

推奨

買い

ペトロベトナムガス株式会社 (HSX: GAS)
LNG 及び LPG の産量は天然ガスの減速を補う。

現値:	72,700	レポート作成日:	17/09/2024	株主構成	
前理論価格	88,200	流行中株数(100 万)	2,342	ベトナムガスグループ	95.76%
新理論価格	89,400	時価総額(10 億ドン)	170,312	Dragon Capital Group Ltd	0.85%
配当率		過去 10 日間平均売買高:	1,439,309	Seafarer Capital Partners LLC	0.44%
上昇率	23%	外国人投資家保有率	1.93%	Capital Asset Management	0.14%

業界分析:

Nguyễn Cẩm Tú, CFA
(ガス・石油)
tuntc@bsc.com.vn

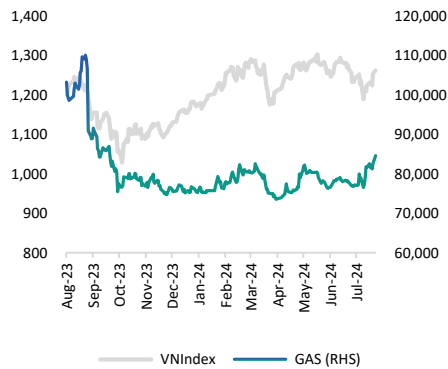
評価

- BSC は PE 方法に基づく GAS 株の理論株価を 2024 年 9 月 17 日の終値比 23%増の 8 万 9,400VND/株と評価し、GAS の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2024 年には、(1)天然ガスの産量(輸入 LNG が含まない)が前年比-15%減の 61 億 3,000 万 m3 に達する、(2)液化石油ガス(LNG)の消費量が 6 億 m3 に達する、(3)LPG の消費量が同+34%増の 330 万 t に達するという仮定に基づく、GAS の売上高を前年比+18%増の 105 兆 7,290 億ドン、税引後利益を同-2%減の 11 兆 6,050 億ドン、EPS fw を 4,954VND/株と予測しております。
- BSC は 2025 年には、(1)天然ガスの産量(輸入 LNG が含まない)が前年比-10%減の 55 億 7,000 万 m3 に達する、(2)液化石油ガス(LNG)の消費量が 12 億 7,000 万 m3 に達する、(3)LPG の消費量が同+23%増の 4,070 万 t に達するという仮定に基づく、GAS の売上高を前年比+14%増の 120 兆 7,190 億ドン、税引後利益を同+13%増の 13 兆 840 億ドン、EPS fw を 5,585VND/株と予測しております。

株価の推移



リスク

- 石油・ガス価格は GAS の利益率に影響を与える可能性がある。
- 主要なガス田はの進捗は遅い。

企業アップデート

- 2024 年上半期には、GAS の売上高を前年比+18%増の 105 兆 7,290 億ドン、税引後利益を同-10%減の 5 兆 9,600 億ドンとなった。

売上高が増加したが、利益が減少したのは(1)LPG の収入が前年同期比+51%増となった、(2)利益率が 17.7%に低下し、(3)ベトナム石油電力総会社、Me Kong エネルギー有限会社の債務に関する引当金の 8,150 億ドンを計上したということから由来した。

- 2024 年には、GAS は収入及び税引後利益がそれぞれ、前年比-22%減の 70 兆ドン、同-51%減の 5 兆 8,000 億ドンに達するという計画を設定した。

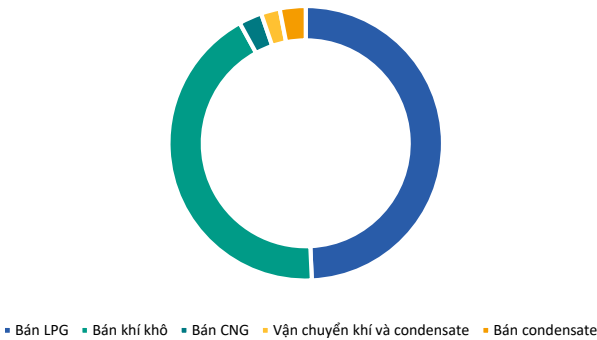
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	15.9	17.1	14.6	13.0	収入	100,724	89,954	105,729	120,191
PB (x)	3.3	2.8	2.7	3.1	売上高	21,315	16,925	18,447	19,994
PS (x)	1.8	1.9	1.8	0.6	NPATMI	14,798	11,606	11,605	13,084
ROE (%)	21.4	18.6	19.4	19.3	EPS	7,649	4,972	4,954	5,585
ROA (%)	15.0	13.8	15.4	16.9	EPS 成長率	76%	-35%	0%	13%

