企業アップデート

2022 年 1 月 12 日 – **HSX: GAS**

業界：石油・ガス

推奨　買い

ペトロベトナムガス株式会社 (HSX: GAS)
LNG の長期的なポテンシャル

現値:	103,300	レポート作成日:	12/01/2022	**株主構成**	
前理論価格	109,400	流行中株数(100 万)	1,914	VIETNAM OIL & GAS GR	95.8%
新理論価格	130,000	時価総額(10 億ドン)	166,322	SUMITOMO MITSUI FINANCE	0.13%
配当率	–	過去 6 ヶ月平均売買高:	825,378	MIRAE ASSET GLOBAL	0.11%
上昇率	**26%**	外国人投資家保有率	3.12%	DAIWA SECURITY GROUP	0.11%

業界分析:

Dương Quang Minh

（石油、肥料）

minhdq@bsc.com.vn

テクニック分析:

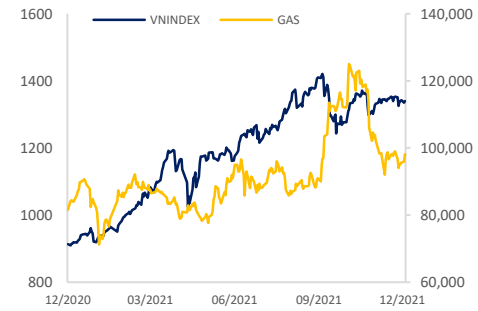
Lê Quốc Trung

trunglq@bsc.com.vn

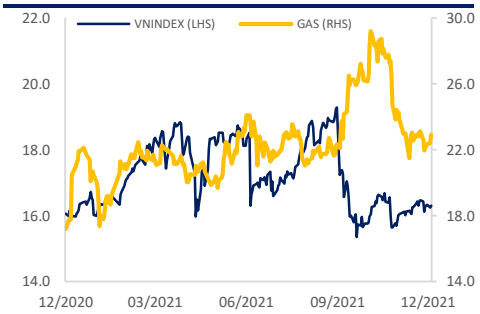
推奨価格: 118,900 VND

損切り価格: 101,000 VND

株価の推移



P/E



評価

- BSC は PE 方法を基づく GAS 株の理論株価を 2022 年 1 月 11 日の終値比 26%増の 13 万 VND/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 2022 年には、(1)2022 年の平均原油価格が前年比 10%増の 80 ドル／バレルである、(2) Su Tu Trang ガス田第 2A 期のガス産量が 5 億 m3 を達す、(3)乾燥ガス産量が前年比 18%増の 86 億 m3 を達し、液化石油ガス(LPG)事業の産量が同 6%増の 21 億 t を達すという仮定を基づく、GAS の売上高を前年比 16%増の 92 兆 7,780 億ドン、税引後利益率を同 18%増の 9 兆 8,630 億ドン、EPS fw を 5,050 VND／株と予測しております。

投資観点

- 2022 年の原油価格が 80 ドル／バレルで維持するのは GAS の利益を改善させる。
- 電力工場からのガス調達需要が高まることのおかげで、ガス産量が改善される。
- LNG 事業が GAS の長期的な成長原動力となり、GAS の株価が再評価される。

リスク

- ガス産量及び燃料価格が推定より低い。
- 重要なガス田案件は予定より遅れています。

企業アップデート

- 2021 年第 4 四半期には、GAS の収入が前年同期比+36%増の 21 兆 1,850 億ドン、税引前利益が同−12%減の 1 兆 8,460 億ドンを達すと推定された。GAS の 2021 年収入及び税引後利益がそれぞれ、前年比+25%増の 80 兆ドン、同+5%増の 8 兆 3,800 億ドンで、年間計画の 119%を達成すると推定される。
- 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	2021E	Peer	VN-Index
PE (x)	18.2	20.5	16.9	17.2
PB (x)	3.4	3.6	3.2	2.7
PS (x)	2.6	2.3	1.7	2.2
ROE (%)	16.0	18.5	15.0	16.1
ROA (%)	12.6	14.2	7.0	2.6
EV/ EBITDA (x)	12.9	18.1	9.5	16.1

	2019	2020	2021E	2022F
収入	75,005	64,135	79,862	92,778
売上高	16,919	11,406	13,042	15,524
少数株主利益等控除利益	11,902	7,855	8,212	9,666
EPS	6,142	4,028	4,291	5,050
EPS 成長率	4%	−34%	5%	18%
純負債/ 株主資本	25%	28%	33%	37%

