

業界: 石油・ガス業

推奨

買い

ペトロベトナム・ドリリング株式会社(HSX: PVD)
機会を掴む

現値:	25,250
前理論価格	13,500
新理論価格:	29,550
配当率	- %
上昇率	17%

レポート作成日:	05/03/2021
流行中株数(100 万)	421,129
時価総額(10 億ドン)	8.927
過去 6 ヶ月平均売買高:	8,679,128
外国人投資家保有率	16.16%

株主構成	
VIETNAM OIL & GAS GROUP	50.46%
EATON VANCE CORPORATION	0.1%
LEMANIK ASSET MANAGEMENT	0.1%
PHẠM TIẾN DŨNG	0.04%

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

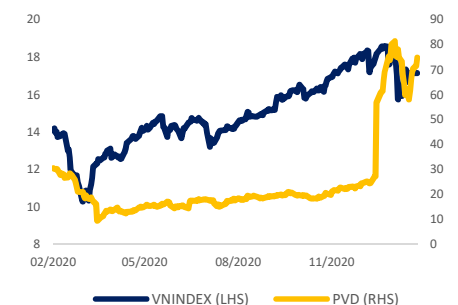
推奨価格:

損切り値:

株価の推移



P/E



評価

- BSC は EV/EBITDA 方法に基づく PVD 株の 2021 年理論価格を 2021 年 3 月 5 日の終値比 17%増の 2 万 9,550VND／株と評価し、PVD の投資評価を「買い」としております。

業績予測

- BSC は 2021 年には、(1)PVD が保有している移動式掘削リグ稼働効率が 87%で、77%から増加する；(2)移動式掘削リグの賃貸価格が 1 日当たり 6 万 1,000 万ドルであるという仮定に基づく PVD の売上高を前年比 4%減の 5 兆 340 億ドン、税引後利益を同 17%増の 2,120 億ドン、EPSfw を 325VND／株と予想しております。

投資観点

- 移動式掘削リグは 2021 年によく稼働することで、稼働効率が向上されるだろう。
- TAD リグは長期的な契約を受けることで、2021 年～2016 年の期間における PVD に堅実な仕事を提供し、PVD の収入・利益とキャッシュフローを向上するだろう。

リスク

- 石油発展主は予想より早く掘削契約を完了する。
- PVD は 2021 年に PVD II リグに対する落札しない場合、移動式掘削リグの平均稼働効率は予想より低い。

業績アップデート

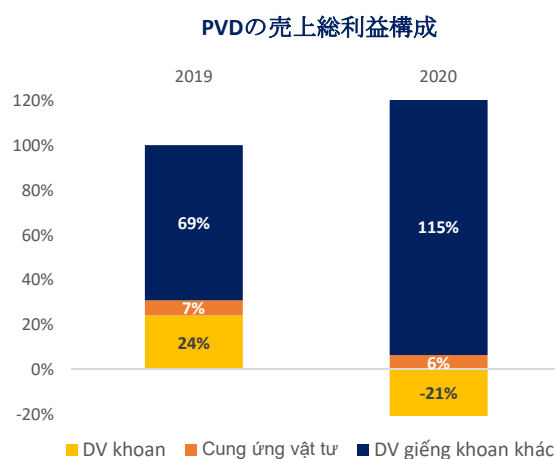
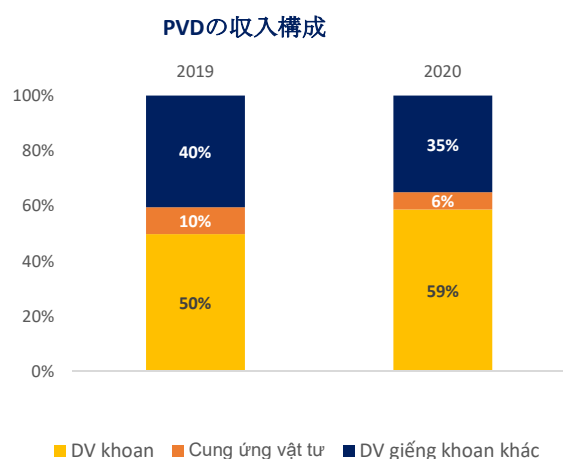
- PVD の 2020 年売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 20%増の 5 兆 2,270 億ドン、同 5%増の 1,810 億ドンを達した。増収増益は(1)レンタル掘削リグ数が 1.7 リグだった、(2)移動式掘削リグの賃貸価格が前年比+4.4%増と見込まれた; (3)連結会社からの利益が前年比 96%増の 2,170 億ドンだった; (4) 不良債権に対する引当金の 1,070 億ドンを戻し入れしたということから由来した。
- 現在、PVD が保有している掘削リグ 6 台うちの 5 台の稼働効率は 2021 年に十分となります。
- PVD は 2019 年配当(株式配当、額面比 10%)の支払い期間を 2021 年に延長する予定。

