

## 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

現値:	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)

## テクニク分析:

Lê Quốc Trung  
[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

## 株価の推移



## P/E



## 評価

- BSC は FCFF 方法と PE 方法に基づく、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) 供給源が引き締められているため、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)定期船賃賃が前年比 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に投資する、(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に基づく、PVT の売上高を前年比 15.9% 増の 10 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

- 供給源が引き締められているため、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されております。
- 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

- 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 3,000 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 の舢舨(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
PE (x)	11.1	8.3	8.1	11.8
PB (x)	1.1	0.9	0.8	1.7
PS (x)	1.0	0.8	0.7	3.2
ROE (%)	12.1	14.5	12.5	16.9
ROA (%)	6.7	8.2	7.1	5.7
EV/ EBITDA (x)	5.8	4.5	4.5	N/A

	2021	2022	2023F	2024F
収入	7,368	9,048	10,485	11,494
売上総利益	1,250	1,657	1,878	2,000
税引後利益	666	861	870	960
EPS	2,056	2,661	2,560	2,568
EPS の成長率	6%	29%	-4%	0%
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(%)
売上高	2,330	1,680	38.7%	9,048	7,368	22.8%	103%
- 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%	
売上総利益	415	282	47.2%	1,657	1,250	32.6%	109%
売上総利益率	17.8%	16.8%		18.3%	17.0%		
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%
販管費用/売上高	4.4%	4.5%		4.8%	3.9%		
EBIT	312	206	51.5%	1,227	963	27.4%	104%
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。

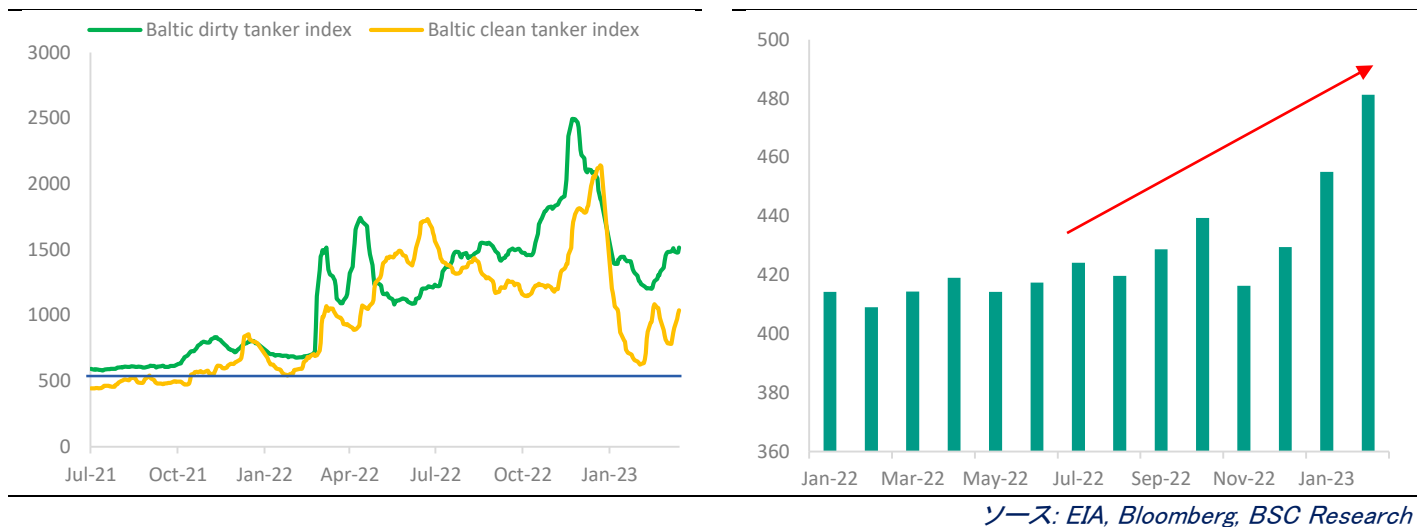
2022 年には、PVT の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 21%増の 9 兆 480 億ドンで年間計画の 139%を達成し、同 39%増の 1 兆 1,610 億ドンで年間計画の 242%を達成した。2022 年には、PVT は投資を完了し、積載量 1 万 3,000 DWT の原油・化学輸送船 2 隻、積載量 2 万 DWT の原油・化学輸送船 2 隻、Supramax バラ荷輸送船 1 隻、積載量 1 万 DWT の艀(バージ)を運航開始した。

