

推奨

買い

ペトロベトナムガス株式会社(HSX: GAS)
明るい見通し

現値:	92,700	レポート作成日:	11/03/2021	株主構成	
前理論価格	78,500	流行中株数(100万)	1,914	VIETNAM OIL & GAS GR	95.8%
新理論価格:	110,200	時価総額(10億ドン)	166,322	SUMITOMO MITSUI FINANCE	0.13%
配当率	5.3%	過去6ヶ月平均売買高:	825,378	MIRAE ASSET GLOBAL	0.11%
上昇率	18.8%	外国人投資家保有率	3.12%	DAIWA SECURITY GROUP	0.11%

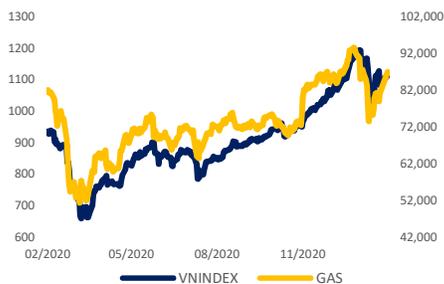
業界分析:

Thái Ngọc Lan Hương
(石油・ガス業)
huongtnl@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: 85,000 VND
損切り値: 65,000 VND

株価の推移



P/E



評価

- BSCはGAS株の理論株価を2021年3月11日の終値比18.8%増の11万200VND/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2021年には、GASの売上高を前年比20%増の77兆1,450億ドン、親会社株主帰属利益を同50%増の11兆7,180億ドン、EPSを6,122VND/株と予測しております。

事業傾向

- iShareファンドのGASの割合は2021年に0.14%から0.35%に引き上げ、購入額の800万ドルに相当するだろう。
- LNG経営事業はGASの長期的な成長原動力である。

投資観点

- 2021年の平均原油価格は57ドル/バレルまで回復すると予測されていることで、GASの利益が改善されるだろう。原油価格は10ドルに引き上げると、GASの売上総利益率が3%~4%に改善されると推定しております。
- Sao Vang - Đại Nguyệt ガス田は2020年11月から稼働し、2021年以降ガスの15億m3を追加するだろう。

リスク

- 高炉・ガス田は上流の事件により計画外生産量を減少し、ガスの供給を停止しなければならない。

企業アップデート

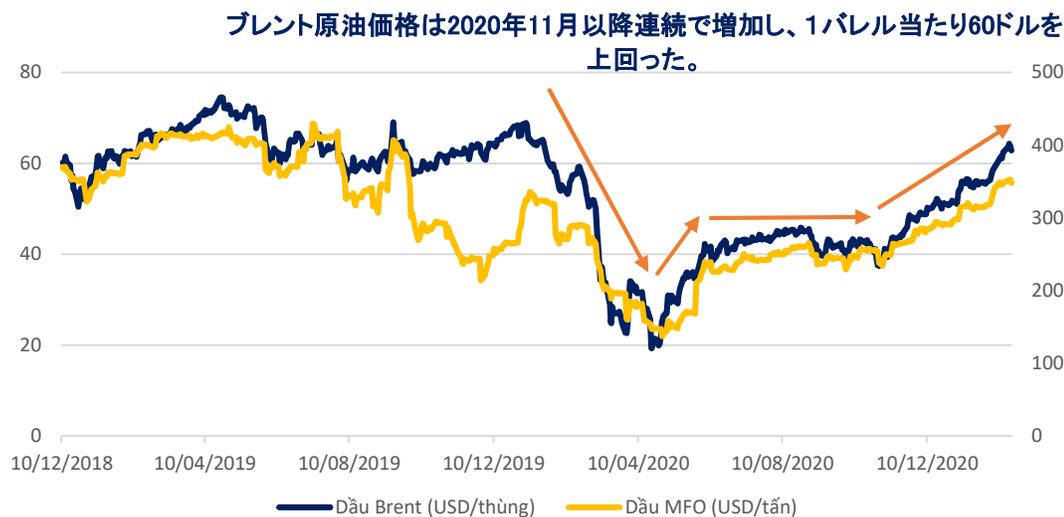
- 2020年には、GASの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比15%減の64兆1,500億ドン、同35%減の7兆9,280億ドンを達した。この減少は(1)完成品ガスの生産量が前年比11%減となった、(2)原油価格が前年比34%減の42ドルに下落したということから由来した。
- Thi Vai LNG案件は計画の通りに建設され、2022年第4四半期に完成する見込みだ。

