

推奨

ホールド

ビンソン製油石化株式会社 (UpCom: BSR)
ホーチミン市場への上場可能性が高い

現値:	23,100	レポート作成日:	26/06/2024	株主構成	
前理論価格	24,600	流行中株数(100万)	3,100	ペトロベトナムグループ(PVN)	92.13%
新理論価格	27,100	時価総額(10億ドン)	74,722		
配当率	3%	過去6ヶ月平均売買高:	10,818,860		
上昇率	17%	外国人投資家保有率	0.68%		

業界分析:

Nguyễn Cẩm Tú, CFA
(石油・ガス業)

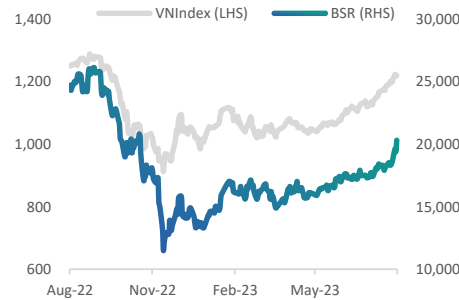
評価

- BSCはBSRの理論価格を2024年6月26日の終値比17%増の2万7,100VND/株で評価し、投資評価を「ホールド」と推奨しております。BSCはBSRの最近株価の上昇がホーチミン市場への上場に関する情報を部分的に反映していると考えております。

業績の予測

- 2024年には、BSCは(1)重要なガソリン製品のクラック・スプレットが前年比6%減の13.8ドル/バレルである;(2)製品消費量が前年比20%減の580万tであるという仮定を基づく、BSRの売上高を前年比13.6%減の127兆3,950億ドン、税引後利益を同43%減の4兆8,230億ドン、EPSfwを1,556VND/株と予測しております。
- 2025年には、BSCは(1)重要なガソリン製品のクラック・スプレットが前年比3%増の14.2ドル/バレルである;(2)製品消費量が前年比24%増の720万tであるという仮定を基づく、BSRの売上高を前年比16%増の148兆8,070億ドン、税引後利益を同32%増の6兆3,730億ドン、EPSfwを2,055VND/株と予測しております。

株価の推移



Catalyst

- 裁判所はMien Trung バイオ燃料会社 (BSR-BF) の破産を宣告した。この宣告によると、HOSE への上場計画が加速することになる。

リスク

- クラック・スプレットは大きく減少する。

企業アップデート

- 2024年第1四半期には、BSRの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比9.9%減の30兆6,890億ドン、同31%減の1兆1,150億ドン

を達した。減少は(1)製品の売上総利益率が減少した、(2)工場は2024年3月15日からメンテナンスを実施したということから由来した。

- 2024年には、BSRの業績目標は、収入が前年比37%減の95兆2,740億ドン、税引後利益が同87%減の1兆1,480億ドンとなる見込みだ。

*クラック・スプレットは原油価格と石油製品価格の価格差のこと。

	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	3.8	4.8	15.8	12.0	収入	167,124	147,423	127,395	147,807
PB (x)	0.8	1.0	0.9	0.8	売上総利益	16,096	9,608	5,273	7,745
PS (x)	0.3	0.3	0.6	0.5	親会社株主利益 (NPATMI)	14,726	8,455	4,823	6,373
ROE (%)	28.7	15.6	14.0	13.0	EPS	4,750	2,745	1,556	2,056
ROA (%)	18.7	10.3	7.0	9.4	EPS 成長率	120%	-42%	-43%	32%

I. ホーチミン取引所への上場の状況とVN30 銘柄に組み入れ可能のアップデート

上場状況のアップデート

BSRは取引所への上場計画を以前から決定しております。現在、裁判所はMien Trung バイオ燃料会社(BSR-BF)の破産を宣告したことで、ホーチミン取引所への上場する可能性が高い。2024年2月には、BSCは裁判所への破産手続きをした。BSCはBSRが2024年第3四半期に裁判所の決定を受けると期待しております。BSR-BFを破産させることは、BSRが取引所への上場条件9件うちの最後の問題を解決できた。

BSCはホーチミン取引所へ上場すると、企業の透明性を高め、国内外大規模投資家へのアクセス能力を高める可能性がある。BSCはホーチミン取引所への上場がVN30 銘柄に新規組み入れる可能性があると考えております。

BSRはホーチミン証券取引所に上場するために、基準9つうちの8つを満たした

順番	基準	状況
1	資本金(300億以上)	満たした
2	定期株主総会による承認された	満たした
3	UPCOM市場で上場期間(最低2年間)	満たした
4	直近の2年間の業績は黒字になって、直近の1年間のROEは5%以上である。	満たした
5	少なくとも100人の株主(大口株主ではない)が議決権株式の15%以上を保有している。	満たした

