

## 業界 石油・ガス業

推奨

買い

# ペトロベトナム運輸総公社(HSX: PVT)

## コア事業の利益が改善される

現価:	20,700	レポート作成日:	31/03/2023	株主構成
前理論価格	24,300	流行中株数(100万)	323.65	PVN 51.0%
新理論価格:	25,000	時価総額(10億ドン)	6,699	PVcomBank 4.95%
配当率	- %	過去6ヶ月平均売買高:	2,017,890	Vietnam Holding Ltd 4.32%
上昇率	21.4%	外国人投資家保有率	14.46%	Korea Investment Management 4.30%

## 業界分析:

Dương Quang Minh  
(石油・ガス、電気)  
[minhdq@bsc.com.vn](mailto:minhdq@bsc.com.vn)

## 評価

- BSC は FCFF 方法と PE 方法を基づく、PVT の理論価格を 2023 年 3 月 31 日の終値比 21.4% 増の 2 万 5,000VND/株で評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は、(1) 供給源が引き締めされているため、運賃が改善される、(2) PVT の船隊の拡大と活性化の可能性という要素のおかげで、PVT が今後数年間に成長する可能性が高いと考えています。

## 業績の予測

- 2023 年には、BSC は(1)定期船賃貸が前年比 20% 増となる、(2) PVT が 2023 年に化学輸送船 2 隻、バラ荷輸送船 1 隻、LPG 輸送船 1 隻、ハンディサイズ船 1 隻を含む 5 隻の新造船を購入するため投資する、(3) PVT Dragon 船の売却から利益の 510 億ドンを計上するという仮定を基づく、PVT の売上高を前年比 15.9% 増の 1 兆 4,850 億ドン、税引後利益を同 2.4% 減の 1 兆 1,330 億ドン、EPSfw を 2,560VND/株と予測しております。
- BSC は PVT の 2023 年純利益が古船の売却から特別な利益を計上しないために減少すると予測しております。コア事業の収入だけ計上すれば、PVT の 2023 年利益が前年比 15.2% 増となると予測しております。

## 投資観点

- 供給源が引き締めされているため、運賃が高い水準で維持すると予測されている。
- PVT の運賃は 2022 年末時点からの新規契約の延長のおかげで、今後大きく上昇すると予測しております。
- 地価の高さにより、船隊投資の進捗が鈍化する可能性がある。

## リスク

## 株価の推移



## P/E



- 景気回復の遅れは輸送需要に影響する
- 船隊投資の進捗が計画より鈍化する。

## 企業アップデート

- 2022年第4四半期には、PVTの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比17%増の2兆4,390億ドン、同16%増の2,760億ドンだった。2022年には、PVTの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比21%増の9兆480億ドンで年間計画の139%を達成し、同39%増の1兆1,610億ドンで年間計画の242%を達成した。
- 2022年には、PVTは投資を完了し、積載量1万3,000DWTの原油・化学輸送船2隻、積載量2万DWTの原油・化学輸送船2隻、Supramaxバラ荷輸送船1隻、積載量1万DWTの駁(バージ)を運航開始した。PVTは2021年株式配当により新株を額面比10%で発行する予定。

	2021	2022	2023F	VN-Index		2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	11.1	8.3	8.1	11.8	収入	7,368	9,048	10,485	11,494
PB (x)	1.1	0.9	0.8	1.7	売上総利益	1,250	1,657	1,878	2,000
PS (x)	1.0	0.8	0.7	3.2	税引後利益	666	861	870	960
ROE (%)	12.1	14.5	12.5	16.9	EPS	2,056	2,661	2,560	2,568
ROA (%)	6.7	8.2	7.1	5.7	EPSの成長率	6%	29%	-4%	0%
EV/ EBITDA (x)	5.8	4.5	4.5	N/A	純負債/株主資本	27%	22%	29%	13%

