

CÔNG TY CỔ PHẦN LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (UPCOM: BSR)
12/2020
ĐÁNH GIÁ

Giá mục tiêu mới	10,800
Giá mục tiêu cũ	8,200
Giá hiện tại	8,700
Upside	15%

KHẢ QUAN
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH HỒI PHỤC

Biên lợi nhuận bắt đầu hồi phục trong quý 3/2020 cùng chiều với biến động giá dầu. Lợi nhuận trước thuế quý 3.2002 đạt gần 160 tỷ đồng trong khi quý 2 lỗ 1,910 tỷ đồng. Tuy nhiên, doanh thu quý III của BSR ghi nhận 9.098 tỷ đồng, giảm 60% so với cùng kỳ năm ngoái là 23,012 tỷ đồng do BSR bảo dưỡng tổng thể trong tháng 8 và tháng 9, hầu như hoạt động kinh doanh bị dừng lại.

Cracking trong quý 3 của các sản phẩm xăng dầu 92 và 95, DO 0.05%S đã trở về mức dương giúp cải thiện kết quả kinh doanh của BSR, không còn bị lỗ như trong quý 2: Cracking margin của các sản phẩm như Jet A1, Mogas 92, 95 và DO 0.05%S đều âm trong giai đoạn tháng 3-tháng 5 là nguyên nhân chính BSR bị lỗ trong nửa đầu năm, trong quý 3 đã dần có sự hồi phục.

Dữ liệu giao dịch

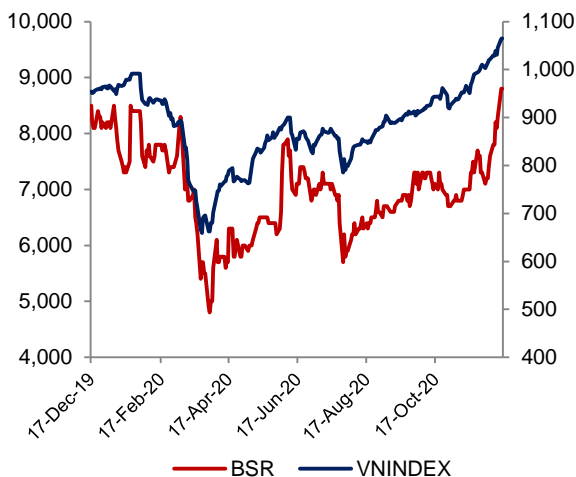
Sàn giao dịch	UPCOM
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	10.200/5.400
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	27.284
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	3.100,49
KLGD BQ 52 tuần (cổ phiếu)	3.248.546
Sở hữu trong nước (%)	100%
Sở hữu nước ngoài (%)	0%
Room nước ngoài (%)	100%

Một số chỉ tiêu chính

ĐVT (tỷ đ)	2018	2019	2020F
DT thuần	111,939	102,824	57,579
GVHB	102,914	98,973	60,685
Lợi nhuận gộp	9,025	3,851	-3,106
DT tài chính	629	530	717
CF tài chính	809	419	325
CF bán hàng	750	715	401
CF QLDN	339	381	633
LNTT	7,771	2,929	(3,873)
LNST	7,586	2,797	(3,912)

Công suất vận hành ước tính đạt 105% sau khi hoàn thành bảo dưỡng tổng thể Nhà máy lọc dầu Dung Quất: Sau 51 ngày, từ ngày 01-10, tất cả các phân xưởng công nghệ của nhà máy đã được nạp liệu, đi vào hoạt động, dự kiến kỳ bảo dưỡng tiếp theo kéo dài hơn 3 năm nữa. Chúng tôi ước tính sau đợt bảo dưỡng này BSR có thể vận hành đạt 105% công suất trong 3 tháng cuối năm.

Lượng dầu thô nhập khẩu tăng gấp 3 lần năm ngoái do được hưởng lợi từ chính sách giảm thuế nhập khẩu dầu xuống 0%. Chúng tôi dự kiến đến cuối năm tổng lượng dầu thô nhập khẩu khoảng 2 triệu tấn, qua đó tiết kiệm chi phí giá vốn khoảng 170 tỷ đồng so với năm ngoái.

