Báo cáo cập nhật doanh nghiệp
BSR- CT TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn
5/3/2018

BSC

Khuyến nghị

Trần Thị Hồng Tươi (PTCB)
tuoith@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	31,300
Upside	N/A

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	241
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,557
Giá cao nhất 52 tuần	
KLGĐ Tbinh 10 ngày (cp)	
Sở hữu NĐTNN	

Cổ đông lớn

Nhà nước	43%
IPO	0.79%
ESOP	0.21%
Chiến lược	49%

Tổng quan công ty

BSR là doanh nghiệp lọc hóa dầu đầu tiên được niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Tổng mức đầu tư khoảng 3 tỷ USD, Nhà máy lọc dầu Dung Quất có tổng công suất chế biến đạt 6.5 triệu tấn dầu thô/năm, đáp ứng khoảng 30% nhu cầu thị trường

Các báo cáo khác

Anh cả ngành lọc hóa dầu

Định giá

Kết thúc ngày 01/03/2018, cổ phiếu BSR chào sàn UPcom và tăng trần giao dịch với giá 31,300 đồng/cp, tương đương P/E FW là 11.64x và EV/EBITDA là 9.83x

Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BSR đạt lần lượt là 102,217 tỷ đồng (+ 27%yoy) và 8,341 tỷ đồng (-4% yoy), EPS 2018 là 2,690 đồng/cp (giữ nguyên so với báo cáo phân tích lần đầu của chúng tôi).

Catalysts:

(1) Bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược
(2) Crack spreads tiếp tục ở mức cao mang lại lợi nhuận cao cho BSR, 2 tháng đầu năm 3-2-1 crack spread là 17 USD/thùng
(3) Giá dầu, một trong những yếu tố cơ bản xác định giá xăng đầu ra, được dự báo ở mức trung bình là 59.67 USD/thùng. Do đó, giá xăng được dự báo cao hơn năm 2017 và mang lại lợi thế từ chênh lệch thuế nhập khẩu xăng, xét về giá trị tuyệt đối cao hơn cho BSR.

Rủi ro đầu tư:

(1) Crack spreads co hẹp do dư cung dầu thành phẩm trên toàn cầu
(2) Cạnh tranh tăng sau khi đi vào vận hành NM lọc dầu Nghi Sơn
(3) Rủi ro thu hồi khoản tiền gửi tại Oceanbank
(4) Rủi ro BSR-BF tiếp tục thua lỗ
(5) Rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất

Cập nhật doanh nghiệp (xem chi tiết ở trang 2)

(1) **KQKD 2017 khả quan.** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 81,334 tỷ đồng (+10% yoy) và 8,661 tỷ đồng (+93% yoy).
(2) **Crack spreads.** Chỉ tiêu 321 crack spreads đạt 17.002 USD/thùng, giảm nhẹ so với mức trung bình năm 2017 là 17.868 USD/thùng.
(3) **KQKD năm 2018** khả quan nhờ (1) BSR đã hoàn tất sửa chữa lớn trong năm 2017, hoạt động cả năm 2018; (2) Giá dầu được dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao; (3) Lợi thế từ chênh lệch thuế nhập khẩu của sản phẩm xăng.
(4) **Cổ đông chiến lược**. Đến thời điểm hiện tại đã có hai nhà đầu tư nộp hồ sơ đăng ký tham giá quá trình lựa chọn Nhà đầu tư chiến lược là PLX và Công ty dầu lửa quốc gia Ấn Độ.

(1) **KQKD 2017 khả quan**. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 81,334 tỷ đồng (+10% yoy) và 8,661 tỷ đồng (+93% yoy).

• Tổng sản lượng sản xuất năm 2017 đạt khoảng 6.1 triệu tấn, giảm 10% yoy do nhà máy dừng hoạt động, sửa chữa lớn trong 52 ngày. Tính trung bình cả năm, nhà máy lọc dầu hoạt động với công suất từ 105-107%.

