

業界:石油・ガス業

推奨

買い

ビンソン製油石化株式会社(UpCom: BSR) 明るい見通し

現値:	27,100	レポート作成日:	02/06/2022	株主構成	
理論価格	34,400	流行中株数(100万)	3,100	PVN	92.13%
配当率	1%	時価総額(10億ドン)	76,892	KIM Vietnam	0.53%
上昇率	27%	過去6ヶ月平均売買高:	9,220,345	KITMC	0.13%
		外国人投資家保有率	0.7%	Bùi Minh Tiến	0.00%

業界分析:

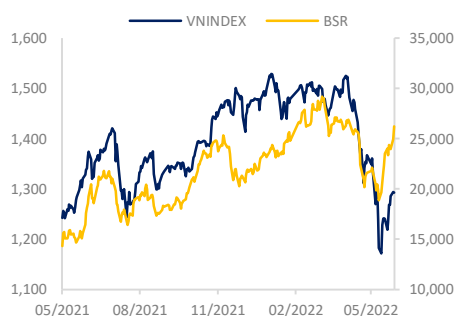
Dương Quang Minh
(石油・ガス業)
minhdq@bsc.com.vn

テクニク分析:

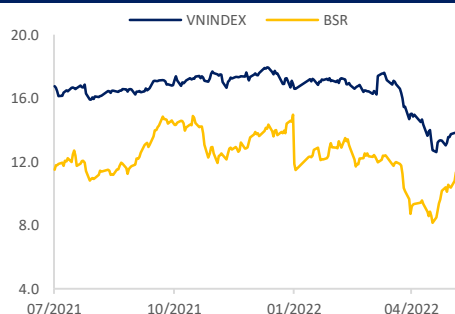
Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 33,600
損切り値: 23,800

株価の推移



P/E và VN index



評価

BSC は PE 方法及び FCFF 方法に基づく BSR 株の理論株価を 2022 年 6 月 1 日の終値比 27%増の 3 万 4,400VND/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ということから基づく、BSR の前向きな見通しを期待しております。

業績予測

- BSC は 2022 年には、(1)2022 年の原油平均価格が前年比 37%増の 100 ドル/バレルである、(2)製品消費量が前年比 7%増の 690 万tである、(3)販売価格が前年比 30%増となるという仮定を基づく、BSR の売上高を前年比 34%増の 135 兆 2,790 億ドン、同 51%増の 10 兆 710 億ドン、EPSfw を 3,126VND/株と予想しております。
- 販売価格が前年比 40%増加して、BSR が 1 兆 9,000 億ドンの引当金を戻し入れる場合、BSC は 2022 年にの売上高を前年比 43%増の 144 兆 9,950 億ドン、同 80%増の 11 兆 9,810 億ドン、EPSfw を 3,825VND/株と予想しております。

投資観点

- 原油価格及び売上原価と販売価格の差額が急増したのは BSR の利益を支援する。
- 稼働率 100%以上の石油精製業界トップシェア。
- 新型コロナウイルス感染症が封じ込まれていることのおかげで、石油消費の見通しは明るい。

リスク

- 投入原油価格は大きく変動する。
- ガソリン輸入税率が 0%に低下すると、競争性が高まるだろう。

企業アップデート

- 2022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65%増の34兆7,830億ドン年間計画の38%を達成し、2兆3,120億ドン年間計画の179%を達成した。
- 2022年第1四半期には、好調な業績は原油価格が前年同期比39%増加したということのためだ。BSRの生産総量は前年同期比3%増の160万tだった。

	2020	2021	2022F	VN-Index
PE (x)	-10.9	10.7	8.4	12.7
PB (x)	1.0	1.9	1.8	2.0
PS (x)	0.5	0.7	0.6	3.5
ROE (%)	-9.2	17.8	21.1	14.7
ROA (%)	-5.1	10.0	12.8	6.6
EV/ EBITDA (x)	N/A	6.8	6.0	N/A

	2019	2020	2021	2022F
収入	102,824	57,959	101,079	135,279
売上総利益	3,973	-2,215	7,733	11,541
税引後利益	2,873	-2,848	6,673	10,071
EPS	898	-906	2,162	3,216
EPS 成長率	-19%	-199%	N/A	49%
純借入/株主資本	18%	42%	29%	27%

