

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY



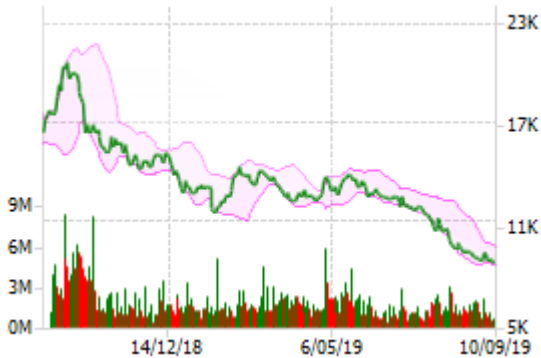
CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HOSE: BSR)

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Nhóm ngành		Lọc hóa dầu
Số lượng CP	Cổ phiếu	3,100,499,616
Giá sổ sách	Đồng	10,325
Thị giá (17/09/2019)	Đồng/CP	9,200
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	27,904
KLGD BQ 10 phiên	CP	1,111,53
Sở hữu nước ngoài	%	1.97%

BIỂU ĐỒ BIẾN ĐỘNG GIÁ



THÔNG TIN CỔ ĐÔNG

PVN	%	92.13
Cổ đông cá nhân	%	4.88
Cổ đông tổ chức	%	2.99

NỘI DUNG CHÍNH

I	Tổng quan
II	Khó khăn trong dự án MRNMLD Dung Quất
III	Khả năng cạnh tranh của sản phẩm BSR
IV	Ảnh hưởng tỷ lệ Crack Spread đến lợi nhuận
V	Tình hình tài chính và kinh doanh
VI	Triển vọng và dự báo

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

BSR là công ty Lọc hóa dầu đầu tiên của Việt Nam, với công suất thiết kế đạt 148,000 thùng dầu thô/ngày và đi vào vận hành thương mại năm 2011. Các sản phẩm chính của công ty là Dầu Diesel, Xăng A95, Xăng A92, LPG, các sản phẩm hóa dầu như hạt nhựa Polypropylen, Lưu huỳnh...

Sản phẩm xăng A95, A92 và Dầu Diesel chiếm tỷ trọng 86% trong cơ cấu doanh thu và đã có thể cạnh tranh tốt với sản phẩm cùng loại nhập khẩu do những lợi thế về vị trí địa lý cũng như thuế xuất nhập khẩu. Do đó, dầu ra của BSR sẽ có lợi thế cạnh tranh trong nước.

Tỷ lệ Cracking Spread (chênh lệch giá sản phẩm đầu ra so với giá sản phẩm đầu vào trên một đơn vị sản phẩm) biến động giảm trong giai đoạn quý 4/2018 và quý 2/2019. Tuy nhiên, giai đoạn quý 3/2019 tỷ số này đã tăng mạnh trở lại và sẽ giúp cho lợi nhuận BSR cải thiện.

Dự án mở rộng nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất đã gần như hoàn thành được khâu giải phóng mặt bằng và đang chờ phê duyệt quy hoạch tổng thể (FEED). Tuy nhiên, dự án vẫn đang phải tạm dừng triển khai vì khâu thu xếp vốn đang bị trệ trể.

Dựa trên các dự báo, chúng tôi cho rằng năm 2019 công ty sẽ đạt được mức doanh thu 101,830.34 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 2,950 tỷ đồng. Tương ứng với mức EPS **953** đồng/CP.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với BSR với mục tiêu 12 tháng là 12,750 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E Forward 12 lần.

RỦI RO

Dự án mở rộng nhà máy Lọc hóa dầu Dung Quất đang gặp khó khăn trong khâu thu xếp vốn, khiến khả năng lựa chọn loại dầu đầu vào bị hạn chế và tiêu chuẩn đầu ra không đáp ứng tiêu chuẩn môi trường dự kiến.

Mỏ dầu Bạch Hổ, nơi cung cấp nguồn nguyên liệu chính của công ty đang dần cạn kiệt, điều này buộc công ty phải tìm các nguồn thay thế ở thị trường quốc tế. Do đó, công ty sẽ phải chịu chi phí đầu vào gia tăng, cộng với những rủi ro liên quan đến khâu vận chuyển, những biến động trong tỷ giá và hàng tồn kho trong quá trình vận chuyển.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH QUAN TRỌNG. (ĐVT: Triệu đồng)

Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019E
Doanh thu	73,686,051	81,332,531	111,952,254	101,830,340
LN gộp	6,333,044	9,093,061	5,038,226	4,364,482
LNST	4,435,735	7,672,519	3,556,895	2,953,316
EPS	1,548	2,663	1,210	953
Biên LNST (%)	6.0%	9.4%	3.2%	2.9%

1. Thông tin về công ty

Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) được thành lập vào năm 2008 theo quyết định của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), để thực hiện dự án Nhà máy Lọc hóa dầu Dung Quất (dự án được phê duyệt vào năm 1994).

Ngày 22/02/2009, BSR tổ chức đón dòng sản phẩm đầu tiên của NMLD Dung Quất. Đây là nhà máy đầu tiên của Việt Nam thực hiện hóa dầu, ghi tên Việt Nam trên bản đồ các nước chế biến dầu mỏ của thế giới.

Ngày 06/01/2011, nhà máy Dung Quất chính thức đi vào vận hành thương mại, chấm dứt quá trình xây dựng, vận hành và chạy thử.

Công suất nhà máy xử lý 6.5 triệu tấn thâu thô/năm, với công suất các sản phẩm như sau:

Chi phí vốn đầu tư nhà máy khoảng 3 tỷ USD, công suất xử lý 6.5 triệu tấn dầu thô/năm.

Tên sản phẩm	Nghìn tấn/năm
Khí hóa lỏng (LPG)	400 - 420
Xăng RON 92	1.400 – 1.800
Xăng RON A95	600 - 700
Dầu hỏa/nhiên liệu bay Jet A1	80 - 400
Dầu động cơ Diesel ô tô	2.900 – 3.200
Dầu nhiên liệu (FO)	60 - 100
Polypropylene	135 - 150

Nguồn: BSR

❖ Cơ cấu công ty (có hai công ty con và hai công ty liên kết)

Công ty có hai công ty con và hai công ty liên kết, trong đó dự kiến sẽ thực hiện thoái vốn khỏi công ty con là CTCP Nhiên liệu sinh học dầu khí Miền Trung sau khi công ty này đi vào hoạt động ổn định trở lại.

BSR dự kiến thoái vốn khỏi CTCP Nhiên liệu sinh học dầu khí Miền Trung khi công ty này hoạt động ổn định trở lại.

