

業界: 石油業

推奨 購入 ペトロベトナム技術サービス株式会社 (HSX: PVS) 2021 - 回復

現値:	15,600	レポート作成日:	17/11//2020	株主構成	
前理論価格	N/A	流行中株数(100万)	477	PVN	51.4%
新理論価格:	18,300	時価総額(10億ドン)	7,073	Norges Bank	1.3%
配当率	11.3%	過去6ヶ月平均売買高:	7,049,230	Tokio Marine Holding	1.0%
上昇率	17.3%	外国人投資家保有率	9.91%		

業界分析

Lê Hữu Ngọc
(石油)
ngochl@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 21,000 VND
損切り値: 13,300 VND

株価の推移



P/E



評価

BSCはPE方法を基づくPVS株の理論株価を2020年11月17日の終値比17.3%増の1万5600VND/株と評価し、PVSの投資評価を「購入」と推奨しております。

業績予測

BSCは2020年には、(1)2020年の石油平均価格が前年比36%減の1バレル当たり41ドルとなり、(2)設備・建設事業の売上総利益率が5%で改善されるという仮定を基づく、PVSの売上高を前年比5.4%増の17兆8,810億ドン、税引後利益を同3.7%減の7,780億ドン、EPSを同15.7%減の1,498VND/株と予測しております。

BSCは2021年には、(1)2021年の石油平均価格が前年比9.8%増の1バレル当たり45ドルとなり、(2)PVSが大手な案件を実施するという仮定を基づく、PVSの売上高を前年比4.1%増の18兆6,190億ドン、税引後利益を同16%減の9,030億ドン、EPSを同16%増の1,738VND/株と予測しております。

投資観点

大手な石油案件に投資を集中するのはPVSの良好な業績をもたらすと期待されている。

事業傾向

11月にMSCIがクウェートの「フロンティア市場」から「新興国市場」への格上げを実施する際に、市場はMSCIフロンティア・マーケット・インデックスとMSCIフロンティア・マーケット100インデックスによる投資ファンドから新キャッシュフローを受ける。従って、iシェアーズにおけるPVSの株式率が0.22%から0.09%増の4億9,000万ドルを達すると予測されている。

リスク

原油価格の引下げは案件の進捗に影響する。

案件の進捗遅刻は上流と下流の非同期から由来する。

企業アップデート

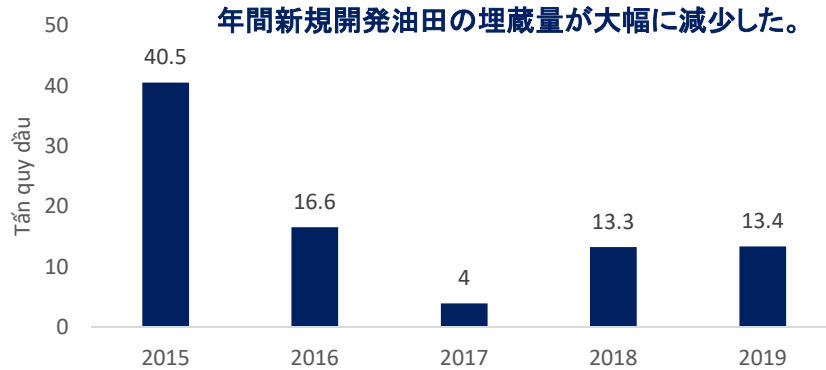
2020年9ヶ月には、PVSの売上高は前年同期比8.5%増の14兆7,250億ドンで、年間計画の98%を達成した。税引後利益は同0.5%減の6,350億ドンで、年間計画の99%を達成した。

PE (x)	6.9	8.2	15.4	14.7	収入	14,638	16,968	17,881	18,619
PB (x)	1.3	1.1	0.5	2.0	売上総利益	1,119	898	1,182	1,332
PS (x)	2.1	2.3	0.4	1.5	税引後利益	573	808	778	831
ROE (%)	19.0	14.5	1.5	13.3	EPS	2,191	1,777	1,498	1,738
ROA (%)	8.9	7.5	0.6	2.4	EPS 成長率	30.9%	-18.9%	-15.7	16.0%
EV/ EBITDA (x)	3.0	4.6	8.4	14	純借入/株主資本	7.2%	10.6%	9.7%	8.1%

