



## ベトナム Weekly レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965  
ホームページアドレス: <http://www.news-sec.co.jp>

### ベトナム最大の国営企業、ペトロベトナム・グループ (PVN) の概要 —グループの民営化・再編計画と上場子会社の評価—

ペトロベトナム・グループ (PVN) は、売上と利益面からみて、ベトナム国内で事業を行う企業のなかで、最大の収益を生み出している企業です。

PVN の 2012 年 12 月期決算の売上は前年比 11.7% 増の 362 兆 8791 億ドン、売上総利益は同 14.4% 増の 71 兆 2825 億ドン、純利益は同 23.4% 増の 42 兆 4363 億ドンとなっています。

また、PVN を含めて、グループ子会社には、ベトナムに貢献している大企業も多く、毎年、ベトナム評価レポート社が発表している「ベトナム企業トップ 500 (2013 年版)」のトップ 20 に、5 社 (左下の表の背景が黄色) がランクインしています。

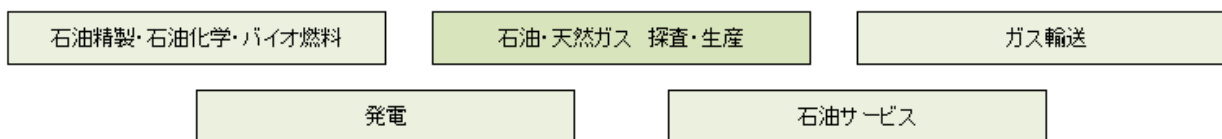
順位	会社名	順位	会社名
1	ペトロベトナム・グループ(PVN)	8	ベトナム石炭産産グループ
2	サムスン電子ベトナム	9	ペトロベトナム石油公社
3	ペトロリミックス	10	ベトナム農業農村開発銀行
4	ベトナム電力グループ	11	サイゴン・ジュエリー
5	軍隊通信グループ(ベテル)	12	ペトロベトナムガス(GAS)
6	ベトナム郵政通信グループ	13	ペトロベトナム石油ガス開発公社
7	ベトナムペトロ	14	ベトナムバンク(CTG)

項目	通期 (1月1日~12月31日)		
	2012年	2011年	伸び率(%)
売上高・営業収益	362,879,083	324,755,336	11.74%
売上原価	291,596,548	262,459,320	11.10%
売上総利益	71,282,535	62,296,016	14.43%
営業利益	57,617,455	50,001,744	15.23%
税引前利益	61,581,646	53,833,967	14.39%
純利益	42,436,271	34,883,838	23.42%

(PVNの2012年アニュアルレポートを基に弊社作成)

ペトロベトナム・グループ (PVN) の主要事業は、1) 石油・天然ガスの探査・生産事業、2) 石油精製・石油化学・バイオ燃料事業、3) ガスの輸送事業、4) 電力発電事業、5) 石油サービス事業の 5 分野の事業から成り立っています。

#### ペトロベトナム・グループの主要事業



#### 石油・天然ガスの探査・生産事業

原油・天然ガスの探査・開発・生産を担う上流部門です。PVN の 100% 子会社、ペトロベトナム石油ガス開発公社 (Petrovietnam Exploration & Production Corporation) が事業を行っています。

2014 年 5 月末現在、同部門の事業は計画通りに進んでいます。探査されている油井は 17 ヶ所、うち 9 ヶ所は終了し、8 ヶ所が調査中です。1 ヶ所で新しい油井が見つかり、5 月から生産を開始しています。

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会  
主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



## ベトナム Weekly レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965

ホームページアドレス: <http://www.news-sec.co.jp>

2014年5月の総生産量は計画比114%の237万トン、年初来5ヶ月間の生産量は前年同期比1.3%増、計画比112%の1156万トンです。年間計画に対しては45%の進捗率となっています。

2014年5月の原油生産量は計画比113%の143万トン、年初来5ヶ月間の生産量は前年同期比1.5%増、計画比111%の708万トンです。年間計画に対しては44%の進捗率となっています。

