

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (UPCOM: BSR)

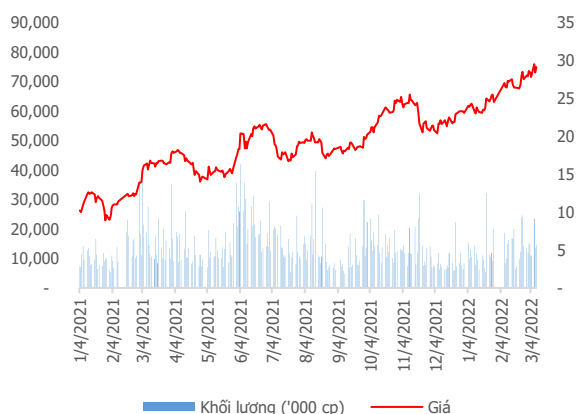
Ngành
Dầu Khí
KHUYẾN NGHỊ
NĂM GIỮ

Giá mục tiêu 27,627 VNĐ

Giá hiện tại 29,100 VNĐ

Upside -5.1%

Ngày 09/03/2022

Diễn biến giá cổ phiếu

Nội dung

- Thông tin tổng quan doanh nghiệp: Trang 02
- Phân tích đầu vào – đầu ra: Trang 03
- Phân tích SWOT: Trang 08
- Phân tích hoạt động kinh doanh: Trang 09
- Sức khỏe tài chính: Trang 11
- Triển vọng kinh doanh: Trang 13
- Định giá: Trang 15

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Tô Quốc Bảo

baotq@psi.vn

Thông tin cổ phiếu
Ngày 09.03.2022

Mã	BSR
Ngành	Sản xuất dầu mỏ
Sàn	UPCoM
Giá đóng cửa (VNĐ)	29,100
Thấp nhất – cao nhất 52 tuần(đồng)	13,793 – 29,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	90,225
KLĐLH (cp)	3,100,499,616 cp
P/E trailing	13.31
P/B	2.30
EPS trailing (đồng)	2,162

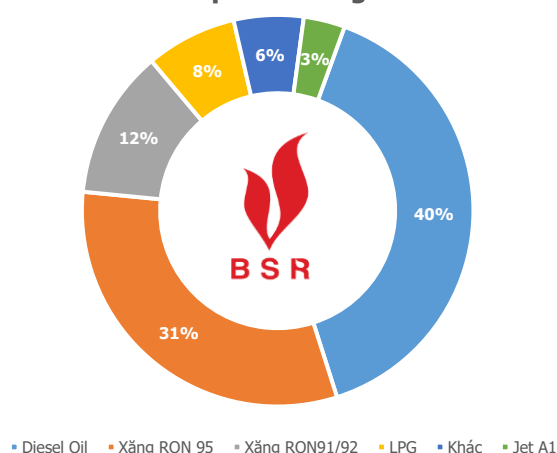
Các chỉ tiêu cơ bản

	2018	2019	2020	2021
TTS (Tỷ đồng)	53,212	53,584	55,895	66,785
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	31,264	33,983	31,035	37,559
Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	31,005	31,005	31,005	31,005
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	111,939	102,824	57,959	101,079
EBIT (Tỷ đồng)	3,951	2,934	(3,021)	6,580
LNST (Tỷ đồng)	3,544	2,873	(2,858)	6,673
Nợ/ TTS (%)	19.0%	11.8%	23.2%	16.1%
ROA (%)	6.1%	5.4%	-5.2%	10.9%
ROE (%)	10.8%	8.8%	-8.8%	19.5%
BV (đồng)	10,083	10,960	10,010	12,114
EPS - TTM (đồng)	1	940	-909	2,162

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lĩnh vực hoạt động và các nhóm sản phẩm chính

Cơ cấu sản phẩm trong sản xuất



Nguồn: BSR, PSI Tổng hợp

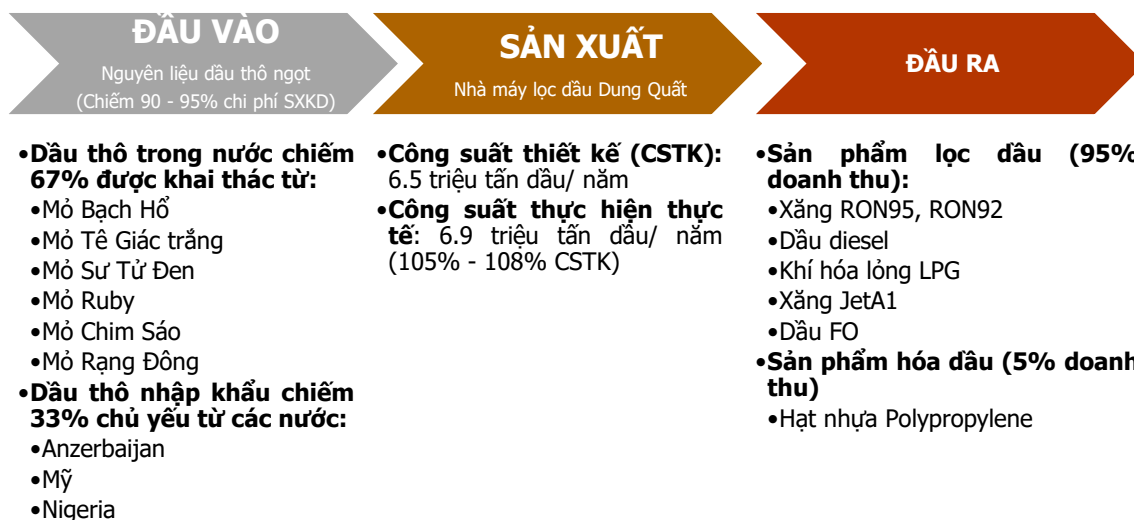
Sản xuất dầu mỏ tinh chế: Sản xuất, chế biến dầu mỏ, các sản phẩm từ dầu mỏ, sản phẩm trung gian, nhiên liệu sinh học, hóa phẩm, phụ gia, xúc tác, nguyên nhiên vật liệu phục vụ công nghiệp lọc – hóa dầu

Bán buôn nhiên liệu rắn, lỏng, khí và các sản phẩm liên quan: Kinh doanh, phân phối dầu mỏ và các sản phẩm từ dầu mỏ, sản phẩm trung gian, nhiên liệu sinh học, hóa phẩm, phụ gia, xúc tác, nguyên nhiên vật liệu phục vụ công nghiệp lọc – hóa dầu.

