

業界: 石油業界

推奨

買い

ペトロベトナム技術サービス株式会社 (HNX: PVS)
明るい見通しが M&C 事業の回復から由来する。

現値:	28,500
理論価格:	36,000
配当率	2.5%
上昇率	26.3%

レポート作成日:	13/01/2022	株主構成	
流行中株数(100万)	477,966	PVN	51.38%
時価総額(10億ドン)	13,153	VN Investment Property Holdings	3.07%
過去6ヶ月平均売買高:	12,837,910	VOF Investment Ltd	0.76%
外国人投資家保有率	8.01%	Vietnam Investment Ltd	0.45%

業界分析者:

Dương Quang Minh
(Dầu khí, Phân bón)
minhdq@bsc.com.vn

評価

BSC は PE 方法及び FCFF 方法に基づく PVS 株の理論株価を 2022 年 1 月 12 日の終値比 26.3% 増の 3 万 6,000 VND/株と評価し、PVS の投資評価を「購入」と推奨しております。

テクニク分析:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 31,550 VND
損切り値: 26,000 VND

業績予測

■ BSC は 2021 年には PVS の売上高を前年比 37% 減の 12 兆 5,000 億ドンで、年間計画の 125% を達成し、税引後利益を同 4% 増の 7,640 億ドンで、年間計画の 136% を達成し、EPS を 1,599 VND/株と予測しております。

株価の推移



■ BSC は 2022 年には、(1) 2022 年の原油平均価格が前年比 10% 増の 1 バレル当たり 80 ドルとなり、(2) PVS が Gallaf 3 案件、Hai Long 風力発電案件、Lo B-O Mon パイプ案件からの収入が 4 兆ドンを計上する、(3) FSO (浮体式貯蔵積出設備) 及び FPSO (浮体式生産貯蔵積出設備) の合併会社が安定的に稼働し、PVS の利益に 6,000 億ドン以上を寄付するという仮定を基づく、PVS の売上高を前年比 46% 増の 18 兆 2,620 億ドン、税引後利益を同 28% 増の 9,770 億ドン、EPS FW を 2,044 VND/株と予測しております。

P/E



投資観点

- 原油価格が 1 バレル当たり 80 USD の周りで推移するのは PVS の経営活動をサポートする
- 機械・設備事業 (M&C 事業) の雇用見通しが 2022 年以後改善される。
- FSO/FPSO 合併・関連会社が PVS の年間利益に安定的に寄付する。

リスク

- 案件の進捗が遅くなる可能性があるのは PVS の仕事量に影響を及ぼす。
- 原油価格が大きく変動するのは FSO/FPSO 賃貸契約書の延長にマイナス影響を与える可能性がある。

企業アップデート

- 2021年9ヶ月には、PVSの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比-34%減の9兆6,570億ドンで、同-7%減の5,870億ドンを達成したのは(1) FSO/FPSO事業が同-37%減となった、(2) M&C事業の仕事量が同-37%減となった、(3) 2020年のような案件を保証する貸倒引当金戻入益が残さないということから由来した。
- PVSは台湾のHai Long沖合で風力発電案件を落札した。2022年～2024年期間には、PVSはこの案件(契約金額が680億ドン)の下請負主となる。

