

2022年7－9月期 セクター見通し



科目

A. 景気後退に有効的に対応する業界.....	3
1. 石油・ガス業[有望]	3
2. IT・郵便通信業[有望]	7
3. 消費財・小売り業「有望」	8
4. 電気業 [有望].....	11
B. 高く評価される株式グループ	15
5. 銀行業界「有望」	15
6. 工業団地不動産業「有望」.....	22
7. 港湾業「有望」	26
8. 商業不動産業[有望]	28
9. 鉄鋼業[中立]	32
10. 海運業[中立]	36
C. 高い成長業界.....	38
11. 航空業[有望]	38
12. 水産業[有望]	44
13. 畜産業[有望]	47
D. 他の業界	49
14. 食品業[有望]	49
15. 自動車業[有望]	51
16. 繊維・アパレル業[中立]	53
17. セメント業[中立]	56
18. 損害保険業 [中立].....	58
19. 建設業[中立]	63
20. 肥料業[中立] – 化学業[有望]	67

2022年第2四半セクターの展望

A. 景気後退に有効的に対応する業界

1. 石油・ガス業「有望」

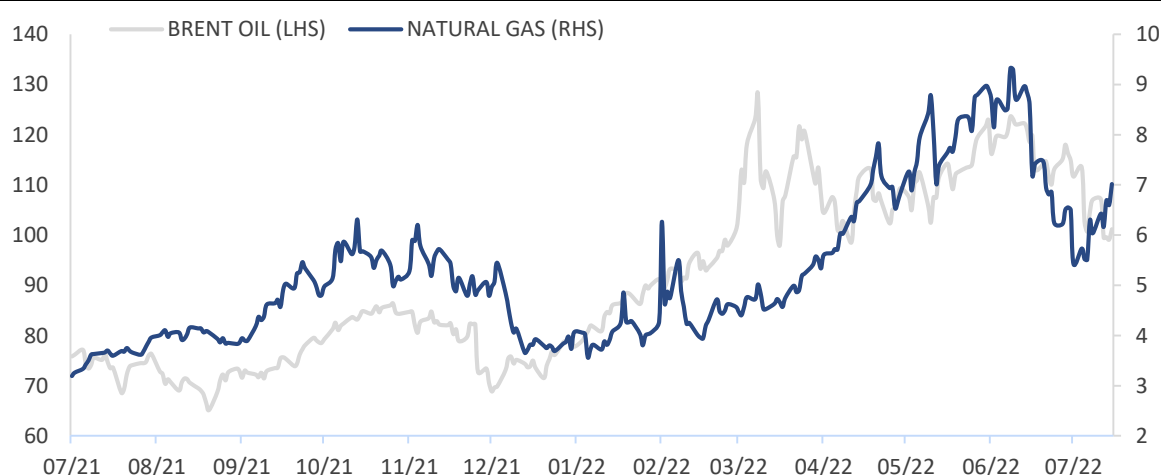
分析者: Dương Quang Minh

Email: Minhhdq@bsc.com.vn

- 原油価格が大きく変動し、100ドル/バレルに戻した。
- ロシア・ウクライナ戦争及び大手メーカーの慎重により、供給源が短期的にまだ回復していないと予測されます。
- 世界景気後退に関する懸念にもかかわらず、ガソリン需要が高い水準で維持した。
- 石油企業の2022年上半期業績が明暗で分かれた。
- BSCは世界的な原油価格が100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、BSRとPVTの2022年投資評価を「買い」と推奨しております。

原油価格が大きく変動した後、100ドル/バレルに戻した。原油需要が回復したことで、ブレン特原油価格が2022年初から大幅に上昇し、抵抗水準を連続で上回った。しかし、原油価格が130ドル/バレルまで上昇すると、急落し、第1四半期末に100ドル/バレルに戻した。原因は世界景気後退に関する懸念により、原油及びエネルギーの需要が減少したためだ。一方、ロシアからのガス供給源が中断されたことで、ガス価格が回復し、7 USD/mmbtuに戻した。

世界のガス価格及び原油価格の推移



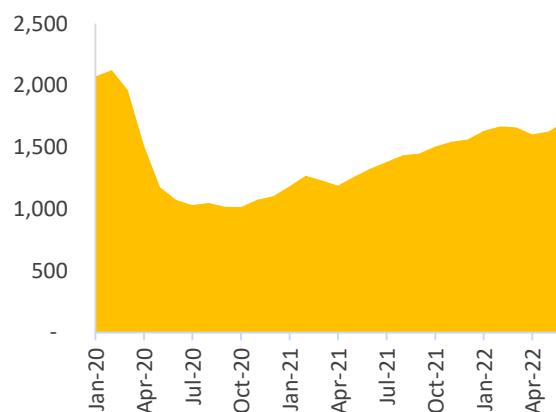
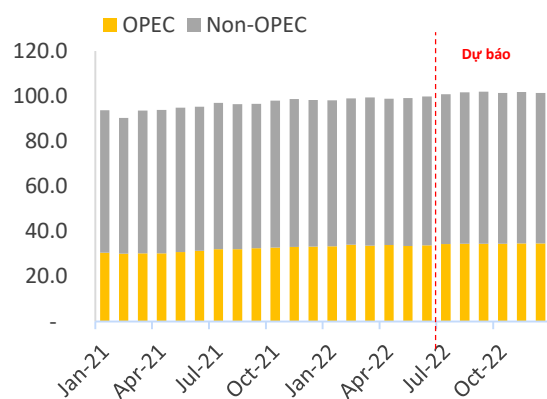
ソース: Bloomberg, BSC Research

しかし、BSCは供給源が制限されていることで、今後原油価格が下落しにくいと考えております。EIAの総計によると、稼働掘削リグ数が新型コロナウイルス感染症前

にまだ回復していない。世界でズンクワット石油精製工場が不足している。また、石油輸出国機構(OPEC)に属する国々が産量を満たすことに対してネガティブなシグナルを見せている。さらに、ロシア・ウクライナ戦争は複雑になっていることで、これらの国からの原油供給源が減少した。

予測原油供給源

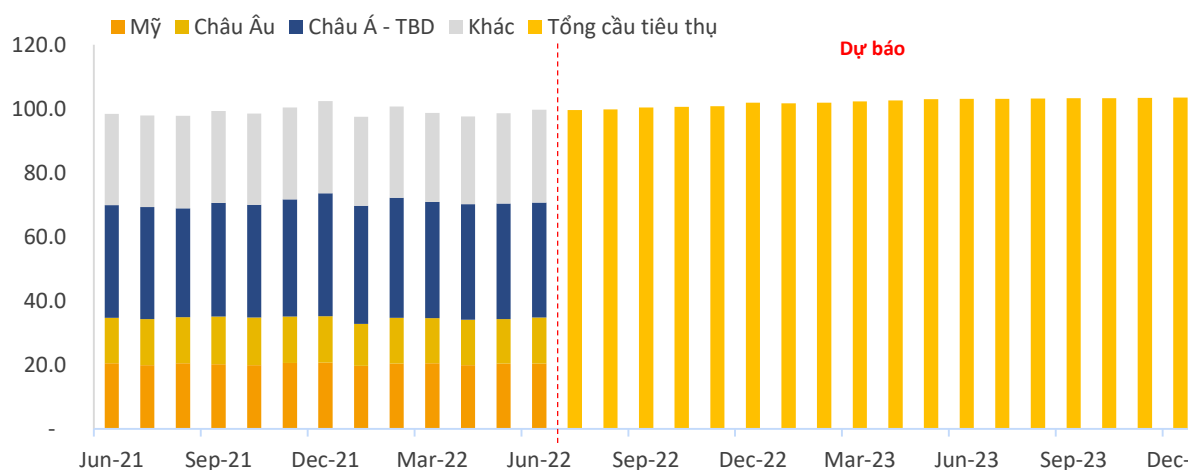
稼働掘削リグ数が新型コロナウイルス感染症前にまだ回復していない。



ソース: IHS, EIA, BSC Research

一方、原油需要が減少するシグナルを見せていないが、回復している。2022 年上半期には、世界の原油消費量が前年同期比+3.7%増の日当たり 990 億ドンを達した。また、ガス供給源が制限されたのは原油需要を間接的に高めた。EIA によると、原油需要が 2022 年末に日当たり 1 億 200 万バレルを達し、2023 年に引き続き増加すると予測されている。

世界のガス価格及び原油価格の推移



ソース: EIA, BSC Research

経済回復の見通しとして、BSC は 2022 年の平均原油価格を 100USD/バレルに上方修正しております。

石油企業の 2022 年第 2 四半期業績が大きな明暗で分かれた。BSR、OIL、GAS の利益が前年同期比増加した。特に、BSR の税引後利益が前年同期比 5 倍の 10 兆ドンとなった。原因は(1)原油価格及びガス価格が上昇したことで、製品販売価格が前年比大幅に上昇した、(2)ガソリン、ガス需要が回復したということから由来した。一方、PVD、PVS、PVT の利益はそれぞれ、前年同期比-219%減、同-67%減、同-21%減となった。

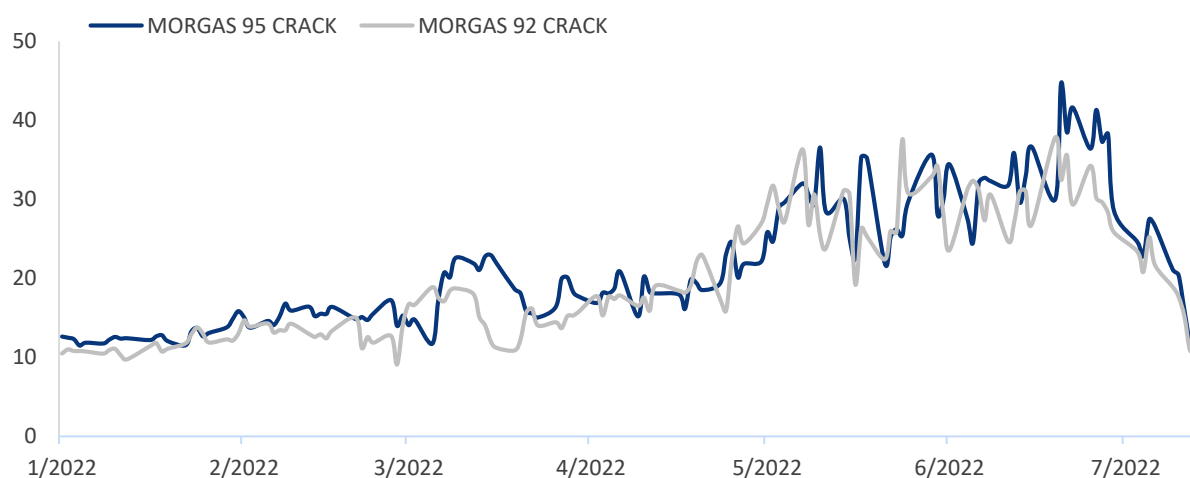
石油企業の 2022 年上半期利益推定

銘柄	2022 年第 2 四半期の利益 (10 億ドン)	2021 年第 2 四半期の利益 (10 億ドン)	% YoY	2022 年上半期の利益 (10 億ドン)	2021 年上半期の利益(10 億ドン)	% YoY	備考
GAS	3,424	2,933	17%	7,805	5,570	40%	税引後利益
BSR	10,500	1,758	497%	12,812	3,599	256%	税引前利益
PVS	69	207	-67%	380	417	-9%	税引前利益
PVD	-57	48	-219%	-132	-59	124%	税引前利益
PVT	251	316	-21%	490	568	-14%	税引前利益
OIL	498	327	52%	851	534	59%	税引前利益

ソース: BSC Research

BSC は BSR の 2022 年下半期利益が上半期のような魅力的な水準に達する可能性が低いと評価しております。原因は世界原油価格が連続で変動し、原油価格と石油製品価格の格差(crack spread)が縮小されるということから由来した。一方、PVT などの石油企業は運賃の高騰及び古い船売却からの特別な利益のおかげで、業績が 2022 年下半期に好調になると予測される。

crack spread が 6 月にトップに達した後、低下している傾向がある。



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点一有望

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。

- 2022 年世界原油価格が高い水準で引き続き維持し、前年比+37%増の 100 ドル／バレルに達すると予測される。
- 国内ガソリン消費量が回復し、前年同期比+4%増となる。
- いくつかの企業は年末に業績が明るくなる。

上流グループでは、BSC は(1)新登録、延長用価格が期待より低い、(2)今年、案件実行進捗が計画より遅くなるということで、2022 年には PVS、PVD などの株式に対して「中立」と評価しております。

中流グループでは、BSC は 2022 年下半期利益の増加及び LNG 案件のポテンシャルへの期待として、GAS に対して「有望」と評価しております。

下流グループでは、クラック・スプレッドが最近大幅に低くしている。しかし、BSC は魅力的な評価、2022 年業績が明るい予測を基づく、BSR の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。また、BSC は 2022 年末に PGBank における株市売却のおかげで、PLX が大きな利益を計上すると期待しております。

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 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
GAS	105,313	32%	13,438	60%	6,605	17.0	3.7	16%	23%	112,000	142,400	27%
PLX	227,946	35%	5,221	62%	2,905	14.5	2.0	5%	15%	42,100	52,300	24%
PVD	4,976	25%	48	30%	61	291	0.7	0%	0%	17,750	19,800	12%
PVS	16,343	15%	718	6%	1,334	18.4	0.9	3%	6%	24,600	28,000	14%
PLG	7,562	10%	202	29%	2,502	11.2	1.5	4%	15%	28,000	30,800	10%
BSR	150,624	49%	14,135	112%	4,513	5.6	1.5	16%	27%	25,120	29,900	19%

ソース: BSC Research

2. IT・郵便通信業[有望]

分析者: Nguyễn Cẩm Tú, CFA

Email: Tuntc@bsc.com.vn

- IT 業の 2022 年 5 ヶ月の収入が前年同期比+8.5%増の 1 兆 3,210 億ドン(約 570 億ドル)を達した。
- 2022 年には、BSC は(1)(1)デジタルトランスフォーメーション傾向及び政府のスマート交通の投資、(2)5G 通信サービスが通信企業の経営活動を促進するということを基づく、IT・郵便通信業の見通しが明るいと評価しております。
- BSC 証券は IT・郵便通信業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

IT 業の 2022 年上半期収入が 2022 年 5 ヶ月の収入が前年同期比+8.5%増の 1 兆 3,210 億ドン(約 570 億ドル)を達した。ハードウェア、電子設備の輸出額が 448 億ドルで、全国の輸出額の 30.1%を占めた。

2022 年下半年には、BSC は下記の通りに IT・郵便通信業の見通しが明るくなると評価しております。

(1)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－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。

(2)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。政府は 2022 年に第 5 世代移動通信システムの商品化を展開する計画があるが、2022 年上半期にはまだ広い範囲で展開していません。CTR などの通信企業はインフラ設備、システム保守の仕事量を上げ、通信サービスを供給する企業間のインフラを共有することを強化することから恩恵を受ける。

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。郵便通信業に対して、BSC は

CTR がインフラ設備、システム保守の仕事量を上げ、通信サービスを提供する企業間のインフラを共有することを強化することから恩恵を受けると期待しております。

いくつかの IT・郵便通信企業の業績推定

銘柄	2022 年の売上高 (10 億ドン)	% YoY	2022 年の税引後利益 (10 億ドン)	% YoY	2022 年の EPS (VND / 株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
FPT	44,068	24%	6,771	26%	4,768	18.1	4.4	17%	26%	86,200	109,000	26%
CTR	8,578	15%	462	23%	4,875	14.3	4.1	11%	30%	69,700	75,800	9%
ELC	1,106	24%	53	10%	970	18.8	1.1	4%	7%	18,200	19,600	8%

ソース: BSC Research

3. 消費財・小売り業「有望」

分析者: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

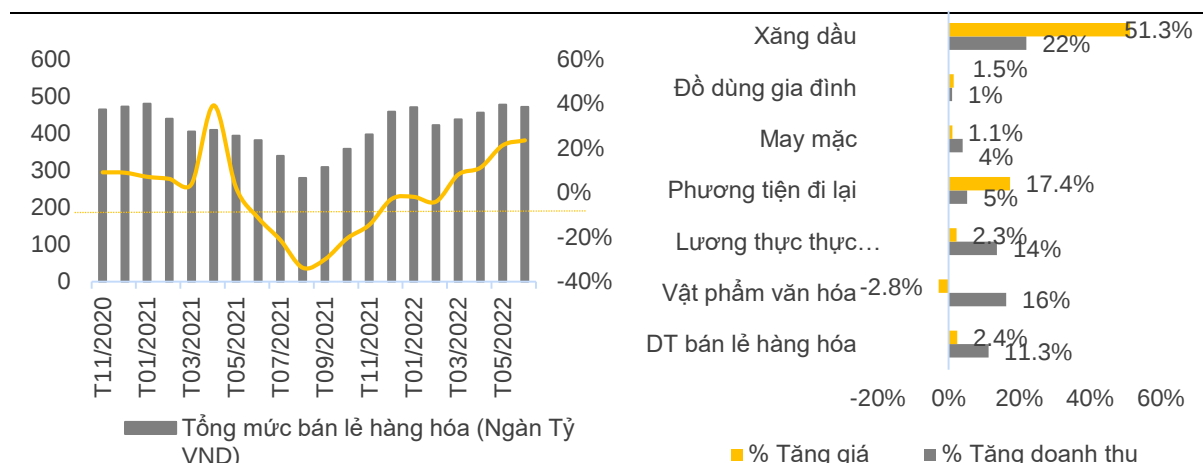
- 2022 年上半期には、小売り業の二桁成長は(1)前年同期の低い水準、(2)燃料費が引き続き上昇したことで、販売価格が高騰した。
- 2022 年下半期には、消費財・小売り業界の購入力が増加する可能性がある。
- 新型コロナウイルス感染症は中期的には、小売り業の完璧な革命を加速した。
- BSC は消費財・小売り業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

2022 年上半期には、小売り業の二桁成長は(1)前年同期の低い水準、(2)燃料費が引き続き上昇したことで、販売価格が高騰した。2022 年上半期の小売売上高は前年同期比 11.7%増の 2 兆 7,170 億ドンを達した。

全ての事業が二桁成長を達したのは(1)小売り業(+11.3%増)、(2)ホテル・レストラン事業(同 20.9%増)及び観光事業(同 94.4%増)から由来した。

小売売上高(1兆 VND)

2022 年上半期の販売価格及び小売売上高の変動



ソース: GSO, Kantar

2022 年下半期には、消費財・小売り業界の購入力は減少する可能性がある。BSC は 2022 年第 2 四半期から購入力の減少が 2~3 年間製品ライフサイクルがある商品経営事業の売上総利益率に影響を与えた。原因は在庫量が高い水準で維持し、インフレ率に影響され、国民の所得が新型コロナウイルス感染症の後、まだ回復していないということから由来した。そのために、BSC は 2022 年下半期のノートパソコン事業、情報通信技術 (ICT) 事業が利益成長率を前年同期の高い水準で維持することが難しいと評価しております。

ICT 商品の配付・小売り企業の 2022 年上半期見通し

2022 年第 2 四半期		2022 年第 2 四半期		2020 年第 2 四半期の詳細	
DGW	4,910	137	40%	97%	2022 年第 1 四半期には、ノートパソコン及び携帯電話事業による収入はそれぞれ、62.5%減、同+35.8%増となった。しかし、2022 年第 2 四半期の収入はそれぞれ、前年同期比-19%減、同-18%減となった。
% YoY	16%	17%			
PET	3,473	25	14%	37%	2022 年 4 月及び 5 月には、ノートパソコン及び携帯電話事業による収入は前年同期比-16%減となった。2022 年 5 ヶ月売上総利益率が 5%減から 4.8%に低下した。
% YoY	2%	-57.8%			
MWG	34,337	1,130	18%	8%	2022 年第 1 四半期には、携帯チェーンの The Gioi Di Dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh の収入は前年同期比+16%増となった。しかし、2022 年第 2 四半期には、収入は前年同期比+12%増となった。
% YoY	9%	-7%			

FRT	6,213	47	67%	448%	FPT Shop の 2022 年第 2 四半期の収入は前年同期比+22%増となった。2022 年第 1 四半期の収入は同+38%増となった。
% YoY	43%	56%			
ソース: BSC Research					

消費財・小売り業の 2022 年下半年～2023 年上半期の見通し

事業		2022 年下半年～2023 年上半期	中期	目立つ企業
消費財事業	低い水準から回復	企業が投入原材料価格と輸送費が下落する傾向からの恩恵を受けると共に、販売価格を引き上げる可能性があることで、2022 年下半年の売上総利益率が向上される。	中立	MCM, QNS VNM, MCH
小売り事業	中立	2022 年下半年には、業界グループ間の反対傾向がある。	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	(1) ショッピングセンターでの需要を高める、 (2) 受注数を増やし、生鮮品の比率を高める。	現代的な消費事業のシェアを拡大する。	MSN (WCM), MWG (BHX)...