	2020	2021F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020	2021F
PE (x)	18.2	18.0	16.9	16.9	売上高	75,612	75,005	64,150	77,145
PB (x)	3.4	4.1	3.2	2.2	売上総利益	17,491	16,919	11,357	16,726
PS (x)	2.6	2.7	1.7	1.7	税引後利益	11,454	11,902	7,812	11,718
ROE (%)	16.0	23.6	15.0	12.9	EPS	5,911	6,142	4,081	6,122
ROA (%)	12.6	18.2	7.0	2.2	EPS 成長率	18%	4%	-34%	50%
EV/ EBITDA (x)	-	-	9.5	15.6	純借入/株主資本	34%	25%	28%	28%

投資論点

(1) 2021年の平均原油価格は57ドル/バレルまで回復すると予測されていることで、GASの利益が改善されるだろう。

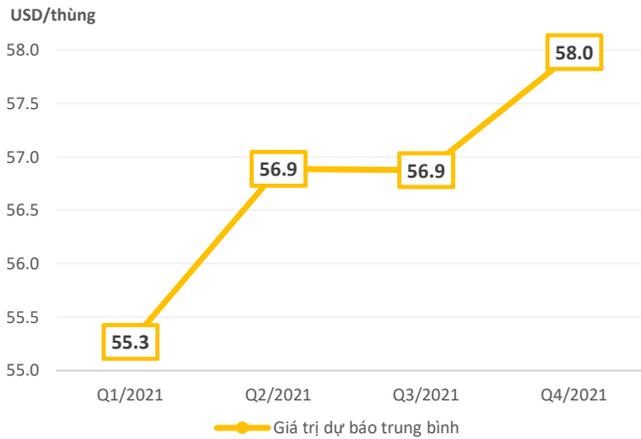
ブレント原油価格は経済回復のおかげで2020年11月から連続で上昇し、65ドル/バレルを上回った。MFO燃料原油価格も2019年10月以降最高水準を記録した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

世界での大手な金融機関はブレント原油価格予測を57ドル/バレルに上方修正した。BSCは2021年業績を予測するためにブレント原油価格の57ドル/バレルを利用しております。

大手な金融機関の2021年初の原油価格の予測



大手な金融機関の2021年の平均原油価格の予測



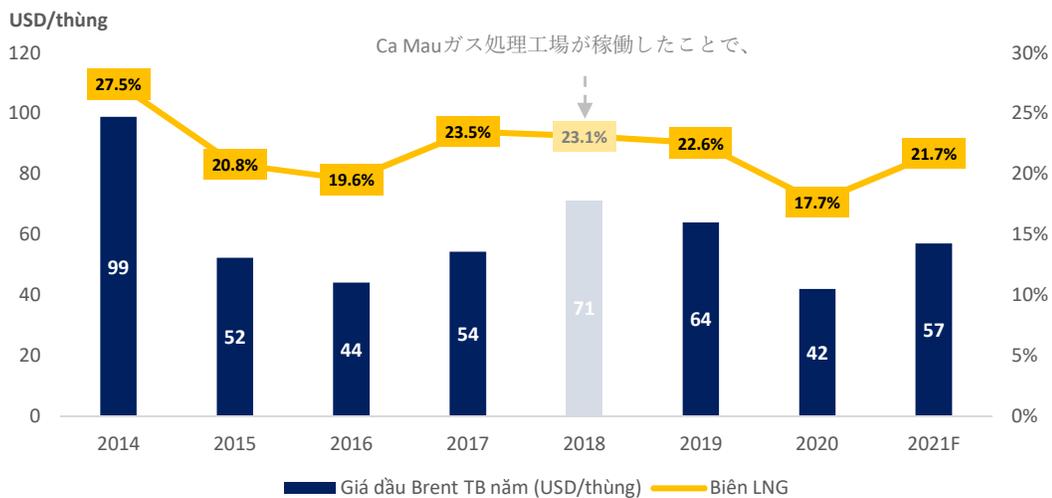
ソース: Bloomberg, BSC Research

MFO と CPARAMCO の価格はブレント原油価格の動きと共に変動する。そのために、ブレント原油価格の前向きな回復はドライガス事業と LPG 事業などの GAS のコア事業にプラスな影響を及ぼします。