6	内部株主の株式保有について保証	満たした
7	上場登録期間から2年間に違反がない。	満たした
8	上場登録書類についてコンサルティングをしてくれる証券会社がある。	満たした
9	1年間以上の経過借入金がない	まだ満たさない

ソース: BSC

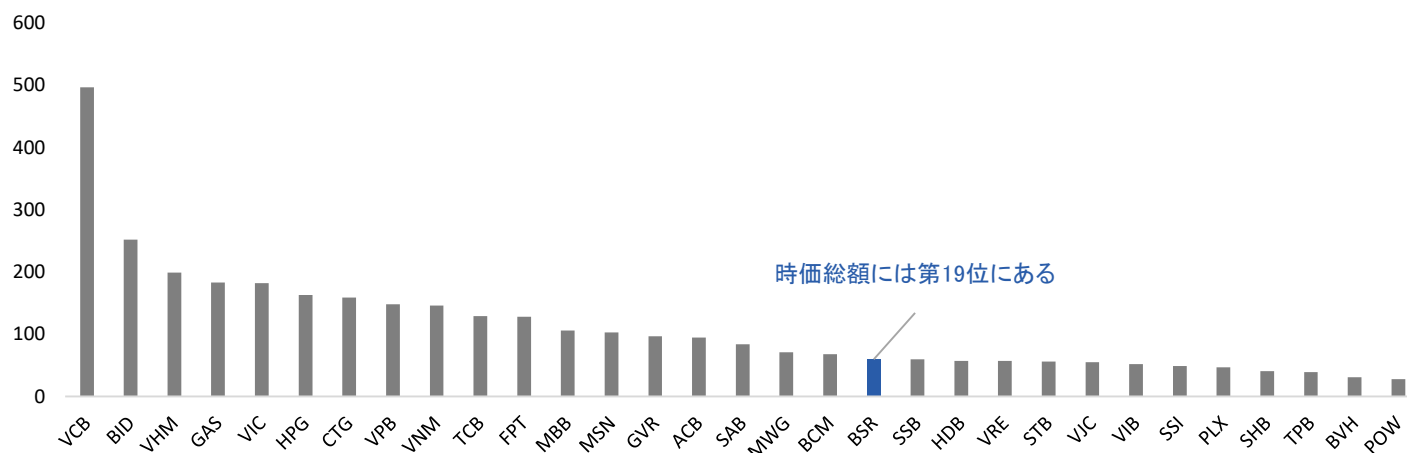
VN30 銘柄に新規組み入れる可能性*

BSRは6カ月にホーチミン取引所に上場した後、(1)浮動株比率・流動性・売買高と売買代金、(2)直近12ヶ月の平均時価総額がVN30銘柄リスクに比べて19位にあるという基準を満たすとVN30銘柄に組み入れる可能性が高い。

BSRはVN30銘柄に組み入れる基準を満たした(2024年6月20日のデータ)

順番	条件	基準	BSRの指標
1	浮動株率	>= 10%	10%
2	流動性	>=0.05%**	0.27%
3	売買高	>=10万株	8,104,504株
4	売買代金	>= 100万*	1,630億

直近12ヶ月の平均時価総額(1兆VND)



ソース: BSC

2024年第1四半期業績のアップデート

2024年第1四半期業績のアップデート

(10億 VND)	Q1.24	Q1.23	% YoY	業績のアップデート
売上高	30,689	34,066	-10%	<p>2024年第1読ん半期には、BSRの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比10%減の30兆6,890億ドン、同31%減の1兆1,150億ドンだった。</p> <p>減収減益は以下の要素から由来した。</p> <p>+ Diesel Plattのクラック・スプレットが前年同期比19%減の2万3356ドルだった</p> <p>+ Mogas 95 ガソリンとMogas 92 ガソリンの利益率はそれぞれ、-2%と-1%減となった。Mogas 92 ガソリンのクラック・スプレットは2024年第1四半期に横に推移した。</p> <p>+ 消費量は前年同期比8.4%減の150万tだった。</p> <p>2024年には、BSRの業績目標は、収入が前年比37%減の95兆2,740億ドン、税引後利益が同87%減の1兆1,480億ドンとなる見込みだ。</p>
売上原価	1,256	2,072		
売上総利益	4.1%	6.1%		
金融活動事業による収入	0	0		
販売費用	-148	-325	-55%	
管理費用	-111	-89	26%	
販管費用/売上高	0.9%	1.3%		
支払金利前税引前利益 (EBIT)	1,341	1,956	-31%	
金融活動事業による収入	520	810	-35%	
財務費用	-256	-639	-60%	
他の利益	23	14		
税引前利益	1,283	1,843	-30%	
税引後利益	1,115	1,621	-31%	
産量				
Diesel DO 0.05S	12,382	13,088	-5%	
RON95 ガソリン	9,434	9,123	3%	
RON92 ガソリン	3,037	4,863	-37%	
Jet A-1	2,695	2,668	1%	

