供給源が不足している背景には、高級クラスがホーチミン市場を牽引したことのおかげで、平均販売価格が新トップを記録した。
- アパート供給源が2022年に回復すると予測されております。
- 殆どの不動産企業の2021年の業績及び2022年が2桁成長を維持した。
- 大手上場企業が新規販売総額が直近の5年間に過去最高を記録すると予測されております。
- 社債は上場不動産企業の資金調達チャネルとなった。しかし、不動産業界の純負債／株主資本の比率が安全的な水準で維持した。
- BSCは商業不動産業界の2022年投資見通しを「有望」と評価しております。

不動産供給源が不足している背景には、高立所得者層向けアパートがホーチミン市場を牽引したことのおかげで、平均販売価格が新トップを記録した。2022 年第 1 四半期には、ハノイ及びホーチミン市の不動産供給源はそれぞれ、前年比-20%減の 3,525 製品、前四半期比-87%減、前年比-48%減の 884 製品だった。2019 年以後、これは最低限となった。ホーチミン市で 100%新規販売案件が高級クラスに属する属したことで、ホーチミン市での平均販売価格が前年比+7.8%増の 2,390USD/m2 に達した。平均比吸収率が 136%に達し、アーパト 5,975 戸が 2022 年第 1 四半期に販売された。

2022 年第 1 四半期のアパート販売価格

ソース: CBRE

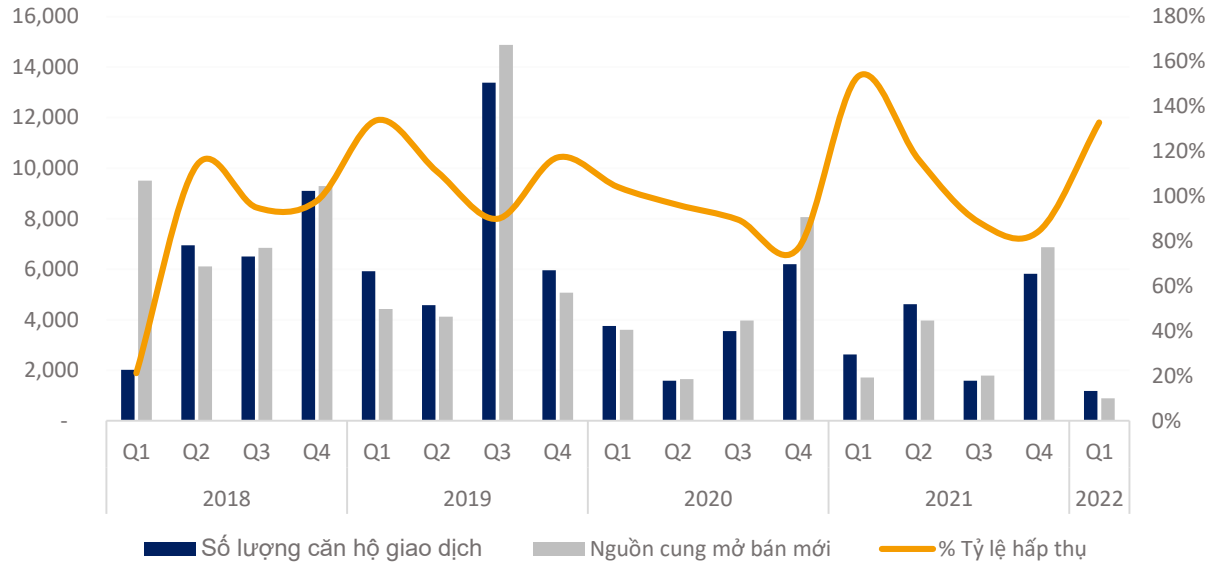
ホーチミン市場での中・高立所得者層向けアパートの比率



ソース:BSC Research

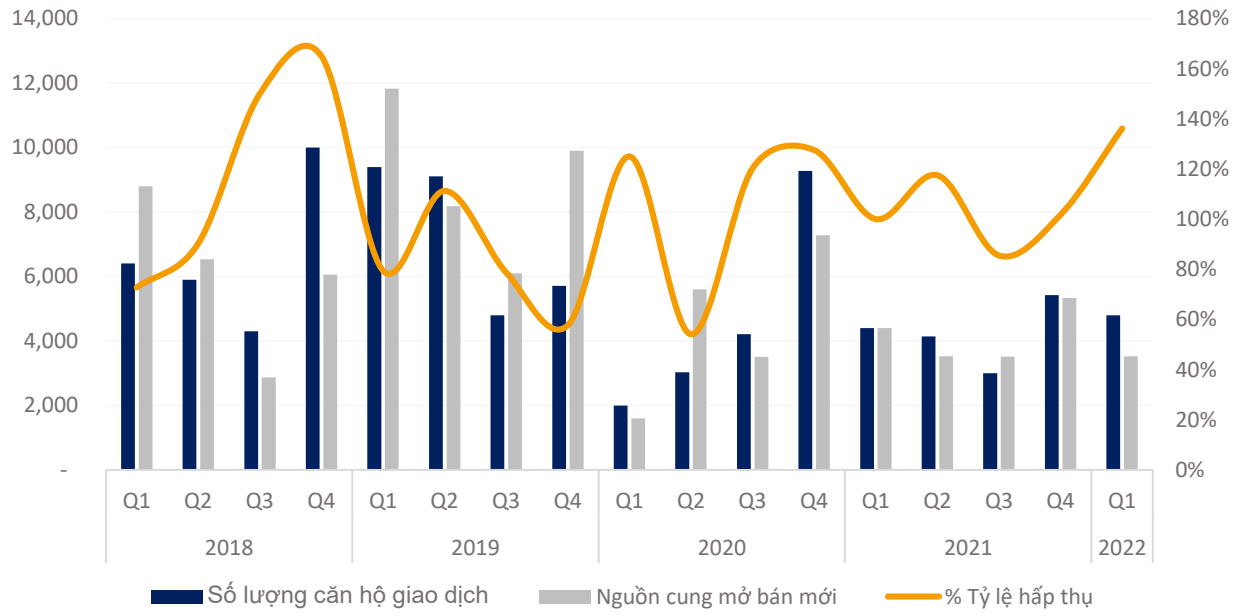
一方、ハノイ市場では、中立所得者層向けアパートが 65.8%を占めた。残り分が高立所得者層向けアパートだった。中立所得者層向けアパートの販売価格が前年比+15.8%増、全市場のアパート平均販売価格が前年比+13.3%増の 1 兆 6,550 億となった。ホーチミン市場と同様に、ハノイ市場が高い比吸収率（133%）を記録したのは需要が高い水準で維持したと示した。

ホーチミンでのアパート市場



ソース：CBRE, BSC Research

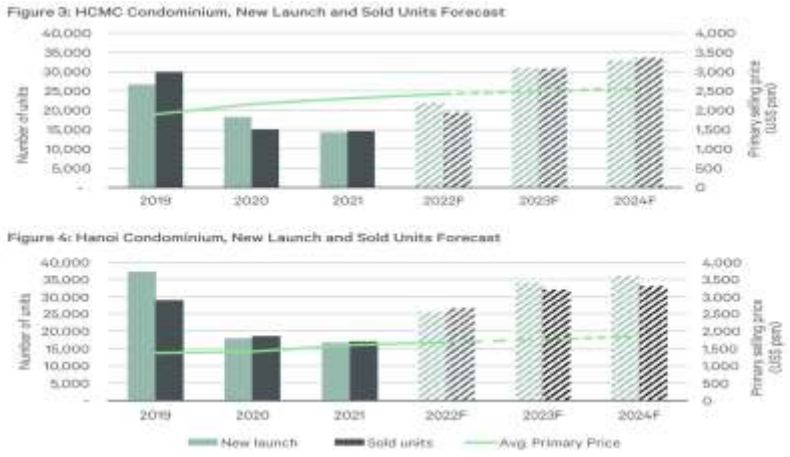
ハノイでのアパート市場



ソース：CBRE, BSC Research

アパート供給源が 2022 年に回復すると予測される。2021 年には、ハノイ市場及びホーチミン市場のアパート供給源が前年比-7%減の 1 万 6,758 戸、同-17.9%減の 1 万 4,339 戸だった。CBRE の予測によると、ホーチミン市場及びハノイ市場の新規供給源が改善され、それぞれ、前年比+46%増の 2 万 2,000 戸、同+55%増の 2 万 6,000～2 万 8,000 戸に達した。新規供給源がハノイ及びホーチミン市の衛星都市での案件から由来した。また、供給源が増加したのは新型コロナウイルス感染症の流行により、案件販売が延長されたことから由来した。

2022 年～2024 年期間におけるハノイ及びホーチミン市でのアパートの供給源及び平均販売価格の予測



ソース：CBRE

殆どの不動産企業の 2021 年の業績及び 2022 年が 2 桁成長を維持した。2022 年低下業績計画を作成している VHM の以外、残りの不動産企業が 2 桁成長計画を設立した。BSC は新型コロナウイルス感染症の流行の影響により、不動産業界の成長率が 2021 年に低い水準で留まらず、前年比増加した。そのために、BSC は商業不動産業界の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの不動産企業の利益計画

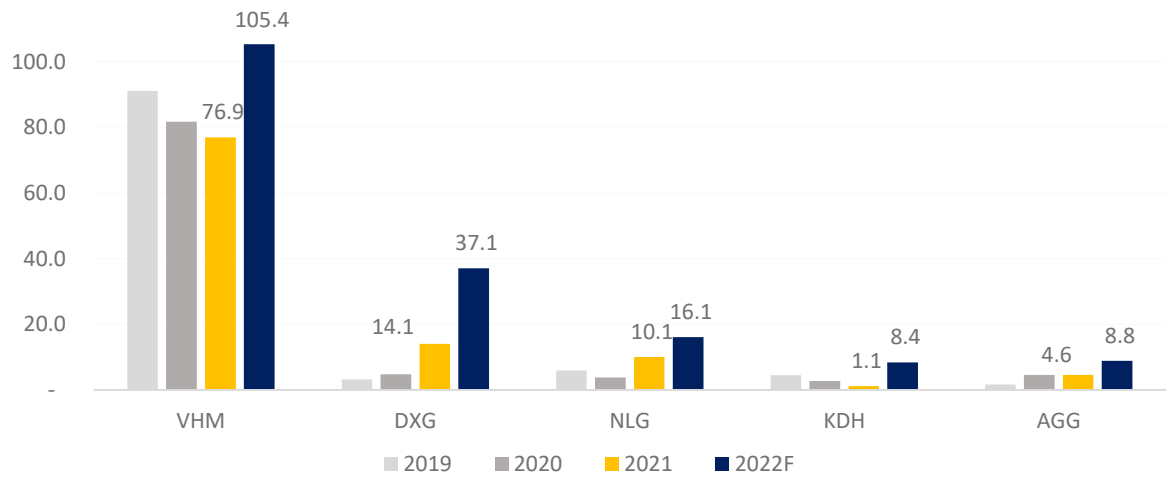
税引後利益（10 億ドン）	2020 年業績	2021 年業績	%YoY	2022 年利益計画	%YoY
VHM	27,351	38,948	42%	30,000	-23%
NVL	3,919	3,224	-18%	6,500	102%
DXG	(495)	1,157	334%	1,400	21%
KDH	1,152	1,202	4%	1,400	16%
NLG	834	1,071	28%	1,206	13%
AGG	415	419	1%	500	19%

PDR	1,220	1,865	53%	2,908	56%
DIG	711	986	39%	1,425	45%
HDC	230	311	35%	430	38%
HDG	1,254	1,344	7%	1,344	0%

ソース：財務諸表、株主総会の材料

大手上場企業が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ております。新型コロナウイルス感染症の流行により、販売活動が 2021 年下半期に中止された。そのために、供給源が 2022 年まで延長され、新規販売総額が 2018 年～2021 年期間に比べて大きな成長を記録する見込みです。また、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。これは 2023 年～2025 年期間の利益計画を保証するだろう。

2022 年～2023 年期間における上場企業の新規販売総額が急増すると見込みです。（兆ドン）



ソース：BSC Research 予測

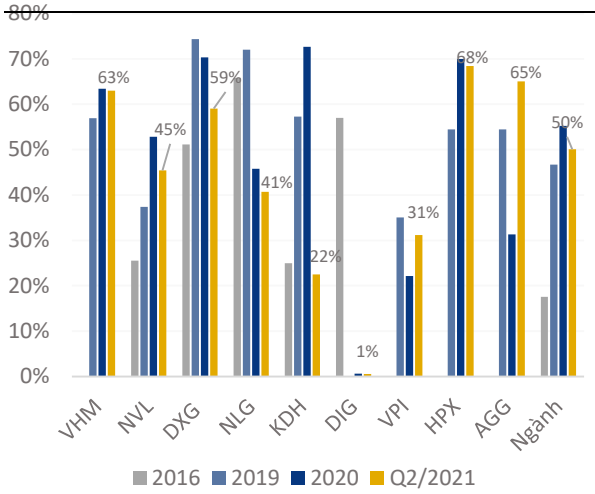
社債は上場不動産企業の資金調達チャネルとなった。しかし、不動産業界の純負債／株主資本の比率が安全的な水準で維持した。2021 年第 2 四半期の時点で、上場不動産企業の資金調達構成では、社債からの負債残高の比率は約 50%を占めた、純負債／株主資本の比率が 54%で、2016 年の 92.7%から下落した。

最近、政府は社債市場を健康化している。これは企業の資金調達計画に多少なりとも影響を及ぼしている。また、土地問題に関する決議 19 の実施に関する最終報告書の第 15 草案により、案件の実施可能性、最低株主資本および土地利用入札の必要な保証金率が厳しく規定される。

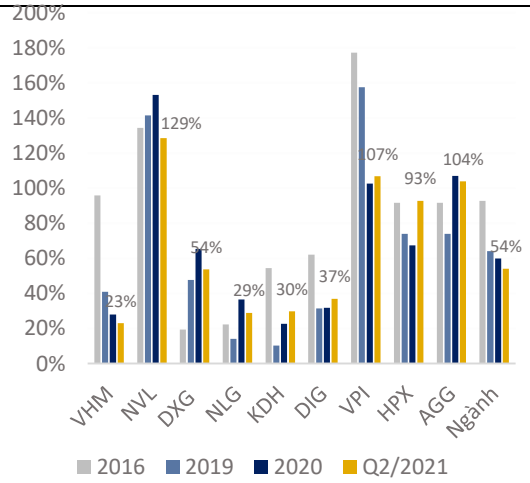
そのために、高い借入率、不健康なバランスシート、販売可能土地面積なし、法的な問題がある企業は困難に直面している。投資家は企業の見通しを客観的に評価する為に、土地面積、企業の案件展開可能性を詳しく調べるべきだ。

しかし、政府は社債が長期的に主要な資金調達チャネルとなる方向を設定した。健康な財務体制、十分な法律の手続き、明白な情報発表を保証する企業は資金調達可能性及び社債発行可能性がより高いだろう。

不動産企業が貿易ローンの代わりに社債発行を強化した（社債の総額／総債務の比率）



2021 年第 2 四半期の不動産業界の D/E が 54%で、2016 年の 92.7%から低下した。



ソース：BSC Research

投資観点－有望

BSC は商業不動産業界の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの商業不動産企業業績の推定

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 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
DXG	11,987	19%	1,463	−8%	2,325	15.1	2.1	6.0%	18.0%	35,000	46,500	33%
NLG	4,505	68%	1,300	21%	3,225	14.9	1.8	5.0%	13.0%	48,050	60,000	25%
VHM	106,733	15%	32,000	−18%	8,650	8.0	2.3	24.0%	14.0%	68,800	91,000	32%
KDH	4,163	−9%	1,161	1%	1,793	25.7	2.9	7.0%	12.0%	46,100	57,500	25%
NVL	33,007	80%	6,557	49%	4,458	18.2	3.5	4.0%	20.0%	81,200	92,000	13%

ソース：BSC Research

2. 工業団地区用不動産業「有望」

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

- 海外直接投資活動が世界でまだ回復しない背景には、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、全国で海外投資からの工業団地区賃貸需要を減らした。具体的には、2021 年 11 月まで、FDI 実行額が前年同期比−4.2%減の 171 億 USD となったが、新型コロナウイルス感染症の流行が有効的に封じ込まれたことのおかげで、2021 年の FDI 実行額が前年同期比+1.2%増の 197 億 USD となった。

2022 年第 1 四半期には、FDI 追加認可額が前年同期比−12.1%減の 89 億 1,000 万 USD となった。減少の原因は前年同期に 第 I&II 電力・ガス工場案件（31 億 USD）及び第 II O Mon 火力発電所案件（13 億 1,000 万 USD）という新規案件を計上し、FDI 追加認可額が急増した。**しかし、FDI 実行額が前年同期比+7.8%増の 44 億 2,000USD で、新規案件数が同+37.6%増となった。これは経済に対してポジティブなシグナルだろう。**

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。

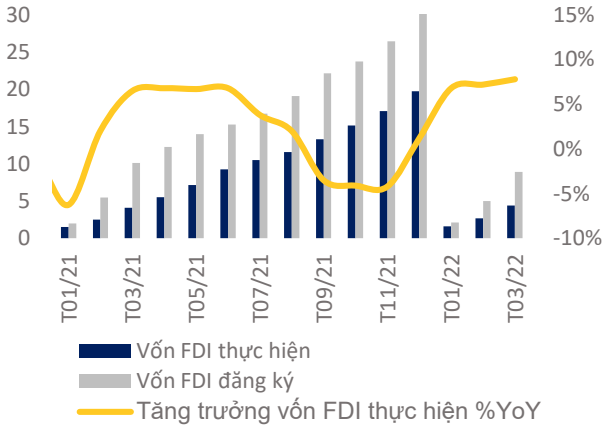
2022 年には接種新型コロナウイルス感染症は工業団地区の取引進捗に影響を与える障壁ではないだろう。

ベトナムは 18 歳以上の人々への接種を 100%完了し、接種年齢を拡大している。政府は「新型コロナウイルス感染症と共に暮らす」政策を実施している。BSC の評価によると、国際線を再開し、「ワクチンパスポート」を適用し、FDI を誘致するように努力しているということのおかげで、工業団地業界が恩恵を引き続き受け、2022 年に大きく成長すると予測されている。

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。

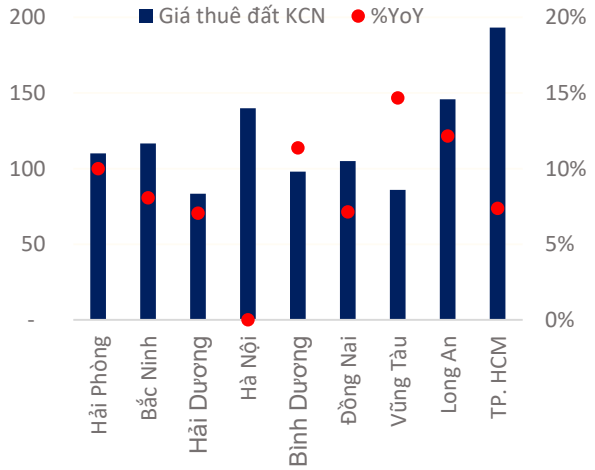
JLL（Jones Lang LaSalle 不動産グループ）の評価によると、2022 年第 1 四半期には、工業団地区用不動産の新規供給源が増加した。VSIP 3 工業団地区（1,000 ヘクタール）、Cay Truong 工業団地区（700 ヘクタール）、Amata Long Thanh 工業団地区（410 ヘクタール）、Thuan Thanh 工業団地区（250 ヘクタール）などが挙げられた。しかし、投資を承認して、着工してから賃貸可能までの時間が 3～5 年をかかるので、入居率が高い水準で維持した。具体的には、北部での入居率が 80%、南部での入居率が 85%だった。これは新型コロナウイルス感染症の後、土地及び工場賃貸需要が高まったと示した。

