



CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ
PETROVIETNAM SECURITIES INC.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn

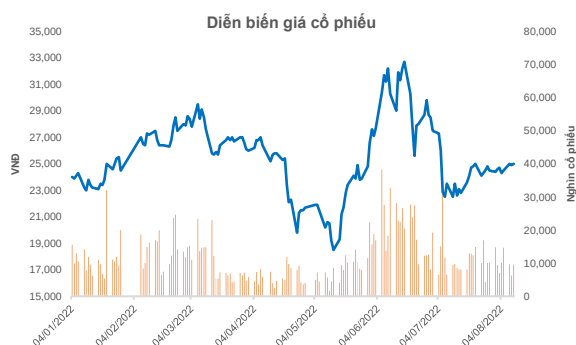


www.psi.vn

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với BSR và giá mục tiêu là 27,400 đồng. Với dự báo giá dầu sẽ tiếp tục duy trì ở mức hợp lý trong năm 2022, BSR sẽ vẫn là doanh nghiệp được hưởng lợi trong bối cảnh mức chênh lệch giá các sản phẩm xăng dầu và dầu thô (crack spread) đang được duy trì ở mức nền cao trong lịch sử.

BSR
(UPCOM)

Ngành:	Dầu khí
KHUYẾN NGHỊ	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu	27,400
Giá hiện tại	25,500
Upside	7.45%



Đvt: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Doanh thu	57,959	101,079	137,437
Lợi nhuận gộp	-2,225	7,699	15,698
EBIT	-2,378	7,633	14,900
Lợi nhuận ròng	-2,858	6,673	13,671
Tăng trưởng LNR (%)	-200	-	104.9
EPS (VNĐ)	-909	2,162	4,365
Tăng trưởng EPS (%)	-	-	101.9
BVPS	10,010	12,114	16,479
ROE (%)	-8.79	19.46	30.84
ROA (%)	-5.22	10.88	18.55

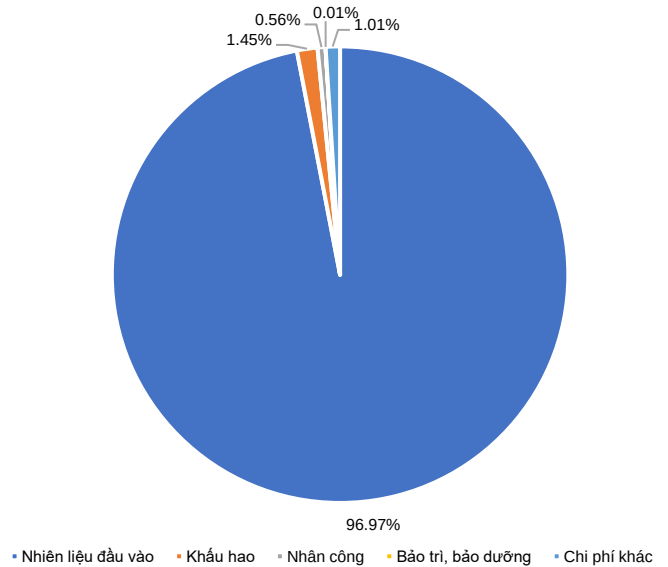
Tô Quốc Bảo
Chuyên viên Phân tích
baotq@psi.vn

Giá xăng dầu tại khu vực châu Á liên tục giảm mạnh do lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu và các ca COVID-19 ngày càng gia tăng ở Trung Quốc.

Dầu thô chiếm đến 90-95% tổng chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của BSR (Biểu đồ 1), do đó, biến động giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty. Do nhà máy Dung Quất tinh chế dầu thô ngọt nên công ty sử dụng dầu Brent làm giá chuẩn tham chiếu.

