

Ngành dầu khí

Báo cáo cập nhật Q3/2019

20/09/2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **11.634**

Giá thị trường (20/09/2019) 9.600

Lợi nhuận kỳ vọng 21,18%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	8.700-20.900
Vốn hóa	28.574
SL cổ phiếu lưu hành	3.100.499.616
KLGD bình quân 10 ngày	1.185.176
% sở hữu nước ngoài	n/a
Beta	1,34

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bình Nguyễn

(84 24) 3928 8080 ext 213

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

BSR đang vận hành tốt hơn các nhà máy lọc dầu trong khu vực trong khi định giá rẻ hơn

Giảm thuế nhập khẩu dầu thô sẽ giúp BSR tiết giảm chi phí nguyên vật liệu hàng năm khoảng 560 tỷ đồng. Thuế suất nhập khẩu dầu thô theo quyết định số 28/2019/QT-TTg sẽ giảm từ 5% về 0% kể từ ngày 1/11/2019. Trong kịch bản giá dầu Brent khoảng 65 USD/thùng, chi phí nguyên vật liệu của BSR một năm khoảng gần 90 ngàn tỷ đồng trong đó ~12% là nhập khẩu, 60% mua từ mỏ Bạch Hổ và số còn lại mua từ các mỏ nội địa khác. Như vậy, việc giảm thuế suất sẽ giúp cho BSR tiết giảm được khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2019, các năm tiếp theo ước tính giảm chi phí khoảng 560 tỷ đồng mỗi năm.

BSR đang vận hành tốt hơn các nhà máy lọc dầu trong khu vực trong khi định giá rẻ hơn. So với các nhà máy lọc dầu trong khu vực, nhà máy lọc dầu Dung Quất của Bình Sơn vận hành hiệu quả hơn, đặc biệt là trong một vài quý trở lại đây khi mà các nhà máy lọc dầu trong khu vực chịu mức lỗ hàng tồn kho nhưng tổng thể KQKD của Bình Sơn vẫn có lãi.

Dự phóng LNST Q3/2019 ước tính khoảng 423 tỷ đồng. Chúng tôi dùng chỉ số Crude inventory gains/losses của khu vực châu Á để ước tính LNST của BSR trong Q3/2019 vào khoảng 423 tỷ đồng. Chúng tôi nhận thấy chỉ số này có mức độ liên quan tới KQKD của BSR hơn là crack spread.

Lợi nhuận cả năm 2019. Tổng kết chúng tôi hạ dự báo về lợi nhuận năm 2019 của BSR xuống mức 2.129 tỷ đồng so với mức 4.232 tỷ đồng trước đây do diễn biến giá dầu Brent không thuận lợi.

