

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) 未来は明るい

現値:	31,000	レポート作成日:	08/06/2023	株主構成	
前理論価格	33,000	流行中株数(100 万)	477,966	PVN	51.38%
新理論価格:	38,500	時価総額(10 億ドン)	14.816	VN Investment Property Holdings	3.07%
配当率	2.3%	過去 6 ヶ月平均売買高:	7,188,279	CTBC Vietnam Equity Fund	2.62%
上昇率	24.2%	外国人投資家保有率	20.88%	Norges Bank	1.87%

業界分析:

Dương Quang Minh
(石油・ガス、電力)
minhdq@bsc.com.vn

テクニカル分析:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 36,000 VND

損切り値: 28,000 VND

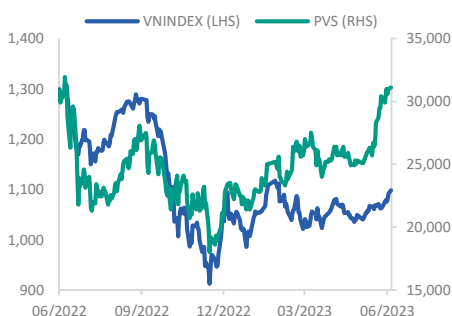
評価

- BSC は FCFF 方法に基づく、PVS 株の理論価格を 2023 年 6 月 7 日の終値比 24%増の 3 万 8,500VND/株と評価し、PVS の投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は Changhua 風力発電案件、Lo B-O Mon 案件などの新規案件を予想業績に計上したために、PVS の評価を上方修正しております。

業績予測

- BSC は PVS の 2023 年売上高を 2023 年 3 月 7 日に作成されたレポートに比べて+6.1%増の 21 兆 9,640 億ドン、税引後利益を+6.1%増の 9,990 億ドン、EPSfw を 1,402VND/株と予測しております。PVS は Changhua 風力発電案件を落札したことで、BSC は 2023 年業績予想を上方修正しております。

株価の推移



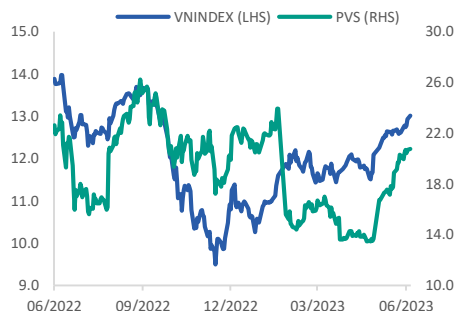
P/E

投資観点

- 2023 年以後、M&C 事業の雇用展望は Su Tu Trang ガス田の第 2 段階、Changhua 風力発電案件、Lac da Vang 油田案件のおかげで、明るくなる。
- Lo B - O Mon 案件が展開されたら、PVS に仕事量を作る。
- 再生可能エネルギー及び LNG 事業が長期には投資を促進されることのおかげで、第 8 次国家電力開発基本計画は M&C 事業のポテンシャルを高める。

リスク

- 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。



- 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。

企業アップデート

- 2023 年第 1 四半期には、PVS の売上高が前年同期比-2%減の 3 兆 7,040 億ドンで、年間計画の 28%を達成し、税引き後利益が同-9%減の 2,280 億ドンで、年間計画の 41%を達成した。
- PVS は Orsted と台湾での Changhua 沖合風力案件の杭基礎の製造・供給契約を締結した。

	2021	2022	2023F	VN-Index
PE (x)	13.6	17.8	22.1	14.6
PB (x)	0.7	0.9	1.1	1.7
PS (x)	0.4	0.8	0.7	1.3
ROE (%)	5.4	6.5	7.6	13
ROA (%)	2.7	3.2	3.5	2
EV/ EBITDA (x)	3.24	5.7	3.4	14.1

	2020	2021	2022	2023F
収入	20,180	14,198	16,413	21,964
売上総利益	778	776	865	1,273
税引き後利益	624	601	773	925
EPS	1,046	911	1,171	1,402
EPS の成長率	-38%	-13%	29%	20%
純負債／株主資本	9%	10%	11%	12%