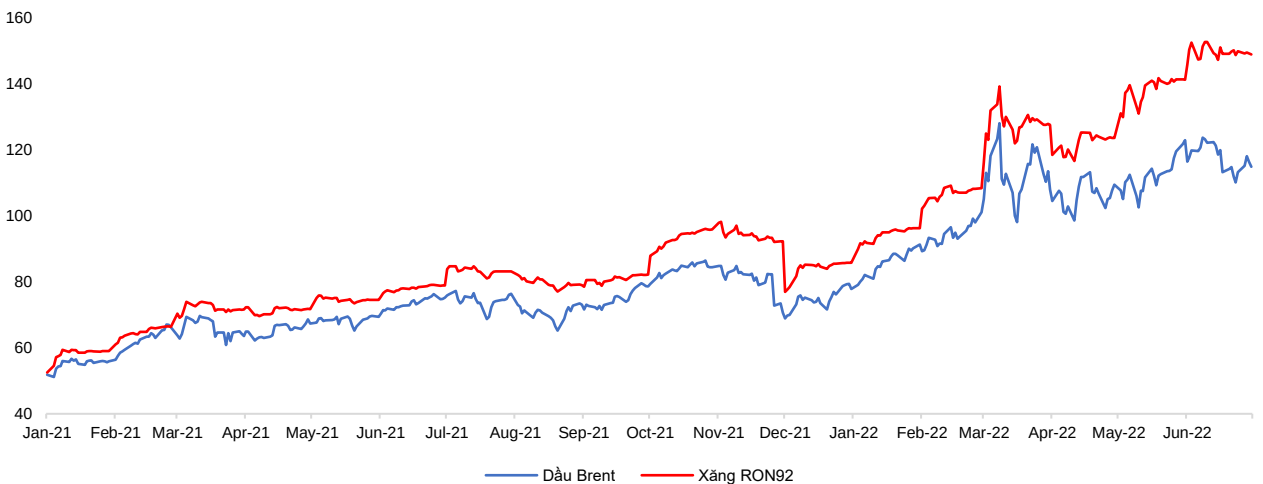
Giá dầu thô (giá Dated Brent) đã phục hồi từ đợt giảm sốc năm 2020, tăng từ 49,89 USD/thùng bình quân tháng 12/2020 lên 73.04 USD/thùng bình quân tháng 6/2021. Tuy nhiên, xét về mức độ tăng thì những tháng đầu năm 2022 có biến động tăng nhiều nhất trong những năm qua. Giá dầu thô bình quân từ 74.1 USD/thùng tháng 12/2021 tăng lên 87.22 USD/thùng tháng 1/2022 và tiếp tục tăng lên đến 123.70 USD/thùng vào tháng 6/2022 (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 1: Chi phí sản xuất theo yếu tố



Nguồn: BSR, PSI Research

Biểu đồ 2: Giá xăng RON 92 và Dầu Brent



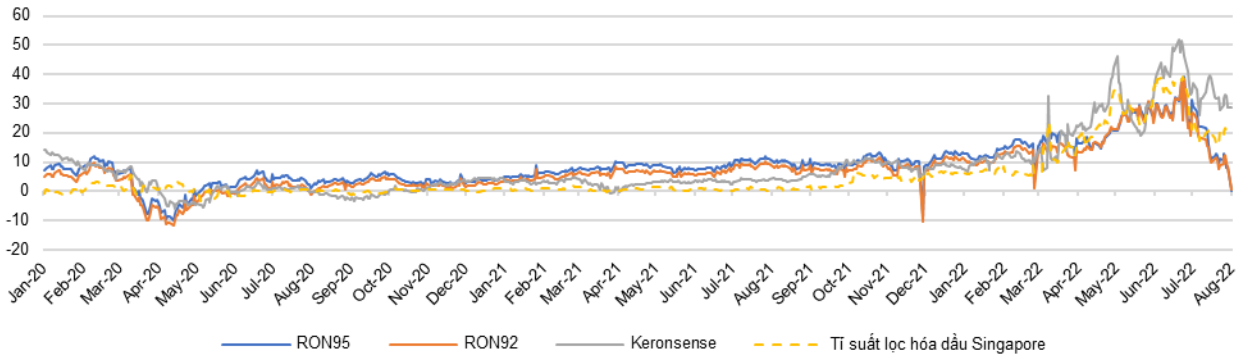
Nguồn: Bloomberg, PSI Research

Tuy nhiên giá các sản phẩm xăng dầu liên tục lao dốc sau đó. Theo Fuel Kaki, một công ty theo dõi giá các sản phẩm xăng dầu bởi Hiệp hội Người tiêu dùng Singapore, giá xăng RON92 trong tháng 7 giao động ở mức 2.37 – 2.43 Đô la Singapore; đối với sản phẩm xăng RON95 giao động ở mức 2.41 – 2.53 Đô la Singapore. Đây là mức thấp nhất trong vòng 4 tháng kể từ tháng 2 năm 2022.