I. 2024 年上半期業績のアップデート

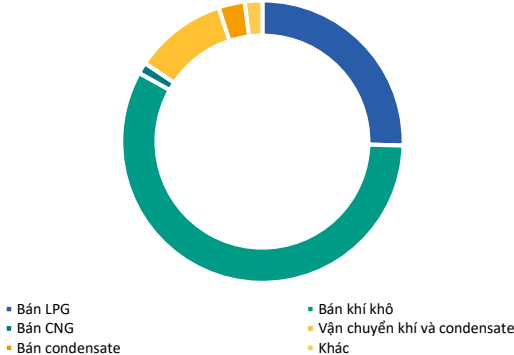
(10 億 VND)	Q2.24	Q2.23	% YoY	1H.24	1H.23	% YoY	業績アップデート
売上高	30,052	24,043	25%	53,367	45,257	18%	2024 年上半期には、GAS の売上高及び税引き後利益はそれぞれ、前年同期比+18%増の 53 兆 3,670 億ドン、同+10%増の 5 兆 9,600 億ドンに達した。
売上総利益	5,736	4,343		9,427	9,185		
売上総利益率	19.1%	18.1%		17.7%	20.3%		
関連会社の利益	14	10		13	9		収入が急増したのは乾燥ガス販売及びガス輸送による収入が減少したが、販売による収入が前年同期比+51%増となったということから由来した。
販売費	-545	-546	0%	-1,130	-1,183	-4%	
一般管理費	-1,181	-306	286%	-1,399	-733	91%	
販管費／売上高の比率	5.7%	3.6%		4.7%	4.2%		+天然ガスの割合が低下するにしたがって、売上総利益率が前年同期の 20.3%から 17.7%に低下した。
EBIT	4,323	3,281	32%	7,604	8,390	-9%	
財務事業による収入	445	598	-26%	908	1,135	-20%	
財務費用	-229	-95	141%	-410	-170	141%	+GAS は Nhon Trach 2 工場及び BOT Phu My 3 工場に関する貸倒引当金を計上した。BSC はこの引当金が両方のガ
他の収入	0	-4		3	23		
税引前利益	4,239	3,999	6%	7,412	8,266	-10%	
税引後利益	3,416	3,196	7%	5,960	6,613	-10%	

LPG 販売からの収入	26,640	17,642	51%	ス提供契約書につながると考えております。 主要な製品の消費量 +天然ガス(LNG を含まない)が前年比-18%減の 32 億 m3 に達した。 + LNG ガスは 3,300m3 に達した。 +LPG ガス(輸出入及び国際経営を含む)は前年比+38%増の 1,500t に達した。
乾燥ガス販売からの収入	23,087	23,258	-1%	
CNG 販売からの収入	1,471	1,580	-7%	
コンデンセート運送からの収入	1,200	1,842	-35%	
コンデンセート販売からの収入	1,647	684	140%	