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	27.3	59.0	23.14	16.9
PB (x)	0.5	0.9	1.24	2.2
PS (x)	1.8	2.0	1.9	1.7
ROE (%)	1.3	1.2	3.8	12.9
ROA (%)	0.9	0.8	2.1	2.2
EV/ EBITDA (x)	12.5	12.5	14.4	15.6

	2018	2019	2020	2021F
収入	5,500	4,368	5,228	5,034
売上総利益	397	450	328	426
税引後利益	197	184	184	216
EPS	396	304	278	325
EPS 成長率	435%	-23%	-9%	17%
純借入/株主資本	28%	27%	28%	26%

企業業績のアップデート

2020 年には、PVD の売上高は(1)レンタル掘削リグ数が 1.7 リグだった、(2)移動式掘削リグの賃貸価格が前年比+4.4%増の 1 日当たり 6 万 1,000 万ドルと推定されるという要素のおかげで、前年比 20%増の 5 兆 2,280 億ドンを達した。



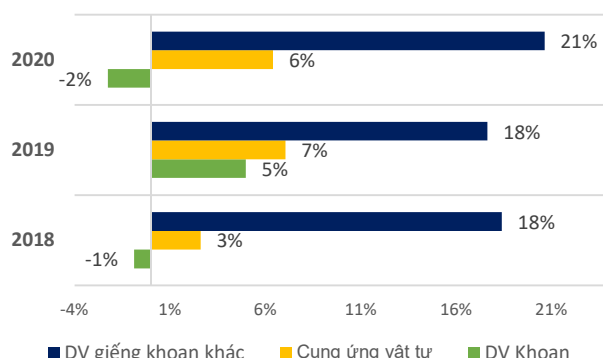
ソース: PVD, BSC Research

売上高は前年比改善されたが、PVD の売上総利益が前年比 27%減の 3,280 億ドンで、売上総利益率が 6.3%で前年の 10.3%から減少した。この減少は 2020 年収入に 60%を寄与する掘削サービス事業による売上総利益率が-2%で前年の 5%から減少した。

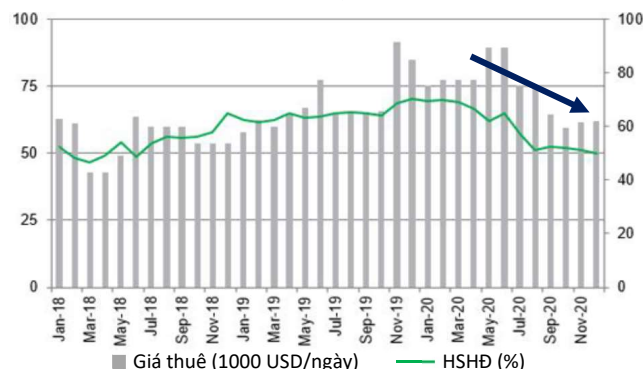
2020 年には、掘削サービス事業は新型コロナウイルスの流行に影響されたことで、

- (1) PVD が保有している移動式掘削リグの稼働効率は 77%で、前年の 90%から減少した。
- (2) 海外での掘削リグの稼働費用は増加した。

掘削サービス事業による2020年売上総利益率はマイナスな成長を達した。



アジア地域における 2020 年半から稼働効率と移動式掘削リグの賃貸価格が下落した。



ソース: PVD, IHS Markit, BSC Research

しかし、PVD の 2020 年税引後利益は前年比 5%増の 1,810 億ドンを達した。

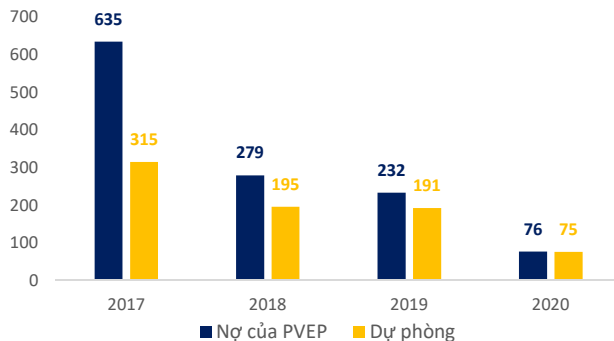
- (1) 連結会社特に PVD Baker Hughes 社から利益の 2,160 億ドン(前年比 96%増)を計上した。
- (2) 特別な利益を以下の通りに計上した。
 - 不良債権に対する引当金の 1,070 億ドンを戻し入れしたということから由来した。
 - PVD は技術科学発展基金に対する引当金の 200 億ドンを戻し入れした。