2021 年～2022 年第 1 四半期期間における FDI 実行額及び FDI 実行額（10 億 USD）



ソース：GSO

工業団地区用土地賃貸価格（USD/平方メートル／周期）



ソース：JLL

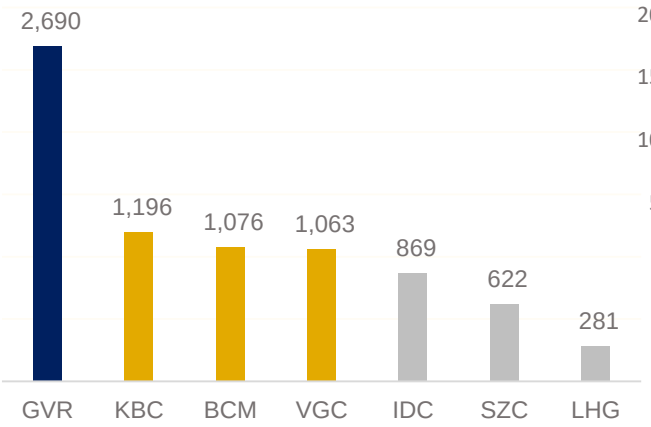
2021 年に工業団地区用土地の供給源の展開及び第 2, 3 級省・市へ移転する傾向

2022 年 3 月には、副首相は 2021 年～2023 年期間の全国土地利用計画を承認した。それによると、2025 年までの全国工業団地区用総土地面積が 15 万 2,800 ヘクタール、2030 年までの 21 万 900 ヘクタールとなった。

それによると、生産センターは大都市の衛星都市にに集中した。具体的には、南部では、Dong Nai 省、Binh Duong 省、Vung Tau 省、Long An 省、Binh Phuoc 省での工業団地区面積が 2025 年の全国工業団地区総面積の 31.2%を占め、北部では、Hai Phong 省、Bac Giang 省、

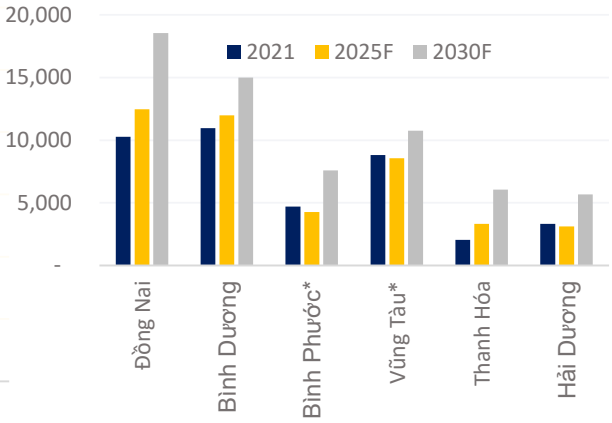
BSC は南部での工業団地区不動産市場、特に Binh Duong 省及び Dong Nai 省（入居率が 90%以上）が 2022 年に工業団地区用土地面積の展開を強化されると信じております。

いくつかの企業の残りの商品用総面積（ヘクタール）



ソース：BSC Research

2021 年～2025 年期間における全国土地利用計画によって重要な省・市での工業団地区用土地面積



ソース：MPI, BSC Research

注意：工業団地区面積は投資を承認されない工業団地区を含む。

接続交通インフラは「流通」及び「人材」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 成長率の 20.9%と相当し、全途上国より 2 倍高い、世界の平均水準（14%）より高い。インフラ費用が増加した要素は（1）インフラ品質、特に道路交通インフラ、鉄道交通インフラの品質が低い、（2）インフラ接続システムが同期ではないということです。

労働者住宅、文化、スポーツ、福祉施設などの社会インフラが都心から遠く離れているので、不足し、長期的に質の高い人材を誘致しにくいだろう。建設省の指導文章を基づく、工業団地区を計画すると、労働者向け社会住宅の土地面積（総土地面積の 20%）を利用し、住宅を希望する労働者数の最小 50%を解決することを保証する。

投資観点－有望

BSC は（1）供給源が不足しているが、需要が回復することで、工業団地区賃貸価格が高い水準で維持する、（2）生産経営活動が新型コロナウイルス感染症により、中

断されない、(3)法的な問題が解消されることのおかげで、企業が案件を展開できる、(4)交通インフラが中期に改善されるということを基づく、工業団地区用不動産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの工業団地区用不動産企業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	% yoy	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	% yoy	2022 年の EPS(VND ／株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
BCM	10,144	53%	2,718	40%	2,227	38.6	4.2	5.0%	13.0%	86,000	94,300	10%
KBC	15,719	265%	5,576	484%	9,019	4.7	4.5	14.6%	27.6%	42,800	65,400	53%
LHG	1,000	28%	367	25%	6,606	6.5	8.5	3.0%	5.0%	42,850	65,500	53%
GVR	30,856	7%	5,476	8%	1,369	20.6	2.7	8.0%	12.0%	28,200	40,000	42%
SZC	1,123	59%	480	53%	4,803	11.0	3.6	7.0%	24.0%	55,000	N/A	N/A

ソース: BSC Research

3. 建設業「中立」

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

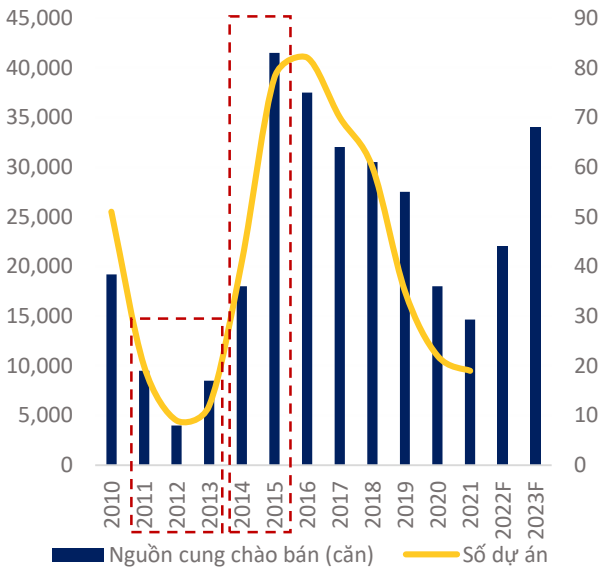
- 建設業は回復している傾向にあり、新成長周期に入ると期待される。
- 2021年の低い水準は2022年の大きな成長をサポートしている。
- 利益率が引き続き低下するのは投入原材料の値上げ及び投資損失引当金として計上するリスクから由来する。
- 建設ピークシーズン及び最も利益計上時点が2023年中の見込みです。
- **BSCは建設業の2022年投資見通しを「有望」から「中立」に下方修正しております。**

土木建設事業

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。

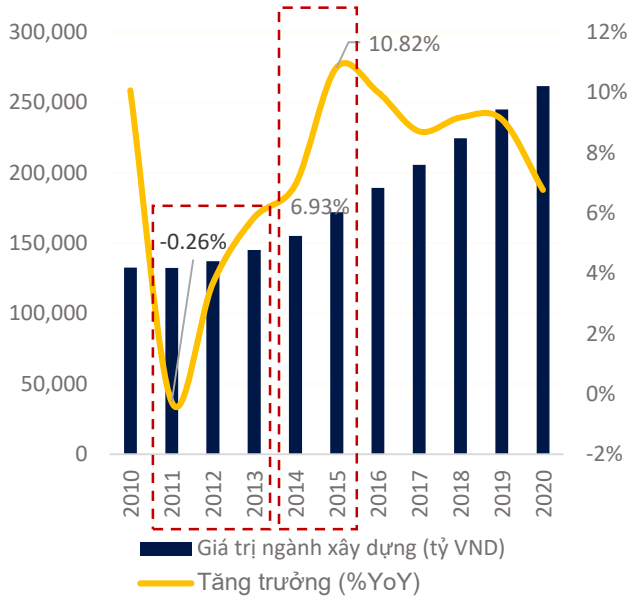
土木建設業の成長は周期的で、商業不動産の供給源と共に推移する。BSC は(1)新型コロナウイルス感染症の流行の後、供給源が回復し、(2)インフラ投資を強化し、商業不動産業及び土木建設業発展を 2014 年～2015 年期間のように促進するということを基づく、建設業が大きく回復すると信じております。

ホーチミン市でのアパート供給源が 2015 年から最低レベルに減少したが、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 年期間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。

利益率が引き続き低下するのは投入原材料の値上げ及び投資損失引当金として計上するリスクから由来する。

新規建設案件が建材価格変動から請負主守る条件へ追加されたが、BSC は世界マクロ及びが貨物市場の大きな変動を見ると、建設企業の売上総利益率に対して慎重的な観点を維持する。鉄鋼価格が 2022 年初から 7 回上昇した。そのうち、メッキ鋼板屋根シート価格が 10%上昇し、建設用鋼材価格が 20%上昇し、セメンテーション価格が 10%上昇した。また、建材価格が上昇すると共に、投資損失引当金として計上することが建設企業の利益に影響を与えるだろう。

建設ピークシーズン及び最も利益計上時点が 2023 年中の見込みです。

署名した契約金額が高いのは 2021 年末に署名した新規契約から由来した。BSC の評価によると、2020 年～2021 年期間に新型コロナウイルス感染症の流行により、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。そのために、用地買収、法的な手続きなどの不動産手続きが中断された。

交通インフラ建設事業

2022 年～2023 年期間の機会

2022 年初に、政府は経済援助パッケージ 347 兆ドンを承認した。このパッケージが 2022 年～2023 年期間に実施される。そのうち、113 兆 8,500 億ドンがインフラ開発用収支される。インフラ建設企業がこの公共投資パッケージから恩恵を直接的に受けるだろう。

建材価格が上昇している背景には、インフラ案件の展開が困難に直面している。しかし、ホーチミン-Long Thanh-Dau Giay 高速道路、Vinh Hao-Phan Thiet 高速道路、Phan Thiet-Dau Giay 高速道路などの重要な案件が政府に進捗の通りに完全できる条件を作られる。

政府はインフラ投資強化のために、(1)弱い請負主を見直し、解除する、(2)地方で公共投資パッケージを実行する、(3)展開政策を提出する。

投資観点ー中立

BSC は建設業の 2022 年投資見通しを「有望」から「中立」に下方修正しております。

いくつかの建設企業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS(VND／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
CTD	17,142	89%	293	11X	3,690	15.3	0.5	2.0%	3.0%	56,500	93,700	66%
CTI	1,014	33%	98	N/A	1,625	10.7	1.6	1.6%	7.6%	17,400	30,800	77%
CII	4,832	69%	2,107	N/A	4,747	4.6	1.1	3.4%	19.0%	22,000	30,300	38%

ソース：BSC Research

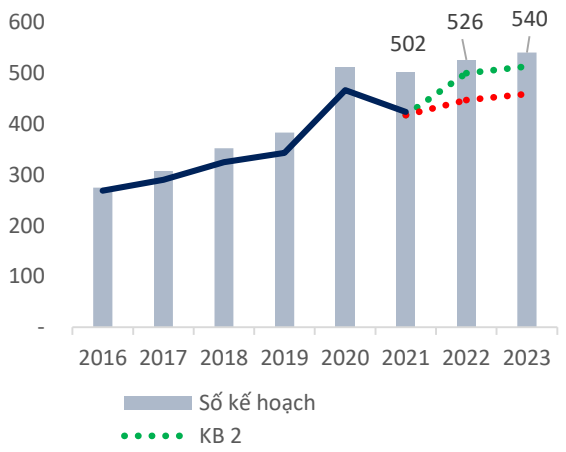
4. 建設用石材業[有望]

分析者: Lâm Việt *Email: Vietl@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。

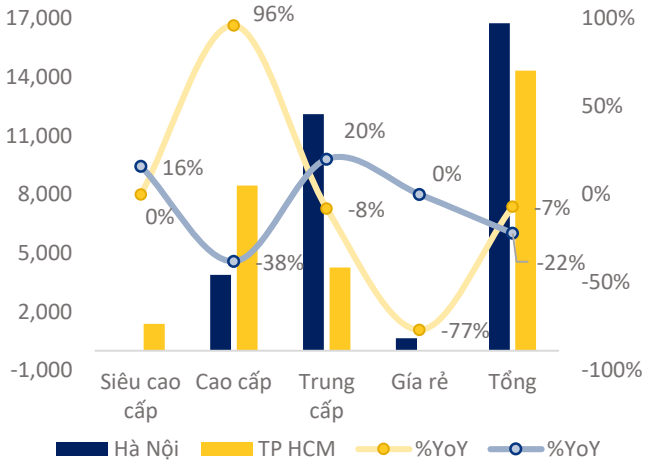
BSC は上場石材企業の 2021 年生産量が前年比 17%～45%減となったことと推定しております。原因は(1)重要な建材価格が大幅に上昇すると共に、新型コロナウイルス感染症の流行が建設進捗及び不動産案件に影響を及ぼした、(2)Tan Dong Hiep、Nui Nho などの採石場が開拓期限が切れたということから由来した。

公共投資パッケージの実行額(兆ドン)



ソース: GSO, CBRE, BSC Research

2021 年にハノイ及びホーチミン市での新規アパートの供給源の不足



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、工業団地区案件、都市区案件への投資を拡大する傾向がある。

上場企業の採石場から案件への距離

DHA 採石場	距離	KSB 採石場	距離	VLB 採石場	距離	TCD 採石場	距離	DGT 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				

ソース：BSC Research

採石場	距離	採石場	距離	採石場	採石場	距離	採石場	距離	採石場
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			Tân Cang 4	32
Tân Cang 3	30	Phước Vĩnh	63	Thiện Tân 2	36	Liên doanh Antraco	242		
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			Tân Cang 4	40
Tân Cang 1	29	Phước Vĩnh	84	Thiện Tân 2	36	Liên doanh Antraco	311		
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	Liên doanh Antraco	295	Tân Cang 4	45
Tân Cang 3	42	Phước Vĩnh	90	Thiện Tân 2	50				

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**

ソース: BSC Research

**採石場から案件への距離は 60 キロメートル以上であるのは有効ではない。*

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。
合計				**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	
合計						**1,763**			
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	
合計						**1,608**			
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。
Tổng						**1,000**			
VLB	Thạch Phú 1	Đồng Nai	60	N/A	N/A	1,800	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	1,800	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	1,500	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						5,500			

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	採石場
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						**1,400**			

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。

いくつかの建設用石材業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高(10 億ドン)	% yoy	2022 年の税引後利益(10 億ドン)	% yoy	2022 年の EPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
CTI	1,014	33%	98	N/A	1,625	10.7	1.6	1.6%	7.6%	17,400	30,800	77%

DHA	398	89%	98	25%	6,224	8.7	1.6	19.0%	18.0%	54,100	64,300	19%
KSB	1,219	19%	309	20%	3,524	10.7	1.4	15.0%	7.0%	37,700	N/A	N/A

ソース: BSC Research

5. 鉄鋼業「有望」

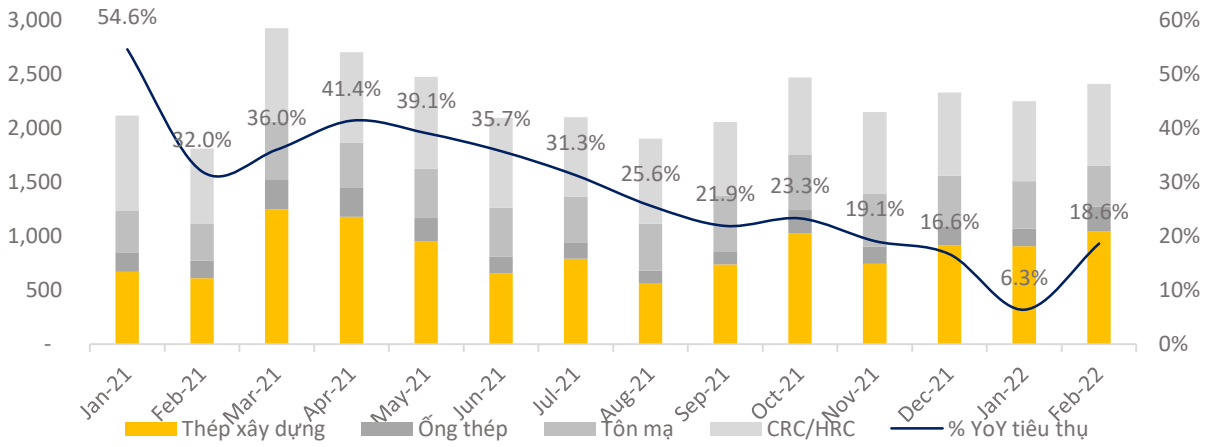
分析者: Đinh Mạnh Thắng *Email: Thangdm@bsc.com.vn*

- 国内消費量は回復するのは(1)建設の国内需要が新型コロナウイルス感染症の後、回復する、(2)輸入市場での需要が高い水準で維持するということから由来する。
- 鉄鋼企業の利益率が小幅に下落するのは投入原材料価格の変動から由来する。
- 大手企業の PE fwd が 4.0x-5.9x だと評価される。
- BSC は鉄鋼業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

鉄鋼の 2021 年国内消費量及び輸出量が前年比+16.8%増となった。そのうち、(HRC)価格が前年比+50.6%増、メッキ鋼板屋根シート価格が同+38%増、建設用鉄鋼が同-3.6%減となった。国内消費市場が前年比+5%増で、小幅に成長した。一方、輸出市場が同+66%増で、ハイライトとなった。

2022 年の最初の 2 ヶ月には、鉄鋼の消費量が前年同期比+18.6%増となったのは国内建設需要が回復したことから由来した。鉄鋼の国内消費量が前年同期比+49%増となった。鉄鋼の輸出量が同+11%増となった。輸出量がわずかに増加したのはロシアーウクライナ戦争により、ヨーロッパへの輸送活動が影響されたことから由来した。

2022 年の最初の 2 ヶ月の鉄鋼の消費量が増加した。(1,000t)

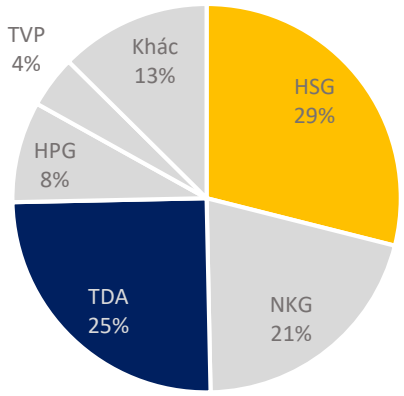


ソース: Fiinpro, BSC Research

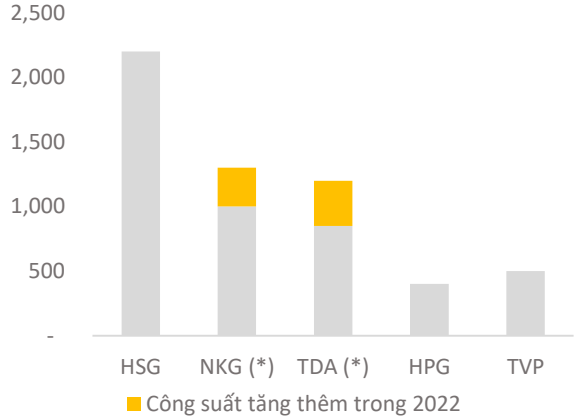
国内消費シェアがあまり変更しなかったが、輸出市場の競争圧力が強まった。鉄鋼消費シェアでは、HPG が 35%を占め、トップ位置を維持した。メッキ鋼板屋根シート事業では、HSG が 29%を占め、トップ位置を維持した。輸出市場では、HSG のメッ

キ鋼板屋根シートのシェアが引き続き縮小され、Ton Dong A（TDA）のシェアが拡大した。BSC はメーカーが 2022 年に生産能力を向上させる計画を設定することで、メッキ鋼板屋根シートのシェアが今後、変わる可能性がある。