企業アップデート

2023 年第 1 四半期の業績アップデート

(10 億ドン)	Q1/2023	Q1/2022	% YoY	業績アップデート
売上高	3,704	3,769	-2%	2023 年第 1 四半期には、PVS の売上高及び税引き後利益はそれぞれ、前年同期比-2%減の 3 兆 7,040 億ドン、同-9%減の 2,280 億ドンを達成した。PVS の M&C 事業による収入が 2 兆 1,820 億ドンで、総収入の 59%を占め、売上総利益率が前年同期比+1.6ppt の 3.3%に達した。
売上総利益	204	193	6%	
売上総利益率	5.5%	5.1%		
合併・関連会社の損益	157	162	-3%	
販売費	20	15	29%	しかし、PVS の第 1 四半期の利益が前年同期比マイナス成長したのは他の利益が 580 億ドン減少したことから由来した。
一般管理費	170	150	13%	
販管費／売上高	5.1%	4.4%		
EBIT	172	189	-9%	
財務事業による収入	147	86	71%	2023 年には、PVS は収入を前年比-22.7%減の 13 兆 2,000 億ドン、税引き後利益を同-40.6%減の 5,600 億ドンと設計した。第 1 四半
財務費用	51	22	137%	
他の収入	0	58	-100%	
税引き前利益	267	311	-14%	
税引き後利益	228	250	-9%	
技術技術船サービス				

FSO/FPSO 運用	412	385	7%	期には、PVS は年間収入計画の 28.1%を達成し、利益計画の 40.7%を達成した。 株主総会は 2022 年現金配当計画を 7%で承認した。2023 年現金配当は 7%以上と見込まれた。
地下工事調査サービス	561	526	7%	
ガス油港湾	32	75	-57%	
設備・建設工事請負事業 (M&C)	350	343	2%	
メンテナンスサービス事業	2,182	2,150	1%	
他のサービス	401	483	-17%	
技術技術船サービス	118	178	-34%	

ソース: PVS, BSC Research

企業アップデート

PVS は Orsted と台湾での Changhua 沖合風力案件の杭基礎の製造・供給契約を締結した。Greater Changhua 2B & 4 沖合風力案件は台湾での総出力が 920MW を達した。PVS はこの案件の 33 本の杭基礎を建設する見込みです。このパッケージ総額は 3,000 憶ドルを超えると推定される。さらに、PVS は台湾、日本、ヨーロッパで沖合風力案件へ参加している。

国内案件について、PVS は Su Tu Trang ガス田の第 2 段階を実施している。また、PVS は Lac Da Vang 案件の入札結果からポジティブなシグナルを受けている。この案件の総投資額は 7,000 憶ドルだと見込まれる。そのうち、PVS が実施できる建設に関する仕事量は 3,000 憶ドルを達すると推定される。

Lo B- O Mon 案件は 2023 年末に最終投資決定 (FID) 及び入札結果を受けると予測される。PVS に 2024 年～2027 年期間における大きな仕事量をもたらすだろう。PVS は Lo B 案件の重要なパッケージの書類を提出した後、結果発表を待っている。Lo B 案件は 2024 年から着工したら、PVS に 2024 年～2027 年期間における仕事量の価値 5,000 ドルをもたらすと推定されていた。

第 8 次国家電力開発基本計画が承認されたのは PVS の LNG 事業のポテンシャルを高める。計画によると、2030 年まで LNG を利用する発電所はベトナムの総設備容量の 15%を占める。BSC は LNG Thi Vai 港湾倉庫が今後投資を評価され、PVS が請負主として、恩恵を受けると期待しております。

また、長期には PVS の風力発電事業の見通しを高く評価しております。第 8 次国家電力開発基本計画によると、風力発電能力は 2030 年に総発電能力の 14%を占めるという目標に向けている。これは PVS が国内 EPC 契約書を署名する機会をもたらすだろう。

PVS が展開している案件

順 番	案件	稼働時間	推定契約金 (100 万ドル)	進捗
1	Gallaf Batch III – EPC 05 & 06 契約	2022 – 2024	600	展開中
2	Hai Long 風力発電案件— EPC 2&3 契約	2022 – 2024	90	展開中
3	Shwe (Myanmar)	2022 – 2023	200	展開中
4	LNG Thi Vai の倉庫—第 1 段階	2023 – 2024	100	展開中
5	Changhua 風力発電案件 (台湾)	2023 – 2025	300	展開中
6	Su Tu Trang の第 2 段階	2023 – 2025	250	展開中
7	Lo B – O Mon パイプ案件	2023 – 2027	1000	入札結果持ち
8	Lac da Vang	2024 – 2026	350	入札結果持ち
9	Ca Voi Xanh	2024 – 2027	800	ガス売却手続き完了中
10	LNG Thi Vai の倉庫—第 2 段階	2024 – 2026	200	展開持ち
11	Nam Du – U Minh	2024 – 2026	N/A	投資承認中
12	LNG Son My 港湾倉庫	2025 – 2026	300	投資承認中
ソース: PVS、BSC Research				