PVD の特別な利益

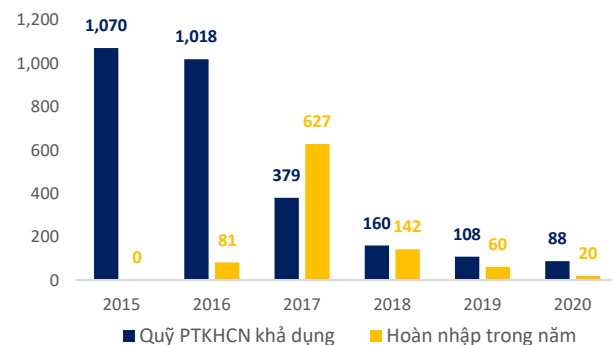
PVEP の不良債権引当金-2021 年に全額を戻し入れする。2017 年からの 3 年間には、PVD は PVEP の不良債権の約 90%を回収し、引当金の 76%を戻し入れした。覚書に基づく、PVD は PVEP からの残りの不良債権の 760 億ドンを 2021 年に回収し、引当金の 750 億ドンを戻し入れする予定。

技術科学発展基金-成長余地があまり残っていない。2020 年末の時点まで、技術科学発展基金の残高は 880 億ドンで、2015 年比 92%減となった。今後、PVD は技術科学発展基金から大きな額を戻し入れしない予定。

PVDは2020年にPVEPの不良債権の約90%の回収を完了し、2021年に残りの分を回収する予定。

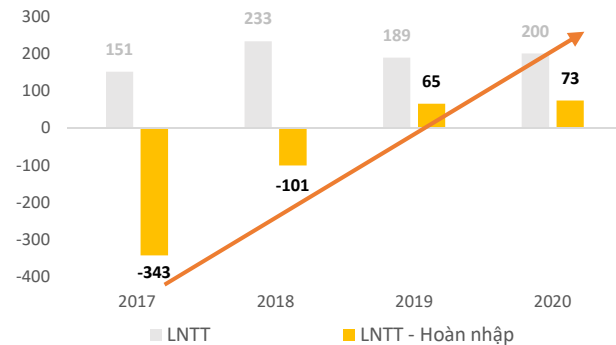


2020年末の時点まで、技術科学発展基金の残高は880億ドンで、2015年比92%減となった



上記の戻し入れを除く場合、PVD のコア事業の 2020 年税引前利益は 730 億ドンで、2017 年の 3,430 億ドンの赤字から改善された。税引前利益率は 1.4%で、前年の-8.8%から増加した。

PVDのコア事業の利益が段々向上されている。



ソース: PVD, BSC Research

他のアップデート

PVD は 2019 年配当(株式配当、額面比 10%)の支払い期間を 2021 年に延長する予定。

2021 年見通し

移動式掘削リグ-国内で機械を掘む

2021 年には、移動式掘削リグは(1)外界市場が新型コロナウイルス感染症の流行にマイナスな影響を引き続き受けている、(2)以下の通りに国内での掘削案件は 2021 年に展開される予定ということで、海外市場から国内市場に採掘活動をシフトする傾向がある。

- Hoang Long JOC の Te Giac Trang 原油田掘削案件
- Cuu Long JOC の第 15-1 鉱区
- JVPC の第 15-1 鉱区
- ENI の Ken Bau ガス田評価掘削プログラム