2022 年 2 ヶ月の輸出メッキ鋼板屋根シートのシェア



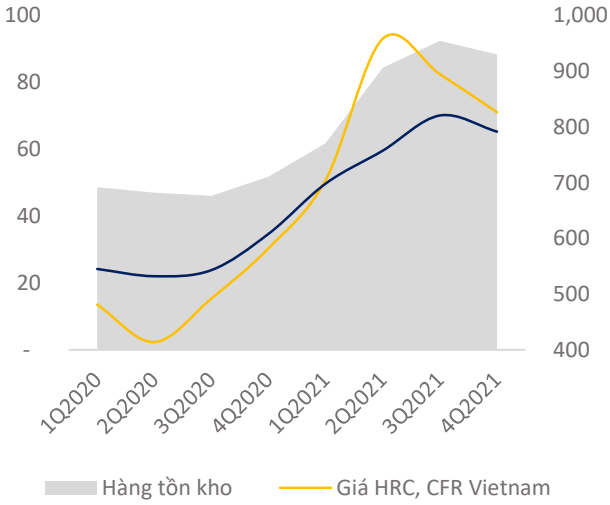
最大出者のメッキ鋼板屋根シートの生産能力（1,000t/年）



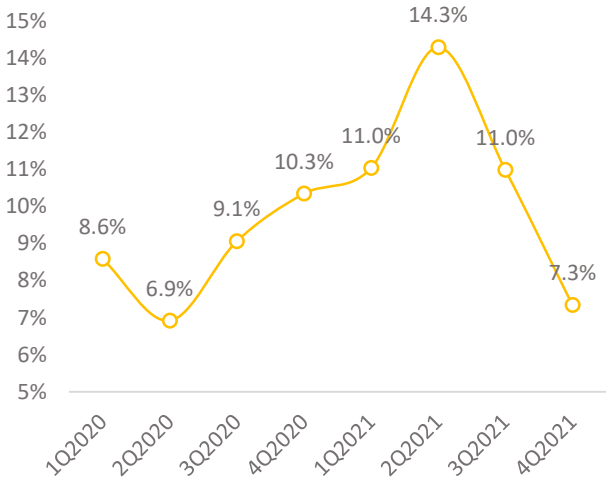
ソース: Fiinpro、財務諸表、BSC Research

BSC の評価によると、鉄鋼価格が 2022 年第 1 四半期に大幅に上昇したことで、鉄鋼企業の売上総利益率が回復した。鉄鋼価格が年初から 7 回上昇した。そのうち、メッキ鋼板屋根シートが前年同期比+10%増、鉄鋼価格が同+20%増となった。鉄鋼価格が上昇したのは鉄鋼企業の売上総利益率を改善した。

2021 年 6 月から鉄鋼価格が下落した背景には、在庫量が増加した。（兆ドン）



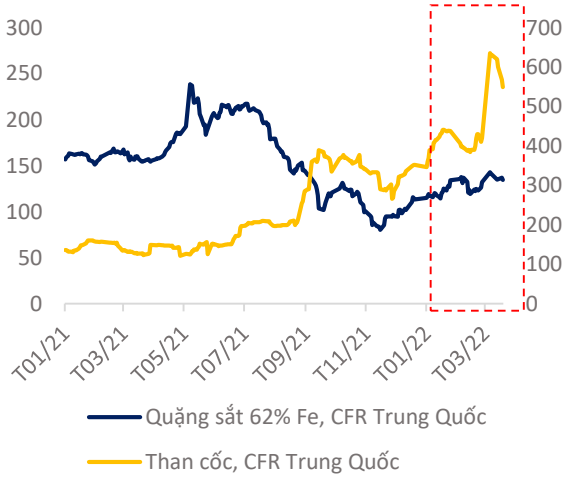
いくつかの鉄鋼企業の平均売上総利益率が 2021 年第 3 四半期から低下した。



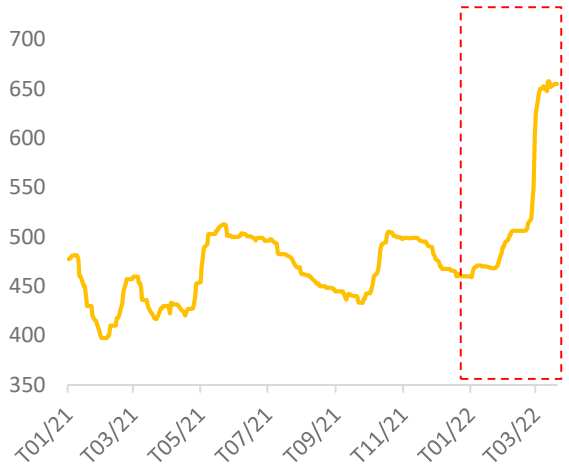
ソース：財務諸表、BSC Research

投入原材料価格の変動は次の四半期に鉄鋼メーカーに影響を与える。原材料（鉄鉱石、石炭、スクラップ鉄鋼）価格が 2022 年初から大幅に上昇したのはロシア-ウクライナ戦争の影響から由来した。しかし、原材料価格が引き続き上昇すれば、鉄鋼企業が影響される。BSC の評価によると、需要が引き続き高まれば、メーカーが鉄鋼販売価格を引き上げる。

鉄鉱石及び石炭の価格が 2022 年初から大幅に上昇した。（USD/t）



スクラップ鉄鋼価格が大幅に上昇したのはロシア及びウクライナからの輸入量をカバーする為に、鉄鋼生産需要が高まったことから由来した。



ソース：Bloomberg, BSC Research

投資観点ー有望

BSC は（1）鉄鋼消費量が高い水準に達する、（2）原材料価格の変動により、売上総利益率がわずかに低下する、（3）大手企業の PE が 3.5x～5.1x だと評価されるということを基づく、鉄鋼業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの鉄鋼企業の業績推定

	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 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
HPG	145,041	−3%	36,202	5%	8,071	5.2	1.3	16.0%	28.5%	42,050	61,700	47%
NKG	33,788	20%	2,149	−3%	9,838	3.5	1.0	12.3%	27.4%	34,900	44,200	27%
HSG	49,870	2%	2,778	−35%	5,630	4.4	0.9	12.0%	20.1%	24,650	33,800	37%

ソース:BSC Research

B. 新型コロナウイルス感染症の後の経済回復

6. IT・郵便通信業[有望]

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

- 「Mobile Money」サービスが 3 ヶ月に実験した後、83 万 5,000 ユーザーに達した。
- 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。

「Mobile Money」サービスが 3 ヶ月に実験した後、目標を到達した。このサービスは 83 万 5,000 ユーザーに達した。そのうち、48 万 7,000 ユーザーが田舎、山岳に住んでいる。Mobile Money サービスの利用を承認したのが 1 万 1,254 単位、取引の回数が 750 万回、取引額が 2,800 億ドンを達した。

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。ベトナム政府はデジタル化を強化し、「Made in Vietnam」という製品に対してデジタルトランスフォーメーションを導入することで、FPT、MCG などの国内テクノロジー企業が恩恵を受ける。2022 年にスマート交通への公共投資を強化する必要がある。BSC は(1)北部ー南部高速道路の 12 つの道路での ITS 及び(2)市内での ITS という 2 つの原動力が ELC、ITD などの企業に恩恵を与えると評価しております。

5G 通信サービスの展開進捗が通信企業の経営活動を促進すると期待されている。BSC の評価による、第 5 世代移動通信システムに段々転換するのはベトナムでの肝心な傾向である。これは通信業に促進する原動力となる。通信企業はインフラ設備、システム保守の仕事量を上げ、通信サービスを供給する企業間のインフラを共有することを強化することから恩恵を受ける。

投資観点ー有望

BSC は IT・郵便通信業の 2020 年見通しを「有望」と評価しております。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。

いくつかの IT・郵便通信企業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS(VND／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
FPT	43,462	22%	6,614	24%	5,632	18.6	4.2	16.0%	26.0%	104,700	117,000	12%
ELC	1,506	69%	78	62%	1,427	15.6	0.8	5.0%	9.0%	22,200	38,000	71%
ITD	1,410	30%	98	29%	1,427	10.2	0.8	6.0%	15.0%	14,600	24,000	64%

ソース：BSC Research

7. 銀行業[有望]

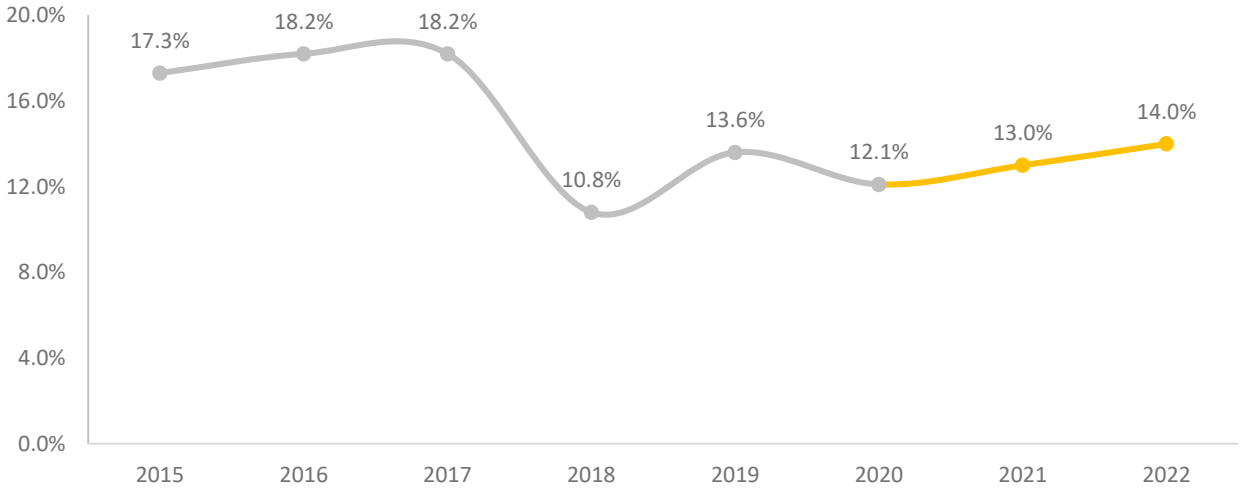
分析者: Vương Chí Tâm *Email: Tamvc@bsc.com.vn*

- 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、(3)2022 年に預金構成における当座預金の割合を引き上げるのが資本コストを下げるという要素のおかげで、前年比+35%pt 上昇するするではないのか。
- 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 3 月 27 日の時点での銀行業の 2022 年 P/Bfは 1.4x である。BSC は財務の健全性が現在の評価より高い評価されるべきだったと考えております。そのために、BSC は銀行業の 2022 年投資見通しを「有望」を維持している。

2021 年の第 1 四半期の貸付成長率は年初比 5.04%を達した。第 1 四半期の高い貸付成長率が生産回復及び資本の需要の増加ということから由来した。BSC は 2022 年の目標貸付成長率が 14%と。2022 年第 1 四半期には、多くの銀行は年初に付与された貸付額累計の制限を貸付し、2022 年第 2 四半期に余地を付与されると期待しています。

また、BSC は政府の新政策のおかげで、貸付資本が様々な事業へ拡大されることで、市場の成長が堅固になると考えております。

2022 年の貸付成長率の予測



ソース: 上場銀行、BSC Research

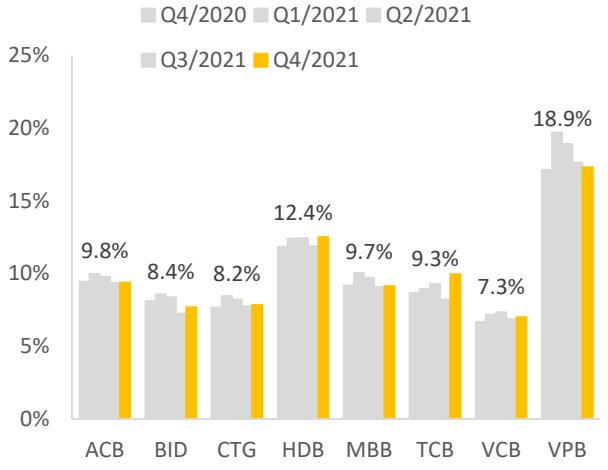
2021 年に小売り事業向け貸付活動を回復した。BSC は、(1)貸付額が低い水準で留まっていることで、銀行が集中的なリスクを軽減する、(2)NIM が重要な顧客より高いという要素を基づく、多くの銀行が小売業に引き続き集中するのは 2022 年の成長原動力になると考えております。

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。

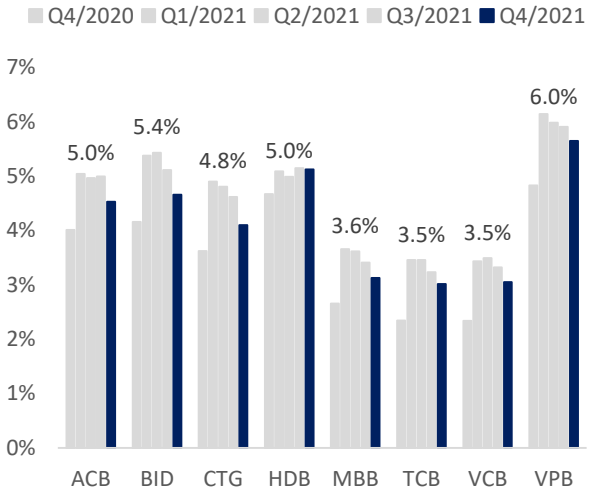
多くの銀行は 2022 年の CASA 市場シェアを拡大するために取引手数料を削減している。

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、(4)多くの銀行が金利を引き続き援助し、経済回復をサポートするという要素のおかげで、前年比+10%pt 上昇すると予測しております。

2021 年第 4 四半期の平均貸付金利

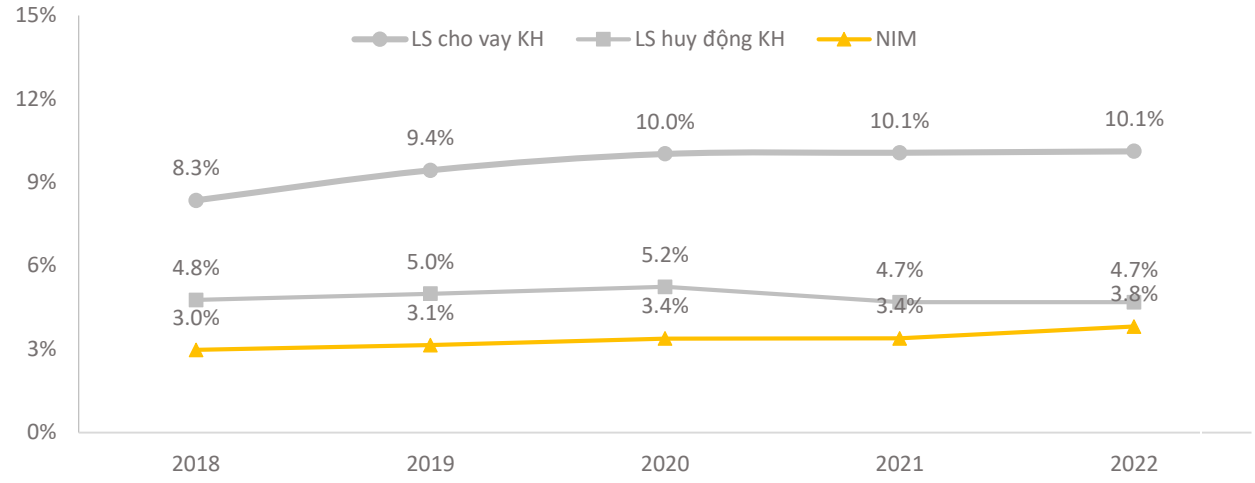


2021 年第 3 四半期の平均調達金利



ソース:上場銀行の財務諸表、中央銀行、BSC Research

2022 年 NIM の予測

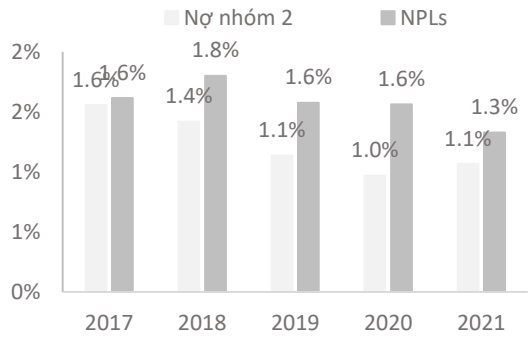


ソース：上場銀行の財務諸表、BSC Research

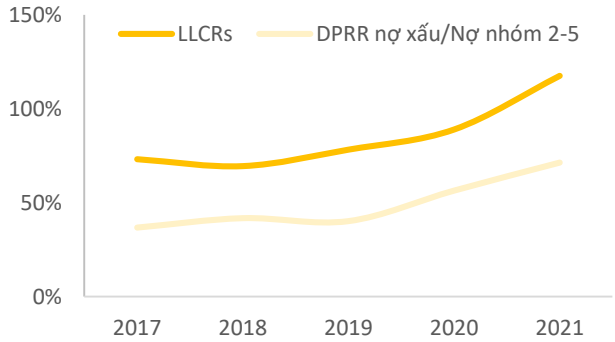
資産質 – 資産の質は適切に管理されています。

(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。

不良債権比率が 1.6%で管理されている。



不良債権回収比率が改善されている。



ソース：上場銀行の財務諸表、中央銀行、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。

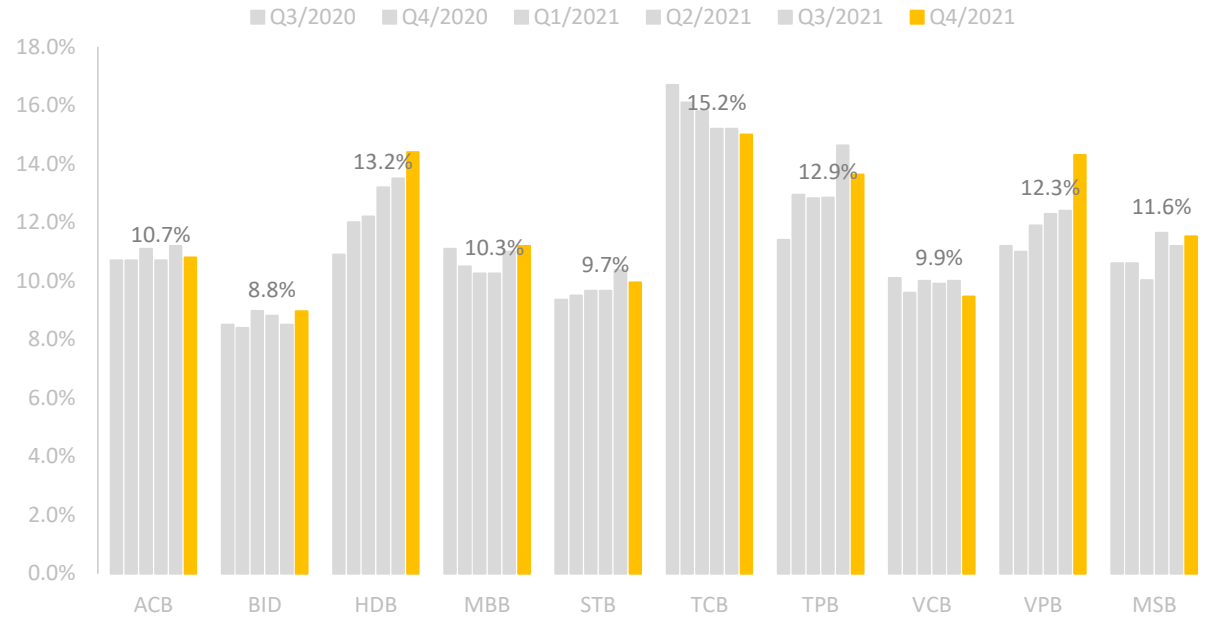
いくつかの再構成債務

	再構成債務							債務の残高						
	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21			
ACB	9,000	9,200	9,024	8,516	8,195	9,000	9,200	3.2%	3.1%	2.9%	2.6%	2.4%	2.7%	2.5%
BID	4,000	36,000	28,000	18,000	9,400	4,000	36,000	0.4%	3.1%	2.3%	1.5%	0.7%	0.3%	2.7%
CTG	8,400	8,400	6,500	4,500	4,160	8,400	8,400	0.9%	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.8%	0.7%
HDB	5,000	7,900	6,100	1,270	992	5,000	7,900	3.1%	4.8%	3.4%	0.7%	0.5%	2.6%	3.9%
MBB	7,000	5,100	2,700	2,000	2,700	7,000	5,100	2.7%	1.9%	0.9%	0.6%	0.8%	2.1%	1.4%
STB	7,000	1,000	700	500	1,500	7,000	1,000	2.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	2.0%	0.3%
TCB	500	7,100	7,900	6,700	2,700	500	7,100	0.2%	3.1%	2.8%	2.3%	0.9%	0.2%	2.0%
TPB	1,700	8,000	8,416	1,742	1,268	1,700	8,000	1.7%	7.3%	7.0%	1.4%	1.0%	1.3%	5.7%
VCB	11,000	10,400	5,100	3,900	4,100	11,000	10,400	1.4%	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%	1.2%	1.1%
VIB	3,664	3,618	3,201	2,819	2,486	3,664	3,618	2.7%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%	2.0%	1.8%
VPB	20,000	27,000	13,600	7,500	6,600	20,000	27,000	7.4%	9.7%	4.7%	2.5%	2.1%	6.3%	7.6%
Total	**74,200**	**120,700**	**102,916**	**57,447**	**44,101**	**77,264**	**123,718**	**1.6%**	**2.6%**	**2.0%**	**1.1%**	**0.8%**	**1.4%**	**2.1%**

