

業界:石油・ガス

推奨

買い

ビンソン製油石化株式会社 (UpCom: BSR)
原油価格上昇からの期待

現値:	24,500	レポート作成日:	04/11/2021	株主構成	
理論価格	28,400	流行中株数(100万)	3,100	PVN	92.13%
配当率	- %	時価総額(10億ドン)	73,792	KIM Vietnam	0.53%
上昇率	16%	過去6ヶ月平均売買高:	15,335,484	KITMC	0.13%
		外国人投資家保有率	0.7%	Bùi Minh Tiến	0.00%

業界分析:

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

テクニク分析

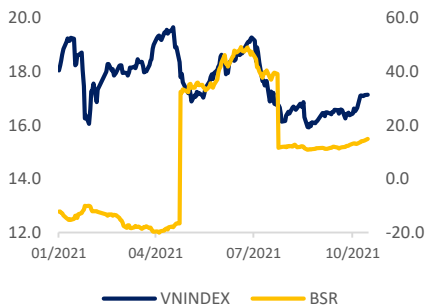
Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: N/A
損切り値: 22,200

株価の推移



P/E



評価

- BSC は PE 方法及び FCFF 方法に基づく BSR 株の理論株価を 2021 年 11 月 3 日の終値比 15.9%増の 2 万 4,500VND/株と評価し、BSR の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2021 年には、(1) ガス・石油製品の消費量が前年比+57%増の 630 万 t を達す、(2)原油価格の大きな回復のおかげで、販売価格が前年比+40%増となる、(3)金融活動事業の収入が同+24%増の 8,250 億ドンを達するという仮定に基づく、BSR の売上高を前年比+57%増の 90 兆 9,520 億ドン、税引後利益を 5 兆 1,470 億ドン、EPS FW を 1,627VND/株と予測しております。
- BSC は 2022 年には、(1)2022 年の平均原油価格が前年比 14%増の 82 ドル/バレルである、(2)石油製品の消費量が前年比+5%増の 660 万 t を達す、(3)原油輸入優遇税率が 0%で引き続き適用されるという仮定に基づく、BSR の売上高を前年比+19%増の 108 兆 3,130 億ドン、税引後利益を同 22%増の 6 兆 2,820 億ドン、EPS FW を 1,986VND/株と予測しております。

投資観点

- 原油価格が 80USD/バレルを上回るのは BSR の業績をサポートする。
- BSR は石油精製事業におけるシェアを占めている会社トップとして、稼働効率を 100%以上で維持した。
- 新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれることのおかげで、石油消費量が増加すると期待。

リスク

- 投入原材料価格が大きく変動する。
- 2024年にガソリン輸入関税率を0%に引き下げる際に、競争性が強くなる。

企業アップデート

- 2021年9ヶ月には、BSRの売上高が前年同期比+63%増の66兆5,990億ドンで年間計画の94%を達成し、税引後利益が3兆9,980億ドンで同360%を上回った。
- 2021年9ヶ月の業績が大きく成長した。原因は世界原油価格の急増がBSRの石油精製事業の利益率を向上させたことで、売上総利益率が7%だったためだ。BSRの軽油、Morgas 95ガソリン、Morgas 92ガソリンの消費量がそれぞれ、前年同期比+4%増185万t、同+11%増の133万t、同+2%増の55万1,000tを達した。

	2020	2021F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021E	2022F
PE (x)	-10.8	11.5	16.9	17.2	収入	102,824	57,959	90,953	108,313
PB (x)	1.0	1.9	3.2	2.7	売上総利益	3,973	-2,215	5,994	7,400
PS (x)	0.5	0.7	1.7	2.2	税引後利益	2,873	-2,848	5,147	6,282
ROE (%)	-9.2	16.5	15.0	16.1	EPS	898	-906	1,627	1,986
ROA (%)	-5.1	10.1	7.0	2.6	EPS 成長率	N/A	-201%	-280%	22%
EV/ EBITDA (x)	N/A	8.4	9.5	16.1	純借入/株主資本	18%	42%	28%	18%