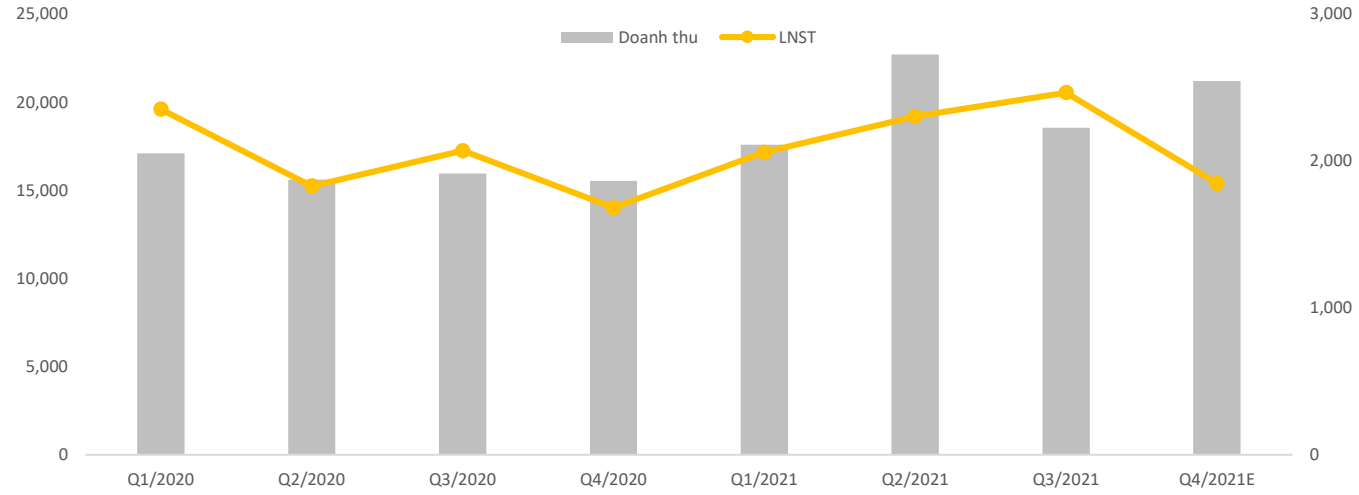
2021 年第 4 四半期業績アップデート

PVS の管理部のアップデートによると、GAS の 2021 年収入及び税引後利益がそれぞれ、前年比+25%増の 80 兆ドンで年間計画の 114%を達成し、同+5%増の 8 兆 3,800 億ドンで年間計画の 119%を達成すると推定されております。そのうち、

- 乾燥ガスの販売量が前年比−18.3%減の 709 万 4,000m3 となった。
- LPG の販売量は同+0.7%増の 197 万 6,000tだった。
- コンデンセート産量は同+5.5%増の 6 万 1200t だった。

収入の増加は原料用原油価格が前年比+70%増となったことから由来した。しかし、新型コロナウイルス感染症の流行の第 4 波が拡大したのは 2021 年下半期に GAS にマイナス影響を与えた。EVN（電力総公社）という顧客のガス調達量が前年同期比−24%減、Petrovietnam の計画の 68%を達成した。工業団地区や国内市場の LPG 需要が 35～40%減となり、KTA、CNG の需要が 25～30%減となる局面があった。