	ĐVT	Thực hiện 9T/2021	% Hoàn thành KH năm 2021	KH năm 2021
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT				
Propylene	Tấn	3,068	-	-
Polypropylene	Tấn	132,710	81%	164,636
LPG	Tấn	368,550	83%	443,477
Xăng E5 RON92	Tấn	23,025	52%	44,054
Xăng RON91/92	Tấn	603,170	96%	625,399
Xăng RON 95	Tấn	1,540,940	73%	2,103,264
Jet A1	Tấn	166,950	31%	540,899
Diesel Oil	Tấn	1,937,050	80%	2,409,712
FO/MFO	Tấn	122,190	75%	162,706
Lưu huỳnh	Tấn	1,650	48%	3,440
TỔNG	Tấn	4,899,308	75%	6,497,587
SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ				
Propylene	Tấn	3,068	-	-
Polypropylene	Tấn	130,008	79%	164,636
LPG	Tấn	373,311	84%	443,477
Xăng E5 RON92	Tấn	23,025	52%	44,054
Xăng RON91/92	Tấn	568,764	91%	625,399
Xăng RON 95	Tấn	1,344,025	64%	2,103,264
Jet A1	Tấn	161,680	30%	540,899
Diesel Oil	Tấn	1,870,767	78%	2,409,712
FO/MFO	Tấn	126,941	78%	162,706
Lưu huỳnh	Tấn	1,658	48%	3,440
TỔNG	Tấn	4,603,246	71%	6,497,587

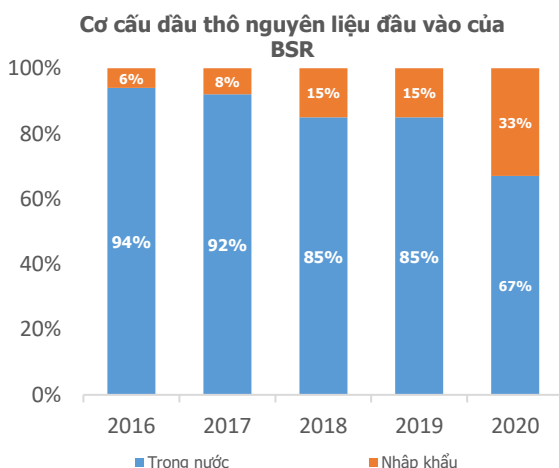
Phân tích đầu vào - đầu ra

Chuỗi giá trị kinh doanh của BSR



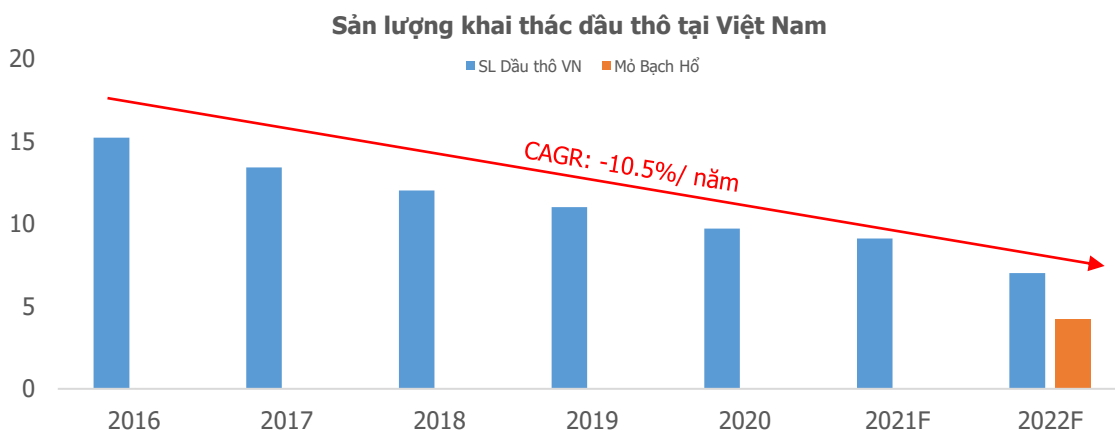
1. Nguyên liệu đầu vào:

1.1. Tái cơ cấu đầu vào tăng tỉ trọng dầu thô nhập khẩu:



Nguyên liệu đầu vào của BSR là dầu thô ngọt. Trong đó năm 2020, BSR mua khoảng 6.45 triệu tấn dầu thô trong nước và nhập khẩu trong đó khối lượng dầu Việt Nam ở các mỏ Bạch Hổ, Tê Giác Trắng, Sư Tử Đen, Ruby, Chim Sáo, Rạng Đông (trong đó, sản lượng mỏ Bạch Hổ chiếm tỷ trọng 60%) là 4.35 triệu tấn, khối lượng dầu thô nhập khẩu các loại (Azeri, WTI Midland, Bonny Light và Sokol) là 2.1 triệu tấn chủ yếu nhập khẩu từ các nước: Anzerbaijan, Mỹ, Nigeria.

Kể từ năm 2018, BSR đã tăng cường nhập khẩu dầu thô để đối phó với tình trạng sụt giảm sản lượng dầu thô trong nước với tốc độ 10.5%/năm và chất lượng ngày càng thấp do độ ngậm nước cao.



1.2. Rủi ro biến động giá dầu trực tiếp ảnh hưởng tới lợi nhuận doanh nghiệp:

Biến động giá dầu Brent với các sự kiện

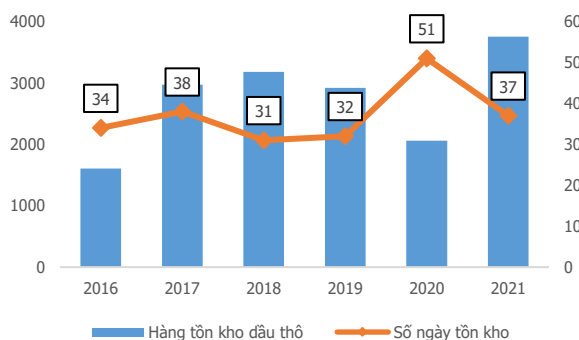


Dầu thô chiếm đến 90-95% tổng chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của BSR, do đó, biến động giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty. Do nhà máy Dung Quất tinh chế dầu thô ngọt nên công ty sử dụng dầu Brent làm giá chuẩn tham chiếu.

Diễn biến giá dầu thô phụ thuộc vào nhiều yếu tố, bao gồm: Quan hệ của Tổ chức các nước Xuất khẩu Dầu thô (OPEC) và các nước ngoài OPEC (Nga, Mỹ), kinh tế, chính trị, thiên tai... và những nguyên nhân này rất khó dự báo nên giá dầu thô biến động khó lường. Trong khi đó, BSR không sử dụng các công cụ hedging (phòng ngừa rủi ro) và mua dầu theo giá quốc tế, lợi nhuận ngắn hạn của BSR thường rất nhạy với loại hàng hóa thường xuyên biến động mạnh này.

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 BSR là một trong số các đơn vị bị ảnh hưởng khi giá dầu thô sụt giảm sâu.

Tồn kho dầu thô của BSR qua các năm



Kể từ Quý 1/2020 đến ngày 09/03/2022, giá dầu thô liên tục tăng cao kể từ đáy giá 22.7 USD/ thùng lên 127.9 USD/ thùng (tăng 463% cao nhất trong 14 năm) do (1) căng thẳng địa chính trị do xung đột Nga – Ukraina ảnh hưởng tới chuỗi cung ứng năng lượng; (2) sự chênh lệch ngày càng tăng giữa cung và cầu đã khiến giá xăng dầu tăng lên.