企業業績のアップデート

2021年9ヶ月の業績アップデート

(10億ドン)	Q3/2021	Q3/2020	% yoy	9M2021	9M2020	% yoy
売上高	17,679	9,098	94%	66,588	40,825	63%
売上総利益	644	281	129%	4,558	-3,588	
売上総利益率(%)	4%	3%		7%	-9%	
販売費用	208	95	119%	557	410	36%
管理費用	84	66	28%	252	193	30%
販管費用/売上高(%)	2%	2%		1%	1%	
EBIT	352	121		3,749	-4,191	
財務収入	291	133	118%	776	494	57%
財務費用	148	94	57%	436	414	5%
税引前利益	500	164	204%	4,099	-4,090	
税引後利益	471	163	189%	3,998	-4,095	

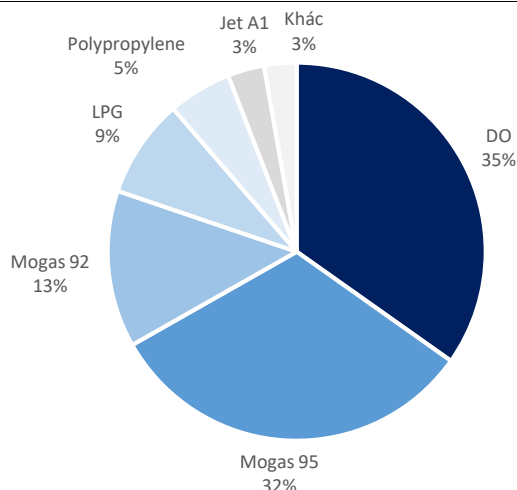
消費量(t)						
Diesel DO	496,867	546,575	-9%	1,850,018	1,781,599	4%
Mogas 95	279,841	339,085	-17%	1,331,931	1,203,505	11%
Mogas 92	139,154	223,186	-38%	551,129	541,770	2%
JetA1	8,531	56,375	-85%	160,901	178,014	-10%
LPG	115,668	56,539	105%	373,374	282,520	32%

ソース: BSR, BSC Research

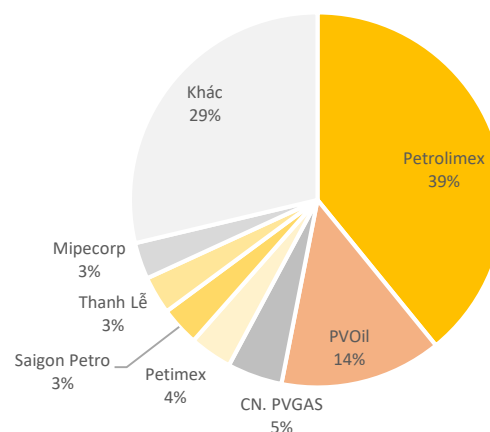
2021年第3四半期の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比+94%増の17兆6,790億ドン、同+189%増の4,710億ドンだった。2021年9ヶ月には、BSRの売上高が前年同期比+63%増の66兆5,990億ドンで年間計画の94%を達成し、税引後利益が3兆9,980億ドンで同360%を上回った。

2021年第3四半期には、新型コロナウイルス感染症の流行により、消費量が前四半期比-40%減の111万t、在庫量が前四半期末比ほぼ70%増となった。2021年9ヶ月には、BSRの軽油、Morgas 95 ガソリン、Morgas 92 ガソリンの消費量がそれぞれ、前年同期比+4%増185万t、同+11%増の133万t、同+2%増の55万1,000tを達した。

製品別収入構成



顧客別収入構成



ソース: BSR, BSC Research

2021年業績見通し

原油価格の上昇はBSRの業績をサポートする。

原油価格は2021年初から大きく回復し、第3四半期に80USD/バレル近く上昇した。新型コロナウイルス感染症のワクチン接種が早速促進されていることのおかげで、拡大している感染症に適応することが安易になって、エネルギー需要が増加するだろう。2021年第3四半期末には、ブレン

ト原油が年初比 42%増の 80USD/バレルとなった。世界原油需要が供給源を上回っていることで、原油価格が 2021 年末に 100USD/バレルとなる可能性があると予測される。