GAS の四半期別業績（10 億ドン）

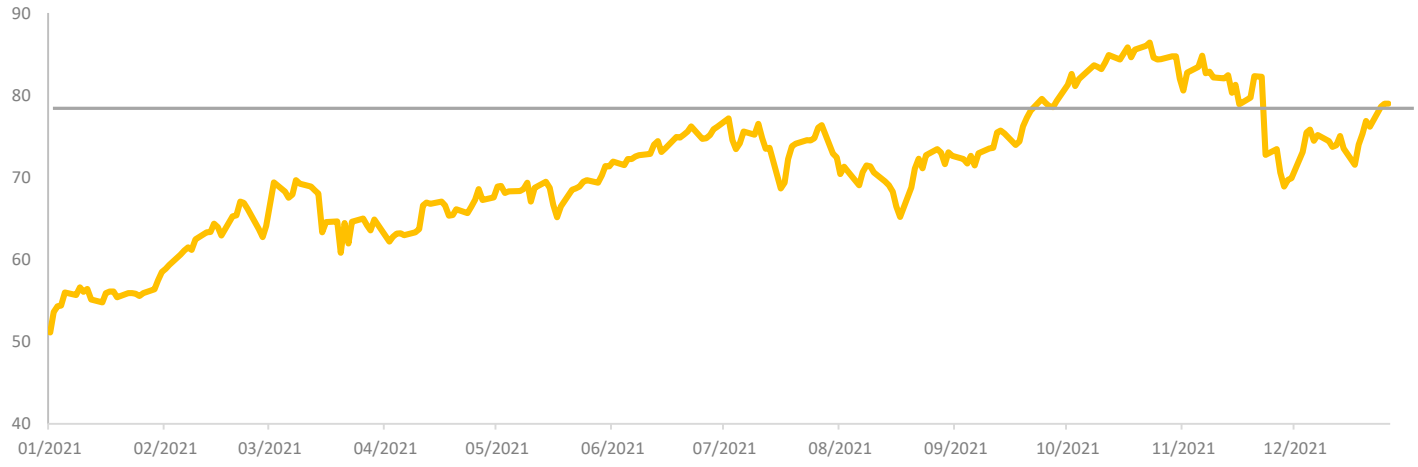


ソース：GAS, BSC Research

業績見通し

ブレント原油価格は 2021 年末に 78 ドル／バレルで維持した。原油価格が過去最高値 85USD／バレルに上昇した後、転落し 70USD/バレルのマイナス圏に下落する局面があったが、年末に回復した。原因は新型コロナウイルスの新たな変異株「オミクロン株」の感染者数が急増したことで、年末に燃料需要が減少し、原油価格が下落した。

ブレント原油価格は 2021 年に大幅に上昇した。



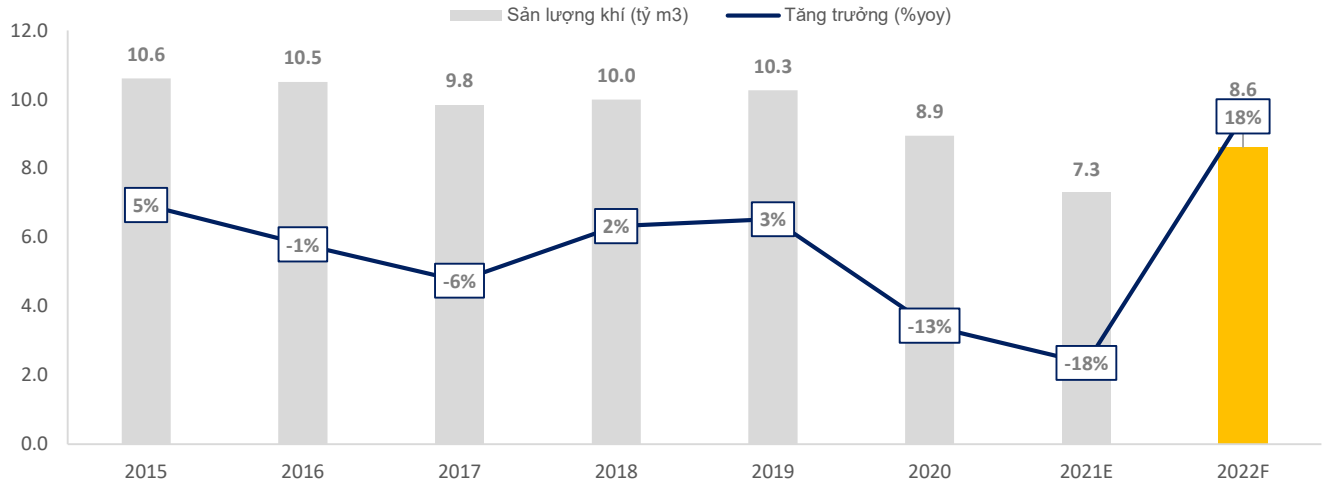
ソース： Bloomberg, BSC Research

しかし、原油価格は需要の回復のおかげで、高い水準で維持すると予測されている。OPEC は 2022 年には、世界における原油需要が、特に中国、インド、米国で上昇するという予測を維持した。また、国際エネルギー機関は世界の原油需要が 2022 年に 330 万バレル／日に増加すると予測した。BSC