また、5月の天然ガス生産量は計画比115%の9億4000万m<sup>3</sup>、年初来5ヶ月間の生産量は計画比113%の44億8000万m<sup>3</sup>です。年間計画に対しては47%の進捗率となっています。

ベトロベトナムグループ(PVN)の主要子会社

100%子会社 (7社)	
ベトロベトナム石油ガス開発公社	ベトロベトナム石油公社
ベトロベトナム電力公社	ビンソン石油精製化学公社
ドンカット造船公社	ベトロベトナム・カマウ肥料公社
ライブー工業団地公社	-
持株比率が50%より大きい子会社 (10社)	
ベトロベトナム・ドリリング株式会社(PVD)	ベトロベトナム・テクニカル・サービス株式会社(PVS)
ベトロベトナムガス株式会社(GAS)	ベトロベトナム運輸株式会社(PVT)
PVコム商業銀行株式会社	ベトロベトナム建設株式会社(PVX)
ベトロベトナム化学肥料株式会社(DPM)	ベトロベトナム石油化学ファイバー株式会社
ベトナムベトロ株式会社	ベトロベトナム・フォックアン港建設投資株式会社
持株比率が50%以下の子会社 (12社)	
PVIホールディングス株式会社(PVI)	ベトロベトナム総合サービス株式会社(PET)
ベトロベトナムドリル溶液化学製品株式会社(PVC)	ベトナム・エナジー検査株式会社
ベトロベトナム・エンジニアリング株式会社(PVE)	ギソン石油精製化学株式会社
ロンソン石油化学株式会社	オーシャン商業銀行株式会社
グリーン・インドシナ開発株式会社	ロスベトロ株式会社
ガスプロムベトナム株式会社	ベトロベトナム・ファイナンス

(データは、PVNのホームページより弊社作成、2013年12月20日時点、( )は上場ティッカー)

### 石油精製・石油化学・バイオ燃料事業

同部門を担当しているのは、原油の輸出入、石油精製・バイオ燃料、燃料油販売を手掛けているベトロベトナム石油公社 (Petrovietnam Oil Corporation)、石油精製施設を運営するビンソン石油精製化学公社 (Binh Son Refining and Petrochemical Company Limited)、化学肥料を生産・販売しているベトロベトナム化学肥料株式会社 (DPM) と、ベトロベトナム・カマウ肥料公社 (Petrovietnam Camau Fertilizer Company Limited) です。

2014年5月の石油生産量は計画比104%の296,000トン、年初来5ヶ月間の生産量は計画比114%の239万トンです。年間計画に対しては52%の進捗率となっています。

また、5月の化学肥料生産量は計画比106%の144,300トン、年初来5ヶ月間の生産量は計画比103%の695,000トンです。年間計画に対しては46%の進捗率となっています。

#### ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会

主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



## 電力発電事業

ペトロベトナム・グループ (PVN) は、ベトナム第 2 位の発電事業社です。100%子会社のペトロベトナム電力公社 (Petrovietnam Power Corporation) が、6ヶ所の未上場の発電所を運営しています。その内訳は、火力発電所が 4ヶ所、風力発電所が 1ヶ所、水力発電所が 1ヶ所となっています。

2014年5月の発電量は計画比 116%の 14億 7000万 kWh、年初来 5ヶ月間の発電量は計画比 110%の 72億 4000万 kWh です。年間計画に対しては 46%の進捗率となっています。

## ガス輸送事業

PVN は、6本のガス輸送パイプラインを保有しています。うち 3本のパイプラインを、ペトロベトナムガス (GAS) が運営し、3本のパイプラインを、ペトロベトナム低圧ガス販売 (PGD) が運営しています。

今月 1日、ペトロベトナム・ガスと 11行の外銀が、「ナムコンソン第 2 ガス・パイプライン建設案件」の第 1 期工事に対して、2億 8000万ドルのシンジケート・ローン契約を締結したと報道されています。第 1 期工事では、151キロの天然ガス・パイプラインが建設される予定です。ベトナムでは、LPG に代わって、天然ガスの消費が伸びており、国内での天然ガス生産および輸送の拡大を実現できることは、ペトロベトナム・ガスの事業戦略に好影響を与えていると考えています。