Theo CNBC, giá xăng dầu sụt giảm do lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu và các ca COVID-19 ngày càng gia tăng ở Trung Quốc, làm ảnh hưởng đến tâm lý các nhà đầu tư. Ngoài ra, trong báo cáo tháng 7, Cơ quan Quản lý Thông tin Năng lượng Mỹ EIA đã bắt đầu điều chỉnh giảm nhu cầu tiêu thụ dầu thế giới trong năm 2022 từ 99.63 triệu thùng/ngày xuống 99.58 triệu thùng/ngày.

Các nguyên nhân mà EIA đưa ra là lo ngại về nền kinh tế toàn cầu giảm tốc, cùng với sự không chắc chắn trong quyết định gia tăng sản lượng thực tế của OPEC+ cũng như tốc độ sản xuất của các công ty dầu đá phiến tại Mỹ.

Crack spread các sản phẩm xăng dầu tại Châu Á



Nguồn: Bloomberg, PSI Research

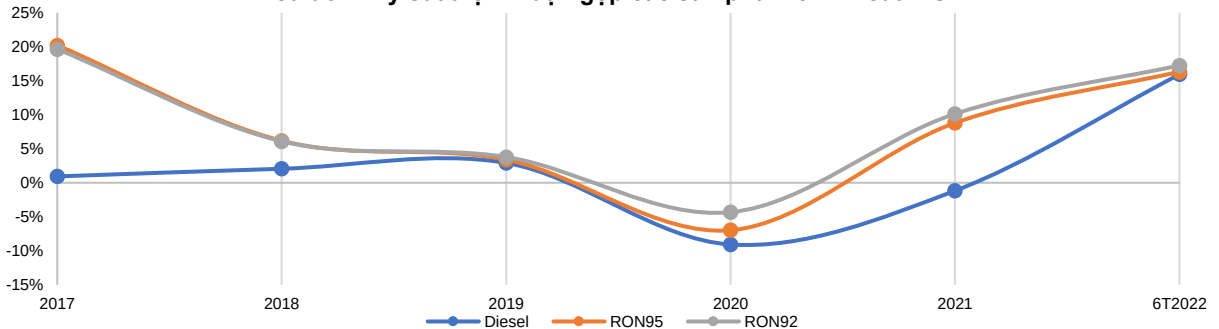
Giá các sản phẩm xăng dầu liên tục giảm sâu đã khiến chênh lệch giá crack dầu thô và các sản phẩm xăng dầu (Crack Spread) tại châu Á giảm về ngưỡng 20 USD/ thùng – mức nền cao so với lịch sử.

Trong khi đó, crack spread của một số sản phẩm xăng dầu chính như RON92 và RON95 giảm về sát mức 0 USD/thùng. Đây là mức thấp nhất trong vòng gần 2 năm qua kể từ tháng 12 năm 2021 (Biểu đồ 3)

Với đặc thù về sản xuất, chế biến liên tục, nhà máy lọc hóa dầu Bình Sơn luôn phải duy trì một lượng dầu thô và cần thời gian để chế biến để từ dầu thô cho ra sản phẩm xuất bán (BSR có số ngày tồn kho khoảng 30 ngày), do đó khi giá dầu thô cùng các sản phẩm lọc hóa dầu có xu hướng giảm giá thì các đơn vị như BSR sẽ là các doanh nghiệp trực tiếp bị ảnh hưởng.

Giá bán của BSR được neo theo giá bình quân 10 – 15 ngày cho mỗi sản phẩm xăng dầu trên sàn Platts Singapore (giá tại nhà máy).

Biểu đồ 4: Tỷ suất lợi nhuận gộp các sản phẩm chính của BSR



Nguồn: BSR, PSI Research

Tuy nhiên nhờ hưởng lợi từ việc crack spread các sản phẩm chính của BSR ghi nhận tăng trưởng mạnh trong Quý 2/2022 sau khi chạm đáy trong tháng 4/2020 do ảnh hưởng của đại dịch Covid – 19. Trước các diễn biến tích cực của giá thành phẩm xăng dầu, biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm kinh doanh chính BSR đều ghi nhận mức cải thiện đáng kể. Đặc biệt, biên lợi nhuận gộp đối với sản phẩm DO 0.05%S lên mức cao kỉ lục từ trước tới nay 15.9% trong nửa đầu năm 2022 (Biểu đồ 4). Do đó chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của Doanh nghiệp trong năm 2022 vẫn có sự tăng trưởng ấn tượng lần lượt là 35.9% và 106.3% so với năm 2021.

Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	6T2022	% So với cùng kỳ	Biên LNG
DO 0.05%S	32,049	195.27%	15.9%
RON95	26,574	162.81%	16.3%
RON92	13,979	216.03%	17.2%



Sự kiện	Tác động lên giá dầu	
Gián đoạn nguồn cung bị từ Nga do căng thẳng địa chính trị tại Ukraine	Tăng	Nga là nước xuất khẩu dầu thô lớn thứ 2 thế giới; nguồn cung dầu và các sản phẩm của Nga trong tháng 2 vào khoảng 14% nguồn cung toàn cầu. Do đó, giá dầu tăng mạnh khi Nga chịu hàng loạt các biện pháp trừng phạt, cấm vận từ EU và Mỹ.
Sản lượng hàng tháng thực tế của OPEC+ ko đạt mục tiêu đã đề ra	Tăng	Mặc dù bám sát kế hoạch tăng dần sản lượng từ 8.2021. Tuy nhiên, sản lượng thực tế của OPEC bơm ra thị trường vẫn ít hơn so với mức cam kết, tháng 6.2022, sản lượng tăng thêm mỗi tháng chỉ khoảng 160 - 300 nghìn thùng so với kế hoạch (432 nghìn thùng/ngày)
Trung Quốc nới các biện pháp phong tỏa	Tăng	Trung Quốc là một trong những quốc gia tiêu thụ lớn nhất thế giới, với 15% nhu cầu tiêu thụ toàn cầu. Do đó, sự bùng phát của biến chủng Omicron và các biện pháp phong tỏa tăng cường sẽ tạo sự sụt giảm đáng kể đến nhu cầu tiêu thụ tại quốc gia này
Tăng trưởng kinh tế toàn cầu	Giảm	Nhu cầu tiêu thụ dầu phụ thuộc bởi các hoạt động sản xuất và vận tải, do đó phụ thuộc lớn vào triển vọng nền kinh tế thế giới.
Mỹ tăng dần sản lượng dầu đá phiến khai thác	Giảm	Theo EIA, sản lượng dầu đá phiến tại bể Permian đạt kỷ lục trong tháng 8, với mức tăng thêm 78,000 thùng/ ngày và có thể ghi nhận mức cao kỷ lục 5.445 triệu thùng/ mỗi ngày.

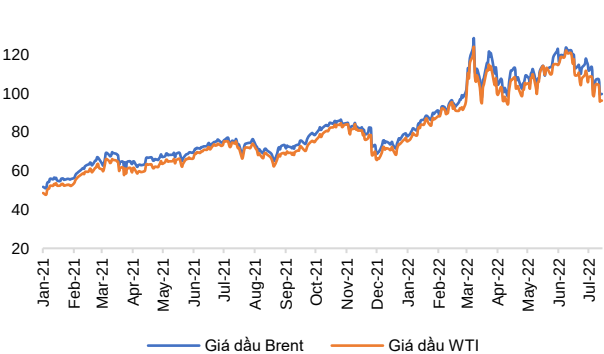
Tuy nhiên, nền giá xăng dầu thế giới vẫn tiếp tục được dự báo sẽ neo giữ ở mức cao trong bối cảnh nguồn cung dầu thô toàn cầu vốn đã thắt chặt đẩy giá dầu tăng nhanh, thì cuộc chiến giữa Nga - Ukraine càng làm nóng thêm đà tăng của giá dầu

Trong bối cảnh nguồn cung dầu thô toàn cầu vốn đã thắt chặt vốn đã đẩy giá dầu tăng nhanh, thì cuộc chiến giữa Nga - Ukraine càng làm nóng thêm đà tăng của giá dầu, và có thời điểm giá dầu Brent đạt gần 140USD/ thùng - mức cao nhất kể từ 2008; sau 6 tháng đầu năm giá dầu Brent trung bình đạt 105 USD/thùng. Tuy nhiên, trước những biến động của tình hình chiến tranh giữa Ukraine – Nga, cùng với những dấu hiệu chậm lại của tăng trưởng kinh tế thế giới, giá dầu thô thế giới trở nên khó đoán định trong giai đoạn 6 tháng cuối năm. **Chúng tôi cho rằng, mức giá dầu duy trì trên 85 USD/ thùng vẫn sẽ là mức giá hợp lý, khi mà mức giá này đã vượt xa điểm hòa vốn đối với các doanh nghiệp thượng nguồn.**