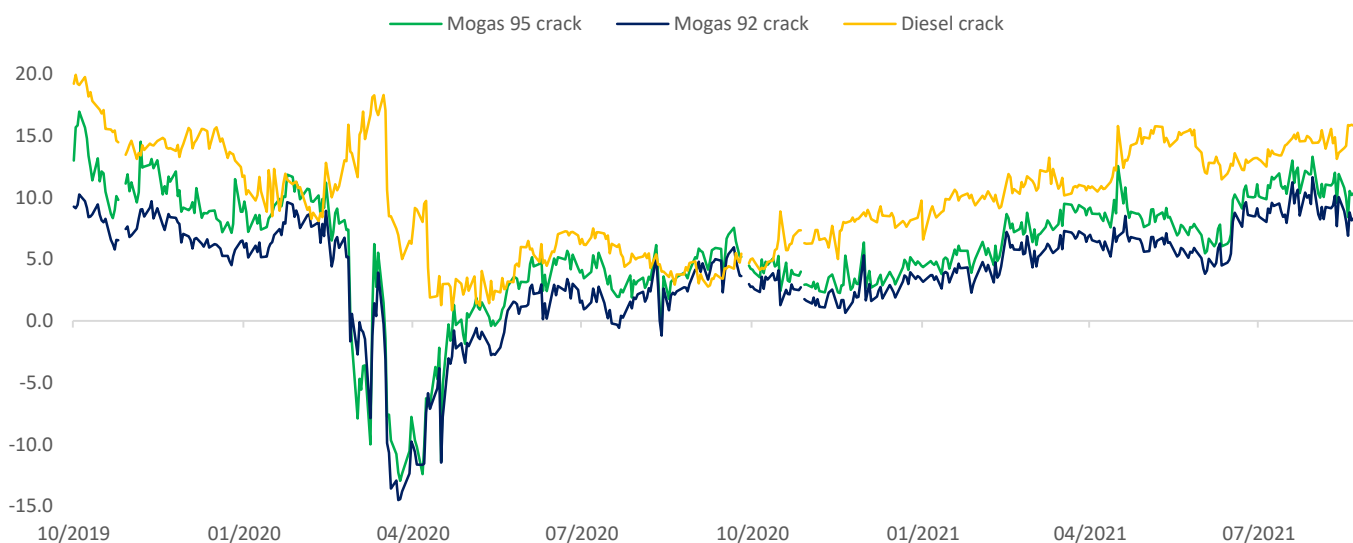
世界原油価格が 80USD/バレル近く上昇した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

2021 年初から、原油価格の上昇は BSR の石油・ガス製品の販売価格を増加させたことで、利益率が回復した。BSC は原油価格が高い水準で引き続き維持することで、BSR の利益率が改善されると期待しております。

クラック・スプレッドの推移(Crack spread)



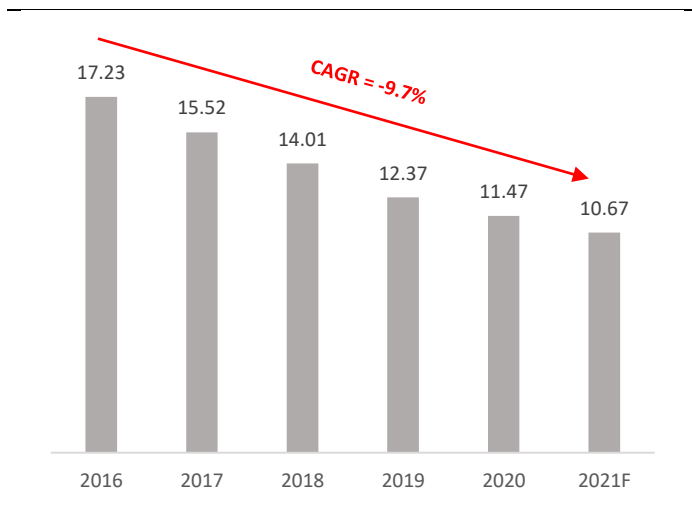
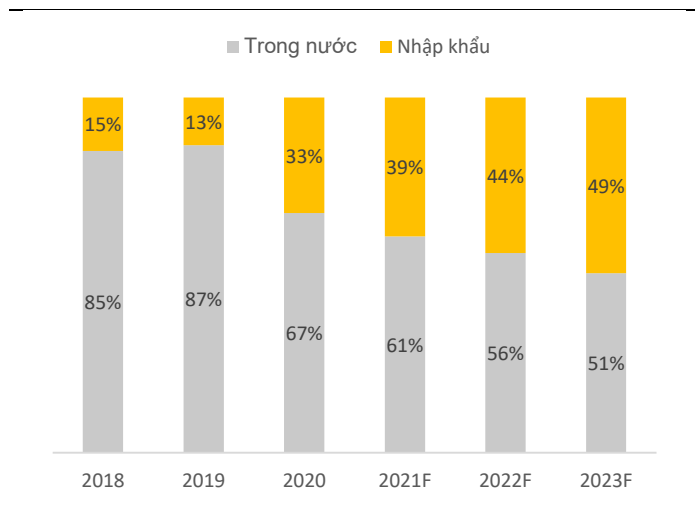
ソース: Bloomberg, BSC Research

