CÔNG TY CỔ PHẦN LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR)

Báo Cáo Cập Nhật
10/2019

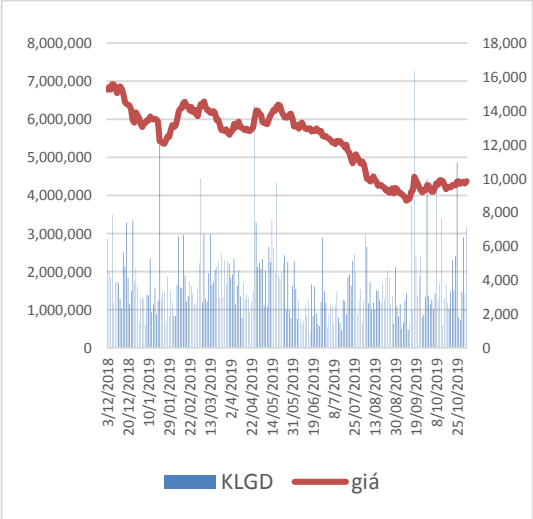
Thông tin doanh nghiệp

Sàn giao dịch	**UPCOM**
Giá cổ phiếu (đồng)	9.700
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	**1.913,9**
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	**30.075**
Biến động giá 52 tuần (VNĐ)	16.367
KLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3.100

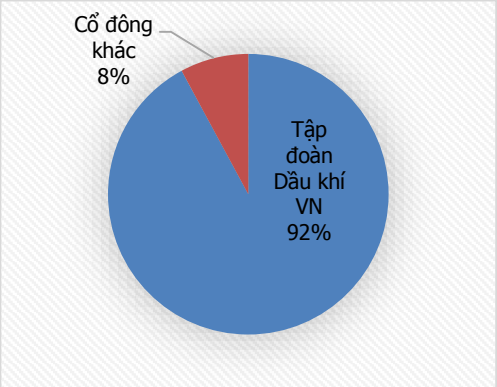
ĐVT (triệu đ)	Q3.2019	9T2019
DT thuần	23,012	73,926
GVHB	22,271	71,888
Lợi nhuận gộp	741	2,038
DT tài chính	165	375
CF tài chính	45	319
CF bán hàng	172	539
CF QLDN	90	278
LNTT	624	1,326
LNST	589	1,251

Nguồn: BCTCHN của BSR

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92.1%
Cổ đông khác	7.9%

Cập nhật KQKD 9T.2019

Lũy kế 9 tháng, BSR ghi nhận 73.926 tỷ đồng doanh thu thuần hợp nhất và 2.038 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Sau khi trừ các chi phí, kết quả lợi nhuận trước thuế, lợi nhuận ròng thu của BSR lần lượt thu về 1.326 tỷ đồng và 1.251 tỷ đồng.

Năm 2019, BSR đặt kế hoạch 97.979,1 tỷ đồng doanh thu, 3.103,1 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và 2.939,8 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Theo đó, kết quả 9 tháng đầu năm 2019 của BSR thực hiện được 75% chỉ tiêu doanh thu và 43% chỉ tiêu lợi nhuận.

Khuyến nghị: Với kết quả trên, chúng tôi vẫn đánh giá tích cực hoạt động kinh doanh của BSR với (1) Tối ưu hóa chi phí gia tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh (2) Tình hình tài chính, dòng tiền của BSR duy trì tích cực (3) Hưởng lợi từ ưu đãi về thuế từ 5% xuống 0%. Tuy nhiên trong bối cảnh thị trường dầu mỏ nhiều biến động, chúng tôi khuyến nghị **"THEO DÕI"** cổ phiếu BSR. Chúng tôi dự báo, **doanh thu trong Q4 của BSR đạt 25.500 tỷ đồng**, **lũy kế cả năm đạt 101.190 tỷ đồng.** Giá mục tiêu dự báo là **10.690 đồng/cổ phần**.