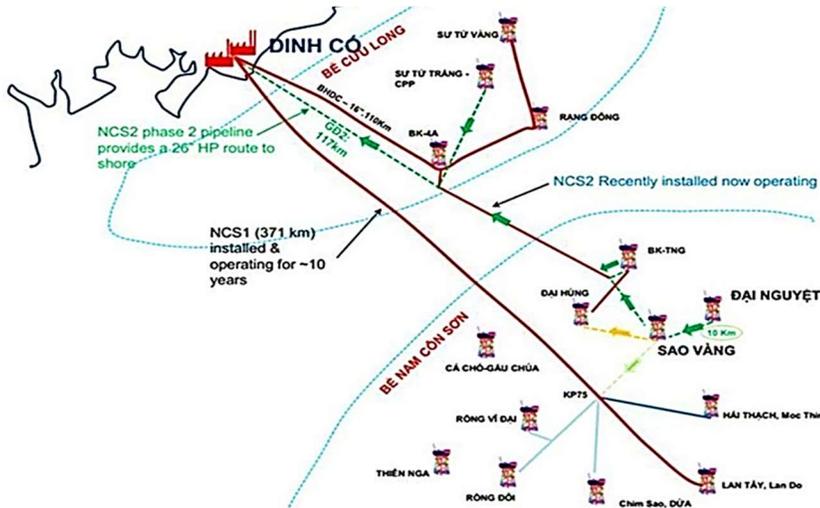
原油価格が 10 ドルに引き上げると、GAS の売上総利益率が 3%~4%に改善されると推定しております。過去には、GAS の売上総利益率は原油価格が増加した年に大幅に改善した。2021 年には、BSC は原油価格が前年比 36%増の 57ドル/バレルに引き上げることのおかげで、GAS の売上総利益率は 21.7%であると期待しております。