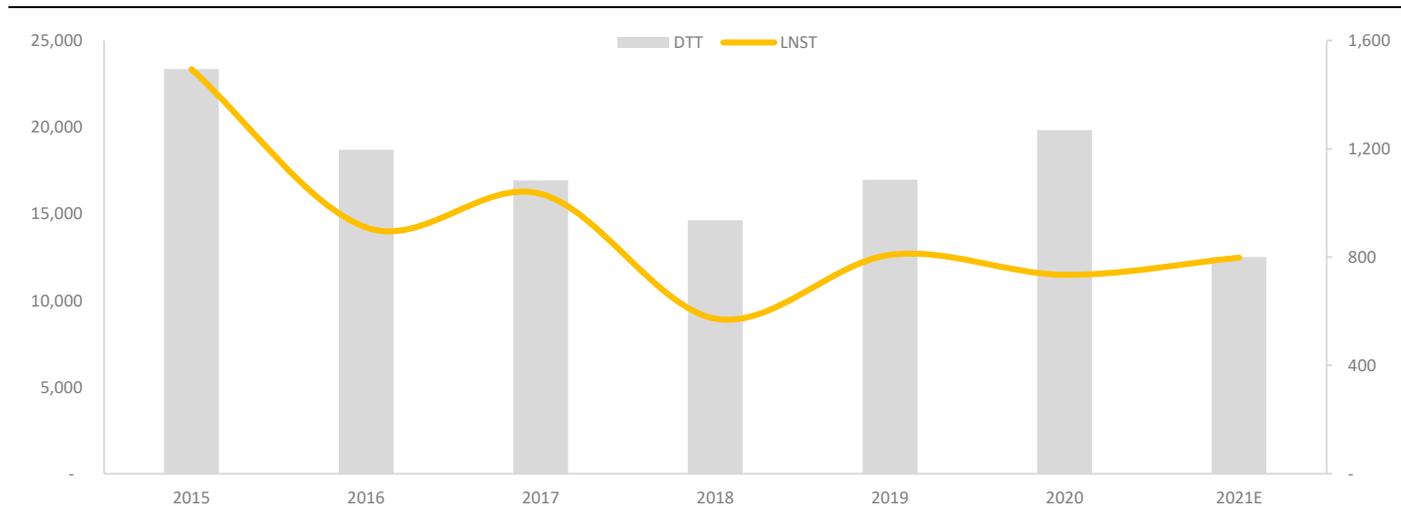
	2020	2021E	Peer	VN-Index
PE (x)	13.6	17.8	23.1	17.2
PB (x)	0.7	0.9	1.2	2.7
PS (x)	0.4	0.8	1.9	2.2
ROE (%)	4.9	5.9	3.8	16.1
ROA (%)	2.4	3.0	2.1	2.6
EV/ EBITDA (x)	3.24	5.7	14.4	16.1

	2019	2020	2021E	2022F
収入	16,968	19,832	12,506	18,262
売上高	898	712	820	1,184
税引後利益	808	735	764	977
EPS	1,602	1,096	1,599	2,044
EPS 成長率	-21%	-32%	46%	28%
純負債/株主資本	10%	9%	8%	9%

企業アップデート

PVSの突然の株主総会におけるアップデートによって、2021年の収入が年間計画の25%を超え、国家予算への寄付金が年間計画の126.4%を達成した。PVSの2021年売上高が前年比-37%減の12兆5,000億ドン、税引後利益が同+4%増の7,640億ドンを達すると推奨されている。

PVSの業績(10億ドン)



ソース: PVS, BSC Research

PVSがGallaf案件第3段階の第5パッケージを落札した。この案件はカタールの海の沖合に属し、2つの油井掘削リグ(総重量が1万9,000t)を含む。この契約額が3,600億USDだと推定され、2022年~2024年期間に実施される見込みです。BSCはGallaf案件第3段階がPVSの収入に2兆5,000億ドン、売上総利益に1,000億ドンを寄付すると予測しております。

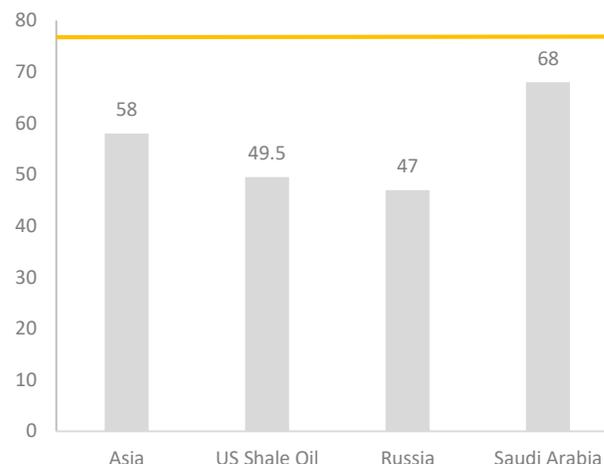
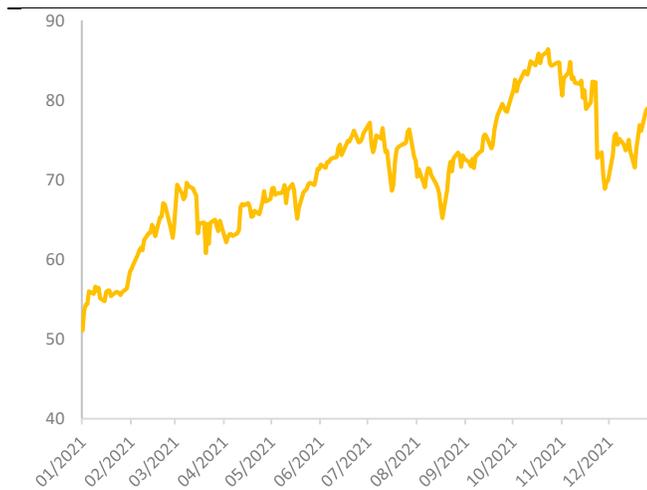
PVSは沖合風力発電投資事業を同社の営業種目に追加した。この決定が2021年12月29日における突然の株主総会で承認された。最近、PVSは台湾のHai Long沖合で風力発電案件の沖合石油ガス工事設備契約書を落札した。2022年~2024年期間には、PVSはこの案件(契約金額が680億ドル)の下請負主となる。PVSは沖合変圧所を設計、建材購入、建設、運用することを責任する。この案件は価値が高くない、売上総利益率が低いですが、PVSが沖合風力発電案件建設に関する経験を積むことができる。