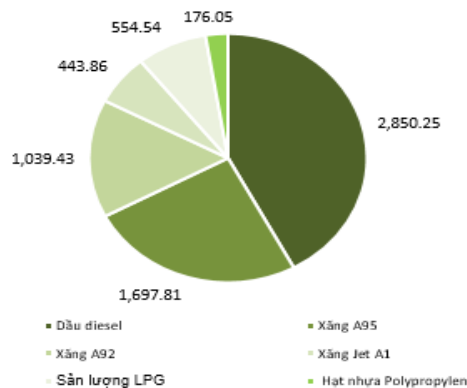
Chỉ tiêu	CTCP Nhà Và Thương Mại Dầu Khí	CTCP Nhiên liệu sinh học dầu khí Miền Trung	CTCP Bảo Dưỡng Và Sửa Chữa Công Trình Dầu Khí	CT TNHH Kho Ngầm Xăng Dầu Dầu Khí Việt Nam
Vốn điều lệ	175.2	982	80	80
Tỷ lệ sở hữu	83%	61%	8.75%	5.77%
Hoạt động KD chính	Thương mại hạt nhựa và dịch vụ hậu cần	Sản xuất, bán buôn nguyên liệu sinh học và các sản phẩm liên quan	Sửa chữa các công trình dầu khí	Đầu tư và vận hành hệ thống hầm kho chứa xăng dầu
Doanh thu 2018	556.9 tỷ	Lỗ lũy kế -893.8 tỷ	304 tỷ	Chưa phát sinh
Lợi nhuận	16.7 tỷ		8 tỷ	Lỗ lũy kế hơn -23 tỷ
Thông tin khác		Dự kiến thoái vốn khi công ty hoạt động ổn	Dự kiến thoái vốn	Dự kiến thoái vốn

Cấu trúc công ty – Nguồn: BSR

❖ Ngành nghề kinh doanh và sản phẩm chính

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty là sản xuất ra các sản phẩm hóa dầu và các phụ phẩm liên quan đến hoạt động hóa dầu.

Các sản phẩm chính được công ty sản xuất và sản lượng 2018:



Thị trường tiêu thụ chính sản phẩm công ty là trong nước.

Đây là dự án trọng điểm được kỳ vọng nhất của công ty:

- Nâng cao tiêu chuẩn sản phẩm đầu ra.
- Nâng cao công suất nhà máy
- Thêm nhiều lựa chọn dầu thô đầu vào.

phối khắp 63 tỉnh thành của cả nước.

Các nhà tiêu thụ chính trong nước gồm: Petrolimex, PVOil, Thanh Lễ, Saigon Petro, Petrimex...

Ngoài ra, các sản phẩm dầu FO cũng được bán cho các khách hàng quốc tế mà đặc biệt là thị trường Singapore và Malaysia.

2. Dự án NCMRNM Lọc dầu Dung Quất vẫn khó trong khâu thu xếp vốn

Dự án NCMR NMLD Dung Quất do Công ty CP Lọc hóa dầu Bình Sơn làm chủ đầu tư với tổng mức đầu tư **1,813,470,000 USD**. Dự án NCMR NMLD Dung Quất, được Thủ Tướng Chính phủ chấp thuận tại văn bản số 2579/TTg-KTN ngày 16/12/2014 và được Tập đoàn Dầu khí Việt Nam phê duyệt dự án đầu tư tại quyết định số 9016/QĐ-DKVN ngày 22/12/2014.

Mục tiêu của dự án

- Đảm bảo chất lượng sản phẩm tương đương Euro V, đảm bảo đáp ứng lộ trình về tiêu chuẩn chất lượng vào năm 2022.
- Đáp ứng tiêu chuẩn môi trường hiện hành.
- Nâng công suất nhà máy từ 148,000 thùng dầu thô/ngày lên 192,000 thùng dầu thô/ngày (gần bằng với công suất giai đoạn 1 của NSRP là 200,000 thùng/ngày);
- Nâng cao độ linh động lựa chọn dầu thô, điều này giúp công ty phòng ngừa khả năng mỏ Bạch Hổ suy giảm và có thể ổn định nguồn cung cấp.

Nguồn vốn đầu tư

Áp dụng cơ cấu vốn chủ sở hữu so với Vốn vay tối thiểu là 30%/70%, do quy mô dự án lớn nên việc thu xếp vốn vay cũng đang gặp khó khăn.

Quy mô công suất

Công suất hoạt động của Nhà máy sau NCMR là chế biến 192,000 thùng dầu thô/ngày. Như vậy, sau khi nhà máy đi vào hoạt động thì công suất tăng thêm khoảng 44,000 thùng/ngày, tức tăng khoảng 30% công suất.

Tiến độ triển khai

- Đến tháng 6/2019 dự án đã triển khai được 50 tháng/78 tháng kể từ thời điểm phát

hành hồ sơ mời thầu FEED.

- Thiết kế tổng thể FEED được hoàn thành vào đầu năm 2018, và đang chờ phê duyệt thiết kế tổng thể trong nửa đầu năm 2019.

- Các gói mời thầu EPC giai đoạn một cơ bản đã hoàn thành, giờ chỉ chờ thời điểm phê duyệt FEED để phối hợp thời gian triển khai.

- Công tác giải phóng mặt bằng cơ bản đã xong.

Vướng mắc

- Hiện tại, Chính phủ chưa đồng ý cấp bảo lãnh vay cho dự án dẫn đến công tác thu xếp vốn đang gặp khá nhiều khó khăn. Trong khi đó, PVN đang thiếu nguồn để thực hiện dự án và PVN có thể sẽ phải đợi thoái vốn tại các đơn vị khác để có nguồn thực hiện dự án này.

Như vậy, kể từ khi phát hồ sơ mời thầu tổng thể (FEED) thì thời gian hoàn thành dự kiến là 78 tháng, nhưng đến nay đã được khoảng 50 tháng nhưng dự án vẫn chưa thể phê duyệt thiết kế tổng thể và tiến thành đấu thầu EPC. Do đó, dự kiến mốc hạn là năm 2021 sẽ khó hoàn thành mà phải lùi lại cho tới năm 2024.

Nếu dự án hoàn thành, không những sẽ giúp sản phẩm xăng của BSR đạt chuẩn cao hơn mà còn ổn định nguồn cung dầu đầu vào, gia tăng hiệu quả sản xuất và tăng doanh thu lợi nhuận của BSR.

3. Khả năng cạnh tranh với NSRP và xăng dầu nhập khẩu

BSR hiện đang đáp ứng được khoảng 35% nhu cầu xăng dầu trong nước và khoảng hơn 15% nhu cầu sản phẩm hóa dầu, do đó phần còn lại vẫn phải nhập khẩu bên ngoài. Nhưng với công suất nhà máy Nghi Sơn gấp 1.35 lần, thì khi đi vào hoạt động cơ bản hai nhà máy sẽ đáp ứng được phần lớn nhu cầu trong nước.

Dự án vẫn đang chậm triển khai do khâu thu xếp vốn.