ソース: BSC Research

事業		2022 年下半年～2023 年上半期	中期	目立つ企業
(2) 電子設備事業(携帯電話、ノートパソコン)	中立	短期的なリスク: 2021 年の低い水準及び学習、勤務が普通に戻る傾向	-多様化 -第 2 世代移动通信システム(2G)を中止、高級化傾向を促進する	DGW, PET, MWG, FRT, ...
(3) アクセサリー事業	有望	(1) 2021 年の低い水準、(2) 多くの企業が新型コロナウイルス感染症後店舗を閉店したことで、他の企業のシェアが拡大され、柔軟な販売計画の展開を強化する。	成長率がゆっくりした。	PNJ

販売チャネル

(1) 伝統的な販売チャンネル	有望	伝統的なチャンネルは、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) 現在のオンライン販売チャンネル	有望	オンラインチャンネルと現代的なチャン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

投資観点一有望

BSC は消費財・小売り業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

いくつかの消費財・小売り企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	% YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	% YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
MSN	86,075	-4%	7,706	-24%	4,722	22.3	7.5	6%	17%	105,200	147,600	40%
MWG	140,579	14%	6,502	33%	8,317	7.6	1.8	10%	25%	63,300	89,900	42%
PNJ	29,705	51%	1,783	73%	6,817	17.1	4.1	15%	24%	116,700	160,300	37%
DGW	25,929	24%	776	18%	4,759	13.4	4.4	10%	37%	63,800	73,200	15%
PET	18,854	7%	253	-4%	2,681	13.8	2.2	12%	3%	37,050	42,900	16%
VNM	63,905	2%	9,985	-6%	4,214	17.1	3.8	18%	28%	72,000	84,140	17%

ソース: BSC Research

4. 電気業 [有望]

分析者: Tô Quang Vinh

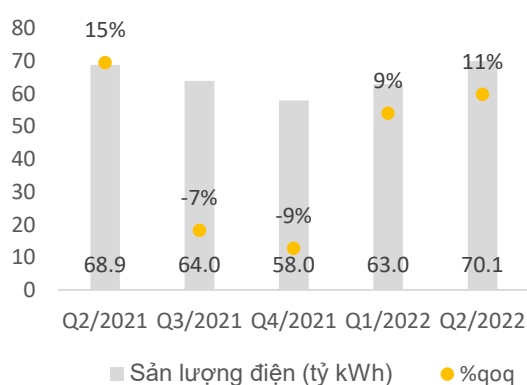
Email: Vinhtq1@bsc.com.vn

- 2022 年 6 ヶ月の商業用発電量は前年同期比 3.8%増加した。
- ラニーニャ現象が年末まで続くのは水力発電所に対してポジティブな情報だろう。
- 第 8 電力計画は 2030 年までガス火力発電及び風力発電を開発する目標に向ける。
- BSC は電気業の 2022 年見通しを「中立」から「有望」に上方修正しております。

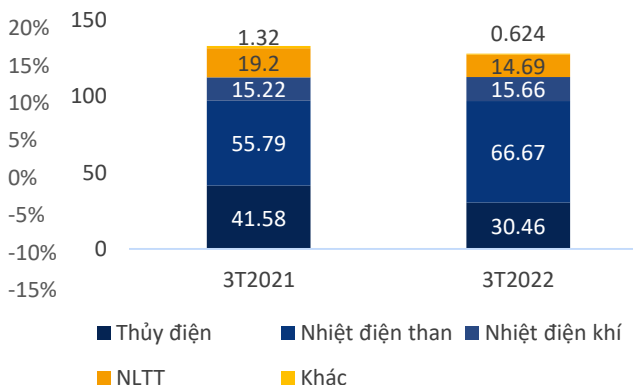
電気供需 – 電気消費量が 2022 年に平均水準で維持した。

2022 年上半期には、全システムの電気生産量は前年同期比 3.8%増となった。2022 年上半期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 3.8%増の 1,331 億 kWh だった。2022 年上半期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 41.8%、31.2%を占めている。

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

2022 年上半期には、再生可能エネルギー事業が引き続き成長した。2022 年 6 カ月では、再生可能エネルギーからの発電量は前年同期比 30.7%増の 192 億 kWh だった。2022 年 6 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 14.4% (前年同期の 11.4%より高い)だった。再生可能エネルギーの設計上生産能力は 2022 年上半期には再生可能エネルギーの調達量が高い水準で維持した前提だった。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考えています。

発電能力が減少したのは再生可能エネルギーに対して懸念をもたらすだろう。風力発電事業及び太陽光発電の不安定性は(1)最高風力発電能力が毎年 11 月～12 月に最高水準に達すが、これが電気負荷が高い水準に達す時点ではない、(2)最高太陽光発電能力が毎日午前 11 時～午後 1 時に達すが、これが電気負荷が高い水準に達す時点ではない。2022 年上半期には、BSC は風力発電効率及び太陽光発電効率がそれぞれ、26.1%、19.8%だと推定しております。

水力発電事業: 水文学的状况が良好になったことで、見通しが前向きになった。

2022 年上半期には、水力発電量は前年同期比+36.5%増の 416 億 kWh だった。2022 年 6 月末までの国家電気システム発送センター(A0)の調達率はラニーニャ現

象が 2022 年上半期で続けることのおかげで、31.2%（前年同期の 23.7%より高い）だった。

ガス火力発電量：電気販売価格が前向きになった。

2022 年 6 ヶ月には、ガス火力発電量は前年同期比 2.8%減の 152 億 kWh だった。2022 年 6 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 11.4%（前年同期の 12.2%より低い）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、EVN は 2022 年上半期には再生可能エネルギー及び水力発電量の調達を優先した。しかし、競争電気販売価格が大幅に上昇したことで、ガス火力発電事業の 2022 年見通しが明るくなるだろう。2022 年上半期には、平均競争電気販売価格が前年同期比+33.6%増の 1447.4VND/kWh だった。

石炭火力発電 – 短期的に重要な電気源

2022 年 6 ヶ月には、ガス火力発電量は前年同期比 16.4%減の 558 億 kWh だった。2022 年 6 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 41.8%（前年同期の 51.9%より低い）だった。ベトナム鉱産総会社-Vinacomin のデータによると、発電所へ供給する石炭量が前年同期比 1%減の 180 億 t、石炭販売価格が同 +63%増となった。2022 年下半期には、降雨量が大きく、供給源が不足する可能性があることで、ガス火力発電事業の 2022 年下半期見通しが楽観的ではなくなるだろう。

電気計画 – 目標のバランスを取る方向

2021 年～2030 年期間における電気消費量を満たす為に、2025 年及び 2030 年の設計上生産能力は現在設計上生産能力に比べてそれぞれ、+26.0%増の 98,394MW、+86.8%増の 145,930MW だと推定される。そのうち、発電源の構成における大きな変動は下記の通りです。

再生可能エネルギー事業：風力発電所の設計能力が 2022 年に比べて+460.4%増 23,121MW、総発電能力の 15.8%を占めると推定される。そのために、2030 年に比べて、風力発電能力のポテンシャルがまだ多く、南部で集中した。一方、太陽光発電所の発電能力が 2022 年に比べて-1.9%減、総発電能力の 6.0%を占める。そのために、風力発電事業の見通しが明るくなるが、太陽光発電事業が投資許可案件だけを展開する。

- ガス火力発電：ガス火力発電所の設計能力が 2022 年に比べて+524.9%増 38,830MW に達すると推定される。そのために、ガス火力発電事業の見通しがまだ明るいだろう。

投資観点ー有望

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 は水力発電事業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。
- ガス火力発電企業: 投入ガス価格は高水準を維持しており、これは POW、NT2 などのガス火力発電企業の調達量のリスク要因である。そのために、BSC はガス火力発電事業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。
- 石炭火力発電事業: BSC は石炭火力発電企業の 2022 年見通しを「中立」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。

いくつかの電気企業の業績推定

銘柄	2022 年 の売上 高(10 億 VND)	% YoY	2022 年 の税引 後利益 (10 億 VND)	% YoY	EPS 2022 (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日	目標価 格	Upside
HND	10,554	17%	870	91%	1790	9.0	1.4	11%	14%	16,174	17,800	10%
QTP	9,095	8%	551	16%	1,224	13.5	1.5	7%	9%	16,493	19,200	16%
POW	27,095	10%	2739	35	1,024	13.7	1.4	5%	9%	14,050	17,100	22%
NT2	9,279	51%	623	17%	2,162	12.3	1.9	9%	15%	26,600	28,500	7%
REE	9,484	63%	2,135	61%	8,423	9.5	2.2	10%	29%	80,400	112,700	40%

ソース: BSC Research

B. 高く評価される株式グループ

5. 銀行業界「有望」

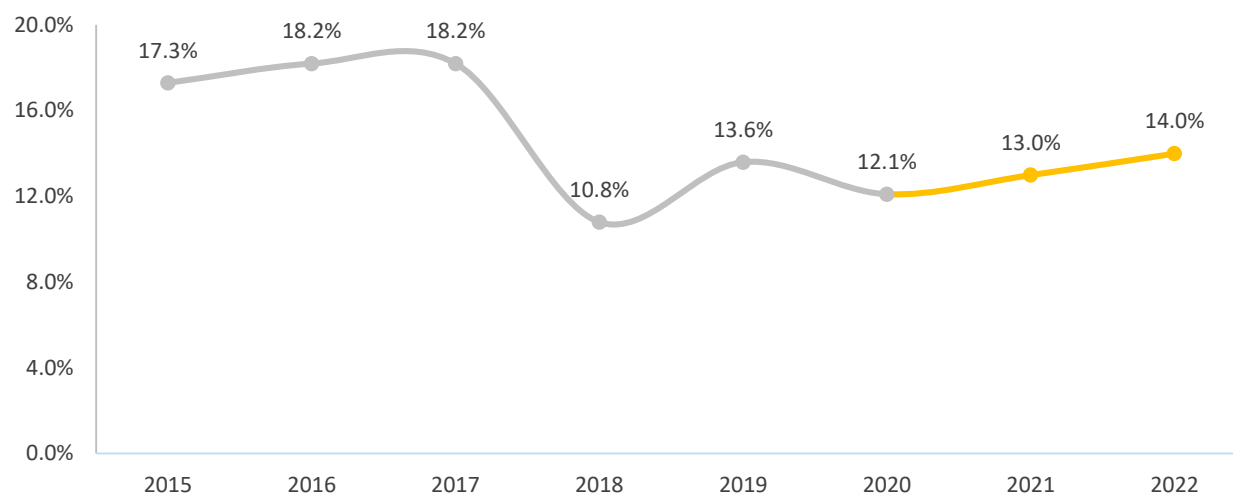
分析者: Vương Chí Tâm

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。2022 年第 2 四半期末の時点で、貸付成長率が年初比 +9.35% 増となった。そのために、BSC は銀行の貸付限度額が 2022 年 3 月に拡大されると期待しております。
- 資産の質が適切に管理されている。BSC は現在、多くの銀行はバランスシートをちゃんと管理しており、経済変動からのリスクを制限できると考えております。
- 年上半期には、貸付金利が 50bps 上昇した。
- 2022 年 7 月 25 日の時点で、銀行業界は 2022 年の P/B を 1.2x で評価されていた。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 2 四半期の貸付成長率は年初比 9.35% を達した。この貸付成長率が生産回復及び資本の需要の増加ということから由来した。BSC の評価によると、2022 年の貸付成長率が 14% に達するという目標は可能性がある。2022 年第 2 四半期には、多くの銀行は年初から付与された貸付限度額を利用したことで、第 3 四半期に余地を付与されると期待している。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

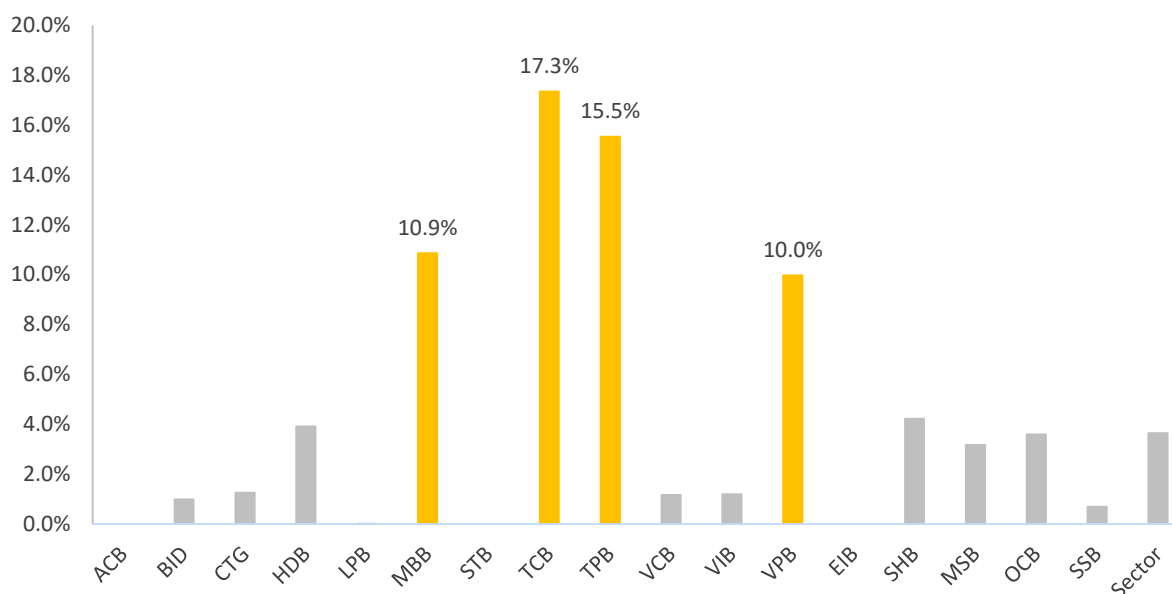


ソース: 上場銀行、BSC Research

2022 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。

上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の割合は低い水準で維持し、4 つの大手商業銀行に集中している。2022 年第 1 四半期末の時点で、上場銀行の投資ポートフォリオには、社債の貸付残高が 275 兆ドンだった。いくつかの銀行は(1)社債の金利が普通借入分より高い、(2)投資ポートフォリオが様々な業界を含むので、リスクを制限するということに基づく、大手企業の社債への投資する傾向がある。現在、議定第 153 号は不動産業界のキャッシュフローに影響を与えている。しかし、BSC は投資ポートフォリオが様々な業界を含むと共に、不動産業界の貸付率が低いことで、銀行への影響が大きいと考えております。

上場銀行の貸付構成における社債の割合



ソース: 上場銀行、BSC Research

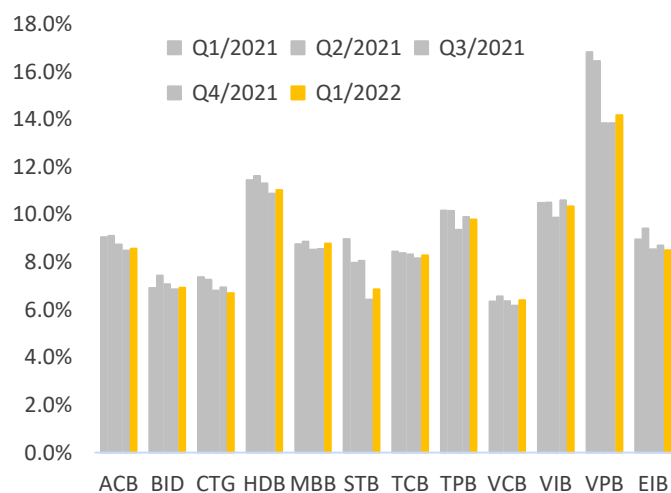
当座・普通預金(CASA)の調達に集中するのは資本コストを削減させる。

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。

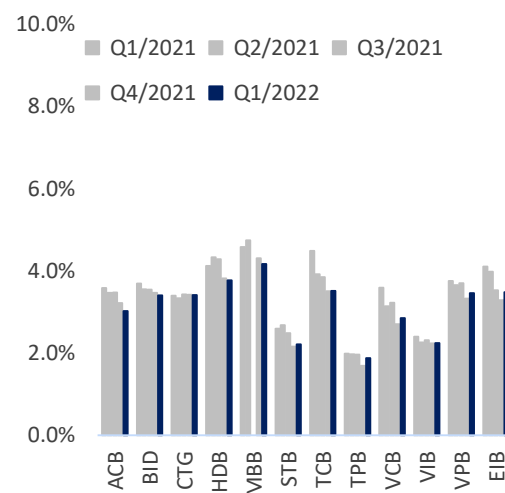
2022 年には、預金金利が上昇する傾向がある。

BSC は(1)景気の回復が貸付成長率を増加させる、(2)貸付金利がサポート期間の後回復する、(3)2022 年に CASA の増加が資本コストを削減させる、(4)多くの銀行、特に国営商業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、2022 年の純金利マージン(NIM)を 3.7%で維持している。

2022 年第 1 四半期の平均貸付金利

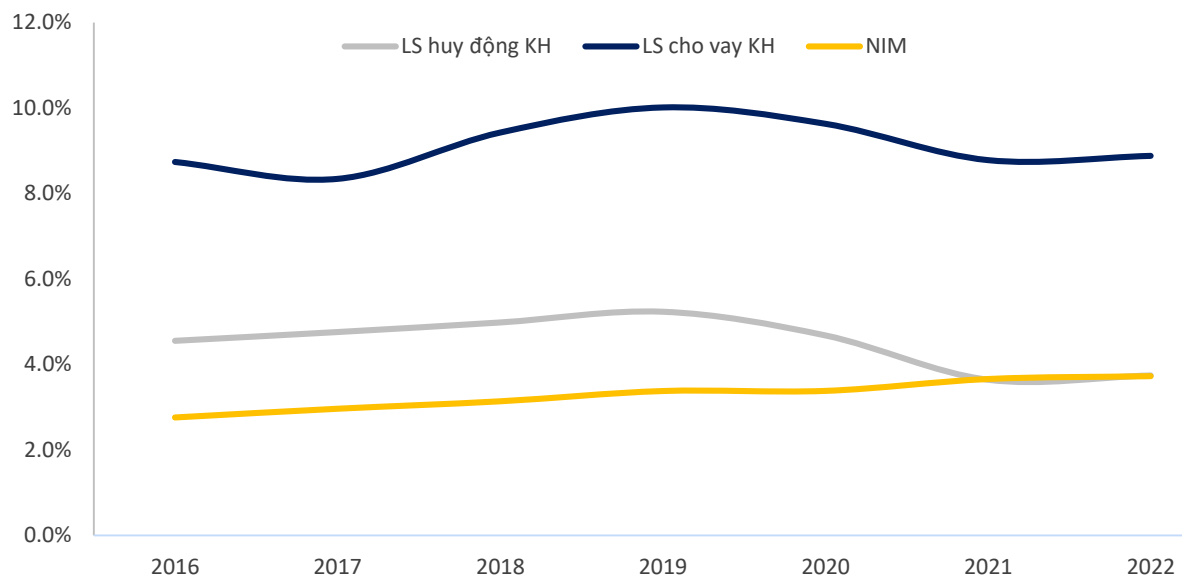


2022 年第 4 四半期の平均預金金利



ソース: 上場銀行の財務諸表、国家銀行、BSC Research

2022 年 NIM の予測



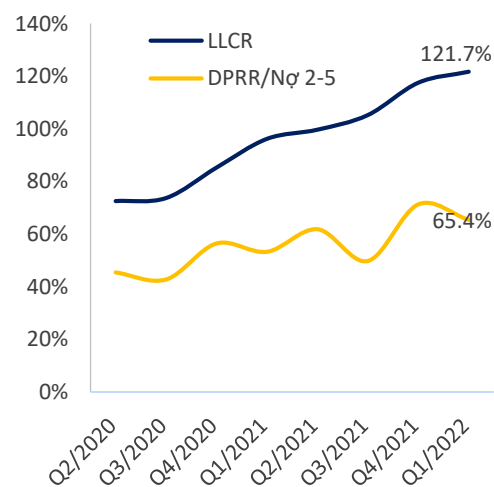
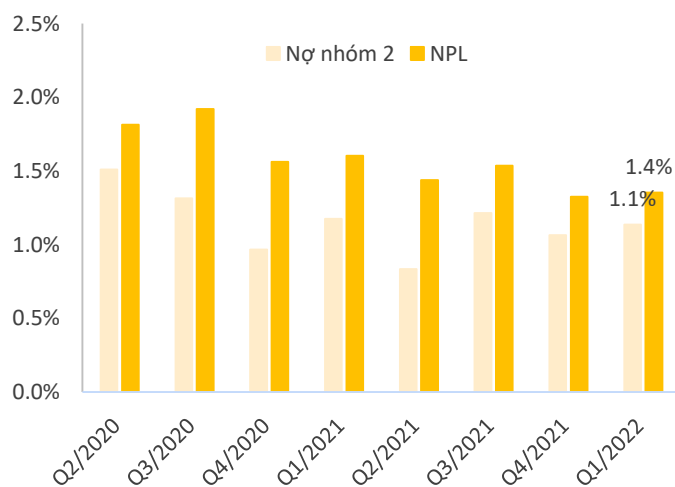
ソース: 上場銀行の財務諸表、BSC Research

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た。BSC は資産質の低下に悪影響を受けているが、厳格な信用管理政策と高い不良債権回収比率のおかげで、銀行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% で管理された。

不良債権回収比率が改善された。



ソース: 上場銀行の財務諸表、BSC Research

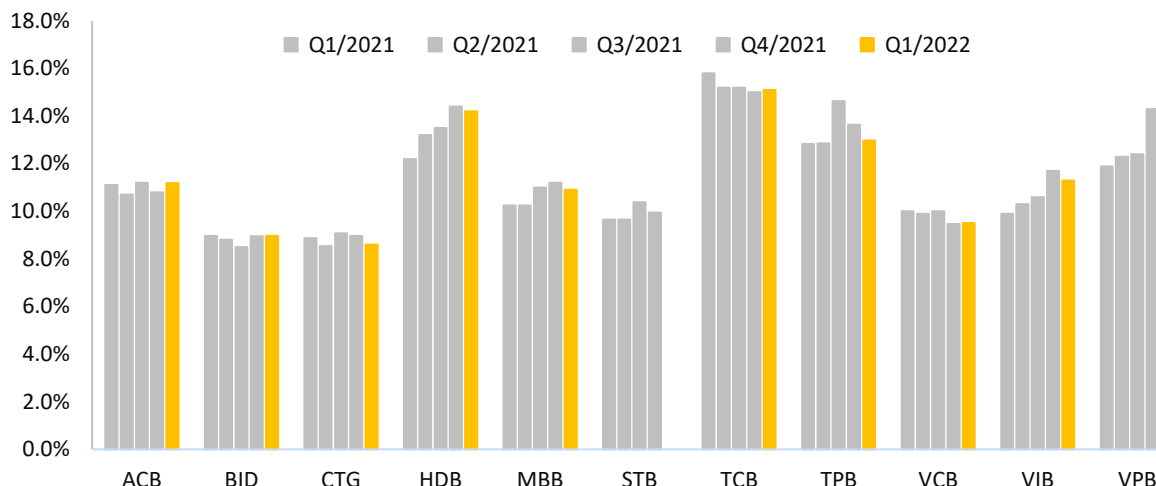
(2)再構成債務は急減した。再構成を実施した企業及び個人の 80%~90%は生産経営活動を戻した。銀行はこの債務により資産質の悪化に関する懸念なので、今後不良債権を増やさないだろう。普通シナリオでは、BSC は 10%再構成債務残高が不良債権となった。全システムの総不良債権率が約 0.1%に上昇した。多くの銀行は全部の債権に対する貸倒引当金を繰り入れた。そのために、BSC は第 14 号回章の有効期限が切れるが、銀行業界の貸付費用及び資産質に大きく影響を与えないと考えております。

いくつかの再構成債務不良債権

再構成債権 (10 億ドン)									総債権残高 (%)							
ACB	9,000	9,200	9,024	8,516	8,195	13,416	17,030	15,000	3.2	3.1	2.9	2.6	2.4	4.0	4.7	3.9
BID	4,000	36,000	28,000	18,000	9,400	25,000	25,082	25,262	0.4	3.1	2.3	1.5	0.7	1.9	1.9	1.8
CTG	8,400	8,400	6,500	4,500	4,160	7,800	10,300	8,400	0.9	0.9	0.6	0.4	0.4	0.7	0.9	0.7
HDB	5,000	7,900	6,100	1,270	992	181	310	296	3.1	4.8	3.4	0.7	0.5	0.1	0.2	0.1
MBB	7,000	5,100	2,700	2,000	2,700	3,000	5,600	5,000	2.7	1.9	0.9	0.6	0.8	0.9	1.5	1.2
STB	7,000	1,000	700	500	1,500	500	1,000	700	2.3	0.3	0.2	0.1	0.4	0.1	0.3	0.2
TCB	500	7,100	7,900	6,700	2,700	2,900	1,900	1,600	0.2	3.1	2.8	2.3	0.9	0.9	0.5	0.4
TPB	1,700	8,000	8,416	1,742	1,268	1,455	1,251	135	1.7	7.3	7.0	1.4	1.0	1.1	0.9	0.1
VCB	11,000	10,400	5,100	3,900	4,100	9,000	9,300	7,600	1.4	1.3	0.6	0.4	0.4	1.0	1.0	0.7
VIB	3,664	3,618	3,201	2,819	2,486	1,800	1,054	840	2.7	2.4	1.9	1.6	1.4	1.0	0.5	0.4
VPB	20,000	27,000	13,600	7,500	6,600	15,900	16,100	12,700	7.4	9.7	4.7	2.5	2.1	5.0	4.5	3.4
Total	77,264	123,718	91,241	57,447	44,101	80,952	88,927	77,533	1.7	2.6	1.8	1.1	0.8	1.5	1.5	1.2