BSR の投入原材料量が輸入源に依存する傾向がある。2020 年には、BSR は原油の 645 万 t を購入した。そのうち、国内油田 (Bach Ho、Te Giac Trang、Su Tu Den、Ruby、Chim Sao、Rang Dong)

からの原油量が 435 万 t で、67%を占め、原油輸入量 (Azeri、WTI Midland、Bonny Light と Sokol) が 210 万 t で、33%を占めた。BSC は(1)原油輸入関税率を 5%から 0%に引き下げる、(2)国内原油量が年々減少しているという要素を基づく、BSR の原油輸入率が 2021 年から徐々に増加すると予測しております。

BSR の投入原油率

原油生産量が平均年間 10%減となった。



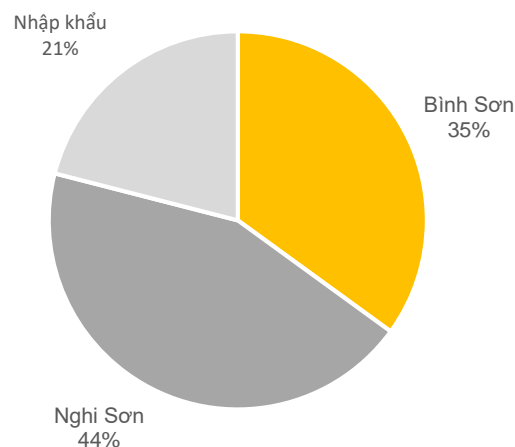
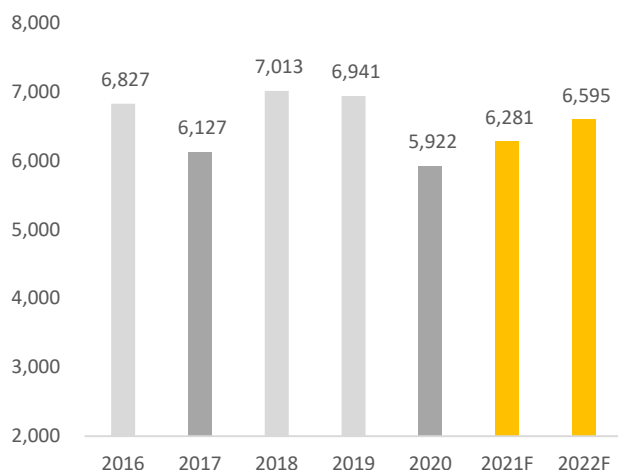
ソース: 商工省、BSC Research

2021 年～2022 年期間には、BSR の稼働効率が 100%を上回る見込みです。

BSR の工場が 3 年に一度定期メンテナンスを実施される。メンテナンス期間が 50 日間ぐらいである。2020 年には、BSR が定期メンテナンスを実施したことにより、生産量が財政政策に比べて 10% 減となった。そのために、BSC は 2021 年～2022 年期間には、工場がメンテナンスを実施しないことで、生産能力の 100%以上で稼働すると期待しております。