Áp lực cạnh tranh của công ty sau khi dự án Lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động là có, tuy nhiên dựa địa thị trường đủ để công ty không phải cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm của Nghi Sơn.

BSR	NSR
Vận hành Thương mại năm 2011	Vận hành thường mại năm 2019
Tổng mức đầu tư 3 tỷ USD	Tổng mức đầu tư 9 tỷ USD
Công suất 148,000 thùng dầu thô/ngày	200,000 thùng dầu thô/ngày
Thuế nhập khẩu dầu thô 5% (nhập từ Azerbaijan)	Thuế nhập khẩu dầu thô 0%
Thuế TNDN 10% trong 30 năm	Thuế TNDN 10% chọn đời
Chuyển đổi ngoại tệ phải xin NHNN	Tự do chuyển đổi ngoại tệ
Không bao tiêu sản phẩm, do đó nếu dư thừa phải xuất khẩu thì sản phẩm XK không thuộc diện chịu thuế VAT, do đó không được khấu trừ với đầu vào tương ứng.	Bao tiêu sản phẩm đầu ra

Tuy nhiên, trong những lúc thấp điểm của thị trường thì có thể cung của hai nhà máy Nghi Sơn và Bình Sơn sẽ dư thừa tạm thời. Trong khi hệ thống kho chứa của BSR vẫn chưa đáp ứng được công suất lớn, điều này dẫn đến BSR có mong muốn xuất khẩu các

sản phẩm của mình. Với việc các sản phẩm dầu mỏ xuất khẩu không thuộc diện chịu thuế VAT thì công ty sẽ không được khấu trừ với đầu vào có VAT tương ứng, điều này dẫn đến bất lợi.

Ngoài ra, ngay cả trong việc tiêu thụ trong nước thì sản phẩm của BSR cũng khó cạnh tranh với NSR vì:

- NSR được ưu đãi về thuế TNDN chọn đời và chuyển đổi ngoại tệ tự do, và BSR chỉ được ưu đãi 30 năm và mỗi lần chuyển đổi ngoại tệ phải xin phép NHNN.
- Sản phẩm xăng dầu của NSR được bao tiêu giá bán buôn tại cổng nhà máy bằng với giá bán hàng nhập khẩu và được cộng thêm 7% thuế nhập khẩu với sản phẩm xăng dầu và 3% với sản phẩm hóa dầu (polypropylen, benzen...).

Điều này có thể thấy, BSR không thể cạnh tranh thực tiếp với NSR về giá sản phẩm mà chỉ có thể cạnh tranh được với các sản phẩm nhập khẩu và chỉ gặp khó khăn trong ngắn hạn khi lượng tồn kho lớn. Tuy nhiên, tổng công suất sản phẩm hai nhà máy hiện tại vẫn còn thấp hơn nhu cầu trong nước (nhu cầu còn tiếp tục tăng) và do đó BSR cũng sẽ chưa phải lo lắng nhiều về vấn đề này.

Lợi thế cạnh tranh với xăng dầu nhập khẩu

Sản lượng xăng dầu của nhà máy Bình Sơn đáp ứng được khoảng 35% nhu cầu thị trường, và khi Nghi Sơn đi vào hoạt động thì cả hai nhà máy sẽ đáp ứng được khoảng 90% nhu cầu xăng dầu trong nước.

Với việc không thể mở rộng nhà máy trong ngắn hạn, trong khi nhu cầu xăng dầu trong nước trung bình tăng 5%/năm, thì nỗi lo dư cung của hai nhà máy cũng không quá lớn.

Thị phần nhập khẩu sản phẩm xăng dầu khoảng 10-15% và BSR đủ khả năng cạnh tranh nhờ vào các lợi thế sau:

- Chi phí vận chuyển và bảo hiểm thấp hơn, vì đây là nguồn cung trong nước.
- Công ty nhập khẩu phải đóng thuế nhập khẩu trước 30 ngày so với mua hàng trong nước.
- Biến động giá hàng tồn kho và tỷ giá USD khó lường hơn trong thời gian mua nhập khẩu, trong khi mua trong nước thì được giao hàng ngay.

Điều này có được là nhờ chính sách thuế đã được thay đổi theo Quyết định 1725/QĐ-TTg, theo đó, Chính phủ sẽ bãi bỏ thu điều tiết đối với các sản phẩm dầu, LPG, sản phẩm hoá dầu tiêu dùng trong nước (hiện đang ở mức 13% đối với xăng). Cùng đó, cũng bãi bỏ các mức giá trị ưu đãi (hiện được cộng 3-7% thuế nhập khẩu vào giá bán).

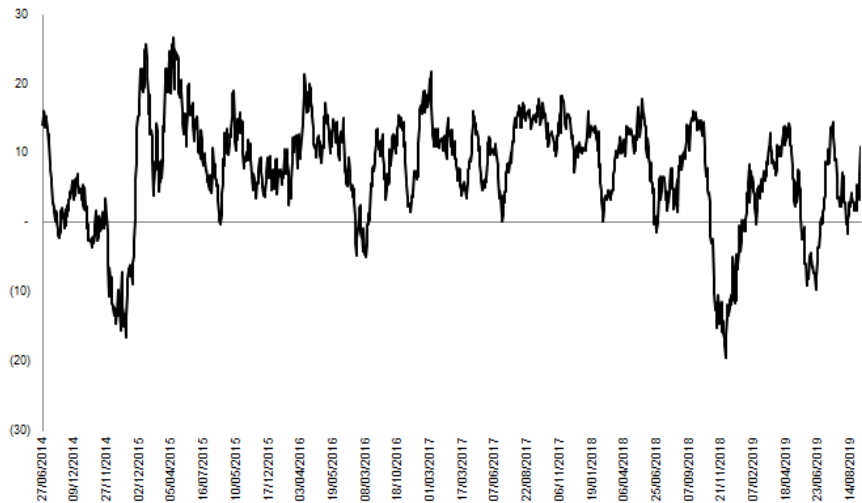
Sản phẩm của công ty có nhiều lợi thế cạnh tranh so với hàng nhập khẩu nhờ vào vị trí gần, thời gian giao hàng nhanh.

4. Tỷ lệ Cracking Spread ảnh hưởng đến lợi nhuận của BSR

Tỷ lệ Cracking Spread là giá trị chênh lệch giữa giá một thùng dầu thô đầu vào và giá sản phẩm dầu ra từ nó. Tỷ lệ này càng cao thì BSR càng có lợi nhuận cao và ngược lại

Nhìn vào đồ thị diễn biến của của tỷ lệ Cracking Spread có thể thấy được tương quan với lợi nhuận của BSR thời gian qua.