投資理論

大手石油案件に投資を集中するのは PVS の成長をもたらすと期待されている。

(1) 政治問題、資源金、交渉などの様々な困難に直面したことで、ベトナムの新規油田の調査と試掘があまり順調に進んでいない。直近の数年に年間新規開発油田の埋蔵量が引続き減少した。



ソース: PVN

(2) ガス田、LNG 湾などの潜在的な石油案件は需要の増加に対応するために、投資に集中すると期待されています。具体的には下記の通りだ。

- 石油供給量が 2030 年まで 1 億 7,500 万～1 億 9,000 万 TOE (石油換算トン)、2045 年まで 3 億 2,000 万～3 億 5,000 万 TOE を達する目的として、VRE が大手ガス田案件の投資を集中している。

大手なガス田案件

案件	投資総額 (10 億ドル)	実施期間	進捗
Su Tu Trang 案件の第 2 段階	2.0	2021 年～2023 年	第 2B 段階の最初のガス流れが 2023 年第 4 読ん半期に開拓される見込みだ。
Duong Ong Lo B - O Mon	1.2	2021 年～2023 年	設計・供給・建設 (EPC) 及び補償が展開されている。
Mo Lo B - O Mon	6.8	2020-2040	一般設計投資契約 (FEED) を完了し、最後投資決定の過程にある。
Mo Ca Voi Xanh	10	N/A	関連者は電気とガス販売契約について交渉している。

- 液化天然ガス案件を強化している。

改訂された電力計画 VII によると、ベトナムは、増大する電力需要に対応するために、総容量 15,000～19,000 MW の LNG を使用して新しい発電所を建設する必要があります。

(1) 改正第 7 号電気計画によると、ベトナムは電気消費需要の増加を満たすために、新液化天然ガス火力発電所を総出力の 15,000～19,000MW で建設することが必要だ。

(2)ガス工業開発計画によると、ベトナムは2021年～2025年の期間でLNGの10億～40億m³を輸入し、次に60億～100億m³を追加輸入しなければならないと予測されている。ベトナムは2030年にLNGの80億m³、2045年には150億m³を輸入すると期待されている。

⇒ 商工省による、ベトナムは2021年～2025年期間における3か所～4か所のLNG輸出量倉庫(年間倉庫収容力が300万t)、2026年～2035年期間における5か所～6か所の同収容力の倉庫を建設する見込みです。投資額が30億ドル以上であると推定されている。

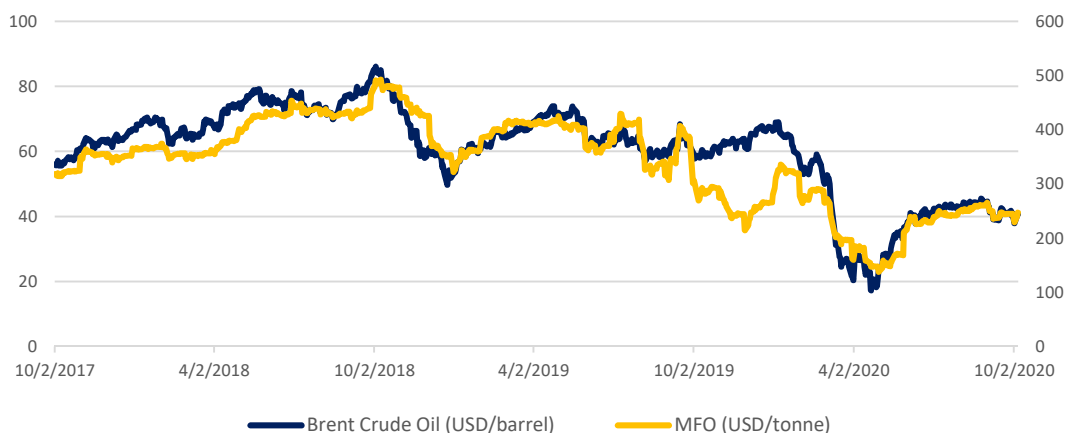
BSCはSao Vang Dai Nguyet、LNG Thi Vai 倉庫などの大手案件を実施した経験を得たことで、PVSが殆どの経営事業、特に設備・建設事業の成長率をもたらすために多くの案件を落札すると期待しております。