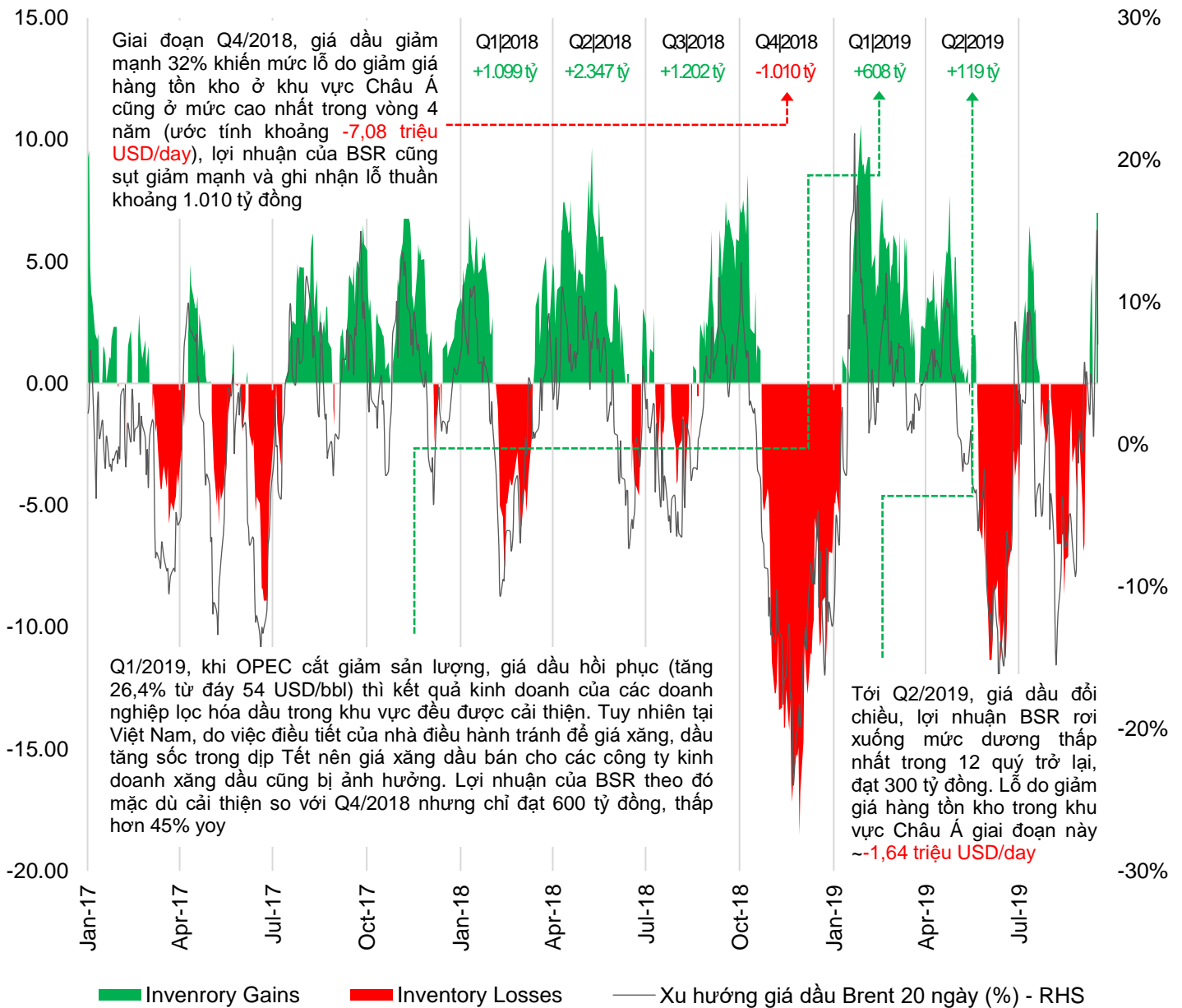
Ngành lọc hóa dầu tiếp tục gặp khó khăn trong 2019-2020 do công suất lọc dầu gia tăng mạnh và tập trung chủ yếu ở các nước Châu Á. Theo kế hoạch, chỉ riêng tại Trung Quốc, công suất lọc dầu sẽ tăng thêm 0,89 triệu thùng/ngày năm 2019 và 1,08 triệu thùng/ngày năm 2020. Việc dư thừa nguồn cung có thể tiếp tục kéo mặt bằng crackspread xuống mức thấp hơn 2018.

Khuyến nghị. Khi so sánh với các công ty lọc dầu trong khu vực, chúng tôi nhận thấy BSR đang vận hành tốt hơn trong khi xét về định giá lại rẻ hơn sau một thời gian dài cổ phiếu BSR giảm mạnh. Đây là lý do chúng tôi thực hiện đánh giá **OUTPERFORM** cho cổ phiếu BSR với mức giá mục tiêu là **11.634 đồng/CP**.