Diễn biến giá cổ phiếu


Chúng tôi cho rằng sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu trong quý IV sẽ phục hồi. PSI giữ nguyên giả định giá dầu Brent trung bình năm 2020 đạt 45 USD/thùng, sản lượng tiêu thụ của BSR trong năm 2020 ước tính đạt khoảng 5.8 triệu tấn, theo đó chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu cho năm 2020 đạt 57.6 tỷ đồng (-44% yoy) và LNST vẫn có lỗ lũy kế -3.6 tỷ đồng.

Trong năm 2021, với kịch bản giá dầu trung bình đạt 50 - 55 USD/thùng nhờ nhu cầu dầu thô hồi phục, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 6.9 triệu tấn, doanh thu đạt 94,289 tỷ (+12% 2019F), lợi nhuận sau thuế đạt 2,675 tỷ đồng.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng của BSR từ 8.200 trong báo cáo trước lên 10.800 tương ứng mức P/E forward 2021 xác định bằng P/E trung bình + 0.5 Std = 9.70 do (1) Triển vọng giá dầu hồi phục tích cực trong thời gian tới, (2) Hoàn thành bảo dưỡng tổng thể lần 4 đúng kế hoạch giúp doanh nghiệp vận hành ổn định

Cơ cấu cổ đông

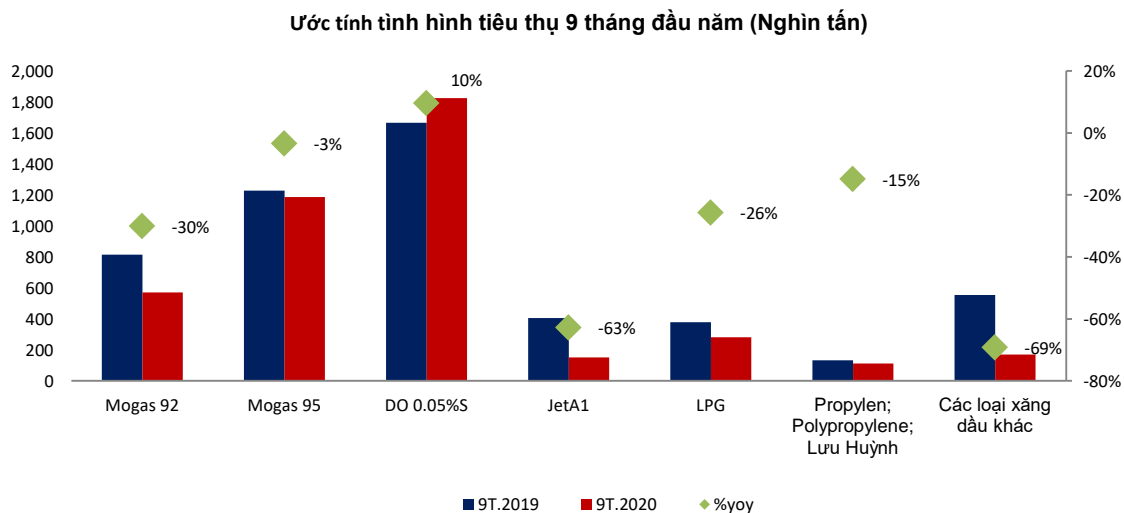
Tập đoàn dầu khí Việt Nam	92.2%
Cổ đông khác	7.8%

Kết quả kinh doanh quý III năm 2020 hồi phục cùng xu thế giá dầu

Từ tháng 6.2020, biên lợi nhuận bắt đầu hồi phục trong quý 3/2020 cùng chiều với biến động giá dầu. Lợi nhuận trước thuế quý 3.2020 đạt gần 160 tỷ đồng trong khi quý 2 lỗ 1,910 tỷ đồng. Tuy nhiên, doanh thu quý III của BSR ghi nhận 9.098 tỷ đồng, giảm 60% so với cùng kỳ năm ngoái là 23,012 tỷ đồng do BSR bảo dưỡng tổng thể trong tháng 8 và tháng 9, hầu như hoạt động kinh doanh bị dừng lại.