企業アップデート

2022年第1四半期業績のアップデート

(10億ドン)	Q1/2022	Q1/2021	% YoY
売上高	34,783	21,049	65%
売上総利益	2,612	2,040	28%
売上総利益率(%)	7.5%	9.7%	
販売費用	249	194	28%
管理費用	88	67	30%
販管費用/収入(%)	1.0%	1.2%	
EBIT	2,275	1,779	28%
財務収入	356	200	78%
財務費用	189	132	43%
税引前利益	2,463	1,849	33%
税引後利益	2,312	1,848	25%
消費量(t)			
Diesel DO	595,741	625,634	-5%
Mogas 95	460,937	480,173	-4%
Mogas 92	244,991	150,872	62%
JetA1	70,253	80,358	-13%
LPG	134,774	128,325	5%

ソース: BSR, BSC Research

2022年第1四半期には、BSRの収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比65%増の34兆7,830億ドン、同25%増の2兆3,120億ドンを達した。増収増益は(1)原油価格が前年同期比39%急増した、(2)製品販売価格が前年同期比上昇したということから由来した。また、金融活動事業による利益も前年同期比46%増の1,000億ドンを達した。

BSRの消費量は前年同期比3%増の160万tだった。

2022年には、BSRは生産量と消費量を前年比1%増の650万t、総収入を前年比3%減の91兆9,780億ドン、税引後利益を同81%減の1兆2,950億ドンと計画を設定した。そのために、2022年第1四半期には、BSRは収入の年間計画38%を達成し、税引後利益の年間計画の79%を上回った。

BSRは2022年第1四半期末時点で在庫に対して2兆VNDの貸倒引当金を繰り入れた。

2022年経営活動見通し

原油価格は2022年初から大きく上昇し、100ドルあたり1バレルで維持している。石油需要は新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれていることのおかげで、プラスに回復しているために、生産と輸送活動が戻している。そのうち、OPEC プラスが増産に慎重であることやロシアとウクライナのための政治的な緊張は短期的に供給不足を引き起こしていることから、原油供給が低い水準で留まっているだろう。年初時点に比べて、ブレント原油価格は41%上昇し、5月に100ドル/バレルで維持している。