2024年上半期の収入



2024年上半期の利益率の構成



ソース: GAS

II. 2024 年下半年～2025 年業績見通し

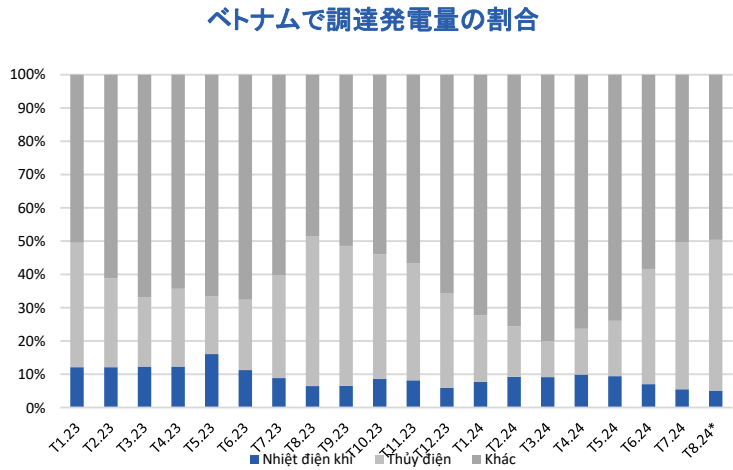
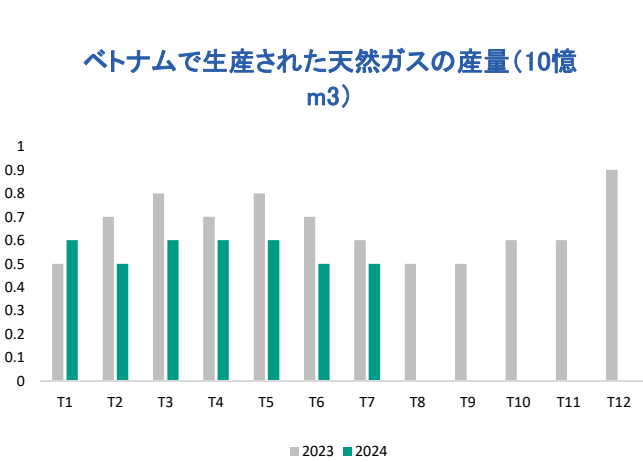
1. 2024 年下半年～2025 年期間には、天然ガスの産量は引き続き減少し、2027 年に Lo B-O Mon ガス田のガス産量が回復すると予測されている。

2024 年 7 ヶ月には、ベトナムで天然ガスの産量は前年同期比-19%減の 39 億 m3、5 年間における減少傾向を続けた。6 ヶ月の GAS の消費量は前年同期比-18%減となった。

BSC は 2024 年下半年～2025 年期間には、GAS の天然ガスの消費量が引き続き減少すると予測しております。その原因は(1)既存ガス供給源が長期的な減少傾向にある、(2)2024 年下半年には、水力発電所が優先的に調達するために、ガス火力発電所のガス消費需要が減少することから由来する。

2027 年末には、ガス消費量は増加すると予測されております。その時、Lo B-O Mon 案件のガスが開拓されるとしたら、GAS は 50 億 m3／年増加すると期待されている。2024 年 8 月末に、Lo B- O Mon 案件は上流最後投資決定(FID)を取得したが、前案件の FID を取得しません。

*: 8 月 26 日までアップデートされた。



ソース: 商工省, EVN

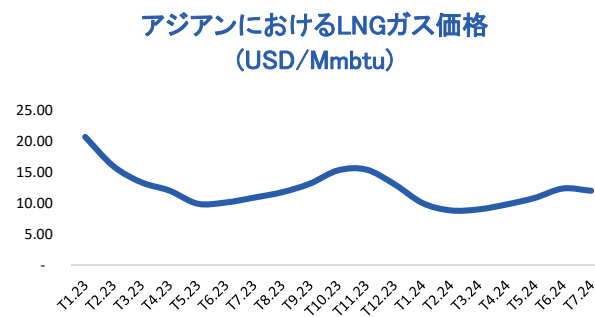
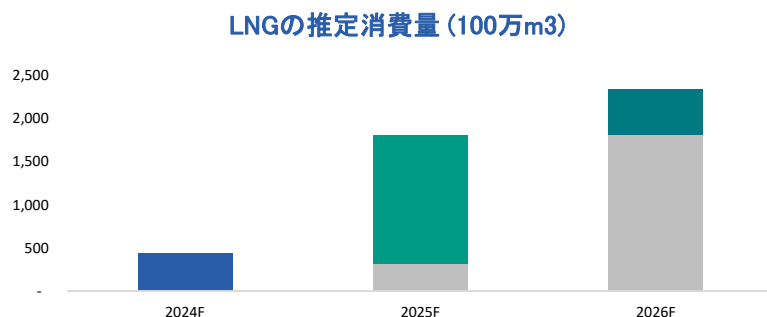
2. LNG ガス産量は 2025 年に急増すると期待されている。