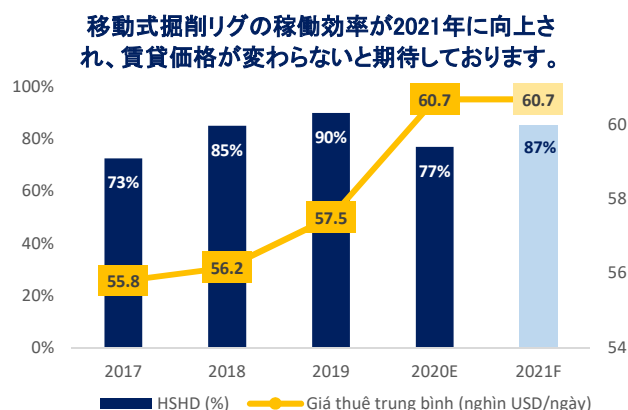
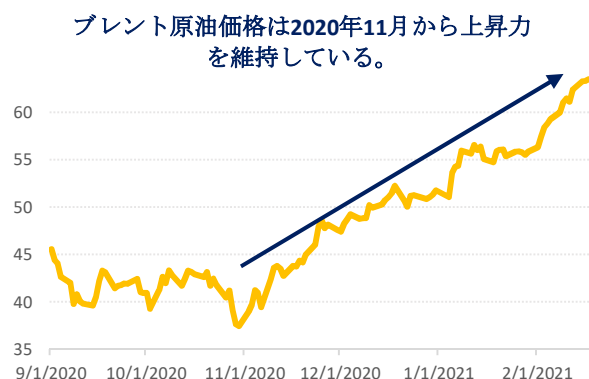
現在、PVD が保有している移動式掘削リグ 4 台うちの 3 台の稼働効率は 2021 年に十分となります。明細は以下の通り。

リグ	顧客	掘削戦略	予定期間
----	----	------	------

PVD I	Cuu Long JOC (CLJOC)	第 15-1 鉱区 (2 つの堅牢な掘削油井と 1 つのオプション掘削油井)	2021 年 3 月末
PVD III	JVPC	第 15-2 鉱区 (3 つの堅牢な掘削油井と 1 つのオプション掘削油井)	2021 年 4 月
PVD IV	ENI	Ken Bau ガス田	2021 年 2 月末

BSC は PVD が国内での大手な案件へ PVD II リグの提供を落札できると期待しております。
BSC は PVD の移動式掘削リグの稼働効率が 87% で、前年の 77% から増加すると仮定しております。

移動式掘削リグの賃貸価格は安定的な水準で維持している。BSC は 2021 年の移動式掘削リグの賃貸価格が 1 日当たり 6 万 1,000 ドルであると仮定しております。



ソース: PVD, Bloomberg, BSC Research

TAD 掘削リグと陸地用石油採掘機-待機期間後再稼働

PVD は 2021 年から海外での長期掘削キャンペーンを準備するために TAD 掘削リグ及び陸地用石油採掘機を再稼働した。具体的は以下の通り。

- 陸地用石油採掘機「PVD 11」はアルジェリアでの GBSR 顧客向けの掘削サービスを提供し、2021 年 6 月から開始する予定。
- PVD V 掘削リグ (TAD 掘削リグ) はブルネイでの BSP 顧客向けの掘削サービスを提供し、期間が 6 年間であり、その後オプションで 4 年間延長し、2021 年 8 月から開始する予定。

PVD の予想掘削スケジュールアップデート

	2020												2021														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
PVD I	Petronas					Hibicus															CLIOC						
PVD II	Petronas								Vietsovpetro																		

PVD III	Repsol	Kris Energy	JVPC	
PVD VI	Sapura	Rosneft	ENI	
PVD V (TAD)				BSP (Brunei)
PVD 11				GBRS (Algeria)
3つのレンタル掘削リグ	契約が完了した			

ソース: PVD, BSC Research

BSC は TAD 掘削リグが 4 年ぶり再稼働するのは 2021 年～2026 年の期間における PVD の成長原動力になると評価しております。理由は以下の通り。

- PVD の長期雇用を確保する。稼働効率が計画通りに最大な水準を達す時に 2022 年から利益をもたらすと予想されます。TAD 掘削リグは 2021 年には、高い借入費用及び稼働効率が低い水準で留まることにより利益をもたらしないと見込まれた。賃貸価格が 1 日当たり 9 万ドルである背景には、BSC は TAD 掘削リグが 2021 年収入に 3,300 億ドンを寄与し、2022 年から収入に 7,400 億ドンを寄与すると推定しております。
- 他の掘削油井サービスの収入と利益の改善に貢献します。1 つの賃貸掘削リグでは、掘削油井サービス事業は収入の 3,800 億～4,800 億ドンをもたらす、売上総利益の 700 億～800 億ドンをもたらすと推定されております。