ソース：上場銀行、中央銀行、BSC Research

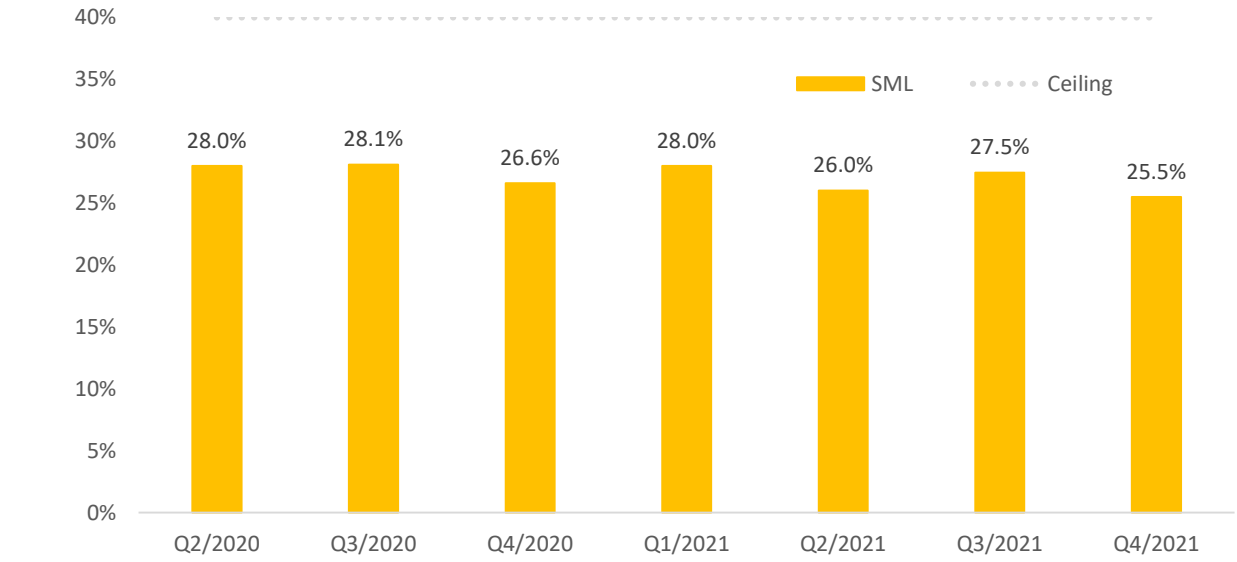
(3) 自己資本比率(CAR)は高い水準で維持している。CAR Basel II の比率は高い水準で維持して、中長期的な貸付に対する短期資本比率が安全な水準で維持された。

CAR Basel II の比率が高い水準で維持された。



ソース:上場銀行の財務諸表、中央銀行、BSC Research

不良債権回収比率が改善されている。



ソース:上場銀行の財務諸表、中央銀行、BSC Research

2022 年銀行業績の予測

BSC は経済の回復及び 2021 年の低い利益率のおかげで、銀行業の成長率を前レポートの 22.2%から 36.4%に上方修正しております。

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%	N/A	14.0%
% 総資産	20.3%	9.8%	13.2%	11.1%	16.9%	16.0%
% 貸付	19.9%	13.6%	16.0%	13.5%	15.3%	17.9%
% 預金	15.2%	12.2%	13.9%	12.8%	11.2%	15.4%
% 利益収入	25.1%	16.3%	22.5%	12.3%	23.7%	19.4%
% 非金利収入	49.3%	28.9%	16.2%	17.2%	22.1%	14.1%
% サービスコスト	51.6%	23.2%	31.4%	22.4%	29.8%	22.3%
% 営業収益	29.9%	19.2%	20.9%	13.5%	23.3%	18.2%
%引当金前利益	38.4%	23.4%	25.5%	18.2%	32.8%	20.2%
%引当金	32.6%	11.0%	18.7%	20.9%	35.3%	−4.2%
% 税引前利益	43.5%	33.6%	30.2%	16.5%	31.2%	36.4%
業界の指標						
2 グループ債権	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
不良債権	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.3%	1.2%
貸倒引当金/貸付	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.6%	1.5%
不良債権回収率(LLCRs)	73.1%	69.4%	78.2%	88.9%	117.5%	126.8%
不良債権引当金／2～5 グループ不良債権	36.8%	41.8%	40.2%	56.4%	71.3%	75.8%
信用費用	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.8%	1.5%
預貸率(LDR)	70.8%	74.5%	75.9%	76.5%	78.4%	81.4%
普通預金(CASA)の比率	16.7%	16.5%	16.8%	18.8%	21.2%	21.3%
平均総金利	7.5%	7.9%	8.6%	8.1%	7.4%	7.1%
平均資本費用	4.6%	4.8%	4.9%	4.5%	3.5%	3.5%
NIM	3.1%	3.3%	3.5%	3.52%	3.67%	3.77%
CIR	53.4%	47.4%	40.8%	39.2%	33.7%	32.8%
ROAA	0.9%	1.4%	1.6%	1.5%	1.8%	1.9%
ROAE	14.3%	18.7%	18.5%	18.2%	21.0%	21.8%

ソース：Fiinpro, BSC Research

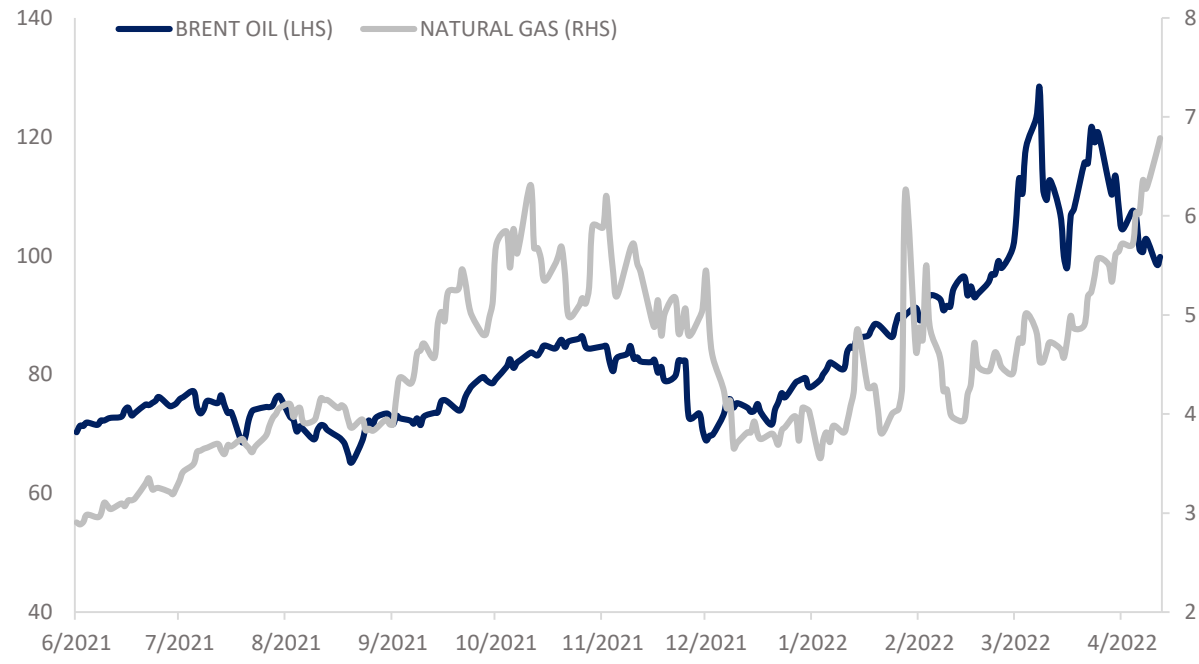
8. 石油・ガス業「有望」

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

- 原油価格は 2022 年初に大きな変動幅で推移したが、上昇力を維持している。
- いくつかのく国から原油の採掘量が増加することのおかげで、供給源が短期的に回復すると予測されます。
- 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 90 ドル/バレルであるという仮定を基づく、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、PLX と PVT の 2022 年投資評価を「買い」と推奨しております。

2022 年初にブレント原油価格が大きな変動幅で推移したが、ガス価格が大幅に上昇した。原油価格が 2022 年初から大幅に上昇したが、130 ドル／バレルまで上昇すると、急落し、第 1 四半期に 100 ドル／バレルに戻した。一方、ガス価格が上昇力を維持した。ロシア・ウクライナの緊張により、ガス価格が 7USD/ mmbtu 付近まで接近した。

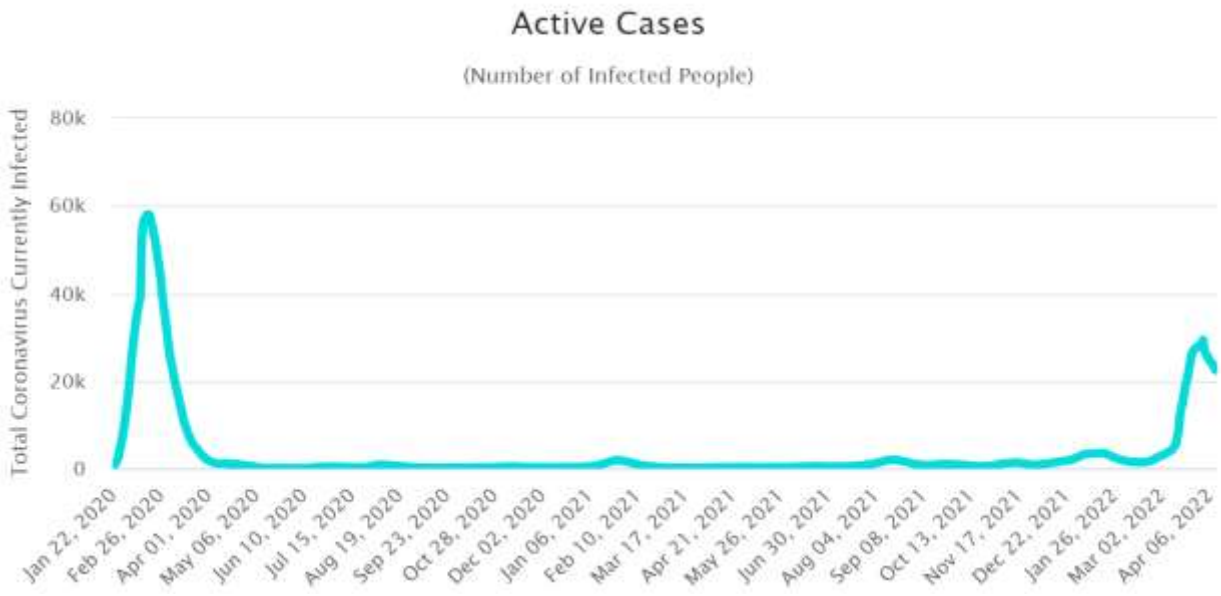
世界のガス価格及び原油価格の推移



ソース:Bloomberg、BSC Research

原油価格が最近、大きく変動したのは中国からの供給源が減少したということから由来した。供給源減少の原因は忠告で新型コロナウイルス感染症の感染者数が急増するに従って、Thuong Hai 市などの大都市が閉鎖政策を実施したことです。Thuong Hai 市での閉鎖政策を解除されたが、「ゼロコロナ」政策が近い将来に買いの勢いを阻止するだろう。

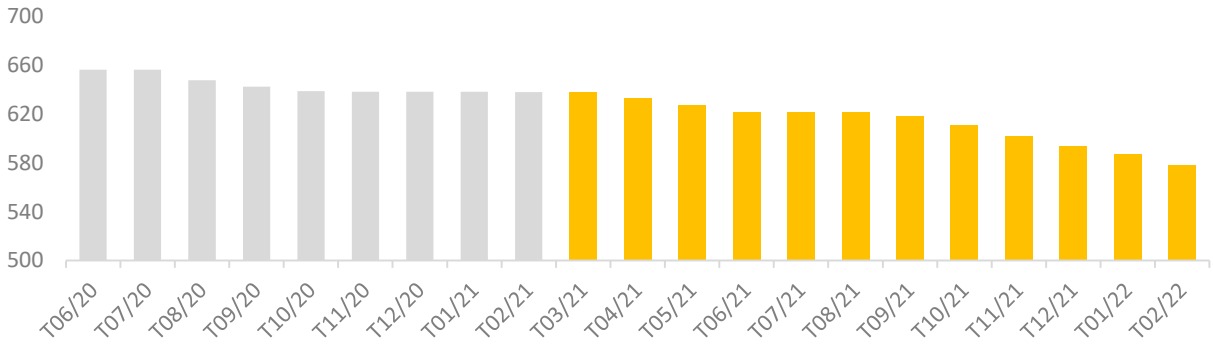
中国でのコロナウイルス感染症の感染者数が急増した。



ソース：Worldometers, BSC Research

原油供給源はいくつかの国からの原油採掘量が増加することのおかげで、短期的に回復すると予測されている。国際エネルギー機関（IEA）の加盟国（米国含む）は次の 6 ヶ月にあわせて石油備蓄 2 億 4,000 万バレルを放出することを発表した。また、ブラジルなどの他の国は今年、原油採掘量を日当たり 30 万バレルを追加増加する見込みです。

米国戦略石油備蓄（SPR）が備蓄放出量を増やしていることで、減少している傾向がある。



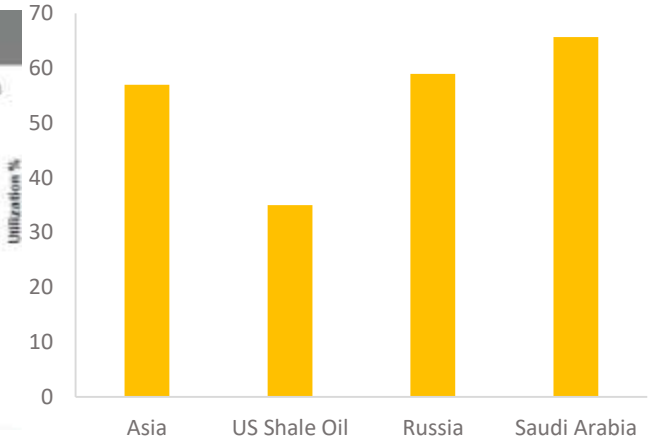
ソース：Bloomberg, BSC Research

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 90 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 100 ドル/バレルに達す可能性がある。ネガティブなシナリオでは、平均原油価格は 80ドル/バレルに下落する可能性がある。

原油価格が高い水準で維持したのは上流企業が直接的に恩恵を受けるだろう。BSC は原油価格を 90 ドル／バレルのプラス圏に維持することのおかげで、上流企業が採掘活動が拡大され、上流企業が雇用機会をもっと得り、契約書の価格がより高くなると期待しております。

東南アジアでの掘削リグ建設サービスの価格及び効率

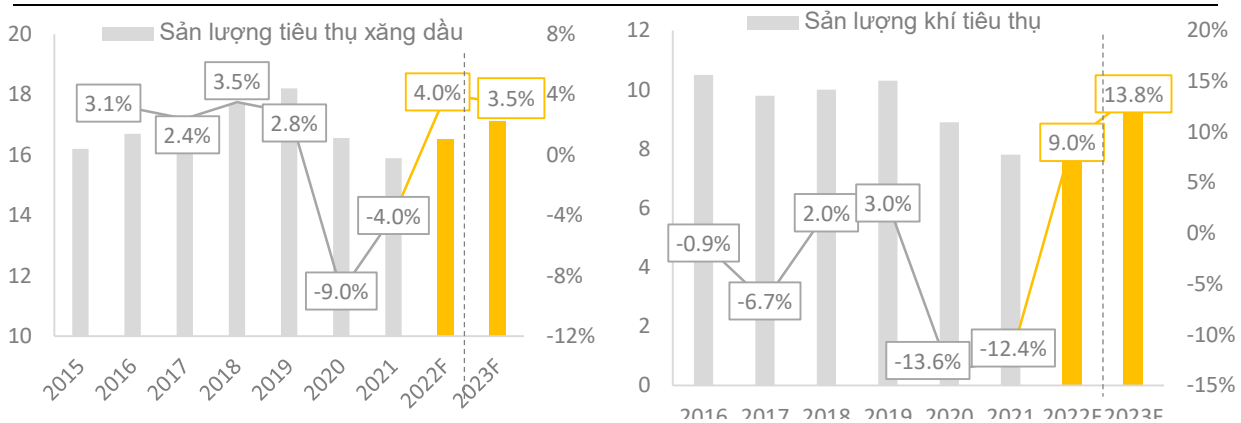
いくつかの地域での石油・ガス採掘の損益分岐点



ソース:IHS, S&P Global, BSC Research

下流企業は 2022 年にガソリン需要の回復から恩恵を受ける。2020 年～2021 年期間には、新型コロナウイルス感染症の流行がベトナム経済に影響を及ぼし、生産経営活動や運送活動を制限したことで、ガソリン、ガスの消費需要が急減した。BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込めば、ガソリンの消費量の成長率を 3%/年に戻すと期待しております、

ガソリン、ガスの消費量は 2022 年以後回復すると予測される。



ソース:PVN、商工省、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。

投資観点ー有望

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 23%増の 90 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。また、BSR は原油価格と石油製品価格の格差（crack spread）から恩恵を受ける。

いくつかの石油・ガス企業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高（10 億ドン）	% yoy	2022 年の税引後利益（10 億ドン）	% yoy	2022 年の EPS(VND／株）	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
GAS	92,292	17%	10,438	18%	5,345	20.5	3.0	14.0%	19.2%	109,400	143,000	31%
PLX	194,480	15%	7,006	125%	4,527	10.5	1.8	9.4%	18.1%	47,600	70,000	47%
PVD	5,678	42%	283	686%	398	51.5	0.8	1.4%	2.0%	20,500	34,000	66%
PVS	18,262	46%	977	28%	2,044	12.7	1.0	3.5%	7.2%	25,900	36,000	39%
PLC	7,562	10%	202	29%	2,502	14.4	2.0	4.4%	14.7%	36,000	50,000	39%
BSR	126,526	25%	8,962	20%	2,537	8.6	1.4	11.9%	19.3%	21,900	32,100	47%