## 企業アップデート

### 2022年業績のアップデート

10億ドン	Q4/2022	Q4/2021	% YoY	2022	2021	% YoY	予測比(%)
<b>売上高</b>	<b>2,330</b>	<b>1,680</b>	<b>38.7%</b>	<b>9,048</b>	<b>7,368</b>	<b>22.8%</b>	<b>103%</b>
- 運輸	1,807	1,247	44.9%	6,778	5,279	28.4%	
- 航海	202	201	0.5%	892	940	-5.1%	
- 貿易・他のサービス	321	232	38.4%	1,312	1,152	13.9%	
<b>売上総利益</b>	<b>415</b>	<b>282</b>	<b>47.2%</b>	<b>1,657</b>	<b>1,250</b>	<b>32.6%</b>	<b>109%</b>
<b>売上総利益率</b>	<b>17.8%</b>	<b>16.8%</b>		<b>18.3%</b>	<b>17.0%</b>		
販売費用	-3	-2	50.0%	13	10	30.0%	108%
管理費用	-100	-74	35.1%	417	277	50.5%	126%
<b>販管費用/売上高</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.5%</b>		<b>4.8%</b>	<b>3.9%</b>		
<b>EBIT</b>	<b>312</b>	<b>206</b>	<b>51.5%</b>	<b>1,227</b>	<b>963</b>	<b>27.4%</b>	<b>104%</b>
金融活動事業による収入	53	34	55.9%	223	181	23.2%	123%

財務費用	-102	-47	117.0%	308	157	96.2%	140%
他の利益	212	4		292	38	668.4%	
税引前利益	481	198	142.9%	1,462	1,050	39.2%	105%
親会社株主帰属利益	386	153	152.3%	861	666	29.3%	94%

ソース: PVT, BSC Research

2022 年第 4 四半期には、PVT の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 17% 増の 2 兆 4,390 億ドン、同 16% 増の 2,760 億ドンだった。そのうち、運輸サービス事業による収入が前年同期比 25% 増の 1 兆 7,910 億ドンであり、航海サービス事業と貿易・他のサービス事業による収入がそれぞれ、同 21% 減の 1,720 億ドン、同 39% 減の 1,790 億ドンを達した。また、PVT が Sông Hậu Eagle 船の売却から利益の 510 億ドンを計上する。

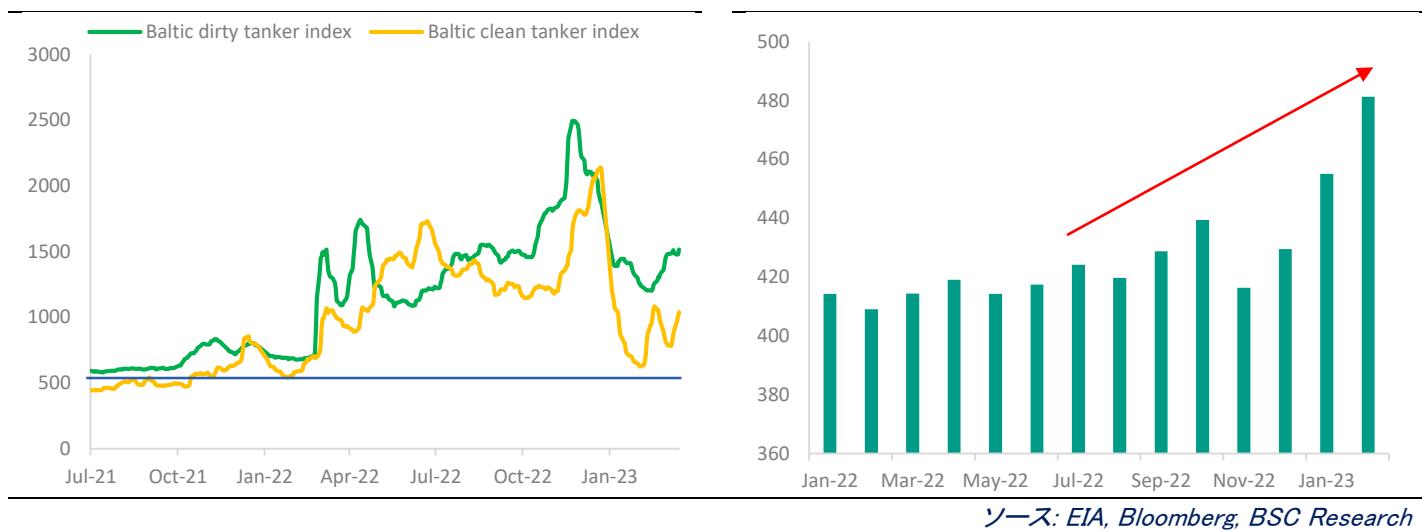
2022 年には、PVT の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 21% 増の 9 兆 480 億ドンで年間計画の 139% を達成し、同 39% 増の 1 兆 1,610 億ドンで年間計画の 242% を達成した。2022 年には、PVT は投資を完了し、積載量 1 万 3,000 DWT の原油・化学輸送船 2 隻、積載量 2 万 DWT の原油・化学輸送船 2 隻、Supramax バラ荷輸送船 1 隻、積載量 1 万 DWT の艀(バージ)を運航開始した。