カマウガス処理プラントが稼働し、人件費と減価償却費が増加すると推定した。

GASの売上総利益率は原油価格の増加の時に改善される。



(2) Sao Vang – Đại Nguyệt ガス田は 2020 年 11 月から稼働し、2021 年以降ガスの 15 億 m3 を追加するだろう。

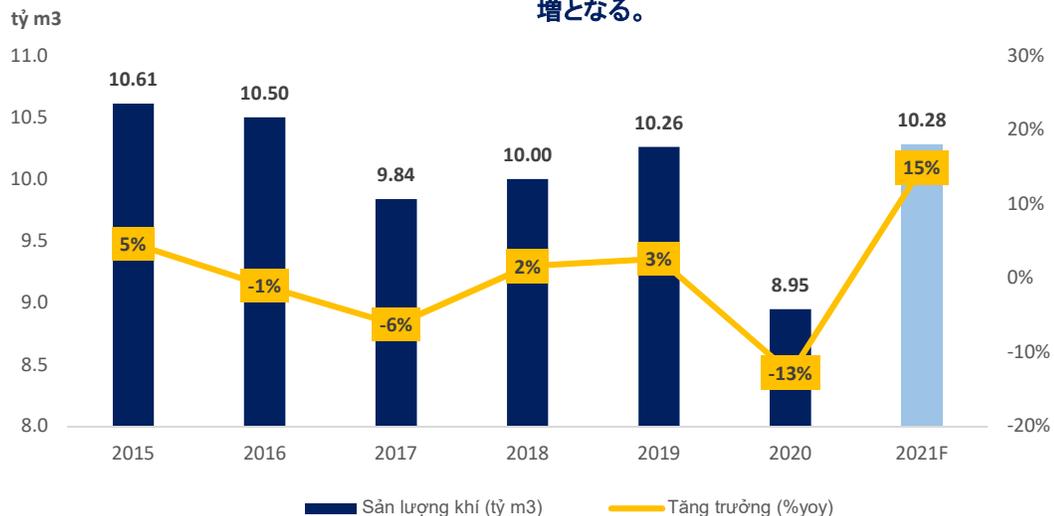


Sao Vang – Đại Nguyệt ガス田は 2020 年 11 月から稼働し、2021 年以降ガスの 15 億 m3 を追加するだろう。

ソース：ベトナムエネルギー

Sao Vang – Đại Nguyệt ガス田は収入の 8 兆 VND と売上総利益の 1 兆 6,000 億ドンをもたらすと推定されている。

ウェットガス出力はSao Vang – Đại Nguyệtガス田のおかげで前年比+15% 増となる。



事業傾向

LNG 経営事業は GAS の長期的な成長原動力である。BSC はベトナムガス火力発電事業が輸入 LNG 源に依存すると評価しております。理由は、(1)国内ガス供給源が減少する、(2)2020 年～2030 年の期間における電気生産用ガスの総量は年間 14%増加する見込みということから由来した。そのために、輸入 LNG の割合はこの期間に 0%から 8.5%に引き上げるだろう。

2025 年までのベトナムガス工業発展計画によると、湾倉庫の 7 カ所は 2035 年まで建設され、生産能力は 2,600 万tである。具体的には、

2016 年 - 2025 年の期間			
順番	案件	稼働期間	生産能力(100 万t/年)
1	Thi Vai 液化天然ガス(LNG) 貯蔵庫	2022 - 2025	1 - 3
2	第 1 期 Son My LNG 貯蔵庫	2023 - 2025	1 - 3
3	第 1 期 Tay Nam Bo LNG 貯蔵庫	2022 - 2025	1
4	第 1 期 Dong Nam Bo LNG 貯蔵庫	2022 - 2025	4 - 6
2026 年 - 2035 年の期間			
順番	案件	稼働期間	生産能力(100 万t/年)
1	第 2 期 Tay Nam Bo LNG 貯蔵庫	2026 - 2030	2
2	Thai Binh 浮体式の LNG 貯蔵庫	2026 - 2030	0.2 - 0.5
3	第 2 期 Son My LNG 貯蔵庫	2027 - 2030	3
4	第 3 期 Son My LNG 貯蔵庫	2031 - 2035	3
5	北部 LNG 貯蔵庫	2030 - 2035	1 - 3
6	Khanh Hoa LNG 貯蔵庫	2030 - 2035	3

ソース: BSC Research

Thi Vai と Son My に展開されている蔵庫案件 2 件のおかげで、GAS は大手企業となり、このシフト傾向から恩恵を受けると評価されています。これらの案件は 2021 年に完成しないが、LNG 経営事業が GAS の長期的な

成長原動力であると評価されております。

LNG 貯蔵庫案件の進捗アップデート

案件	投資総額	生産能力	場所	完成期間 予定	進捗	顧客
Thi Vai 液化天然ガス(LNG) 貯蔵庫	2 億 8,580 万ドル(第 1 期)	第 1 期: 100 万 t/年 第 2 期: 300 万 t/年	Cai Mep 工業団地, Phu My, Ba Ria Vung Tau	第 1 期: 2022 年第 3 四半期 第 2 期: 2023 年第 4 四半期	基本的に完全なコンクリートシェル構成 タンクの屋根の建設と持ち上げの完了	第 3 と第 4 号 Nhon Trach 発電所と家庭

Son My LNG貯蔵庫	13億ドル	360万t/年	Son My 工業団地	2023年第4四半期	GASは合併会社を設立するためにパートナーと相談している。	第3と第4号 Son My 発電所
---------------	-------	---------	-------------	------------	-------------------------------	-------------------

ソース: PV GAS, BSC Research

業績のアップデート

2020年には、GASの売上高と親会社株主帰属利益はそれぞれ、前年比14%減の64兆1,500億ドン、同35%減の7兆8,120億ドンを達した。減収減益の原因は以下の通り。

- 湿性ガス生産量は前年比13%減の894万7,000m³だった。
- LPG販売量は前年比11%増の1,962tだった。
コンデンセート販売量は前年比17%減の5万8,300tだった。
- ブレント原油価格は前年比36%減の42ドル/バレルだった。MFO材料原油価格は同39%減となった。