## 石油サービス事業

同部門に関わっている上場グループ企業には、ペトロベトナム・ドリリング (PVD)、ペトロベトナム運輸 (PVT)、ペトロベトナム建設 (PVX)、ペトロベトナム・テクニカル・サービス (PVS)、ペトロベトナム総合サービス (PET)、ペトロベトナム・ドリル溶液化学製品 (PVC)、ペトロベトナム・エンジニアリング (PVE) があります。

各事業を合わせたペトロベトナム・グループ (PVN) の 2014年 1月から 5月までの売上は計画比 114.7%の 301兆ドンです。年間計画に対しては 45%の進捗率となっています。

また、PVN の国家予算への貢献度は計画比 116%の 71兆 7000億ドンです。年間計画に対しては 51%の進捗率となっています。

## ペトロベトナム・グループ (PVN) の事業再編および民営化計画と、その進捗状況

ペトロベトナム・グループ (PVN) に限らず、多くのベトナム国営企業の事業再編および民営化計画は、なかなか進展していないのが実情です。

PVN の主要なグループ企業の民営化計画を、次のページのリストにまとめてみました。表中の 9社の再編計画は、1件も具体的な進展がありません。2012年から 2015年の期間に実施を予定している計画



## ベトナム Weekly レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965

ホームページアドレス: <http://www.news-sec.co.jp>

が7件あります。2015年末まで、18ヶ月間、残っていますので、各計画の今後の進展に期待したいと思います。

2012年以降、私が知る限り、PVNが実施した主な民営化・再編は、ペトロベトナム・ガスの民営化およびホーチミン証券取引所への上場と、ペトロベトナム・ファイナンスをPVNから分離し、ウエスタン・バンクと合併させた2件の事例のみです。PVNは、ペトロベトナム・ガス株式の保有比率を最終的に75%に引き上げる計画ですが、これはまだ実現していません。

また、PVNの上流事業を営んでいるペトロベトナム石油ガス開発公社には、民営化計画がありません。

ペトロベトナム・グループ(PVN)の主要なグループ企業の民営化・再編計画

会社	持株比率	計画	実施期間
ビンソン石油精製化学公社	100%	100% → 75%	2012年から2015年
ペトロベトナム・カマウ肥料公社	100%	100% → 51%	2012年から2015年
ドンカット造船公社	100%	100% → 36%	2012年から2015年
ペトロベトナム石油公社	100%	100% → 75%	2015年以降
ペトロベトナム電力公社	100%	100% → 75%	2015年以降
ペトロベトナム運輸	58%	58.4% → 36%	2012年から2015年
ペトロベトナム建設	55%	54.54% → 36%	2012年から2015年
PVIホールディングス	39%	39.05% → 35%	2012年から2015年
ペトロベトナム化学肥料	61%	61.37% → 51%	2012年から2015年

(PVNとACBSのデータの一部を引用して弊社作成)、持株比率は、2014年7月3日現在)

### PVNの持株比率が50%以上のグループ企業6社の直近1年間の株価上昇率、現金配当、配当利回り

ペトロベトナム・グループ(PVN)の主要なグループ企業6社の直近1年間の株価の動きを見てみます。株価の上昇率が最も高かったのは、ペトロベトナム運輸(PVT)ですが、直近の株価は、3月の高値から約20%安い水準です。

5月の南シナ海での中越紛争の影響で、VN指数が調整局面に入ったにもかかわらず、株価が高値圏にあるのは、ペトロベトナム・ガス(GAS)、ペトロベトナム・ドリリング(PVD)、ペトロベトナム・テクニカル・サービス(PVS)の3社です。