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	Quý II.2020	Quý III.2020	Qoq	9T.2019	9T.2020	Yoy
Doanh thu thuần	13,737	9,098	-34%	73,926	40,825	-45%
Giá vốn hàng bán	15,616	8,816	-44%	71,888	44,413	-38%
Lợi nhuận gộp	(1,879)	282		2,038	(3,588)	
Doanh thu hoạt động tài chính	273	133.102	-51%	375	494	32%
Chi phí tài chính	95	93.97	-1%	319	414	30%
Chi phí bán hàng	150	94.99	-37%	539	410	-24%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	59	66.05	12%	278	193	-30%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(1,910)	159.67		1,277	(4,111)	
Lợi nhuận khác	13	4.77	-63%	49	21	-56%
LNTT	(1,897)	164.44		1,326	(4,090)	
LNST	(1,898)	162.86		1,251	(4,095)	

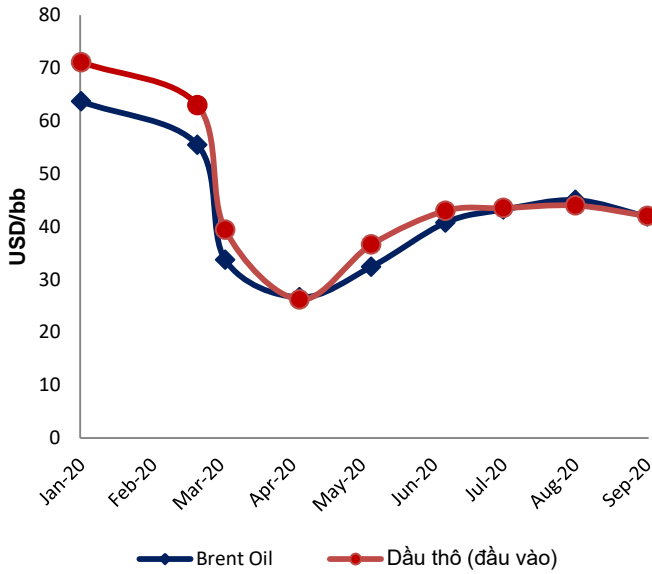
Từ quý 3, sản phẩm tiêu thụ ổn định nhờ kiểm soát được dịch bệnh: Tình hình tiêu thụ chậm của các đầu mối, chậm tiến độ giao hàng xảy ra trong giai đoạn đầu năm dự kiến ổn định trở lại trong Q3/2020 trong bối cảnh dịch bệnh được kiểm soát. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính doanh thu từ sản phẩm JET A1 trong cả năm 2020 có thể giảm khoảng 50 – 60% Yoy do ảnh hưởng bởi các chuyến bay quốc tế.



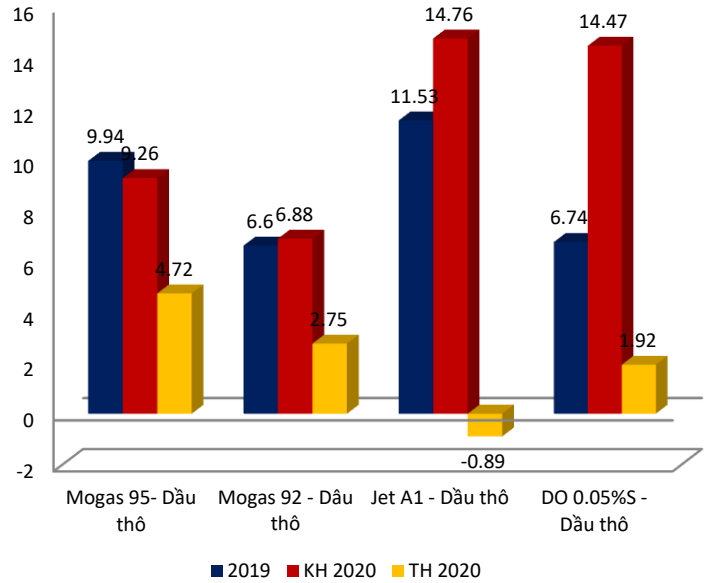
Nguồn: PSI ước tính

Cracking trong quý 3 của các sản phẩm xăng dầu 92 và 95, DO 0.05%S đã trở về mức dương giúp cải thiện kết quả kinh doanh của BSR, không còn bị lỗ như trong quý 2: Cracking margin của các sản phẩm như Jet A1, Mogas 92, 95 và DO 0.05%S đều âm trong giai đoạn tháng 3-tháng 5 là nguyên nhân chính BSR bị lỗ trong nửa đầu năm, trong quý 3 đã dần có sự hồi phục. Tuy nhiên, cracking Jet A1 dự kiến vẫn âm trong giai đoạn cuối năm do ngành hàng không bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi dịch bệnh.