Chỉ số crude inventory gains/losses được dùng thay cho crack spread để đưa ra dự phóng KQKD của BSR

Chúng tôi nhận thấy mức độ lãi/lỗ hàng tồn kho của khu vực Châu Á, sử dụng giá dầu thô Dubai và giá các sản phẩm lọc hóa dầu của Singapore để tính toán với độ trễ 22 ngày có mức độ liên quan tới KQKD của BSR hơn là crackspread. Kết quả như trong biểu đồ dưới đây:

ASIA crude inventory gains/losses (mil USD/day) & KQKD của BSR

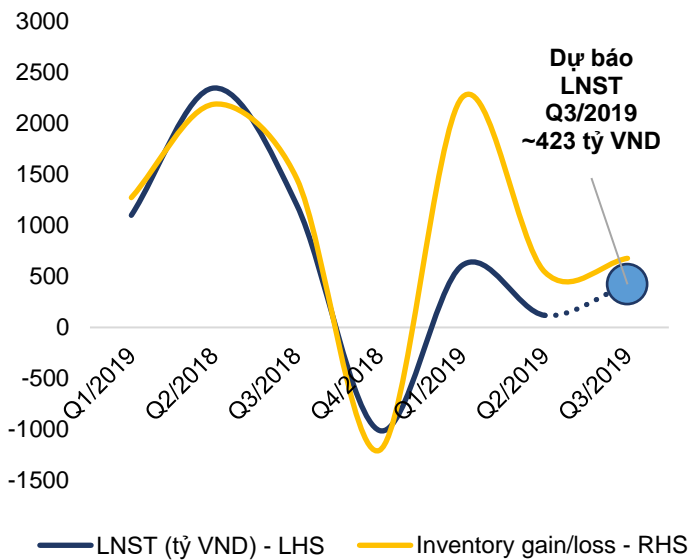


Dự phóng KQKD Q3/2019.

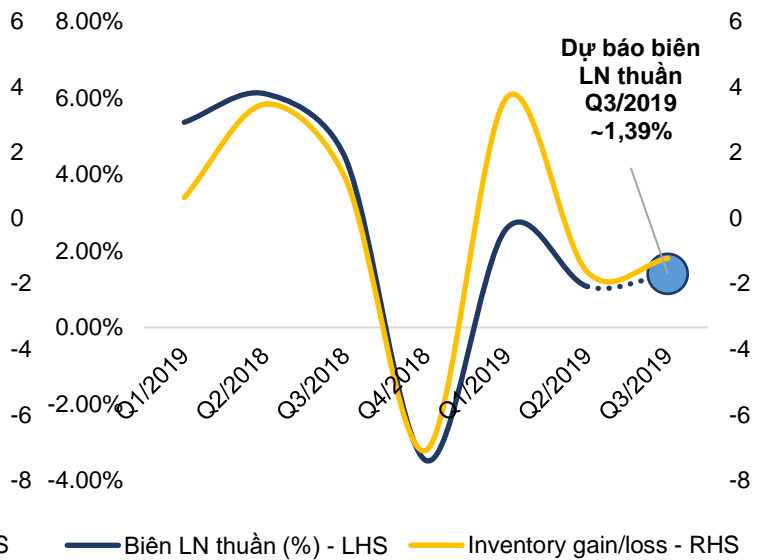
Tính đến thời điểm ngày 17/09/2019, lỗ từ giảm giá hàng tồn kho tại Châu Á ở mức -1,22 triệu USD/day (do xu hướng giá dầu Brent tiếp tục giảm giá), thấp

hơn mức lỗ -1,64 triệu USD/day của quý 2 trước đó. Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh Q3/2019 của BSR cũng không nằm ngoài quy luật chung của khu vực và theo đó sẽ cải thiện hơn so với Q2/2019, nhưng vẫn chưa thực sự khả quan với con số chúng tôi ước tính vào khoảng 423 tỷ đồng LNST.

Mối quan hệ giữa Inventory gain/loss và LNST của BSR



Mối quan hệ giữa Inventory gain/loss và Biên LN thuần của BSR



Giảm thuế nhập khẩu dầu thô sẽ giúp BSR tiết giảm chi phí nguyên vật liệu hàng năm khoảng 560 tỷ đồng.

