

業界:石油・ガス

推奨

買い

## ビンソン製油石化株式会社(UpCom: BSR) ホーチミン取引所への上場のために条件を満たす

現値	22,900	レポート作成日:	09/09/2024	株主構成	
前理論価格	27,100	流行中株数(100万)	3,100	PVN	92.13%
新理論価格	27,100	時価総額(10億ドン)	72,241		
配当率	3%	直近6カ月間平均売買高	10,818,860		
上昇率	18%	外国人投資家保有率	0.68%		

### 業界分析:

Nguyễn Cẩm Tú, CFA  
(石油・ガス業)  
[tuntc@bsc.com.vn](mailto:tuntc@bsc.com.vn)

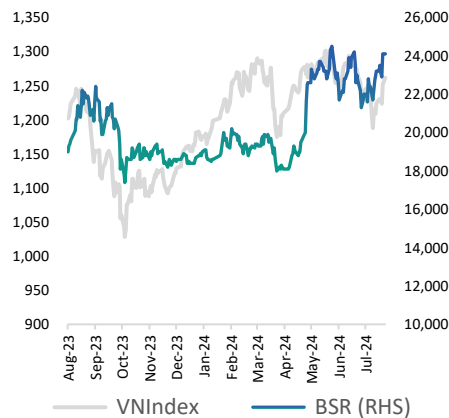
### 評価

- BSCはBSR株の2024年理論価格を2024年9月6日の終値比+18%増の2万7,100VND/株と評価し、BSRの投資評価を「ホールド」と推奨しております。

### 業績予測

- 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

- 2025年第2四半期にHOSEへの上場すると期待しております。

### 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2四半期には、BSRの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比27%減の24兆4,290億ドン、同42%減の7,690億ドンを達した。減少は(1)製品の売上総利益率が減少した、(2)工場は2024年4月及び5月の一部に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22%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	15.4	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. 2024年第2四半期業績のアップデート

### 2024年第2四半期業績のアップデート

(10億 VND)	Q2.24	Q2.23	% YoY	1H.24	1H.23	% YoY	業績のアップデート
売上高	24,429	33,669	-27%	55,118	67,735	-18%	<p>2024年第2四半期には、BSRの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比-27%減の24兆4,290億 VND、同-42%減の7,690億ドンだった。</p> <p>減収減益の原因は以下の通り。</p> <p>+ 2024年第2四半期には、BSRは2024年4月及び5月の一部にメンテナンスを実施した。</p> <p>+ 売上総利益率は減少した。</p> <p>+ 消費量は前年同期比-35%減の120万tだった。</p> <p>2024年上半期には、収入と税引前利益はそれぞれ、BSCの予測の43%と40%を達成した。</p>
売上原価	498	1,178		1,754	3,249		
売上総利益	2.0%	3.5%		3.2%	4.8%		
金融活動事業による収入	0	0		0	0		
販売費用	-125	-176	-29%	-273	-501	-46%	
管理費用	-145	-158	-8%	-256	-247	4%	
販管費用/売上高	1.1%	1.0%		1.0%	1.1%		
支払金利前税引前利益 (EBIT)	891	1,517	-41%	2,232	3,472	-36%	
金融活動事業による収入	746	715	4%	1,266	1,525	-17%	
財務費用	-138	-93	48%	-394	-732	-46%	
他の利益	5	7		28	22		
税引前利益	841	1,472	-43%	2,124	3,316	-36%	
税引後利益	769	1,326	-42%	1,917	2,947	-35%	
産量							
Diesel DO 0.05S	10,288	12,589	-18%	22,670	25,677	-12%	
RON95 ガソリン	6,447	9,313	-31%	15,881	18,437	-14%	
RON92 ガソリン	3,244	5,628	-42%	6,282	10,491	-40%	
Jet A-1	2,110	2,466	-14%	4,805	5,135	-6%	
LPG	1,150	1,724	-33%	2,756	3,874	-29%	

ソース: BSR

### 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。

### 2024年8月の時点でクラック・スプレットの動き

2024年8月20日の時点まで、いくつかの原油・ガソリン製品のクラック・スプレットの推移は以下の通り。

+ シンガポールでの Gasoil Platts の 7 月と 8 月の平均クラック・スプレットは前年同期比 39.3% 減の 15.75 ドルだった。

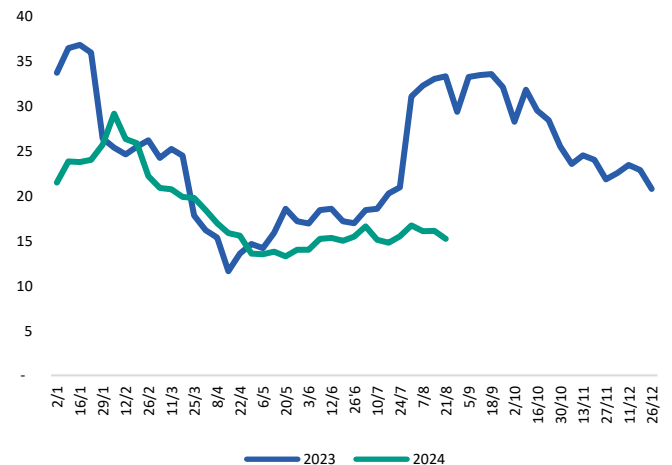
+ シンガポールでの Mogas 92 Platts の 7 月と 8 月の平均クラック・スプレットは前年同期比 45% 減の 7.46 ドルだった。