So sánh biến động giá dầu thô



Chênh lệch giá dầu thô và sản phẩm năm 2019 & YTD 9/2020

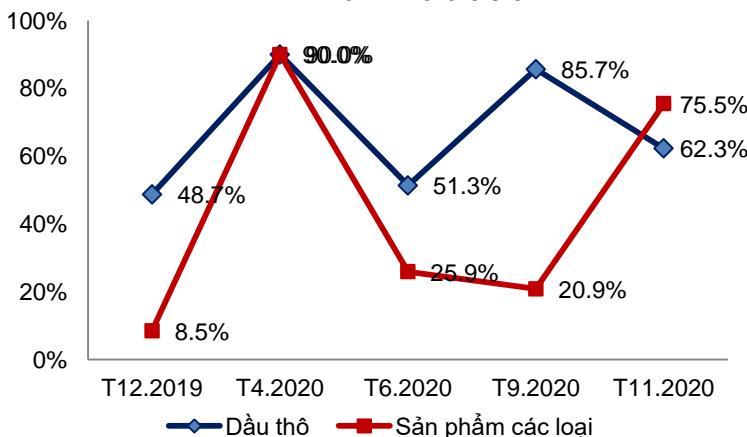


Nguồn: BSR, PSI tổng hợp

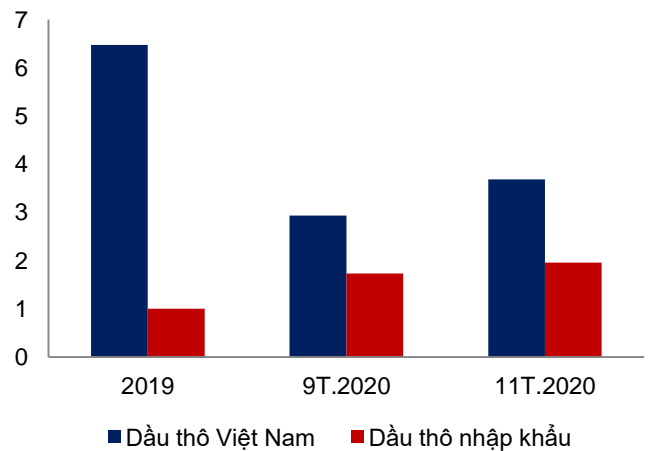
BSR đã hoàn thành bảo dưỡng tổng thể Nhà máy lọc dầu Dung Quất: Do ảnh hưởng dịch bệnh, nhà máy phải dời thời gian bắt đầu bảo dưỡng sang 12.08. Sau 51 ngày, từ ngày 01-10, tất cả các phân xưởng công nghệ của nhà máy đã được nạp liệu, đi vào hoạt động, dự kiến kỳ bảo dưỡng tiếp theo kéo dài hơn 3 năm nữa. Chúng tôi ước tính sau đợt bảo dưỡng này BSR có thể vận hành đạt 105% công suất trong 3 tháng cuối năm, ước lượng tổng sản lượng trong năm của BSR đạt 5.2 triệu tấn.

Sản phẩm tồn kho của BSR tiếp tục giảm 20% so với cuối quý I nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước phục hồi và duy trì ổn định. Tình hình tiêu thụ xăng dầu có phục hồi giúp cho BSR giảm được lượng hàng tồn kho thành phẩm bị dồn trong cuối quý I. Khối lượng dầu thô tăng thêm khoảng 160.000 tấn (+67% Qoq) cuối quý 3 do gia tăng mua spot dầu thô khi giá còn thấp, giúp BSR tăng biên lợi nhuận (cracking spread) trong quý cuối năm. Nhu cầu tiêu thụ xăng vẫn cao, đặc biệt là Mogas 95, tuy nhiên, tiêu thụ dầu DO giảm mạnh nên làm tăng lượng hàng tồn kho vào cuối tháng 11.