世界的な原油価格は100ドル/バレル以上維持している。

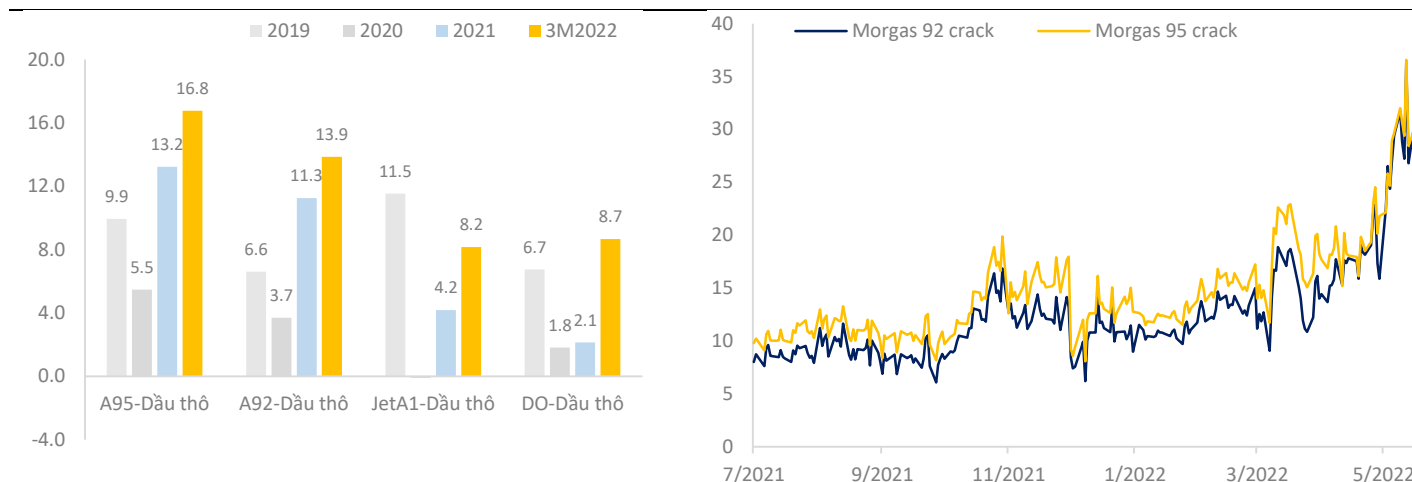


ソース: Bloomberg, BSC Research

BSR の利益率は売上原価と販売価格の差額が増加している傾向のおかげで、改善されると予測しております。ブルームバーグのデータによると、石油精製製品と原油の価格差（クラックスプレッド）は2022年上半期に急増する傾向があり、20米ドル/バレルを超えた（2021年の平均水準が以上10米ドル/バレル）。BSRでは、2022年第1四半期には、重要な製品の価格差はプラスな成長を記録し、パンデミック前の水準を上回った。BSCはA95ガソリンと原価の2022年平均価格差が前年比44%増の19.1ドル/バレルであり、A92ガソリンと原価の2022年平均価格差が前年比38%増の15.7ドル/バレルであり、ディーゼル油と原価の2022年平均価格差が前年比356%増の9.6ドル/バレルであると推定しております。そのために、BSCは販売価格が投入価格よりも速く上昇するため、BSRの売上総利益率が0.8~1.5%ポイント上昇する可能性があるかと予想しております。

BSRの製品価格と原油の平均価格差

価格差は2022年上半期に増加する傾向がある。

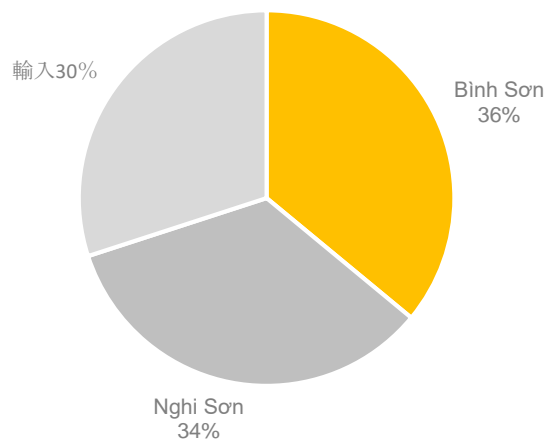
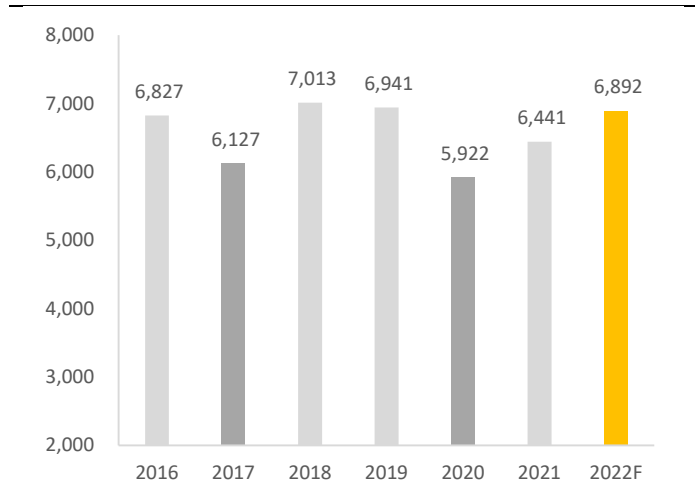


ソース: BSR, Bloomberg

BSR の稼働効率は 2022 年に 100% を引き続き超えると予測されています。現在、国内で生産されている完成品ガソリン・原油は需要の 80% を満たし、残り 20% は輸入製品である。そのために、BSR の石油精製工場は生産能力の 100% でよく稼働している。また、BSR も 2022 年に石油精製工場のメンテナンスを実施するために、稼働を停止する予定がまだない。そのために、BSC は工場が 2022 年に安定的に稼働し、稼働効率が 100% 以上維持すると期待しております。