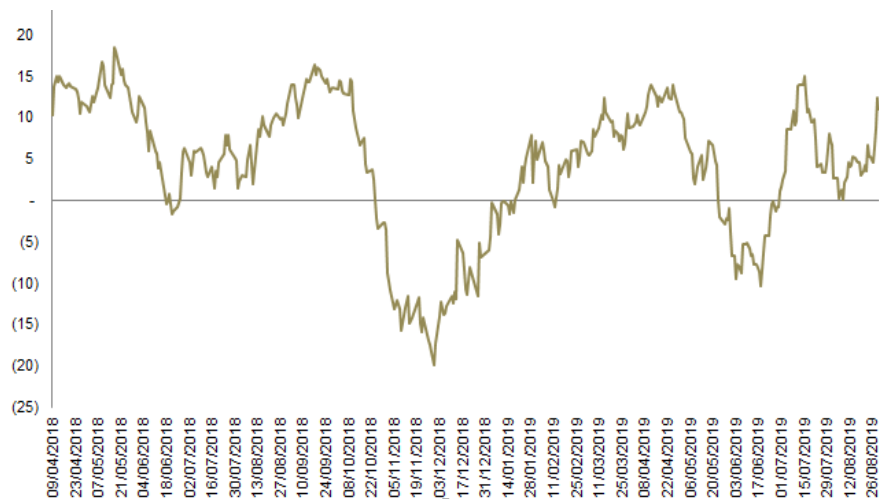
Tỷ lệ Cracking Spread với sản phẩm RON92



Biến động tỷ lệ Cracking Spread ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận. Trong các quý 4/2018 và 2/2019 tỷ lệ này đã xuống mức âm, dẫn đến lợi nhuận quý 4/2018 âm và lợi nhuận quý 2/2019 giảm mạnh.

Nguồn: DAS

Tỷ lệ Cracking Spread với sản phẩm RON95

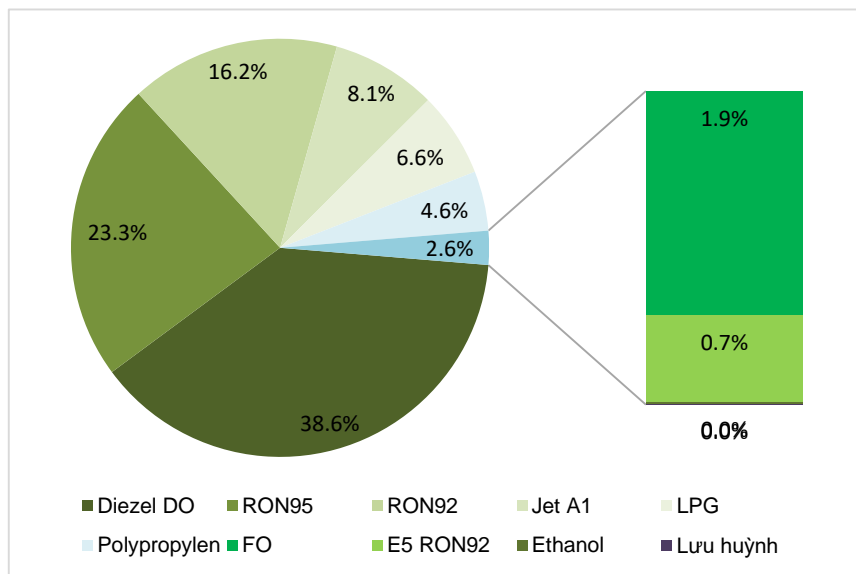


Nguồn: DAS

Như vậy, theo cơ cấu doanh thu của công ty thì các sản phẩm xăng RON95, RON92, Diesel và Jet A1 chiếm gần 86% doanh thu của BSR, do đó việc tỷ lệ sản phẩm dầu ra chênh lệch càng cao thì BSR sẽ càng có nhiều lợi nhuận.

Cơ cấu doanh thu của các sản phẩm BSR

Tỷ trọng các sản phẩm Diesel, RON95, RON92, Jet A1 chiếm tới 86% tổng doanh thu toàn công ty.



Nguồn: BSR

Trong giai đoạn quý 4/2018, tỷ lệ Cracking Spread của sản phẩm RON92 và RON95 âm rất mạnh, và do đó dẫn đến lợi nhuận sau thuế bị lỗ. Tương tự, giai đoạn quý 2/2019 tỷ lệ này cũng đã có lúc bị âm và kéo theo đó là lợi nhuận quý 2/2019 giảm chỉ còn hơn 311 tỷ so với mức 2,200 tỷ cùng kỳ.

Trong giai đoạn quý 3/2019, diễn biến tỷ lệ Cracking Spread đang tăng trở lại tương đương với giai đoạn quý 3/2018, và do đó dự báo lợi nhuận quý 3/2019 sẽ tăng mạnh trở lại khoảng 1,000-1,200 tỷ đồng.

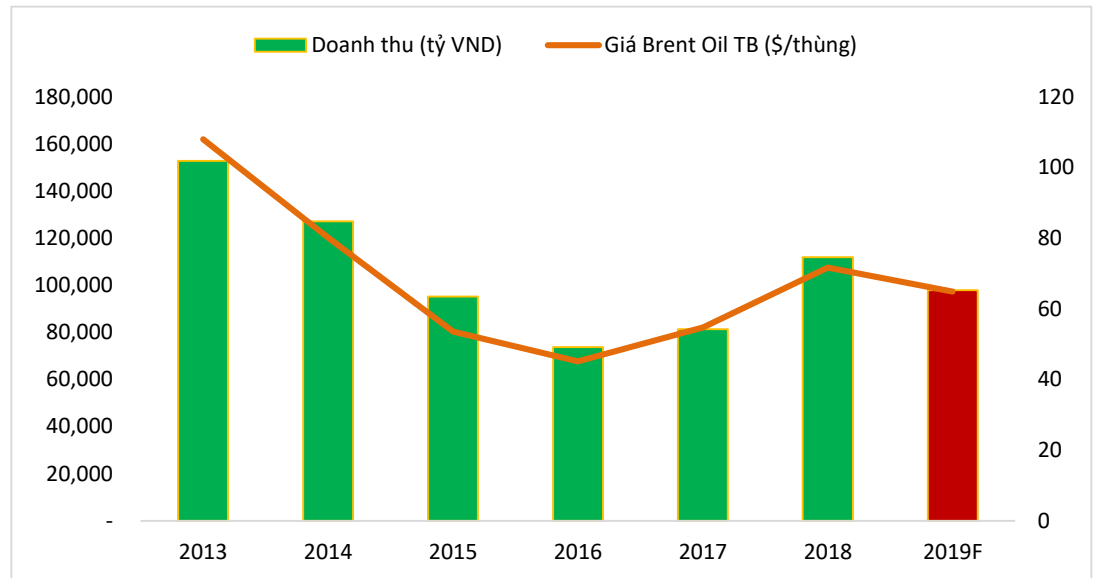
Chú ý: tỷ lệ Crack Spread phổ biến là 3:2:1 với giá dầu đầu vào được lấy từ giá dầu Dated Brent (Platts Singapore) và giá dầu ra là Giá sản phẩm BSR bán buôn cho các nhà cung cấp. Tỷ lệ này sẽ sai khác so với các tỷ lệ “Singapore mogas 92 unleaded (platts) brent crack spread”, tuy nhiên nhà đầu tư có thể căn cứ vào tỷ số này để xem tương quan tỷ lệ này ([xem tại đây](#)).