企業アップデート

2020年9ヶ月には、PVSの業績は新型コロナウイルス感染症の流行で好調ではなかった。

2020年9月には、PVSの売上高は前年同期比8.5%増の14兆7,250億ドンで、年間計画の98%を達成した。税引後利益は同0.5%減の6,350億ドンで、年間計画の99%を達成した。PVSの業績が好調になったが、PVSの事業は新型コロナウイルス感染症の流行で原油価格の下落に、減少した。

原油価格が1バレル当たり41ドルに引下げた。



ソース: Bloomberg, BSC Research

PVSの事業業績が悪化した。

事業	収入			売上総利益			B売上総利益率	
	9M2019	9M2020	Thay đổi	9M2019	9M2020	Thay đổi	9M2019	9M2020
設備・建設事業	7,747	7,997	3.20%	422	403	-4.50%	5.45%	5.04%
サービス船舶事業	1,410	1,493	5.90%	131	99	-24.40%	9.29%	6.63%
FSO(浮体式貯蔵積出設備)及びFPSO(浮体式生産貯蔵積出設備)	1,227	2,467	101.10%	125	86	-31.20%	10.19%	3.49%
港湾サービス事業	1,157	1,181	2.10%	202	190	-5.90%	17.46%	16.09%
運用・保守事業	1,044	870	-16.70%	70	61	-12.90%	6.70%	7.01%
K ROVで地震、地質調査、地下建築物修理事業	549	306	-44.30%	52	11	-78.80%	9.47%	3.59%
他の事業	435	411	-5.50%	21	20	-4.80%	4.83%	4.87%

総計	13,569	14,725	8.5%	1,023	870	-15.0%	7.54%	5.91%
----	--------	--------	------	-------	-----	--------	-------	-------

ソース: PVS, BSC Research

事業別の経営活動:

- サービス船舶賃貸事業: 稼働日数が前年同期比-8.78%減の 1890 日間である。
- FSO(浮体式貯蔵積出設備)及び FPSO(浮体式生産貯蔵積出設備): FSO Ca Rong Do 案件からの収入を計上し、FPSO Lam Son 案件から収益に繰り入れた。
- 設備・建設事業: Sao Vang - Dai Nguyet 案件、GALLAF 案件が最後段階に入っている。
- 港湾サービス事業: 掘削計画を実施する請負契約数が前年同期比+25%増の 3 つ/月となった。
- 稼働・メンテナンス事業: Nam Con Son 2 海底パイプライン案件の第 2 期の以外、他の案件が計画の通りに実施している。
- ROV で地震、地質調査、地下建築物修理事業:
 - PTSC Researcher 船の稼働日数が前年同期比-42%減の 104 日である。
 - PTSC Surveyor 船の稼働日数が前年同期比-97%減の 4 日である。
 - ROV 設備の稼働日数が前年同期比-19%減の 311 日である。

PVS は悪影響を受けたが、2020 年 9 ヶ月の税引後利益が前年同期比-0.5%減となった。この原因は下記の通りです。

- 貸倒引当金戻入益が 570 億ドンとなったのは企業費用を前年同期比-31.7%減の 3,850 億ドンに減少させた。
- 案件アフター引当金戻入益が 1,770 億ドンとなったことで、他の利益が 1,780 億ドンで、前年同期の 1,260 億ドン赤字から増加した。

Ca Voi Xanh 案件と Lo B - O Mon 案件という重要な案件の進捗が多くの問題のために予定より遅くなったのは PVS の短期的な業績に影響した。

Lo B - O Mon 案件: 下流と上流での多くの案件が交渉していることで、案件の進捗を遅くなっている。最後の投資決定が 2021 年 3 月前に出ければ、商業用運転期間は 2024 年 9 月の見込みだ。