ソース：BSC Research

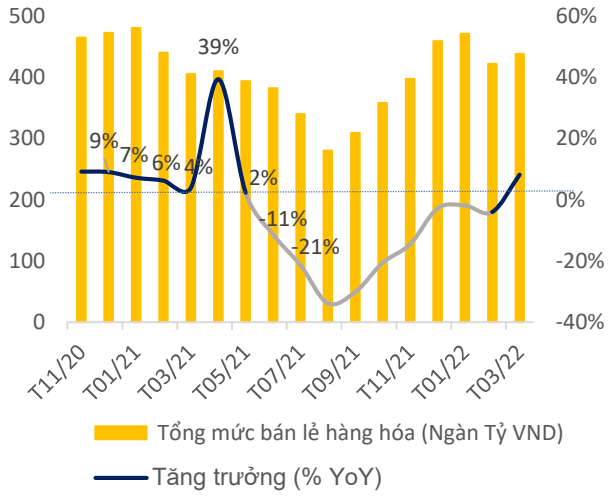
9. 消費材・小売り業[有望]

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後回復している。
- 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。

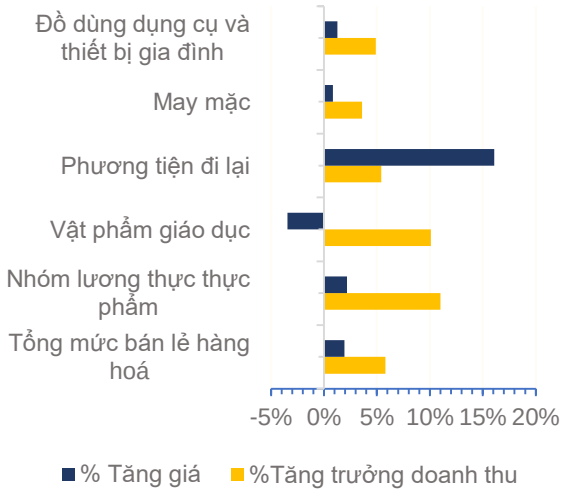
新型コロナウイルス感染症の流行後回復している。2022 年第 1 四半期の小売売上高は前年同期比 4.4%増の 1 兆 3,180 億ドンであり、3 月単位では前年同期比 9.4%増の 4,380 億ドンだった。3 月は新型コロナウイルス感染症の流行が 2021 年第 2 四半期に拡大した後、プラス成長率を記録した最初の月である。この 2022 年第1四半期成長は(1)小売り事業(前年同期比 5.8%増)及びホテル・レストラン事業(同 1.2%増)と観光事業(同 1.9%増)から由来した。

小売売上高(1 兆 VND)



ソース: GSO, Kantar

2022 年第 1 四半期に販売価格及び小売売上高の変動



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。

小売り業の 2022 年見通し

事業	2022 年第 1 四半期	2022 年の評価		注意べ来な企業
消費事業	弱気	観察	**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	業界グループ間の反対傾向から業界全体のコンセンサス傾向への移行	
(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	中立	(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	中立	この事業グループの特徴は事業の深さと幅多様化のおかげで成長であり、手荷物の市場シェアの縮小は、上位分類の傾向と人々の収入の改善にサポートされている事業の成長原動力である。 短期的なリスク:2021 年の高い基準及び学習して通常に戻る傾向のために、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	有望	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	回復	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。	MWG, PNJ, MSN, …
(2) 現在的なチャンネル-オンラ	有望	有望		

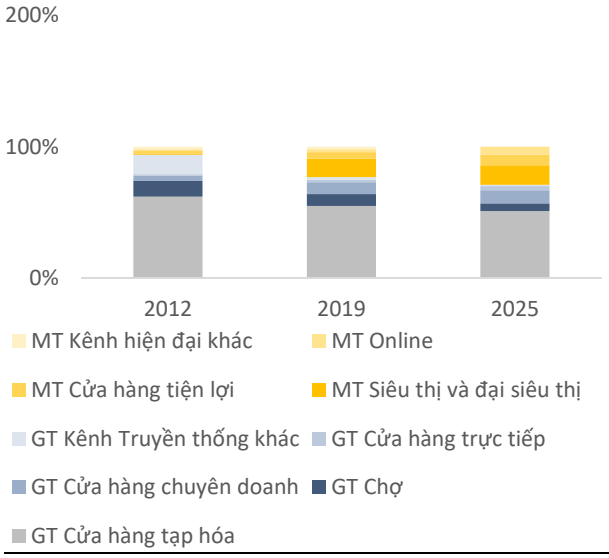
イン販売チャンネル 有望	オンラインチャネルと現代的なチャネルはパンデミック後も引き続き優先されると予想されます。

ソース: BSC Research

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。

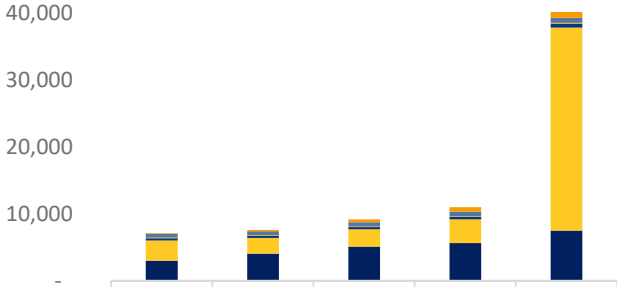
Q&ME の統計によると、ベトナムの小売消費市場では、雑貨店と伝統的な市場などの伝統的な消費チャンネル（GT）が消費市場の 80%を占めて、残りの 20%はスーパーマーケット、ミニスート、オンラインスートを含む現代的なチャネル（MT）です。2025 年までの傾向は伝統的な消費チャンネル（GT）と現代的なチャネル（MT）の割合はそれぞれ 70%と 30%となる。

2019 年～2025 年の期間におけるベトナムでの消費チャンネル変換傾向



ソース: BSC Research, FITCH, Q&Me

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）

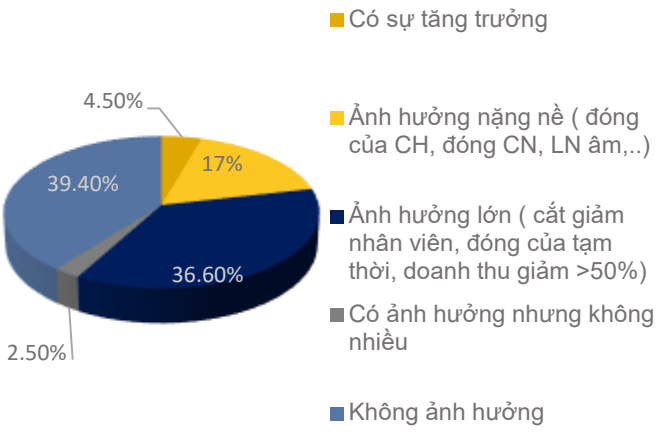


	2019	2020	2021	2022F	2025F
Long Châu	70	200	400	700	1,900
FPT shop	593	595	647	667	747
VRE	79	80	79	84	140
PNJ	346	339	342	392	592
MSN	3,022	2,353	2,570	3,534	30,300
MWG	3,022	4,059	5,129	5,653	7,511

ソース: BSC Research, FITCH, Q&Me

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



ソース: Katar, Sapo

オンラインチャネルは引き続き市場シェアを拡大すると期待されています。中国や韓国などの先進国市場では、オンラインチャネルが 30%以上を占めています。

ソース: Katar, Sapo

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 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益 (10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
MSN	83,308	−6%	6,021	137%*	4,248	28.0	4.0	15.0%	5.0%	119,000	152,200	28%
MWG	143,663	21%	6,194	30%	8,688	17.2	4.3	25.0%	9.0%	149,400	181,700	22%
PNJ	26,196	34%	1,610	56%	6,154	17.9	3.6	14.0%	22.0%	110,000	130,300	18%
DGW	27,008	29%	803	22%	9,069	14.8	4.2	37.0%	10.0%	133,900	145,100	8%
MCM	2,950	4%	320	14%	2,327	21.9	2.6	15.0%	13.0%	51,000	65,800	29%
PET	22,333	28%	384	28%	3,632	12.9	2.2	18.0%	3.0%	47,000	56,800	21%
PSD	10,274	21%	162	22%	5,180	7.0	20.5	28.0%	6.0%	36,500	51,800	42%
FRT	29,634	32%	662	49%	8,328	18.3	5.4	29.0%	6.0%	152,500	162,100	6%

*コア事業の税引後利益に比べて

ソース: BSC Research

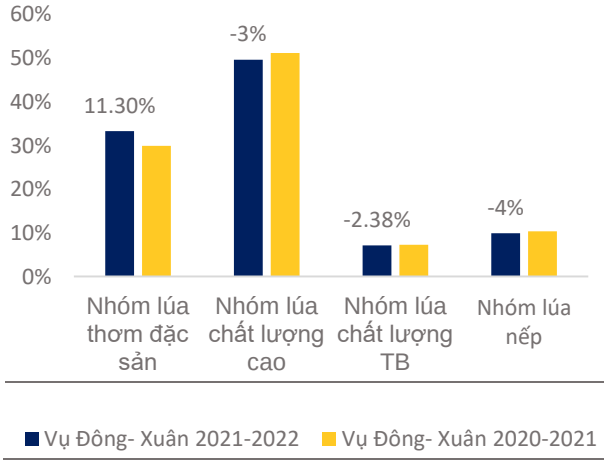
10. 食品業[有望]

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

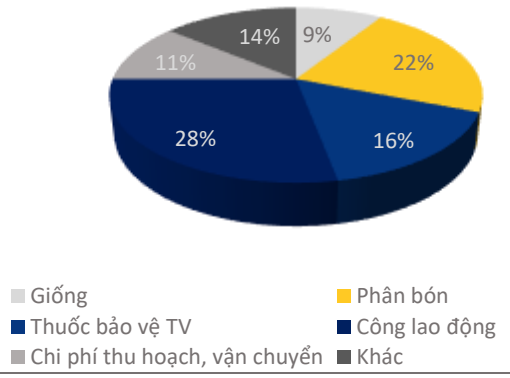
- 2021 年～2022 年冬春作物:栽培面積は減少したが、輸出用米の収量と品質が向上された。
- 2022 年第1四半期には、米輸出状況特に輸出量はポシテイプなシグナルを見せた。
- 投入コストの急激な増加と複雑な戦争状況は食料価格を支えることができますが、世界的な食料安全保障にリスクを発生する可能性がある。
- BSC は米輸出業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

2021 年～2022 年冬春作物:栽培面積が減少したが、輸出用米の収量と品質が向上された。2021 年～2022 年冬春作物の栽培面積は前年同期比 1%減の 2,960 ヘクタールである。この減少は秋冬作物の生産と収穫が社会的隔離装置により予想よりも遅れたこと及び洪水から由来した。しかし、輸出用米の収量と品質が向上された。また、高品質の米品種への積極的なシフトがあり、輸出需要への対応することができます。

メコンデルタの冬春作物の構造は、全国コメ輸出量の 90%を占めています。



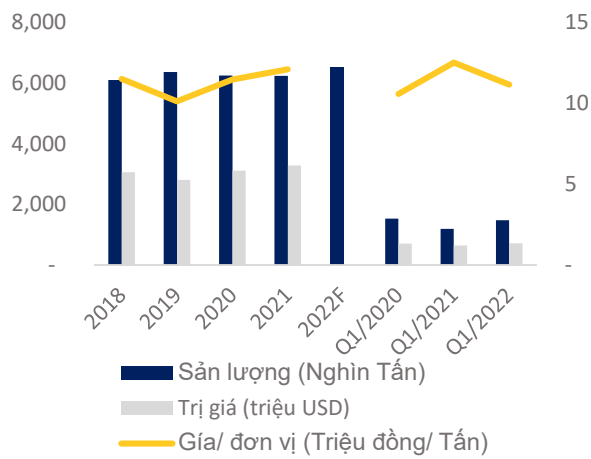
コメ生産価格構造



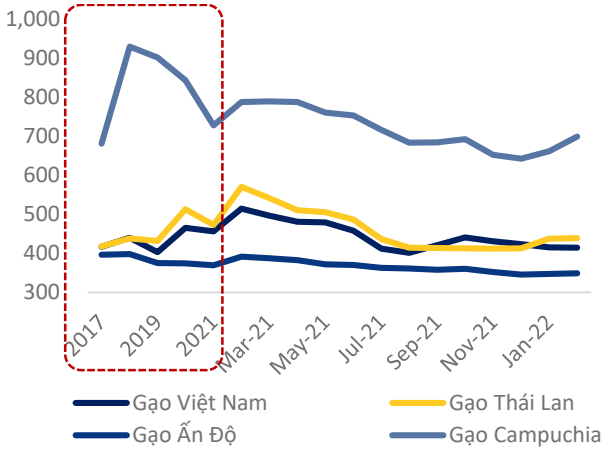
ソース: 作物局

2022 年第1四半期には、米輸出状況特に輸出量はポシテイプなシグナルを見せ、前年同期比 24%増となった。

2018 年～2022 年の期間におけるコメ輸出量と輸出額



米輸出価格の変動(USD/t)



ソース: FAO, 税関総局, USDA

投入コストの急激な増加と複雑な戦争状況は食料価格を支えることができますが、世界的な食料安全保障にリスクを発生する可能性がある。

世界的な動き:FAO は世界の 2022 年穀物貿易予測を前年比 2%減の 4 億 6,900 万tに下方修正すると予測しています。原因は輸出量の減少及び輸送費用の増加から由来した。

国内状況:肥料価格(前年比 90～120%増)や農薬価格(同 10～30%増)などの戦争による投入材料価格と輸送費用が増加したこと及び中国とロシアの輸出制限は供給不足を引き起こした。しかし、農民はこの増加を販売価格に変換することはできない。

そのために、BSC は、需要が安定している間に世界的な貿易供給が引き締められると、輸出価格を支えることができると評価していますが、原材料価格の高騰と長期にわたる政治不安は潜在的なリスクを発生する可能性がある。

2022 年の米輸出状況はポシテイプな状態を維持すると見込まれた。USDA の 2022 年 4 月レポートによると、ベトナムの米輸出量は前年比 4%増の 650 万tであると見込まれた。

上場企業の規模

	AGM	VSF	NSC	LTG	TAR	Còn lại
2021年輸出額(10 億 VND)	1,123	4,841	242	932	586	66,930
割合(%)	1%	6%	0%	1%	1%	89%
2021 年輸出量(100 万t)	168	400	20	80	60	5,509
割合(%)	3%	6%	0%	1%	1%	88%
2021 年の収入	3,925	16,563	1,929	10,224	3,120	
米輸出事業による収入/総収入の割合	52%	29%	13%	9%	19%	
評価指数						
P/E trailing	22.91	N/A	7.59	8.07	15.08	
3 年間平均 P/E	11	N/A	6.3	6.5	17	
P/B trailing	2.12	1.60	1.40	1.13	2.35	
3 年間平均 P/B	0.73	1.34	1.23	0.78	2.03	
ROE	10%	−9%	19%	12%	15%	
ROA	3%	−3%	12%	6%	5%	
浮動株比率	40%	24%	19%	94%	83%	
大手株主	– Louis Holdings 株式会社: 51.17% – LTG: 4.95%	– 農業農村開発省: 51.43% – Tập đoàn T&T: 25%	– PAN FARM 株式会社: 34.68% – CTCP BĐS SSI: 4.95%	– Marina Viet pte.ltd: 25.21% –アンザン省人民委員会: 24.15%	– Phạm Thái Bình: 14.04%	

	AGM	VSF	NSC	LTG	TAR	残り分
2022 年業績計画	2022 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 105%増の 8 兆 40 億ドン、同 47.8%増の 700 億ドンである。	税引後利益は 1,000 億ドンである。	2022 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 11%増の 2 兆 1,500 億ドン、同 20.5%増の 300 億ドンである。	税引後利益は前年比 5%減の 4,000 億ドンである。	2022 年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 12%増の 3 兆 5,000 億ドン、同 12%増の 1,100 億ドンである。	
2022 年第 1 四半期の事件	AGM は Sierra Leone に今後 3 年間に 300 万t米輸出契約書についての覚書に署名したばかりで、契約額が 13 億～14 億ドルの見込みである。USDA の統計			LTG は EU、中東、アジア市場に 4,500 tを輸出額の 300 万ドル輸出しています。	TAR は韓国への 1 万 1,000t 米及び EU、中東への 1,000t 米を輸出した。	

	による と、Sierra Leone は過去に 50 万 t/年以上を輸入したことがないため、このイベントがリスクがあると評価しております。					
2022 年第1四半期業績予測	2022 年第 1 四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 175%増の 1 兆 197 億ドン、同 286%増の 99 億 8,000 万ドンで、年間計画の 18%を達成した。	2022 年第 1 四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 24%減の 2 兆 8,070 億ドン、同 101%増の 4 億 8,000	2022 年第 1 四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 33%増の 3,270 億ドン、同 10%増の 370 億ドンだった。	2022 年第 1 四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 2%減の 2 兆 3,450 億ドン、同 0.2%増の 1,840 億ドンで、年間計画の 46%を達成した。	2022 年第 1 四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 175%増の 1 兆 197 億ドン、同 286%増の 99 億 8,000 万ドン	2022 年第 1 四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比 24%減の 2 兆 8,070 億ドン、同 101%増の 4 億 8,000

												で、年間計画の18%を達成した。	万ドンで、年間計画の16%を達成した。
													万ドンで、年間計画の16%を達成した。

ソース: Bloomberg, Fiinpro

投資観点 – 有望

BSC は米輸出業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
LTG	10,753	5%	477	14%	4,786	8.3	1.1	15%	5%	39,900	45,200	13%

ソース: BSC Research

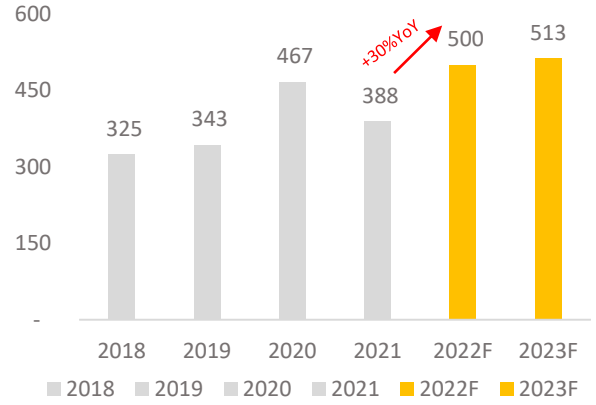
11. セメント業[有望]

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

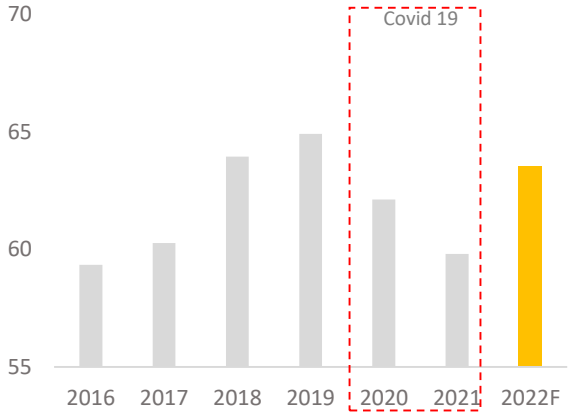
- 2022 年の国内消費量は、(1)政府の公共投資強化政策、(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後、建設活動が回復するという要素を基づく、回復するだろう。
- 中国がセメント産業能力を引き続き削減する見通しで、輸出量は高い水準で維持されるだろう。
- 売上総利益率は前年比 1～2%増加すると予測されています。
- BSC はセメント業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

2022 年には、BSC は、国内の消費量が前年比 6.2%増の 6,300 万～6,400 万tであると推定しております。消費量は直近の 2 年間連続で減少した後、(1)政府の公共投資強化政策及び(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後、建設活動が回復するという要素のおかげで回復している。