Quan điểm đầu tư

Tối ưu hóa chi phí, gia tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh: Kết quả kinh doanh của BSR đạt được đến từ công tác vận hành nhà máy ổn định, tìm cách cải thiện hiệu quả hoạt động và công tác kiểm soát, tiết kiệm chi phí được nỗ lực đẩy mạnh. Trong 9 tháng đầu năm 2019, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất luôn vận hành ổn định ở 107% công suất thiết kế, khối lượng sản xuất hơn 5.164,6 nghìn tấn, chi phí giá thành sản phẩm cũng được kiểm soát soát tốt, giá thành sản xuất bình quân 8 tháng năm 2019 của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất.

Tình hình tài chính và dòng tiền duy trì tích cực: Trong điều kiện kinh doanh gặp nhiều thách thức, tình hình tài chính, dòng tiền của BSR vẫn tiếp tục ghi nhận những chuyển biến tích cực trong 9 tháng đầu năm 2019. Tính đến 30/9/2019, tổng nợ vay chịu lãi chỉ còn 7.233, 8 tỷ đồng chiếm 14,3% tổng nguồn vốn, số dư nợ vay chiu lãi hiện đã giảm 1.811 tỷ đồng. Dư nợ giảm giúp chi phí tài chính của doanh nghiệp được giảm mạnh. Trong kỳ, lãi vay phải trả của BSR giảm 27% so với cùng kỳ năm 2018. Cùng với diễn biến thuận lợi của tỷ giá, BSR đã thu được 59 tỷ đồng lợi nhuận tài chính trong quý III 2019

Lợi thế về thuế: BSR được hưởng lợi về thuế đối với mặt hàng dầu thô nhập khẩu: đối với mặt hàng xăng lần lượt là 10% giai đoạn 2017 – 2020, 8% từ 2021 – 2022 và đến năm 2023 sẽ còn là 5%; đối với mặt hàng dầu thô nhập khẩu được giảm từ mức 5% hiện nay xuống 0% kể từ 1/11/2019.

Cracking Margin phục hồi: Chúng tôi đánh giá Cracking Margin trong Q4/2019 hồi phục nhẹ trở lại do: (1) Giá dầu bình ổn (2) Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm lọc hóa dầu tăng trở lại do Cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung

Đến nửa đầu tháng 9/2019 giá dầu thô nhích lên , biên xăng dầu diesel phục hồi đạt 8,5 USD/thùng so với mức 4,6 USD/thùng trong quý 2/2019; biên xăng A92, A95 duy trì ở mức cao lần lượt 8,7 USD/thùng và 12,8 USD/thùng.

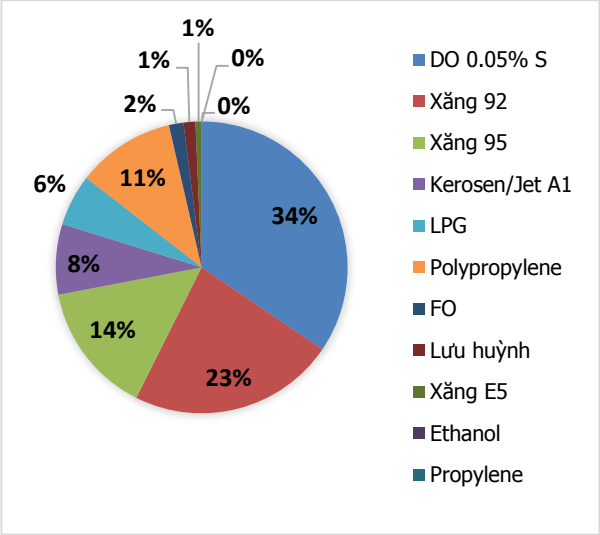
Rủi ro đầu tư:

- *Biến động giá dầu:* Giá dầu biến động đột ngột với biên độ lớn sẽ ảnh hưởng đến hệ số Crack spreads.