展開しているガス田の進捗アップデート

案件	生産量(予定)	稼働期間(予定)	投資総額(予定)	開拓予定期間	進捗
第2期 Su Tu Trang ガス田(鉱区 15-1)	150億 m ³ /年 稼働期間のガス生産量: 240億 m ³	15~20年間	20億ドル	2023年第4四半期	- 一般ガス田発展計画(OPD)は2019年12月に承認された。 - 予備的な実現可能性調査レポート(FS)は2021年第1四半期に承認される予定。
鉱区 B - Ô Môn	50~70億 m ³ / 年 ガス埋蔵総量: 1,760億 m ³	20年間	81億ドル	2024年9月	- 関連パートナーはGSPA, GSA, GTAなどの案件の貿易協定を完了している。 - 案件は最終投資決定の承認を待機している。
Cá Voi Xanh ガス田(鉱区 118)	ガス埋蔵総量: 1,500億 m ³	25年間	100億ドル	2024年6月	- 同案件はガス田発展レポートを待って、投資決定を受けてから案件展開計画を作成する。 - PVNとExxon Mobilはガス販売交渉を完成している。

ソース: BSC Research

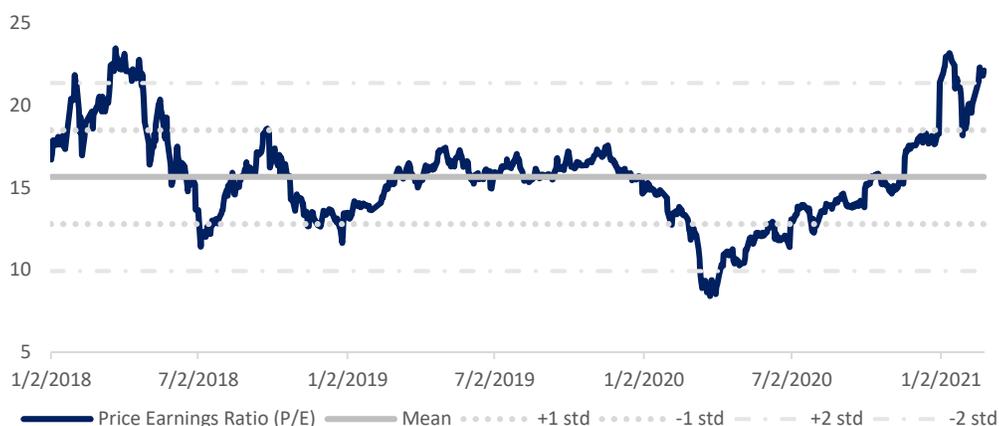
業績予測

BSCは2021年には、以下の仮定に基づくGASの売上高を前年比20%増の77兆1,450億ドン、親会社株主帰属利益を同50%増の11兆7,180億ドン、EPSを6,122VND/株と予測しております。

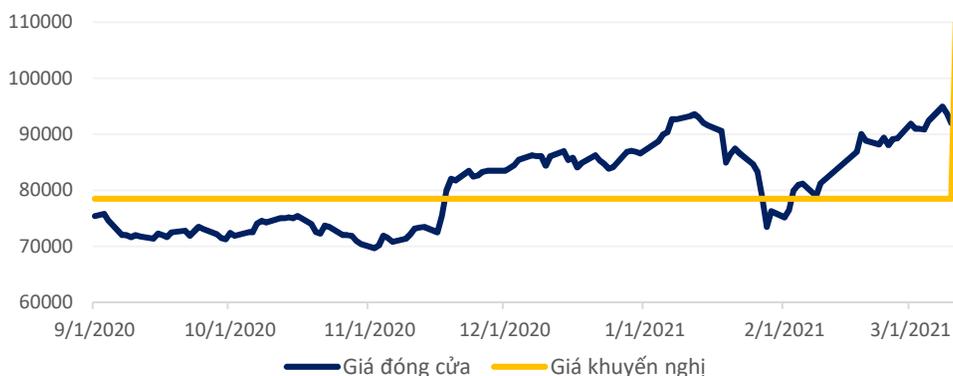
- Sao Vang – Đại Nguyệt ガス田の2021年生産量は150億m³/年である。
- 2021年には、GASは乾燥ガスの103億m³(前年比15%増)、LPGの210万t(同+5%増)及びコンデンセートの6万2,000tを生産・販売する。
- ブレント原油価格は2021年に前年比36%増の57ドル/バレルである。