## 業績見通し

原油・原油関連製品輸送指数は回復する傾向があり、高い水準で維持している。2022 年第 4 四半期末にピークを作った後、運賃指数が大幅に下落した。主な原因は(1)原油価格の下落が燃料価格を下落させたことで、運送事業者は運賃を値下げした、(2)石油輸送需要が 2023 年 1 月に減少したといことから由来した。しかし、2023 年 2 月から、この指数は回復兆しを見せていた。

原油・原油関連製品輸送指数は 2021 年～2022 年初の期間に比べて高い水準で留まっている。

米国の石油在庫は年末に増加した。



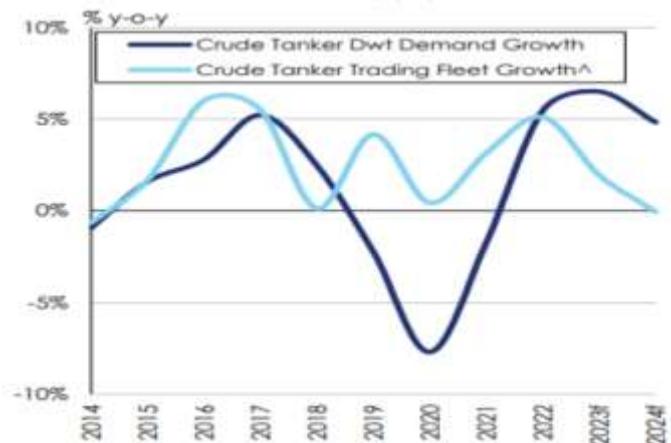
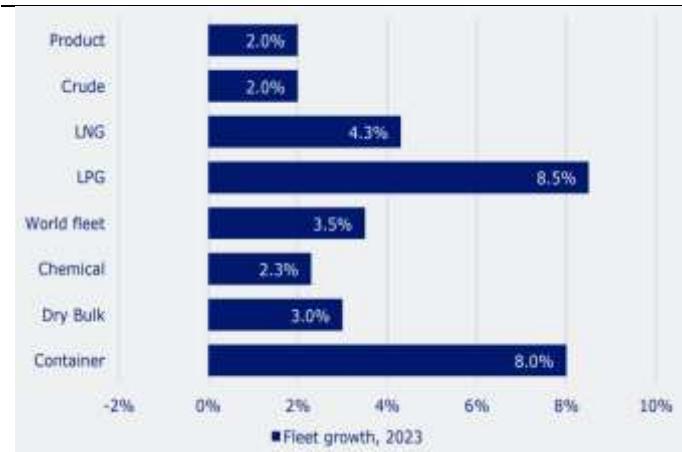
2023 年の原油・燃料運賃は需要の回復のおかげで、プラスな水準で維持すると予想されております。Clarksons 及び PVT によると、原油・化学輸送船の見通しは以下の要素を基づくプラスな水準で維持するだろう。