Thuế suất nhập khẩu dầu thô theo quyết định số 28/2019/QT-TTg sẽ giảm từ 5% về 0% kể từ ngày 1/11/2019. Trong kịch bản giá dầu Brent khoảng 65 USD/thùng, chi phí nguyên vật liệu của BSR một năm khoảng gần 90 ngàn tỷ đồng trong đó ~12% là nhập khẩu, 60% mua từ mỏ Bạch Hổ và số còn lại mua từ các mỏ nội địa khác. Riêng trong năm 2019, BSR dự kiến sẽ nhập khẩu khoảng 7,5 triệu thùng dầu thô trong đó có 3 lô nhập khẩu từ Mỹ với khối lượng khoảng 3 triệu thùng. Như vậy, việc giảm thuế suất nhập khẩu dầu thô từ 5% về 0% sẽ giúp cho BSR tiết giảm được khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2019, các năm tiếp theo ước tính giảm chi phí khoảng 560 tỷ đồng mỗi năm (con số này ước tính dựa trên giá dầu Brent ~65 USD/thùng). Tuy nhiên, việc BSR có được hưởng lợi hết phần thuế nhập khẩu giảm hay không còn tùy thuộc vào chính sách giá bán của công ty ở từng thời điểm.

BSR đang vận hành tốt hơn các nhà máy lọc dầu trong khu vực trong khi định giá rẻ hơn

So với các nhà máy lọc dầu trong khu vực, nhà máy lọc dầu Dung Quất của Bình Sơn vận hành hiệu quả hơn, đặc biệt là trong một vài quý trở lại đây khi mà các nhà máy lọc dầu trong khu vực chịu mức lỗ hàng tồn kho nhưng tổng thể KQKD của Bình Sơn vẫn có lãi.

Chỉ tiêu	Q1/2019	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019E
LNST (tỷ VND)	1.099	2.347	1.202	-1.010	608	119	423
Inventory gain/loss (mil USD/day)	0,63	3,48	1,21	-7,08	3,68	-1,64	-1,22
Biên LN thuần (%)	5,36%	6,11%	4,42%	-3,48%	2,59%	1,07%	1,39%

Biên lợi nhuận và EBITDA margin của BSR cũng cao hơn nhiều so với các công ty lọc dầu khác trong khu vực.

Công ty	BSR	Mangalore Refinery & Petron	Thai Oil	Petron Corp	IRPC	Bangchak Corp	Star Petroleum Refining	Pilipinas Shell Petroleum
Quốc gia	Việt Nam	Ấn Độ	Thái Lan	Phillippines	Thái Lan	Thái Lan	Thái Lan	Phillippines
Vốn hóa (triệu USD)	1.349	1.216	4.687	926	2.620	1.238	1.361	1.051
Biên EBITDA (%)	5,89	5,50	3,44	4,70	4,08	3,35	-0,49	4,84
Biên LN thuần (%)	3,22	0,55	1,24	-0,66	0,52	0,19	-0,84	1,45
Nợ/TTS (%)	19,04	47,66	39,86	56,12	31,44	43,03	0,00	15,29
ROA (%)	6,20	1,07	1,91	-0,94	0,76	0,33	-2,82	3,64
ROE (%)	11,01	3,43	3,87	-6,00	1,60	0,87	-4,18	8,40

Việc triển khai nhà máy nâng cấp mở rộng với tổng mức đầu tư 1,8 tỷ USD (tương đương với hơn 40.000 tỷ đồng), trong đó nhu cầu vốn vay khoảng hơn 26.000 tỷ đồng sẽ tiếp tục chậm trễ. Nợ vay dài hạn của BSR do đó sẽ tiếp tục giảm trong năm 2019 và KQKD sẽ hưởng lợi nhờ tiết giảm chi phí lãi vay.

Trong khi về định giá, BSR lại đang được định giá rẻ hơn các công ty lọc dầu khác trong khu vực.