Giá dầu thô đã tăng hơn 30% chỉ trong 2 tuần đầu tháng 3, với mức giá chuẩn toàn cầu lần đầu tiên vượt qua 120 USD/thùng trong hơn 14 năm. Giá dầu tăng mạnh hỗ trợ BSR do được hưởng lợi từ hàng tồn kho giá thấp trong xu hướng tăng giá của dầu thô Brent đồng thời cũng khiến giá bán lẻ các loại xăng dầu tăng cao kỉ lục, hiện nay giá bán lẻ mặt hàng xăng RON95 đạt mức cao nhất kể từ tháng 8 năm 2014 dự báo giúp cho KQKD Quý 1/2022 biên lợi nhuận gộp của BSR sẽ được cải thiện.

1.3. Dự án Nâng cấp Mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất:

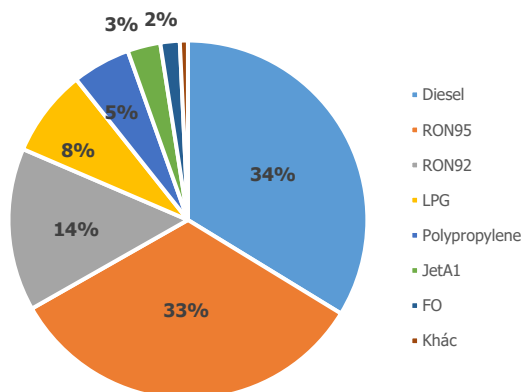
Công tác tìm nguồn tài trợ đang gặp phải khó khăn khi dự án không được Chính phủ bảo lãnh vay vốn. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, BSR sẽ trực tiếp huy động vốn vay nước ngoài, đơn vị cho vay dựa trên giá trị nhà máy Dung Quất sau 10 năm hoạt động để xác định tổng mức đầu tư và phân chia lợi nhuận.

Hiện tại, BSR đang triển khai các công tác liên quan để xin điều chỉnh chủ trương đầu tư Dự án NCMR NMLD Dung Quất. Với việc đấu thầu gói thầu EPC không thành công và phải hủy thầu do giá thấp nhất của các nhà thầu sau khi đàm phán vượt nhiều so với giá gói thầu được duyệt và hiện tại BSR đang triển khai việc điều chỉnh dự án đầu tư thì tất cả các gói thầu còn lại cũng dừng triển khai ngoại trừ một số công việc còn tồn đọng phải tiếp tục xử lý để hoàn tất.

2. Đầu ra

2.1. Sản phẩm chính là xăng, dầu Diesel có giá bán thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2021



BSR chủ yếu sản xuất dầu Diesel, xăng RON95 và RON92, chiếm gần 90% sản lượng và 81% doanh thu năm 2021. Về thị trường, 100% sản phẩm xăng, dầu Diesel của BSR được tiêu thụ ở trong nước.

Giá bán không bao gồm thuế nhập khẩu từ năm 2017: Cụ thể, giá bán cơ sở không bao gồm thuế nhập khẩu giúp xăng RON92, RON95 của BSR có giá bán thấp hơn khoảng 10%-20%, dầu Diesel có giá thấp hơn 0-8% so với sản phẩm của NSR và nhập khẩu nước ngoài.

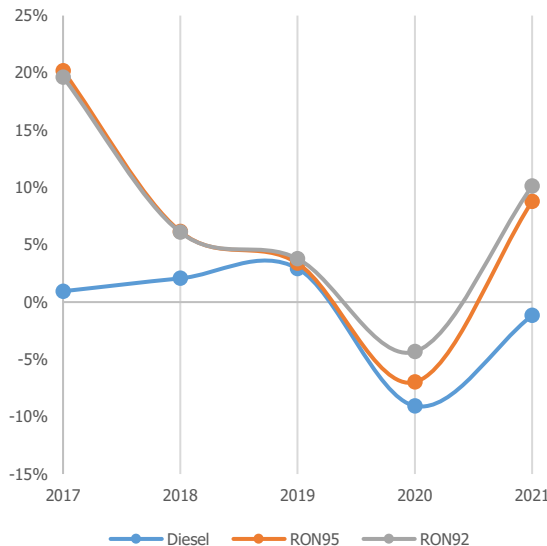
Giá bán xăng, dầu niêm yết trên trang Platts có cùng xu hướng tăng và giảm với giá dầu thô Brent. Tuy nhiên, tốc độ tăng (giảm) của giá bán sản phẩm không bằng với tốc độ tăng (giảm) của giá dầu thô do bị ảnh hưởng bởi cân bằng cung cầu thành phẩm ở khu vực Châu Á tại từng thời điểm.

Giá bán xăng và giá dầu thô Brent



Chúng tôi đánh giá trong ngắn và trung hạn, giá bán xăng dầu tiếp tục có xu hướng tăng mạnh ở khu vực châu Á do ảnh hưởng chung của thị trường thế giới (1) nhiều quốc gia đã gỡ dần các biện pháp hạn chế chống dịch Covid-19 dẫn tới nhu cầu đi lại được hồi phục; (2) Giá dầu trên thế giới vượt đỉnh 7 năm lên trên mốc 90 USD/ thùng trước lo ngại chiến tranh giữa Nga – Ukraine đe dọa nguồn cung dầu thô vốn đang hạn hẹp trên thị trường.

Tỷ suất lợi nhuận gộp các sản phẩm chính của BSR



Tuy cùng được sản xuất từ dầu thô và có mức giá bán tương đương nhưng dầu Diesel có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn nhiều so với xăng do chi phí đầu tư tinh chế cao.

Từ năm 2024 thuế nhập khẩu xăng, dầu sẽ giảm dần về 0% theo lộ trình cam kết cắt giảm thuế quan khi Việt Nam tham gia các Hiệp định thương mại tự do. Các thị trường nhập khẩu xăng dầu chủ yếu của Việt Nam là Hàn Quốc, Malaysia, Singapore, Trung Quốc... đều nằm trong nhóm ưu đãi thuế quan (Hiệp định thương mại tự do Việt Nam và Hàn Quốc - VKFTA, Hiệp định Khu vực Thương mại Tự do ASEAN - AFTA).

Thuế nhập khẩu	2019 -2020	2021 – 2022F	2023F	2024F
Hiệp định Khu vực Thương mại Tự do ASEAN (AFTA)				
	<i>(Kèm theo Nghị định số 156/2017/NĐ-CP ngày 26 tháng 12 năm 2017 của Chính phủ)</i>			
Xăng	20%	8%	5%	0%
Dầu Diesel	0%	0%	0%	0%
Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA)				
	<i>(Kèm theo Nghị định số 149/2017/NĐ-CP ngày 26 tháng 12 năm 2017 của Chính phủ)</i>			
Xăng	10%	8%	8%	8%
Dầu diesel	0%	0%	0%	0%
Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN – Trung Quốc (ACFTA)				
	<i>(Kèm theo Nghị định số 153/2017/NĐ-CP ngày 26 tháng 12 năm 2017 của Chính phủ)</i>			
Xăng	20%	20%	20%	20%
Dầu Diesel	8%	8%	8%	8%

Việc giảm thuế suất nhập khẩu sẽ khiến cho BSR trong các năm tới sẽ không còn duy trì được lợi thế bán giá thấp khi cạnh tranh với các mặt hàng xăng dầu nhập khẩu.