業績予測

BSC は 2021 年には、以下の仮定に基づく PVD の売上高を前年比 4%減の 5 兆 340 億ドン、税引後利益を同 17%増の 2,120 億ドン、EPSfw を 325VND/株と予想しております

- PVD が保有している移動式掘削リグ稼働効率が 87%で、77%から増加する。
- 移動式掘削リグの賃貸価格が 1 日当たり 6 万 1,000 万ドルで維持する。
- 売上総利益率は 8.5%で、前年の 6.3%から増加する。
- レンタル掘削リグ数は 0.4 リグで 2020 年の 1.7 リグから減少する。
- PVD は PVEP からの残りの不良債権の 760 億ドンを 2021 年に回収し、引当金の 750 億ドンを戻し入れする予定。

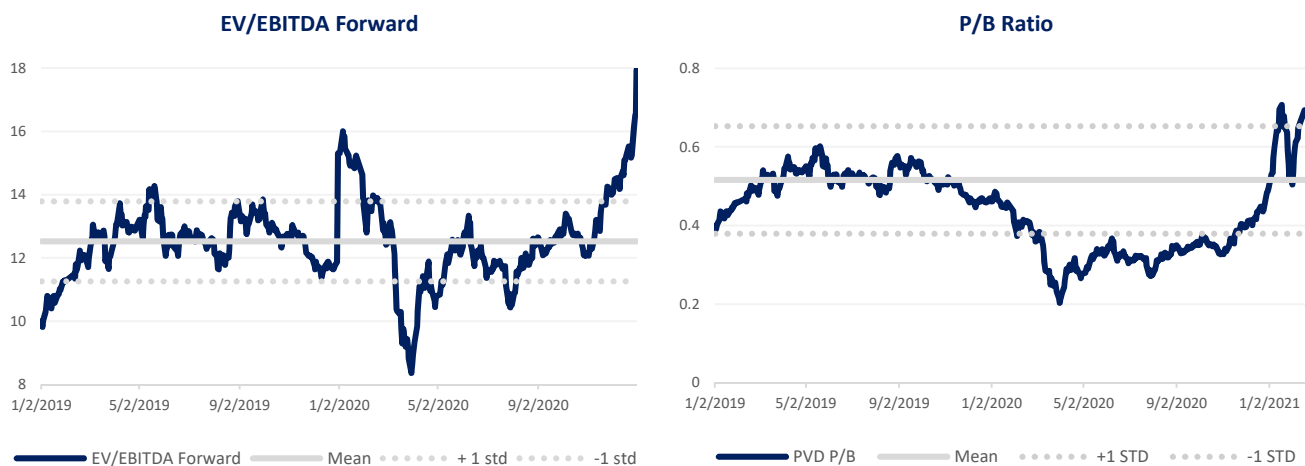
BSC はコア事業の 2021 年税引前利益が前年比 2 倍増の 1,600 億ドンを達すると予想しております。

推奨

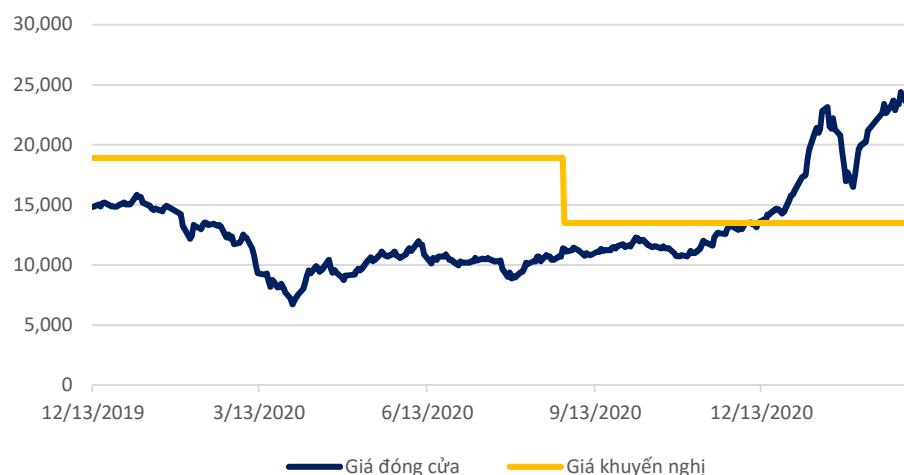
BSC は EV/EBITDA 方法に基づく PVD 株の 2021 年理論価格を 2021 年 3 月 5 日の終値比 17%増の 2 万 9,550VND／株と評価し、PVD の投資評価を「買い」としております。