## 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 月に減少したということから由来した。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。



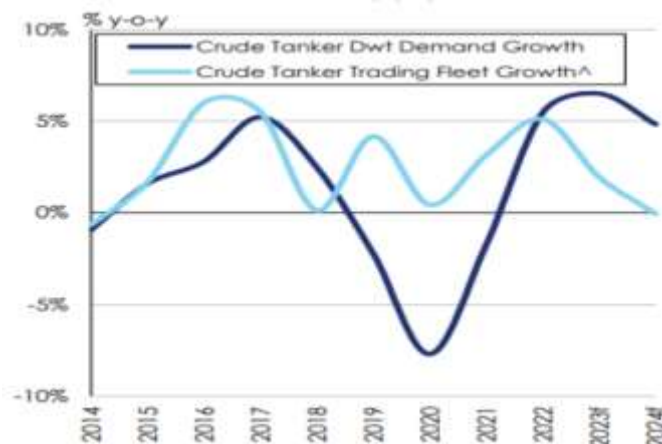
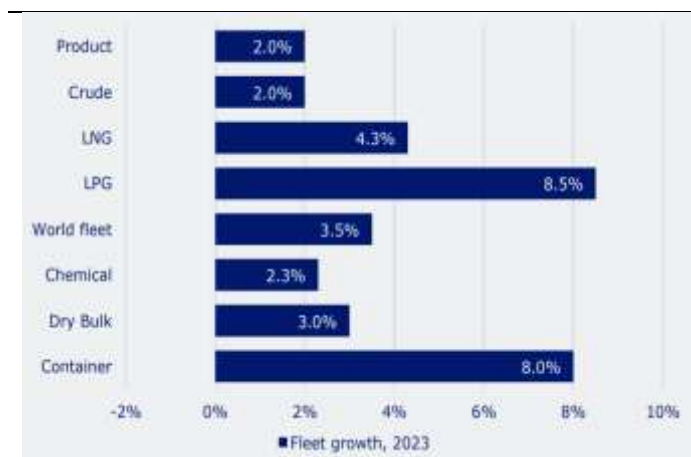
2023 年の原油・燃料運賃は需要の回復のおかげで、プラスな水準で維持すると予想されております。Clarksons 及び PVT によると、原油・化学輸送船の見通しは以下の要素に基づくプラスな水準で維持するだろう。

- (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



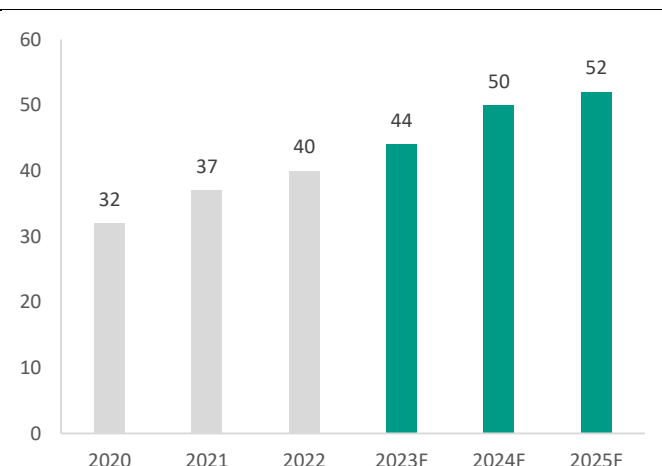
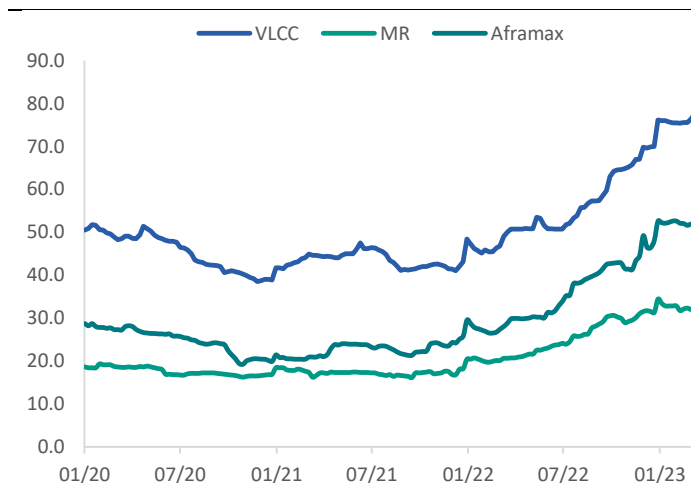
ソース: Clarksons, BSC Research