2024 年上半期には、GAS は LNG ガス 3 億 3,000 万 m3 を輸入し、天然ガスの減少(7 億 m3)を補った。平均輸入 LNG 価格は約 9.8 USD/mmbtu だと推定された。BSC は輸入 LNG ガスが 2024 年第 2 四半期から BOT Phu My 3 工場に提供されると考えております。

BSC は 2025 年には、LNG 産量は前年比 3 倍の 18 億 m3 に達すると期待しております。主に第3、4 Nhon Trach 火力発電所、第 2.2 BOT Phu My 工場から由来する。

第3、4 Nhon Trach 火力発電所の進捗は LNG の成長率に影響を及ぼす要素である。また、LNG の消費量は (1)LNG の輸入価格、(2)LNG を原材料として利用するガス火力発電所からの調達量という要素に依存する。

長期的には、LNG は GAS の主要な製品である。



ソース: BSC 推定

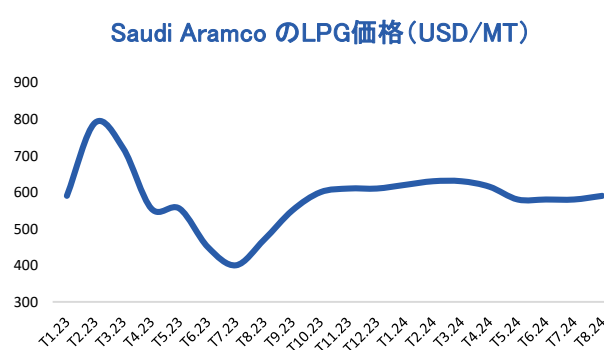
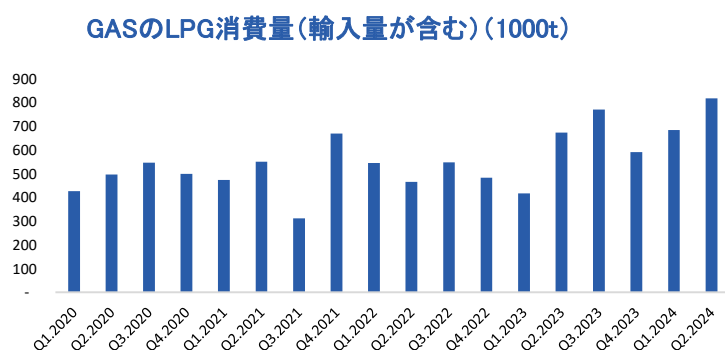
3. LPG ガス経営事業は 2024 年下半期には海外市場から恩恵を引き受ける。

2024 年 6 ヶ月には、LPG ガス事業による収入は前年同期比+51%増の 26 兆 6,400 億ドン、GAS の総収入の 50%を占め、売上総利益率の 25%を占めた。そのうち、2024 年上半期の LPG ガス輸出事業による収入が 11 兆ドンに達し、2023 年の 92%と相当した。