• Giá bán bình quân năm 2017 tăng từ 16-22% tùy từng sản phẩm xăng, dầu, do (1) giá dầu Brent bình quân năm 2017 là 54.2 USD/thùng, cao hơn mức trung bình 2016 là 43.69 USD/thùng; (2) công ty không phải chịu thu điều tiết từ ngày 01/01/2017 mang lại 10% lợi thế về giá đối với sản phẩm xăng, từ đó, doanh thu và lợi nhuận tăng thêm 3,370 tỷ đồng, tương đương 44% lợi nhuận trước thuế của BSR năm 2017.

• BSR tích cực tiết giảm chi phí trong năm. Hệ số tiêu hao sản phẩm giảm từ 1.09 tấn dầu thô/tấn sản phẩm giảm còn 1.083 giúp tiết kiệm khoảng 450 tỷ đồng cho BSR. Chi phí nhân viên giảm 59% yoy. Công ty tiết giảm chi phí sửa chữa lớn như đã đề cập trong báo cáo phân tích BSR.

(2) **Triển vọng năm 2018 tiếp tục khả quan, tuy nhiên, crack spreads có thể giảm so với năm 2017.**

• Sản lượng sản xuất được dự báo đạt gần 7 triệu tấn thành phẩm do không phải nghỉ máy để sửa chữa lớn, và nhà máy hoạt động ổn định với công suất giả định là 109%. Trong 2 tháng đầu năm 2017, nhà máy lọc dầu Dung Quất đã vận hành tại công suất 108%.

• Giá dầu, một trong những thành phần cơ bản cấu thành nên giá bán xăng, DO, JET A1 được dự báo tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2018. Theo số liệu dự báo tập hợp từ các tổ chức lớn trên Bloomberg, trung bình giá dầu năm 2018 đạt 59.67 USD/thùng, cao hơn so với mức 54.2 USD/thùng của năm 2017. Trung bình giá dầu Brent trong 2 tháng đầu năm 2018 là 65.69 USD/thùng. Với kỳ vọng trên, giá xăng được dự báo duy trì ở mức cao hơn năm 2017. Do đó, lợi thế về thuế phản ánh trong doanh thu và lợi nhuận của BSR, xét trên giá trị tuyệt đối sẽ cao hơn trong năm 2018, dự báo đạt 4.210 tỷ đồng trong năm 2018.

Diễn biến 3-2-1 crack spread từ đầu năm 2017- T2/2018

Nguồn: Bloomberg

• 2 tháng đầu năm 2018, chỉ tiêu 3-2-1 crack spreads đạt 17.002 USD/thùng, giảm nhẹ so với mức trung bình cả năm 2017 (17.868 USD/thùng). Cụ thể, crack spread của xăng A95 và A92 giảm từ mức trung bình 12.43 USD/thùng và 8.98 USD/thùng năm 2017 xuống còn lần lượt là 10.54 và 6.78 USD/thùng. Ở chiều ngược lại, crack spread đối với DO và Jet A1 tăng từ 10.46 USD/thùng và 9.67 USD/thùng lên tương ứng là 12.07 và 10.78 USD/thùng. Chúng tôi cho rằng, để đảm bảo hiệu quả kinh doanh, BSR sẽ cân đối lại tỷ lệ xăng và dầu, theo hướng tăng tỷ lệ dầu. Tuy nhiên, do BSR được lợi từ chênh lệch 10% thuế nhập khẩu đối với xăng, nếu xu hướng này tiếp diễn, crack spreads chung của BSR sẽ giảm so với năm 2017.

(3) **Cổ đông chiến lược.** BSR đã được thông qua phương án bán 49% cổ phần cho Nhà đầu tư chiến lược, Nhà nước sẽ chỉ giữ lại 43% vốn tại BSR. Theo thông tin từ đại diện BSR, hiện đã có hai nhà đầu tư đăng ký tham gia quá trình lựa chọn Nhà đầu tư chiến lược là Tập đoàn Petrolimex (Việt Nam) và Công ty Dầu lửa quốc gia Ấn Độ (Nation Indian Oil Corporation). Ngoài ra, các Nhà đầu tư khác như Pertamina (Indonesia), Bangchak Corporation Public Company Limited (Thái Lan)… cũng đang nghiên cứu để xin được tiếp tục nộp hồ sơ tham gia quá trình lựa chọn Nhà đầu tư chiến lược để cùng BSR phát triển hóa dầu.