Dự báo giá dầu từ các tổ chức (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự phóng	Quý 3.2022	Quý 4.2022	Năm 2022
Fitch Solutions	13/7/2022			105.0
Commerzbank AG	11/7/2022	100.0	95.0	101.0
Deutsche Bank AG	5/7/2022	110.0	110.0	107.4
Goldman Sachs Group Inc/The	1/7/2022	140.0	130.0	119.9
Market Risk Advisory Co Ltd	1/7/2022	99.7	95.7	106.6
Citigroup Inc	30/6/2022	99.0	85.0	99.0

Dự báo giá dầu từ các tổ chức (USD/thùng)



PSI duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với BSR với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 27,400 đồng, tiềm năng tăng giá là 7.45% và P/E dự phóng 2022 và 2023 lần lượt là 6.3 lần và 12.9 lần. Chúng tôi giả định trong nửa cuối năm 2022 và nửa đầu năm 2023 biên lợi nhuận gộp sẽ giảm mạnh so với 6 tháng đầu năm 2022 do giá bán xăng dầu đang bị điều chỉnh mạnh. Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2% đối với BSR nhờ triển vọng tích cực đối với lĩnh vực lọc hóa dầu ở Việt Nam. Giả định WACC của chúng tôi hiện tại là 12.08%.

Phụ lục chỉ tiêu tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	57,959	101,079	137,437
Giá vốn hàng bán	60,184	93,347	121,739
Lợi nhuận gộp	(0)	7,733	15,698
Doanh thu hoạt động tài chính	537	666	1,017
Chi phí tài chính	416	498	619
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	1,104	821	1,187
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	(0)	6,580	14,118
Lợi nhuận khác	25	34	34
Lợi nhuận trước thuế	(0)	6,977	14,390
Lợi nhuận sau thuế	(0)	6,673	13,671
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	(0)	6,705	13,534
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(0)	(0)	137

Bảng cân đối kế toán	2020	2021	2022F
Tài sản ngắn hạn	29,997	44,548	60,456
I. Tiền & tương đương tiền	12,793	16,346	30,674
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	958	4,190	4,190
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	7,814	13,645	15,828
IV. Hàng tồn kho	8,387	10,317	9,695
Tài sản dài hạn	24,796	21,033	18,981
I. Tài sản cố định	22,376	20,137	18,086
II. Đầu tư tài chính dài hạn	10	-	-
III. Tài sản dài hạn khác	2,410	895	895
Tổng tài sản	55,895	66,785	80,642
Nợ phải trả	24,830	29,232	29,418
I. Nợ ngắn hạn	20,407	26,941	27,170
II. Nợ dài hạn	4,423	2,291	2,248
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,401	1,349	2,248
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,022	943	-
Vốn chủ sở hữu	31,035	37,559	51,093
1. Vốn điều lệ	31,005	31,005	31,005
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	28	6,551	20,085
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	29	(0)	131
Tổng nguồn vốn	55,895	66,785	80,642

Chỉ số chính	2020	2021	2022F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	-3.84%	7.65%	11.42%
Biên EBITDA	40.26%	35.21%	32.72%
Biên lợi nhuận trước thuế	-4.92%	6.90%	10.47%
ROE	-8.79%	19.46%	30.84%
ROA	-5.22%	10.88%	18.55%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-43.6%	74.4%	36.0%
Lợi nhuận gộp			103.0%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)			104.9%
Tổng tài sản			101.9%
VCSH	4.3%	19.5%	20.7%
Khả năng thanh toán			
Thanh toán hiện hành	1.47	1.65	2.23
Thanh toán nhanh	1.06	1.27	1.87
Nợ/tài sản	0.23	0.16	0.09
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.42	0.29	0.13
Khả năng thanh toán lãi vay	-6.37	10.04	27.70
Chỉ tiêu khác			
EPS (VND)	(909)	2,162	4,365
BVPS (VND)	10,010	12,114	16,479

THÔNG TIN 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: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

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

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.