LPG	1,606	2,150	-25%
-----	-------	-------	------

BSC は平均クラック・スプレッドが 8 ドル/バレルであると仮定しております。

ソース: BSR

2024年6月の時点でのクラック・スプレッドの動きのアップデート

2024年6月20日の時点では、世界的にいくつかのガソリン製品のクラック・スプレッドは以下の通りだ。

- + シンガポールでの Gasoil Platts のクラックスプレッドは前年比 12.7%減の 19.32ドル/バレルである。
- + シンガポールでの Mogas 95 ガソリンと Mogas 92 ガソリンのクラックスプレッドは前年比 10%減の 11.04ドル/バレルである。しかし、5月からクラックスプレッドは前年同期比 42%減、前四半期比 43%減の 7.08ドル/バレルだった。

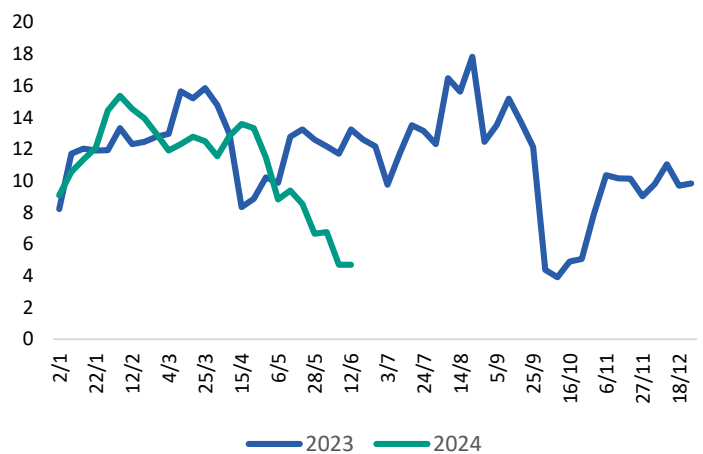
BSC はクラック・スプレッドの変動を正確に予測するのが難しいと考えております。しかし、BSC はクラック・スプレッドが以下の要素に基づく、2024年下半期に大きく増加する可能性が低いと考えております。

- + 2024年には、ブレント原油価格は 90ドル/バレルから 84ドル/バレルに下落した。
- + 中国はシンガポールへの石油製品輸出について最も急速に成長している市場であり、シンガポールで石油製品のクラックスプレッドの動きに影響を与えている。中国の税関総局の統計によると、中国からの4月と5月の Diesel Oil 輸出量はそれぞれ、全然同期比+22%増となり、同+78%増となっている。

世界的にはDiesel Oilのクラックスプレッドの動き



世界的にはMogas 92 ガソリンのクラックスプレッドの動き



ソース: Trading view

製油所拡大案件のアップデート

進捗: 入札を展開し、ゼネコンを選定する

案件実施期間: EPC 契約の署名日から 37 カ月

完成期間: 2028 年 3 月に稼働する予定。完成後、原油処理能力は日量 14 万 8,000 バレルから 17 万 1,000 万バレルまで増加する見込みだ。

資本源: BSR は株式配当で資本金を 50 兆 VND に増加する計画を提出しており、Dung Quat 製油所拡大案件への総投資に対する自己資本の比率は 40%となる。

業績予測

2024 年には、BSC は以下の仮定に基づく、BSR の売上高を前年比 13.6%減の 127 兆 3,950 億ドン、税引後利益を同 43%減の 4 兆 8,230 億ドン、EPS_{fw} を 1,556VND/株と予測しております。

- 重要なガソリン製品のクラック・スプレットが前年比 6%減の 13.8ドル/バレルである
- 製品消費量が前年比 20%減の 580 万tである

2025 年には、BSC は以下の仮定に基づく、BSR の売上高を前年比 16%増の 148 兆 8,070 億ドン、税引後利益を同 32%増の 6 兆 3,730 億ドン、EPS_{fw} を 2,055VND/株と予測しております。

- 重要なガソリン製品のクラック・スプレットが前年比 3%増の 14.2ドル/バレルである。
- 製品消費量が前年比 24%増の 720 万tである。

BSR の業績予測

単位:10 億 VND	2022	2023	2024F	2025F
売上高	167,124	147,423	127,395	147,807
売上原価	16,096	9,608	5,273	7,745
売上原価率	9.6%	6.5%	4.1%	5.2%
販売費用	(909)	(1,034)	(892)	(1,035)
管理費用	(515)	(626)	(510)	(591)
支払金利前税引前利益 (EBIT)	15,839	9,773	5,618	7,337
金融活動事業による収 入	1,750	2,659	2,162	1,914
財務費用	(923)	(1,154)	(726)	(1,011)
他の収入	86	32	51	59
税引前利益	15,586	9,486	5,359	7,082
税引後利益	14,669	8,455	4,823	6,373