推奨 – 買い

BSCはGAS株の理論株価を2021年3月11日の終値比18.8%増の11万200VND/株と評価し、GASの投資評価を「買い」と推奨しております。



株価の推移



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F	キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	75,612	75,005	64,150	77,145	税引後利益	14,540	15,068	9,926	14,946

売上原価	-58,120	-58,087	-52,793	-60,419	原価償却及び割当て	2,566	2,406	2,280	2,635
売上総利益	17,491	16,919	11,357	16,726	流動資本変更	-4,119	-4,511	-4,320	-4,514
販売費用	-2,639	-2,394	-1,943	-2,302	他の修正	-566	-282	-197	-191
企業管理費用	-1,128	-875	-769	-891	営業活動からキャッシュフロー	12,422	12,681	7,688	12,877
営業利益/損失	13,725	13,649	8,645	13,533	固定資産購入額	-692	-2,690	-5,324	-2,314
金融活動収益	1,477	1,665	1,451	1,611	その他の投資額	-6,667	-3,504	5,097	-1,040
金融活動費用	-617	-241	-161	-193	投資活動からキャッシュフロー	-7,315	-4,722	-200	-3,354
借入費用	-440	-198	-102	-128	配当金	-7,656	-8,230	-6,814	-9,570
合併・関連会社関連収益	-4	-1	-11	-5	借入から金額	-4,297	-1,950	186	231
他の収益	-41	-4	14	-10	他の未収金	0	0	0	0
税引前利益	14,540	15,068	9,937	14,946	金融活動からキャッシュフロー	-11,905	-10,188	-6,629	-9,339
法人税額	-2,831	-2,983	-2,037	-2,989	初期キャッシュフロー	13,502	6,706	4,476	5,335
税引後利益	11,709	12,086	7,928	11,957	中期キャッシュフロー	-6,798	-2,229	859	183
少数株主持分	255	183	116	239	最終期キャッシュフロー	6,706	4,476	5,335	5,519
少数株主利益等控除利益	11,454	11,902	7,812	11,718					
EBITDA	10,893	10,957	6,101	10,600					
EPS	5,911	6,142	4,081	6,122					

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	6,706	4,476	5,335	5,519
短期投資	21,602	24,915	21,515	24,337
短期未収金	10,214	10,359	10,149	10,436
棚卸資産	1,948	1,575	1,663	1,871
その他流動資産	462	491	693	435
他流動資産	40,932	41,815	39,354	42,599
有形資産	50,030	48,514	54,739	54,863
原価償却	-31,881	-33,076	-35,404	-38,301
建設中非流動資産	1,235	3,021	2,303	4,466
長期投資	63	405	380	417
他の非流動資産	1,534	937	1,095	1,149
非流動資産	21,682	20,363	23,735	23,245
総資産	62,614	62,179	63,090	65,843
買掛金	1,914	2,622	2,107	2,887
短期借入	1,490	1,341	1,017	1,543
他の短期借入	7,693	6,710	6,035	6,948
短期借入総額	11,847	9,964	9,675	10,597
長期借入	3,396	1,456	1,964	1,669
他の長期借入	313	939	1,852	2,032
長期借入	3,901	2,600	4,007	3,701
負債総額	15,747	12,564	13,682	14,298
出資金	19,140	19,140	19,140	19,140
株式会社化による資本剰余金	211	0	0	0
未処分利益	10,599	10,109	9,959	11,498
他の株主資本	15,124	19,258	19,267	19,626
少数株主持分	1,794	1,108	1,043	1,282
株主資本総額	46,867	49,615	49,408	51,545
総資本	62,614	62,179	63,090	65,843
流行中株数	1,914	1,914	1,914	1,914

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	2.60	3.33	2.88	2.98
当座比率	2.48	3.20	2.75	2.85
資本構成				
負債比率/総資産	25%	20%	22%	22%
負債比率/株主資本	34%	25%	28%	28%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	11.79	11.51	11.66	11.11
売掛金回収期間	23.12	22.68	29.11	24.88
買掛金回収期間	15.59	14.48	15.66	14.23
現金回転率	19.32	19.72	25.12	21.76
利益性				
売上総利益率	23%	23%	18%	22%
税引後利益率	15%	16%	12%	15%
ROE	25%	24%	16%	23%
ROA	19%	19%	13%	18%
評価				
PE	16.8	15.9	18.2	18
PB	4.2	2.9	3.4	4.1
成長率(前年同期比)				
売上高	17%	-1%	-14%	20%
税引後利益	18%	-1%	-37%	57%
税引前利益	16%	4%	-34%	50%
成長率(前年同期比)	18%	4%	-34%	50%

ソース: BSC Research.