2.2. Khí hóa lỏng LPG và hạt nhựa Polypropylene được tiêu thụ hết nhờ hợp đồng bao tiêu

Hàng năm, BSR cung cấp ra thị trường khoảng 400 - 450 nghìn tấn sản phẩm khí hóa lỏng (LPG) (chiếm khoảng 7% sản lượng sản xuất) và 150 nghìn tấn sản phẩm hạt nhựa Polypropylene (PP) (chiếm 2.5% sản lượng sản xuất). Năm 2021, doanh thu mảng khí LPG và nhựa PP chiếm lần lượt 7.9% và 5.2% tổng doanh thu của BSR.

Trong năm 2021, nhu cầu khí, sản phẩm khí của các hộ công nghiệp, thị trường trong nước giảm 35-40% đối với LPG (khí hóa lỏng) so với thời điểm trước khi dịch COVID-19 bùng phát lần 4. Nguyên nhân là do nhiều khách hàng dừng, giảm sản xuất, kinh doanh. Tuy nhiên, nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng 45% nhu cầu tiêu thụ trong nước (từ Nhà máy GPP Dinh Cố, GPP Cà Mau và Nhà máy lọc dầu Dung Quất) nên sản phẩm khí LPG của BSR vẫn được tiêu thụ hết.

Đối với hạt nhựa PP, BSR đang đáp ứng khoảng 7.5% nhu cầu nội địa. Nguồn cung hạt nhựa PP nội địa mới chỉ đáp ứng khoảng 40% nhu cầu, Việt Nam mỗi năm phải nhập thêm 60% lượng thiếu hụt. Cùng với các hợp đồng bao tiêu đã ký kết, sản phẩm hạt nhựa PP của BSR được tiêu thụ hết ở thị trường trong nước.

2.3. Mức độ cạnh tranh phân khúc lọc dầu có xu hướng gia tăng

Kể từ Quý 3/2018 với sự kiện công ty Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSR) chính thức đi vào hoạt động, việc cạnh tranh trong phân khúc lọc dầu trong nước đã gia tăng. Việc PVN thực hiện bao tiêu toàn bộ xăng, dầu thành phẩm của NSR đã ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường tiêu thụ của BSR.

BSR và các doanh nghiệp tiêu thụ ký hợp đồng phân phối sản phẩm hàng năm mà không có cam kết phân phối dài hạn cho thấy vị thế của khách hàng đối với BSR khá cao. Ngoài ra, nhóm khách hàng lớn của BSR (chiếm khoảng 80% doanh thu) bao gồm: Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX), Tổng Công ty Dầu Việt Nam (OIL), Sài Gòn Petro, Thanh Lễ, dầu khí Đồng Tháp đồng thời bao tiêu sản phẩm NSR, do đó, tồn tại rủi ro đối tác tăng tỷ trọng nhập sản phẩm xăng, dầu Diesel của NSR và giảm tỷ trọng nhập của BSR.

Chỉ tiêu	Dung Quất (BSR)	Nghi Sơn (NSR)
Nguồn đầu vào	Dầu thô ngọt	Dầu thô chua
Số loại dầu thô có thể lọc	14 loại	N/A
Công suất thiết kế	Lọc 6.5 triệu tấn dầu thô/ năm	Lọc 10 triệu tấn dầu thô/ năm
Sản lượng hàng năm	2.3 triệu tấn xăng	2.3 triệu tấn xăng
	3 triệu tấn dầu Diesel	3.7 triệu tấn dầu Diesel
Chất lượng	Tiêu chuẩn EU2 và EU3	Tiêu chuẩn EU3 và EU4
Thị phần	35%	40% - 45%
Hình thức phân phối	Cạnh tranh để bán sản phẩm	PVN bao tiêu
Vị trí	Quảng Ngãi	Thanh Hóa

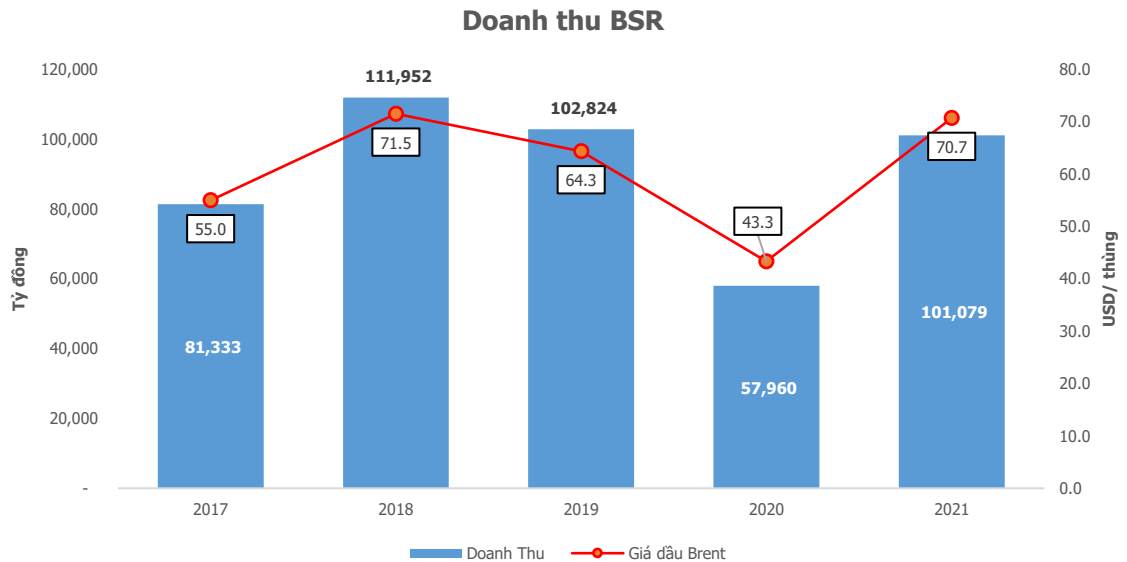
Phân tích
SWOT

S Strength	W Weakness	O Opportunities	T Threats
+ Giá bán các sản phẩm chính xăng RON92, RON95 và dầu Diesel có giá bán thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh như NMLD Nghi Sơn và nhập khẩu nước ngoài.	+ Công nghệ sản xuất thấp dẫn tới sản phẩm có sức cạnh tranh kém. + Chất lượng xăng thấp tiềm ẩn rủi ro BSR không tiêu thụ được sản phẩm xăng RON92.	+ Hưởng lợi ngắn hạn từ căng thẳng địa chính trị giữa Nga – Ukraine dẫn tới giá xăng dầu tăng mạnh.	+ Từ năm 2024 thuế nhập khẩu xăng, dầu sẽ giảm dần về 0% theo lộ trình cam kết cắt giảm thuế quan khi Việt Nam tham gia các Hiệp định thương mại tự do. Dẫn tới sức cạnh tranh của BSR suy giảm.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu

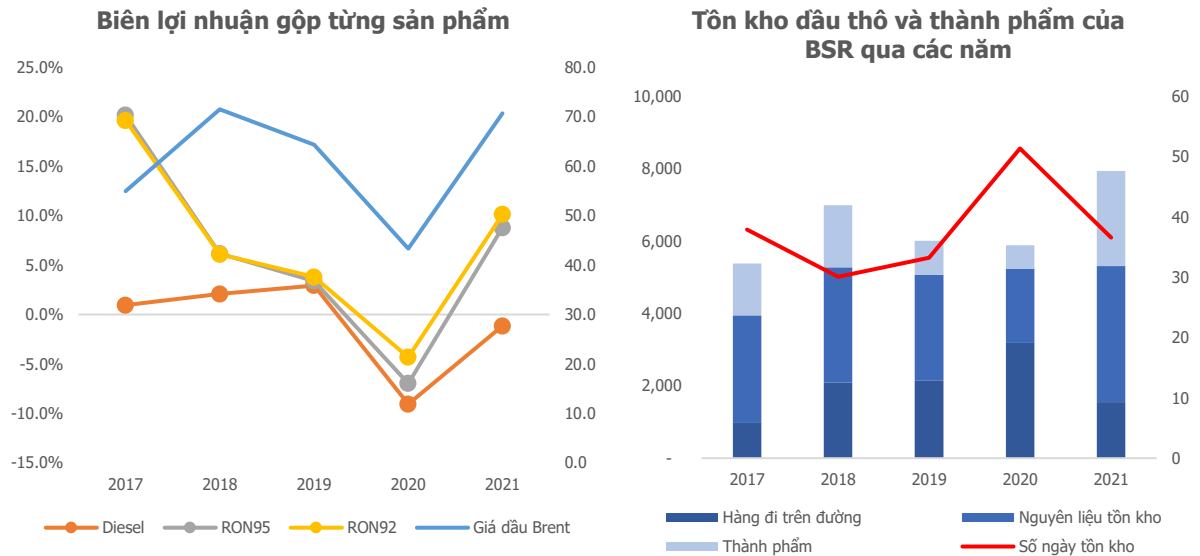
1. Doanh thu ảnh hưởng trực tiếp bởi giá dầu thô



Nhà máy Dung Quất luôn trong trạng thái hoạt động hết công suất (105% - 108% CSTK) và không thể tăng sản lượng nên sự tăng trưởng doanh thu của BSR chỉ phụ thuộc vào giá bán sản phẩm được niêm yết trên sàn Platts (biến động theo giá dầu thô).

Cụ thể, trong các năm giá dầu thô cao, doanh thu BSR cũng tăng cao. Giai đoạn 2017-2018, giá dầu thô tăng 30%, doanh thu cũng tăng 37%, cao hơn mức tăng của giá dầu thô do giá thành phẩm tăng mạnh hơn. Đáng lưu ý trong năm 2020, doanh thu suy giảm nặng -43.6% do ảnh hưởng bởi đại dịch Covid – 19, trong nửa đầu năm 2020 BSR chịu lỗ do kinh doanh dưới giá vốn khi giá dầu trên thế giới liên tục giảm sâu kỷ lục. Tuy nhiên qua năm 2021, khi nhiều quốc gia dần gỡ bỏ các lệnh giãn cách hạn chế xã hội đã giúp giá dầu dần phục hồi giúp cải thiện đáng kể mức doanh thu và lợi nhuận của BSR.

2. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ hưởng lợi từ tồn kho giá rẻ và xu hướng tăng giá của dầu thô:



Từ năm 2017 đến 2019, tỷ suất lợi nhuận gộp các sản phẩm xăng, dầu của BSR có xu hướng giảm mạnh, nguyên nhân chủ yếu do nguồn cung xăng thành phẩm tăng cao dẫn tới giá bán giảm mạnh hơn giá dầu thô.

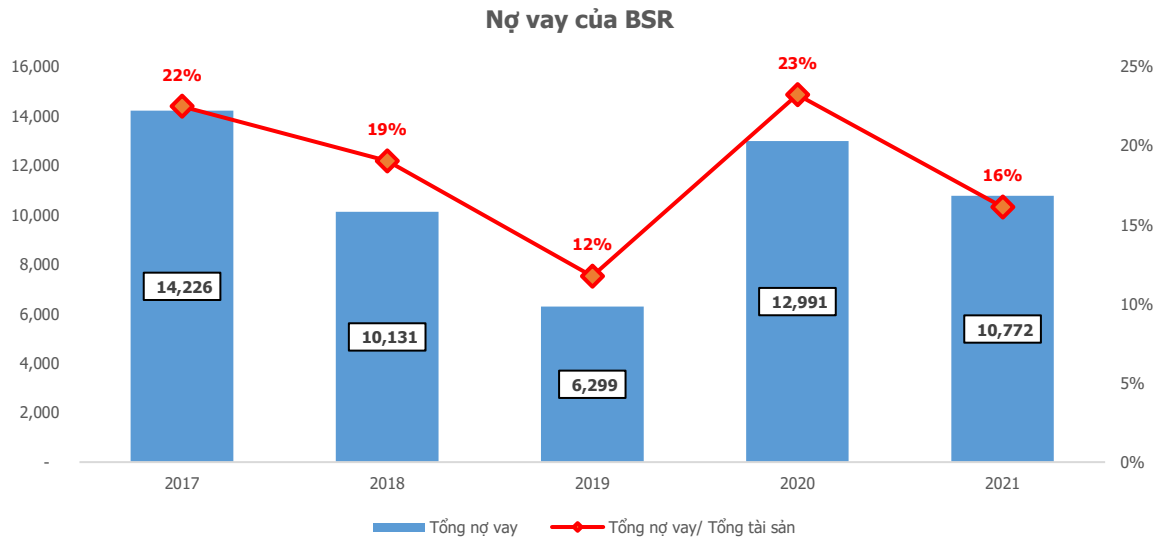
Trong năm 2020, nhiều nước trên thế giới thực hiện giãn cách xã hội khiến cho nhu cầu đi lại bị siết chặt dẫn tới giá các sản phẩm xăng dầu giảm mạnh. Sự suy giảm hoạt động vận tải trong thời kỳ đại dịch đã có những tác động lớn đến nhu cầu dầu mỏ toàn cầu. Nhu cầu dầu toàn cầu giảm 25% so với cùng kỳ vào tháng 4 năm 2020 chủ yếu do hoạt động vận tải trong nước và toàn cầu giảm mạnh (hoạt động vận tải tiêu thụ hơn 50% nguồn cung sản phẩm xăng dầu toàn cầu). Sự sụt giảm nhu cầu toàn cầu này, cùng với các yếu tố địa chính trị khác ở các nước sản xuất dầu, dẫn đến sự sụt giảm giá dầu lớn trên các chỉ số toàn cầu, có những lúc giá dầu giảm xuống dưới mức âm.