Công ty	BSR	Mangalore Refinery & Petron	Thai Oil	Petron Corp	IRPC	Bangchak Corp	Star Petroleum Refining	Pilipinas Shell Petroleum	Trung bình khu vực
EV/EBITDA (x)	7,01	5,45	6,91	8,66	9,77	9,43	8,66	7,04	7,99
EV/Book (x)	1,49	2,86	1,15	3,30	1,98	2,09	1,08	2,18	2,09
EV/Sales (x)	0,41	0,59	0,36	0,47	0,61	0,46	0,20	0,39	0,44
PB (x)	1,35	1,88	1,11	0,91	1,34	1,02	1,08	1,98	1,33
PE (x)	11,69	9,66	13,33	27,54	15,13	17,74	18,46	15,16	16,72

Các chỉ số lịch sử cũng cho thấy ngành lọc dầu khu vực duy trì mặt bằng định giá tương đối ổn định trong 4 năm trở lại đây với EV/EBITDA ~7,32x; EV/Book ~2,16x; EV/Sales ~0,45x; P/B ~1,43x bình quân cho cả giai đoạn. Riêng P/E có xu hướng tăng rong 2018 và 2019 bởi lợi nhuận cả ngành đi xuống trong giai đoạn này trong bối cảnh dầu thô tăng giá.

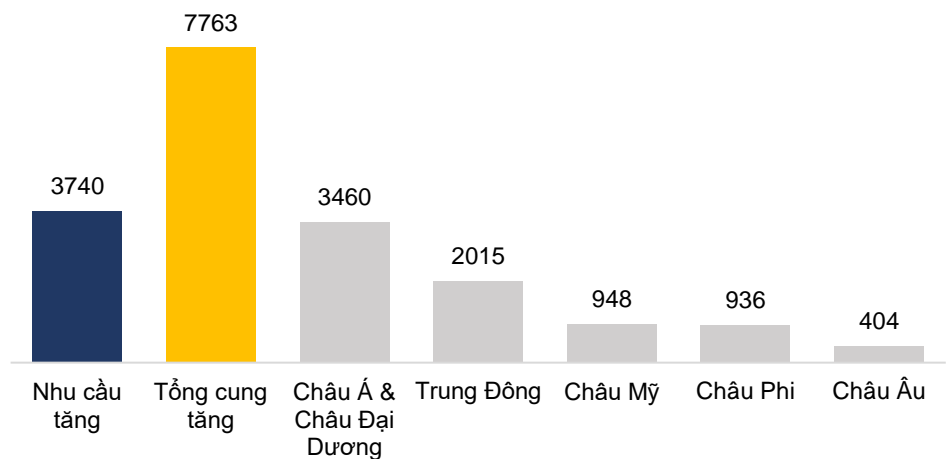
Chỉ tiêu	Khu vực Asia Pacific				BSR	
	2016	2017	2018	2019	2018	2019*
EV/EBITDA (x)	5,89	6,96	7,69	8,73	7,01	8,65
EV/Book (x)	2,56	2,44	1,97	1,68	1,49	1,35
EV/Sales (x)	0,51	0,58	0,37	0,34	0,41	0,43
PB (x)	1,66	1,77	1,29	0,99	1,35	1,35
PE (x)	9,39	8,75	14,57	20,12	11,69	13,75
EBITDA yield (%)	0,20	0,15	0,14	0,12	0,14	0,11
Dividend yield (%)	3,66	3,22	4,12	0,00	0,00	n/a

(*) Dựa trên giá đóng cửa ngày 20/9/2019 và các chỉ tiêu dự báo 2019.

Ngành lọc hóa dầu tiếp tục gặp khó khăn trong 2019-2020.