- *Rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất:* BSR sẽ chịu rủi ro tỷ giá đối với khoản vay bằng đồng USD cho dự án mở rộng NMLD Dung Quất

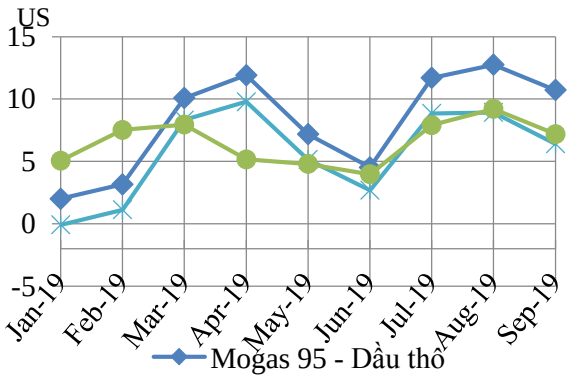
- *Cạnh tranh trong nước:* Cạnh tranh tăng sau khi đi vào vận hành Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn năm 2019

Cơ cấu doanh thu kinh doanh lọc dầu 9 tháng đầu năm 2019



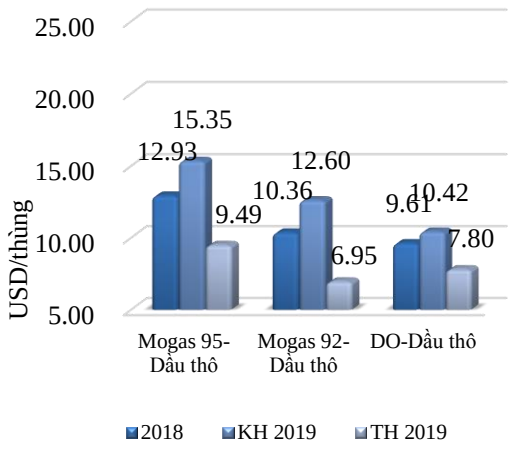
Nguồn: BCTCKTHN BSR, PSI

Biến động Crack spread



Nguồn: tradingeconomics

Crack margin (chênh lệch giá dầu thô và sản phẩm) 2018& YTD 2019



Nguồn: BSR

BSR - Cập nhật KQKD 9 tháng 2019 - Nỗ lực vượt qua biến động giá dầu

Theo báo cáo tài chính hợp nhất của BSR, riêng quý III/2019, doanh thu thuần hợp nhất ghi nhận 23.012 tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 741 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu từ bán dầu DO 0,05%S là lớn nhất, tiếp đó là xăng Mogas 95 và Mogas 92. Lợi nhuận gộp ghi nhận 741 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên mức 3,2%. Trong kỳ, BSR ghi nhận 165 tỷ đồng doanh thu tài chính tăng 20% so với cùng kỳ, song chi phí tài chính giảm mạnh 88%. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng ghi nhận 172 tỷ đồng giảm nhẹ, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên 90 tỷ đồng.

Lũy kế 9 tháng, BSR ghi nhận 73.926 tỷ đồng doanh thu thuần hợp nhất và 2.038 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Sau khi trừ các chi phí, kết quả lợi nhuận trước thuế thu, lợi nhuận ròng thu của BSR lần lượt thu về 1.326 tỷ đồng và 1.251 tỷ đồng.

Năm 2019, BSR đặt kế hoạch 97.979,1 tỷ đồng doanh thu, 3.103,1 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và 2.939,8 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Theo đó, kết quả 9 tháng đầu năm 2019 của BSR thực hiện được 75% chỉ tiêu doanh thu và 43% chỉ tiêu lợi nhuận.

Đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh trong quý IV 2019

BSR còn khoản dư nợ vay bằng đồng USD với nguyên giá còn lại ghi nhận 312,4 triệu USD. Vay nợ ngoại tệ lớn trong khi nguồn doanh thu nội tệ là chủ yếu kiến lợi nhuận của BSR thường xuyên chịu tác động từ biến động tỷ giá. Năm 2019, tình hình tỷ giá có nhiều thuận lợi hơn cho doanh nghiệp. Theo dự báo tình hình kinh tế Việt Nam vẫn tăng trưởng tốt, tỷ giá vẫn được đánh giá sẽ tiếp tục giữ ổn định trong những tháng cuối năm. Bên cạnh đó, hệ số crack margin trong tháng 10/2019 bắt đầu phục hồi trở lại các tháng trước. Đáng chú ý, BSR sẽ được hưởng lợi từ thuế nhập khẩu đối với mặt hàng dầu thô được giảm từ mức 5% hiện nay xuống 0% kể từ 1/11. Chúng tôi ước tính với việc hưởng lợi thuế kể trên sẽ giúp BSR giảm chi phí từ 600 – 700 tỷ/năm với tỷ lệ dầu thô nhập khẩu như hiện tại.

Thông tin doanh nghiệp

BSR – Tiềm năng giảm chi phí hàng triệu USD từ các giải pháp tiết kiệm năng lượng

Với 25 giải pháp tiết kiệm năng lượng, BSR có thể tiết kiệm được khoảng 51,4 triệu USD/năm. BSR là một trong 10 doanh nghiệp được lựa chọn để thực hiện chương trình kiểm toán năng lượng trong khuôn khổ Dự án Thúc đẩy thị trường đầu tư hiệu quả năng lượng trong lĩnh vực công nghiệp Việt Nam do Chính phủ Hàn Quốc tài trợ thông qua Cơ quan hợp tác quốc tế Hàn Quốc (KOICA), tháng 12/2018, BSR đã được các chuyên gia năng lượng Hàn Quốc tiến hành kiểm toán năng lượng. Kết quả kiểm toán cho thấy, tiềm năng tiết kiệm năng lượng tại BSR là rất lớn. Đơn vị kiểm toán đã đề xuất 25 giải pháp, trong đó tiêu biểu là lắp đặt thêm bộ tách nóng, thu hồi và tận dụng nhiệt thải và sử dụng hệ thống phát điện độc lập PRT. Nếu thực hiện hết 25 giải pháp này, với chi phí đầu tư dự kiến sơ bộ khoảng 78,2 triệu USD, Công ty có tiềm năng tiết kiệm được 27,3 Gcal/h nhiên liệu và 22,5 MW điện năng, tương đương 51,4 triệu USD/năm. Thời gian thu hồi vốn chưa đến 2 năm.

FCFF VALUATION	
PV of free cash flows 2019E	2,571,744,446
Terminal value, after 2019E	33,109,355,898
Cash & marketable securities	(526,929,000)
Enterprise value	35,154,171,344
Number of shares	3,340,799,452
Share price	**10.523**
FCFE VALUATION	
PV of free cash flows 2019E	3,828,317,213
Terminal value, after 2019E	39,941,199,821
Cash & marketable securities	-526,929,000
Enterprise value	43,242,588,033
Debt at end 2019E	5,933,656,421
Value of equity	37,308,931,612
Number of shares	3,340,799,452
Share price	**11.168**

Định giá doanh nghiệp

Phương pháp	Kết quả định giá
P/B	10.380
FCFF	10.523
FCFE	11.168
Giá trị hợp lý	**10.690**

Định giá doanh nghiệp

❖ **Phương pháp DCF**

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu BSR. Chúng tôi dự báo, **doanh thu trong Q4 của BSR đạt 25.500 tỷ đồng, lũy kế cả năm đạt 101.190 tỷ đồng.**

❖ **Phương pháp P/B**

Chúng tôi sử dụng phương pháp PB, Book value của BSR là 10.350 đồng/cp, P/B trung bình của các công ty trong khu vực là 1,0x. Giá cổ phiếu BSR theo phương pháp P/B là 10.380 đồng/cp