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実際に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 は以下の仮定に基づく、PVT の売上高を前年比 15.9%増の 10 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

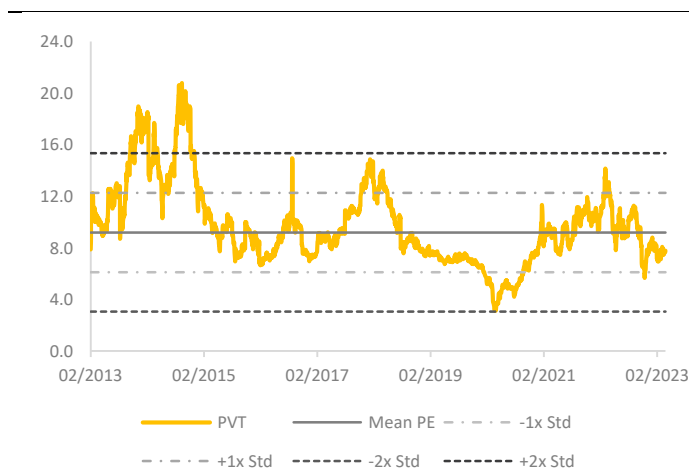
BSC は FCFF 方法と PE 方法に基づく、PVT の理論価格を 2023 年 3 月 31 日の終値比 21.4%増の 2 万 5,000VND/株で評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は、(1) 供給源が引き締めされているため、運賃が改善される、(2) PVT の船隊の拡大と活性化の可能性という要素のおかげで、PVT が今後数年間に成長する可能性が高いと考えています。

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>			<b>21.4%</b>

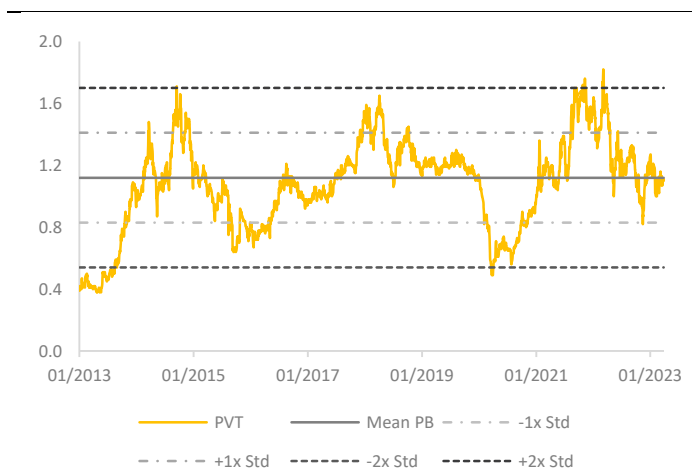
FCFF 方法	2023	2024	2025	2026	2027	仮定	
フリーキャッシュフロー(FCFF)	-220	1,784	2,356	2,247	1,473	Rf	5%
フリーキャッシュフロー割引価値	-220	1,565	1,812	1,508	866	Beta	1.0
最後価値	6,630					Ke	16.0%
割引総額	12,161					Kd	12.0%
(+)現金・短期投資	4,062					WACC	14.1%
(-)負債	4,325					g	1%
総価値	<b>9,623</b>						
流行中株数 (100 万)	356.1						
合理的価格	<b>27,020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