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	9T2017	2018E
Doanh thu thuần	**127,224**	**95,272**	**73,686**	**54,490**	**102,217**
LN gộp	**1,878**	**9,942**	**6,333**	**6,211**	**10,170**
DT tài chính	1,478	784	928	573	413
CP tài chính	(2,437)	(2,273)	(1,098)	444	(716)
Lãi vay	(1,589)	(860)	(647)	401	(457)
CP bán hàng	(567)	(599)	(618)	(407)	(609)
CP QLDN	(295)	(1,060)	(831)	(221)	(519)
Lãi/lỗ HĐKD	**51**	**6,795**	**4,715**	**5,712**	**8,739**
TNhập khác (ròng)	12	(371)	(11)	10,605	-
LN trước thuế	**64**	**6,424**	**4,704**	**5,723**	**8,739**
LN sau thuế	**61**	**6,099**	**4,436**	**5,430**	**8,302**
LN CĐ thiểu số				(31)	(39)
LN Cty mẹ	129	6,176	4,483	5,461	8,341
EPS					2,690
TS ngắn hạn	**45,786**	**26,618**	**30,182**	**28,346**	**27,206**
Tiền và TĐ Tiền	25,014	12,861	12,784	11,226	7,246
Phải thu ngắn hạn	12,837	7,780	10,494	8,504	10,703
Tồn kho	7,772	5,874	6,805	8,443	9,123
TS ngắn hạn khác	159	101	95	168	131
TS dài hạn	**35,371**	**33,306**	**32,508**	**32,091**	**35,556**
Phải thu dài hạn	-	-	-		-
TSCĐ	34,826	33,005	31,704	29,977	28,191
TSCĐ hữu hình	34,486	32,659	31,354	29,614	27,933
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	341	346	350	362	258
TS dở dang dài hạn	417	251	790	2,099	7,350
TS dài hạn khác	107	39	3	16	14
Tổng TS	**81,157**	**59,924**	**62,690**	**60,437**	**62,761**
Nợ phải trả	**53,814**	**28,177**	**30,117**	**24,708**	**25,492**
Nợ ngắn hạn	35,681	11,397	14,956	11,329	12,419
Vay ngắn hạn	26,335	3,885	3,853	2,927	2,591
Nợ dài hạn	18,133	16,780	15,161	13,374	13,073
Vay dài hạn	18,124	15,489	12,626	10,468	11,240
Vốn chủ sở hữu	**27,343**	**31,747**	**32,573**	**35,733**	**37,269**
Vốn góp	28,146	28,602	29,315	29,730	31,005
LN chưa phân phối	(1,159)	1,367	(3)	1,625	6,170
Tổng nguồn vốn	**81,157**	**59,924**	**62,690**	**60,437**	**62,761**
% yoy DTT	-17%	-25%	-23%	6%	26%
Biên ln gộp	1.5%	10.4%	8.6%	11.4%	9.9%
Lãi vay/ DTT	1.2%	0.9%	0.9%	-0.7%	0.4%
CP bán hàng / DTT	0.4%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%
CP QLDN/DTT	0.2%	1.1%	1.1%	0.4%	0.5%
Biên ln thuần	0.0%	6.4%	6.0%	10.6%	8.5%

Nhà máy hoạt động 105-107% công suất. Giá xăng, dầu cao hơn từ 16-18%yoy. Crack spread mở rộng từ 15.074 lên 17.868 USD/thùng (321 crack spread) trong năm 2017

Lợi nhuận trước thuế tăng mạnh nhờ công ty không phải chịu thu điều tiết, crack spreads mở rộng và tiết kiệm chi phí, đặc biệt là chi phí nhân viên