EV/EBITDA 方法

EBITDA 2021F (10 億 VND)	1,080
EV/EBITDA (x)	13.5
企業の価値	14,579
(+)現金及び現金相当	2,747
(-) 短長期的な債務	3,644
株主資本	13,682
流行中株数(100 万株)	463
目標価格	29,550



推奨価格比終値の推移



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

	2018	2019	2020	2021F
売上高	5,500	4,368	5,228	5,034
売上原価				
	-5,103	-3,918	-4,900	-4,608
売上総利益	397	450	328	426
販売費用	-13	-17	-16	-16
企業管理費用				
	-285	-397	-315	-332
営業利益／損失	100	37	-3	78
金融活動収益	190	165	159	163
金融活動費用	-258	-241	-202	-196
借入費用				
	-170	-158	-119	-170
合併・関連会社関連収益	61	111	216	200
他の収益	140	118	30	21
税引前利益	233	189	200	265
法人税額	-60	-17	-19	-53
税引後利益				
	173	172	181	212
少数株主持分	-24	-12	-4	-4
少数株主利益等控除利益	197	184	184	216
EBITDA	1,011	938	822	1,080
EPS	396	304	278	325

	2019	2018	2020	2021F
税引後利益	233	189	200	265
原価償却及び割当	608	591	503	645
流動資本変更	-386	-640	-98	-146
他の修正	-291	-217	-292	-161
営業活動からキャッシュフロー	163	-77	313	602
固定資産購入額	-79	-53	-552	-76
他の投資から額	1,220	-170	-700	-132
投資活動からキャッシュフロー	1,141	-223	-1,252	-208
配当金	-3	-3	-3	-3
借入から金額	-929	-85	114	-222
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	-931	-87	127	-224
初期キャッシュフロー	1,803	2,265	1,890	1,078
中期キャッシュフロー	373	-388	-812	170
最後期キャッシュフロー	2,265	1,890	1,078	1,248

	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	2,265	1,890	1,075	1,248
短期投資	1,012	1,033	1,197	1,499
短期未収金	1,613	1,907	1,806	1,899
棚卸資産	760	835	959	916
その他流動資産	25	39	78	56
他流動資産				
	5,674	5,705	5,114	5,618
有形資産				
	23,324	23,378	23,361	23,713
原価償却	-9,033	-9,611	-10,039	-10,710
建設中非流動資産	64	28	206	29
長期投資				
	678	1,051	1,790	1,824
他の非流動資産	110	157	229	241
非流動資産	15,330	15,187	15,739	15,281
総資産	21,004	20,892	20,853	20,899

	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	0.79	0.82	0.75	0.84
当座比率	0.69	0.70	0.61	0.70
資本構成				
負債比率/総資産	34%	33%	33%	32%
負債比率/株主資本	52%	50%	49%	47%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	54.15	74.31	66.84	74.26
売掛金回収期間	106.93	134.40	85.89	78.08
買掛金回収期間	58.60	82.26	55.64	61.82
現金回転率	102.48	126.45	97.09	90.52

買掛金	964	836	695	851
短期借入	362	521	635	604
他の短期借入	1,474	1,505	1,474	1,450
短期借入総額	2,800	2,862	2,804	2,906
長期借入	3,477	3,230	3,231	3,040
他の長期借入	877	831	779	758
長期借入	4,354	4,061	4,010	3,798
負債総額	7,154	6,923	6,814	6,704
出資金	3,833	4,215	4,215	4,637
株式会社化による				
資本剰余金	2,434	2,434	2,434	2,434
未処分利益	4,076	3,805	1,936	1,669
他の株主資本	3,251	3,267	5,206	5,206
少数株主持分	257	247	247	249
株主資本総額	13,850	13,968	14,039	14,196
総資本	21,004	20,892	20,853	20,899
流行中株数(100 万株)	383	421	421	463

利益性

売上総利益率	7%	10%	6%	8%
税引後利益率	3%	4%	3%	4%
ROE	1%	1%	1%	1%
ROA	1%	1%	1%	1%

評価

PE	36.9	18.6	27.3	59
PB	0.4	0.5	0.5	0.9

成長率(前年同期比)

売上高	41%	-21%	20%	-4%
営業収益	17%	-14%	-8%	37%
税引前利益	54%	-19%	6%	33%
EPS	435%	-23%	-9%	17%

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>