BSR の 2022 年生産量は 100% 以上の稼働効率で安定的に維持すると予想されています。

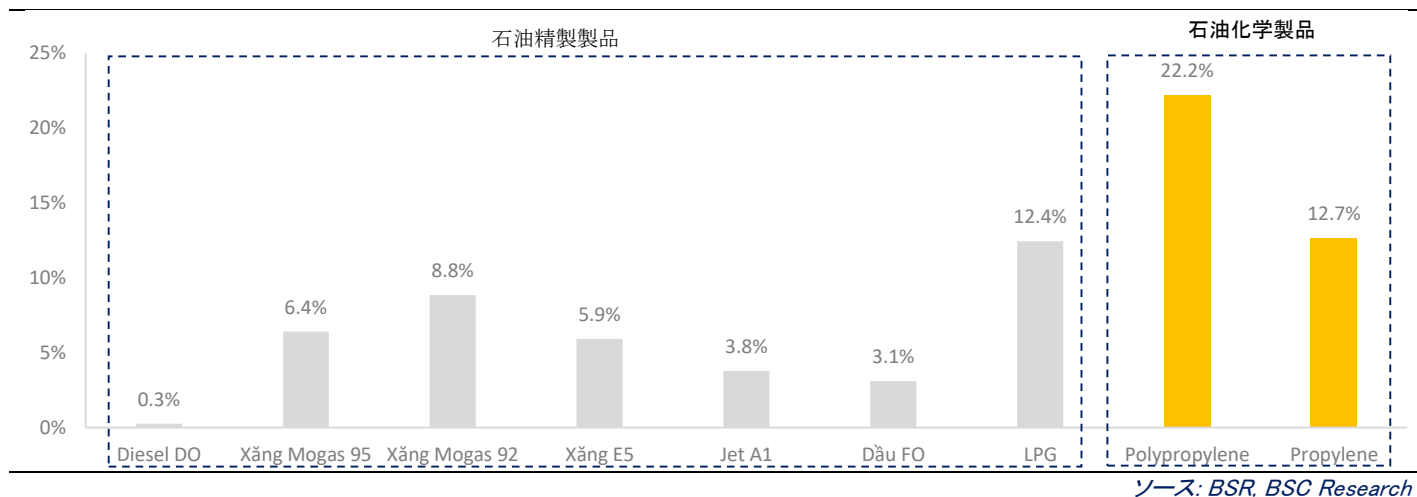
2021 年の国内ガソリン・原油提供市場シェア



ソース: BSR, BSC Research

BSR は徐々に石油化学製品にシフトしている。

BSR の製品別売上総利益率



業績予測

BSCは2つの法案を基づく、BSRの2022年業績を予想しております。

法案1: BSRが1兆9,000億ドンの引当金を戻し入れない

BSCは2022年には、以下の仮定を基づくBSRの収入を前年比34%増の135兆2,790億ドン、税引後利益を同51%増の10兆710億ドン、EPSを3,216VND/株と予想しております。

- 2022年平均原油価格は前年比37%増の100ドル/バレルである。
- 石油・ガス製品消費量は前年比7%増の690万tである。
- 工場の稼働率は設計上の生産能力の106%を達します。
- 平均消費販売価格は前年比30%増となる。

BSRの業績予測(法案1)

単位: 10億ドン	2019	2020	2021	2022F
売上高	102,824	57,959	101,079	135,279
売上総利益	3,973	-2,215	7,733	11,541
売上総利益率	3.9%	-3.8%	7.7%	8.5%
販売費用	-714	-552	-781	-955
管理費用	-389	-268	-406	-509
EBIT	3,414	-2,516	7,384	11,255
財務収入	537	666	1,017	1,335
財務費用	-416	-499	-619	-758
他の収入	65	25	34	60
税引前利益	3,054	-2,842	6,977	10,714
税引後利益	2,873	-2,848	6,673	10,071
税引後利益率	2.8%	-4.9%	6.6%	7.4%
EPS	898	-906	2,162	3,216

ソース: BSR, BSC Research

法案2: BSRが1兆9,000億ドンの引当金を戻し入れる。

BSCは2022年には、法案1の仮定を基づくBSRの収入を前年比43%増の144兆9,950億ドン、税引後利益を同80%増の11兆9,810億ドン、EPSを3,825VND/株と予想しております。

BSRの業績予測(法案2)