5. Tình hình tài chính và kinh doanh của công ty

• **Tình hình kinh doanh**

Doanh thu biến động theo giá dầu Brent.

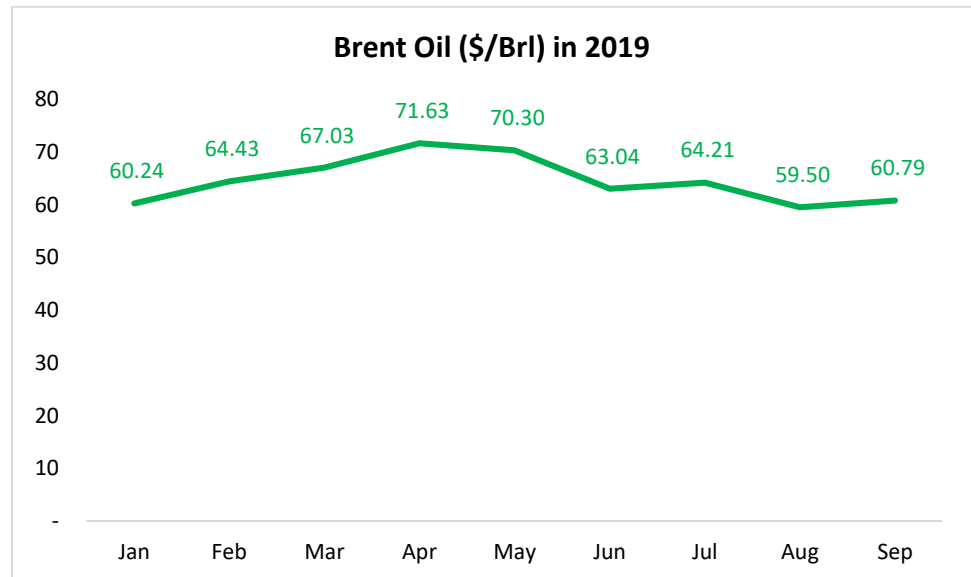
Doanh thu của BSR có tương quan với giá dầu thế giới, khi giá dầu tăng thì làm cho giá sản phẩm hóa dầu cũng tăng theo.



Nguồn: DAS

Dự báo giá dầu Brent trong quý 3 - 4/2019 sẽ đạt mức trung bình 65 USD/thùng, điều này sẽ giúp cho doanh thu của BSR duy trì ổn định ở mức tương đương với giai đoạn nửa đầu năm 2019.

Giá dầu Brent được dự báo đạt mức trung bình 65 \$/thùng trong 6 tháng cuối năm 2019.



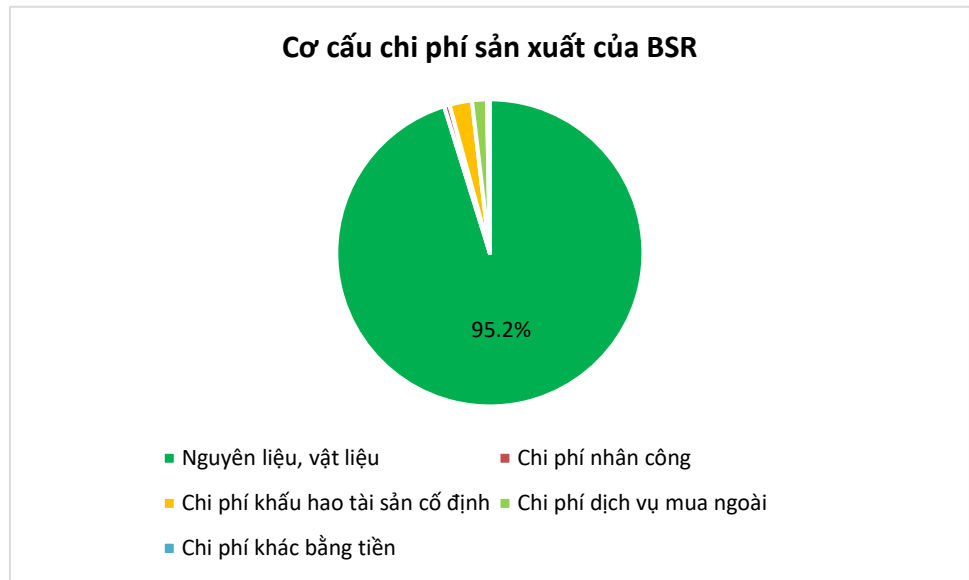
Nguồn: DAS

Ngoài ra, trong năm 2019 BSR không có bảo dưỡng lớn nên thời gian hoạt động sẽ không bị gián đoạn, do đó chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ duy trì ở mức 109%, tương ứng với khoảng 6.65 triệu thùng dầu được sản xuất.

Chi phí dầu thô chiếm phần lớn giá vốn của BSR, phần còn lại là khấu hao tài sản cố định.

Trong khi đó, cơ cấu giá vốn của BSR phân lớn là chi phí nguyên liệu dầu thô đầu vào, chiếm tới 95.2%, do đó những biến động của giá dầu thô sẽ ảnh hưởng lớn đến tình hình hoạt động kinh doanh của BSR.

Phần lớn dầu thô của BSR được nhập từ mỏ Bạch Hổ, tuy nhiên mỏ này đang có xu hướng cạn kiệt và sớm phải đóng mỏ do thời gian khai thác đã quá lâu (trung bình khoảng 30-35 năm). Công ty cũng đang đa dạng nguồn cung dầu mỏ bằng cách kiếm các nguồn dầu thay thế từ Azerbaijan. Tuy nhiên, điều này cũng sẽ gây nên tình trạng giá thành cao hơn và những rủi ro trong quá trình nhận hàng.