BSRの生産量が2021年～2022年間に安定的な水準で維持する見込みです。

BSR及びNSRPが国内シェアを占領している。



ソース: BSR, BSC Research

BSRは生産能力を向上させる為に、Dung Quat 石油精製工場を拡大する予定です。現在、国内での石油製品供給が需要の80%を満たし、残り分が輸入量だった。そのうち、Nghi Son 石油精製工場(NSRP)が国内需要の40～45%を満たし、BSRが生産能力の100%以上稼働しているが、需要の35%のみを満たしている。そのために、既存工場を拡大するのはBSRの生産能力を向上させ、輸入しなければならぬ石油需要を満たすだろう。しかし、現在までBSRは案件向け投資金(約18億2,000万ドル)をまだ調達しない。BSCは具体的な情報を受けたら、BSRの資金公募進捗及び工場拡大進捗をアップデートする。

BSRの生産能力

製品	単位	現在能力	拡大能力
RON 92/95	バレル/日	65,900	76,100
Diesel	バレル/日	53,200	68,500
Kerosen/JetA1	バレル/日	15,800	668
FO	バレル/日	7,000	7,100
LPG	トン/日	1,018	1,006
Polypropylene	トン/日	462	479
原油消費量	千バレル/年	148,000	192,000

ソース: BSRの年次報告書、BSC Research

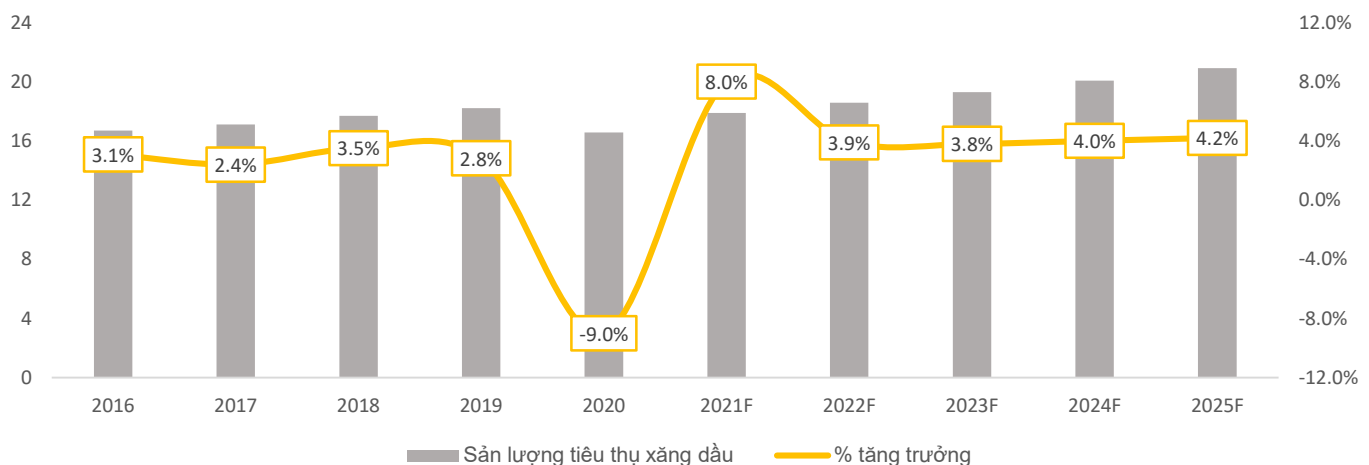
新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれることのおかげで、石油消費量が増加すると期待。

新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれることのおかげで、国内で石油製品需要が回復する。現在、石油製品の国内生産量が需要の80%を満たし、残り分が輸入量だった。そのために、

新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれるのは石油製品の国内需要を改善し、BSRの消費プロセスをサポートするだろう。BSRはオクタン価(RON)92の無鉛ガソリン(A92)、オクタン価(RON)95の無鉛ガソリン(A95)及び軽油の生産量を最大化し、航空機用ガソリンを削減する為に、工場の稼働制度を柔軟に調整している。

国内で石油製品消費量が2021年に前年比+8%増、2022年~2025年期間には+4%増/年で維持すると予測される。2020年には、新型コロナウイルス感染症の流行により、社会隔離措置及び運送制限政策を適用されたことで、国内で石油製品消費量が前年比-9%減となった。しかし、近い将来に新型コロナウイルス感染症の流行を有効的に封じ込まれると共に、ワクチン接種を加速させるのは石油製品の国内需要の回復をサポートするだろう。BSRは2021年には国内で石油製品消費量が前年比+8%増、2022年~2025年期間にはこの消費量が+4%増/年で維持すると予測しております。