PVNの持株比率が50%以上のグループ企業の株価上昇率、PER、現金配当および現金配当利回り

会社名	ティッカー	PVN保有率	直近株価	株価上昇率	高値低下率	予想PER	現金配当	配当利回り
ペトロベトナム化学肥料	DPM	61.37%	32,100	-8.8%	34.2%	8.44	5,000	15.58%
ペトロベトナムガス	GAS	96.72%	111,000	95.1%	2.6%	16.07	4,200	3.78%
ペトロベトナム・ドリリング	PVD	50.98%	85,000	93.6%	4.0%	11.91	1,000	1.18%
ペトロベトナム・テクニカル・サービス	PVS	51.38%	30,200	95.1%	8.8%	8.11	500	1.66%
ペトロベトナム運輸	PVT	58.40%	13,100	171.9%	19.5%	17.27	0	0.00%
ペトロベトナム建設	PVX	54.54%	4,500	-10.0%	40.0%	-	0	0.00%

(データはブルームバーグ、株価は、7月3日終値、株価上昇率、高値低下率率、現金配当および現金配当率は、直近1年間、予想PERは今後12ヶ月)

VN指数が、609.46ポイントの最高値を付けたのは3月25日ですが、GASの株価は、3月25日から7月4日までの3ヶ月間余りで約27%上昇しています。VN指数の時価総額に占めるGASの構成比率は21.3%まで高まっています。直近2ヶ月間のVN指数の反発に、大きな影響を与えています。株価面か

#### ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会

主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000円))、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



## ベトナム Weekly レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965

ホームページアドレス: <http://www.news-sec.co.jp>

らみると、買われ過ぎの感は否めませんが、GASのROAとROEは、6社のなかで最も高く、売上総利益率および純利益率も高水準であり、業績も好調を持続しています。現在の株価が、買われ過ぎか否かは、判断が難しいところです。

ペトロベトナム化学肥料(DPM)の株価は、直近1年間で8.8%、直近1年間の最高値と比べて34.2%下落しています。一方で、DPMの予想PERは8.44倍、1株当たりの現金配当は5,000ドンで、現金配当利回りは15.58%と、6社のなかで突出した高利回りとなっています。

### グループ企業6社の収益性および成長性

利益率の面からみても、DPMは6社のなかで最も高い数字を示しています。株価低迷の大きな原因は、ナフサ高による原材料価格の上昇と、競争激化による販売価格の下落により、2014年の業績予想が減収減益見通しとなっている点です。DPMの2014年第1四半期決算は、前年同期比13%減収46%減益となっています。DPMの競合会社のひとつが、同じペトロベトナム・グループ傘下のペトロベトナム・カマウ肥料公社です。同社は、2015年に民営化される計画です。そのまま民営化されても、DPMがM&Aを仕掛けても、高い対価を支払う必要があると考えています。

グループ6社のなかで、唯一、優良企業でないのが、ペトロベトナム建設(PVX)です。PVNは不動産市場の低迷の影響から、2012年、2013年と2期連続して税引前利益が赤字になっています。2014年も赤字決算となりますと、取引所の上場廃止基準に抵触しますので、注意を払う必要があります。

PVNの持株比率が50%以上のグループ企業の年平均収益成長率(2011年から2013年)

会社名	ティッカー	売上	売上総利益率	純利益率	ROA	ROE
ペトロベトナム化学肥料	DPM	20.53%	36.18%	25.89%	20.73	24.22
ペトロベトナムガス	GAS	11.97%	21.54%	14.12%	25.73	40.59
ペトロベトナム・ドリリング	PVD	20.65%	22.42%	11.78%	9.28	22.40
ペトロベトナム・テクニカル・サービス	PVS	16.18%	8.65%	5.59%	6.98	21.63
ペトロベトナム運輸	PVT	12.03%	10.36%	2.63%	2.74	8.85
ペトロベトナム建設	PVX	-4.56%	2.42%	-20.95%	-9.15	-82.60

(データはブルームバーグ、ROEとROAは2013年、それ以外は年平均、期間は2011年から2013年)

この5年間のなかで、インフレ率、外貨準備、為替、FDI投資等、ベトナム経済のファンダメンタルズは、非常に安定しています。VN指数が、600ポイントを超え、さらに上昇していくためには、遅れに遅れている、1) 外国人保有株比率の上限の引き上げ、2) 国営企業の民営化、3) 不良債権処理を推進していく必要があります。これらの施策を後押しするために求められるのは政治のリーダーシップです。

海外株調査室 小畑 直樹

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会

主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。