- (1) EU の制裁に対処するために、ロシアが原油・燃料輸出を中国やインドなどのアジアの顧客にシフトしている。これは世界的な原油輸送市場に圧力をかけて、航行距離や航路が長くなっている。
- (2) 再開後、中国の原油需要は改善すると予想されている。EIA の予測によると、中国は 2023 年に世界の総石油需要に日量約 80 万バレルを寄与するだろう。
- (3) 造船受注の低迷により、船舶の供給は引き続き限られています。専門家らは世界の船舶供給が 2025 年から回復する可能性が高いと予想している。

そのために、BSC は海上原油・完成品輸送量が今後も高水準を維持し、運賃・用船料金を積極的に支援すると評価しています。

#### 世界的な船供給の成長率

#### 原油輸送供給・需要の成長率



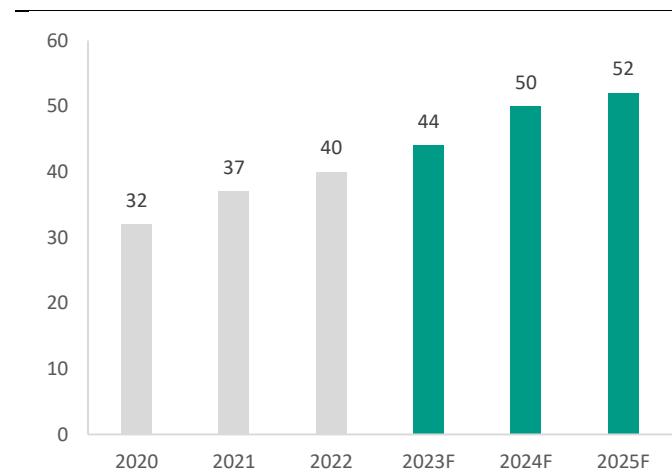
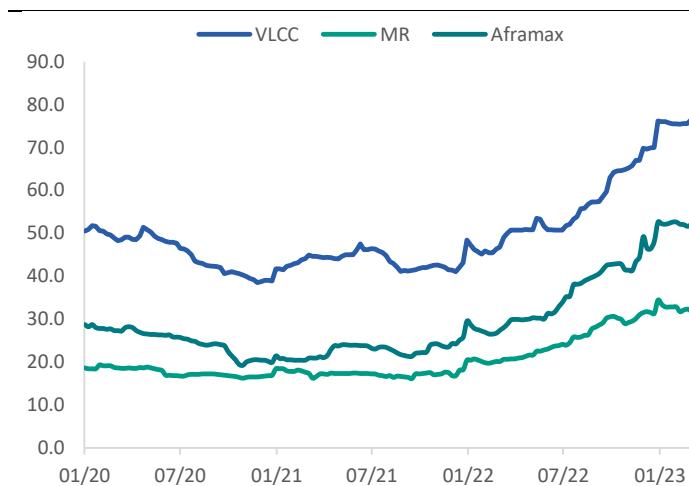
ソース: Clarksons, BSC Research

PVTは2022年末から国際輸送路線の契約を延長し始めた。このうち、原油の運賃は旧契約価格に比べ約70%増加し、石油製品・化学品の運賃が平均15%増加し、LPG製品の運賃は平均13%増加した。40隻中31隻が国際線を運航していることから、PVTは2023年に2022年の運賃上昇傾向から恩恵を受けられると考えており、PVTの2023年平均固定運賃が前年比20%増加すると予測しています。

PVTは今後も船隊拡大への投資を通じて長期的な成長を目指しているが、一般的な価格が高いことで、近い将来投資の進捗が鈍化する可能性がある。

10年間を経過した原油運輸船の価格は高い水準で維持している。

### PVTの船隊拡大の計画



ソース: Bloomberg, PVT, BSC Research

### 業績予測

- 2023年には、BSCは以下の仮定を基づく、PVTの売上高を前年比15.9%増の1兆4,850億ドン、税引後利益を同2.4%減の1兆1,330億ドン、EPSfwを2,560VND/株と予測しております。