は原油価格の明るい見通しが乾燥ガス事業、LPG 事業などの GAS 主要な事業にプラス影響を与えると評価しております。

2022 年の湿性ガスの産量は電力工場からのガス調達需要の回復のおかげで、前年同期比 18%増となる見込みです。新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれ、生産活動が回復した後、産業用電力の需要が 5～10%増加すると予される。BSC は(1)ガス調達需要が回復する、(2)ガス産量が Su Tu Trang ガス田第 2A 期、Thi Vai LNG 貯蔵庫などの新規案件から追加されるということで、2022 年に掘削した湿性ガスの産量が前年同期比 18%増の 86 億 m3 に達した。

湿性ガスが 2022 年から改善される。



ソース：GAS, BSC Research

GAS が LNG 案件の展開進捗を加速している。2021 年 9 ヶ月には、GAS 建設投資実行額の合計は 3 兆 9,920 億ドンであり、B–O Mon ロットのガスパイライン案件を除くと、GAS の建設投資実行額が 2021 年上半期計画の 101%を達成した。Thi Vai 液化天然ガス(LNG) 貯蔵庫（貯蔵能力 100 万t）が建設とタンクの屋根の持ち上げを完了し、設定された計画の通りに 2022 年末までに完成する予定だ。また、GAS は AES と Son My LNG 貯蔵庫案件の合弁を設立する協議を署名した。この貯蔵庫の第 1 段階の貯蔵能力が年間 360 万 t で、2025 年末から稼働する見込みです。

LNG 経営事業は GAS の長期的な成長原動力である。第 8 電力計画草案を基づく、LNG を燃料とする発電能力は 2030 年に 18.5GW に達する。BSC は GAS がガス処理、蓄積及び配分事業における業界トップ位置として、LNG の中長期的な開発傾向から大きな恩恵を受けていると評価しております。

業績予測

BSC は 2022 年には、GAS の売上高を前年比 16%増の 92 兆 7,780 億ドン、税引後利益率を同 18%増の 9 兆 8,630 億ドン、EPS fw を 5,050 VND／株と予測しております。

- 2022 年のブレント原油平均価格が前年比 10%増の 80 ドル／バレルである。
- Su Tu Trang ガス田第 2A 期のガス産量が 5 億 m3 を達す。
- GAS の乾燥ガスの販売量が前年比+18% 増の 86 億 m3 となり、LPG の販売量が同+6%増の 210 万t、コンデンセート産量が同+2%増の 6 万 2,000t を達した。

BSC は(1)世界の原油価格が高い水準で維持する、(2)工業団地区及び電力工場からのガス調達需要が高まることのおかげで、ガス産量が回復するということを基づく、2022 年の GAS 業績が明るいだと期待しております。BSC は GAS が 2022 年以後、最大 LNG 供給者となると、中長期には輝点となると考えております。

GAS 業績予測

単位:10 億ドン	**2020**	**2021E**	**2022F**
売上高	**64,135**	**79,862**	**92,778**
売上総利益	**11,406**	**13,042**	**15,524**
売上総利益率	18%	16%	17%
販売費	−1,943	−2,178	−2,694
一般管理費	−769	−858	−997
EBIT	8,682	10,001	11,834
財務事業による収入	1,451	806	1,028
財務費用	−169	−359	−556
他の収入	14	28	23
税引前利益率	**9,978**	**10,475**	**12,329**
税引後利益	**7,972**	**8,380**	**9,863**
税引後利益率	12%	10%	11%
EPS	**4,028**	**4,291**	**5,050**

ソース: GAS, BSC Research

評価及び推奨

BSC は PE 方法を基づく GAS 株の理論株価を 2022 年 1 月 11 日の終値比 26%増の 13 万 VND/株と評価し、GAS の投資評価を「買い」と推奨しております。

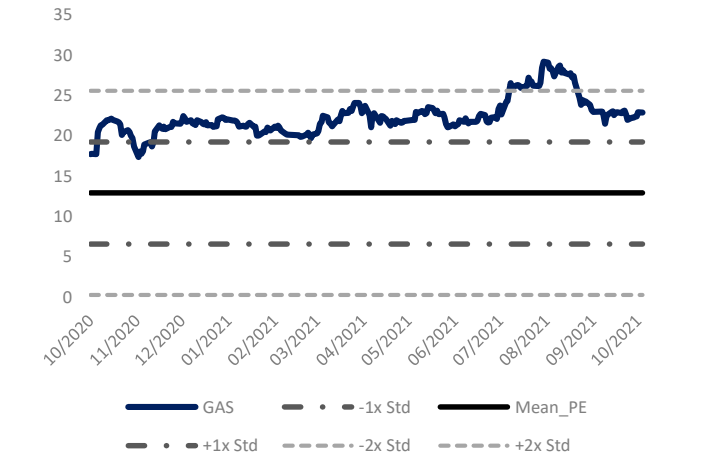
原油価格予測及び評価

2022 年ブレント原油価格	70	75	**80**	85	90
目標価格	117,000	122,000	**130,000**	138,000	143,000