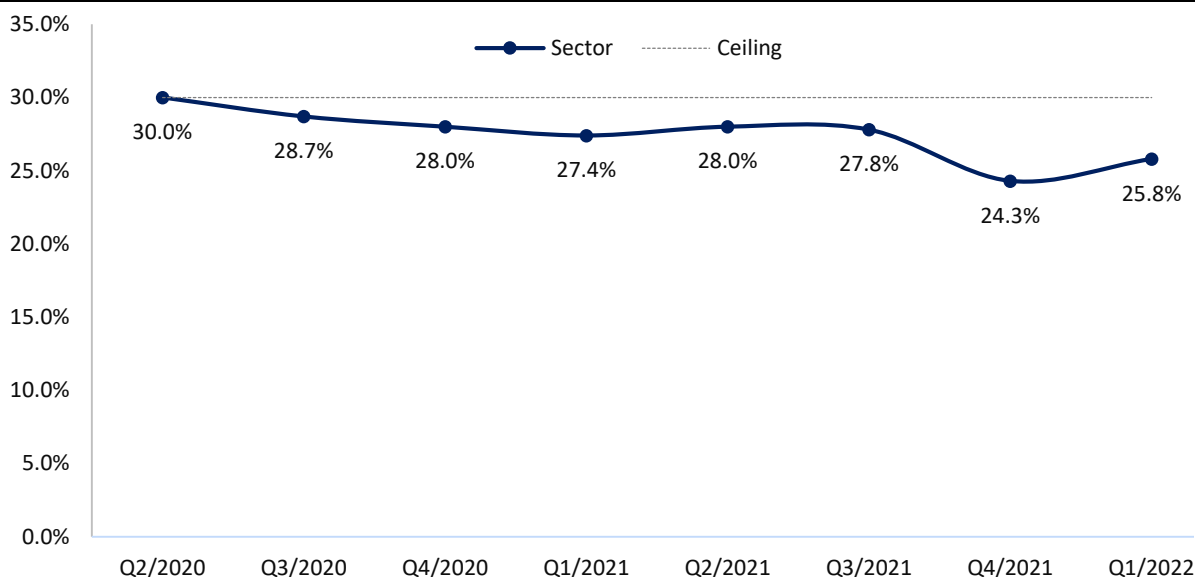
ソース: 上場銀行の財務諸表、国家銀行、BSC Research

(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

中長期的な貸付向けの短期的な資本率は安全的な水準で維持した。



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 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	2023
成長率							
% 信用	18.2%	10.8%	13.6%	12.1%	13.7%	14.0%	14.0%
% 総資産	20.3%	9.8%	13.2%	11.1%	16.9%	16.1%	11.2%
% 貸付	19.9%	13.6%	16.0%	13.5%	15.3%	17.9%	13.5%

% 預金	15.2%	12.2%	13.9%	12.8%	11.2%	15.4%	8.2%
% 利益収入	25.1%	16.3%	22.5%	12.3%	23.7%	19.2%	17.0%
% 非金利収入	49.3%	28.9%	16.2%	17.2%	22.1%	19.4%	8.1%
% サービスコスト	51.6%	23.2%	31.4%	22.4%	29.8%	22.1%	24.5%
% 営業収益	29.9%	19.2%	20.9%	13.5%	23.3%	19.3%	14.8%
%引当金前利益	38.4%	23.4%	25.5%	18.2%	32.8%	22.1%	14.8%
%引当金	32.6%	11.0%	18.7%	20.9%	35.3%	-4.3%	-2.1%
% 税引前利益	43.5%	33.6%	30.2%	16.5%	31.2%	39.7%	22.5%
業界の指標							
2 グループ債権	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
不良債権	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.3%	1.2%	1.0%
貸倒引当金/貸付	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.6%	1.5%	1.6%
不良債権回収率(LLCRs)	73.1%	69.4%	78.2%	88.9%	117.5%	126.8%	140.2%
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%	78.6%
信用費用	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.8%	1.5%	1.3%
預貸率(LDR)	70.8%	74.5%	75.9%	76.5%	78.4%	81.4%	85.0%
普通預金(CASA)の比率	16.7%	16.5%	16.8%	18.8%	21.2%	21.3%	23.4%
平均総金利	7.5%	7.9%	8.6%	8.1%	7.4%	7.1%	7.1%
平均資本費用	4.6%	4.8%	4.9%	4.5%	3.5%	3.5%	3.4%
NIM	3.1%	3.3%	3.5%	3.52%	3.67%	3.77%	3.7%
CIR	53.4%	47.4%	40.8%	39.2%	33.7%	32.8%	31.8%
ROAA	0.9%	1.4%	1.6%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
ROAE	14.3%	18.7%	18.5%	18.2%	21.0%	21.8%	21.7%

ソース: 上場銀行の財務諸表、BSC Research

6. 工業団地不動産業「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、ベトナムは世界における潜在的なメーカーを誘致する到達点だと評価されている。
- 2022 年に工業団地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
- 接続交通インフラ及び社会インフラは「流通」というボトルネック及び人材源を処理し、工業団地用不動産業に直接的にサポートする。
- BSC は工業団地不動産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。

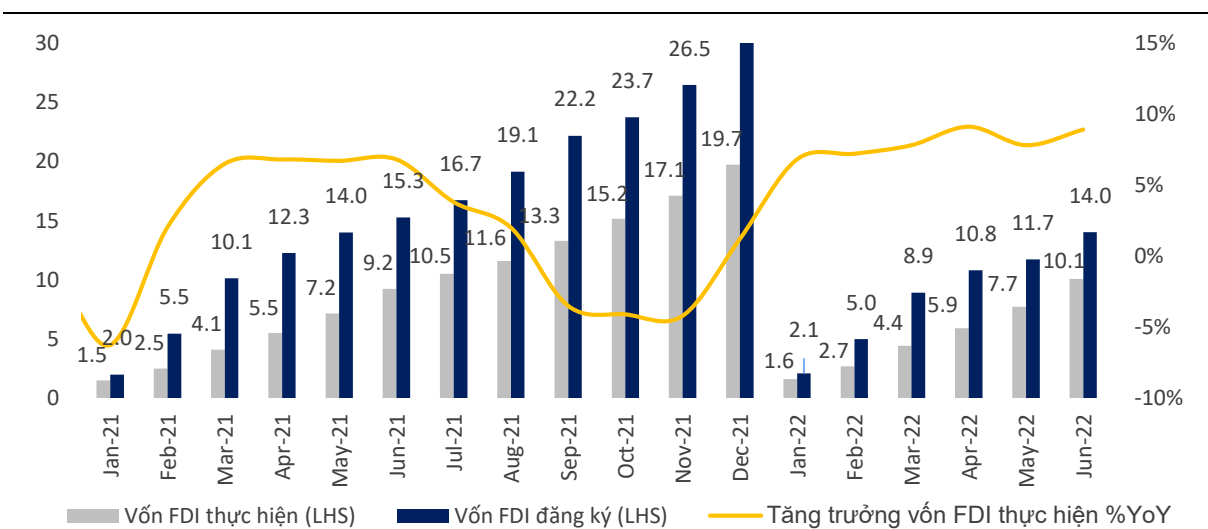
2022 年には、FDI を誘致する。

統計局によると、2022 年 6 ヶ月には FDI 追加認可額が前年同期比-8.1%減の 140 億 3,000 万 USD となった。減少の原因は前年同期に 第 I&II 電力・ガス工場案件(31 億 USD)及び第 II O Mon 火力発電所案件(13 億 1,000 万 USD)という新規案件を計上したということから由来した。しかし、FDI 実行額が前年同期比+8.9%増の 100 億 6,000USD で、2018 年～2022 年期間では最高水準に達した。しかし、FDI 追加認可額の成長率が直近の 2 ヶ月には急減したのは世界マクロ経済後退及びインフレ率の上昇に関する懸念から由来した。

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。

2021 年～2022 年第 2 四半期期間における

FDI 実行額及び FDI 実行額(10 億 USD)

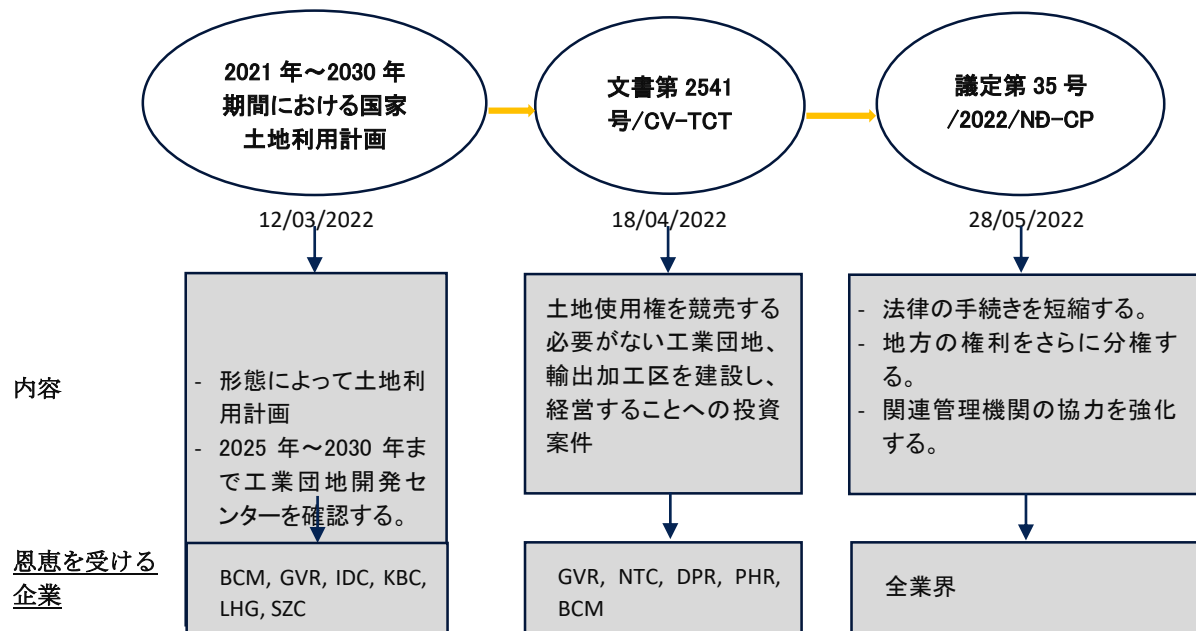


ソース: GSO

法律環境がより明確くなり、完璧になっているのは行政手続きを短縮し、持続可能な開発を促進すると期待されている。

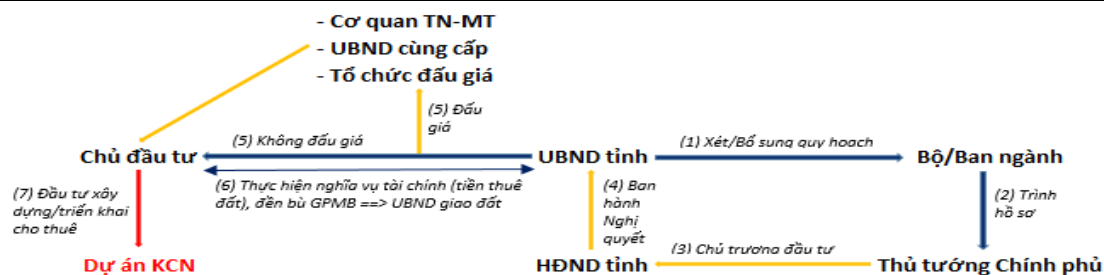
2022 年上半期には、ベトナムは工業団地開発に関する 3 つの文章を正式に承認した。

工業団地への投資法理環境



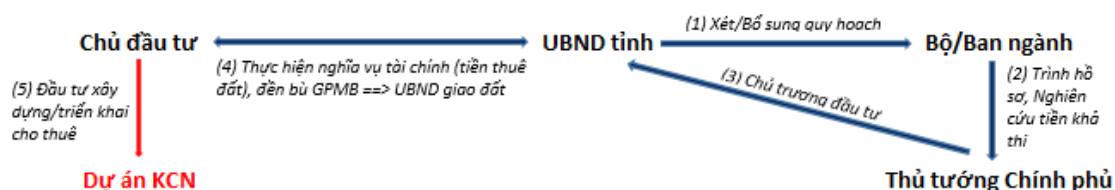
ソース: Chinhphu.vn, BSC Research

2022 年 7 月 15 日前の工業団地インフラの投資プロセス



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

2022 年 7 月 15 日後の工業団地インフラの投資プロセス



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

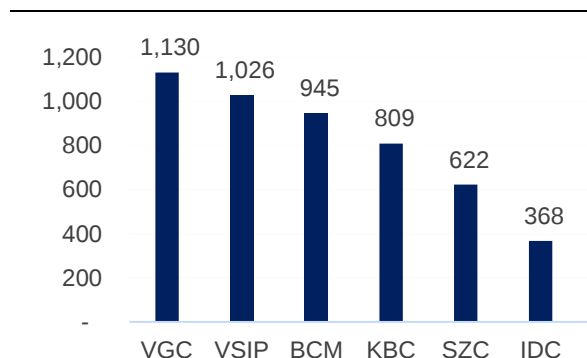
議定第 35/2022/NĐ-CP は必要がない手続きを簡約することだけでなく、プロセスのステップの条件、必要な書類を詳しく挙げる。BSC の評価によると、法的な問題が段々解除されているのはベトナムでの工業団地システムの有効的で、安定的で、同期的な開発を促進する。

工業センターは南部で集中し、ホーチミン市の衛星都市へ拡大する傾向がある。

2022 年 3 月には、副首相は 2021 年～2030 年期間における土地利用計画を承認した。それによると、2025 年まで全国の総工業団地面積が 15 万 2,800 ヘクタール、2030 年まで 21 万 9,000 万ヘクタールに達するという計画を設定した。工業センターは南部では、Dong Nai 省、Binh Duong 省、Vung Tau 省、Long An 省、Binh Phuoc 省で集中し、2025 年の全国の総工業団地面積の 31.2%を占め、北部では、Hai Phong 省、Bac Giang 省、Bac Ninh 省、Ha Nam 省、Hung Yen 省、Quang Ninh 省で集中し、2025 年の全国の総工業団地面積の 17.6%を占める。

BSC は南部での工業団地区不動産市場、特に Binh Duong 省及び Dong Nai 省(入居率が 90%以上)が 2022 年に開拓を強化されると信じております。

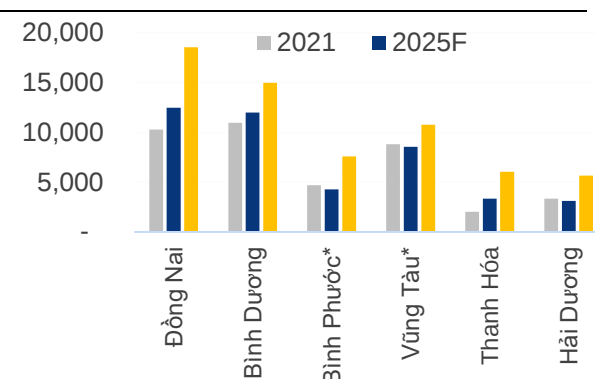
いくつかの企業の 2022 年～2023 年期間における賃貸可能商品用総面積



ソース: BSC Research

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

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



ソース: MPI, BSC Research 総合

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

接続交通インフラ及び社会インフラは「流通」というボトルネック及び人材源を処理し、工業団地用不動産に直接的にサポートする。

投資観点一有望

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に基づく、工業団地区用不動産の 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 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
BCM	8,447	21%	3,143	124%	2,791	28.1	4.2	6%	17%	78,300	94,300	20%
KBC	12,749	196%	4,068	420%	7,066	5.4	1.1	15%	28%	37,900	43,100	14%
LHG	843	8%	357	21%	6,569	5.3	1.0	12%	21%	34,800	54,800	57%
NTC	483	78%	449	52%	18,134	10.1	4.9	10%	49%	183,980	244,400	33%
GVR	30,856	7%	5,476	8%	1,369	18.4	2.0	8%	12%	25,250	36,000	43%
IDC	6,129	42%	1,364	201%	4,502	13.8	3.1	9%	29%	62,100	N/A	N/A
SZC	1,123	59%	480	53%	4,803	11.1	2.7	7%	24%	53,200	N/A	N/A

ソース: BSC Research

7. 港湾業「有望」

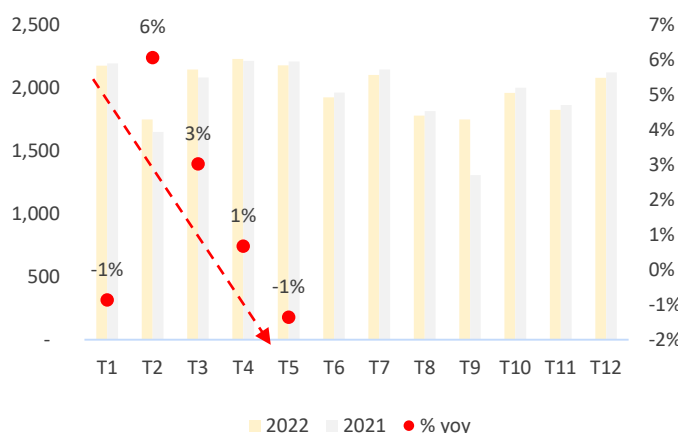
分析者: Phạm Quang Minh

Email: Minhpg@bsc.com.vn

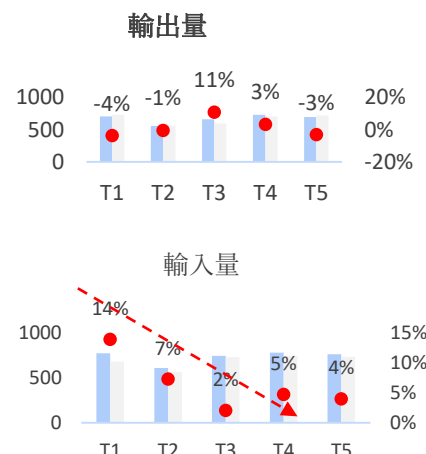
- 2022 年 5 ヶ月では、輸出需要が減少し、中国での新型コロナウイルス感染症により原材料輸入需要が影響されたことで、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量はゆっくりと増加した。
- 大きな港湾を通じるコンテナ取扱量が減少した。そのうち、Hai Phong 港湾及び Cai Mep Thi Vai 港湾を通じるコンテナ取扱量がそれぞれ、前年同期比+6%増、+8%増となった。
- BSC は 2022 年第 3 四半期には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+2%増となると予測しております。
- BSC は港湾業と海運業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

2022 年 5 ヶ月には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量は前年同期比+1%増となった。原因は(1)高いインフレ率により、ヨーロッパ及び米国への商品輸出需要が減少した、(2)中国での新型コロナウイルス感染症の流行により、原材料輸入需要が減少したということから由来した。

ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量(1,000TEUS)



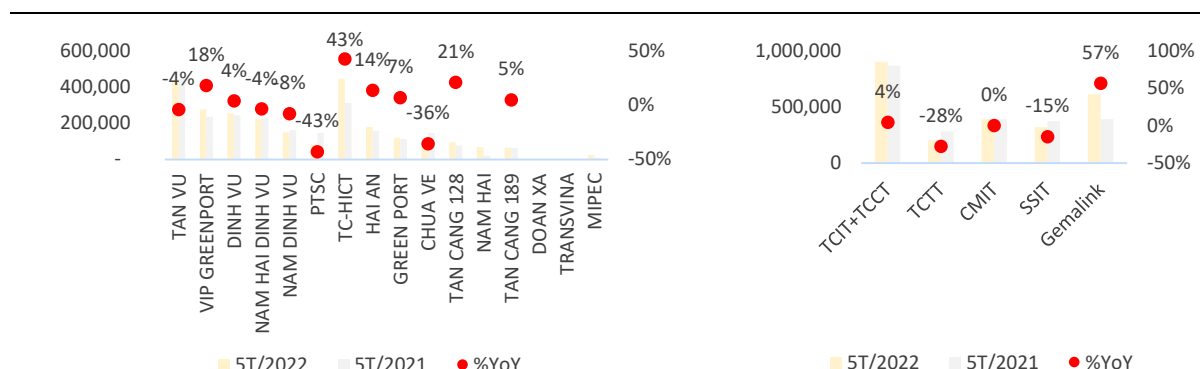
輸出量及び輸入量(1,000TEUS)



ソース: Vinamarine

2022 年 5 ヶ月には、Hai Phong 港湾を通じるコンテナ取扱量(1,000 TEUS)

2022 年 5 ヶ月には、Cai Mep Thi Vai 港湾を通じるコンテナ取扱量(1,000 TEUS)



ソース: BSC Research 総合

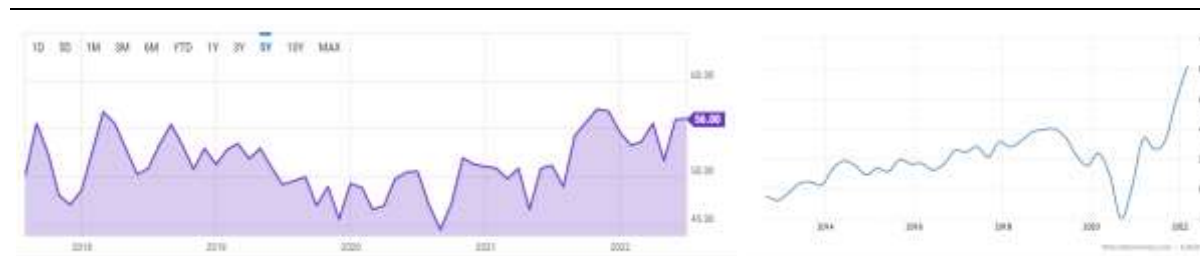
大きな港湾を通じるコンテナ取扱量が減少した。

1. Hai Phong 港湾を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+6%増となった。
2. Cai Mep Thi Vai 港湾を通じるコンテナ取扱量が+8%増となった。