BSC はクラック・スプレットが 2024 年下半期に大幅に上昇すると予測しております。7 月と 8 月の平均クラック・スプレットの低下が BSR の 2024 年第 3 四半期業績に影響を与えるだろう。

Diesel Oil の世界的なクラック・スプレット



Diesel Oil の世界的なクラック・スプレット



## II. 業績予測

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

### 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
売上総利益	16,096	9,608	5,273	7,745
売上総利益率	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)
<b>EBIT</b>	<b>15,839</b>	<b>9,773</b>	<b>5,618</b>	<b>7,337</b>
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)
他の利益	86	32	51	59
税引前利益	15,586	9,486	5,359	7,082
税引後利益	<b>14,669</b>	<b>8,455</b>	<b>4,823</b>	<b>6,373</b>
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	<b>14,726</b>	<b>8,511</b>	<b>4,823</b>	<b>6,373</b>
EPS	<b>4,750</b>	<b>2,745</b>	<b>1,556</b>	<b>2,056</b>

### III. 評価と推奨

BSC は BSR 株の 2024 年理論価格を 2024 年 9 月 6 日の終値比+18%増の 2 万 7,100VND/株と評価し、BSR の投資評価を「ホールド」と推奨しております。

#### 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。

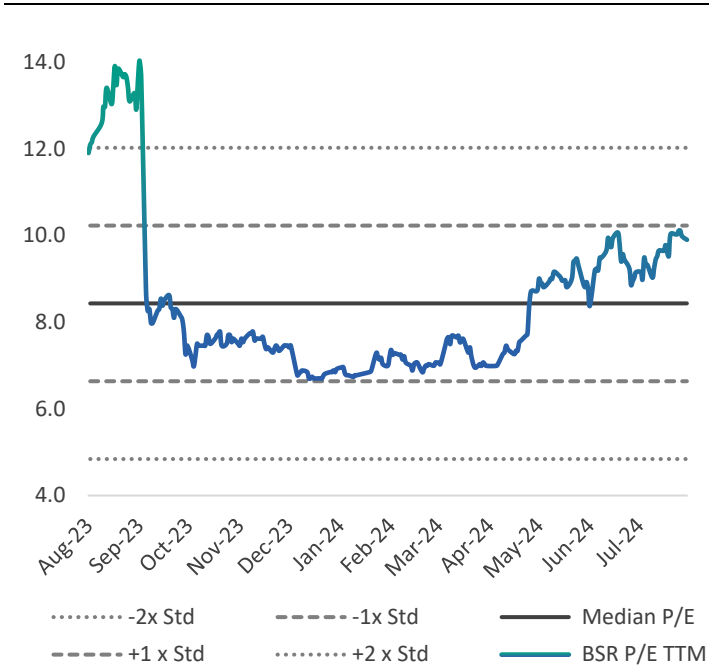
P/E 方法	2024F	2025F
EPS	1,556	2,056
目標 P/E	11.5	11.5
目標株価(VND/株)	17,900	23,650

#### FCFF 方法

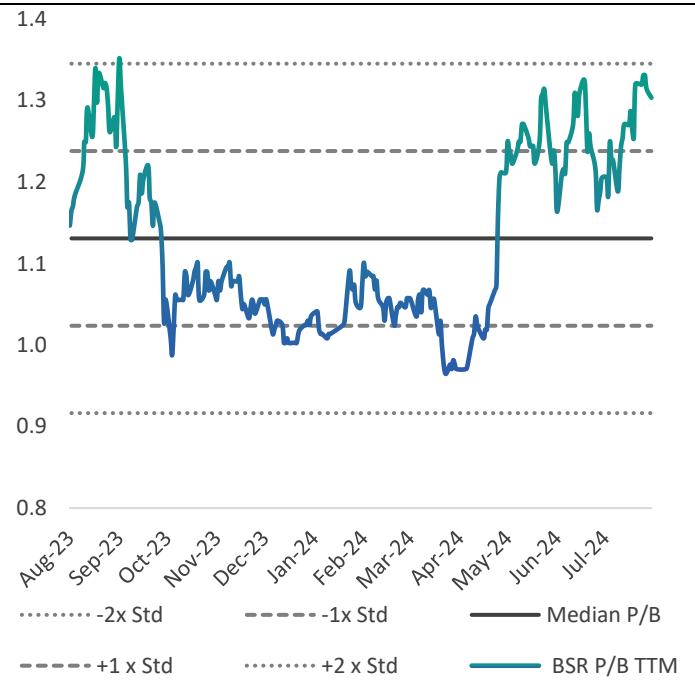
FCFF 方法	2024F	2025F	2026F	仮定	
自由キャッシュフローの割引	8,556	6,646	6,459	Rf	5%
最後価値	50,773			Beta	1.1
割引総額	72,433			Ke	16.4%
(+) 現金&短期投資額	38,121			Kd	9.0%
(-) 負債	10,970			WACC	12.7%
				g	1%
企業の総価値(10 億 VND)	110,555				
流行中株数(100 万株)	3,100				
理論株価(VND/株)	32,000				
2024 年 8 月 29 日の終値	24,100				
Upside	32%				

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 9 月 6 日の終値			22,900
Upside			18%

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>**