2022年業績見通し

原油価格が大幅に上昇している背景には、上流工程にある案件の進捗が加速させる。現在、原油価格が1バレル当たり70USDを超えたのは世界における石油大国の損益分岐点を上回った。特に、アジア市場でベトナム企業はマレーシア、カタール、ブルネイなどの国々に浸透し、既存案件を所有している。これらの国の収入が主に石油開拓、売買することから由来することで、市場が活発に取引すると、案件が再開される。BSCは2022年の原油価格が高い水準で維持するのがPVS及び石油ガス企業に対して高いサービス費で新事業量をサポートすると期待しております。

2021年にブレント原油価格が大幅に上昇した。

地域における石油・ガス探掘の損益分岐点



ソース: Bloomberg, BSC Research

M&C 事業—2022 年から回復への期待

2022 年には、M&C 事業の雇用の見通しが明るいと期待されている。Gallaf Qatar 及び Sao Vang - Dai Nguyet がトップ段階を過ぎたことで、PVS の 2021 年業績が低迷した。しかし、2022 年に M&C 事業がさらに開発すると期待されている。この期待は(1)Gallaf Batch 3 案件の新契約額が 3,600 億ドンである、(2)台湾の Hai Long 沖合で風力発電案件の契約額が 680 億ドルであるということから由来した。また、PVS は Nam Du - U Minh 案件、Dinh Co 2、LNG Thi Vai 第 2 段階などの国内案件を入札している。契約総額が 6,000 億ドルに達した。BSC は PVS の機械・設備事業における経験として、これらの案件を落札する可能性が高いと評価しております。

Lo B ガス案件が 2022 年から再開される可能性が高い。BSC の観察によると、政府は第 3 O Mon 発電所案件を政府開発援助(ODA)で展開するシグナルを見せている。中・上流工程にある関連案件は 2022 年に最終投資決定(Final Investment Decision(FID))を受ける可能性がある。BSC は Lo B-O Mon ガス田及びパイプ案件を含む Lo B ブロックチェーンが 2022 年下半期に再開されると期待しております。二つ案件の投資額はそれぞれ、67 億ドル、10 億ドルである。これらの案件は PVS などの国内請負主に大きな契約額を与えるポテンシャルがある。

PVS の機械・設備事業 (M&C) の案件

順番	案件	展開時間	推定契約金額 (100万 USD)	2022年に計上する推定契約金額	案件の進捗
1	Sao Vang Dai Nguyet (SVĐN)	2018 - 2022	500	60	Sao Vang ガス田が完成した。Dai Huyet ガス田の最初のガス流れが 2022 年第 3 四半期に開拓される見込みだ。
2	LNG Thi Vai	Q3/2019 - Q4/2022	78	16	この案件には、PVS の保有率が 39%である。この案件は進捗が 80%以上に達し、2022 年第 3 四半期に完成する見込みです。
3	南部石油化学組合	Q2/2020 - Q2/2022	81	30	PVS は A1 パッケージの下請負主となっている。2021 年末時点で、案件の進捗が 70%だった。
4	Gallaf Batch 3	Q2/2021 - Q4/2023	360	150	PVS は EPC 請負主となる。2023 年末に完成する見込みです。
5	Su Tu Trang の第 2 段階	2021 - 2024	250	50	案件の 2A 段階が 2021 年 7 月に稼働した。最初のガス流れが 2024 年から開拓される見込みだ。
6	Hai Long 風力発電 案件	Q3/2022 - Q1/2024	68	10	PVS は下請負主となっている。案件の総重量が 1 万 8,000t である。
7	Lo B - O Mon パイ プ案件	2022 - 2025	1,000	100	EPC 契約が 2021 年 10 月に入札の有効期限が切れた。最初のガス流れが 2025 年から開拓される見込みだ。
8	Nam Du - U Minh	2022 - 2024	150	N/A	Jadestone が政府にガス売買契約書を交渉している。案件の FPSO 契約書の再入札募集を準備している。
9	GPP Dinh Co 2	2022 - 2024	250	N/A	N/A
10	LNG Thi Vai の第 2 段階	2022 - 2024	200	N/A	LNG の採掘能力を 300 万 t/年に引き上げる為に評価段階にある。