2022 年～2023 年の期間における公共投資の実行額が 30%増加すると予測されています (1 兆 VND)。



国内セメント消費量は、エピデミックが封じ込まれた後回復すると予測されています(100 万t)。

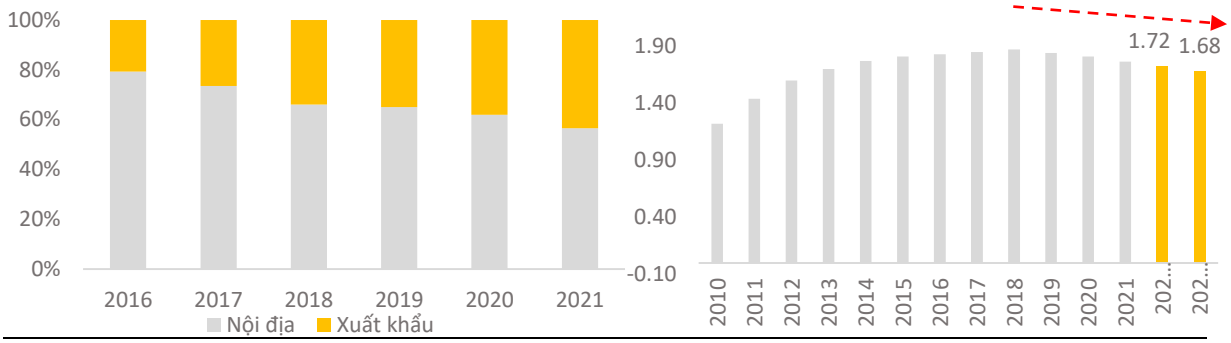


ソース: GSO, VNCA, BSC Research

セメント輸出量は消費総量に重要な役割を果たしている。2021 年のセメント輸出割合は 43%で、2016 年の 21%から増加した。継続的な生産能力削減による中国からの高い輸入需要のおかげで、セメント輸出量は高い水準で維持すると考えております。

セメント輸出割合は年を経て増加している。

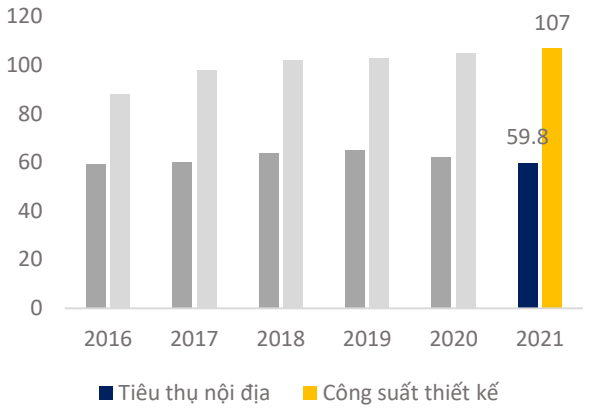
中国の生産能力(10 億tのクリンカー/年)は 2018 年から減少し始め、輸入された供給源に取って代わられた。(ベトナムが輸入量の 59%を占めている)



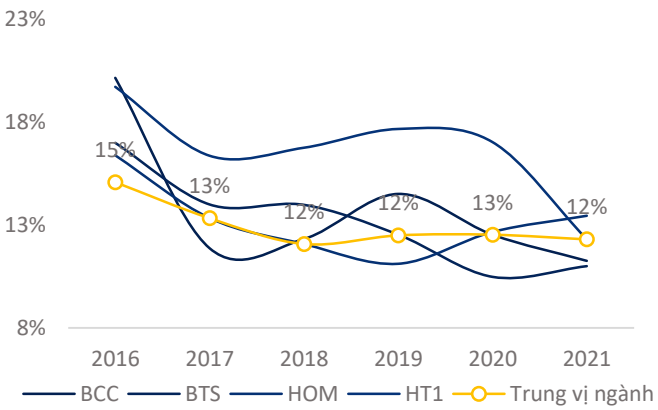
ソース: VNCA, China Cement Asociation, BSC Research

国内競争性は生産能力の超過により高い基準で留まっている。セメント業の設計上の最大生産能力は 2021 年末までに 1 億 700 万tだったが、実際の生産量は生産における添加剤の混合比の増加のおかげで 1 億 3000 万tに達する可能性があり、国内消費量は飽和の兆しを見せています。

設計上の最大生産能力は国内消費量を上回った（100 万t/年）。



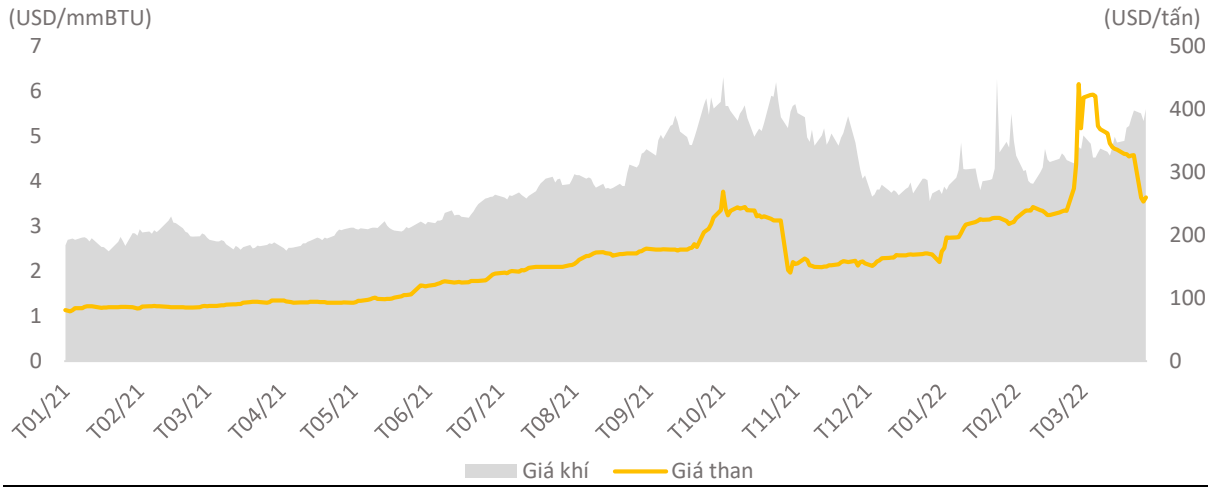
大手セメント企業の売上総利益率及びセメント業の中位。



ソース: VNCA, 企業の財務諸表, BSC Research

需要の回復は 2022 年にセメント生産企業の利益率をわずかに増加させる。需要の回復は、セメント企業の製品販売価格（年初比+ 10%増）を増加させ、工場の運用効率を 90%～95%に引き上げるだろう。しかし、利益率は直近 1～2%を僅かに増加している。

石炭と天然ガスなどのエネルギー価格は 2022 年初から大幅に上昇している。



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は、(1)政府の公共投資強化政策、(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後、建設活動が回復するという要素を基づく、セメント業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益 (10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
HT1	8,694	23%	492	33%	1,288	15.5	1.4	4.9%	8.7%	19,900	24,500	23%
BCC	5,055	17%	239	124%	1,943	9.4	0.9	5.9%	10.1%	18,300	23,600	29%

ソース: BSC Research

12. 化学・肥料業[有望]

分析者: Lưu Thuỳ Linh *Email: Linhlt1@bsc.com.vn*

- BSC は(1)供給が制限されている間の肥料需要の増加、(2)ロシア・ウクライナ戦争及びロシアと中国の肥料輸出停止の決定から恩恵をうけるという要素を基づく、肥料業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。
- BSC は肥料業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。
- 化学業では、BSC は重要な成長原動力は、世界的な販売価格が高い水準で留まっていることで、DGC、CSV などの化学企業が恩恵を受けると考えております。一方、化学企業は新たな拡張計画がないため、生産量の成長が困難を直面するだろう。

地政学的緊張と輸出制限による供給の混乱。

ロシアと同盟国であるベラルーシは世界最大肥料供給業者であり(世界カリウム総供給量の 40%を占める)、ロシアとベラルーシを標的とした米国と EU の制裁に加えて、ロシアとウクライナの戦争が肥料価格を増加させた。

ヨーロッパでの肥料供給はロシアとウクライナの戦争によりさらに緊張していることで、肥料を生産するための 2 つの主要な原料であるガスと石炭の価格が上昇し、ヨーロッパでの多くの肥料生産企業が仕事を中断した。また、世界での 3 つの最大な海運企業はロシアとの間の貨物輸送の停止を発表したことで、供給の混乱状況がさらに悪化した。

2021 年末の時点では、世界的に肥料輸出量が多いロシアと中国は肥料輸出の制限を決定し、尿素肥料の価格が高騰した。

2022 年第 2 四半期に世界的な肥料価格は高い水準で維持した。

DTN によると、2022 年 4 月初旬に 8 種類の肥料特に DAP、尿素などの平均価格が急上昇し、史上最高基準を記録した。そのうち、尿素の平均価格は最も上昇し、年初比 13%増、2 月比 53%増、前年同期比 167%増となった。次、DAP の平均価格は年初比 34%増、前年同期比 76%増となった。

BSC は、供給不足が解消されておらず、投入材料の価格が引き下げない、2022 年第 2 四半期の肥料価格はまだ高い水準で留まると考えております。

ロシア・ウクライナ戦争、EU ではガス価格が高騰した。

2020 年 1 月から現在までの尿素価格の動き(USD/t)

ソース: Bloomberg, BSC Research

ベトナムでは、尿素価格が安定しており、DAP とカリウムの価格が次の四半期に増加すると予測されています。

ロシアとウクライナの戦争後、ベトナムの主要な肥料の 8 つのうち 7 つの価格が値上がりし、これは年初以来 3 番目の値上げです。2021 年末の時点に比べて、国内で尿素肥料とカリ肥料の価格は前年同期比 80%増の 18,000VND～19,000VND/キロであり、DAP 肥料の価格が年初比 44%増の 25,000VND/キロだった。

BSC は、国内尿素肥料の価格が 2022 年第 2 四半期に現在の価格帯で安定しており、世界の尿素供給が改善する時に徐々に下落し、DAP 肥料とカリウム肥料の価格が国際市場と共に増加すると考えております。

国内の投入材料の価格は予測不可能であり、一部の材料価格は急激に増加した。

国内肥料メーカーに供給される天然ガスの価格は、シンガポール市場の FO 石油価格に応じて固定されているため、状況が非常に予測不可能です。短期的な石炭価格は高水準に留まり、その後徐々に下落するだろう。

アパタイトと硫黄は、リン酸肥料生産用主な原料です。そのうち、国内アパタイト鉱石供給は生産需要を満たすために十分ではなく、硫黄の価格は供給不足により

BSC は、2021 年末の安価なカリウムの供給源が徐々に枯渇しているため、カリウムの価格は世界価格に応じてすぐに上昇すると考えております。

政府は肥料に 5%の付加価値税を適用することを検討しています。投入材料に対する税金の還付が認められた場合、課税は肥料生産企業にプラスの影響を及ぼします。

肥料輸出状況は好調で、生産量と販売価格は急激に上昇しています。

現在、国内では尿素の供給過剰が続いており、2022 年第 1 四半期と第 2 四半期は収穫時期であるため、肥料の需要が急務ではない。そのために、BSC は、肥料生産企業が肥料輸出量の増加と高い販売価格から恩恵を受けると期待しております。

2022 年第1四半期には、ベトナムが近隣市場への肥料輸出活動を強化したために、肥料輸出量が前年同期比 69.9%増の 35 万 2,672tで、平均輸出肥料価格が同 124%増の 685.3 USD / t で、輸出額が同 280.6%増となった。カンボジアは依然としてベトナムの最大肥料輸入国である。次は韓国、ミャンマーであり、輸出量と販売価格も前年同期比増加した。

国際市場での市場シェアを拡大するためにロシアと中国からの輸出制限を利用する。

中国とロシアからの予測せぬ動きは、輸出量と販売価格が世界的な供給不足から恩恵をうけるという期待で肥料企業に機会を生み出します。

投資観点 – 有望

BSC は肥料業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

銘柄	2022 年の売上高 (10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
DPM	14,813	15%	4,329	36%	9,724	6.5	1.7	22.7%	30.2%	63,100	78,000	24%
DCM	11,180	13%	2,406	32%	2,810	13.0	2.0	16.8%	25.3%	36,500	50,000	37%

ソース: BSC Reasearch

化学業界では、BSC は、2022 年の主な成長原動力が黄リン、リン酸、苛性ソーダなどの世界的な販売価格が高い水準で維持することから由来すると考えています。これは DGC、CSV などの化学生産企業が恩恵を受けるだろう。

DGC の場合、BSC は、5G 機器用チップ需要と電気自動車生産の傾向がリンの価格にプラスの影響を与えると予想しております。WPA、DAP、MAP などの肥料製品及び肥料関連製品:BSC は、大手な肥料輸出国での供給が制限されていることにより、2022 年の肥料価格が高い水準で留まるとと期待しております。

CSV の場合、BSC は、CSV がソーダの販売価格の引上げに調整すると、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VND)	%YoY	2022年の税引後利益(10億VND)	%YoY	2022年のEPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年5月5日の終値	目標価格	Upside
DGC	11,605	28%	3,852	53%	22,200	10.7	4.8	37.0%	51.0%	236,800	233,000	−2%
CSV	1,803	14%	271	25%	5,450	9.4	1.7	25.6%	20.9%	51,300	78,000	52%

ソース: BSC Research

13. 損害保険業 [中立]

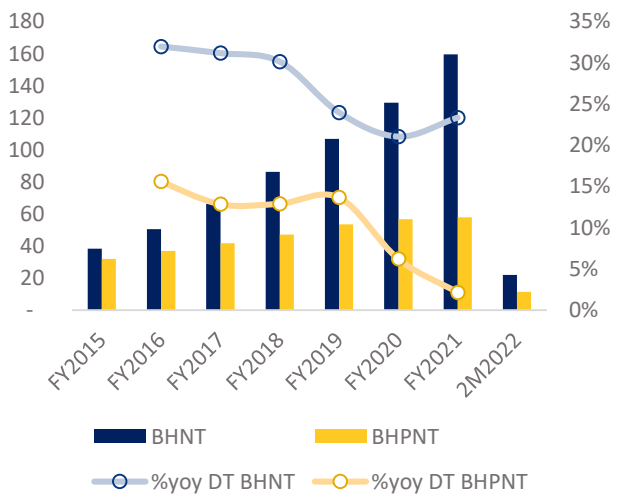
分析者: Đinh Mạnh Thắng *Email: Thangdm@bsc.com.vn*

- 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。しかし、保険料に対する保険金請求比率も社会的隔離措置に低下した。
- 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)高競争性が保険企業の純保険料と保険活動による利益に影響する(3)金利がわずかに引き上げるのが金融活動による収入を増加させる;(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。

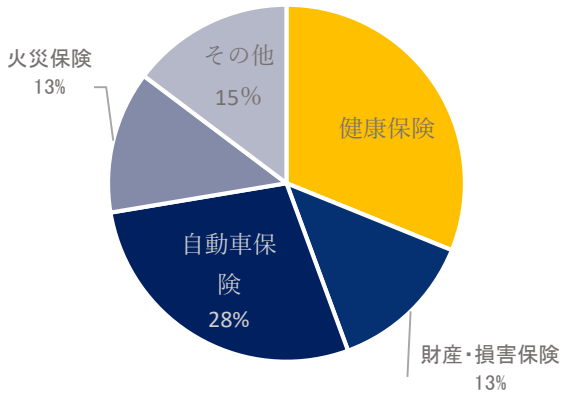
2021 年には、保険料の総収入は前年同期比 16.8%増の 217 兆 3,380 億 VND であり、そのうち、生命保険料の収入及び損害保険料の収入はそれぞれ、前年比 23%増の 159 兆 4,580 億ドン、同 2%増の 57 兆 8,880 億ドンだった。直近の 2 年間には、損害保険の成長は総収入の 60%を占めている重要な小売事業の収入が減少したことで、減速した。とりわけ、自動車保険事業の収入(前年比-6%減)、健康保険事業の収入(同 1%減)だった。

2022 年初の 2 ヶ月には、損害保険市場は回復シグナルを見せて、保険料の総収入は前年同期比 15.3%増の 11 兆 2,480 億ドンだった。BSC は、損害保険料収入、特に新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後の自動車保険が 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



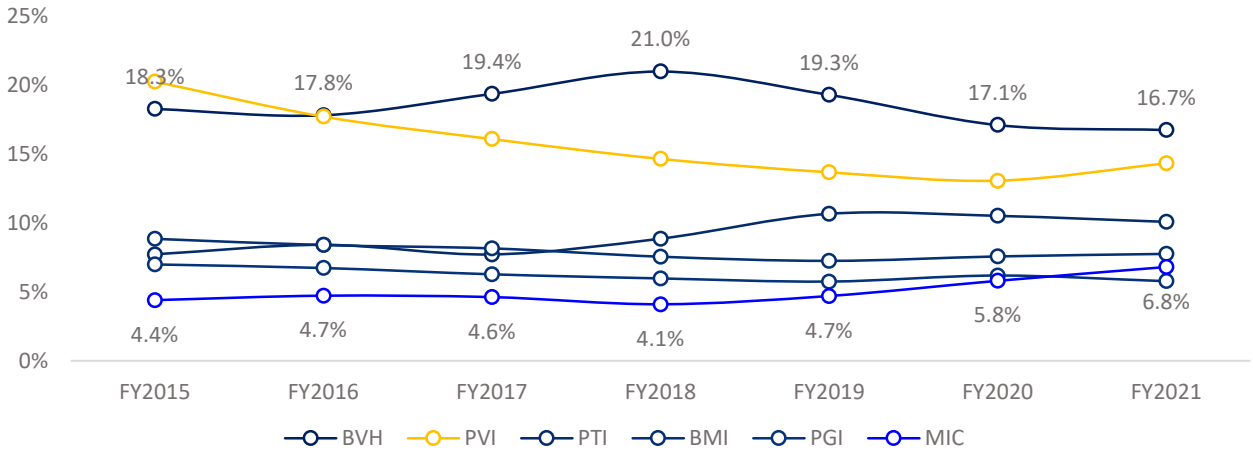
保険業務別収入割合



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、16.7%、14.3%、10.1%、7.8%、6.8%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。

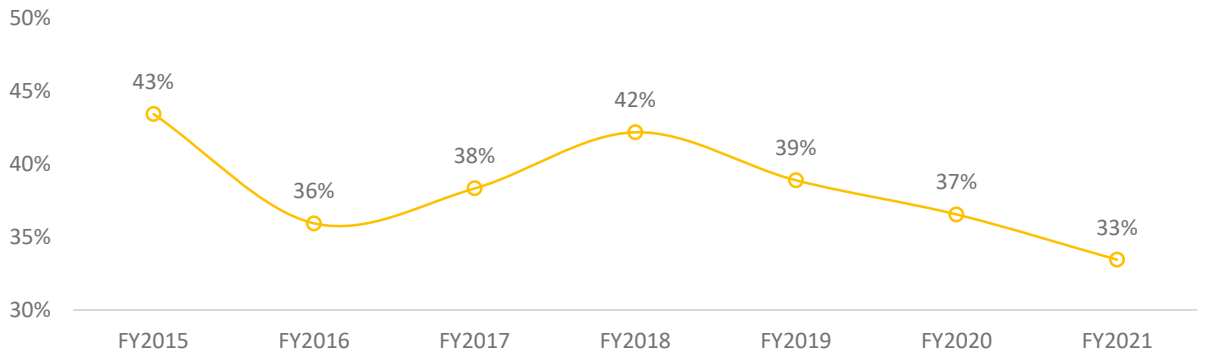
損害保険市場シェア(元受け保険料収入を基づく)



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前年比 4%減の 33.4%だった。今後、新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれる場合、保険料に対する保険金請求比率は 34～35%に上昇する可能性があると考えております。