業績予測

BSC は PVS の 2023 年売上高を 2023 年 3 月 7 日に作成されたレポートに比べて+6.1%増の 21 兆 9,640 億ドン、税引後利益を+6.1%増の 9,990 億ドン、EPSfw を 1,402VND／株と予想しております。BSC は Changhua 風力発電案件を落札されたことで、2023 年業績を上方修正しております。

PVS の予想収入

単位:10 億ドン	2021	2022	2023F (旧)	2023F (新)	% 増減
売上高	14,198	16,413	20,684	21,964	+6.2%
石油技術船サービス	1,567	1,573	1,604	1,604	0%
FSO/FPSO 運用	1,977	1,874	1,874	1,874	0%
地下工事調査サービス	285	510	536	536	0%
ガス油港湾	1,568	1,458	1,385	1,385	0%
設備・建設工事請負事業 (M&C)	7,178	8,722	12,690	13,865	+9.3%
メンテナンスサービス事業	1,096	1,560	1,915	2,020	+5.4%
他のサービス	527	715	680	680	0%

ソース:PVS、BSC Research

PVS の業績予測

単位:10 億ドン	2021	2022	2023F (旧)	2023F (新)
売上高	14,198	16,413	20,684	21,964
売上総利益	776	865	1,165	1,273
売上総利益率	5.5%	5.3%	5.6%	5.8%
販売費	-89	-79	-100	-106
一般管理費	-712	-870	-1,061	-1,116
EBIT	972	1,243	1,339	1,386
財務事業による収入	278	489	654	654
財務費用	-94	-163	-103	-105
合併・関連会社の損益	507	630	507	507
他の収入	214	208	174	174
税引き前利益	878	1,080	1,236	1,281
税引き後利益	677	834	964	999
税引き後利益率	4.8%	5.1%	4.7%	4.5%
EPS	911	1,171	1,353	1,402

ソース:PVS、BSC Research

評価及び推奨

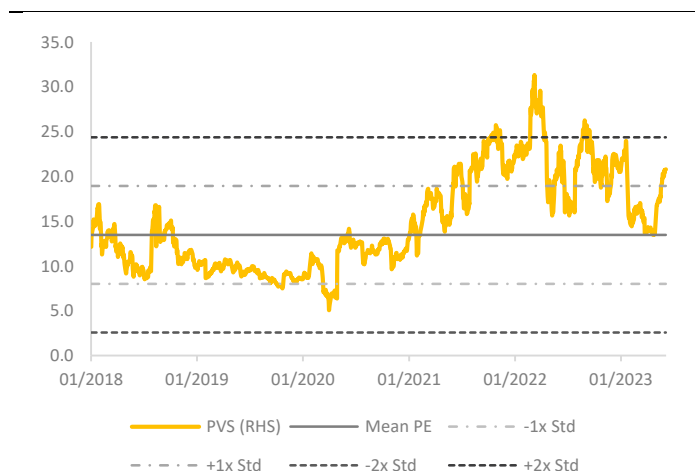
BSC は FCFF 方法に基づく、PVS 株の理論価格を 2023 年 6 月 7 日の終値比 24.2%増の 3 万 8,500VND /株と評価し、PVS の投資評価を「買い」としております。BSC は Changhua 風力発電案件、Lo B-O Mon 案件などの新規案件を業績予想に計上するために、PVS の評価を上方修正しております。

PVS の評価

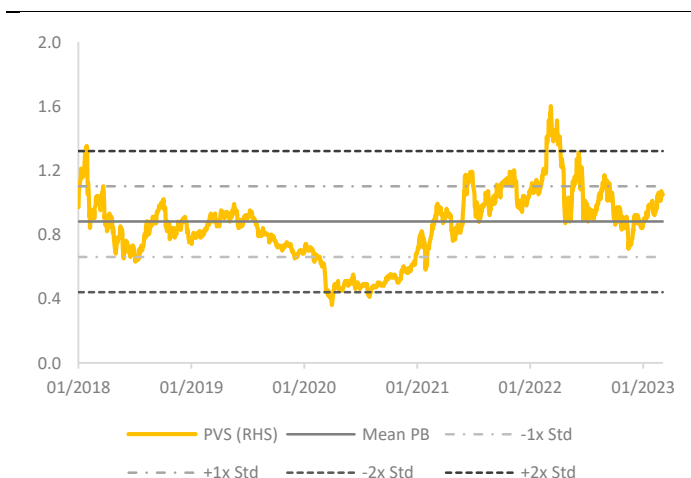
FCFF 方法	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	仮定	
フリー・キャッシュフロー (FCFF)	-228.4	801.3	1,013.8	-282.2	1,403.8	Rf	5%
フリー・キャッシュフローの割引 価値	-228.4	713.0	802.7	-198.8	879.9	Beta	1.1
最後の価値割引	7,805					Ke	16.0%
割引の総価値	9,774					Kd	11.0%
(+)現金及び短期的な投資	10,264					WACC	12.4%
(-)負債	1,634					G	1%
企業の総価値(10 億ドン)	18,404						
流行中株数(100 万株)	478						
合理的な価値	38,506						
2023 年 6 月 7 日の終値	31,000						
Upside	24.2%						