FEED (Front End Engineering and Design) が完成された。パッケージが下流工程にある案件の実施進捗によって展開される。

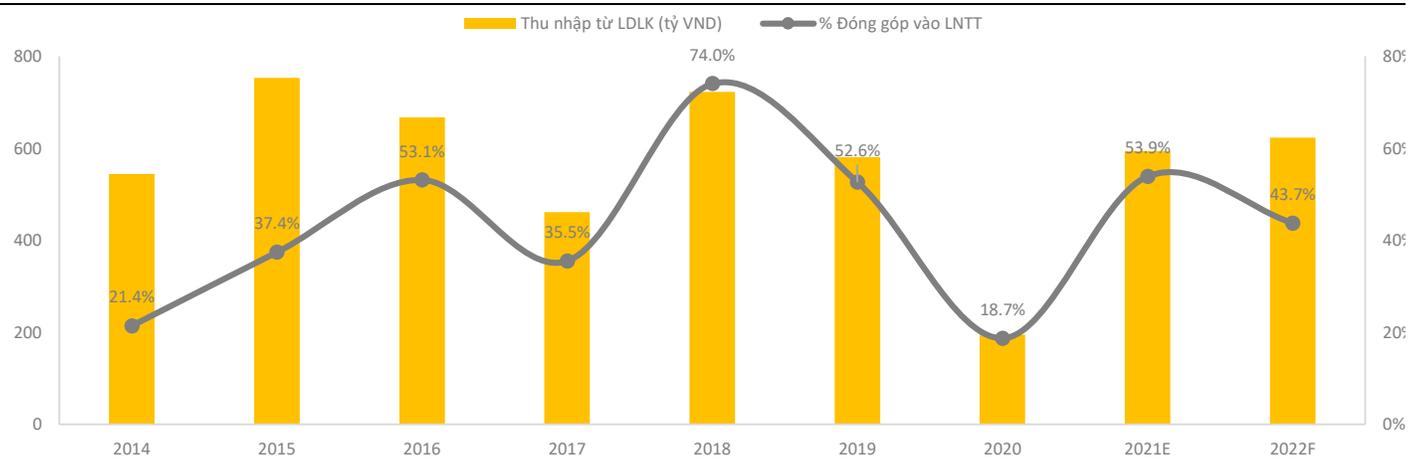
11 Lo B - O Mon ガス田 2022 - 2025 6,700 N/A

ソース: PVS, BSC Research

FSO (浮体式貯蔵積出設備) 及び FPSO (浮体式生産貯蔵積出設備) 事業は安定的な利益を寄付する。

毎年、FSO/FPSO 事業は PVS に安定的な利益を寄付する。2016 年～2021 年期間における、FSO/FPSO 合併・関連会社が PVS の税引前利益の 40～50% を寄付した。

PVS の合併・関連会社からの収入



ソース: PVS, BSC Research

BSC は FSO/FPSO 事業が 2022 年～2025 年期間には安定的な利益 6,000 億ドン/年をもたらすと期待しております。

(1) Ruby 及び Lam Son という浮体式貯蔵再ガス化装置 (FPSO) の賃貸活動が維持されている。2021 年 9 ヶ月には、Ruby FPSO 及び Lam Son FPSO の日当たり賃貸料はそれぞれ、9 万 2,500 USD、5 万 USD だった。BSC は賃貸需要が高まっていることで、海洋掘削用リグ賃貸料が 2022 年～2023 年期間の水準で維持する。

(2) Golden Star FSO は PVS の利益に 1,000 億ドン/年を寄付する。Golden Star FSO は貯蔵力 70 万バレル及び賃貸料 9 万 USD/日で、2020 年末から稼働した。BSC はこの FSO の 7 年間期限契約金額が 1,760 億 USD で、毎年 PVS の利益に平均 1,000 億ドンを寄付すると予測しております。