BSC は 2022 年第 3 四半期には、ベトナム港湾を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+2%増となると予測しております。しかし、港湾業界は(1)2021 年下半期から米国、ヨーロッパからの輸入品の在庫量が高い水準で維持している、(2)高いインフレ率により、商品消費需要が減少しているというリスクに直面する可能性がある。それによると、BSC は 2022 年の港湾を通じるコンテナ取扱量が前年同期比+1.4%増の 2,390 万 TEUS に達すると予測しております。

米国での在庫量指数

ヨーロッパでの在庫量指数が 2019 年の平均水準より 2 倍となっている。



ソース: Trading Economics

他のアップデート

- Lach Huyen 港湾で沖積層が 2022 年第 1 四半期末に解消されたことで、積載量が大きい船が Tan Cang Hai Phong 港湾を通じることができる。
- コンテナ不足状況により、港湾企業は空コンテナに関する倉庫サービス料を引き上げた。

投資観点ー有望

BSC は港湾業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。また、BSC は海運企業の 2022 年業績が明暗で分かれたと推定しております。

いくつかの港湾企業の業績予測

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 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
GMD	3,730	16%	928	52%	3,078	17.0	1.6	7%	10%	52,400	67,800	29%

ソース: BSC Research

8. 商業不動産業[有望]

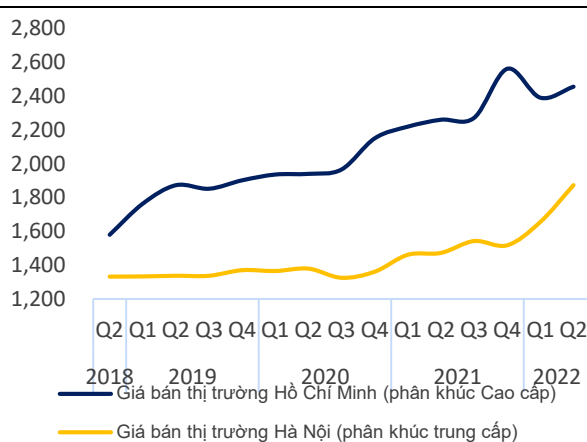
分析者: Phan Quốc Bửu

Email: Buupq@bsc.com.vn

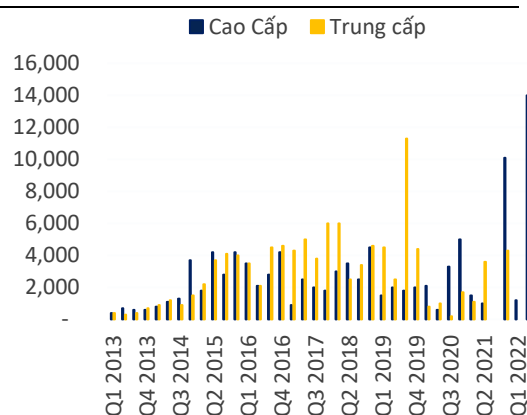
- 不動産供給源が不足している背景には、高立所得者層向けアパートがホーチミン市場及びハノイ市場で優位に立った。
- 2022 年下半期には、販売開始アパート数、特に中立所得者層向けアパート数がまだ低い水準で維持した。
- 社債に関する問題は 2022 年上半期には不動産市場に大きく影響を与えた。
- 殆どの社債の償還期限は 2023 年~2024 年間に集中する。そのうち、不動産企業の社債は総発行額の 40~45%を占める。
- 上場不動産企業の 2023 年及び 2024 年の社債償還額は総償還額の 10%を占める。
- BSC は(1)金利が段々上昇する、(2)不動産企業に対する貸付限度額が制限されることが需要に影響を与える、(3)社債発行の影響が企業のキャッシュフローに関する圧力を作る可能性があるという要素を基づく、商業不動産業界の 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。

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及びハノイ市場で優位に立った。2022 年第 2 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、前年同期比+32%増の 4,675 製品、同+2.68 倍の 1 万 4,644 製品だった。しかし、殆どの製品は Vinhomes Grand Park の大規模案件に集中し、ホーチミン市での供給源の約 88%を占めた。ハノイ及びホーチミン市での平均販売価格はそれぞれ、前四半期比+13.2%増の 1,872USD/m²、同+2.7%増の 2,455USD/m² に達した。平均比吸収率は 70~80%に達した。

2022 年第 1 四半期のアパート販売価格



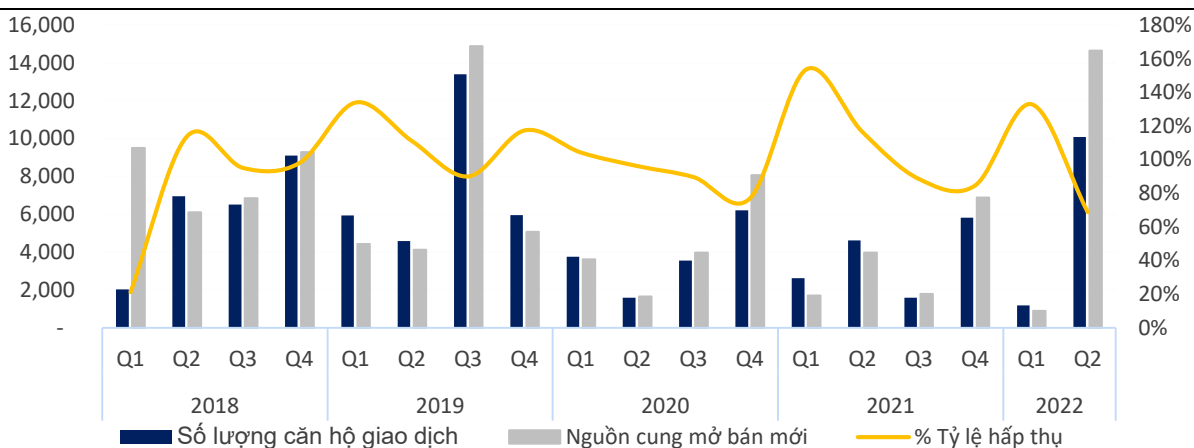
ホーチミン市場での中・高立所得者層向けアパートの比率



ソース: CBRE

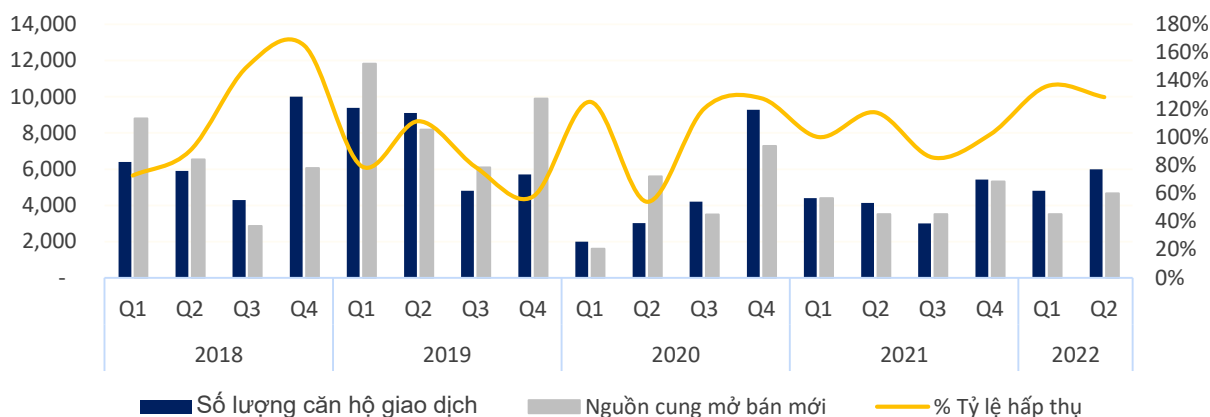
ソース: BSC Research

ホーチミン市でのアパート市場



ソース: CBRE, BSC Research

ハノイでのアパート市場



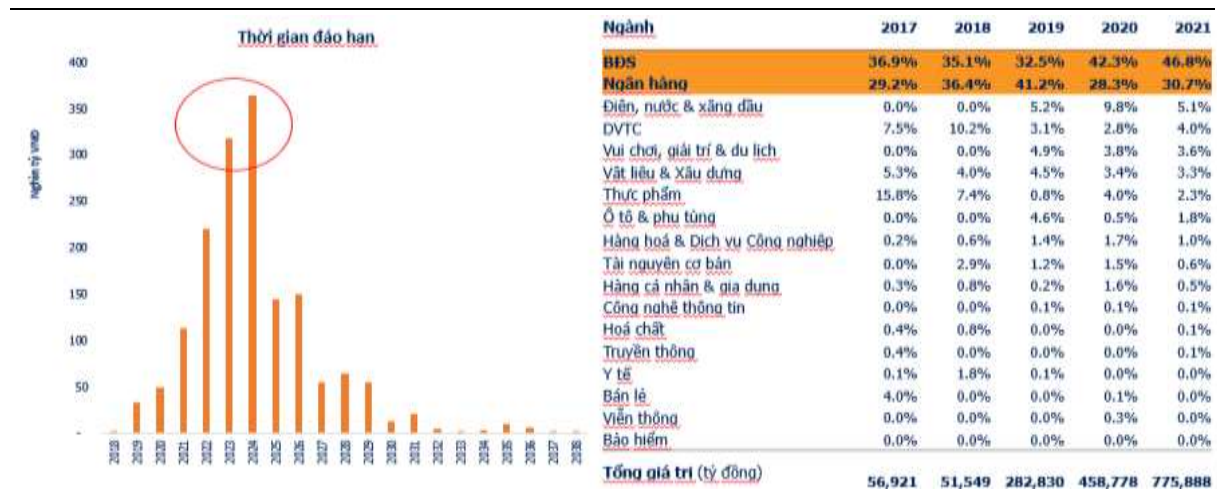
ソース: CBRE, BSC Research

2022 年下半期には、販売開始アパート数、特に中立所得者層向けアパート数がまだ低い水準で維持した。CBRE の予測によると、ホーチミン市場及びハノイ市場の 2022 年の新規供給源は改善され、それぞれ、前年比+46%増の 2 万 2,000 戸、同 +25%増の 2 万戸に達した。2022 年下半期には、ホーチミン市場及びハノイ市場の新規供給源はそれぞれ、6,478 戸、1 万 1,800 戸を達すと予測される。そのうち、主に中立所得者層向けアパート及び高立所得者層向けアパートである。

社債に関する問題は 2022 年上半期には不動産市場に大きく影響を与えた。

2022 年上半期には、不動産市場は(1)市場を純化した、(2) Tan Hoang Minh 不動産企業の社債に関する問題により、社債発行活動が 4 月~6 月に静かになったという情報などを受けた。しかし、BSC は財務健全性が高い上場不動産企業が 5 月、6 月に社債の発行を完成した。そのうち、特別な企業は Novaland、NLG、VIC、AGG である。

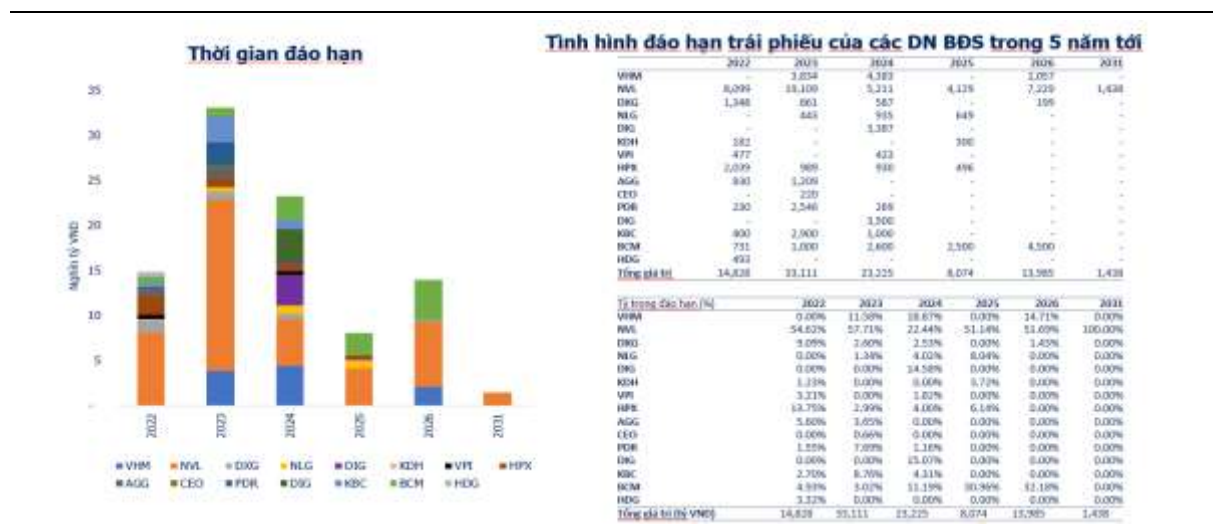
殆どの社債の償還期限は 2023 年~2024 年間に集中する。そのうち、不動産企業の社債は総発行額の 40~45%を占める。BSC の総計による、2020 年及び 2021 年の社債の発行額はそれぞれ、458 兆 7,000 億ドン、775 兆 8,000 億ドンとなった。そのうち、不動産企業の社債が社債の総発行額の 40~45%を占めた。2023 年、2024 年における社債の償還額はそれぞれ、317 兆 5,000 億ドン、363 兆 4,000 億ドンを達すると予測される。



ソース: CBRE, BSC Research

上場不動産企業の 2023 年の社債償還額は総償還額の 10%を占める。上場企業の財務諸表のデータによる、上場不動産企業の 2023 年及び 2024 年の社債償還額はそれぞれ、33 兆 1,110 億ドン、23 兆 2,250 億ドンに達すと推定される。この社債償還額はそれぞれ、総償還額の 10.3%、6.4%を占める。そのうち、NVL、VHM などの企業は社債償還額が高い。

ハノイでのアパート市場



ソース: FiinPro, BSC Research

投資観点一有望

BSC は商業不動産業界の 2022 年投資見通しを「有望」から「中立」と下方修正しております。BSC は KDH、NLG、VRE、VHM、DXG を購入すると推奨しております。

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 8 月 9 日の 終値	目標 価格	Upside
VHM	85,991	1%	31,363	-19%	7,203	8.5	1.8	14%	21%	60,900	87,200	43%
DXG	10,736	6%	1,274	10%	2,131	12.7	1.6	4%	12%	27,000	38,300	42%
KDH	2,211	-41%	1,402	17%	2,181	17.6	1.8	8%	12%	38,350	49,600	29%
NLG	7,434	42%	1,233	15%	3,059	14.1	1.6	4%	12%	43,250	52,200	21%
VRE	9,310	58%	2,541	93%	1,091	26.2	2.0	6%	7%	28,550	34,600	21%
NVL	33,007	80%	6,557	49%	4,458	18.7	3.7	4%	17%	83,300	90,300	8%

ソース: BSC Research

9. 鉄鋼業[中立]

分析者: Đinh Mạnh Thắng

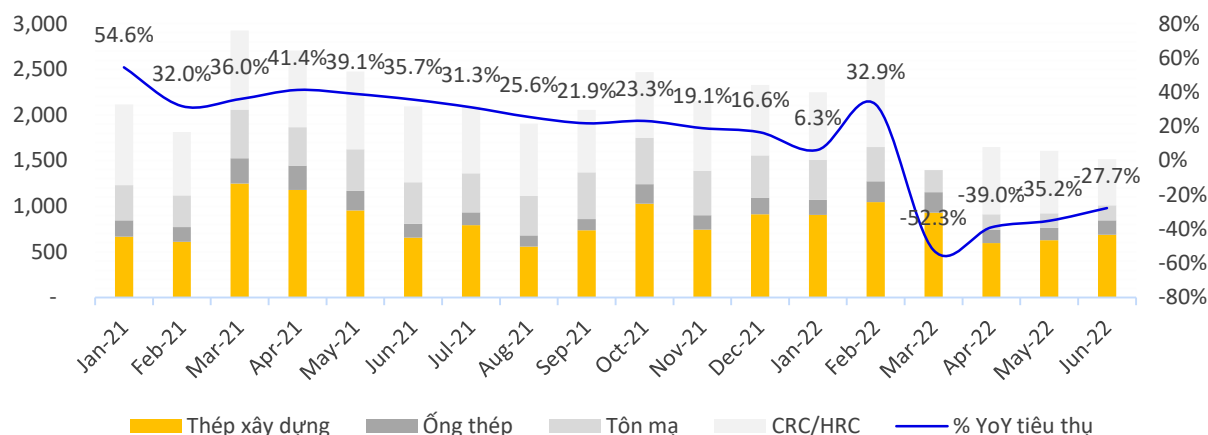
Email: Thangdm@bsc.com.vn

- ・鉄鋼消費量は 2022 年第 3 四半期に低い水準で維持するが、2022 年第 4 四半期に増加すると予測されております。原因は(1)季節要素、(2)鋼材価格が大幅に下落したのは建設費を減少させるということのためだ。
- ・鉄鋼企業の売上総利益率は 2022 年上半期に販売価格の急落と原材料価格の変更により大幅に減少すると予測された。
- ・いくつかの企業の Pefw は 3.0x~5.5x である。
- ・BSC は鉄鋼企業の 2022 年下半期見通しを「中立」と評価しております。

消費量の急減は鉄鋼業の最大なリスクである。鉄鋼消費量は 2022 年 3 月から大幅に減少したために、2022 年 6 カ月の消費量が前年同期比 7.3%減となり、そのうち、最も減少したのが熱延・冷延圧延鋼コイル製品(前年同期比 22.2%減)だった。急減の原因は 亜鉛めっき鋼(前年比 -7.9%減)と鋼管(前年比 -8.4%減)という 2 つの下流製品グループの需要減少から由来した。建設用鉄鋼(前年比 6.1%増)は 2022 年初の 6 か月間でプラス成長を記録した唯一のグループである。

国内市場と輸出市場の消費量はそれぞれ、前年同期比 9%減、同 2.2%減となった。この減少は(1)国内不動産市場は管理機関がこの事業への資本流入を厳しく管理しようとした後減速した、(2)中国のゼロ Covid 政策とロシア・ウクライナ戦争により、輸出市場での鉄鋼需要が減少したということから由来した。

2022 年上半期の鉄鋼消費量は減少した。

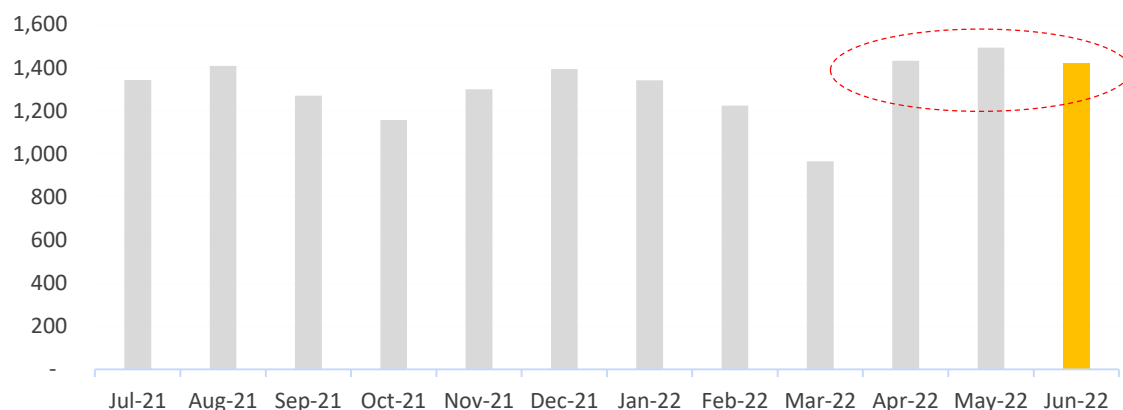


ソース: Fiinpro, BSC Research

BSC は鉄鋼需要が 2022 年第 4 四半期から徐々に回復すると予想しております。

2022 年第 3 四半期の鉄鋼消費量は(1)次の四半期が建設の閑散期(雨季)であるために鉄鋼の需要が低下する、(2)製鉄所の生産活動は大量の在庫により緩やかであるということにより、低い水準で留まった。鋼材価格の下落が続いている背景には、大量の在庫があるため、2022 年第 3 四半期の原価が高くなるだろう。

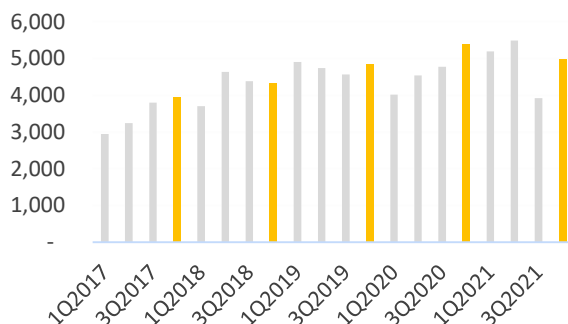
ベトナム鉄鋼協会の鉄鋼企業の鋼材在庫は依然として高水準で維持している(1 千 t)



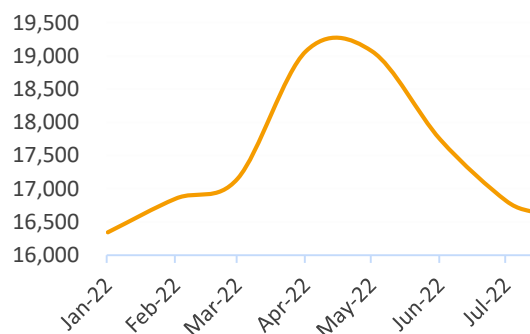
ソース: Fiinpro, BSC Research

BSC は、2022 年第 4 四半期の消費状況は(1)建設活動が 2022 年第 4 四半期に加速する、(2)建設コストが鋼材価格の急落による減少することのおかげで、よりポジティブになると予想しております。

鉄鋼消費量は年末の数か月に建設需要の上昇で増加する(1千t)



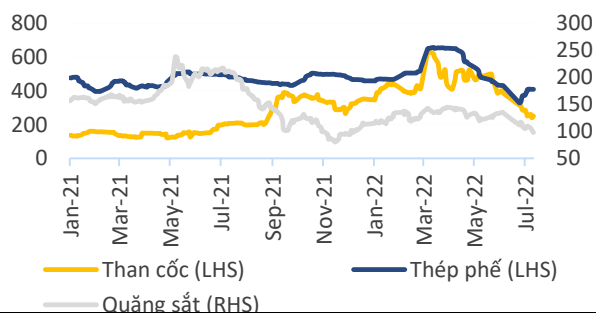
建設用鉄鋼価格(HPG の D10/CB300)はピークから 15%減少した(VND/キロ)