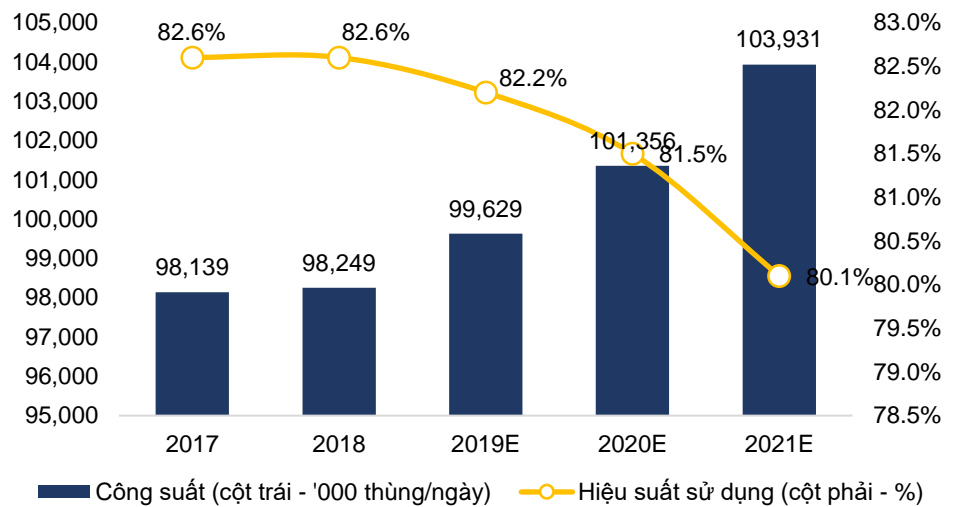
Ngành lọc hóa dầu sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong năm 2019 và 2020 do công suất lọc dầu gia tăng mạnh và tập trung chủ yếu ở các nước Châu Á. Theo kế hoạch, chỉ riêng tại Trung Quốc, công suất lọc dầu sẽ tăng thêm 0,89 triệu thùng/ngày năm 2019 và 1,08 triệu thùng/ngày năm 2020. Việc dư thừa nguồn cung có thể tiếp tục kéo mặt bằng crackspread xuống mức thấp hơn 2018.

Nhu cầu và nguồn cung tăng thêm của thế giới 2017-2021 ('000 thùng/ngày)



Hiệu suất sử dụng các sản phẩm lọc hóa dầu dự kiến sẽ giảm từ nay đến 2021 tạo áp lực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.

Hiệu suất các nhà máy lọc dầu trên thế giới



Dự báo kết quả kinh doanh 2019

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm cho rằng BSR sẽ không có quý nào ghi nhận lỗ và kịch bản xấu hồi cuối năm 2018 khó lặp lại.

Ảnh hưởng từ giảm thuế nhập khẩu. Từ ngày 1/11 tới đây, thuế suất nhập khẩu dầu thô sẽ giảm từ mức 5% xuống mức 0%, bằng với thuế suất nhập khẩu ưu đãi thông thường MFN mặt hàng dầu thô từ 172 nước, vùng lãnh thổ có đối xử tối huệ quốc với Việt Nam. Với tỷ trọng dầu thô nhập khẩu hiện chỉ chiếm khoảng 12% trong cơ cấu nguyên liệu đầu vào, và 97% giá vốn của BSR được chi vào việc mua dầu thô, chúng tôi ước tính BSR sẽ tiết kiệm được khoảng 100 tỷ chi phí trong năm 2019.

Kịch bản giá dầu. Vụ tấn công vào hai cơ sở lọc dầu của Aramco (Saudi Arabia) vào cuối tuần qua mặc dù khiến sản lượng dầu nước này mất đi 5,7 triệu thùng, tương đương 5% sản lượng dầu toàn cầu nhưng theo thông báo mới nhất, hai cơ sở này sẽ quay trở lại hoạt động bình thường sau hai tuần do đó ảnh hưởng tăng giá nhiều khả năng sẽ chỉ mang tính ngắn hạn. Do vậy, chúng tôi cho rằng đà tăng của giá dầu sẽ sớm dừng lại và con số KQKD của năm 2019 được chúng tôi ước tính dựa trên kịch bản giá dầu Brent khoảng 65 USD/thùng.

Tổng kết chúng tôi hạ dự báo về lợi nhuận cả năm của BSR xuống mức 2.129 tỷ đồng so với mức 4.232 tỷ đồng trước đây do diễn biến giá dầu Brent không thuận lợi.