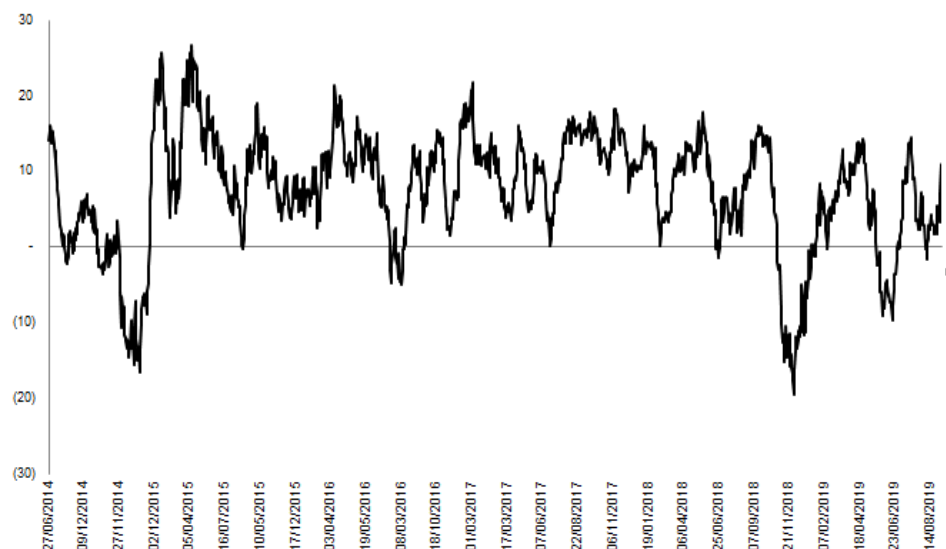


Nguồn: DAS

Lợi nhuận của BSR lại phụ thuộc vào tỷ lệ Crack Spread hơn là giá dầu, đây chính là chênh lệch giữa phần giá bán đầu ra so với chi phí đầu vào tương ứng trên một đơn vị thùng dầu (giải thích ở trên).

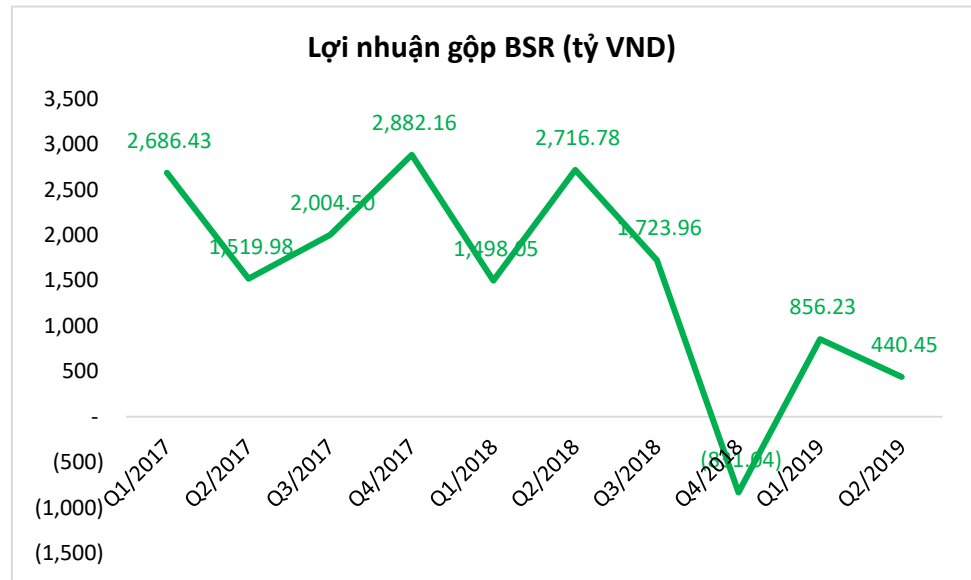
Tỷ lệ Cracking Spread của BSR đang tăng trở lại, dự báo lợi nhuận quý 3/2019 sẽ gấp đôi so với lợi nhuận quý 2/2019.

Biểu đồ tỷ lệ Crack Spread của Brent Mogas 92 Singapore



Nguồn: DAS

Như vậy, nhìn vào đồ thị này có thể thấy lợi nhuận của BSR phụ thuộc nhiều vào tỷ lệ Crack Spread hơn là giá dầu.



Nguồn: DAS

Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ Cracking Spread:

- Sự bất ổn và không chắc chắn của yếu tố chính trị tại các trọng điểm sản xuất dầu mỏ sẽ làm giảm nguồn cung, đẩy giá dầu lên cao. Điều này trong ngắn hạn sẽ làm thu hẹp tỷ lệ Crack Spread, tuy nhiên dài hơn thì các công ty hóa dầu sẽ tăng sản phẩm dầu ra mạnh hơn làm nới rộng tỷ lệ này.
- Điều kiện thời tiết cũng ảnh hưởng đến tỷ lệ Crack Spread, thông thường tỷ lệ này thường nới rộng hơn vào mùa hè và mùa đông do nhu cầu sử dụng sản phẩm cao.
- Các đồng tiền mạnh giảm giá cũng làm cho giá dầu tăng, giá dầu tăng trong ngắn hạn sẽ thu hẹp đi lợi nhuận của các công ty hóa dầu trong ngắn hạn.

• Tình hình tài chính

Tỷ lệ Crack Spread chịu tác động của các yếu tố như sự bất ổn chính trị, điều kiện thời tiết và sự mất giá của các đồng tiền mạnh.

Mặc dù được NHNN cam kết giải phóng hơn 2,700 tỷ tiền gửi tại Ocean Bank, nhưng công ty vẫn chưa biết thời gian cụ thể.

Công ty không trích lập 100% tại công ty BSR-BF, trong khi công có cơ sở chắc chắn cho việc không trích lập này.

Tài sản dở dang tại dự án mở rộng nhà máy vẫn đang phải chịu lãi vay trong khi dự án chậm tiến độ

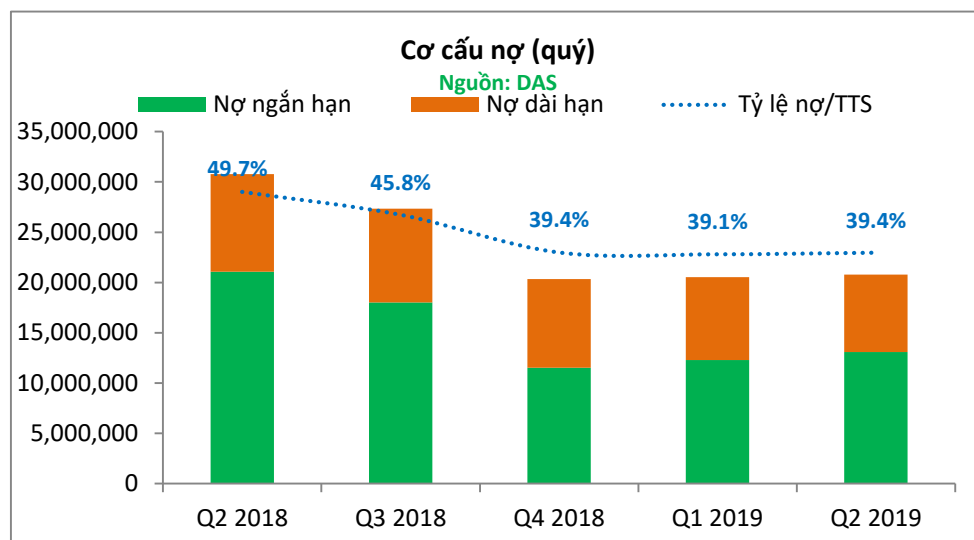
Công ty có khoản tiền 2,734 tỷ đồng đang gửi tại ngân hàng Đại Dương chi nhánh Quảng Ngãi, khoản tiền này hiện đang bị phong tỏa do vướng tới vụ án Ngân hàng Đại Dương. Theo ban lãnh đạo đánh giá thì khoản tiền này sẽ được nhận lại vì đã được chỉ đạo của NHNN, tuy nhiên thời điểm nhận vẫn chưa được thông tin cụ thể.