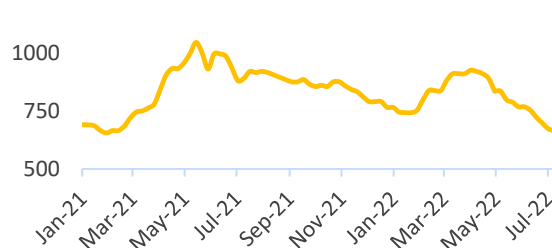
ソース: Fiinpro, Steelonline, BSC Research

投入原材料価格の急落は鉄鋼企業の 2022 年下半期業績をサポートするだろう。鉄鉱石、インゴット、スクラップ鉄鋼の価格はそれぞれ最高値比-28%減、-53%減、-45%減となった。亜鉛めっき鋼事業の投入材料である HRC の価格も急激に下落し、ピークから-35%減となった。鉄鋼業の棚卸資産回転率は普通 2~3 ヶ月であるために、生産費用の減少は鉄鋼企業の 2022 年第 4 四半期業績を向上させるとかんがえております。

鉄鉱石、インゴット、スクラップ鉄鋼の価格は急落した(USD/t)



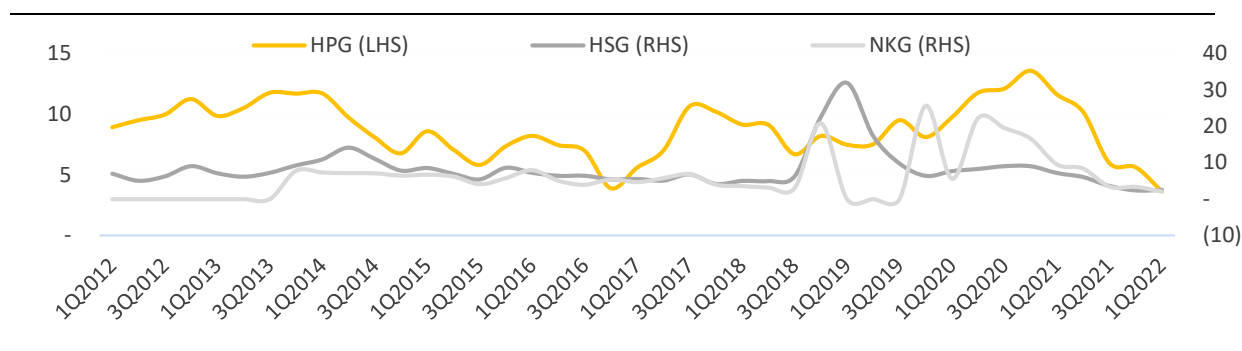
HRC の価格も急激に下落し、ピークから-35%減となった。(USD/t)



ソース: Bloomberg, BSC Research

多くの鉄鋼企業の評価は過去に比べて低い水準に落ちています。ほとんどの鉄鋼株は、ピークから約 50% 下落した。鉄鋼企業の 2022 年見通しは概して厳しいものですが、現在、HPG、HSG などのいくつかのトップ銘柄の評価は魅力的な水準で留まっているし、将来的に生産能力増加見通しがあり、累積的な購入に適していると考えています。

鉄鋼企業の PE trailing は歴史的な低水準近くまで下落した。



ソース: Fiinpro, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は(1)鉄鋼製品の消費見通しは 2021 年のピークに比べてそれほど前向きではない、(2)原材料価格の急落が生産コストを減少させ、2022 年下半期利益率の低下を防ぐことができるという要素を基づく、鉄鋼企業の 2022 年下半期見通しを「中立」と評価しております。

鉄鋼企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
HPG	152,594	2%	24,791	-28%	4,255	5.7	1.2	12%	21%	24,100	29,200	21%
NKG	23,900	-4%	1,163	-35%	4,418	4.9	0.8	9%	17%	21,800	N/A	N/A
HSG	52,207	-4%	1,347	-64%	2,729	7.5	0.8	6%	11%	20,550	N/A	N/A

ソース: BSC Research

10. 海運業[中立]

分析者: Phạm Quang Minh

Email: Minhpmq@bsc.com.vn

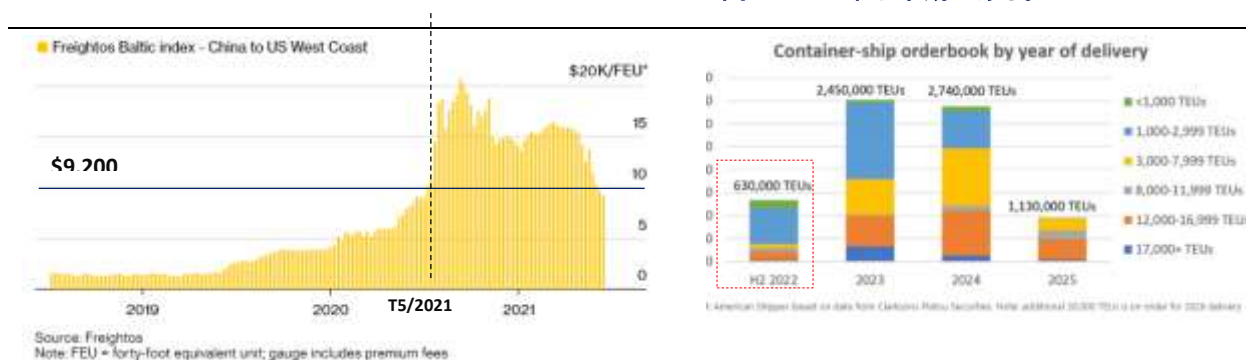
- 平均スポットコンテナ運賃は(1)米国やヨーロッパからの輸出入活動の減速、(2)船舶供給の問題が徐々に改善されているということのため、年初比 25～35%減少した。
- (1) ヨーロッパでの石油サプライチェーンの混乱、(2) 船の供給不足という要素ということのため、スポット石油の運賃は 2022 年初比 2 ～ 3 倍に上昇した。
- BSC は海運業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年 6 カ月には、平均スポットコンテナ運賃は年初比 25～35%減となった。平均賃料は(1)米国やヨーロッパなどの重要な国での輸出需要の減速、(2)船舶供給の問題が徐々に改善されているということのため、横に推移している。

2022 年下半期には、世界的な船隊の総積載量は通年で引き渡される総出荷能力の 70% を占める 63 万 TEUS を追加 増加すると予測されております。そのために、BSC はスポットコンテナ運賃が年末に下落する傾向があると考えております。

世界的なコンテナ運賃指数は年初比 30%減となった。

船隊の総積載量は前年比 3%増の 2,500 万 TEUS を達すと予測されています。引き渡し期間は 2022 年下半期である。

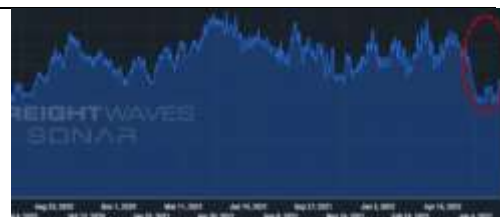


ソース: Bloomberg, BIMCO

中国から米国とヨーロッパへの重要なサービスルートの運賃は前年同期比 25~35%減となった。

米国での船受注数は 2022 年 4 月に比べて 32% 減少した。

上海 - Rotterdam	12,954	13,658	9,182	-29.1%	-32.8%
上海- Los Angeles	9,733	10,520	7,480	-23.1%	-28.9%
上海- Genoa	12,685	12,779	10,829	-14.6%	-15.3%
上海- New York	11,825	13,518	10,164	-14%	-24.8%

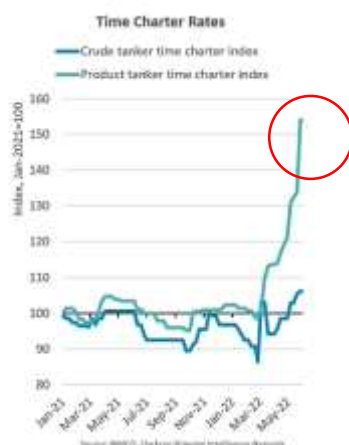
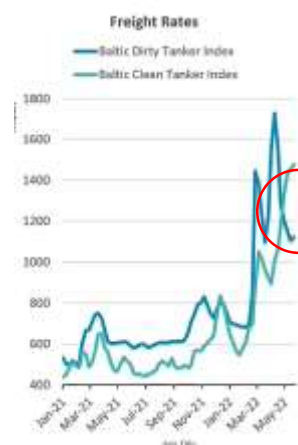


ソース: Drewry

そのうち、スポット石油の運賃は 2022 年初比 2 ~ 3 倍に上昇した。原因は(1) ヨーロッパでの石油サプライチェーンの混乱、(2) 船の供給不足という要素ということのためだ。

スポット石油の運賃は 2022 年初比 2 ~ 3 倍に上昇した。

新規原油用船の数は直近 10 年間で最低水準で留まっている(船隊の 6~7%を占め)



ソース: BIMCO, Clarksons

投資観点 - 中立

BSC は海運業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

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 8 月 9 日の 終値	目標 価格	Upside
VOS	2,062	41%	523	7%	4,064	4.5	1.7	17%	34%	18,400	20,600	12%
PVT	8,622	16%	1,054	26%	2,685	7.9	0.8	7%	13%	21,150	25,700	22%

ソース: BSC Research

C.高い成長業界

11.航空業[有望]

分析者: Phạm Quang Minh

Email: Minhpmq@bsc.com.vn

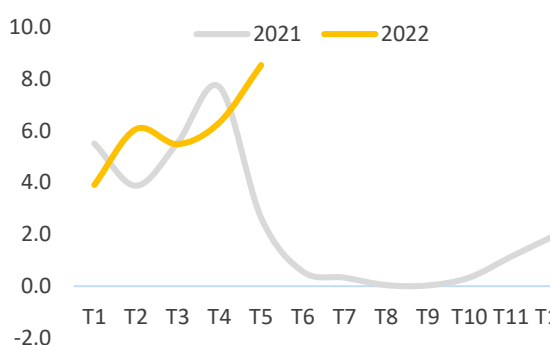
- 国内線旅客数は前年同期比 105%増となった。この回復は(1)エピソードの流行が効果的に封じ込まれた、(2)エピソード流行の 2 年間後観光リベンジの需要、(3)より多くの国内線を開設する航空会社からの新しい供給ということから由来した。
- 海外線旅客数は(1)輸入国規制が徐々に解除されている、(2)ベトナムが国際線を再開したという要素のおかげで、2019 年同期比 10%増となった。
- パンデミックの 2 年間における観光需要が抑制されたため、国際輸送活動の回復速度は非常に速い。そのうち、アジアでの回復速度は次のワクチン接種の展開により、ヨーロッパより遅い。
- 2022 年には、BSC はベトナム空湾を通過する国内線旅客及び海外線旅客がそれぞれ、前年比 160%増の 7,700 万人、同+574%増の 340 万人であると予想しております。
- 原油価格が前年比 105%増加したのは航空企業の事業活動に悪影響を及ぼした。
- BSC は航空業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

国内輸送 – 2022 年 5 ヶ月には、前年同期比 105%増加した。

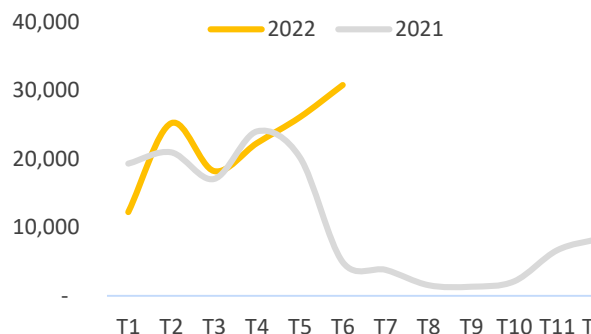
2022 年 5 ヶ月には、国内線旅客数は前年同期比 24.4%増の 3,140 万人だった。この増加は(1)新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれた、(2)エピソード流行の 2 年間後観光リベンジの需要、(3)より多くの国内線を開設する航空

会社からの新しい供給ということから由来した。2022 年下半期には、BSC は(1)新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に引き続き封じ込まれる、(2)2022 年下半期の水準が低いという要素のおかげで、回復傾向が続くと考えております。それによると、BSC は 2022 年の国内線旅客数が前年比 160%増の 7,700 万人と予測しております。

2021 年～2022 年の期間における国内線旅客数(100 万人)



2021 年～2022 年の期間における国内線運航便数(便)

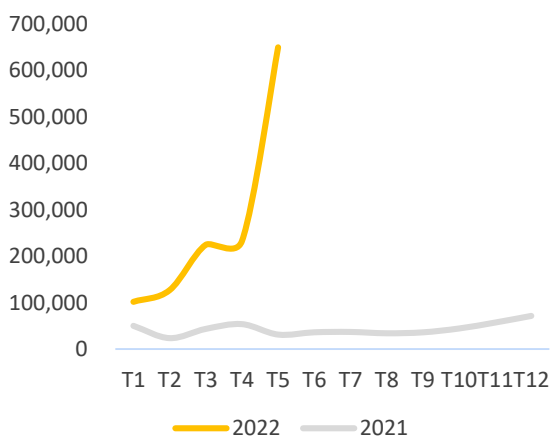


ソース: BSC Research

国際輸送 – 2022 年 5 ヶ月には、前年同期比 10%増加した。

2022 年 5 ヶ月には、国際線旅客数は(1)入出国規制が段階的に解除されている、(2)多くの国が新型コロナウイルス感染症の流行をよく封じ込むと、国際線の飛行ルートが復元されたということのおかげで、前年同期比 660%増の 1,550 万人だった。

2021 年～2022 年の期間における国際線旅客数(100 万人)



90%の国以上が国際線を開設(*)



ソース: BSC Research tổng hợp

ダークブルー: オープン + 検疫・テストが不要; ライトブルー: オープン + テストのみが必要です; 黄色: 帰国者のみの入国

観光需要がパンデミックの 2 年後抑制されたため、国際輸送活動の回復速度は速くなっています。営業再開から 1 四半期後、ベトナムへの国際旅客数は 2019 年同期に比べて 12% に相当したが、第 1 四半期ではわずか 2% だった。そのうち、

- アメリカ、ヨーロッパは高水準の回復を記録し、2019 年の同期間比 20 ~ 30% 増となった。
- アジアでの回復速度は次のワクチン接種の展開により、ヨーロッパより遅い。原因は(1)ワクチン接種プログラムがヨーロッパの次に展開した、(2)多くの国が 2020 年~2021 年の期間におけるゼロ Covid 政策を維持しているために回復度が遅くなるということのためだ。Covid ゼロ政策による中国 (2%)、ロシアとウクライナの政治的緊張によるロシア (3%) などのベトナムの主要市場の一部は、影響を受けています。

2022 年第 3 四半期初から、ベトナムの重要な市場は入出国規定を引き続き緩和した。具体的には、韓国は 5 月 1 日から、飛行機で到着する乗客に対し PCR 以外の迅速な検査結果を認めるようになります。6 月 1 日から、日本は入国を許可された人の数を 2 倍の 20,000 人/日にした。6 月 15 日から、台湾は自宅隔離の日数を 7 日から 3 日に短縮した。それによると、BSC は BSC は、(1) 高頻度の国際線の再開と (2) 2021 年の低水準ということのおかげで、国際輸送セグメントは 2022 年下半年に大きく回復すると期待しております。BSC は、第 3 四半期と第 4 四半期の旅客数は 2019 年の同期の 15% と 17% に相当すると予測しております。

2019 年に比べてベトナムへの国際線旅客数の四半期別回復率

2019 年に比べて回復率	2020			2021				2022	
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
全諸国	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	12%
- 中国	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
- 韓国	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	10%
- 日本	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	2%	11%
- 台湾	0%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	4%	7%
- マレーシア	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	14%
- タイ	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	17%
- シンガポール	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	43%
- フィリピン	0%	2%	1%	1%	1%	0%	1%	2%	17%
- カンボジア	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	6%	
- インドネシア	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	19%
- ラオス	3%	33%	22%	12%	7%	7%	15%	18%	70%
- 香港	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
- 他のアジア市場	1%	2%	1%	2%	2%	1%	2%	5%	49%
- インド									
- アメリカ	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%	33%
- カナダ	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	22%
- 他のアメリカ市場	1%	2%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	18%
- ロシア	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%
- イギリス	0%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	2%	21%
- フランス	0%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	2%	21%
- ドイツ	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	3%	29%
- オランダ	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%	3%	27%
- イタリア	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	24%
- スウェーデン	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	26%
- スペイン	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%	2%	18%
- デンマーク	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	27%
- スイス	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	23%
- フィンランド	0%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	29%
- ノルウェー	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	32%
- ベルギー	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%	3%	23%
- 他のヨーロッパ市場	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	4%	24%
- オーストラリア	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	28%
- ニュージーランド	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	12%

-その他のオーストラリア市場

1%	1%	0%	1%	0%	0%	2%	6%	11%
----	----	----	----	----	----	----	----	-----

-アフリカ

1%	1%	2%	3%	3%	2%	4%	4%	18%
----	----	----	----	----	----	----	----	-----

ソース: GSO, BSC Research

BSC は 2022 年の国際線旅客数が韓国市場と米国市場からの回復のおかげで前年比 574%増の 340 万人であると予測しております。

諸国のオープンドア政策のシナリオ

旅客数回復シナリオ

順番	国	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	順番	国	Q2	Q3	Q4	2022
1	中国		0		1	中国	2%	4%	5%	
2	韓国	1	3		2	韓国	10%	17%	20%	
3	日本	1	2	3	3	日本	11%	13%	15%	
4	台湾	1	2	3	4	台湾	7%	12%	15%	
5	アメリカ		4		5	アメリカ	33%	40%	50%	
6	その他		3		6	その他	22%	24%	27%	
					合計		12%	15%	17%	12%

ソース: BSC Research

0- オープンしない

1- 入国制限

2- オープン + テスト+隔離/ある種の制限

3- オープン + テスト

4- オープン

2019 年にベトナムを訪れる外国人旅行者の市場シェアの上位 5 か国 の入出国政策最新

順番	国	ベトナムへの外国人旅行者の割合	2021 年 7 月の時点での入出国規定	BSC のノート
1	中国	32%	■ 7 日間の集中隔離、その後 3 日間の自宅隔離。	オープンしない
2	韓国	24%	■ 完全にワクチン接種された場合	オープン + テスト
3	日本	5%	■ 入国者数を 1 日 20,000 人に制限します。 ■ 一部の国ではテストが必要だ。	制限
4	台湾	5%	■ 自宅で 3 日間隔離 ■ テストが必要だ。	オープン + テスト+隔離

5 米国

4%

オープン

ソース: BSC Research

ジェット油- A1 価格は前年比+105%増、年初比 + 60%増 の 155 USD/bbl だった。原因は(1)石油需要がパンデミック後力強く回復した、(2) ロシアとウクライナの緊張による供給の中断ということのためだ。航空企業はコストの 100%を チケット価格に換算できないため、石油価格の急騰は航空輸送グループの事業活動に悪影響を及ぼしています。2022 年下半期には、BSC は原油価格の上昇が減速され、航空輸送企業の事業活動が改善されると期待しております。

ジェット-A1価格とブレント価格の推移



ソース: BSC Research

為替レートの変動は航空企業の 2022 年第 2 四半期業績に影響するだろう。そのうち、円・VND の為替レートの変動は ACV の業績に最も大きな影響を与えた。2022 年上半期には、BSC は ACV が円安・ドン高による為替差益 1 兆 4,000 億～1 兆 5,000 億 VND を計上すると予測しております。

いくつかの企業の外貨借入残高更新

順番	企業	短期的な外貨借入残高		借入合計%	総資産(%)	影響度
1	ACV	13,477	JPY	100%	25%	プラス
2	VJC	3,787	USD	19%	7%	普通
3	HVN*	7,050	USD	35%	11%	普通

ソース: BSC Research

*ノート:2021 年 12 月 31 日の時点でのデータ

投資観点 - 有望

BSC は航空業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

- ACV、SCS などの航空サービス企業の場合、BSC は、旅客数/貨物量の回復による直接的に恩恵を受けることで、「有望」と評価しております。
- HVN、VJC などの航空輸送企業の場合、BSC は、(1) 2022 年下半期には原油価格が高い水準で留まること、(2) 国際旅客輸送が完全に回復していないことから、「中立」と評価しております。

航空企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
SCS	920	10%	640	14%	6,587	13.2	3.3	39%	43%	87,000	100,000	15%
ACV	10,992	131%	5,238	992%	2,406	36.0	4.4	9%	12%	86,708	110,000	27%

ソース: BSC Research

12.水産業[有望]

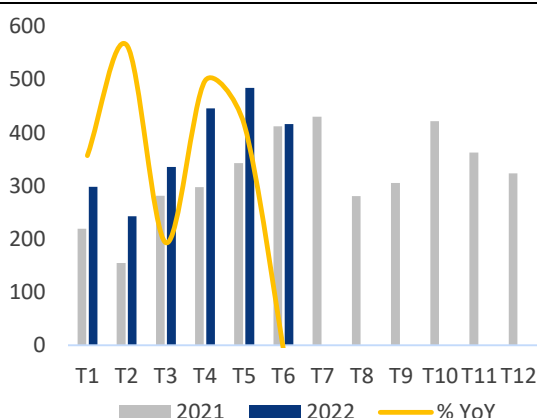
分析者: Nguyễn Cẩm Tú, CFA

Email: Tuntc@bsc.com.vn

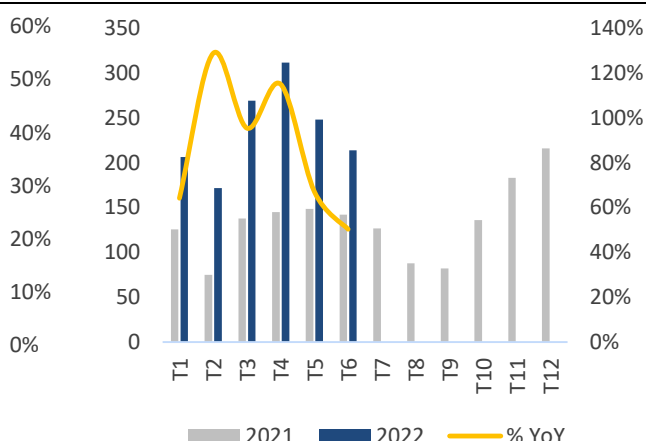
- ベトナム水産加工輸出協会(VASEP)によると、2022 年第 2 四半期には、水産製品の輸出額は前年同期比 34%増の 32 億ドルであり、そのうち、エビ製品とチャー魚製品の輸出額はそれぞれ、同+28%増、同+78%増となった。
- 2022 年下半期には、BSC は(1)米でのインフレと景気後退のリスクに関する懸念が輸出成長率を減速させる、(2)中国市場が再開の兆しを見せていないという要素を基づく、水産業の成長率が 2022 年上半期よりも遅くなると考えております。しかし、2021 年の低い水準のおかげで、前年同期の成長率は確保されている。
- BSC は水産業の 2022 年投資見通しを「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 2 四半期には、水産製品の輸出額は前年同期比 34%増の 32 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+28%増の 14 億ドル、同+78%増の 7 億 7,300 万ドルとなった。