Tồn kho ước tính



Nguyên liệu dầu thô đầu vào (triệu tấn)



Nguồn: BSR, PSI ước tính

Lượng dầu thô nhập khẩu tăng gấp 3 lần năm ngoái do được hưởng lợi từ chính sách giảm thuế nhập khẩu dầu xuống 0%. Tính đến hết quý III.2020 lượng dầu thô nhập khẩu ước tính chiếm 35% tổng lượng dầu thô mua đầu vào, tương ứng nhập khẩu khoảng hơn 1.7 triệu tấn (tăng gấp 1.7 lần so với năm 2019), chủ yếu từ Azeri, WTI Midland , Bony Light. Chúng tôi dự kiến đến cuối năm tổng lượng dầu thô nhập khẩu khoảng 2 triệu tấn, qua đó tiết kiệm chi phí giá vốn khoảng 170 tỷ đồng so với năm ngoái.

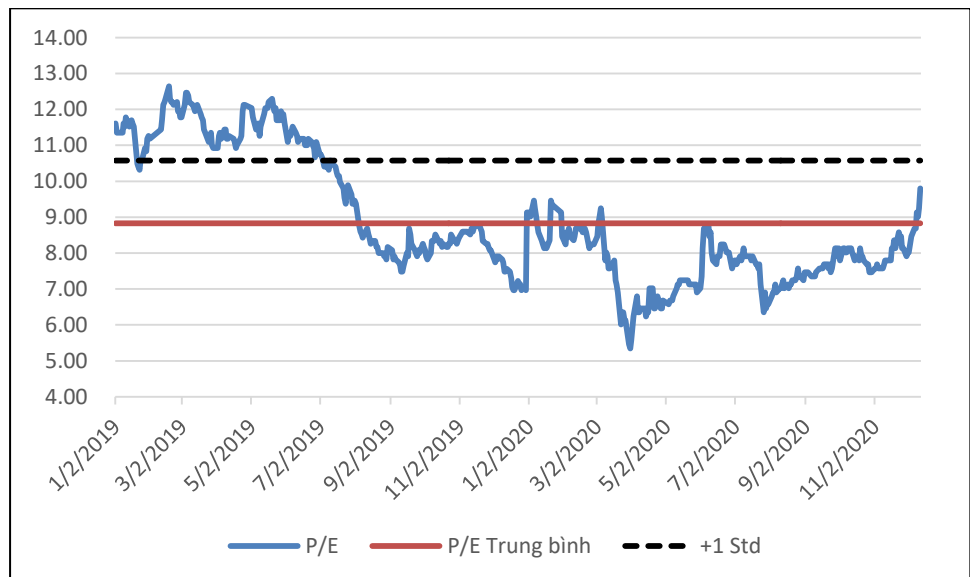
Chúng tôi cho rằng sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu trong quý IV sẽ phục hồi như sản lượng tiêu thụ trong tháng 6 (trước khi bùng dịch đợt 2) lên 500-600 nghìn tấn/tháng. PSI giữ nguyên giả định giá dầu Brent trung bình đạt 45 USD/thùng, dự phóng sản lượng tiêu thụ của BSR trong năm 2020 đạt 5.8 triệu tấn, theo đó chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu cho năm 2020 đạt 57.6 tỷ đồng (-44%yoy) và LNST vẫn có lỗ lũy kế -3.6 tỷ đồng.

Trong năm 2021, với kịch bản giá dầu trung bình đạt 50 - 55 USD/thùng với điều kiện nền kinh tế hồi phục sau khi Vaccine dần được phổ biến, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 6.9 triệu tấn, doanh thu đạt 94,289 tỷ (+12% 2019F), lợi nhuận sau thuế đạt 3,442 tỷ đồng.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng của BSR từ 8.200 trong báo cáo trước lên 10.800 tương ứng mức P/E forward 2021 xác định bằng P/E trung bình + 0.5 Std = 9.70 do (1) Triển vọng giá dầu hồi phục tích cực trong thời gian tới, (2) Hoàn thành bảo dưỡng tổng thể lần 4 đúng kế hoạch giúp doanh nghiệp vận hành ổn định.

Diễn biến P/E của BSR





LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Đào Hồng Dương

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: duongdh@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN
Email: thanhd@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianglth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvhh@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Đông Khau Tú

Chuyên viên phân tích
Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích
Email: huongnhm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích
Email: phamhoang@psi.vn

Nguyễn Thị Hải Oanh

Chuyên viên phân tích
Email: oanhnth@psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.