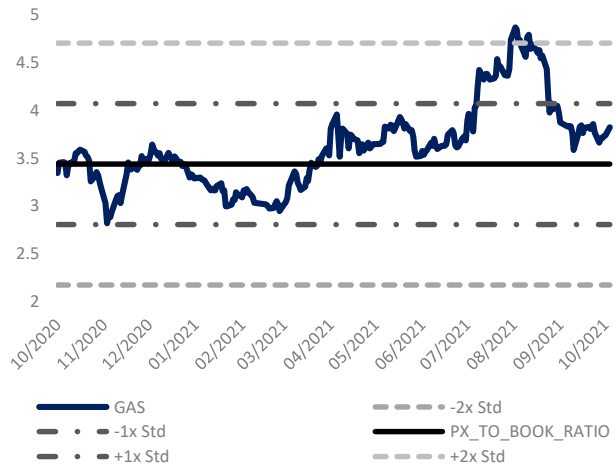
Upside (%)	13.3%	18.1%	25.8%	33.6%	38.4%

ソース：BSC Research

Stock PE

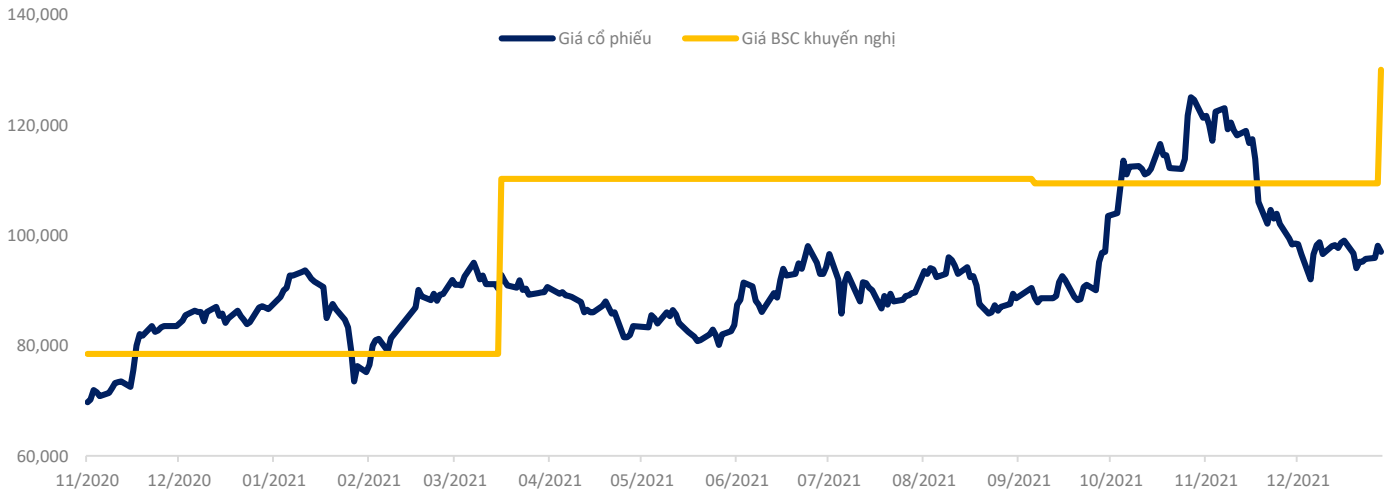


Stock PB



ソース： Bloomberg, BSC Research

株価の推移



ソース： GAS, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
売上高	**75,005**	**64,135**	**79,862**	**92,778**
売上原価	−58,087	−52,729	−66,145	−77,254
売上総利益	**16,919**	**11,406**	**13,042**	**15,524**
販売費用	−2,394	−1,943	−2,178	−2,694
企業管理費用	−875	−769	−858	−997
営業利益／損失	**13,649**	**8,694**	**10,006**	**11,834**
金融活動収益	1,665	1,451	806	1,028
金融活動費用	−241	−169	−359	−556
借入費用	−198	−101	−276	−371
合弁・関連会社関連収益	−1	−11	−5	0
他の収益	−4	14	28	23
税引前利益	15,068	9,978	10,475	12,329
法人税額	−2,983	−2,037	−2,095	−2,466
税引後利益	**12,086**	**7,972**	**8,380**	**9,863**
少数株主持分	183	117	168	197
少数株主利益等控除利益	11,902	7,855	8,212	9,666
EBITDA	10,957	5,991	7,066	8,804
EPS	6,142	4,028	4,291	5,050