- 定期船賃貸が前年比 20% 増となる。
- Dai Hung Queen 船の 1 日あたり FSO/FPSO レンタル料金は世界的な原油価格の高騰により、平均 50,000 米ドル/日である。
- PVT が 2023 年に化学輸送船 2 隻、バラ荷輸送船 1 隻、LPG 輸送船 1 隻、ハンディサイズ船 1 隻を含む 5 隻の新造船を購入するために投資する。
- PVT Dragon 船の売却から利益の 510 億ドンを計上する。
- LNG 輸送事業の収入を予想に計上していない。

BSC は PVT の 2023 年純利益が古船の売却から特別な利益を計上しないために減少すると予測しております。コア事業の収入だけ計上すれば、PVT の 2023 年利益が前年比 15.2% 増となると予測しております。

### PVT の業績予測

単位:10 億 VND	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>売上高</b>	7,383	7,368	9,048	10,485	11,494
- 運輸	4,653	5,279	6,778	8,161	9,179
- FSO/FPSO(航海)	1,576	940	892	936	927
- 貿易・他のサービス	1,154	1,152	1,312	1,388	1,388
売上原価	(6,264)	(6,118)	(7,391)	(8,607)	(9,494)
<b>売上総利益</b>	<b>1,119</b>	<b>1,250</b>	<b>1,657</b>	<b>1,878</b>	<b>2,000</b>
- 運輸	721	922	1,267	1,510	1,634
- FSO/FPSO(航海)	381	276	237	249	247
- 貿易・他のサービス	17	41	14	119	119
<b>売上総利益率</b>	<b>15.2%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.4%</b>
販売費用	(14)	(10)	(13)	(15)	(16)
管理費用	(251)	(277)	(417)	(450)	(472)
<b>経営活動事業から損益</b>	<b>854</b>	<b>963</b>	<b>1,227</b>	<b>1,413</b>	<b>1,512</b>
金融活動事業による収入	272	181	223	268	254
財務費用	(174)	(157)	(308)	(344)	(260)
連結会社からの利益	34	30	25	34	30
他の利益	58	38	292	45	8
<b>税引前利益</b>	<b>1,040</b>	<b>1,050</b>	<b>1,462</b>	<b>1,416</b>	<b>1,544</b>
<b>税引後利益</b>	<b>830</b>	<b>838</b>	<b>1,161</b>	<b>1,133</b>	<b>1,235</b>
少数株主持分	161	172	299	263	275
少数株主利益等控除利益	669	666	861	870	960
<b>EPS(VND/株)</b>	<b>1,946</b>	<b>2,056</b>	<b>2,661</b>	<b>2,560</b>	<b>2,568</b>