ソース: BSC Research

PE



PB



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023F
売上高	20,180	14,198	16,413	21,964
売上原価	-19,402	-13,423	-15,547	-20,691
売上総利益	778	776	865	1,273
販売費用	-119	-89	-79	-106
企業管理費用	-798	-712	-870	-1,116
営業利益／損失	-138	-26	-84	51
金融活動収益	400	278	489	654
金融活動費用	-143	-94	-163	-105
借入費用	-56	-46	-44	-70
合併・関連会社関連収益	191	507	630	507
他の収益	715	214	208	174
税引前利益	1,025	878	1,080	1,281
法人税額	-315	-200	-246	-282
税引後利益	710	677	834	999
少数株主持分	86	76	62	74
少数株主税引後利益	624	601	773	925
EBITDA	1,619	1,424	1,590	1,840
EPS	1,046	911	1,171	1,402

バランスシート(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023F
現金及び現金相当	5,182	5,754	5,250	5,505
短期投資	3,341	2,670	4,807	4,760
短期未収金	5,661	4,620	4,990	6,409
棚卸資産	2,190	2,161	1,011	1,842
その他流動資産	289	241	275	507
流動資産	16,664	15,446	16,334	19,022
有形資産	11,840	12,118	12,425	12,865
原価償却	-8,726	-9,150	-9,422	-9,739
建設中非流動資産	236	184	172	196
長期投資	4,965	4,735	4,891	4,920
他の非流動資産	1,038	998	1,016	962
非流動資産	9,707	9,247	9,442	9,434
総資産	26,371	24,693	25,777	28,456
買掛金	6,164	4,293	5,296	7,231
短期借入	734	711	752	979
他の短期借入	2,799	3,622	3,199	3,298
短期借入総額	9,696	8,626	9,247	11,508
長期借入	474	534	624	655
他の長期借入	3,292	3,012	3,067	3,120
長期借入	3,765	3,546	3,691	3,775
出資金	13,462	12,172	12,938	15,282
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	3,995	3,622	3,680	3,901
他の株主資本	3,356	3,352	3,608	3,648
少数株主持分	739	728	731	805
株主資本総額	12,909	12,521	12,838	13,174
総資本	26,371	24,693	25,777	28,456
流行中株数(100 万株)	478	478	478	478

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023F
税引後利益	1,042	816	1,080	1,281
原価償却及び割当て	526	500	466	489
流動資本変更	-1,193	-540	901	-570
他の変更	-1,129	-989	-937	-1,003
営業活動からキャッシュフロー	-755	-213	1,510	196
固定資産購入額	-461	-248	-515	-481
他の投資額	71	1,518	-1,193	759
投資活動からキャッシュフロー	-390	1,270	-1,708	278
配当金	-526	-533	-430	-478
借入から金額	-147	45	131	258
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	-673	-488	-321	-220
初期キャッシュフロー	6,949	5,212	5,747	5,250
中期キャッシュフロー	-1,818	569	-520	254
最末期キャッシュフロー	5,182	5,754	5,250	5,505

指数(%)	2020	2021	2022	2023F
支払能力				
流動比率	1.2	1.3	1.3	1.2
当座比率	1.1	1.1	1.2	1.1
資本構成				
負債比率/総資産	51%	49%	50%	54%
負債比率/株主資本	104%	97%	101%	116%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	34.8	36.6	32.7	25.2
売掛金回収期間	72.2	90.3	80.6	80.6
買掛金回収期間	92.7	113.0	100.9	106.2
現金回転率	14.3	13.9	12.4	-0.5
利益性				
売上総利益率	4%	5%	5%	6%
税引前利益率	4%	5%	5%	5%
ROE	5%	5%	6%	8%
ROA	3%	3%	3%	4%
評価				
PE	13.63	16.12	13.78	22.11
PB	0.66	0.80	0.78	1.12
成長率(前年同期比)				
売上高	20%	-30%	16%	34%
EBIT	-21%	-15%	22%	20%
税引前利益	-23%	-14%	23%	19%
EPS	-38%	-13%	29%	20%

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>