単位: 10億ドン	2019	2020	2021	2022F
売上高	102,824	57,959	101,079	144,995
売上総利益	3,973	-2,215	7,733	13,627
売上総利益率	3.9%	-3.8%	7.7%	9.4%

販売費用	-714	-552	-781	-980
管理費用	-389	-268	-406	-538
EBIT	3,414	-2,516	7,384	13,287
財務収入	537	666	1,017	1,335
財務費用	-416	-499	-619	-758
他の収入	65	25	34	60
税引前利益	3,054	-2,842	6,977	12,745
税引後利益	2,873	-2,848	6,673	11,981
税引後利益	2.8%	-4.9%	6.6%	8.3%
EPS	898	-906	2,162	3,825

ソース: BSR, BSC Research

評価・推奨

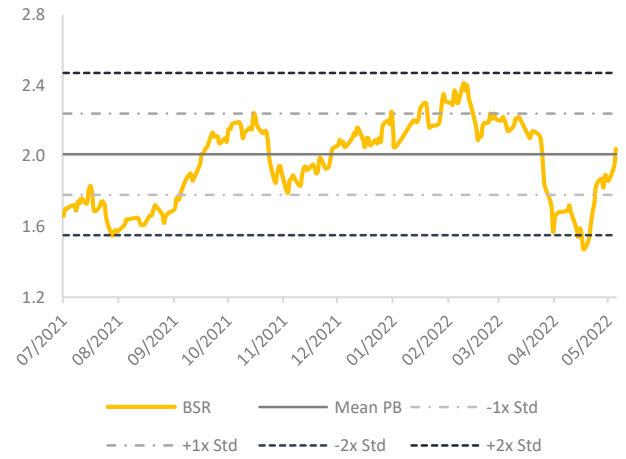
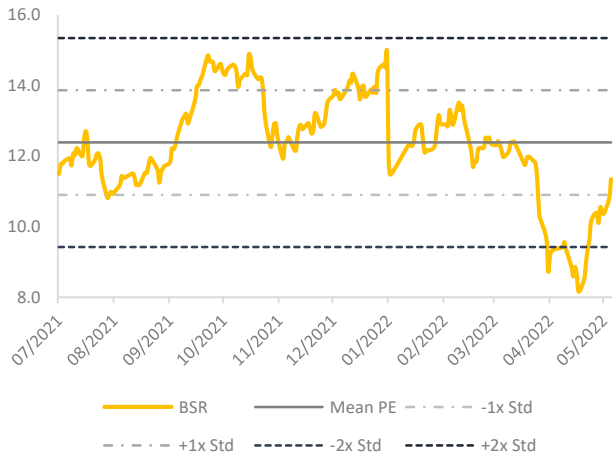
BSC は PE 方法及び FCFF 方法に基づく BSR 株の理論株価を 2022 年 6 月 1 日の終値比 27%増の 3 万 4,400VND/株と評価し、BSR の投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は(1)原油価格上昇のおかげで、BSR のクラック・スプレッドが高い水準で維持し、(2)新型コロナウイルス感染症の流行の後、石油製品需要が回復し、(3)原油の輸入優遇税率が将来に費用を節約するということから基づく、BSR の前向きな見通しを期待しております。

評価方法	比率	シナリオ 1 (基本的)		シナリオ 2 (プラス)	
		株価	平均価格	株価	平均価格
P/E	50%	32,300	16,150	38,100	19,050
FCFF	50%	36,500	18,250	39,900	19,950
目標株価			34,400		39,000
現株価			27,100		
Upside			26.9%		43.9%

ソース: BSC Research

Stock PE

Stock PB



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F
売上高	102,824	57,959	101,079	135,279
売上原価	-98,851	-60,174	-93,347	-123,737
売上総利益	3,973	-2,215	7,733	11,541
販売費用	-714	-552	-781	-955
企業管理費用				
	-389	-268	-406	-509
営業利益/損失	2,869	-3,035	6,546	10,077
金融活動収益	537	666	1,017	1,335
金融活動費用	-416	-499	-619	-758
借入費用				
	-360	-326	-407	-541
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0
他の収益	65	25	34	60
税引前利益	3,054	-2,842	6,977	10,714
法人税額	-181	-6	-304	-643
税引後利益	2,873	-2,848	6,673	10,071
少数株主持分	-41	-39	-31	-101
少数株主利益等控除利益	2,914	-2,809	6,705	9,970
EBITDA	6,084	35	9,693	13,823
EPS	898	-906	2,162	3,216