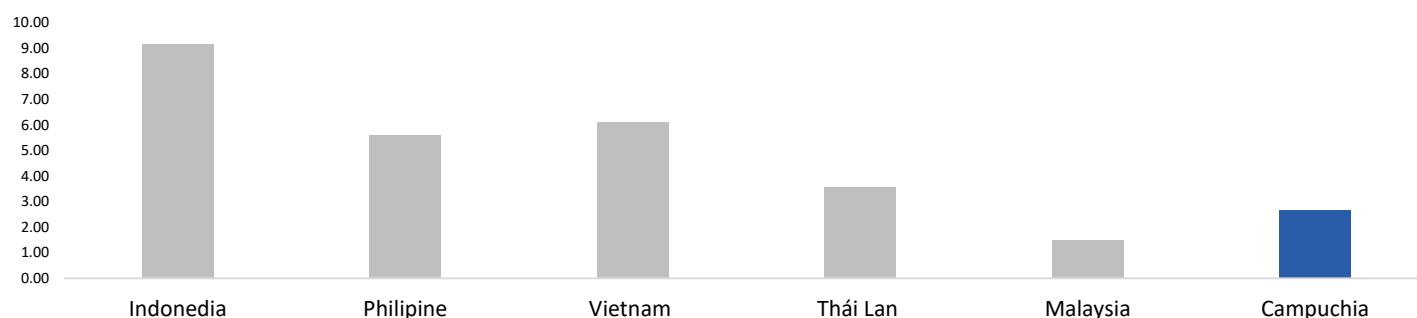
2024 年上半期における LPG 事業について

- (i) 販売価格は前年同期比+12% 増となった。販売価格の上昇は中国の PDH(プロパン水素化) 工場への投入原料の輸入需要が急増したためだ。
- (ii) LPG 消費量は前年同期比+ 38% 増となった。LPG の消費量の増加は海外市場への輸出から由来した。そのうち、カンボジアは GAS の長年輸出市場である。以前、GAS は LPG 供給市場シェアの 50%を占めた。2024 年上半期の時点で、カンボジアのガス輸入事業による収入は前年同期比+31%増の 5 億 1,000 万ドルに達した。

2024 年下半期～2025 年には、BSC は世界 LPG 価格が 580 – 605 USD/MT で推移する。中国の輸入需要が減少している背景には、LPG 価格が大きく上昇するのはにくいだろう。



カンボジアにおける世帯のLPG需要(キロ/月)



ソース: PVGAS, BSC 総合

II. 業績予測

BSC は 2024 年には、GAS の売上高を前年比+18%増の 105 兆 7,290 億ドン、税引後利益を同-2%減の 11 兆 6,050 億ドン、EPS fw を 5,080VND/株と予測しております。

- (1)天然ガスの産量(輸入 LNG が含まない)が前年比-15%減の 61 億 3,000 万 m3 に達する。
- (2)液化石油ガス(LNG)の消費量が 6 億 m3 に達する。
- (3)LPG の消費量が同+34%増の 330 万 t に達する。

BSC は 2025 年にはという仮定を基づく、GAS の売上高を前年比+14%増の 120 兆 7,190 億ドン、税引後利益を同+13%増の 13 兆 840 億ドン、EPS fw を 5,697VND/株と予測しております。

- (1)天然ガスの産量(輸入 LNG が含まない)が前年比-10%減の 55 億 7,000 万 m3 に達する。
- (2)液化石油ガス(LNG)の消費量が前年同期比+111%増の 12 億 7,000 万 m3 に達する。
- (3)LPG の消費量が同+23%増の 4,070 万 t に達する。

GAS の業績予測

単位: 10 億ドン	2022	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	100,724	89,954	105,729	120,191	132,643
売上総利益	21,315	16,925	18,447	19,944	21,348
売上総利益率	21.2%	18.8%	17.5%	16.6%	16.5%
販売費	(2,440)	(2,544)	(2,960)	(3,365)	(3,714)
一般管理費	(1,075)	(1,475)	(2,749)	(1,923)	(2,122)
EBIT	19,143	14,980	14,906	16,775	18,781
財務事業による収入	1,568	2,273	2,302	2,278	2,303
財務費用	(671)	(587)	(570)	(617)	(675)
他の収入	78	20	11	12	14

税引前利益率	18,806	14,640	14,506	16,355	17,198
税引後利益	15,066	11,793	11,606	13,084	13,758
税引後利益率	15.0%	13.1%	11.0%	10.9%	10.6%
少数株主利益等控除利益	14,798	11,606	11,606	13,084	13,758
EPS	7,649	4,972	4,954	5,585	5,873

III. 評価及び推奨

BSC は PE 方法に基づく GAS 株の理論株価を 2024 年 9 月 17 日の終値比 23%増の 8 万 9,400VND/株と評価し、GAS の投資評価を「買い」と推奨しております。