Trong đó, ở châu Á, biên lợi nhuận gộp đối với các sản phẩm xăng và nhiên liệu máy bay giảm xuống dưới mức âm khi hàng loạt nhà máy lọc dầu đều dư cung.

Qua năm 2021, giá dầu Brent trên thế giới phục hồi mạnh mẽ trước tình hình dịch bệnh được kiểm soát, nhiều quốc gia đã gỡ dần các biện pháp hạn chế chống dịch Covid-19 dẫn tới nhu cầu đi lại được hồi phục. Chênh lệch giá xăng, dầu thành phẩm so với giá dầu Brent dần phục hồi, trong đó, giá bán lẻ các loại xăng dầu trong 6 tháng đầu năm 2021 đã tăng khoảng 10% - 18% so với cùng kỳ. BSR được hưởng lợi tồn kho giá thấp vì công ty phải duy trì tồn kho dầu thô đủ sản xuất khoảng 30 ngày trong khi giá bán sản phẩm biến động ngay trong xu hướng tăng giá của dầu thô Brent, đây là lý do chính hỗ trợ lợi nhuận gộp của BSR hồi phục và tăng trưởng tích cực. Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm 2021 của BSR đối với từng sản phẩm đều tăng mạnh mẽ so với trước đó, trong đó, đối với xăng RON95 là 8.8%, RON92 là 10.1%, tuy nhiên dầu Diesel vẫn duy trì biên âm chỉ còn -1.2%.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

3. Cơ cấu tài chính ổn định

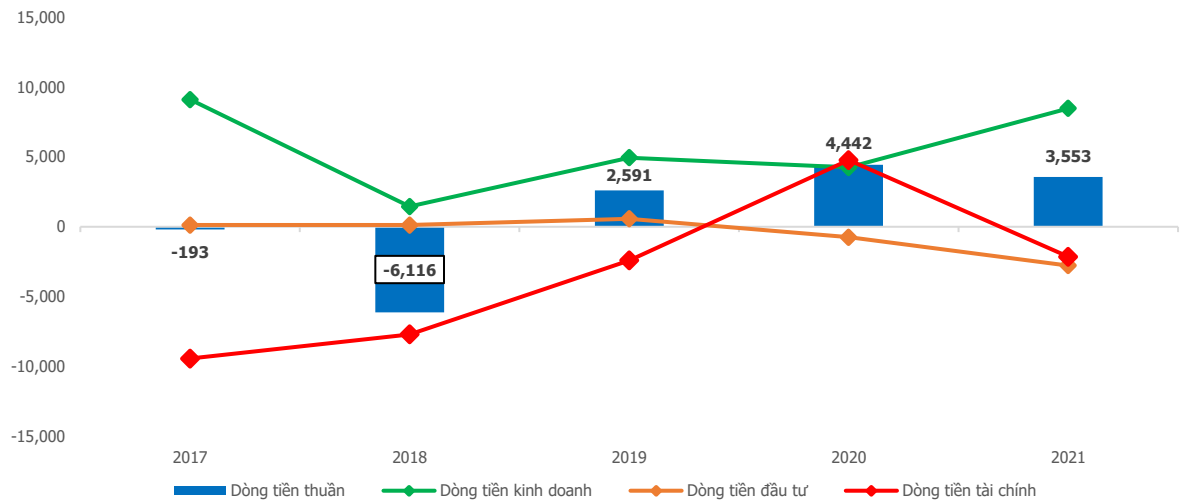


Nợ vay của BSR giảm dần trong giai đoạn 2017 – 2019. Do nhà máy Dung Quất vận hành ổn định và không có nhu cầu đầu tư nhiều nên dòng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh được BSR tập trung vào trả các khoản nợ vay giúp công ty giảm thiểu rủi ro về nghĩa vụ tài chính.

Trong năm 2020, BSR phát sinh thêm khoản vay nợ ngắn hạn lên tới 8,863 tỷ đồng để bù đắp sự thiếu hụt của dòng vốn lưu động do hoạt động kinh doanh gặp khó khăn dẫn tới ghi nhận khoản lỗ 2,848 tỷ đồng.

Qua năm 2021, khoản nợ vay dài hạn – khoản nợ vay từ lúc xây dựng nhà máy Dung Quất vào năm 2009, dự kiến sẽ đáo hạn vào năm 2022 đã giảm xuống chỉ còn 942 tỷ đồng. Hệ số thanh toán nợ ngắn hạn hiện tại là 1.65 lần và hệ số thanh toán nhanh là 1.27 lần.

Dòng tiền hàng năm của BSR



Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh liên tục được duy trì ở mức dương và có xu hướng tăng dần nhờ việc điều chỉnh lại cho chi phí khấu hao đến từ tài sản cố định có giá trị lớn. Năm 2020, mặc dù hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng trực tiếp từ đại dịch Covid – 19 dẫn tới khoản lỗ hơn 2,852 tỷ đồng, doanh nghiệp vẫn duy trì được dòng tiền kinh doanh dương nhờ thu hồi được 2,183 tỷ đồng công nợ ngắn hạn, bù đắp cho sự thiếu hụt vốn lưu động vì tiêu thụ sản phẩm kém.

Trong khi đó dòng tiền thuần của hoạt động đầu tư được duy trì ổn định khi doanh nghiệp chưa có kế hoạch đầu tư nâng cấp mở rộng dự án Dung Quất 2 do gặp khó khăn về việc huy động vốn.

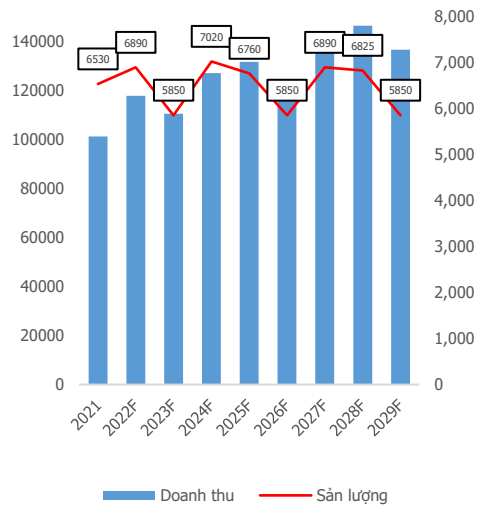
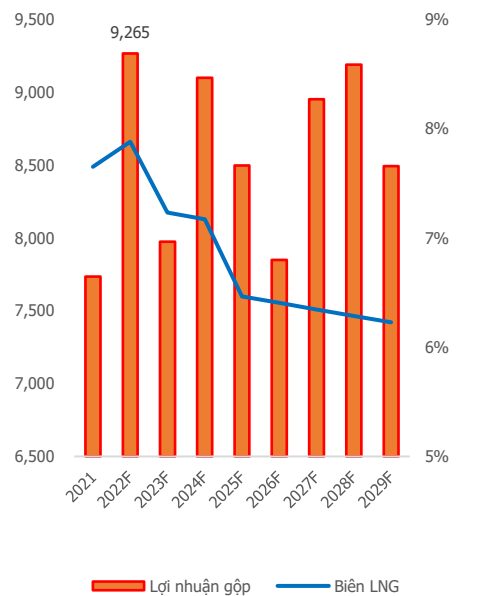
TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM TIẾP THEO**➤ Dự phóng giá dầu thô Brent**