エビ製品の輸出額



チャー魚製品の輸出額



ソース: Agromonitor

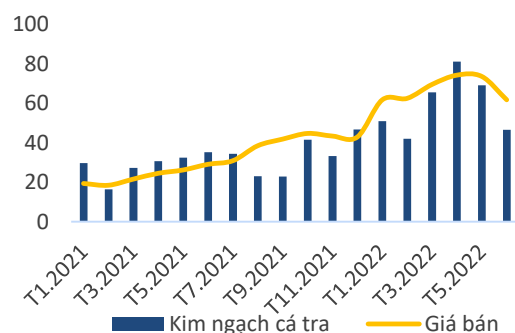
2022 年下半期には、BSC は(1)米でのインフレと景気後退のリスクに関する懸念が輸出成長率を減速させる、(2)中国市場が再開の兆しを見せていないという要素に基づく、水産業の成長率が 2022 年上半期よりも遅くなると考えております。しかし、2021 年の低い水準のおかげで、前年同期の成長率は確保されている。

チャー魚輸出価格は 4 月比小幅下落したが、前年同期より高い水準で留まっている。米国と中国での平均販売価格はそれぞれ、前年同期比 59%増で前四半期比 6%増の 4,830 ドル／t、同+36%増で同+0%増の 2,520 ドル／tだった。

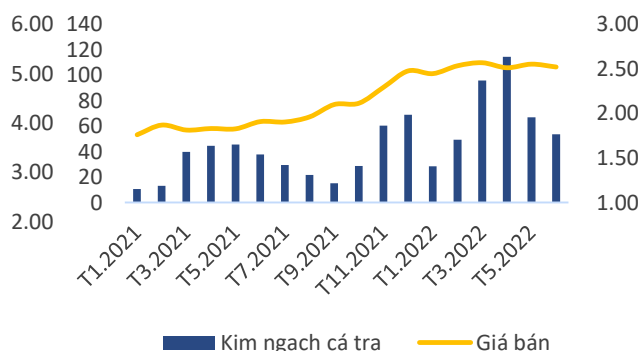
米市場では、インフレと景気後退リスクは 5 月と 6 月に水産製品の輸出額を減少させた。BSC は 2022 年下半期には、このリスクがベトナムの水産製品輸出に影響すると考えております。

中国では、BSC は 2022 年下半期には、中国が完全な再開の兆しを見せていない、おれがベトナムのチャー魚消費需要に影響を与えると考えております。しかし、長期的には、BSC は、中国が徐々に再開すると、水産企業が力強く成長すると期待しております。

米市場



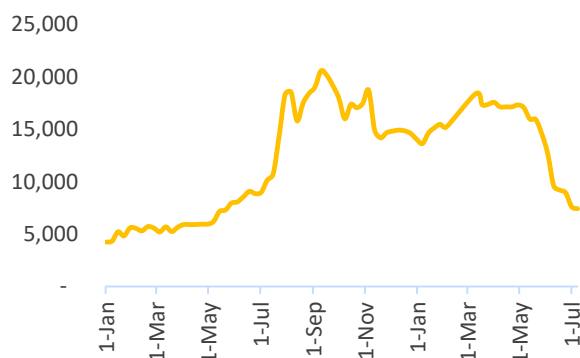
中国市場



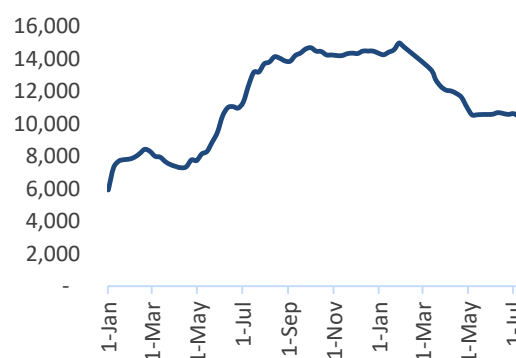
ソース: Agromonitor

運賃の大幅な下落は水産企業の一部なコストを削減すると予想されます。7 月には、東南アジアから米国への平均運賃はピークからの-59%減、前年同期比 41%減の約 6,957 ドルだった。東南アジアからヨーロッパへの運賃はピークからの-32%減、前年同期比 18%減の約 10,219 ドル だった。

東南アジアから米国への平均運賃



東南アジアからヨーロッパへの運賃



ソース: FBX

投資観点-有望

BSC は水産業の 2022 年投資見通しを「有望」と評価しております。2022 年下半期には、BSC は(1)米でのインフレと景気後退のリスクに関する懸念が輸出成長率を減速させる、(2)中国市場が再開の兆しを見せていないという要素を基づく、水産業の成長率が 2022 年上半期よりも遅くなると考えております。しかし、2021 年の低い水準のおかげで、前年同期の成長率は確保されている。

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 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
VHC	12,378	38%	2,200	101%	11,900	7.1	2.1	27%	34%	84,500	111,000	31%
ANV	6,858	96%	675	X4.2	4,900	10.1	2.1	21%	26%	49,500	55,400	12%

ソース: BSC Research

13.畜産業[有望]

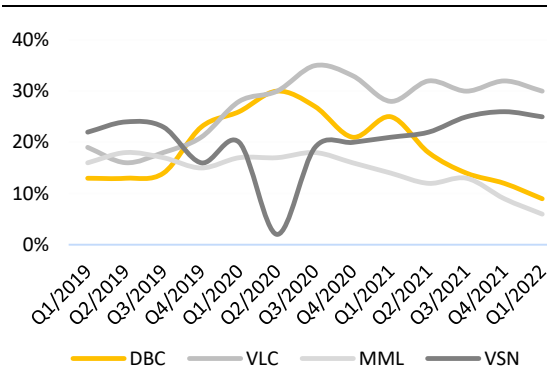
分析者: Phạm Thị Minh Châu

Email: Chauptm@bsc.com.vn

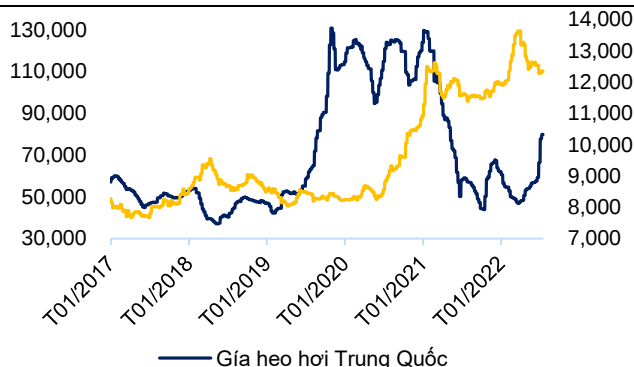
- 2022 年上半期には、畜産企業の業績の底だった。
- 畜産企業の業績は 2022 年上半期の底からプラスの回復を記録し、2023 年まで続くと予想される。
- BSC は畜産業の 2022 年下半期～2023 年見通しを「有望」と評価しております。

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

2019 年～2022 年の期間における畜産企業の売上総利益率の推移



2017 年～2022 年の期間における中国の豚価格と飼料価格の推移 (VND/KG)



ソース: DBC, Bloomberg, BSC

原因は下記の通りです。

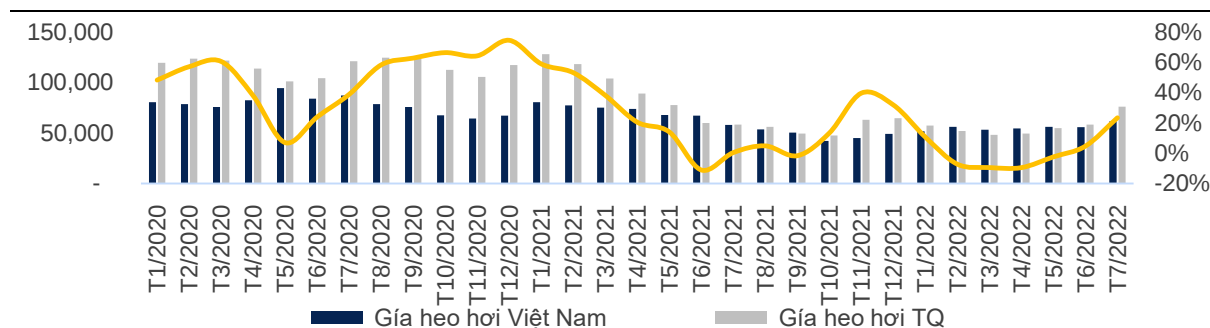
- (1) 2022 年第 1 四半期と 2022 年第 2 四半期の全国豚の平均価格はそれぞれ、前年同期比 31%減、同-20%減となった。2022 年上半期の豚の平均価格は前年同期比 26%減となった。
- (2) 2022 年第 1 四半期と第 2 四半期の飼料価格はそれぞれ、前年同期比+29%増、同 40%増となった。2022 年上半期の飼料価格は前年同期比 29～38%増となった。この増加は(1)供給の混乱がロシアとウクライナの戦争により懸念された、(2)インド、カナダなど主要輸出国の複雑な気象変動、(3)中国が「ゼロ COVID」政策を実施し続けていることにより輸送コストが高かったということから由来した。

業績は以下の要素のおかげで、2022 年上半期の底からプラス回復を記録し、2023 年まで続くと予想されています。

短期的には、国内と中国の豚価格の差は 2022 年 3 月の 5% から 2022 年 6 月の 23% に徐々に拡大し、一部の生産者は牛群を売却しなかった。そのために、2022 年

7 月の 20 日間に国内の豚価格は 2022 年 6 月に比べて平均 10% ~ 20% 上昇した。

中国とベトナムの豚価格が同相で推移したことで、価格差が徐々に縮小している。



ソース: BBG, Agromonitor, BSC tổng hợp

中期的には、豚価格は 2023 年に 68,000~70,000VND/キログラムで引き続きサポートされる。原因は再群れの活動が少ないために、供給量が減少することのためだ。BSC は、(1) 農業技術と投入原料のイニシアチブを取る、(2) 畜産業界向け利用可能な土地資金という要素のおかげで、DBC、BAF、HA などの上場国内畜産企業が畜産業界から機会を利用できると考えております。

投資観点 - 有望

BSC は畜産業界の 2022 年下半年期~2023 年見通しを「有望」と評価しております。

畜産企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
DBC	13,159	557	2,176	11.7	0.8	4%	7%	25,500	31,800	25%

ソース: BSC Research

D.他の業界

14.食品業[有望]

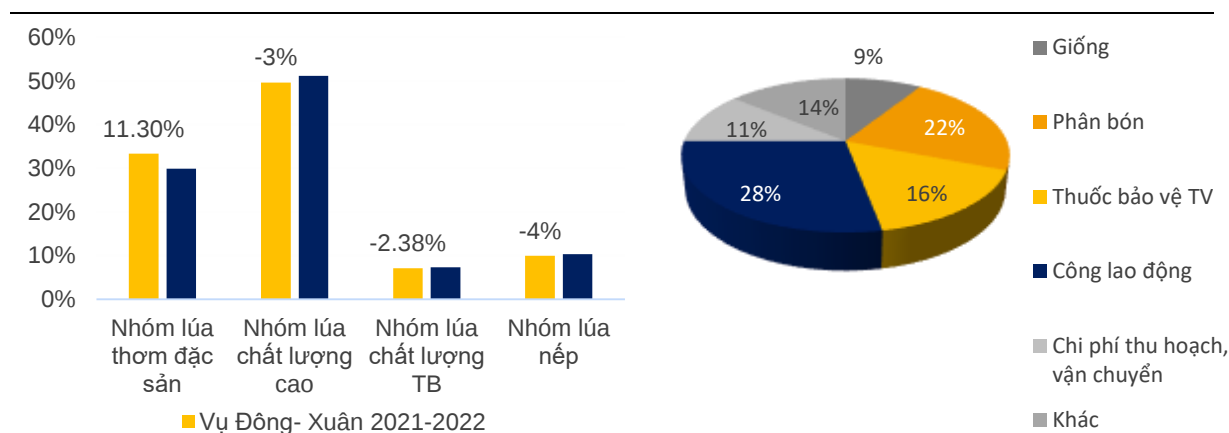
分析者: Phạm Thị Minh Châu

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 年上半期には、米輸出状況特に輸出量はポジティブなシグナルを見せた。
- 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。

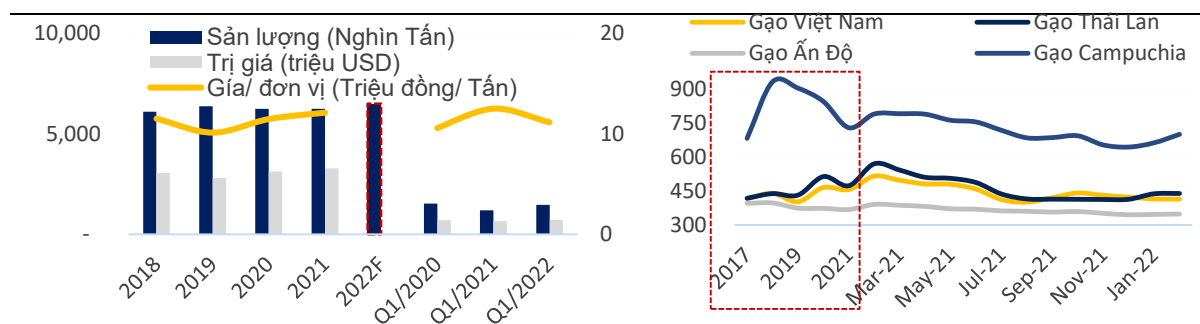
メコンデルタの冬春作物の構造は、全国コメ輸出 コメ生産価格構造量の 90%を占めています。



ソース: 作物局

2022 年上半期には、米輸出状況特に輸出量はポジティブなシグナルを見せ、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 米輸出価格の変動(USD/t) 額



ソース: FAO, 税関総局, USDA

ロシアとウクライナは、2022 年 7 月末に世界的な食糧危機を緩和するために穀物輸出に関する合意に達したが、穀物の供給は、輸送困難（多くのばら積み貨物船が必要であり、乗組員の安全を確保する必要がある）により、2 ～ 3 か月の一定の遅れで回復します。また、ベトナムの主なコメ輸出の割合はベトナムの総輸出量の約 70% を占める 2 つの伝統的な市場であるフィリピンと中国に集中しているために、この出来事はベトナムのコメ輸出量に影響を与えない。

2022 年上半期には、米輸出状況特に輸出量はポジティブなシグナルを見せた。USDA の 2022 年 7 月レポートによると、ベトナムの米輸出量は前年同期比 5% 増の 660 万tだった。この増加は(1)ベトナムの米輸出量の約 50%を占めるフィリピンである伝統的な米消費市場の積極的な需要、(2)諸国が新型コロナウイルス感染症の流行防止期間の後再開し、国内消費と備蓄を確保するために米輸入を増やすと期待していること、(3)EVFTA 自由貿易協定をさらに深める際に潜在的な EU 市場を引き続き開拓するということから由来します。

投資家点 - 有望

BSC は(1)輸出米の品質が向上する、(2)既存市場での市場シェアを維持しながら、ヨーロッパなどの潜在市場を開拓するという要素を基づく、米価格が改善されることのおかげで、米輸出業の 2022 年見通しを「有望」と評価しております。

食品業の業績予測

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 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
LTG	11,935	17%	300	-28%	3,015	11.8	1.1	10%	3%	35,576	36,200	2%

ソース: BSC Research

15.自動車業[有望]

分析者: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhl2@bsc.com.vn

- 自動車市場は 2022 年上半期に力強く成長した、前年同期比 34%増となった。
- 2022 年下半期の成長は、2021 年第 2 四半期の低い水準及び 2022 年第 4 四半期のハイシーズンに自動車需要の回復にサポートされるだろう。
- BSC は自動車業の 2022 年下半期見通しを「有望」と評価しております。

ベトナムでの 2021 年新車販売量は増加したが、急増しなかった。

ベトナム自動車工業会(VAMA)の発表によると、2021 年における VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年比 3%増の 30 万 4,149 台であり、そのうち、乗用車販売台数が前年比 3% 減となり、商用車販売台数が同+ 17% 増となり、特殊車両が同+ 50% 増となった。また、車両の原産地を見ると、VAMA 加盟企業の 2021 年新車販売台数では、国内組立新車販売台数が前年比 10%減の 16 万 8,357 台であり、輸入新車販売台数が同 24%増の 13 万 5,792 台だった。

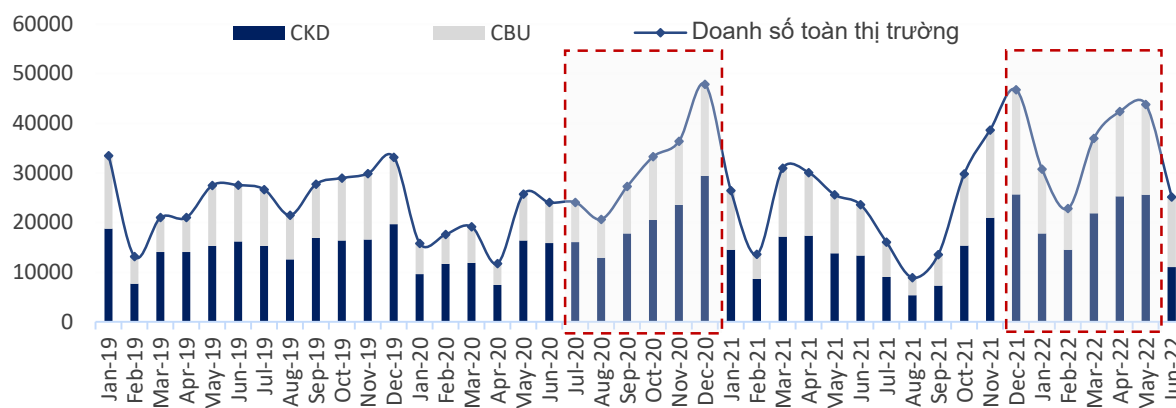
自動車市場の成長は 2021 年末から大きく上昇している。

自動車市場は 2021 年末から現在まで大きく回復している。VAMA のデータによると、2022 年上半期には、VAMA 加盟企業の新車販売台数は前年同期比 34%増の 20 万 1,840 台だった。そのうち、乗用車販売台数、商用車販売台数、特殊車両販売台数はそれぞれ前年同期比+50%増となり、同-5%減となり、同+12%増となった。車両の原産地を見ると、2022 年 6 月末時点まで、国内組立新車販売台数が前年同期比+37%増の 11 万 6,066 台であり、輸入新車販売台数が同+30%増の 8 万 5,774 台だった。

自動車市場の成長は 6 月に減速した。

2022 年上半期の新車販売台数は前月比急減した。具体的には、全市場の新車販売台数は前年同期比 42.6%減の 2 万 5,159 台だった。原因は(1)半導体危機とチップ不足による部品不足、(2)国産生産組立車の登録料を 50% 引き下げるという政策の有効期限は 2022 年 5 月 31 日なので、多くの顧客が 5 月に車を購入したということから由来した。

全市場の新車販売台数は 2021 年末から現在まで大きく回復したが、6 月に減速する兆しを見せています。



ソース: VAMA, BSC Research

2022 年下半期の成長は、2021 年第 2 四半期の低い水準及び 2022 年第 4 四半期のハイシーズンに自動車需要の回復にサポートされるだろう。

BSC は、自動車販売が 2022 年第 3 四半期末から徐々に改善すると期待しております。これは、(1) 中国が徐々に生産活動を再開していることで部品不足の問題が緩和されること、(2) 年末に自動車購入のピークシーズンに突入することから由来した。

また、2022 年の残り期間には、多くの新モデルが発売されます。また、10 月に開催される 2022 年ベトナム自動車ショーはベトナム自動車市場の販売促進につながると期待されています。

ビンファスト (VinFast) メーカーはガソリン用車事業から正式に撤退した。

7 月 15 日には、VinFast はガソリン車の販売をやめて、電気自動車に注力すると発表した。これにより、他の多くの自動車メーカーが市場シェアを拡大する機会がある。Vinfast のガソリン車市場シェアは国内の自動車市場シェアのほぼ 11% を占めています。また、Vinfast は価格競争力の高い企業の 1 つであるため、このブランドが市場から撤退すると、他の自動車メーカーに対する競争圧力が大幅に低下する可能性があるだろう。

投資観点-有望

BSC は(1)自動車市場は 2022 年上半期に力強く成長した、前年同期比 34%増となった、(2)2022 年下半期の成長は、2021 年第 2 四半期の低い水準及び 2022 年

第 4 四半期のハイシーズンに自動車需要の回復にサポートされるだろうという要素に基づく、自動車業の 2022 年下半年見通しを「有望」と評価しております。

長期的には、BSC はベトナム自動車業の成長が大きな余地を残っていることで、自動車企業の成長が大きく上昇すると考えております。

自動車業の業績予測

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 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
VEA	4,421	10%	6,485	13%	4,832	9.5	2.3	25%	25%	46,065	56,000	22%

ソース: BSC Research

16.繊維・アパレル業[中立]

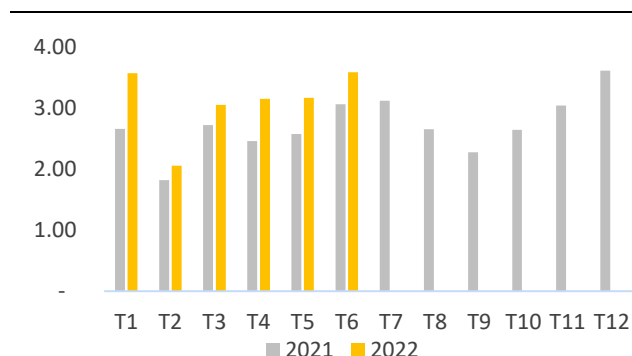
分析者: Nguyễn Cẩm Tú, CFA

Email: Tuntc@bsc.com.vn

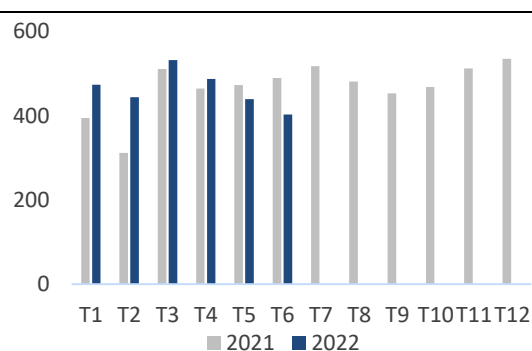
- 2022 年第 2 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比 18%増の 118 億ドンであり、そのうち、繊維:前年同期比 22%増、ファイバ:前年同期比 7%減だ。
- 2022 年下半年には、BSC は繊維・アパレル企業の見通しはより困難になると考えております。2022 年上半年に比べて、繊維企業の成長率が年初に比べて減速しする一方で、糸価格が下落すると、糸事業が有る企業が影響を受けます。
- BSC は繊維・アパレル業の 2022 年下半年見通しを「中立」と評価しております。

2022 年第 2 四半期には、繊維・アパレル製品の輸出額は前年同期比 18%増の 118 億ドンだった。そのうち、繊維事業の輸出額は伝統的な受注のおかげで前年同期比 22%増の 99 億ドルだった。ファイバ事業の輸出額が前年同期比 7%減の 13 億ドルだった。