Ticker		Name	P/B
BSR	VN Equity	BINH SON REFINING AND PETROC	0.96
SDH	MK Equity	SERBA DINAMIK HOLDINGS BHD	2.94
KZTO	KZ Equity	KAZTRANSOIL JSC	0.67
DEHB	MK Equity	DAYANG ENTERPRISE HLDGS BHD	1.62
PVS	VN Equity	PETROVIETNAM TECHNICAL SERVI	0.67
196	HK Equity	HONGHUA GROUP	0.6
PVD	VN Equity	PETROVIETNAM DRILLING AND WE	0.51
3337	HK Equity	ANTON OILFIELD SERVICES GP	0.79
WSC	MK Equity	WAH SEONG CORP BHD	0.85
1623	HK Equity	HILONG HOLDING LTD	0.37
DLUM	MK Equity	DELEUM BERHAD	1.23
UZMA	MK Equity	UZMA BHD	0.72
CARIP	MK Equity	CARIMIN PETROLEUM BHD	1.79
DEEPI	IN Equity	DEEP INDUSTRIES LTD	0.62
JDDL	IN Equity	JINDAL DRILLING & INDUS LTD	0.12
UDT	IN Equity	UNITED DRILLING TOOLS LTD	1.67
		Trung bình	**1.0**

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo tài chính

ĐVT (triệu đ)	Q1.2019	Q2.2019	Q3.2019
Doanh thu thuần	23,070	27,845	23,012
GVHB	22,214	27,225	22,271
Lợi nhuận gộp	856	619	741
Doanh thu tài chính	101	109	165
Chi phí tài chính	105	104	45
Chi phí bán hàng	175	186	172
Chi phí quản lý QLDN	60	131	90
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	617	308	600
Thu nhập khác	14	9	24
LNTT	631	317	624
LNST	598	299	589

Nguồn: BCTCHN BSR, PSI

Chỉ số tài chính	Q1.2019	Q2.2019	Q3.2019
Biên lợi nhuận gộp	3.71	2.22	3.22
Biên lợi nhuận ròng	2.59	1.07	2.56
ROE	1.92	0.97	1.85
ROA	1.15	0.59	1.14
Tỷ lệ TT hiện hành	1.95	1.92	2.01
Khả năng thanh toán lãi vay	7.37	4.40	8.23
Nợ /Tổng tài sản	39.09	39.11	37.45
Nợ vay / Vốn chủ sở hữu	30.17	30.30	25.55

Nguồn: BCTCHN BSR, PSI

Cân đối kế toán	Q1.2019	Q2.2019	Q3.2019
Tài sản ngắn hạn	23,974	24,945	24,781
Tiền và tương đương tiền	6,425	5,863	8,408
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4	4	4
Phải thu ngắn hạn	9,059	9,557	7,038
Hàng tồn kho	8,454	9,434	9,308
Tài sản ngắn hạn khác	32	87	23
Tài sản dài hạn	28,526	27,902	27,273
Tài sản cố định	26,656	26,068	25,408
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	11	11	11
Tổng cộng tài sản	**52,499**	**52,847**	**52,054**
Nợ phải trả	20,524	20,667	19,493
Nợ ngắn hạn	12,273	12,968	12,343
Nợ dài hạn	8,251	7,699	7,150
Vốn chủ sở hữu	31,975	32,180	32,561
Vốn đầu tư của CSH	31,005	31,005	31,005
LNST chưa phân phối	864	1,083	1,472
Tổng cộng nguồn vốn	**52,499**	**52,847**	**52,054**

Nguồn: BCTCHN BSR, PSI

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

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

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: khanhld@psi.vn

Nguyễn Thị Thu Thuỷ

Phó Phòng phụ trách Phòng PTCS & SP

Email: thuyntt@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó phòng PTDN

Email: thanhdt@psi.vn

Nguyễn Văn Chính

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: chinhnv@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: Ducnh@psi.vn

Bùi Thị Thu Thủy

Chuyên viên phân tích

Email: Thuybtt@psi.vn

Nguyễn Thanh Vân

Chuyên viên phân tích

Email: vannt@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Vũ Minh Tâm

Bộ phận truyền thông

Email: Tamvm@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.