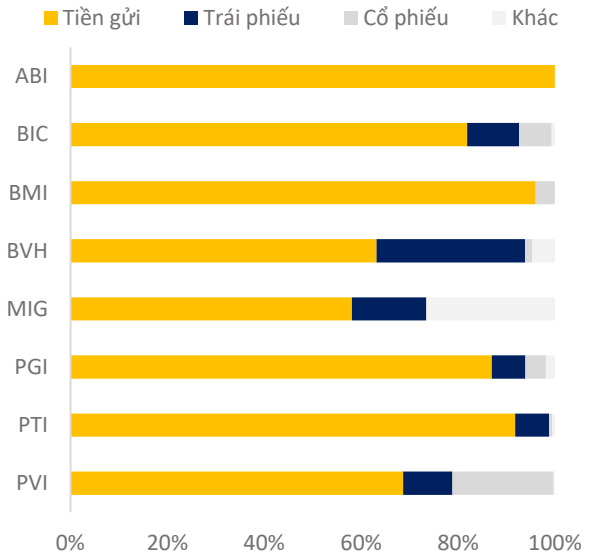
元受け保険料に対する保険金請求比率



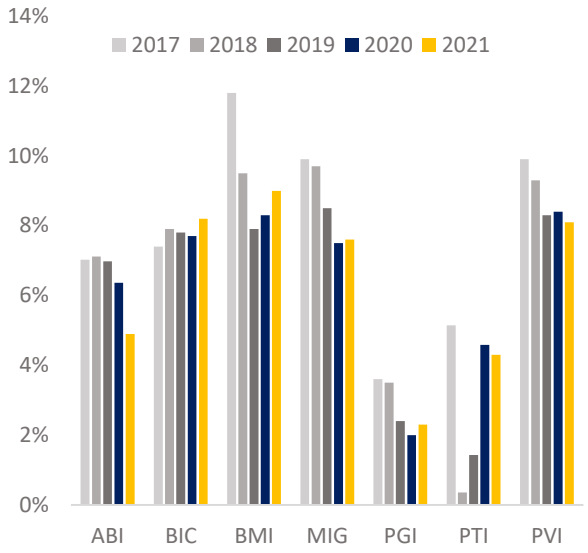
ソース: IAV, BSC Research

2022 年に保険企業の金融活動事業による利益は預金金利が引き上げる傾向があることのおかげで、僅かに増加すると予測しています。

大手な損害保険企業の投資ポートフォリオ構成



大手な損害保険企業の投資利回り



ソース:企業の財務諸表, BSC Research

投資観点ー中立

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)高競争性が保険企業の純保険料と保険活動による利益に影響する(3)金利がわずかに引き上げるのが金融活動による収入を増加させる;(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VND)	%YoY	2022年の税引後利益(10億VND)	%YoY	2022年のEPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年5月5日の終値	目標価格	Upside
BMI	3,792	5%	254	1%	2,320	16.4	1.9	3.6%	10.1%	38,000	46,200	22%
PVI	4,511	12%	951	8%	3,824	14.1	1.5	3.6%	11.4%	53,900	59,300	10%
MIG	2,984	39%	290	29%	2,031	14.5	2.3	3.8%	12.6%	29,400	33,400	14%

ソース: BSC Research

14. 電気業[中立]

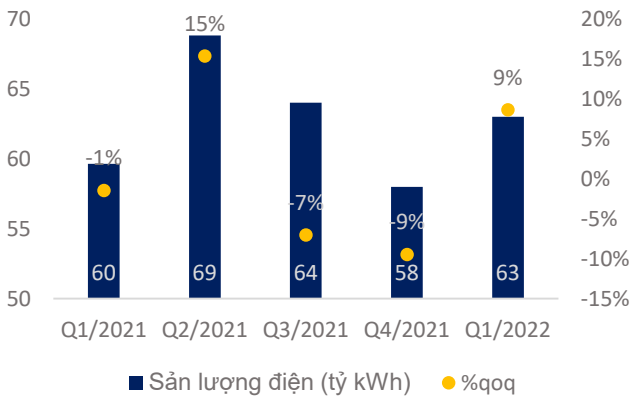
分析者: Tô Quang Vinh *Email: Vinhtq1@bsc.com.vn*

- 2022年3ヶ月の商業用発電量は前年同期比7.8%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3,200 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。

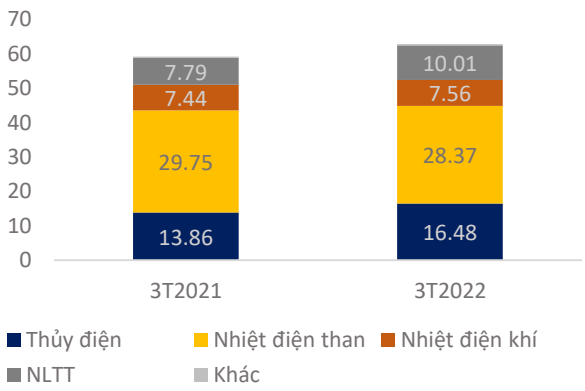
電気供需 – 電気消費量が 2022 年に急増するだろう。

2022 年第 1 四半期には、全システムの電気生産量は前年同期比 7.8%増となった。2022 年 3 ヵ月の生産された電力出力と輸入された電力出力は前年同期比 7.8%増の 630 億 kWh だった。2022 年 3 ヵ月の電力出力構造では、石炭火力発電と水力発電が最大の割合を占めており、それぞれ総出力の 45%、26%を占めています。

四半期によって全システムの発電量
(10 億 kWh)



水力発電量と再生可能エネルギー発電量
(10 億 kWh)



ソース: EVN, BSC Research

再生可能エネルギー事業 – 長期的に前向きな見通し

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。2022 年 3 ヵ月では、再生可能エネルギーからの発電量は前年同期比 28%増の 100 億 kWh だった。2022 年 3 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 15.9%(前年同期の 13.1%より高い)だった。2021 年 11 月から風力発電量が 3,299MW であるために、出力は急速に増加した。再生可能エネルギーの設計上生産能力は 2021 年末に

20,670MW で、全システムの 27%を占めている。BSC は、グリーン開発の方向性を基づく、発電能力が A0 からの需要を満たしていれば、風力発電所と太陽光発電所の発電能力は 2022 年も高い水準で維持できるとと考えています。

水力発電事業: 良好な気象は、前向きな短期的見通しに役立つ。

2022 年 3 ヶ月には、水力発電量は前年同期比 19%増の 165 億 kWh だった。2022 年 3 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 26.1%（前年同期の 23%より高い）だった。水文活動は 2022 年第 2 四半期の終わりまで安定し続けると予測されていることで、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 年下半期に前向きではないだろう。

ガス火力発電: 2022 年見通しが投入原材料の増加に前向きではないだろう。

2022 年 3 ヶ月には、ガス火力発電量は前年同期比 2%増の 76 億 kWh だった。2022 年 3 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 2022 年初の数か月に投入原材料価格の増加に 12%だった。直近の地政学的緊張により石油価格が急騰し、投入ガス価格が急騰し、ガス発電所の競争力のある販売量はかなり制限された。また、再生可能エネルギーとの競争が激化すると、2022 年のガス火力発電の見通しも楽観的ではなくなるだろう。

石炭火力発電 – 中期的に重要な電気源

石炭火力発電源は重要な電気源である。**2022 年 3 ヶ月には、石炭火力発電量は前年同期比 5%減の 283 億** kWh を達した。2022 年 3 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 45%だった。

投資観点 – 中立

BSC は電気業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

- 水力発電企業：2022 年初の数か月に水文学的状況は良好であったため、BSC は 2022 年の水力発電事業について中立的な見方をしています。
- ガス火力発電企業：投入ガス価格は高水準を維持しており、これは POW、NT2 などのガス火力発電企業の調達量のリスク要因である。
- 石炭火力発電事業：BSC は石炭火力発電企業の 2022 年見通しを「有望」と維持しております。
- 電力工事企業：BSC は PC1、REE などの電力工事企業の 2022 年見通しを「有望」と維持しております。

銘柄	2022年の売上高(10億VND)	%YoY	2022年の税引後利益(10億VND)	%YoY	2022年のEPS(VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年5月5日の終値	目標価格	Upside
HND	11,343	26%	484	9%	969	18.8	2.6	6.0%	8.0%	18,200	29,200	60%
QTP	9,260	10%	547	15%	1,216	14.7	2.0	7.0%	9.0%	17,900	26,300	47%
POW	28,413	16%	2,539	25%	949	14.9	1.4	5.0%	8.0%	14,150	19,100	35%
NT2	6,619	8%	736	38%	2,556	8.9	1.2	11.0%	17.0%	22,800	27,100	19%
REE	8,409	50%	2,774	24%	8,530	9.6	1.7	13.0%	21.0%	82,200	97,500	19%
PC1	11,357	16%	838	10%	3,387	11.9	1.6	5.0%	15.0%	40,200	63,000	57%

ソース: BSC Research

15. 航空業[中立]

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

- 2022年第1四半期には、ベトナム空湾を通過する乗客数は前年同期比12%減の1,332万人だった。この減少は国内エピデミックの複雑な進展による国内線旅客が減少したが、海外線旅客が高い成長を記録したということから由来した。
- 2022 年には、BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれること及び国際線の再開ということのおかげで、ベトナム空港を通過す乗客数が大幅に回復し、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。
- 2022 年では、空港を通じる空運量は世界的な経済の回復のおかげで、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年見通しを「中立」と評価しております。

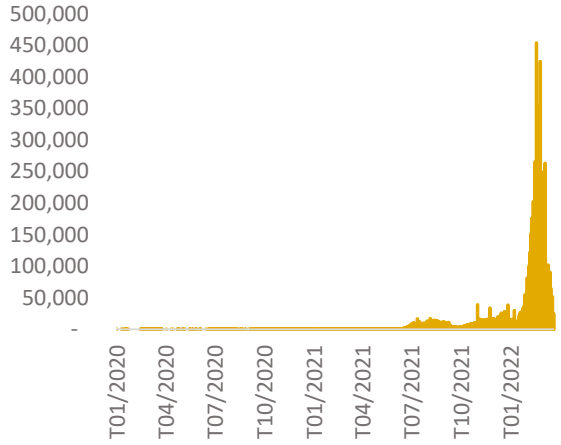
2022 年第 1 四半期には、ベトナム空湾を通過する乗客数は前年同期比 12%減の 1,332 万人だった。この減少は国内エピデミックの複雑な進展による国内線旅客が前年同期比 13%減の 1,300 万人だったが、海外線旅客が同 176%増の 32 万人だったということから由来した。

BSC は航空企業の 2021 年第 1 四半期業績が前年同期比 15～20%減少すると推定しております。減収は(1)ベトナム空湾を通過する乗客数が新型コロナウイルス

感染症の流行に減少した、(2)ガソリン価格の急激な上昇は利益率を減少させたということから由来した。

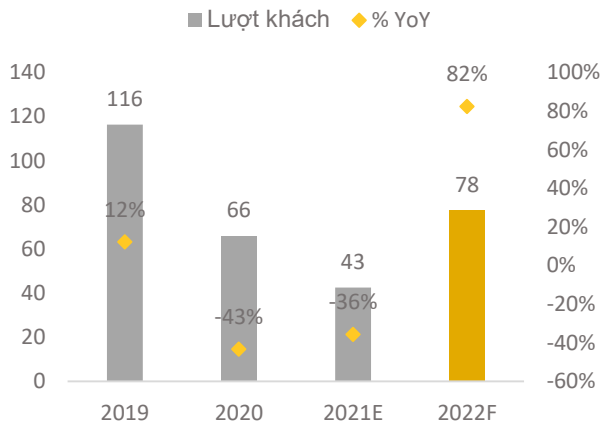
2022 年には、BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれること及び国際線の再開ということのおかげで、ベトナム空港を通過す乗客数が大幅に回復し、前年比 82%増の 7,500 万～8,000 万人であると期待しております。

2022 年初では、ベトナムでの新感染者数が大幅に増加した。



ソース: Our World in Data, BSC Research

2022 年には、空港を通過する乗客数は前年比 82%増加すると期待しております。(100 万人)



ソース:ベトナム航空局, BSC Research

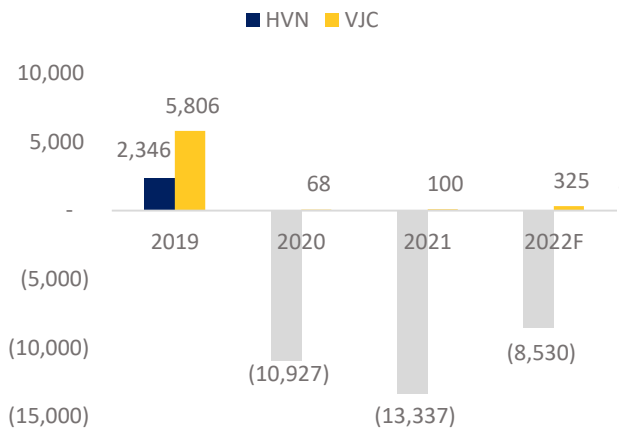
2022 年には、BSC は航空輸送企業が引き続き困難を直面すると考えております。しかし、損額が以下の要素を基づく減少するだろう。

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)。

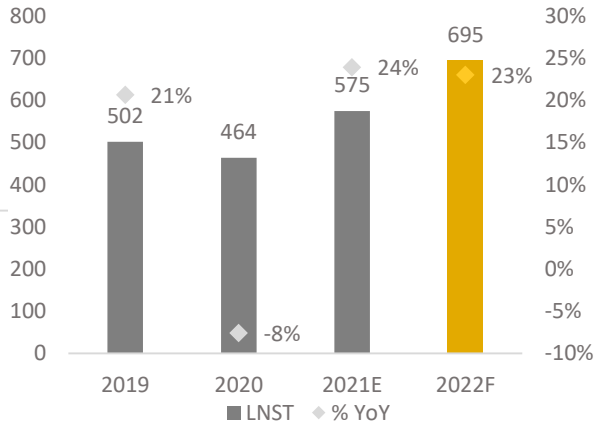
2020 年～2021 年の期間には、2020 年に最大削減した後、運用コストを削減し、国内路線網を拡大する余地はほとんどない。

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)



SCS の 2022 年利益は前年比 23%増と期待されております(10 億 VND)



ソース: 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 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
ACV	15,385	224%	3,015	282%	1,385	64.2	5.1	5.0%	8.0%	88,900	111,000	25%
SCS	919	10%	695	23%	13,946	12.6	7.9	53.0%	59.0%	175,100	200,000	14%

ソース:BSC Research

C. 新型コロナウイルス感染症の流行後世界的な需要の回復

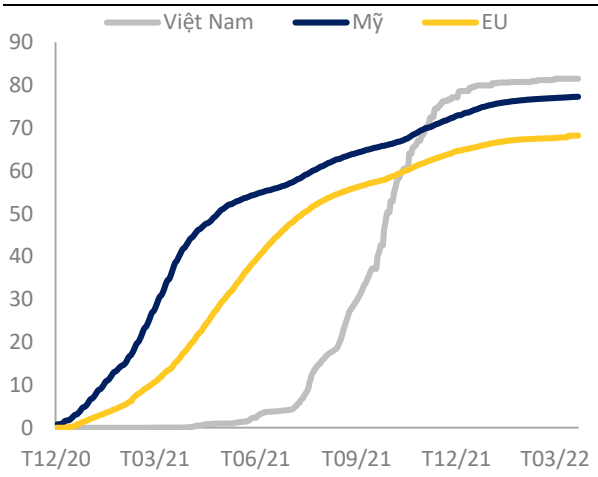
16. 港湾業・海運業[有望]

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

- 2022年第1四半期には、BSCは(1)世界経済は貿易活動を緩和し続けている、(2)新FTA協定は効果的であるという要素のおかげで、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比4%増の1億7,900万tを達すと予測しております。
- 港湾企業の2022年第1四半期税引前利益は前年同期比25～35%増となった。増益は(1)業界の回復から恩恵を受ける(2)生産量の増加、運用効率の向上から由来した。
- BSCは(1)新港湾を通じるコンテナ取扱量の増加、(2)運用効率の向上という要素のおかげで、殆どの港湾企業が2022年の好調な業績を維持すると評価しております。
- BSCは海運企業の2022年第1四半期業績が明暗で分かれたと推定しております。
- BSCはPVT、HAHなどの海運企業が(1)新しい船隊からの貨物量の増加、(2)運賃が前年比10%増加するという要素のおかげで、2022年の好調な業績を達すと評価しております。
- BSCは港湾業と海運業の2022年見通しを「有望」と評価しております。

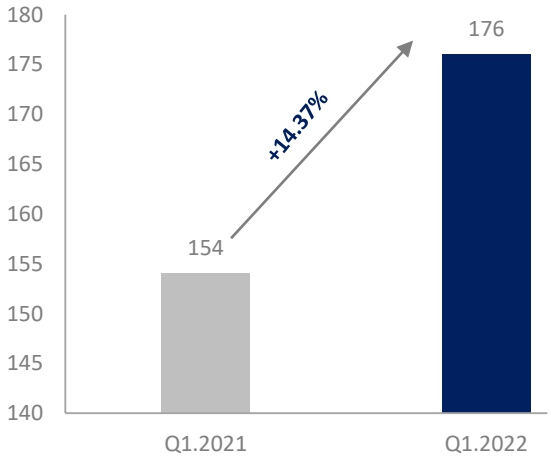
2022 年第 1 四半期には、ベトナム港湾を通じる取扱量は前年同期比 4%増の 1 億 7,900 万tを達し、コンテナ取扱量が前年同期比 3.4%増の 620 万tを達した。

ベトナムと主要貿易国でのワクチン接種人口の割合は急激に増加しています(%)



ソース: Our World in Data, BSC Research

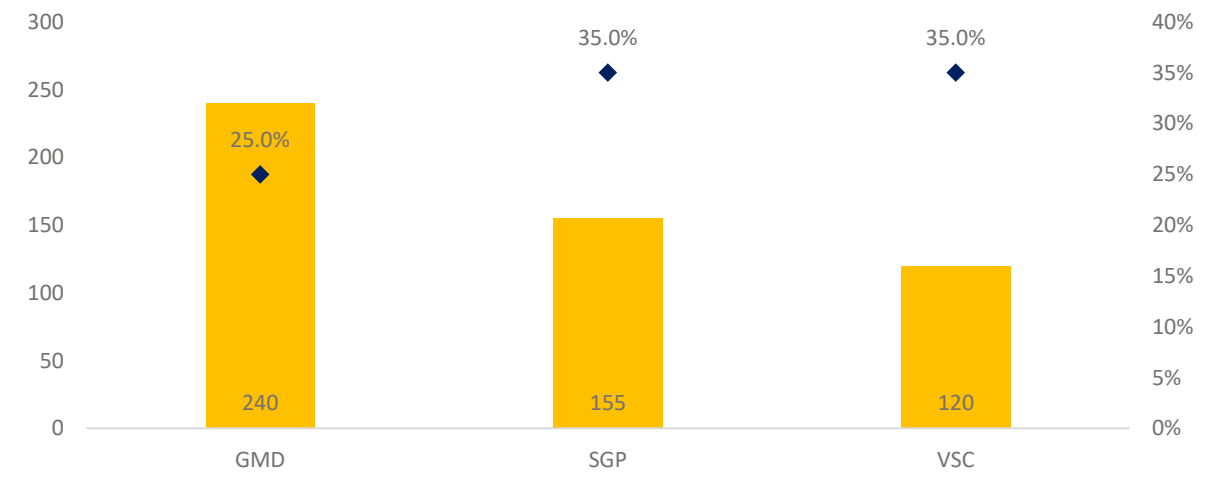
2022 年第 1 四半期輸出額が急増した(10 億ドル)



ソース:統計総局, BSC Research

港湾企業の 2022 年第 1 四半期税引前利益は前年同期比 25～35%増となった。増益は(1)業界の回復から恩恵を受ける(2)生産量の増加、運用効率の向上から由来した。

港湾企業の 2022 年第 1 四半期税引前利益は急増した(10 億ドン)



ソース: BSC Research

BSC は PVT、HAH などの海運企業が(1)新しい船隊からの貨物量の増加、(2)運賃が前年比 10%増加するという要素のおかげで、2022 年の好調な業績を達すと評価しております。