PVS の FSO/FPSO 関連会社

順番	FSO/FPSO	貯蔵力	PVS の保有率	油田／ガス田
1	FSO Orkid	745.000 バレル	49%	PM3 CAA
2	FPSO Ruby II	645.000 バレル	60%	Hong Ngoc
3	FSO Biển Đông 01	350.000 バレル	51%	Hai Thach - Moc Tinh
4	FPSO Lam Sơn	350.000 バレル	51%	Thang Long - Dong Do
5	FSO Golden Star	777.695 バレル	49%	Sao Vang - Dai Nguyet
6	FSO MV12	300.000 バレル	33%	Rong Doi

ソース: PVS, BSC Research

業績予測

BSC は下記の仮定を基づく、2022 年には PVS の売上高を前年比 46%増の 18 兆 2,620 億ドン、税引後利益を同 28%増の 9,770 億ドン、EPS FW を 2,044VND/株と予測しております。

2022 年の石油平均価格が前年比 10%増の 1 バレル当たり 80ドルとなる。

- PVS が Gallaf 3 案件、Hai Long 風力発電案件、Lo B-O Mon 案件からの収入が 4 兆ドンを計上する。
- FSO/FPSO 及び水中探査ロボット(ROV)の価格が前年比 5%増となった。
- FSO/FPSO 合併会社が安定的に稼働し、PVS の利益に 6,000 億ドン以上を寄付する。
- 他の収入が 2,900 億ドンを計上するのは Su Tu Trang 案件保証するための貸倒引当金戻入益から由来する。

PVS の業績予測

単位: 10 億ドン	2018	2019	2020	2021E	2022F
売上高	14,638	16,968	19,832	12,506	18,262
売上総利益	1,119	898	712	820	1,184
売上総利益率	7.6%	5.3%	3.6%	6.6%	6.5%
販売費	-102	-108	-119	-104	-127
一般管理費	-645	-649	-718	-828	-903
EBIT	1,043	1,171	1,183	1,126	1,410
財務事業による収入	506	320	399	298	343
財務費用	-66	-67	-141	-71	-101
合併・関連会社の損益	723	581	195	594	623
他の収入	-559	129	714	345	290

税引前利益	976	1,103	1,042	1,055	1,309
税引後利益	573	808	735	764	977
税引後利益率	3.9%	4.8%	3.7%	6.1%	5.3%
EPS	2,028	1,602	1,096	1,599	2,044

ソース: PVS, BSC Research

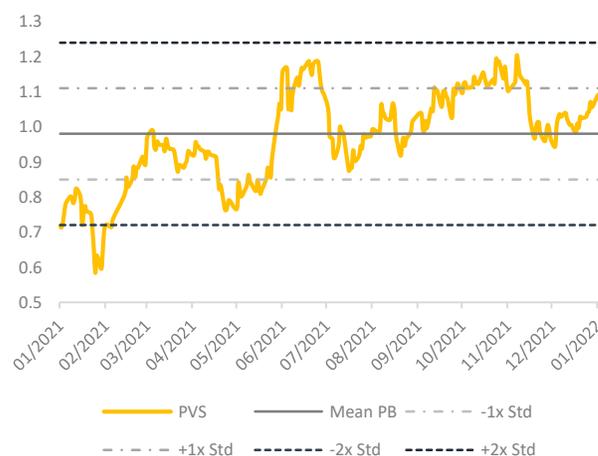
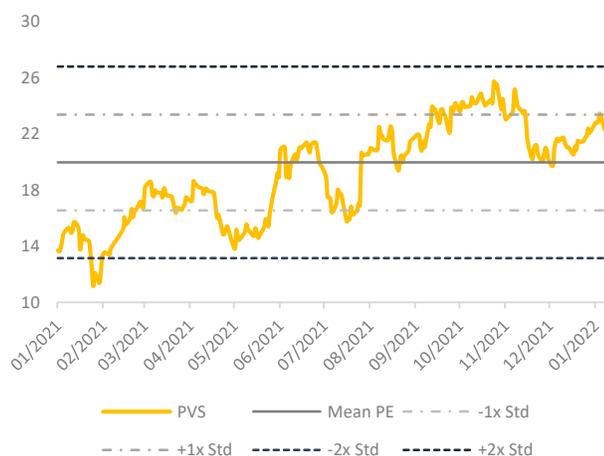
評価及び推奨

BSC は PE 方法(50%)及び FCFF 方法(50%)を基づく PVS 株の理論株価を 2022 年 1 月 12 日の終値比 26.3%増の 3 万 6,000VND/株と評価し、PVS の投資評価を「購入」と推奨しております。