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F
現金及び現金相当	8,352	12,793	16,346	22,289
短期投資	4	958	4,190	4,190
短期未収金	9,972	7,851	13,645	17,391
棚卸資産	8,515	8,399	10,317	11,598
その他流動資産	52	46	51	3,376
流動資産	26,896	30,047	44,548	58,843
有形資産	47,318	47,380	47,447	47,607
原価償却	-22,819	-25,287	-27,528	-29,776
建設中非流動資産	1,026	1,101	1,205	1,765
長期投資	10	10	10	10
他の非流動資産	271	1,855	352	-348
非流動資産	26,688	25,875	22,237	19,939
総資産	53,584	55,923	66,785	78,781
買掛金	7,068	6,966	9,450	9,737
短期借入	1,106	9,969	9,829	12,626
他の短期借入	4,742	3,490	7,661	7,410
短期借入総額	12,916	20,424	26,941	29,773
長期借入	5,192	3,022	943	0
他の長期借入	1,422	1,401	1,349	1,379
長期借入	6,614	4,423	2,291	1,379
負債総額	19,530	24,847	29,232	31,152
出資金	31,005	31,005	31,005	31,005
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0
未処分利益	2,975	38	6,551	16,622
他の株主資本	3	3	3	3
少数株主持分	71	29	-5	0
株主資本総額	34,054	31,075	37,553	47,630
総資本	53,584	55,923	66,785	78,781
流行中株数	3,100	3,100	3,100	3,100

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F
税引後利益	3,054	-2,842	6,977	10,714
原価償却及び割当て	2,670	2,552	2,309	2,568
流動資本変更	-371	764	-236	-5,473
他の修正	-416	-225	-580	-121
営業活動からキャッシュフロー	4,937	248	8,471	7,688
固定資産購入額	-269	-99	-62	-369
他の投資額	326	-478	-2,715	479
投資活動からキャッシュフロー	57	-576	-2,778	110
配当金	-508	-2	-2	0
借入から金額	-1,895	4,772	-2,138	-1,854
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	-2,403	4,770	-2,140	-1,854
初期キャッシュフロー	5,762	8,352	12,793	16,346
中期キャッシュフロー	2,591	4,442	3,553	5,943
最終期キャッシュフロー	8,352	12,793	16,346	22,289

指数(%)	2019	2020	2021	2022F
支払能力				
流動比率		1.21	1.52	1.89
当座比率		0.87	1.17	1.52
資本構成				
負債比率/総資産	36%	44%	44%	40%
負債比率/株主資本	57%	80%	78%	65%
稼働能力				
棚卸資産回転期間		51.30	46.64	46.17
売掛金回収期間		54.76	33.19	33.19
買掛金回収期間		42.64	29.41	28.01
現金回転率		63.41	50.41	51.35
利益性				
売上総利益率		-4%	8%	9%
税引後利益率		-5%	7%	7%
ROE		-9%	18%	21%
ROA		-5%	10%	13%
評価				
PE	8.73	-10.85	10.87	8.43
PB	0.75	0.99	1.95	1.76
成長率				
売上高		-44%	74%	34%
EBIT		-174%	393%	52%
税引前利益		-193%	345%	54%
EPS		N/A	N/A	49%

ソース: BSR, BSC Research

テクニク分析

目標価格: 33.6

損切り値: 23.8

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 上昇
- MACD 指標: プラス分岐、シグナル線を上回っている
- RSI 指標: 買われ過ぎゾーン

評価:

BSR は本日の取引日に逆ハンマー キャンドルを形成した時に、短期的な上昇傾向を形成しています。売買高は株価の上昇と共に 20 日の平均水準を上回っている。MACD 指標と RSI 指標は反転シグナルを示している。株価線が MA20 と MA50 を上回ったのは上昇傾向を示している。直近の数日には大きく上昇したのは BSR が短期的なピークを作成していると示した。

推奨:

投資家は BSR 株を株価お 25.5 で購入することができます。利益確定売値は 33.6 であり、損切り値は 23.8 である。



ソース: 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>