Trong vấn đề đầu tư vào công ty con và liên kết, cần lưu ý CTCP Nhiên liệu sinh học dầu khí Miền Trung (BSR-BF) đã lỗ lũy kế 962 tỷ đồng, gần bằng vốn điều lệ. Trong khi đó, công ty mới ghi trích lập dự phòng khoản tiền 536 tỷ và thực hiện đánh giá lại tài sản, qua đó ghi nhận giá trị tài sản ròng của công ty này hơn 200 tỷ đồng. Theo chúng tôi, khoản đầu tư này nên được trích lập dự phòng ở mức 100% mới phản ánh đúng hiện trạng và đây là điểm cần lưu ý trong quá trình đầu tư.

Tài sản dở dang phần lớn là chi phí xây dựng nhà máy mở rộng, với chi phí đến thời điểm hiện tại hơn 940 tỷ đồng. Số tiền này phần lớn là chi phí giải phóng mặt bằng và các công việc chuẩn bị trước khi tiến hành đấu thầu. Trong trường hợp công ty trễ tiến độ thì 940 tỷ này vẫn phải trả lãi vay đều đặn, ảnh hưởng đến cơ cấu tài chính công ty.

Cơ cấu tài chính của BSR đã dần trở về trạng thái an toàn, trong đó tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản liên tục giảm từ mức 66.3% năm 2014 về mức 41% trong năm 2018, và tiếp tục giảm về mức 39.4% trong quý 2/2019.

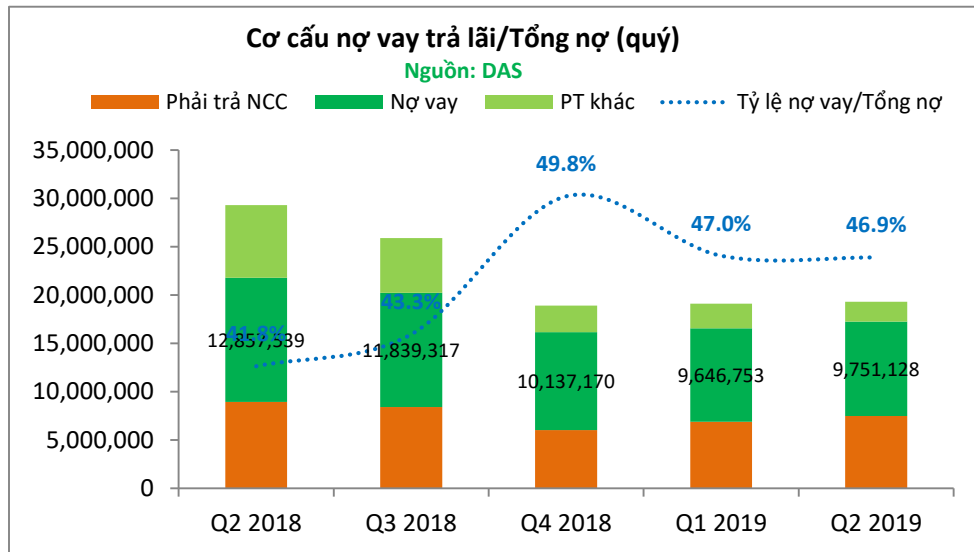
Cơ cấu tài chính đã bắt đầu ổn định, tỷ lệ nợ đã giảm về mức an toàn



Nguồn: DAS

Trong thời gian đầu hoạt động, tỷ lệ nợ vay ngân hàng luôn chiếm tỷ trọng lớn lên đến 82.6% tổng nợ phải trả trong năm 2014 và cũng giảm dần về mức 46.9% trong quý 2/1019, qua đó giúp công ty không bị gánh nặng quá lớn về lãi vay.

Số nợ vay trả lãi đang giảm dần và chỉ còn hơn 9,700 tỷ, giảm áp lực lãi vay và rủi ro tỷ giá.



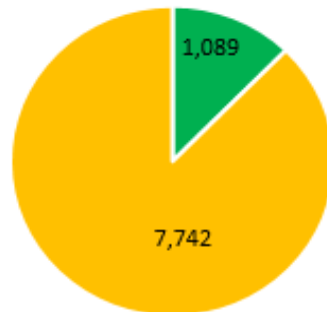
Nguồn: DAS

Tại thời điểm quý 2/2019, BSR đang có hơn 9,700 tỷ đồng nợ vay trả và trong số này được phân loại vay theo USD chiếm tỷ trọng hơn 95%, còn lại vay bằng VND.

Ngoài ra, nếu phân loại theo lãi suất thả nổi và lãi suất cố định thì tỷ trọng vay theo lãi suất cố định chiếm hơn 87% tổng giá trị vay.

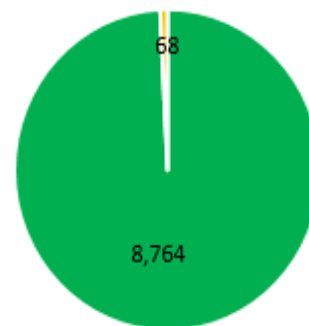
Nợ vay bằng USD chiếm đa số, và vay theo hình thức cố định lãi vay chiếm chủ yếu.

Phân loại vay theo hình thức đảm bảo



■ Vay LS thả nổi (tỷ) ■ Vay LS cố định (tỷ)

Phân loại vay theo đồng tiền vay



■ Vay bằng USD (tỷ) ■ Vay bằng VND (tỷ)

Nguồn: DAS

Do hầu hết các khoản vay được vay theo USD nên việc tỷ giá USD/VND thay đổi sẽ ảnh hưởng lớn đến chi phí tài chính của công ty. Nếu tỷ giá USD/VND tăng 1% thì chi phí tài chính của BSR tăng lên khoảng 87 tỷ đồng, và trong năm 2018 công ty đã lỗ hơn 218 tỷ đồng tỷ giá.

Tỷ giá USD/VND trong năm 2019 khá ổn định, dự báo biến động dưới 2% và do đó chi phí lỗ tỷ giá của BSR nằm trong khoảng 130.5 tỷ, thấp hơn nhiều so với năm 2018.