繊維・アパレル製品の輸出額(10 億 USD)



ファイバと糸の輸出高(100 万 USD)

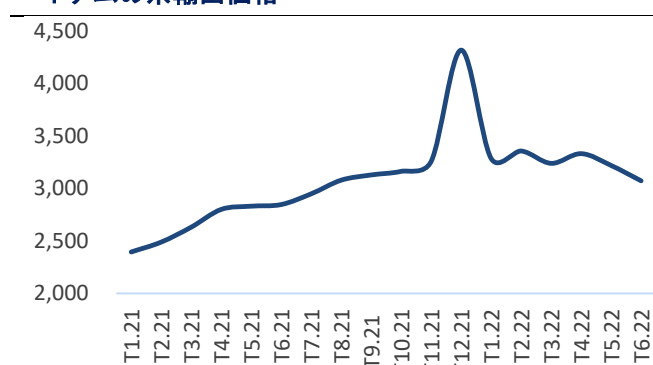


ソース: TCHC

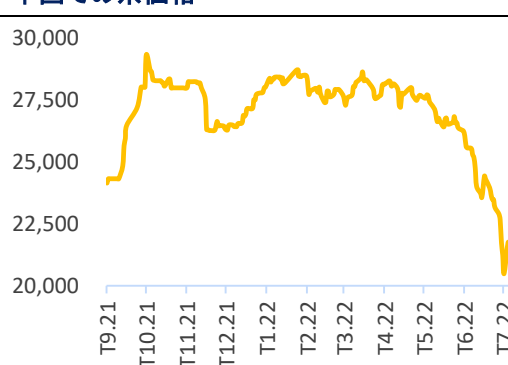
2022 年下半期には、BSC は繊維・アパレル業の見通しは困難に直面すると考えております。糸事業が有る繊維・アパレル企業の成長率は 2022 年上半期に比べて減速するだろう。

糸事業: BSC は 2022 年下半期には、中国の糸価格が 5 月のピークから-23%へ急減した時に、糸が有る企業は成長を維持するために多くの困難に直面すると考えております。

ベトナムの糸輸出価格



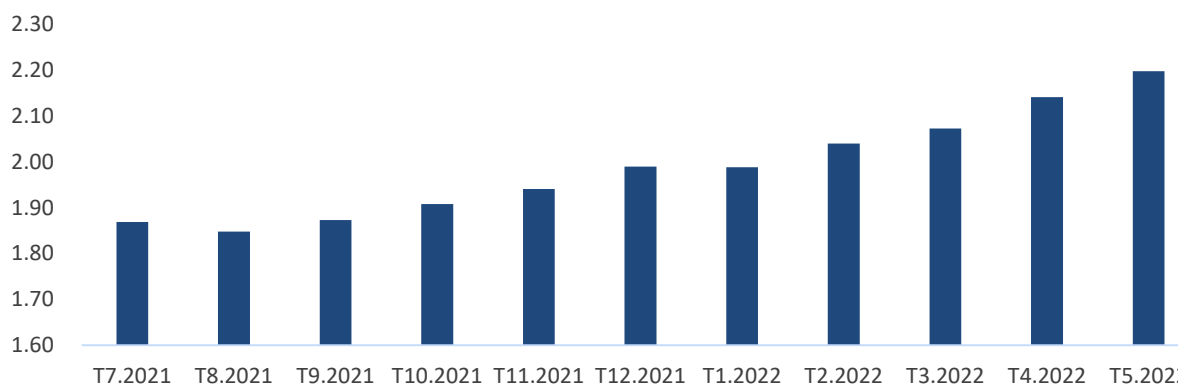
中国での糸価格



ソース: 税関総局, Bloomberg

繊維・アパレル事業: BSC は、米国市場の在庫が高い水準で留まって、技術的な不況が続けているのは 2022 年下半期に受注に圧力をかけると考えています。BSC は、Walmart、Target 顧という顧客がいる工場の受注は減少されると考えております。

米国での衣料品在庫額(10 億 USD)



ソース: ychart

BSC は、中国がゼロ Covid 政策を引き続き追求するのは、投入材料の 60% 以上がこの市場から来ていると、繊維・アパレル業の材料供給源に一定の影響を与えていると考えています。しかし、2022 年第 2 四半期には、繊維企業が受注に十分な原材料を確保していたことで、このリスクは大幅に減少した。また、コットン価格の急落も、2022 年上半期に比べて投入材料コストの上昇を抑えることに寄与した。

投資観点 - 中立

BSC は繊維・アパレル業の 2022 年下半期見通しを「中立」と評価しております。

繊維・アパレル業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
MSH	5,952	25%	467	6%	6,200	7.6	1.5	13%	26%	47,000	53,000	13%
TNG	6,375	20%	306	31%	3,100	9.2	1.5	7%	20%	28,400	31,400	11%

ソース: BSC Research

17.セメント業[中立]

分析者: Đinh Mạnh Thắng

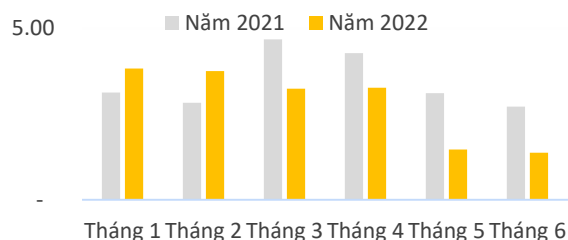
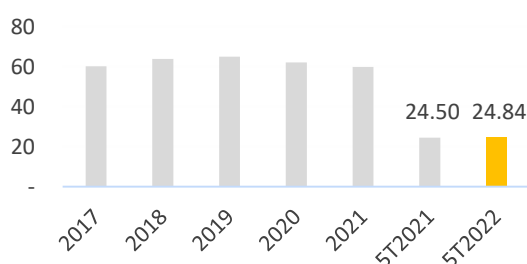
Email: Thangdm@bsc.com.vn

- 国内セメント消費量は新型コロナウイルス感染症の流行前回復した。
- 輸出見通しはあまり前向きではなく、多くのセメント企業の経営効率を低下させている。
- 販売価格の上昇は石炭価格を中心とした原材料価格の上昇をカバーするには十分ではないために、売上総利益率は低下した。
- BSC はセメント業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

総消費量は輸出活動の困難に減少した。2022 年上半期には、国内セメント消費量は横に推移したが、輸出量が前年同期比 50%減少した。輸出量の減少は(1)原油価格高騰は輸送費用を増加させ、輸出用セメントの競争力を低下させた；(2)重要な市場である中国での需要が新型コロナウイルス感染症の封じ込み政策により急減した；(3)フィリピンやバングラデシュなどの重要な輸出市場では、国内生産に対する保護主義的な政策が強化されたということから由来した。消費需要の急減は製品 1 台当たりの固定費を増加させ、経営効率を低下させる。

国内セメント消費量は横に推移した(100 万 t)

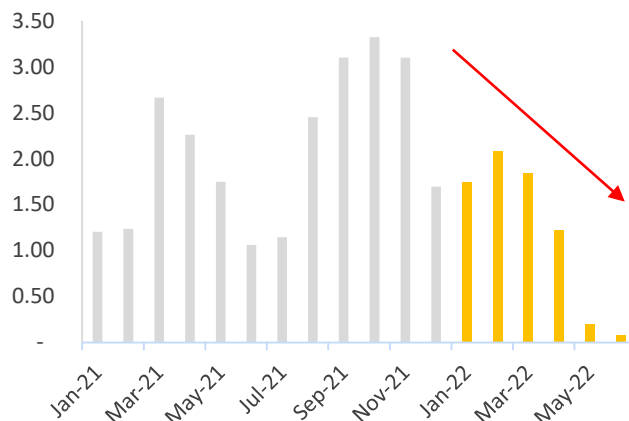
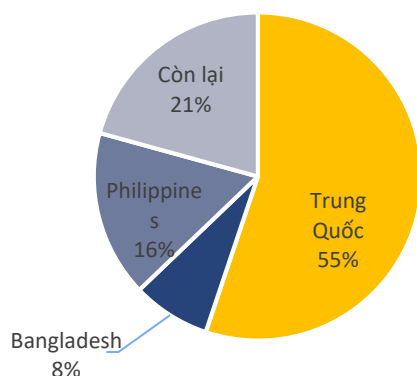
2022 年には、セメントとクリンカ輸出量は減少している(100 万 t)



ソース: VNCA, 税関総局, BSC Research

中国、フィリピン、バングラデシュがセメント輸出市場構造の大部分を占めている。

中国の反 Covid 政策により、中国への輸出量が大幅に減少した(100 万 t)

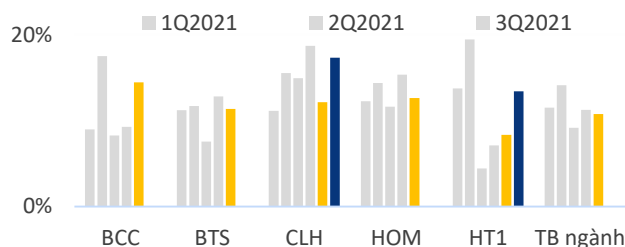
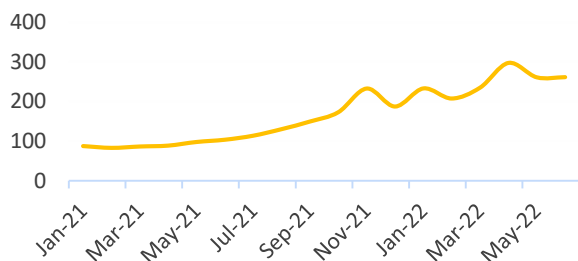


ソース:税関総局, BSC Research

殆どのセメント企業の業績は原材料価格の上昇により減少した。セメント企業は販売価格を 10~15%に引き上げたが、生産費用の 30~35%を占めている輸入石炭価格が 2 倍増加したことで、ほとんどのセメント企業の売上総利益率が減少した。CLH の売上総利益率は低い輸入石炭価格のおかげで高い水準を維持できた。

2022 年初から輸入石炭価格が 2 倍増加した (USD/t)

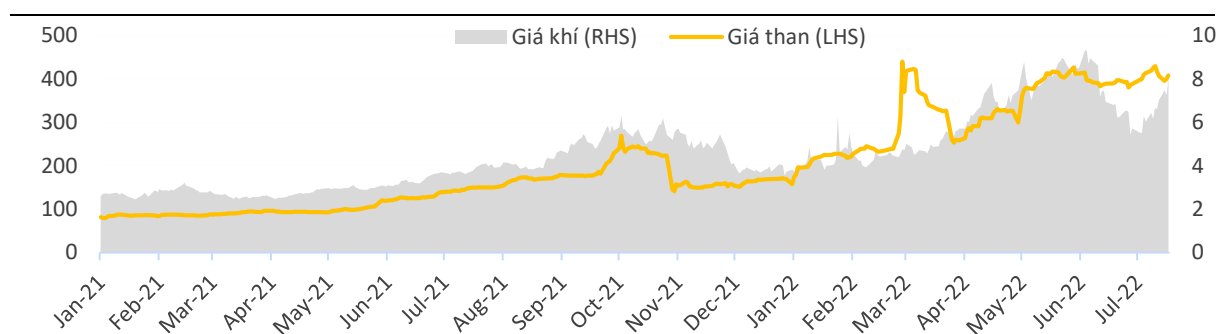
ほとんどのセメント企業の売上総利益率が減少した。



ソース:税関総局,企業の財務諸表, BSC Research

BSC は輸入石炭価格が世界的な需要の高まりと天然ガスの供給不足により、2022 年末まで高値が続くと予測しています。原因は(1)西側諸国がロシアからの石炭輸入を禁止したことで、他の輸出国の石炭価格が上昇した、(2)中国が電力不足に対処するために新しい火力発電所のライセンスを強化していることで石炭の需要を増加させている、(3)冬になると天然ガス(発電用石炭の代替燃料)が不足するということから由来した。

石炭価格(USD/t)や天然ガス価格(USD/mmBTU)



ソース: Bloomberg, BSC Research

投資観点 - 中立

BSC は(1)国内セメント消費量は新型コロナウイルス感染症の流行前回復した、(2)輸出見通しはあまり前向きではない、(3)販売価格の上昇は石炭価格を中心とした原材料価格の上昇をカバーするには十分ではないという要素を基づく、セメント業の2022年下半期見通しを「中立」と評価しております。

セメント企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
HT1	9,236	31%	380	3%	995	16.9	1.3	4%	7%	16,800	18,700	11%
BCC	5,026	16%	108	0%	877	18.2	0.9	3%	5%	16,000	N/A	N/A

ソース: BSC Research

18.損害保険業 [中立]

分析者: Đinh Mạnh Thắng

Email: Thangdm@bsc.com.vn

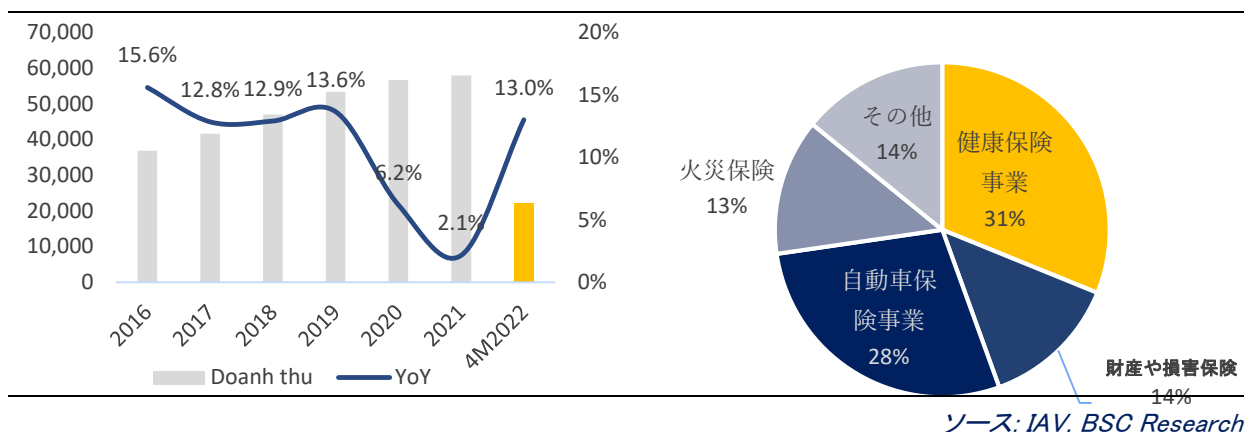
- 2022 年には、保険手数料による収入の成長率は 10%になると予測されております。この成長は(1)健康保険事業の成長率が新型コロナウイルス感染症の流行前のように上昇する、(2)自動車保険事業の成長率が小幅上昇するということから由来した。
- 2022 年の合算比率は保険料に対する保険金請求比率と他の費用比率の増加により、再上昇している。
- 金利がわずかに引き上げるのが金融活動による収入を増加させる。

- 損害保険業の評価(PB=1.6x)は過去と他の金融業に比べて高い水準で留まっている。
- BSC は損害保険業の 2022 年下半期投資見通しを「中立」と評価しております。

保険手数料による収入は 2 桁成長を維持する。2022 年初の 4 ヶ月には、保険料の総収入は前年同期比 13%増の 22 兆 2,540 億 VND であり、そのうち、健康保険事業の収入及び自動車保険事業の収入はそれぞれ、前年同期比 17.9%増、同 8.5%増となった。

保険料収入の成長

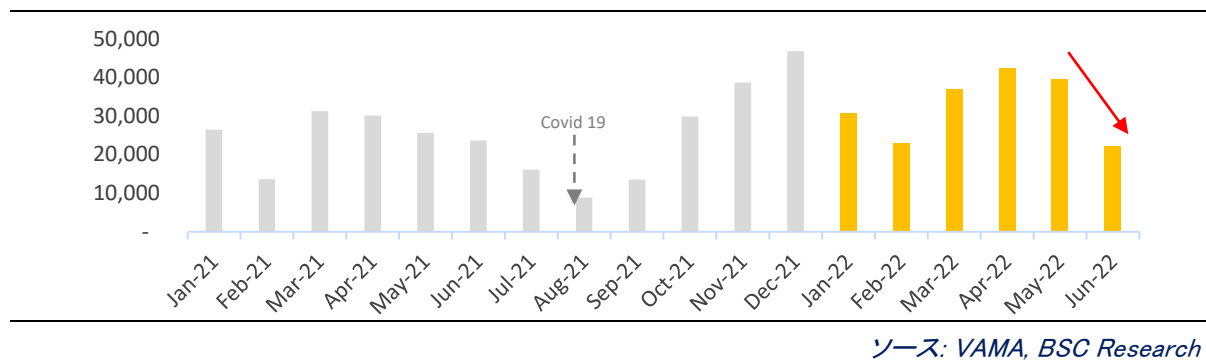
保険業務別収入割合



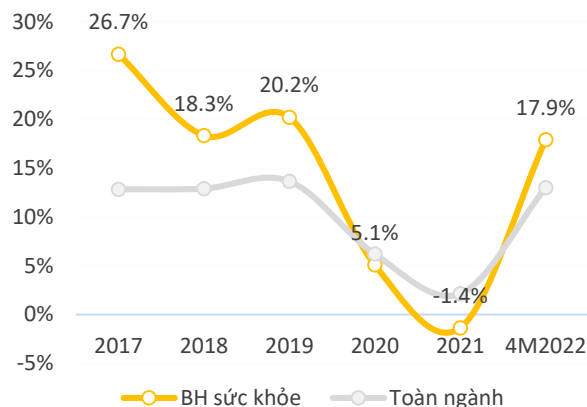
BSC は、2022 年の損害保険料収入の成長率が 10% になるという以下の要素を基づく予測を維持しております。

- 健康保険料の収入成長率は新型コロナウイルス感染症の流行前の平均 20%まで回復する。
- 自動車保険料の収入は前年比 6%増となる。

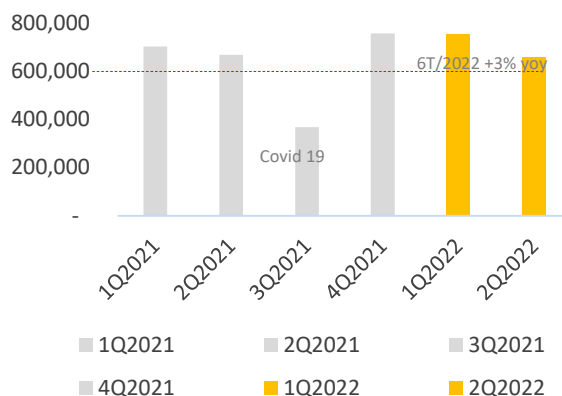
自動車販売量は 2022 年第 1 四半期に急増したが、現在減速している。



健康保険料の収入成長率は業界の平均水準より高い。



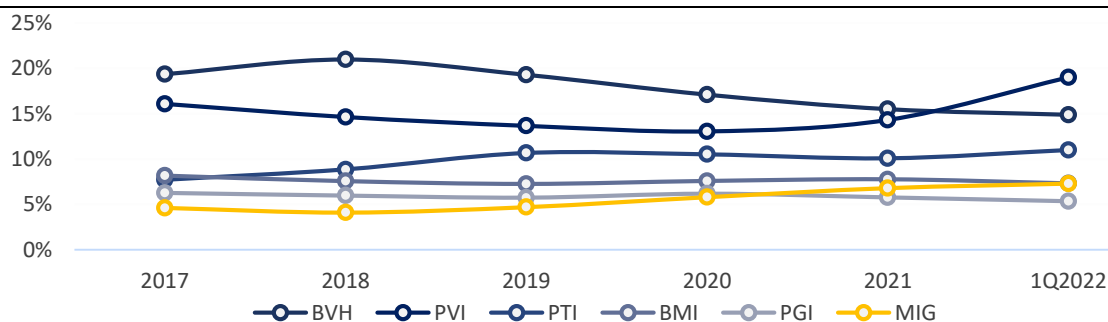
ベトナムでのバイク販売は徐々に飽和状態になっている。



ソース: IAV, VAMM, BSC Research

損害保険企業の市場シェアは 2022 年第 1 四半期に著しく変化した。具体的には、トップは PVI (21.4%) であり、次は BVH (14.9%)、PTI (10%)、BMI (7.1%)、MIG (6.1%) である。上位 5 保険企業の戦略は BVH が拡大を縮小して運用効率を高め、MIG と PVI が成長を続け市場を拡大し、BMI と PTI が拡大を中止して現在の市場シェアを維持し、組み合わせて運用効率を向上させるということだ。

損害保険市場シェア (元受け保険料収入に基づく)



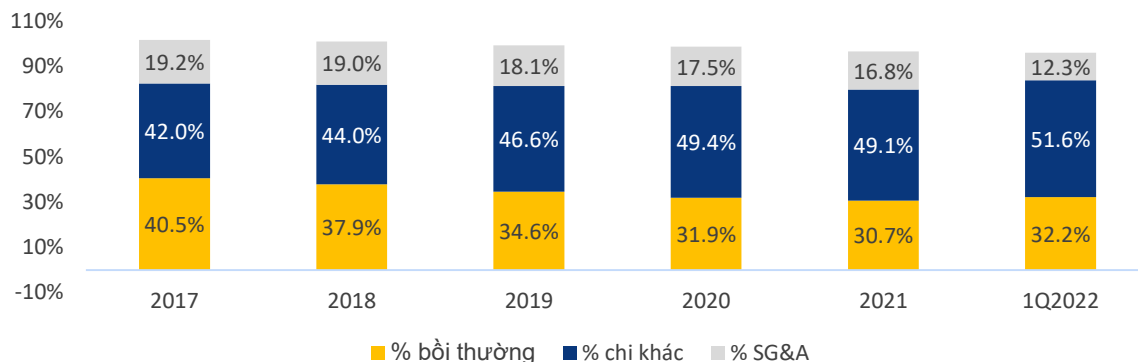
ソース: IAV, 企業の財務諸表, BSC Research

合算比率は 2022 年第 1 四半期に小幅に低下した。損害保険業の合算比率は 2021 年比-50bps 減の 96.1 である。BSC は業界の合算比率が以下の要素に基づく 2022 年下半期に再増加すると予測しております。

- 保険料に対する保険金請求比率は新型コロナウイルス感染症の流行後に経済的及び社会的な活動が正常に戻ると、増加する傾向がある。
- 他の費用比率は増加する。

- 販管費用比率は直近の数年間にデジタル トランスフォーメーション傾向のおかげで、減少している傾向がある。しかし、2022 年には、トレーニング活動、会議、セミナーなどの費用が再増加するために、減少が 2022 年第 1 四半期ほど強力ではないと考えております。