方法	評価 (VND/CP)	比率(%)	平均価格(VND/ CP)
P/E	33,800	50%	16,900
FCFF	38,200	50%	19,100
目標価格(VND/株)			36,000
2021 年 8 月 30 日の終値			28,500
Upside			26.3%

Stock PE

Stock PB



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
売上高	16,968	19,832	12,506	18,262
売上原価	-16,071	-19,120	-11,686	-17,077
売上総利益	898	712	820	1,184
販売費用	-108	-119	-104	-127
企業管理費用	-649	-718	-828	-903
営業利益/損失	140	-125	-111	153
金融活動収益	320	399	298	343
金融活動費用	-67	-141	-71	-101
借入費用	-34	-56	-47	-68
合併・関連会社関連収益	581	195	594	623
他の収益	129	714	345	290
税引前利益	1,103	1,042	1,055	1,309
法人税額	-295	-307	-291	-332
税引後利益	808	735	764	977
少数株主持分	-41	86	90	115
少数株主税引後利益	849	649	674	862
EBITDA	1,615	1,636	1,611	1,910
EPS	1,602	1,096	1,599	2,044

キャッシュフロー会 計(10億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
税引後利益	1,336	1,042	1,055	1,309
原価償却及び割当て	471	526	508	534
流動資本変更	802	-1,193	-214	-815
他の変更	-684	-1,129	-716	-646
営業活動からキャッシュ フロー	1,925	-755	634	382
固定資産購入額	-786	-461	-424	-334
他の投資額	-540	71	85	210
投資活動からキャッシュ フロー	-1,325	-390	-339	-124
配当金	-397	-526	-478	0
借入から金額	448	-147	-211	167
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュ フロー	52	-673	-689	167
初期キャッシュフロー	6,311	6,949	5,182	4,788
中期キャッシュフロー	651	-1,818	-394	424
最末期キャッシュフロー	6,949	5,182	4,788	5,212

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
現金及び現金相当	6,949	5,182	4,788	5,212
短期投資	2,743	3,341	3,790	4,178
短期未収金	4,638	5,661	5,103	5,606
棚卸資産	1,510	2,190	2,332	2,326
その他流動資産	391	289	344	330
流動資産	16,230	16,664	16,357	17,652
有形資産	11,503	11,840	12,215	12,581
原価償却	-8,322	-8,726	-9,169	-9,647
建設中非流動資産	200	236	271	226
長期投資	5,208	4,965	5,080	5,154
他の非流動資産	1,097	1,038	1,061	1,049
非流動資産	10,056	9,707	9,633	9,506
総資産	26,287	26,371	25,990	27,158
買掛金	4,035	6,164	4,980	5,312
短期借入	771	734	475	694
他の短期借入	4,284	2,799	3,695	3,447
短期借入総額	9,091	9,696	9,150	9,453
長期借入	584	474	521	469
他の長期借入	3,641	3,292	3,345	3,426
長期借入	4,225	3,765	3,866	3,895
出資金	13,316	13,462	13,016	13,348
株式会社化による資本剰余金	4,780	4,780	4,780	4,780
未処分利益	40	40	40	40
他の短期借入	4,039	3,995	3,933	4,617
他の株主資本	3,394	3,356	3,393	3,430
少数株主持分	718	739	829	943
株主資本総額	12,971	12,909	12,974	13,810
総資本	26,287	26,371	25,990	27,158
流行中株数(100万株)	478	478	478	478

指数(%)	2019	2020	2021E	2022F
支払能力				
流動比率	1.2	1.2	1.3	1.3
当座比率	1.1	1.1	1.1	1.1
資本構成				
負債比率/総資産	51%	51%	50%	49%
負債比率/株主資本	103%	104%	100%	97%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	22.8	35.3	37.2	33.2
売掛金回収期間	63.7	73.5	91.9	82.0
買掛金回収期間	77.0	94.0	114.6	102.4
現金回転率	9.4	14.8	14.4	12.9
利益性				
売上総利益率	5%	4%	7%	6%
税引前利益率	5%	4%	6%	5%
ROE	6%	6%	6%	7%
ROA	3%	3%	3%	4%
評価				
PE	9.85	13.63	16.12	13.78
PB	0.65	0.66	0.80	0.78
成長率(前年同期比)				
売上高	16%	17%	-37%	46%
EBIT	13%	-3%	0%	25%
税引前利益	13%	-6%	1%	24%
EPS	-21%	-32%	46%	28%

ソース: PVS, 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/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