港湾企業の 2022 年貨物量

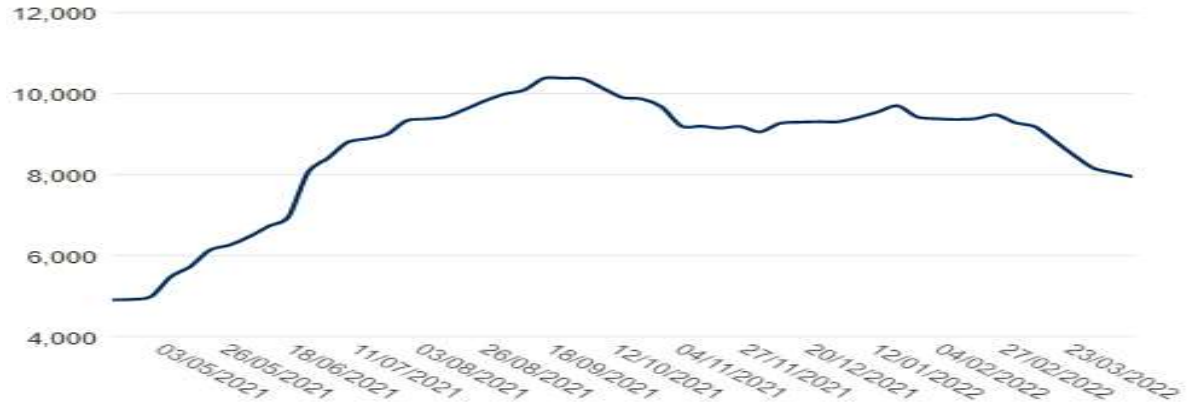
企業	貨物量		
	2021	2022F	%YoY
GMD (100 万 TEU)	2.70	3.40	25%
VSC (100 万 TEU)	1.08	1.14	6%
SGP (100 万t)	11.80	13.00	10%

ソース: BSC Research

BSC は海運企業の 2022 年第 1 四半期業績が明暗で分かれたと推定しております。具体的には、コンテナ輸送企業である HAH の場合、BSC は HAH の税引後利益を前年同期比 157%増の 1,700 億ドンと推定しております。増益は(1)国内コンテナ運賃が 2021 年末から高い水準を維持した、(2)賃貸船がフルタイムに稼働したということから由来した。また、石油運輸企業という PVT の税引後利益は前年同期比

20%減の 1,080 億ドンを達したと推定された。減益は(1)Nghi Son 製油所の第 1 四半期生産能力が 70%未満稼働したため、生産量が減少した、(2)運賃は、燃料費の増加と共に調整されていなかったということから由来した。

世界のコンテナ貨物指数は不足の改善のおかげで僅かに低下した(USD/40ft)



ソース: Drewy, BSC Research

BSC は PVT、HAH などの港湾企業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。具体的には、HAH の税引後利益は前年比 63%増の 7,250 億ドンを達すと予測されております。増益は(1)国内コンテナ運賃が 2021 年末から高い水準を維持した、(2)賃貸船がフルタイムに稼働したということから由来します。また、石油運輸企業という PVT の税引後利益は前年比 35.5%増の 9,020 億ドンを達すと推定されております。減益は(1)輸送収入が 6 隻の新造船が通年で運航し、2 隻の新造船が 2022 年に更に運航したことにより、前年比+ 24%増加する、(2)他の収入が Athena 船の売却により 1,070 億ドンを達すというから由来します。

投資観点 – 有望

BSC は港湾業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

BSC は海運業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの港湾企業と海運企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高 (10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益 (10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
GMD	3,384	6%	795	30%	2,637	21.1	2.1	8.0%	12.0%	55,700	64,000	15%

VSC	2,058	9%	397	13%	3,601	14.6	2.1	14.0%	16.0%	52,400	55,000	5%
SGP	1,509	10%	545	−38%	2,519	12.6	1.6	8.0%	18.0%	31,800	42,000	32%
PVT	8,950	22%	902	36%	2,787	7.4	1.8	8.3%	15.1%	20,500	28,000	37%
HAH	1,955	36%	725	63%	10,651	7.8	2.1	22.6%	38.1%	83,400	85,000	2%

ソース: BSC Research

17. 繊維・アパレル業 [有望]

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

- 2021年第1四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比23%増の88億ドンだった。
- 2022年には、BSCは(1)繊維・アパレルの受注額が引き続き増加する、(2)ベトナムが他の競争力のある国と有利があるという要素のおかげで、繊維・アパレル企業の2022年見通しを「有望」と評価しております。
- 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。

2022 年第 1 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比 23%増の 88 億ドンだった。米国市場での輸出額は力強い成長を記録し、前年同期に比べて40%に達し、水産業の輸出額の 50%を占めた。BSC は、(1)2021 年の低い基準水準、(2)年初から十分な受注という要素のおかげでが成長が確保されると考えております。

2022 年には、BSC は BSC は(1)繊維・アパレルの受注額が引き続き増加する、(2)ベトナムが他の競争力のある国と有利があるという要素のおかげで、繊維・アパレル企業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

現在の時点まで、ほとんどの繊維・アパレル企業の受注は 2022 年第 3 四半期まで十分になる。BSC は 、(1)パンデミック後の買い物需要が拡大し続ける際に、ファッションブランドが販売見通しについて楽観的である、(2)受注をベトナムにシフトする傾向が続けるという要素のおかげで、2022 年の受注額が積極的に成長すると考えています。

繊維・アパレル企業の受注状況

企業	現在まで受注額
ベトナム繊維・衣料総公社(VGT)	2022 年第 2 四半期までの受注額
TNG 貿易投資株式会社(TNG)	2022 年第 3 四半期までの受注額

タインコン縫製商業投資株式会社(TCM)	2022 年 8 月～9 月までに十分な受注額
第 10 縫製株式総会社(M10)	2022 年第 2 四半期までの受注額,前年比 15%増加する予定

ソース: BSC Research

また、繊維・アパレル企業は顧客の需要を対応するために 2022 年に生産能力を拡大する計画がある。

繊維・アパレル企業の生産能力の拡大計画

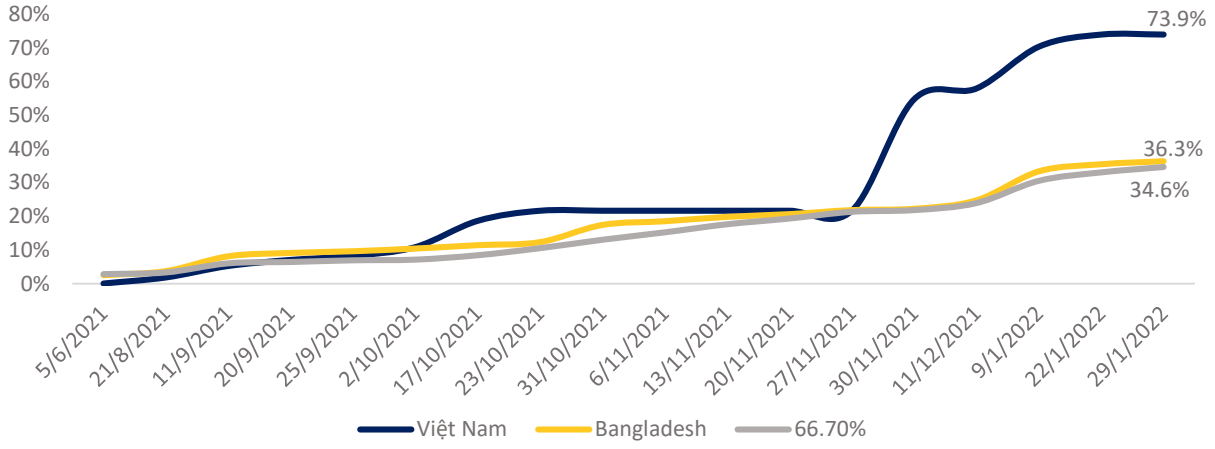
企業	追加生産能力
TNG 貿易投資株式会社(TNG)	Đồng Hỷ 工場と Võ Nhai 工場の生産能力拡大
ソンホン縫製株式会社(MSH)	SH10 工場、Sông Hồng – Xuân Trường 工場の生産能力拡大
世紀繊維株式会社(STK)	Unitex 案件

ソース:企業

BSC は、中国から人件費の安い国に受注をシフトするという長期的な傾向に加えて、2022 年にベトナムが高いワクチン適用範囲と政治的安定性のおかげで、バングラデシュ、ミャンマーなどのライバル国に比べて恩恵を受けると予想しています。

現在、バングラデシュとミャンマーの 2 回ワクチン接種率はそれぞれ、35.7%、34.6%であり、ベトナムの 73.9%よりも低い。同時に、バングラデシュとミャンマーの両方が高い感染率を記録しており、政府が社会的距離措置を適用しなければならない可能性が高くなり、多くの労働力を使用する繊維・アパレル業の生産活動に影響を与えています。

2 回ワクチン接種率



ソース: Our World in Data

しかし、繊維・アパレル業の投入材料の 60%以上提供している中国が「Zero Covid」政策を追求し続けているのは、繊維・アパレル業の原材料の供給源に影響を与えると注意しております。また、世界的なコットン価格が年初比 50%増加したのは MSH、TCM、GIL などの企業の投入原材料価格に影響を与えるだろう。

投資観点 – 有望

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。

繊維・アパレル業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
MSH	6,076	28%	588	33%	11,700	7.4	2.4	16.0%	31.0%	86,400	97,700	13%
TNG	6,948	28%	402	72%	4,200	8.2	2.0	6.0%	18.0%	34,500	41,700	21%

ソース: BSC Research

18. 水産業 [有望]

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

- 2022年第1読ん半期には、水産製品の輸出額は前年同期比40%増の24億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、同+37%増、同+88%増となった。
- 需要は新型コロナウイルス感染症の流行後大きく成長する。米国市場は強く成長している。中国市場は2022年下半期にチャー魚事業の成長に関する決定要因となるだろう。
- 農家からのチャ魚の供給源を拡大することは時間がかかります。BSCは、チャ魚の供給源が2022年第2四半期末から急激に増加すると考えております。
- 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。

ベトナム水産加工輸出協会(VASEP)によると、2022 年第 1 四半期には、水産製品の輸出額は前年同期比 40%増の 24 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、同+37%増の 9 億ドル、同+88%増の 6 億 4,600 万ドルとなった。

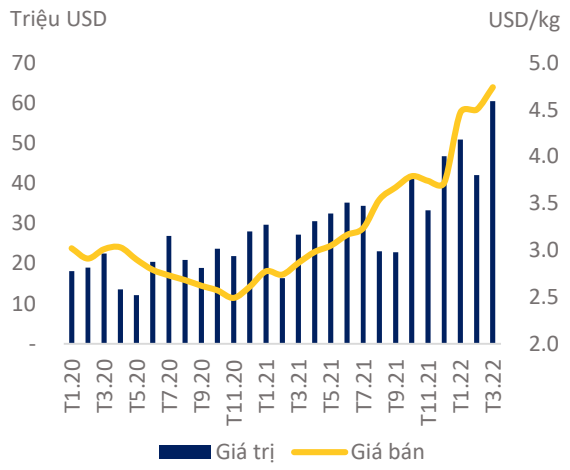
需要は新型コロナウイルス感染症の流行後大きく成長する。米国市場は強く成長している。中国市場は 2022 年下半期にチャー魚事業の成長に関する決定要因となるだろう。

販売価格は重要な市場で再上昇している。とりわけ、2022 年第 1 四半期には、米市場と中国市場での平均販売価格は前年同期比 82%増、前四半期比 23%増の 4,580 ドル/t、同+74%増、同+8%増の 2,530 ドル/tである。

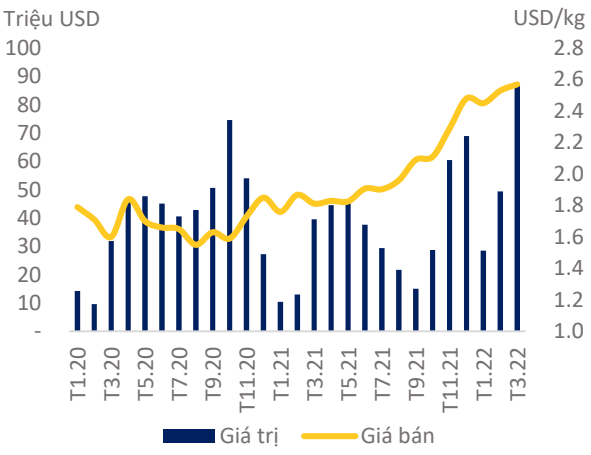
米市場では、チャ魚の在庫は 2 年間の新型コロナウイルス感染症流行の後、非常に低い水準で留まったが、水産製品の需要は再び増加していることで、米国の輸入業者はチャ魚の輸入量を増加するようになった。

中国市場では、BSC は、中国が徐々に再開に向けてうごいている。中国のチャ魚の消費量が米国と同等であるために、中国市場は 2022 年下半期にチャー魚事業の成長に関する決定要因となるだろう。

米市場での輸出額と販売価格



中国市場での月間輸出額と販売価格



ソース: BSC Research

農家からのチャ魚の供給源を拡大することは時間がかかります。BSC は、チャ魚の供給源が 2022 年第 2 四半期末から急激に増加すると考えております。

2022 年第 1 四半期には、原材料用魚と稚魚の価格は急激に上昇した。3 月には、稚魚の価格は前年同期比 67%増の 47,000VND/キロで、原材料用魚の価格が同 52%増の 32,000VND/キロだった。BSC は、現在の高価格が農家に在庫を与えるインセンティブを生み出すと信じています。 稚魚の放流から完成魚の収穫まで期間は約 6 ヶ月かかります。

チャ魚の在庫は直近の 2 年間でまだ最低水準で留まり、現在用魚の 13 万 8,000t（完成品魚の約 11 万t）である。

投資観点 – 有望

BSC は水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。水産製品の輸出額は（1）輸出市場での消費量が増加している、（2）供給が短期的に拡大することはできない、（3）事業活動がエピデミックにより中断されないという要素のおかげで回復し続けると予想しています。

水産企業の業績予測

銘柄	2022年の売上高(10億VND)	%YoY	2022年の税引後利益(10億VND)	%YoY	2022年のEPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022年5月5日の終値	目標価格	Upside
VHC	12,378	38%	2,200	101%	11,900	8.7	3.3	14.0%	20.0%	103,000	132,600	29%
ANV	6,858	96%	675	X4.2	4,900	9.3	2.7	5.0%	12.0%	45,500	51,200	13%

ソース: BSC Research

19. ゴム・タイヤ業[有望]

分析者: Tô Quang Vinh *Email: Vinhtq1@bsc.com.vn*

- BSC は、コアラテックス事業が成長を続けること及び売却・土地譲渡からの利益が計上されるということのおかげで、ゴム企業の利益が大きく成長すると考えています。
- タイヤ消費量は、新型コロナウイルス感染症流行後の輸送活動の回復を対応するために需要の増加により増加すると予想されます。
- 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 2022 年第 1 四半期平均価格は前年比 10%減の 204 円/キロだった。しかし、ゴム価格は年初比+15%増となった。ゴム価格の増加は(1)雨季が長引くと、タイなどの主要な輸出国の生産活動が中断され、供給が制限された、(2)エピデミック後の回復の過程で、輸入国の需要は引き続き大幅に増加した、(3)地政学的な緊張が石油価格を高騰させ、増加に貢献したということから由来した。一般的な価格の回復について、2021 年第 1 四半期には、ベトナムの輸出額は前年同期比 18%増の 16 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

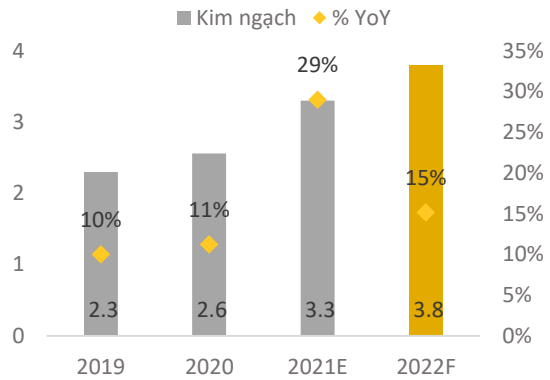
り、供給の不足につながっているという要素を基づく、2022 年のゴム価格が高い水準で維持すると考えております。

BSC は、高い販売価格に加えて、将来再開されると予想される土地の譲渡及び転換活動も 2022 年の前向きな業界見通しに貢献すると考えています。

2022 年第 1 四半期のゴム価格は 2021 年末に比べて回復した（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)



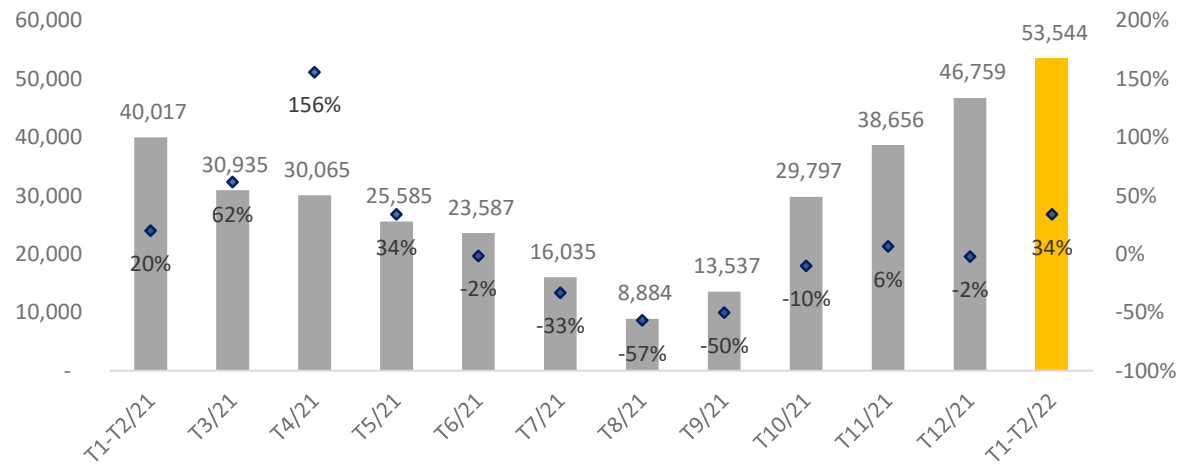
ソース: HQVN, BSC Research

タイヤ業 – 再上昇

タイヤ事業の見通しは、国内及び国際輸送活動の制限が解除されると消費需要が増加する可能性があるし、ワクチン接種率が高い水準で留まっているし、輸入国のライフスタイル志向という要素のおかげで、比較的前向きです。また、主要な輸入国はベトナムと直接競合する国とのアンチダンピング義務を引き続き維持しています。

コンテナ不足の状況が中期的に改善できない場合、販売費が削減できない可能性がある。黒炭、ゴムなどの投入材料費用の増加は、タイヤ事業の利益率に依然として悪影響を及ぼします。しかし、BSC は、需要が増加し続けると、製品価格を引き上げる交渉活動が続く可能性が高いと考えています。

市場全体の自動車販売はエピデミック後力強く回復した（台）



ソース: VAMA, BSC Research

投資観点 – 有望

BSC は、(1)ラテックスの生産量と販売価格の上昇に伴い、コアラテックス事業が引き続き好調である；(2)売却・土地譲渡からの利益が計上されるということのおかげで利益が大幅に増加するため、ゴム業界の 2022 年見通しを「有望」と評価しています。

BSC はタイヤ製品消費量が輸送活動の回復を対応するために増加することから由来するタイヤ生産量の増加により、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・タイヤ企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 5 月 5 日の終値	目標価格	Upside
DPR	1,314	8%	484	−1%	10,345	7.8	1.6	11.4%	16.2%	80,200	110,000	37%
DRC	5,012	14%	377	30%	3,172	10.2	2.0	11.8%	29.9%	32,350	40,000	24%

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>