Tiền và tương đương tiền lớn, chiếm 40% tổng tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp. Phải thu và tồn kho tăng cùng đà tăng của giá xăng, dầu, vẫn ở trong ngưỡng an toàn

TS dở dang tăng do đầu tư nâng cấp mở rộng nhà máy

Biên lợi nhuận thuần cải thiện nhờ crack spread duy trì ở mức cao và tiết giảm chi phí

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	Q3 2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.29	1.28	2.34	2.02	2.50
Hsố TT nhanh	0.93	1.06	1.81	1.56	1.74
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.59	0.56	0.44	0.48	0.47
TSDH/ TTS	0.41	0.44	0.56	0.52	0.53
Hsố Nợ/ TTS	0.70	0.66	0.47	0.48	0.41
Hsố Nợ/ VCSH	2.39	1.97	0.89	0.92	0.69
Nợ ngắn hạn / TTS	0.46	0.44	0.19	0.24	0.19
Nợ DH / TTS	0.24	0.22	0.28	0.24	0.22
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	9.9	10.12	10.53	10.09	7.7
Vquay phải thu	10.1	9.28	9.63	8.67	11.1
Vquay phải trả	27.4	14.09	15.05	13.23	13.9
Số ngày HTK	36.3	35.57	34.19	35.68	46.7
Số ngày phải thu	35.8	38.79	37.37	41.52	32.5
Số ngày phải trả	13.1	25.55	23.92	27.21	26.0
CCC	59.0	48.8	47.6	50.0	53.2
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	1.9%	0.0%	6.4%	6.0%	10.6%
LNST/VCSH (%)	11.1%	0.2%	19.2%	13.6%	24.3%
LNST/TTS	3.3%	0.1%	10.2%	7.1%	13.7%
LN từ HĐKD/DTT	1.9%	0.0%	7.1%	6.4%	11.2%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	3.40	2.97	1.89	1.92	1.77
DT/TTS	1.68	1.57	1.59	1.18	1.29
EBIT/DT	0.03	0.01	0.08	0.07	0.12
EBT/EBIT	0.62	0.04	0.88	0.88	0.94
lãi ròng/LNTT	1.00	0.95	0.95	0.94	0.95
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		-11%	-26%	5%	1%
Nợ		-16%	-48%	7%	-9%
DTT		-17%	-25%	-23%	10%
LN gộp		-79%	430%	-36%	56%
LNST		-98%	9976%	-27%	94%

Thanh khoản cao nhờ tiền và tương đương tiền lớn, vòng quay hàng tồn kho và phải thu cao

Cơ cấu tài chính lành mạnh. Tỷ lệ vay nợ thấp, tài sản ngắn hạn chiếm đến 53% tổng tài sản , trong đó 47% tài sản ngắn hạn là tiền và tương đương tiền

Vòng quay hàng tồn kho và phải thu cao theo chính sách của công ty.
BSR quản trị hàng tồn kho theo công suất hoạt động của CDU. Kết thúc quý 3/2017, vòng quay hàng tồn kho chậm lại do rơi vào mùa thời tiết xấu, công ty tăng tồn kho sản phẩm
BSR cho phép khách hàng mua hàng trả chậm trong vòng 30-45 ngày

Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh cải thiện nhờ nhà máy hoạt động ổn định tại mức công suất cao 105-107%, crack spreads mở rộng và không còn chịu thu điều tiết

Năm 2014, DTT giảm do sửa chữa lớn và giá xăng, dầu giảm mạnh. DTT của BSR biến động cùng chiều với giá dầu, do đó, doanh thu thuần tiếp tục giảm trong năm 2015 và 2016, sau đó tăng lại cùng đà tăng của giá xăng, dầu thế giới trong năm 2017.
LNG và LNST tăng trưởng nhanh nhờ crack spreads mở rộng và không phải chịu thu điều tiết từ 01/01/2017

Disclaimer

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Headquarters
BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi, Hoan Kiem, Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

Ho Chi Minh City Office
146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

http://www.bsc.com.vn
Bloomberg: BSCV <GO>