BSC は PE 方法に基づく、GAS 株の理論価格を 2024 年 9 月 17 日の終値比 23%増の8万 9,400VND/株と評価し、GAS の投資評価を「買い」と推奨しております。

PE 方法:

BSC は直近の 4 年間の中央値 P/E と相当する目標 P/E=17.0x を利用しております。

P/E 方法	2024F	2025F
EPS	4,954	5,585
目標 P/E	17.0	17.0
目標 P/B	84,200	95,000

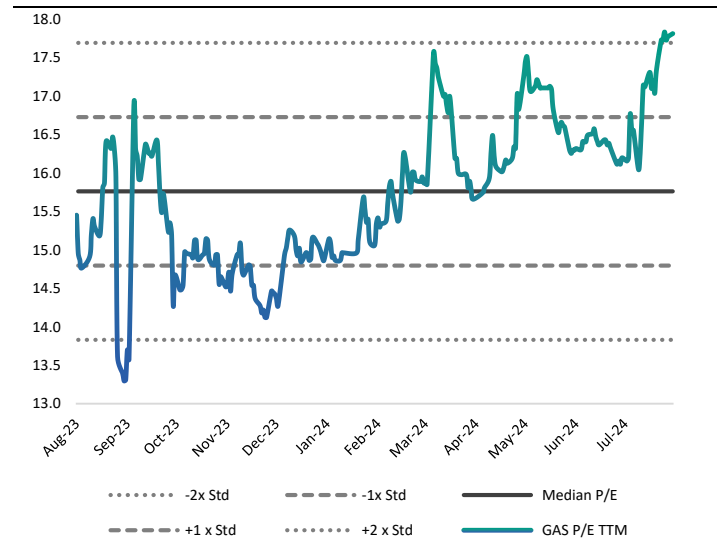
FCFF 方法:

FCFF 方法	2024F	2025F	2026F	仮定	
フリーキャッシュフローの割引額	17,910	614,557	6,883	Rf	5%
最後割引価値	123,838			Beta	0.8
割引総額	165,562			Ke	13.2%
(+)現金及び現金相当	40,754			Kd	7.5%
(-)短長期的な債務	5,875			WACC	9.6%
				g	4%
株主資本	200,440				
流行中株数(100 万株)	2,342				
目標価格	85,600				

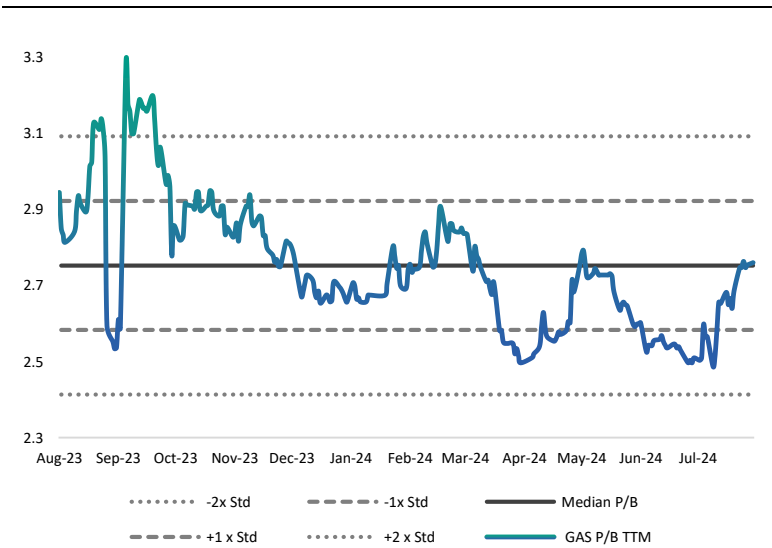
方法	評価 (VND/CP)	割合 (%)	平均評価
----	-------------	--------	------

目標 P/E= 17.0	95,000	40%	38,000
FCFF	85,600	60%	51,400
目標価格 (VND/株)			89,400
2024 年 9 月 17 日の終値値			72,700
Upside			23%

Stock PE



Stock PB



利用規約

本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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