Chúng tôi nâng dự báo giá dầu Brent trung bình cơ sở thêm 20 USD/thùng trong năm 2022 lên mức trung bình 90 USD/thùng dựa trên yếu tố nguồn cung tăng chậm trong khi dự báo nhu cầu có thể hồi phục về mức trước dịch Covid - 19 trong năm 2022, ngoài ra căng thẳng địa chính trị giữa Nga – Ukraine cùng các lệnh cấm vận từ EU và Mỹ dành cho Nga sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cung dầu khí trong bối cảnh Nga đang là đất nước có sản lượng khai thác dầu khí lớn thứ 2 thế giới và là đối tác cung cấp hơn 40% nhu cầu năng lượng ở EU.

Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự kiến sản lượng của Mỹ sẽ giảm nhẹ trong năm 2022 trong khi OPEC+ khó có thể nâng mức sản lượng do chi đầu tư cho hoạt động mở rộng năng lực sản xuất thấp. Những yếu tố này sẽ hỗ trợ giá dầu trong năm 2022 duy trì ở mức cao.

Với việc giá dầu neo cao, chúng tôi kỳ vọng Crack Spreads sẽ duy trì ổn định trong năm 2022 nhờ nền kinh tế toàn cầu phục hồi đã kích thích nhu cầu sản phẩm. Đặc biệt, thị trường dầu nhiên liệu cũng được hưởng việc là nhiên liệu khả thi thay thế trong bối cảnh giá khí đốt tự nhiên và than đá cao kỷ lục. Ngoài ra, tình trạng thiếu điện ở Trung Quốc bởi các chính sách đối với mục tiêu phát thải thấp hơn có thể làm giảm công suất các nhà máy lọc dầu của Trung Quốc, làm khan hiếm nguồn cung xăng dầu. Mặc dù vậy, nhiều khả năng áp lực cạnh tranh tại thị trường trong nước sẽ căng thẳng hơn từ cả 2 phía. Về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng chậm dần bởi nỗ lực hạn chế dân phương tiện cá nhân tại các đô thị lớn và sự thay thế các phương tiện động cơ điện. Trong khi về phía nguồn cung, dự án Long Sơn dự kiến đi vào vận hành trong 2023 với công suất 1.6 triệu tấn/năm sẽ bổ sung thêm nguồn cung xăng/dầu nội địa.

➤ **Kết quả kinh doanh của BSR theo kịch bản của giá dầu Brent**

Chỉ tiêu	Giả định	Biểu đồ																														
Doanh thu	Doanh thu BSR giai đoạn 2021 - 2029F tăng trưởng với CAGR đạt 4.5%/năm. Doanh thu chịu ảnh hưởng của giá bán và khả năng sản xuất của doanh nghiệp. Về giá bán, chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ tăng với CAGR+ 3.5% tuy nhiên, giá bán xăng sẽ tăng với tốc độ chậm hơn giá dầu Brent do dịch bệnh COVID-19 tác động đến xu hướng hành vi đi lại toàn cầu. Về năng lực sản xuất, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp hoạt động ổn định ở 105-108% CSTK, trong những năm 2023, 2026, 2029 sản lượng sản xuất chỉ đạt 90% CSTK do bảo dưỡng định kỳ trong khoảng 50 ngày.	Kết quả dự phóng doanh thu và sản lượng của BSR  <table border="1"> <thead> <tr> <th>Năm</th> <th>Doanh thu (VNĐ)</th> <th>Sản lượng (tỷ thùng/ngày)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2021</td> <td>100,000</td> <td>6,530</td> </tr> <tr> <td>2022F</td> <td>118,000</td> <td>6,890</td> </tr> <tr> <td>2023F</td> <td>110,000</td> <td>5,850</td> </tr> <tr> <td>2024F</td> <td>128,000</td> <td>7,020</td> </tr> <tr> <td>2025F</td> <td>125,000</td> <td>6,760</td> </tr> <tr> <td>2026F</td> <td>110,000</td> <td>5,850</td> </tr> <tr> <td>2027F</td> <td>128,000</td> <td>6,890</td> </tr> <tr> <td>2028F</td> <td>130,000</td> <td>6,825</td> </tr> <tr> <td>2029F</td> <td>110,000</td> <td>5,850</td> </tr> </tbody> </table>	Năm	Doanh thu (VNĐ)	Sản lượng (tỷ thùng/ngày)	2021	100,000	6,530	2022F	118,000	6,890	2023F	110,000	5,850	2024F	128,000	7,020	2025F	125,000	6,760	2026F	110,000	5,850	2027F	128,000	6,890	2028F	130,000	6,825	2029F	110,000	5,850
Năm	Doanh thu (VNĐ)	Sản lượng (tỷ thùng/ngày)																														
2021	100,000	6,530																														
2022F	118,000	6,890																														
2023F	110,000	5,850																														
2024F	128,000	7,020																														
2025F	125,000	6,760																														
2026F	110,000	5,850																														
2027F	128,000	6,890																														
2028F	130,000	6,825																														
2029F	110,000	5,850																														
Tỷ suất lợi nhuận gộp	Tỷ suất lợi nhuận gộp của BSR dự phóng năm 2022F tăng lên 8% (tăng 5.3%) so với năm 2021. Nguyên nhân do giá dầu thô và giá bán xăng, dầu thành phẩm bật tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022 do (1) căng thẳng địa chính trị xung đột giữa Nga – Ukraine ảnh hưởng tới chuỗi cung ứng năng lượng; (2) sự chênh lệch ngày càng tăng giữa cung và cầu đã khiến giá xăng dầu tăng lên. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp của BSR sẽ có xu hướng giảm dần do nhu cầu sử dụng nhiên liệu hóa thạch sẽ giảm dần trong tương lai khi các phương tiện vận tải mới sử dụng nhiên liệu sạch sẽ được tập trung nghiên cứu và phát triển. Kể từ năm 2024 thuế nhập khẩu xăng dầu sẽ giảm dần về 0% dẫn tới sự gia tăng cạnh tranh về giá cả thành phẩm dẫn tới biên LNG của BSR được dự báo sẽ giảm mạnh so với giai đoạn trước đó.	Kết quả dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp của BSR  <table border="1"> <thead> <tr> <th>Năm</th> <th>Lợi nhuận gộp (%)</th> <th>Biên LNG (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2021</td> <td>7,750</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>2022F</td> <td>9,265</td> <td>8.0%</td> </tr> <tr> <td>2023F</td> <td>8,000</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>2024F</td> <td>9,100</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>2025F</td> <td>8,500</td> <td>6.5%</td> </tr> <tr> <td>2026F</td> <td>7,850</td> <td>6.5%</td> </tr> <tr> <td>2027F</td> <td>8,950</td> <td>6.5%</td> </tr> <tr> <td>2028F</td> <td>9,200</td> <td>6.5%</td> </tr> <tr> <td>2029F</td> <td>8,500</td> <td>6.5%</td> </tr> </tbody> </table>	Năm	Lợi nhuận gộp (%)	Biên LNG (%)	2021	7,750	7.5%	2022F	9,265	8.0%	2023F	8,000	7.5%	2024F	9,100	7.5%	2025F	8,500	6.5%	2026F	7,850	6.5%	2027F	8,950	6.5%	2028F	9,200	6.5%	2029F	8,500	6.5%
Năm	Lợi nhuận gộp (%)	Biên LNG (%)																														
2021	7,750	7.5%																														
2022F	9,265	8.0%																														
2023F	8,000	7.5%																														
2024F	9,100	7.5%																														
2025F	8,500	6.5%																														
2026F	7,850	6.5%																														
2027F	8,950	6.5%																														
2028F	9,200	6.5%																														
2029F	8,500	6.5%																														