世界の大手金融機関のブレント原油価格の予測(単位: USD/バレル)

金融機関	予測日	2021年	2021年	2021年	2021年
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	26/02/2021	60.0	61.0	62.0	64.0
Landesbank Baden-Wuerttemberg	25/02/2021	61.0	65.0	60.0	60.0
Commerzbank AG	23/02/2021	54.0	45.0	48.0	50.0
Emirates NBD PJSC	23/02/2021	47.5	50.0	50.0	52.5
Intesa Sanpaolo SpA	22/02/2021	60.0	70.0	72.0	73.0
MUFG Bank	17/02/2021	61.0	73.7	71.8	65.4
Rabobank International	16/02/2021	60.0	60.2	60.3	60.7
Capital Economics Ltd	15/02/2021	55.0	59.0	63.5	68.5
ABN AMRO Bank NV	15/02/2021	59.0	57.0	53.0	52.0
Banco Santander SA	08/02/2021	58.0	57.0	55.0	54.0
Westpac Banking Corp	05/02/2021	56.0	56.0	55.0	54.0
Natixis SA	26/01/2021	53.0	55.0	53.0	57.0
Deutsche Bank AG	20/01/2021	55.0	60.0	60.0	65.0
Market Risk Advisory Co Ltd	06/01/2021	52.0	53.0	54.0	54.0
Prestige Economics LLC	29/12/2020	53.5	55.5	57.0	60.0
Santander UK PLC	22/12/2020	48.0	47.5	48.0	48.5
CIMB	09/12/2020	55.0	53.0	52.0	50.0
BNP Paribas SA	23/11/2020	56.0	54.0	55.0	59.0
Bank of Nova Scotia/The	13/10/2020	46.0	49.0	51.0	54.0
		2021年	2021年	2021年	2021年
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
中位予測		55.0	56.0	55.0	57.0
平均予測		55.3	56.9	56.9	58.0
最高予測		61.0	73.7	72.0	73.0
最低予測		46.0	45.0	48.0	48.5

ソース: Bloomberg, BSC Research

世界の大手金融機関の年間ブレント原油価格の予測(単位: USD/バレル)

金融機関	予測日	2021	2022
Citigroup Inc	01/03/2021	64.0	
MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	26/02/2021	62.0	
Landesbank Baden-Wuerttemberg	25/02/2021	61.5	63.0
Commerzbank AG	23/02/2021	49.0	54.0
Emirates NBD PJSC	23/02/2021	50.0	
Intesa Sanpaolo SpA	22/02/2021	68.8	75.0
MUFG Bank	17/02/2021	68.0	58.2
Rabobank International	16/02/2021	60.3	61.9
ABN AMRO Bank NV	15/02/2021	55.0	56.0
Capital Economics Ltd	15/02/2021	61.5	59.5
Fitch Solutions	12/02/2021	58.0	56.0
Banco Santander SA	08/02/2021	56.0	53.0
Westpac Banking Corp	05/02/2021	40.0	52.0
Natixis SA	26/01/2021	54.5	61.8
Deutsche Bank AG	20/01/2021	60.0	60.0
Market Risk Advisory Co Ltd	06/01/2021	53.3	57.0
Prestige Economics LLC	29/12/2020	56.5	68.5
Santander UK PLC	22/12/2020	48.0	48.0
BNP Paribas SA	23/11/2020	56.0	61.0
Bank of Nova Scotia/The	13/10/2020	50.0	55.0
		2021	2022
中位予測		56	58
平均予測		57	59
最高予測		69	75
最低予測		40	48

ソース: Bloomberg, 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 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/BIDVSecuritie>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