ソース: PVT, BSC Research

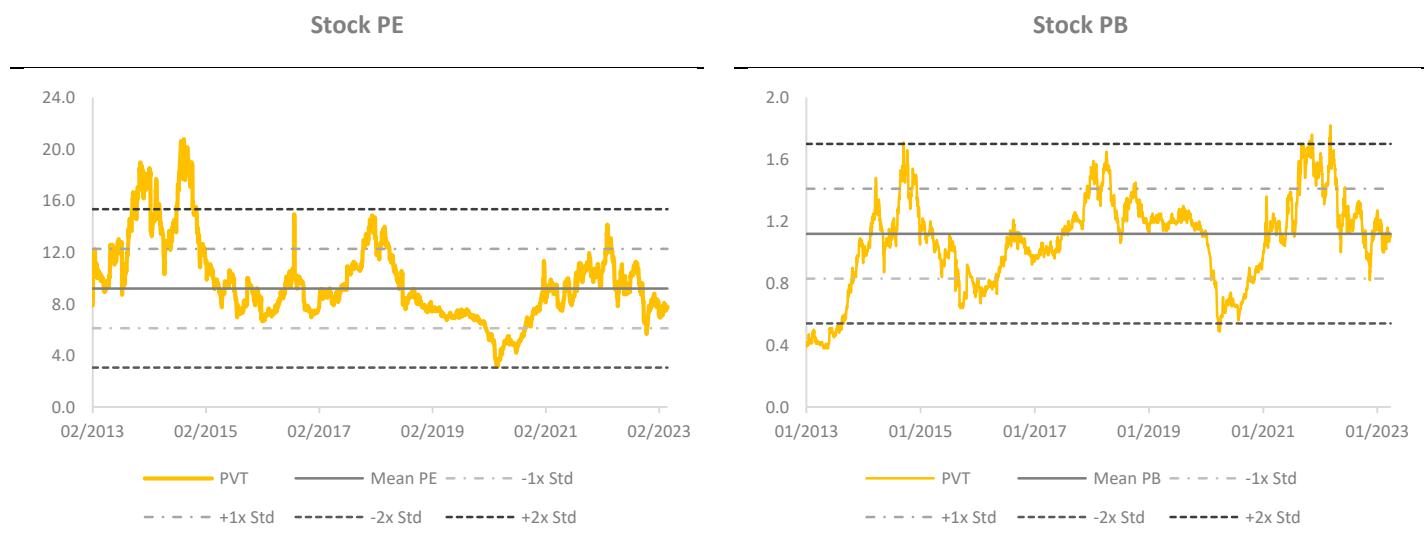
## 評価・推奨

BSC は FCFF 方法と PE 方法を基づく、PVT の理論価格を 2023 年 3 月 31 日の終値比 21.4% 増の 2 万 5,000VND/株で評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は、(1) 供給源が引き締めされているため、運賃が改善される、(2) PVT の船隊の拡大と活性化の可能性という要素のおかげで、PVT が今後数年間に成長する可能性が高いと考えています。

方法	評価(VND/株)	割合(%)	平均価格
P/E	23,040	50%	11,520
FCFF	27,020	50%	13,510
<b>目標価格(VND/株)</b>			<b>25,000</b>
2023 年 3 月 29 日の終値			20,700
<b>Upside</b>			21.4%

FCFF 方法	2023	2024	2025	2026	2027	仮定
フリーキャッシュフロー(FCFF)	-220	1,784	2,356	2,247	1,473	Rf 5%
フリーキャッシュフロー割引価値	-220	1,565	1,812	1,508	866	Beta 1.0
最後価値	6,630					Ke 16.0%
割引総額	12,161					Kd 12.0%
(+)現金・短期投資	4,062					WACC 14.1%
(-)負債	4,325					g 1%
総価値	<b>9,623</b>					
流行中株数 (100 万)	356.1					
<b>合理的価格</b>	<b>27,020</b>					

ソース: Bloomberg, BSC Research



## 付録

	2021	2022	2023F	2024F
売上高	7,383	7,368	10,485	11,494
売上原価	-6,264	-6,118	-8,607	-9,494
売上総利益	1,119	1,250	1,878	2,000
販売費用	-14	-10	-15	-16
企業管理費用	-251	-277	-450	-472
<b>営業利益／損失</b>	<b>854</b>	<b>963</b>	<b>1,413</b>	<b>1,512</b>
金融活動収益	272	181	268	254
金融活動費用	-174	-157	-344	-260
借入費用	-143	-147	-344	-260
合弁・関連会社関連収益	34	30	34	30
他の収益	58	38	45	8
税引前利益	1,040	1,050	1,416	1,544
法人税額	-209	-212	-283	-309
<b>税引後利益</b>	<b>830</b>	<b>838</b>	<b>1,133</b>	<b>1,235</b>
少数株主持分	161	172	263	275
少数株主利益等控除利益	669	666	870	960
EBITDA	1,707	1,768	2,423	2,700
EPS	1,946	2,056	2,560	2,568

	2021	2022	2023F	2024F
税引後利益	1,050	1,462	1,416	1,544
原価償却及び割当て	930	1,196	1,290	1,465
流動資本変更	73	-776	-769	-652
他の修正	-286	356	528	423
営業活動からキャッシュフロー				
口一	<b>1,767</b>	<b>2,238</b>	<b>2,465</b>	<b>2,780</b>
固定資産購入額	-2,105	-1,780	-2,988	-1,413
他の投資金	-235	-154	22	190
投資活動からキャッシュフロー				
口一	<b>-2,353</b>	<b>-1,948</b>	<b>-2,966</b>	<b>-1,223</b>
配当金	-373	-94	-324	-324
借入から金額	595	438	640	-1,204
他の未収金	239	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー				
口一	<b>460</b>	<b>344</b>	<b>316</b>	<b>-1,528</b>
初期キャッシュフロー	1,473	1,283	1,921	1,736
内期キャッシュフロー	-123	638	-185	29
最後期キャッシュフロー	<b>1,350</b>	<b>1,921</b>	<b>1,736</b>	<b>1,765</b>