Chỉ tiêu	2019F	2018
Doanh thu	102.598	111.952
Giá vốn hàng bán	99.215	106.914
Lợi nhuận gộp	3.473	5.038
Doanh thu hoạt động tài chính	588	630

Chi phí tài chính	616	808
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	278	456
Chi phí bán hàng	787	750
Chi phí quản lý doanh nghiệp	423	339
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2.235	3.772
Thu nhập khác	65	53
Chi phí khác	53	38
Tổng lợi nhuận trước thuế	2.259	3.787
Thuế thu nhập doanh nghiệp	130	224
Lợi nhuận sau thuế	2.129	3.562
EPS	698	n/a

Định giá cổ phần

Chúng tôi định giá BSR theo phương pháp so sánh với các công ty lọc dầu khác trong khu vực qua 5 chỉ tiêu: EV/EBITDA, EV/Book, EV/Sales, P/B, P/E với hệ số multiples lấy theo mức bình quân các công ty lọc dầu trong khu vực từ 2016-2019. Riêng hệ số nhân EV/EBITDA và EV/Book chúng tôi lấy theo mức bình quân 2 năm gần đây nhất. Kết quả định giá là **11.634 đồng/CP** như trong bảng dưới đây:

Phương pháp	Khu vực Asia Pacific				Multiples (x)	Yếu tố	Kết quả định giá	
	2016	2017	2018	2019			2019	Định giá
EV/EBITDA (x)	5,89	6,96	7,69	8.73	8.21	EBITDA (tỷ VND)	5.149	9.046
EV/Book (x)	2,56	2,44	1,97	1.68	1.82	Book (tỷ VND)	32.582	14.582
EV/Sales (x)	0,51	0,58	0,37	0.34	0.45	Sales (tỷ VND)	102.598	10.293
PB (x)	1,66	1,77	1,29	0.99	1.43	Book per share	10.509	15.028
PE (x)	9,39	8,75	14,57	20.12	13.21	EPS (VND/share)	698	9.219
Trung bình các phương pháp								11.634

Khuyến nghị đầu tư

Khi so sánh với các công ty lọc dầu trong khu vực, chúng tôi nhận thấy BSR đang vận hành tốt hơn trong khi xét về định giá lại rẻ hơn sau một thời gian dài cổ phiếu BSR giảm mạnh. Đây là lý do chúng tôi thực hiện đánh giá **OUTPERFORM** cho cổ phiếu BSR với mức giá mục tiêu là **11.634 đồng/CP**.

Giảm thuế suất nhập khẩu dầu thô chúng tôi ước tính sẽ giúp BSR tiết giảm chi phí khoảng 560 tỷ đồng/năm kể từ 2020, năm 2019 ước tính con số này vào khoảng 100 tỷ. Đây cũng là nhân tố sẽ giúp cho BSR cải thiện về lợi nhuận nếu công ty tận dụng được phần chi phí cắt giảm.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019E
Doanh thu	73.686	81.333	111.952	102.598
Giá vốn	67.353	72.239	106.914	99.215
Lợi nhuận gộp	6.333	9.093	5.038	3.473
Doanh thu tài chính	928	783	630	588
Chi phí tài chính	1.098	572	808	616
Lợi nhuận sau thuế	4.436	7.673	3.562	2.129
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4.483	7.711	3.606	2.165

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019E
Tiền & khoản tương đương tiền	12.784	12.591	5.762	6.351
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.494	11.103	8.965	10.719
Hàng tồn kho	6.805	8.043	9.227	9.137
Tài sản cố định hữu hình	31.402	29.111	26.899	24.334
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	790	1.067	1.019	1.026
Tổng tài sản	63.181	63.261	53.212	53.041
Nợ ngắn hạn	15.776	17.810	13.100	13.681
Nợ dài hạn	14.521	11.011	8.734	6.778
Vốn chủ sở hữu	32.884	34.440	31.378	32.582
Tổng nguồn vốn	63.181	63.261	53.212	53.041

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019E
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-23%	10%	38%	-8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-27%	73%	-54%	-40%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	8,6%	11,2%	4,5%	3,4%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,0%	9,4%	3,2%	2,1%
ROA (%)	7,0%	12,1%	6,7%	4,0%
ROE (%)	13,5%	22,3%	11,4%	6,5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	48,0%	45,6%	41,0%	38,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	92,1%	83,7%	69,6%	62,8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.431	2.475	n/a	698
BVPS (đồng/cổ phần)	10.606	11.081	10.096	10.509

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, **Nguyễn Bình Nguyễn** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ 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 những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Dầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chuyên viên chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888