Ca Voi Xanh 案件: PVN、EVN と ExxonMobil はガスと電気販売契約を交渉している。最初のガス流れは 2023 年第 4 四半期に採掘される見込みだ。

⇒ 進捗が遅くなっている案件は PVS の短期的な経営活動に影響を与える。

業績予測

2020 年と 2021 年の原油平均価格はそれぞれ 1 バレル当たり 41 ドル、45 ドルとなると予測されている。

世界での多くの金融機関の予測によると、プレント原油平均価格は 2020 年で 1 バレル当たり 42 ドル、2021 年で 48 ドルに推移するだろう。BSC は原油価格が 1 バレル当たり 41 ドルで取引するのは PVS の 2020 年業績を予想するために適切な価格だと評価しております。しかし、たくさんの不安定な要素は来年原油価格の回復

に影響を及ぼすことで、我々は PVS の 2020 年業績を予想する為に、原油価格の 1 バレル当たり 45 ドルを慎重に利用しております。

世界での大手金融機関のプレント原油平均価格予測（ドル/バレル）

機関	予測日	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
Citigroup Inc	02/11/2020	44.0	57.0			
Rabobank International	22/10/2020	42.0	46.5	49.0	50.0	51.0
Intesa Sanpaolo SpA	20/10/2020	42.7	50.0	55.0	58.5	60.8
Westpac Banking Corp	16/10/2020	39.2	32.0	37.4	44.5	
Commerzbank AG	15/10/2020	42.0	45.0			
Bank of Nova Scotia/The	13/10/2020	42.7	50.0	55.0	60.0	65.0
Fitch Solutions	12/10/2020	44.0	51.0	53.0	55.0	
Capital Economics Ltd	09/10/2020	42.1	50.0	58.0		
Market Risk Advisory Co Ltd	05/10/2020	42.3	44.9	52.0	54.0	60.0
BNP Paribas SA	29/09/2020	43.0	56.0			
Banco Santander SA	24/09/2020	41.2	44.0	48.0	50.0	52.0
Emirates NBD PJSC	23/09/2020	42.6	50.0			
Deutsche Bank AG	14/09/2020	42.4	47.5	55.0	60.0	63.0
MUFG Bank	02/09/2020	46.2	56.6	65.0		
ABN AMRO Bank NV	26/08/2020	41.0	47.0	55.0		
Landesbank Baden-Wuerttemberg	20/08/2020	43.5	48.0	50.0		
MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	15/07/2020	43.0				
Natixis SA	06/07/2020	41.2	45.0			
中立価値	02/11/2020	42.3	48.9	53.0	55.0	60.8
平均価値	02/11/2020	42.2	48.3	52.1	54.8	59.2
最高価値	02/11/2020	46.2	57.0	60.0	61.2	65.0
最低価値	02/11/2020	39.0	32.0	37.4	44.5	51.0

ソース: BSC Research

2020年-原油価格が急落したことで、業績が僅かに減少するだろう。

BSC は 2020 年には、PVS の売上高を前年比 5.4%増の 17 兆 8,810 億ドン、税引後利益を同 3.7%減の 7,780 億ドン、EPS を同 15.7%減の 1,498VND/株と予測しております。この予測は下記の仮定を基づく。

- 原油平均価格が 1 バレル当たり 41 ドルである。
- 設備・建設案件の利益率が 5% である。
- 案件が再開されると、他の事業が好調に推移する。

2021年-原油価格が回復すると期待されることで、業績が改善される。

BSC は、以下の仮定を基づく PVS の売上高を前年比 4.1%増の 18 兆 6,190 億ドン、税引後利益を同 16%減の 9,030 億ドン、EPS を同 16%増の 1,738VND/株と予測しております。

- 原油平均価格がゆっくり回復し、1 バレル当たり 45 ドルである。
- PVS は Su Tu Trang 案件の第 2 段階、Lo B - O Mon パイプ案件、Nam Du - U Minh 案件という案件を着工する。
- FPSO Sao Vang Dai Nguyet 案件が 2020 年末に稼働するのは年間収入の 5,000 億ドンをもたらす。