	2021	2022	2023F	2024F
<b>現金及び現金相当</b>	1,349	1,922	1,736	1,765
短期投資	1,726	2,584	2,326	2,442
短期未収金	1,421	1,291	1,580	1,732
棚卸資産	142	179	186	205
その他流動資産	160	227	228	250
流動資産	<b>4,798</b>	<b>6,203</b>	<b>5,104</b>	<b>6,409</b>
有形資産	6,975	7,260	10,184	9,129
原価償却	-5,329	-5,023	-5,824	-6,801
建設中非流動資産	2	138	138	138
長期投資	194	199	199	199
他の非流動資産	357	351	351	351
<b>非流動資産</b>	<b>7,639</b>	<b>8,044</b>	<b>10,969</b>	<b>9,914</b>
<b>総資産</b>	<b>12,437</b>	<b>14,247</b>	<b>16,073</b>	<b>16,323</b>
買掛金	617	810	891	976
短期借入	777	887	930	947
他の短期借入	735	876	876	876
<b>短期借入総額</b>	<b>2,483</b>	<b>2,970</b>	<b>3,135</b>	<b>3,268</b>
長期借入	2,465	2,798	3,395	2,174
他の長期借入	534	461	461	461
長期借入総額	<b>2,999</b>	<b>3,259</b>	<b>3,856</b>	<b>2,635</b>
<b>負債総額</b>	<b>5,483</b>	<b>6,229</b>	<b>6,991</b>	<b>5,903</b>
出資金	3,237	3,237	3,561	3,917
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0
未処分利益	926	1,593	2,070	2,777
他の株主資本	1,014	1,176	1,176	1,176
少数株主持分	1,777	2,012	2,275	2,550
<b>株主資本総額</b>	<b>6,954</b>	<b>8,018</b>	<b>9,082</b>	<b>10,420</b>
<b>総資本</b>	<b>12,437</b>	<b>14,247</b>	<b>16,073</b>	<b>16,323</b>

	2021	2022	2023F	2024F
<b>支払能力</b>				
流動比率		2.09	1.63	1.96
当座比率		1.95	1.80	1.82
<b>資本構成</b>				
負債比率/総資産		12%	16%	8%
負債比率/株主資本		22%	29%	13%
<b>稼動能力</b>				
棚卸資産回転期間		7.93	7.74	7.52
売掛金回収期間		54.72	50.00	52.59
買掛金回収期間		28.79	29.60	29.65
現金回転率		33.86	28.14	30.46
<b>利益性</b>				
売上総利益率		18%	18%	17%
税引後利益率		13%	11%	11%
ROE		14%	12%	12%
ROA		8%	7%	8%
<b>評価</b>				
PE		8.27	8.05	8.02
PB		0.89	0.81	0.77
<b>成長率(前年同期比)</b>				
売上高		23%	16%	10%
税引後利益		27%	15%	7%
税引前利益		39%	-3%	9%

流行中株数	324	324	356	392	EPS	29%	-4%	0%
ソース: BSC Research								

## テクニック分析

### PVT\_ポシティブ

#### テクニックハイライト:

- 現在傾向:回復
- MACD 指標:シグナル線を上回った
- RSI 指標:中立ゾーン、上昇傾向

#### 評価:

PVT は底値の 13.5 から回復している。しかし、PVT は大きく上昇した後、バランスを見つけるために狭い変動幅で取引する営業日が必要である。また、RSI 指標は買われ過ぎゾーンに近づいている。PVT は短期的に株価の 19.5~19.9 で取引する可能性がある。投資家は株価の 20 で購入することができます。利益確定売値は 23.1 であり、損切り値は 18.7 である。



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 Või, 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>