Ngoài ra, hầu hết các khoản vay của BSR là được vay theo lãi suất cố định, nên rủi ro về lãi suất với BSR được kiểm soát khá tốt.

Lợi nhuận giảm do giá vốn tăng

Như đã phân tích ở trên, lợi nhuận năm nay của BSR giảm do chi phí giá vốn đang ngày càng tăng, tỷ lệ Crack Spread bị thu hẹp lại.

Lợi nhuận giảm so với 2018 nhưng tăng mạnh so với 6 tháng đầu năm 2019

Bảng kết quả kinh doanh 4 năm gần nhất (Đã xử lý)	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
13 EBIT	63,714	6,423,648	4,703,824	8,110,070	3,786,276	3,182,697
14 Chi phí lãi vay	1,589,479	859,583	646,912	530,351	456,018	446,898
15 EBT	(1,525,765)	5,564,065	4,056,912	7,579,719	3,330,258	2,735,799
16 Thuế TNDN - hiện thời	3,189	317,088	263,537	433,697	224,446	224,446
17 Thuế TNDN - Hoàn lại	-	7,822	4,552	3,854	4,935	4,935
18 Net Income (gồm cả CĐ không kiểm soát)	60,525	6,098,738	4,435,735	7,672,519	3,556,895	2,953,316

Nguồn: DAS

Mặc dù vậy, nhưng so với con số lợi nhuận hơn 900 tỷ đã đạt được trong 6 tháng đầu năm 2019, thì con số 1,400 tỷ có thể đạt được trong 6 tháng cuối năm cũng là một cải thiện rất đáng kể.

Có được điều này nhờ các yếu tố như (1) lỗ tỷ giá năm nay duy trì ở mức thấp; (2) lãi suất duy trì ổn định; (3) tỷ lệ Crack Spread đang tăng trở lại giúp cho biên lợi nhuận tăng.

6. Triển vọng và định giá

Dự báo

Như đã phân tích ở trên, doanh thu của BSR phụ thuộc ba yếu tố chính: (1) hiệu suất hoạt động; (2) biến động giá dầu Dated Brent; (3) kế hoạch đại tu.

Doanh thu được dự báo tăng vượt kế hoạch nhờ giá dầu tăng.

- Hiệu suất hoạt động được dự báo đạt 107% trong năm 2019.
- Giá dầu Dated Brent được dự báo sẽ ở mức trung bình 65 USD/thùng trong 6 tháng cuối năm, tức là tương đương với giai đoạn 6 tháng đầu năm.
- BSR thường có kế hoạch đại tu 3 năm một lần, trong đó có các lần trong các năm 2011, 2014 và 2017. Do đó, dự kiến công ty sẽ không có kế hoạch đại tu trong năm 2019 và nhà máy sẽ được hoạt động hết công suất.

Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu của 101,830.34 tỷ đồng trong năm 2019, vượt 3.93% so với kế hoạch.

Mặc dù vậy, nhưng phần lớn lợi nhuận lại phụ thuộc vào tỷ lệ Cracking Spread, tỷ lệ này chi phối hiệu quả hoạt động của BSR. Tỷ lệ Cracking Spread như quan sát ở trên có tính ổn định trong năm 2019 hơn giai đoạn 2018, đặc biệt là đang phục hồi mạnh trở lại sau đợt suy giảm trong quý 2/2019.

Chúng tôi dự báo BSR có thể đạt được mức lợi nhuận khoảng 800 tỷ trong quý 3/2019 và 1,200 tỷ trong quý 4/2019. Điều này có được nhờ diễn biến của Cracking Spread đang khá tương đồng với quý 1/2019, trong khi giá dầu được dự báo sẽ tăng mạnh trong quý 4/2019 do khủng bố xảy ra tại một trong những nhà máy chế biến dầu lớn nhất thế giới thuộc tập đoàn Saudi Aramco của quốc gia Ả Rập Saudi.

Như vậy, dự báo tổng lợi nhuận đạt được trong năm 2019 của BSR khoảng **2,950 tỷ đồng**, tương ứng với mức **EPS đạt 953 VND/cổ phiếu**.

Khuyến nghị

Hiện tại BSR là công ty lọc dầu duy nhất niêm yết trên sàn chứng khoán với quy mô vốn hóa thuộc top 50 công ty lớn nhất. Do đó, chúng tôi cho rằng BSR xứng đáng được cộng hưởng mức phần bù vào P/E so với trung bình ngành.

Khuyến nghị Mua với BSR với mục tiêu lợi nhuận trên 41.5%

Công ty	Quốc gia	P/E
Petron Corp	Philippine	14.7
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn độ	12.9
Irpc Pc	Thái Lan	11.7
Esso Thailand Pcl	Thái Lan	10.05
S-oil Corp	Hàn Quốc	11.09
Trung Bình		12.09

Chúng tôi đưa ra mức đề xuất **P/E 12** lần cho cổ phiếu BSR, tương ứng với định giá **12,750 VND/cổ phiếu**. Do đó, khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu BSR với mức tăng **41.5%** so với mức giá hiện tại.

Phân tích kỹ thuật

Theo sóng Elliott thì BSR đã được định giá cao ngay từ khi IPO và do đó khi lên sàn niêm yết cổ phiếu sẽ điều chỉnh sóng A-B-C dài.

BSR đã hoàn thành sóng giảm A-B-C và đã xác nhận tạo đáy đi lên.



Nguồn: DAS Research

Cho đến ngày 15/9/2019, giá cổ phiếu đã chạm mốc 8,600 đồng/cổ phiếu và đang tăng trở lại và do đó chúng tôi có thể khẳng định với xác suất cao rằng BSR đã tạo đáy trung hạn tại đây.

Mục tiêu tăng thứ nhất the PTKT là 12,000-12,400 đồng/cổ phiếu

Mục tiêu tăng giá của cổ phiếu sẽ đạt các kháng cự Fibonacci của sóng giảm C, ở đó kháng cự gần nhất là Fibonacci 23.4%, tương ứng với mức giá là 12,000 đồng/cổ phiếu.

Kết hợp với phân tích định giá ở trên, chúng tôi cho rằng việc giá có thể dao động từ 12,000-12,400 đồng/cổ phiếu là có thể xảy ra và đạt mục tiêu của cả hai trường hợp.

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Tư vấn tài chính và Tư vấn đầu tư, Lưu ký chứng khoán.

Hệ thống chi nhánh

❖ Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 2 & 3 Tòa nhà 468 Nguyễn Thị Minh Khai, P.2, Q.3, TP. HCM

Điện thoại: (848) 3833 6333

Fax: (848) 3833 3891

❖ Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM

Điện thoại: (84.8) 3821 8666

Fax: (84.8) 3821.4891

❖ Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3944 5175

Fax: (844) 3944 5178 - 3944 5176

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.