2021年及び2022年~2025年期間における石油製品消費量がそれぞれ、前年比+8%増、+4%増/年だと予測される。



ソース: 商工省、BSC Research

業績アップデート

2021年には、BSRはBSRの売上高を前年比57%増の90兆9,530億ドン、税引後利益を5兆1,470億ドン、EPS FWを1,627VND/株と予測しております。この予測は以下の通りです。

- 2021年の平均原油価格が前年比69%増の72ドル/バレルとなる。
- 石油製品の消費量が前年比+6%増の630万tを達する。
- 原油価格の大きな値上がりのおかげで、販売価格が同40%増となる。
- 金融活動事業の収入は前年比24%増の8,250億ドンを達した。

BSRは2022年には、(1)2022年の平均原油価格が前年比14%増の82ドル/バレルである、(2)石油製品の消費量が前年比+5%増の660万tを達す、(3)原油輸入優遇税率が0%で引き

続き適用されるという仮定を基づく、BSRの売上高を前年比+19%増の108兆3,130億ドン、税引後利益を同22%増の6兆2,820億ドン、EPS FWを1,986VND/株と予測しております。

BSRの業績予測

単位: 10億ドン	2019	2020	2021E	2022F
売上高	102,824	57,959	90,953	108,313
売上総利益	3,973	-2,215	5,994	7,400
売上総利益率	3.9%	-3.8%	6.6%	6.8%
販売費用	-714	-552	-643	-734
管理費用	-389	-268	-351	-400
EBIT	3,414	-2,516	5,817	7,029
財務収入	537	666	825	758
財務費用	-416	-499	-409	-414
他の収入	65	25	60	74
税引前利益	3,054	-2,842	5,476	6,683
税引後利益	2,873	-2,848	5,147	6,282
税引後利益率	2.8%	-4.9%	5.7%	5.8%
EPS	898	-906	1,627	1,986

ソース: BSR, BSC Research

評価・推奨

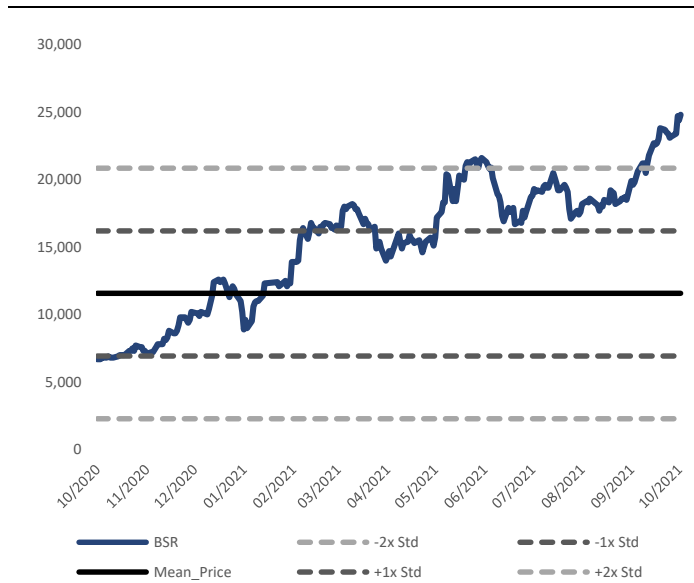
BSCはPE方法及びFCFF方法を基づくBSR株の理論株価を2021年11月3日の終値比15.9%増の2万8,400VND/株と評価し、BSRの投資評価を「買い」と推奨しております。BSCは(1)原油価格上昇のおかげで、BSRのクラック・スプレッドが高い水準で維持し、(2)新型コロナウイルス感染症の流行の後、石油製品需要が回復し、(3)原油の輸入優遇税率が将来に費用を節約することから基づく、BSRの前向きな見通しを期待しております。

評価方法	価格	比率	平均価格
P/E	27,800	50%	13,900
FCFF	29,000	50%	14,500
目標株価			28,400
現株価			24,500
Upside			15.9%