合算比率は 2022 年第 1 四半期に小幅に低下した。

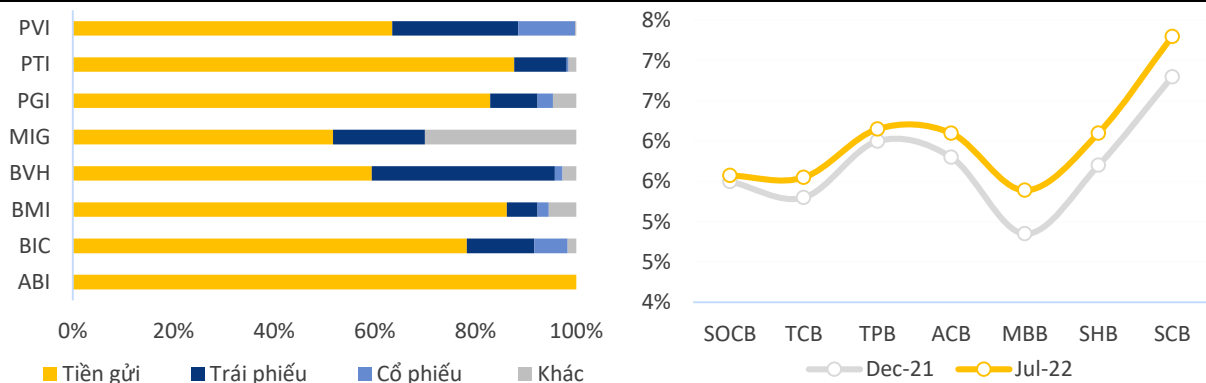


ソース: 企業の財務諸表, BSC Research

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。

損害保険会社のポートフォリオ構成の大部分は銀行預金である。

12 ヶ月物預金金利は多くの銀行で僅かに引き上げている。

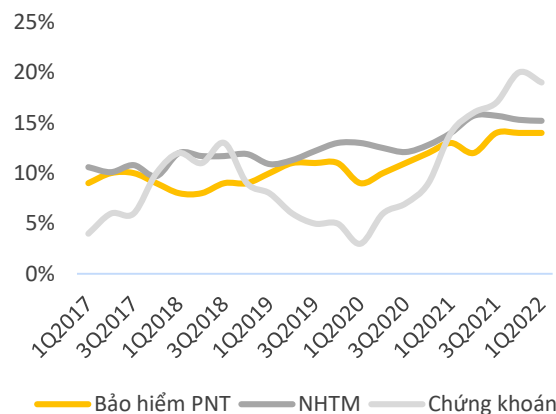
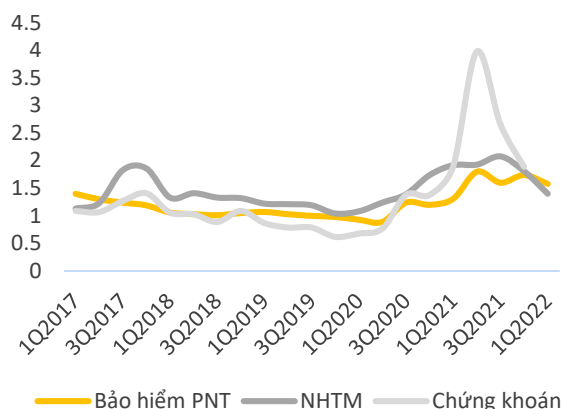


ソース: 企業の財務諸表, BSC Research

パフォーマンスの成長は低いにもかかわらず、業界の評価は高い水準で留まっている。保険業の PB はパフォーマンスが改善されたと、2021 年に大きく上昇した。

保険業のP/Bは大きく上昇し、銀行業と証券業より高くなっている。

保険業の稼働効率(ROE)は他の金融業より低い。



ソース: Fiinpro, BSC Research

投資観-中立

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

損害保険企業の業績予測

銘柄	2022 年の売上高(10 億 VND)	%YoY	2022 年の税引後利益(10 億 VND)	%YoY	2022 年の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の終値	目標価格	Upside
BMI	3,792	5%	247	-2%	2,253	13.2	1.4	3%	10%	29,650	32,900	11%
PVI	4,655	15%	938	6%	3,821	11.9	1.2	3%	11%	45,400	52,300	15%
MIG	3,327	25%	256	14%	1,559	16.0	2.1	3%	13%	25,000	N/A	N/A

ソース: BSC Research

19.建設業[中立]

分析者: Lâm Việt

Email: Vietl@bsc.com.vn

- 一般建設業は低水準から回復傾向にあるが、新しい成長サイクルへの期待は多くの課題に直面しています。
- 建設のピークシーズンと利益の計上期間は 2023 年である。
- 2023 年の機会インフラ建設業から由来する。
- BSC は建設業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

一般建設業

一般建設業は低い水準から回復しているが、新しい成長サイクルへの期待は多くの課題に直面しています。

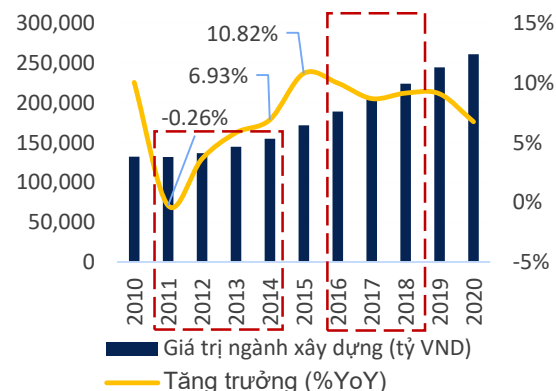
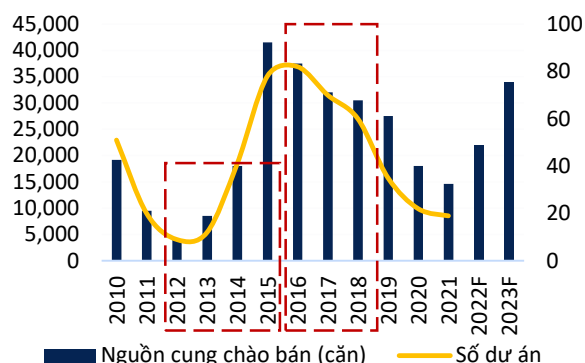
土木建設業界の成長は周期的であり、商業用不動産供給の成長と高度に関連しています。BSC は建設業が(1)低い水準、(2)建設用原材料の価格が下落する傾向がある、(3)2020 年～2021 年の期間における展開できなかった案件を着工することから回復すると考えております。しかし、投資主がキャッシュフローや低い案件吸収率などの多くの問題に直面している背景には、請負者が 2022 年に破綻先債権に対して 貸倒引当金に関するリスクに直面する。

建設のピーク シーズンと利益の計上期間は 2023 年である。建設企業の大部分の未実施契約額(backlog)は 2021 年に署名された契約額から由来した。

建設企業の未実施契約額が高い水準で留まっているのは(1)2021 年に新規契約額が回復した、(2)建設工事が 2021 年に新型コロナウイルス感染症の流行により中断されたことで、ほとんどの工事・契約額が 2022 年に延期されるということから由来した。また、現在の未実施契約額の急増は 2020 年～2021 年の 2 年間から延長された多くの不動産案件から由来していると注意させております。そのために、案件の実施状況に加えて、新規契約の締結の進捗状況も観察される必要がある。

ホーチミン市でのアパート供給は2015年以来最低水準に落ち込み、2022年～2023年の期間における強く回復すると予測されています。

建設業の実質価値は不動産の供給と高い相関関係にある。



ソース: CBRE

ソース: GSO

交通インフラ建設業

2022年～2023年の期間における機会

2022年初には、政府は2022年と2023年の2年間に投資に焦点を当て、史上最大の経済回復・発展支援パッケージを規模の347兆VNDで承認した。そのうち、113兆8,500億VNDはインフラ発展に費やされます。インフラ建設企業は公共投資促進プログラムから恩恵を直接受けます。しかし、2022年6ヵ月には、交通運輸省の国家予算実行額は17兆2,000億ドンで、年間計画の34.2%を達成した。

交通運輸省の計画によると、2022年には、38つの案件を着工し、30つの案件を完成するということだ。2022年上半期には、6つの案件は年間計画の100%を達成し、6つの案件は手続きを完成して着工した。

南北高速道路案件の進捗(第1期)

南北高速道路(第1期)	進捗	状況(2022年6月末まで)	完成期間要諦
My Thuan Bridge 2	55.7%	計画の通り	December/2023
Phan Thiet – Dau Giay	51.0%	0.57%遅延	December/2022
Vinh Hao – Phan Thiet	45.2%	0.65%遅延	December/2022
Cam Lam – Vinh Hao	17.9%	1.3%遅延	March/2024
Nha Trang – Cam Lam	32.8%	計画の通り	September/2023
Cam Lo – La Son	90.7%	計画の通り	September/2022
Dien Chau – Bai Vot	9.5%	信用資本の不足による遅延した。信用問題が2022年2月に解決された。	May/2024
Nghi Sơn – Diễn Châu	42.2%	計画の通り	July/2023

QL45 – Nghi Sơn	44.5%	1.76%遅延	2023
Mai Sơn – QL45	67.0%	2.3%遅延	December/2022
Cao Bồ – Mai Sơn	100.0%	計画の通り	January/2022

ソース:交通運輸省, BSC Research

南北高速道路と注意すべきな建設業者



ソース:交通運輸省, BSC Research

ソース:交通運輸省, BSC Research

南北高速道路案件の請負業者と建設実施進捗状況の概要

インフラ案件	規模	投資総 (10 億 VND)	請負業者	状況(2022 年 6 月末の時点まで)
南部				
Trung Luong My Thuan 高速道路	81 km	21,000	CII, Đèo Cả	完成済
Cai Mep Thi Vai 港間道路		2,605		第 2 次- Phuoc An 橋は 2022 年第 3 四半期に着工した。
Bien Hoa – Vung Tau 高速道路第 1 期	53.7 km	19,600		投資額の 17 兆 8,370 億 VND は承認された。
拡大 Long Thanh – Dau Giay 高速道路	24 km	11,505		2022 年第 3 四半期に展開
Ben Luc-Long Thanh 高速道路	57.8 km	31,320		国会は資本金計画を承認し、案件が再開された。

Metro 1 (Ben Thanh – Tham Luong)		43,757	C4G	引き渡し率は 83%以上である。
Metro 2 (Ben Thanh – Suoi Tien)		47,800		計画の 91% を完了、電気機械部分の建設中
HCM – TDM – Chon Thanh 高速道路	68.7 km	24,275		Binh Duong は、プロジェクト建設決議を承認し、現場クリアランス予算 (3,140 億 VND) を割り当てた。
北部				
Metro No. 2A – Hanoi (Cat Linh–Ha Dong)		18,000		運営中
Belt 2 – Hanoi		9,400		案件進捗の 70%以上完了
Belt 1 – Hanoi		7,700		完投 4.71km/7.21km。残りは地面を片付けることに集中しています
Metro No. 3 – Hanoi		6,500		浸食の遅い、請負業者の建設量は 74.36%にしか達しなかった。
Tuyen Quang – Phu Tho 高速道路		3,271		現場クリアランスは 98.5%完成し、立ち退き補償率は 91.2%を達成した。28,930km うちの 20,548km の敷地を引き渡した。
第 2 Vinh Tuy 橋 – Hanoi		2,540		案件進捗の 50%は完了し、進捗を超えた。
第 2 Thai Binh 火力発電所	600 MW	41,000		計画の 93%を達成し、発電機 1 基は稼働している。
第 1 Long Phú 火力発電所	120 MW	29,500		進捗の遅い
第 1 Sông Hậu 火力発電所	212 MW	72,000		進捗の 99.66%が完了、発電機 1 基と発電機 2 基は稼働している。
Belt 4 – Hanoi	110 km	90,400		Component 3 案件 (PPP) の投資決定が得られた。投資総額は 56 兆 5,360 億ドンである。

ソース:交通運輸省,建設省,計画投資省, BSC Research

投資観点 – 中立

BSC は建設業の 2022 年見通しを「中立」と評価しております。

建設業の業績予測

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 8 月 9 日の 終値	目標 価格	Upside
CTD	17,142	89%	293	11x	3,690	17.3	0.6	2%	3%	63,800	84,300	32%
CTI	1,014	33%	98	N/A	1,625	9.5	#REF!	2%	8%	15,450	24,600	59%
CII	2,019	-29%	969	N/A	3,662	5.8	0.6	3%	12%	21,100	31,000	47%

ソース: BSC Research

20.肥料業[中立] – 化学業[有望]

分析者: Lưu Thuỳ Linh

Email: Linhl2@bsc.com.vn

- BSC は(1)販売価格が高い水準で維持する、(2)消費量と尿素価格が第 2 四半期比改善するという要素を基づく、肥料業の 2022 年第 3 四半期見通しを「有望」と評価しております
- ロシア・ウクライナ戦争が続き、ロシアと中国が 2022 年末まで肥料輸出制限措置を引き続き適用することのおかげで、2022 年の尿素価格が高い水準で維持する可能性がある。
- BSC は肥料業の 2022 年下半期見通しを「中立」と評価しております。

2022 年第 2 四半期の肥料価格は下落したが、2021 年に比べて高い水準で維持した。

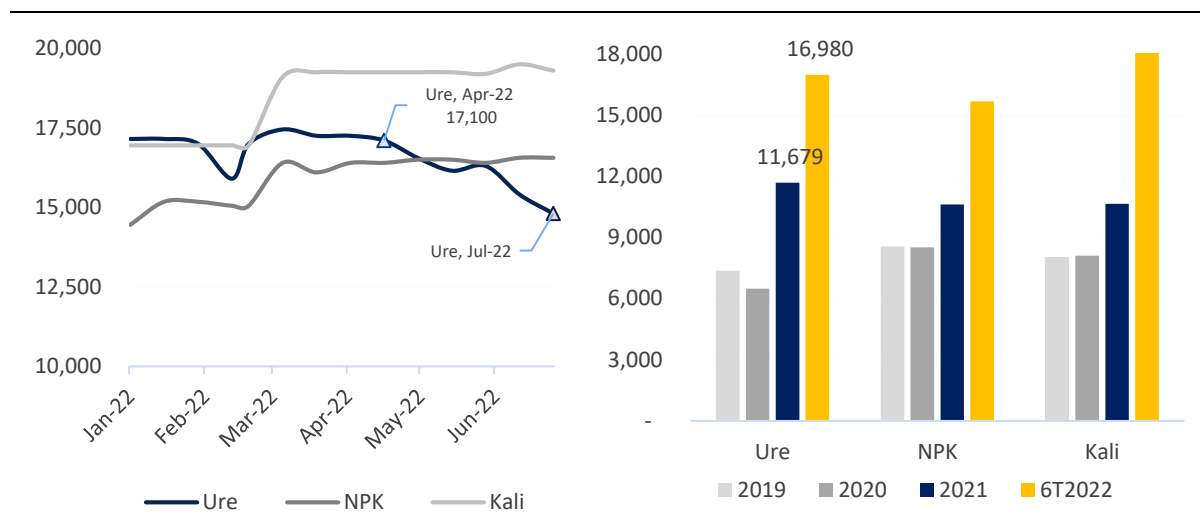
肥料価格は 4 月に高値を作成した後、5 月に小幅に下落する傾向があり、6 月後半に急落した。この急落は(1)中国での最盛期が完了したと肥料輸出制限政策を緩和した、(2)ロシアが 6 月に輸出制限枠を適用しなくて、世界的な価格水準の 30%を下回った販売価格でインドと南米への輸出活動を促進したということのためだ。

2022 年第 2 四半期に世国際市場と国内市場での肥料価格の推移:

- 世界:尿素価格は 3 月末の時点でピークを記録した後、下落期間に入り、2022 年 6 月 30 日の時点で前月比 12%減の 515ドル/㏩だった。
- 国内:尿素価格は 4 月末の時点でピークを記録した後、下落傾向を維持した。6 月末での尿素価格は前月比 9.3%減の 14,650VND/キロだった。

国内市場での肥料価格の推移(VND/kg)

2019 年～2022 年 6 月の期間における肥料各平均価格(VND/kg)



ソース: Agromonitor, BSC Research

2022 年上半期での肥料各平均価格は 2021 年に比べて高い水準で維持した。具体的には、2022 年上半期に尿素平均販売価格は 16,980VND／キロで、2021 年の平均価格より 45%高くなっています。

国内肥料の需要は 2022 年第 2 四半期に低下した。

2022 年第 2 四半期には、肥料消費量は減少する傾向があった。この減少は(1)食料価格(米価格)の低迷と遅い回復、(2)夏秋肥料最盛期(4 月～5 月期)のために、肥料価格が高い水準で維持したことで農家が肥料量を減少したということのためだ。具体的には、コメの価格は 3 月末と 4 月初で連続で下落し、384 ドル／t であり、尿素価格は 2022 年 4 月にピークを記録し、930 ドル／t だった。

肥料消費量が 2022 年第 3 四半期に回復すると期待

ベトナムの 5% 小麦価格は前年比 5.5% 減の 412 ドル／t であり、2022 年 3 月の 384 ドル／t から回復し、前月比 1.3% 増となり、年初日高い水準(年初比 2.3% 増)で維持した。

BSC は 2022 年下半期には、コメ価格が(1)ウクライナがロシアとの紛争により小麦を輸出しなかったために、穀物や食料の価格が高騰したことで、顧客がベトナムを含むアジア諸国からコメを購入するようになっている；(2)食料価格がロシアとウクライナの紛争による高騰すると懸念したため、多くの国での米の需要が高まっているという要素によりサポートされると期待しております。

コメ価格が改善されると期待を基づく、BSC は米価格の回復が冬春作付の面積を拡大し、肥料業特に尿素的の需要をサポートすると予測しております。

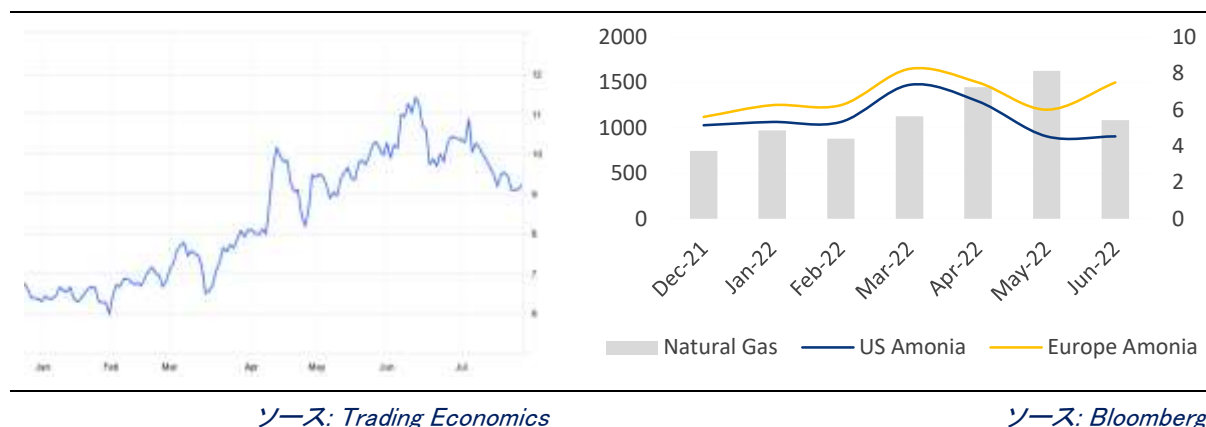
肥料生産費用が高い水準で留まっていることで、肥料価格が大幅に下落しないだろう。

尿素を生産する主な原材料は石炭、天然ガスと NH_3 である。そのうち、天然ガスと NH_3 の価格が上昇している傾向があるが、石炭の価格が下落している傾向があるが、前年同期に比べて高い水準で留まっている。BSC は肥料を生産する主な原材料の価格が高い水準で維持しているのは 2022 年第 3 四半期に肥料価格をサポートすると期待しております。

中国は石炭価格を下げるために措置を適用した。現在、中国での石炭価格は 6 月のピークに比べて下落したが、年初比+45%増加した。

天然ガスと NH_3 の価格はロシアとウクライナの紛争による上昇している。ヨーロッパでの天然ガス価格は前月比 36%増となり、年初比 379%増となった。

2022 年 1 月から今までの中国石炭価格の推移 米国とヨーロッパでの天然ガスと NH_3 の価格



BSC は肥料業が 2022 年第 3 四半期に前向きな業績を維持すると予測しております。この予測は(1)尿素販売価格が前年同期に比べて高い水準で維持する、(2)国内での尿素消費量と販売価格が第2四半期比改善される、(3)ロシアとウクライナの紛争が続き、ロシアと中国が 2022 年末まで肥料輸出制限措置を引き続き適用するという期待を基づく。

観察べきな要素: 政府は肥料業に対す 5%の税率で VAT を適用することを検討している。この税率の適用は肥料生産企業にプラスな影響を受けるだろう。

投資観点 - 有望

BSC は(1)尿素販売価格が前年同期に比べて高い水準で維持する、(2)国内での尿素消費量と販売価格が第2四半期比改善される、(3)ロシアとウクライナの紛争が続き、ロシアと中国が 2022 年末まで肥料輸出制限措置を引き続き適用するという期待を基づく、肥料業の 2022 年下半期見通しを「中立」と評価しております。

いくつかの肥料企業の業績予測

銘柄	2022 年 の売上 高(10 億 VND)	%YoY	2022 年 の税引 後利益 (10 億 VND)	%YoY	2022 年 の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の 終値	目標 価格	Upside
DPM	20,182	58%	5,548	78%	14,032	3.5	1.5	33%	43%	48,700	63,100	30%
DCM	14,528	44%	3,102	70%	5,860	5.7	1.8	28%	36%	33,300	40,200	21%

ソース: BSC Research

21.化学業[有望]

化学業界では、BSC は、2022 年下半期には、成長率が前年の低い水準のおかげで維持されると考えております。

DGC では、BSC は 2022 年下半期には、輸出製品の価格は 2022 年上半期に比べて下落のリスクがあると考えております。原因は(1)尿素と DAP などの世界的な肥料価格の下落が DAP、MAP などの DGC の肥料製品に影響する、(2)肥料販売価格が下落する傾向があるため、リンの価格が下落するということから由来した。しかし、BSC は 5G 設備用チップの需要とバッテリー用電気自動車生産傾向が黄リンの価格が急激に下落しないようにサポートすると考えております。

CSV では、中国の水酸化ナトリウム(NaOH)の価格が調整されたため、2022 年下半期の販売価格が 2022 年上半期比下落すると考えております。しかし、投入価格(硫黄)の下落も企業の費用に対すプラスな影響を与えるだろう。

いくつかの化学企業の業績予測

銘柄	2022 年 の売上 高(10 億 VND)	%YoY	2022 年 の税引 後利益 (10 億 VND)	%YoY	2022 年 の EPS (VND/株)	P/E fw	P/B fw	ROA 2022	ROE 2022	2022 年 8 月 9 日の 終値	目標 価格	Upside
DGC	14,954	64%	6,594	158%	16,900	5.6	3.1	21%	26%	95,200	114,000	20%
CSV	1,805	24%	356	85%	8,000	5.9	1.7	17%	21%	47,400	51,000	8%

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: BSC Research

www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



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

 www.bsc.com.vn

 Tổng đài chính

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

 Chính sách