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp FCFE:

Tỷ đồng	2022F	2023F	2024F	2025F
EBIT	7,918	6,713	7,642	6,986
Chi phí lãi vay	-263	-246	-283	-293
Thuế doanh nghiệp	5.00%	5.00%	5.00%	10.00%
CAPEX	-100	-100	-100	-100
Khấu hao	2,151	2,224	2,230	2,176
Thay đổi vốn lưu động	-3,585	1,054	-3,172	1,373
Nợ vay ròng	-3,949	-366	831	227
Dòng tiền tự do	2,340	9,466	7,304	12,979
WACC	12.21%	12.21%	12.21%	12.21%
Dòng tiền đã chiết khấu	2,086	7,518	5,170	6,460

Chỉ tiêu	
Giá trị dòng tiền đã chiết khấu (Tỷ đồng)	74,390
Số lượng cổ phiếu	3,100,499,616
Giá cổ phiếu (VND)	30,554

Phương pháp PE, PB

Phương pháp	Kết quả (VNĐ)
P/E	17,296
P/B	14,537
Trung bình	15,917

Mã CK	TTS (tỷ đồng)	VĐL (tỷ đồng)	DTT (TTM) (tỷ đồng)	ROA (TTM) (%)	ROE (TTM) (%)	P/E	P/B
PETROR AB Equity	441,224	53,160	68,782	2.3%	23.5%	11.0	2.3
TOP TB Equity	248,925	14,022	247,809	3.8%	10.6%	8.5	0.9
IRPC TB Equity	130,937	14,030	182,982	8.0%	17.8%	5.4	0.9

ORL IT Equity	95,095	72,965	40,767	2.4%	8.0%	9.3	0.7
BSR VN Equity	66,785	31,005	57,834	10.0%	17.9%	13.31	2.3
SPRC TB Equity	40,366	20,624	123,292	9.0%	15.6%	8.3	1.2
ATRL PA Equity	15,234	138	24,299	3.5%	7.9%	3.8	0.3
NRL PA Equity	11,601	106	7,509	4.3%	11.5%	4.4	0.7
Trung bình						8.0	1.2

- **Tổng hợp kết quả định giá:**

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (đ/cp)
DCF	80%	30,554
Multiplier	20%	15,917
Tổng hợp kết quả định giá		27,627

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu BSR với giá mục tiêu là **27,627 đồng/cp**. Chúng tôi đánh giá BSR là một cổ phiếu phù hợp để nắm giữ theo chiến lược đầu tư phòng thủ và dài hạn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành ổn định, có vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Hiện nay BSR vẫn tiếp tục được hưởng lợi nhờ giá xăng dầu thế giới tăng nóng, điều này sẽ có tác động tích cực tới kết quả kinh doanh trong năm của doanh nghiệp.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	57,959	101,079	111,780
Giá vốn hàng bán	60,184	93,347	102,829
Lợi nhuận gộp	(0)	7,733	8,951
Doanh thu hoạt động tài chính	537	666	1,017
Chi phí tài chính	416	498	619
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết			
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	1,104	821	1,187
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	(0)	6,580	7,672
Lợi nhuận khác	25	34	34
Lợi nhuận trước thuế	(0)	6,977	8,002
Lợi nhuận sau thuế	(0)	6,673	7,602
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	(0)	6,705	7,526
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(0)	(0)	76
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2,020	2021	2022F
Tài sản ngắn hạn	29,997	44,548	49,305
I. Tiền & tương đương tiền	12,793	16,346	22,506
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	958	4,190	4,190
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	7,814	13,645	12,873
IV. Hàng tồn kho	8,387	10,317	9,679
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	69,490
Nợ phải trả	24,830	29,232	24,335
I. Nợ ngắn hạn	20,407	26,941	22,507
II. Nợ dài hạn	4,423	2,291	1,828
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,401	1,349	1,828
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,022	943	-
Vốn chủ sở hữu	31,035	37,559	45,085
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	14,077
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	29	(0)	71
Tổng nguồn vốn	55,895	66,785	69,490

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Định giá			
EPS	(909)	2,162	2,427
BVPS	10,010	12,114	14,541
Cổ tức	-	-	-
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	-3.8%	7.7%	8.0%
Biên EBITDA	40.3%	35.2%	34.5%
Biên lợi nhuận trước thuế	-4.9	6.9	7.2
ROE	-8.8	19.5	18.4
ROA	-5.2	10.9	11.16
Tăng trưởng			
Doanh thu	-43.6%	74.4%	10.6%
Lợi nhuận gộp			15.8%
Lợi nhuận sau thuế			13.9%
EPS			12.3%
Tổng tài sản	4.3%	19.5%	4.1%
VCSH	-8.7%	21.0%	20.0%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.47	1.65	2.19
Thanh toán nhanh	1.06	1.27	1.76
Nợ/tài sản	0.23	0.16	0.08
Nợ/VCSH	0.42	0.29	0.12
Khả năng thanh toán lãi vay	-6.37	10.04	16.26

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

Trần Anh Tuấn, CFA

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: tuanta@psi.vn

Bùi Đăng Thành

Trưởng Bộ phận Quan hệ Quốc tế
Email: thanhbd@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: phamhoang@psi.vn

Đồng Việt Dũng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: dungdv@psi.vn

Nguyễn Hồng Phúc

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: phucnh@psi.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Phó phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: trangntm@psi.vn

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: baotq@psi.vn

Vũ Thị Ngọc Lê

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: levtn@psi.vn

Nguyễn Minh Quang

Chuyên viên Truyền thông – Phòng Truyền
thông và Chỉ số
Email: quangnm@psi.vn

Nguyễn Đức Duy

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: duynd@psi.vn

Nguyễn Việt Dũng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích
Doanh nghiệp
Email: dungnv@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Chuyên viên Truyền thông – Phòng
Truyền thông và Chỉ số
Email: myvvh@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.