ソース: Bloomberg, BSC Research

Stock PE



Stock PB



ソース: Bloomberg, BSC Research

## 付録

	2021	2022	2023F	2024F		2021	2022	2023F	2024F
売上高	7,383	7,368	10,485	11,494	税引後利益	1,050	1,462	1,416	1,544
売上原価	-6,264	-6,118	-8,607	-9,494	原価償却及び割当て	930	1,196	1,290	1,465
売上総利益	1,119	1,250	1,878	2,000	流動資本変更	73	-776	-769	-652
販売費用	-14	-10	-15	-16	他の修正	-286	356	528	423
企業管理費用	-251	-277	-450	-472	営業活動からキャッシュフロー	1,767	2,238	2,465	2,780
営業利益／損失	854	963	1,413	1,512	固定資産購入額	-2,105	-1,780	-2,988	-1,413
金融活動収益	272	181	268	254	他の投資金	-235	-154	22	190
金融活動費用	-174	-157	-344	-260	投資活動からキャッシュフロー	-2,353	-1,948	-2,966	-1,223
借入費用	-143	-147	-344	-260	配当金	-373	-94	-324	-324
合併・関連会社関連収益	34	30	34	30	借入から金額	595	438	640	-1,204
他の収益	58	38	45	8	他の未収金	239	0	0	0
税引前利益	1,040	1,050	1,416	1,544	金融活動からキャッシュフロー	460	344	316	-1,528
法人税額	-209	-212	-283	-309	初期キャッシュフロー	1,473	1,283	1,921	1,736
税引後利益	830	838	1,133	1,235	内期キャッシュフロー	-123	638	-185	29
少数株主持分	161	172	263	275	最末期キャッシュフロー	1,350	1,921	1,736	1,765
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		2021	2022	2023F	2024F
現金及び現金相当	1,349	1,922	1,736	1,765	支払能力				
短期投資	1,726	2,584	2,326	2,442	流動比率		2.09	1.63	1.96
短期未収金	1,421	1,291	1,580	1,732	当座比率		1.95	1.80	1.82
棚卸資産	142	179	186	205	資本構成				
その他流動資産	160	227	228	250	負債比率/総資産		12%	16%	8%
流動資産	4,798	6,203	5,104	6,409	負債比率/株主資本		22%	29%	13%
有形資産	6,975	7,260	10,184	9,129	稼働能力				
原価償却	-5,329	-5,023	-5,824	-6,801	棚卸資産回転期間		7.93	7.74	7.52
建設中非流動資産	2	138	138	138	売掛金回収期間		54.72	50.00	52.59
長期投資	194	199	199	199	買掛金回収期間		28.79	29.60	29.65
他の非流動資産	357	351	351	351	現金回転率		33.86	28.14	30.46
非流動資産	7,639	8,044	10,969	9,914	利益性				
総資産	12,437	14,247	16,073	16,323	売上総利益率		18%	18%	17%
買掛金	617	810	891	976	税引後利益率		13%	11%	11%
短期借入	777	887	930	947	ROE		14%	12%	12%
他の短期借入	735	876	876	876	ROA		8%	7%	8%
短期借入総額	2,483	2,970	3,135	3,268	評価				
長期借入	2,465	2,798	3,395	2,174	PE		8.27	8.05	8.02
他の長期借入	534	461	461	461	PB		0.89	0.81	0.77
長期借入総額	2,999	3,259	3,856	2,635	成長率(前年同期比)				
負債総額	5,483	6,229	6,991	5,903	売上高		23%	16%	10%
出資金	3,237	3,237	3,561	3,917	税引後利益		27%	15%	7%
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0	税引前利益		39%	-3%	9%
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					
株主資本総額	6,954	8,018	9,082	10,420					
総資本	12,437	14,247	16,073	16,323					



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

## テクニク分析

### PVT ポジティブ

#### テクニクハイライト:

- 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 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 &ltGO>**