税引後利益率	8.8%	5.7%	3.8%	4.3%
少数株主持分・税引後利益	14,726	8,511	4,823	6,373
EPS	4,750	2,745	1,556	2,056

評価と推奨

BSC は BSR の理論価格を 2024 年 6 月 26 日の終値比 17%増の 2 万 7,100VND/株で評価し、投資評価を「ホールド」と推奨しております。BSC は BSR の最近株価の上昇がホーチミン市場への上場に関する情報を部分的に反映していると考えております。

PE 方法:

BSC は BSR がホーチミン取引所への上場し、VN30 銘柄に組み入れると期待しておりますので、目標 P/E の 11.5xを利用しております。

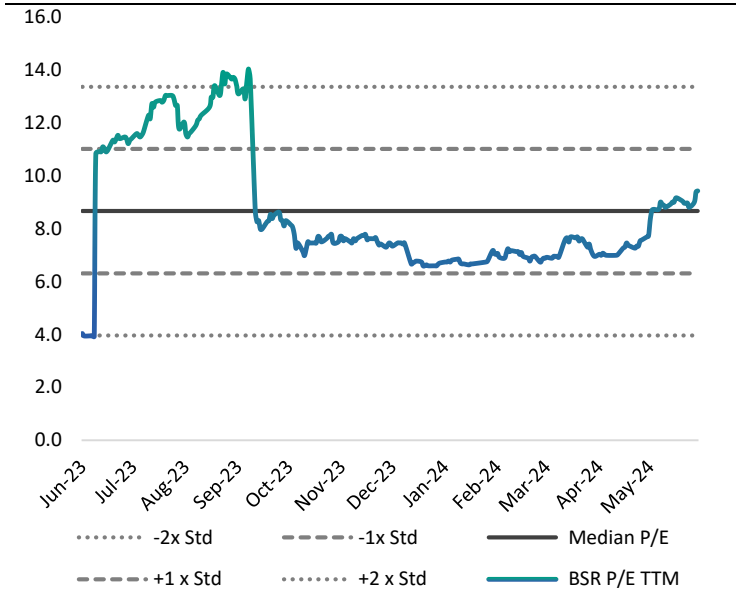
P/E 方法	2024F	2025F
EPS	1,556	2,056
目標 P/E	11.5	11.5
目標株価 (VND/株)	17,900	23,650

FCFF 方法:

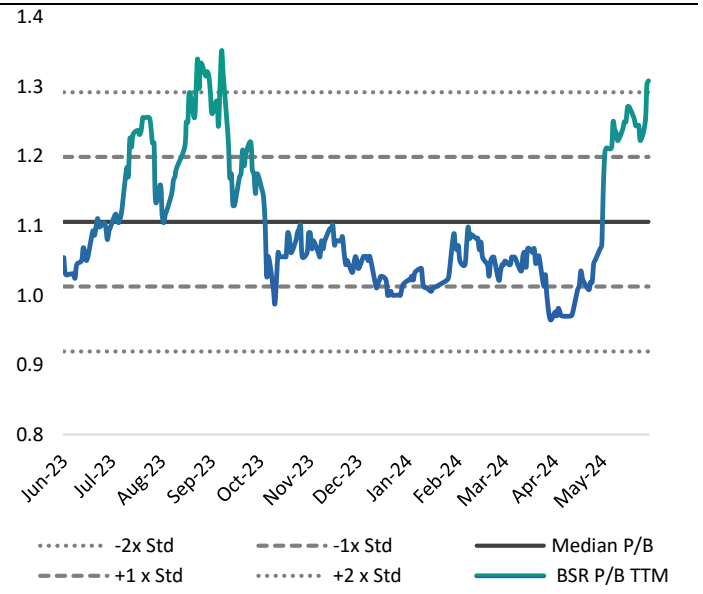
FCFF 方法	2024F	2025F	2026F	仮定	
自由キャッシュフローの割引	8,556	6,646	6,459	Rf	5%
最後価値	50,773			Beta	1.1
割引総額	72,433			Ke	16.4%
(+) 現金&短期投資額	38,121			Kd	9.0%
(-) 負債	10,970			WACC	12.7%
				g	1%
企業の総価値(10 億 VND)	110,555				
流行中株数(100 万株)	3,100				
理論株価(VND/株)	32,000				
2024 年 6 月 26 日の終値	24,100				
Upside	33%				

方法	評価(VND/株)	割合 (%)	平均価格
P/E、目標 P/E :11.5	23,650	60%	12,850
FCFF	32,000	40%	14,250
目標株価(VND/株)			27,100
2024 年 6 月 26 日の終値			23,100
Upside			17%

Stock PE



Stock PB



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>