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
税引後利益	15,068	9,978	10,475	12,329
原価償却及び割当て	2,566	2,406	2,583	2,788
流動資本変更	−4,511	−4,939	−3,994	−4,443
他の修正	−443	−114	193	128
営業活動からキャッシュフロー	**12,681**	**7,330**	**9,257**	**10,801**
固定資産購入額	−2,690	−4,174	−2,396	−5,567
その他の投資額	−3,504	4,246	−1,211	281
投資活動からキャッシュフロー	**−4,722**	**99**	**−3,607**	**−5,286**
配当金	−8,230	−6,850	−5,742	−6,699
借入から金額	−1,950	182	2,544	651
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	**−10,188**	**−6,668**	**−3,198**	**−6,048**
初期キャッシュフロー	6,706	4,476	5,237	7,689
中期キャッシュフロー	−2,229	761	2,452	−533
最後期キャッシュフロー	**4,476**	**5,237**	**7,689**	**7,157**

バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
現金及び現金相当	4,476	5,237	7,689	7,157
短期投資	24,915	21,613	24,435	25,846
短期未収金	10,359	10,239	10,890	12,609
棚卸資産	1,575	1,663	2,210	2,548
その他流動資産	491	720	571	677
流動資産	**41,815**	**39,472**	**45,796**	**48,837**
有形資産	48,514	54,739	54,928	55,852
原価償却	−33,076	−35,404	−38,307	−41,303
建設中非流動資産	3,021	2,303	4,482	9,095
長期投資	405	379	417	459
他の非流動資産	937	1,096	1,151	1,208
非流動資産	**20,363**	**23,736**	**23,321**	**25,995**
総資産	**62,179**	**63,208**	**69,116**	**74,832**
買掛金	1,914	2,677	2,595	3,662
短期借入	1,341	1,017	1,597	1,856
他の短期借入	6,710	6,055	7,131	8,036
短期借入総額	**9,964**	**9,749**	**11,324**	**13,553**
長期借入	1,456	1,964	3,928	4,321
他の長期借入	939	1,803	1,978	2,170
長期借入	**2,600**	**3,960**	**5,906**	**6,491**
負債総額	**12,564**	**13,709**	**17,229**	**20,044**
出資金	19,140	19,140	19,140	19,140
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0
未処分利益	10,109	10,029	11,997	14,405
他の株主資本	19,258	19,267	19,519	19,815
少数株主持分	1,108	1,064	1,232	1,429
株主資本総額	**49,615**	**49,500**	**51,887**	**54,788**
総資本	**62,179**	**63,208**	**69,116**	**74,832**
流行中株数	1,914	1,914	1,914	1,914

指数(%)	2019	2020	2021E	2022F
支払能力				
流動比率	3.33	2.88	2.66	2.44
当座比率	3.20	2.76	2.53	2.31
資本構成				
負債比率/総資産	20%	22%	25%	27%
負債比率/株主資本	25%	28%	33%	37%
稼動能力				
棚卸資産回転期間	11.51	11.68	11.12	11.71
売掛金回収期間	22.68	29.21	24.96	23.77
買掛金回収期間	14.48	15.86	14.42	14.72
現金回転率	19.72	25.02	21.66	20.77
利益性				
売上総利益率	23%	18%	16%	17%
税引後利益率	16%	12%	10%	11%
ROE	24%	16%	16%	18%
ROA	19%	13%	12%	13%
評価				
PE	15.1	21.1	22.6	19.2
PB	3.6	3.4	3.5	3.5
成長率(前年同期比)				
売上高	−1%	−14%	25%	16%
EBIT	−1%	−36%	15%	18%
税引前利益	4%	−34%	5%	18%
EPS	4%	−34%	5%	18%

ソース: GAS, 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>