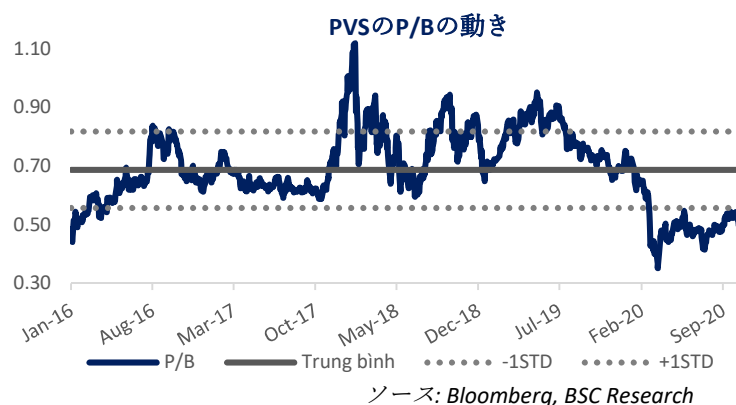
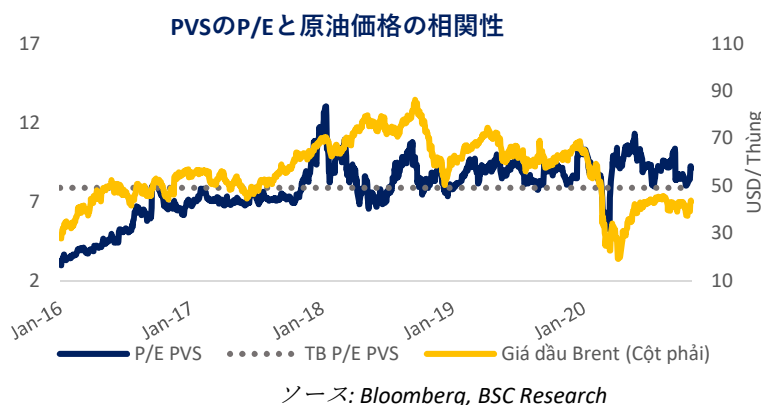
評価

現在、PVS の P/E trailing は 9.84 である。BSC は現在の状況が 2017 年の時点とかなり似ていると考えている。

ー現在:原油価格が 2016 年 4 月の最低価格から大幅に回復した後、1 バレル当たり 41 ドルと安定的な水準で維持している。

ー2017 年:原油価格が 2016 年の最低価格から急増した後、1 バレル当たり 55 ドルと横に推移した。その後、原油価格が大幅に上昇し、平均価格に比べて 19% 増の 1 バレル当たり 65 ドルであり、PVS の P/E を 8x と評価した。

2021 年の原油価格が前年比 10% 増の 45 ドル/バレルと仮定すると、BSC は PVE の P/E を 10.5 で、2021 年の EPS fw を 1,738 VND/株、PVS 株の理論株価を 2020 年 11 月 17 日の終値比 17.3% 増の 1 万 8,300 VND/株と予測しております。



同業企業の業績(10億ドン)

企業	収入	税引後利益	ROA (%)	ROE (%)	時価総額	P/E	P/B
MALAYSIA MARINE AND HEAVY EN	6,322	(2,106)	(11.9)	(17.4)	3,231	N/A	0.3
YINSON HOLDINGS BHD	18,934	1,579	2.5	7.3	29,396	20.3	1.5
SEMBCORP MARINE LTD	37,762	(5,408)	(3.6)	(15.0)	26,310	N/A	0.2
HYUNDAI ENGINEERING & CONST	336,403	4,766	1.8	5.0	75,101	15.8	0.5
KEPPEL CORP LTD	125,159	(1,420)	(0.6)	(1.7)	151,717	N/A	0.9
平均	104,916	(518)	(2.3)	(4.4)	57,151	18.1	0.7
PVS	18,124	545	2.9	6.3	7,169	9.3	0.6