ソース: BSC Research

Stock Price

Stock PB



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021E	2022F	キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021E	2022F
売上高	102,824	57,959	90,953	108,313	税引後利益	3,054	-2,842	5,476	6,683
売上原価	-98,851	-60,174	-84,958	-100,913	原価償却及び割当て	2,670	2,552	2,562	2,586
売上総利益	3,973	-2,215	5,994	7,400	流動資本変更	-371	764	-3,541	-4,616
販売費用	-714	-552	-643	-734	他の修正	-416	-225	-420	-385
企業管理費用	-389	-268	-351	-400	営業活動からキャッシュフロー	4,937	248	4,077	4,268
営業利益/損失	2,869	-3,035	5,000	6,266	固定資産購入額	-269	-99	-381	-397
金融活動収益	537	666	825	758	他の投資額	326	-478	-19	369
金融活動費用	-416	-499	-409	-414	投資活動からキャッシュフロー	57	-576	-400	-29
借入費用	-360	-326	-341	-345	配当金	-508	-2	0	0
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0	借入から金額	-1,895	6,693	-2,690	-2,745
他の収益	65	25	60	74	他の未収金	0	0	0	0
税引前利益	3,054	-2,842	5,476	6,683	金融活動からキャッシュフロー	-2,403	4,770	-2,690	-2,745
法人税額	-181	-6	-329	-401	初期キャッシュフロー	5,762	8,352	12,793	13,779
税引後利益	2,873	-2,848	5,147	6,282	中期キャッシュフロー	2,591	4,442	987	1,494
少数株主持分	-41	-39	-51	-63	最後期キャッシュフロー	8,352	12,793	13,779	15,274
少数株主利益等控除利益	2,914	-2,809	5,096	6,220					
EBITDA	6,084	35	8,379	9,614					
EPS	898	-906	1,627	1,986					

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021E	2022F	指数(%)	2019	2020	2021E	2022F
現金及び現金相当	8,352	12,793	13,779	15,274	支払能力				
短期投資	4	958	1,385	1,385	流動比率	1.38	1.21	1.57	1.99
短期未収金	9,972	7,851	9,126	11,016	当座比率	0.94	0.87	1.08	1.27
棚卸資産	8,515	8,399	11,140	15,668	資本構成				
その他流動資産	52	46	33	45	負債比率/総資産	36%	44%	38%	34%
流動資産	26,896	30,047	35,464	43,388	負債比率/株主資本	57%	80%	63%	51%
有形資産	47,318	47,380	47,562	47,778	稼働能力				
原価償却	-22,819	-25,287	-27,773	-30,281	棚卸資産回転期間	32.76	51.30	46.64	46.17
建設中非流動資産	1,026	1,101	1,661	2,221	売掛金回収期間	32.83	54.76	33.19	33.19
長期投資	10	10	10	10	買掛金回収期間	24.30	42.64	29.41	28.01
他の非流動資産	271	1,855	1,155	455	現金回転率	41.28	63.41	50.41	51.35
非流動資産	26,688	25,875	23,354	20,864	利益性				
総資産	53,584	55,923	58,817	64,252	売上総利益率	4%	-4%	7%	7%
買掛金	7,068	6,966	7,167	9,016	税引後利益率	3%	-5%	6%	6%
短期借入	1,106	9,969	8,186	6,499	ROE	8%	-9%	14%	15%
他の短期借入	4,742	3,490	3,726	3,732	ROA	5%	-5%	9%	10%
短期借入総額	12,916	20,424	19,079	19,246	評価				
長期借入	5,192	3,022	2,115	1,058	PE	8.73	-10.85	14.44	11.83
他の長期借入	1,422	1,401	1,430	1,472	PB	0.75	0.99	2.03	1.72
長期借入	6,614	4,423	3,545	2,530	成長率				
負債総額	19,530	24,847	22,624	21,776	売上高	-8%	-44%	57%	19%
出資金	31,005	31,005	31,005	31,005	EBIT	-20%	-174%	-331%	21%
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0	税引前利益	-19%	-193%	-293%	22%
未処分利益	2,975	38	5,186	11,468	EPS	N/A	N/A	N/A	22%
他の株主資本	3	3	3	3					
少数株主持分	71	29	0	0					
株主資本総額	34,054	31,075	36,193	42,476					
総資本	53,584	55,923	58,817	64,252					
流行中株数	3,100	3,100	3,100	3,100					

ソース: BSR, 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>