付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	14,638	16,968	17,881	18,619
売上原価	13,519	16,071	16,935	17,527
売上総利益	1,119	898	1,182	1,332
販売費用	102	108	105	112
企業管理費用	645	649	530	630
営業利益/損失	373	140	547	590
金融活動収益	506	320	357	329
金融活動費用	66	67	90	70
借入費用	27	34	55	35
営業利益/損失	723	581	210	450
他の収益	(559)	129	207	105
税引前利益	976	1,103	1,081	1,254
法人税額	403	295	303	351
税引後利益	573	808	778	903
少数株主持分	(474)	(41)	62	72
少数株主税引後利益	1,047	849	716	831

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	6,311	6,949	7,378	7,230
短期投資	1,726	2,743	2,743	2,743
短期未収金	5,006	4,627	3,938	4,203
棚卸資産	494	1,269	929	961
その他流動資産	591	396	415	433
他流動資産	14,129	15,984	15,403	15,570
有形資産	2,606	3,154	3,466	3,747
原価償却	(7,959)	(8,329)	(8,829)	(9,351)
建設中非流動資産	188	200	200	200
長期投資	4,905	5,208	5,208	5,208
他の非流動資産	1,014	1,087	1,146	1,193
非流動資産	8,961	10,020	10,368	10,696
総資産	23,089	26,004	25,771	26,266
買掛金	10,384	13,220	12,796	12,986
短期借入	721	771	793	679
短期借入総額	6,825	8,995	8,759	9,006
長期借入	193	584	397	340
長期借入総額	3,559	4,225	4,037	3,980
負債総額	10,384	13,220	12,796	12,986
出資金	4,780	4,780	4,780	4,780
株式会社化による資本剰余金	40	40	40	40
未処分利益	3,826	3,857	4,047	4,352
少数株主持分	833	714	777	849
株主資本総額	12,705	12,784	12,260	12,565
総資本	23,089	26,004	25,771	26,266
流行中株数(10億株)	478	478	478	478

業績(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
税引後利益	573	808	778	903
原価償却及び割当て	567	478	500	522
流動資本変更	(1,091)	804	694	(1,091)
営業活動からキャッシュフロー	192	1,906	1,910	1,352
固定資産購入額	(355)	(766)	(789)	(803)
他の投資金	(691)	(1,952)	(585)	-
投資活動からキャッシュフロー	1,075	(1,306)	(1,374)	(803)
配当金	(509)	(397)	(526)	(526)
借入から金額	(256)	448	419	(171)
金融活動からキャッシュフロー	(765)	52	(107)	(697)
初期キャッシュフロー	5,761	6,311	6,949	7,378
内期キャッシュフロー	502	651	429	(148)
最後期キャッシュフロー	6,311	6,949	7,378	7,230

指標(%)	2018	2019	2020F	2021F
支払能力				
流動比率	2.07	1.78	1.76	1.73
当座比率	1.26	1.12	1.20	1.16
資本構成				
負債比率/総資産	0.45	0.51	0.50	0.49
負債比率/株主資本	0.82	1.03	1.04	1.03
稼働能力				
棚卸資産回転期間	12.9	20.0	23.7	19.7
売掛金回収期間	130.4	104.3	86.9	79.3
買掛金回収期間	78.0	77.7	77.5	71.7
現金回転率	65.3	46.6	33.1	27.3
利益性				
ROE	4.5%	6.3%	6.3%	7.2%
ROA	2.5%	3.1%	3.0%	3.4%
営業活動から利益率	2.5%	0.8%	3.1%	3.2%
税引後利率	3.9%	4.8%	4.4%	4.8%
評価				
PE	7.0	8.7	10.0	8.6
PB	0.6	0.6	0.6	0.6
成長率(前年同期比)				
売上高	-12.8%	16.3%	5.4%	4.1%
売上総利益	33.3%	-16.8%	15.0%	14.5%
税引後利益	-29.7%	47.2%	-3.7%	16.0%
EPS	30.9%	-18.9%	-15.7%	16.0%

ソース: BSC Research.

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 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>

Bloomberg: RESPBSCV <GO>

