

## CÔNG TY CỔ PHẦN LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR- UPCOM)

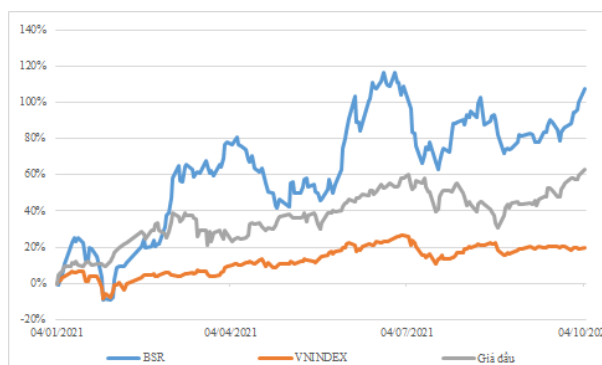
### KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá thị trường (VND)	21.200
Giá mục tiêu (VND)	24.700
Giá mua vào (VND)	20.500-21.000
Giá cắt lỗ (VND)	19.500

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (05/10/2021)

Ngành	Dầu khí
Số lượng CP lưu hành	3.100.499.616
KLGD bq 10 phiên	10,693,203
EPS (TTM)	1.975
EPS 2020: (VND)	-909
PE	13,22
Vốn hóa (tỷ đồng)	65.730,59
Cổ tức	0

### DIỄN BIẾN GIÁ CP



Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu BSR bằng phương pháp Residual Income và P/E với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 24.700 VNĐ/CP cho cổ phiếu BSR, cao hơn +20% so với giá đóng cửa ngày 05/10/2021. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BSR.

### Điểm nhấn đầu tư:

#### 1. Triển vọng giá dầu duy trì tích cực hỗ trợ biên lợi nhuận của BSR

Dầu Brent hiện đang giao dịch ở ngưỡng trên 80 USD/thùng và dự kiến duy trì được mức giá bình quân quanh vùng 75 - 80 USD/thùng trong giai đoạn cuối 2021 và 2020 do nhu cầu sử dụng dầu tăng cao trở lại. Giá dầu thô duy trì tại mức cao hỗ trợ biên lợi nhuận của BSR cải thiện tăng thêm 20 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước và kéo theo giá các sản phẩm như dầu DO và xăng cũng tăng giá.

#### 2. Dự báo KQKD cả năm tăng trưởng mạnh so với năm 2020

Ước tính tổng doanh thu cả năm đạt 98,77 nghìn tỷ đồng, tăng 70,6% yoy và vượt 39,3% so với kế hoạch. LNST đạt 6,12 nghìn tỷ đồng, vượt 590% so với kế hoạch năm 2021 do: (1) Doanh thu và LNST lũy kế 6 tháng đầu năm tăng 54% yoy và vượt 305,7% kế hoạch năm 2021 tương ứng; (2) Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm dầu tăng mạnh khi nền kinh tế dần mở cửa trở lại vào cuối 2021 và mở cửa hoàn toàn vào đầu 2022.

### Rủi ro:

Rủi ro về dịch bệnh Covid 19 kéo dài đến cuối năm khiến (1) Sụt giảm doanh thu so với cùng kỳ do giá dầu thô giảm và nhu cầu đi lại trong nước giảm và (2) Hàng tồn kho tăng nhanh dẫn đến nguy cơ dừng hoạt động nhà máy.

### DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu	Nghìn tỷ đồng	81,3	56,05	102,8	57,96	98,77
Lợi nhuận gộp	Nghìn tỷ đồng	9,01	0,94	3,97	-2,22	7.028
Biên lợi nhuận gộp	%	11	1,67	3,86	-3,83	7,02
Lợi nhuận sau thuế	Nghìn tỷ đồng	7,67	0,23	2,87	-2,85	6,12
Biên lợi nhuận ròng	%	9,4	0,4	2,8	-5	6,20
EPS	Đồng	0	0	898	-909	1,975

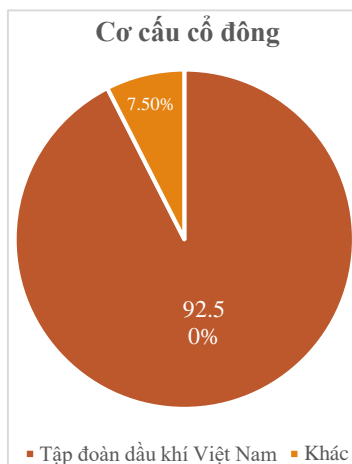
## Mục Lục

<b>I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:</b> .....	3
1. Nguyên liệu đầu vào: .....	4
2. Nhà máy sản xuất: .....	6
3. Sản phẩm đầu ra: .....	8
<b>II. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b> .....	11
1. Kết quả kinh doanh 1H2021. ....	11
2. Dự phóng KQKD cả năm 2021. ....	12
<b>III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH:</b> .....	13
1. Tình hình tài chính lành mạnh. ....	13
2. Tình hình chi trả cổ tức .....	14
<b>IV. TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG</b> .....	14
<b>V. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP</b> .....	16
<b>VI. RỦI RO</b> .....	16

**I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:**



Công ty cổ phần lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) là đơn vị chủ quản của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất. Đây là công trình trọng điểm quốc gia khởi công năm 2005 với tổng vốn đầu tư là 3 tỷ USD, có công suất thiết kế 6,5 triệu tấn dầu thô/năm tương đương 148 nghìn thùng dầu/ngày (khoảng 35% nhu cầu ở Việt Nam). BSR hoạt động trong lĩnh vực tinh chế dầu thô thành xăng, dầu thành phẩm được phân phối chủ yếu tại khu vực miền Trung và miền Nam (90% sản lượng).

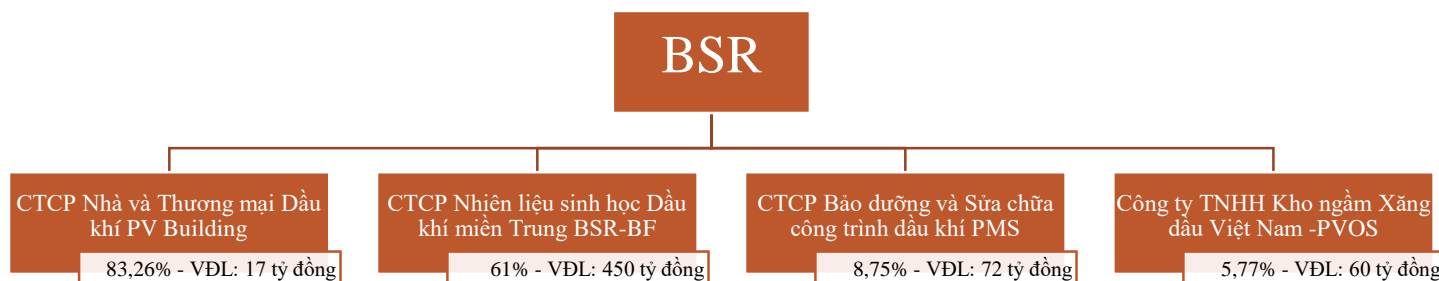


**Lịch sử hình thành và phát triển:**

- 09/05/2008: Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn được thành lập
- 22/02/2009: BSR tổ chức đón dòng sản phẩm thương mại đầu tiên của NMLD Dung Quất.
- 06/01/2011: Khánh thành và chính thức đưa NMLD Dung Quất đi vào vận hành thương mại, kết thúc quá trình xây dựng, vận hành chạy thử
- 08/12/2017: Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn tiến hành cổ phần hóa.
- 01/03/2018: Cổ phiếu BSR chính thức được niêm yết trên hệ thống UPCoM của Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội.

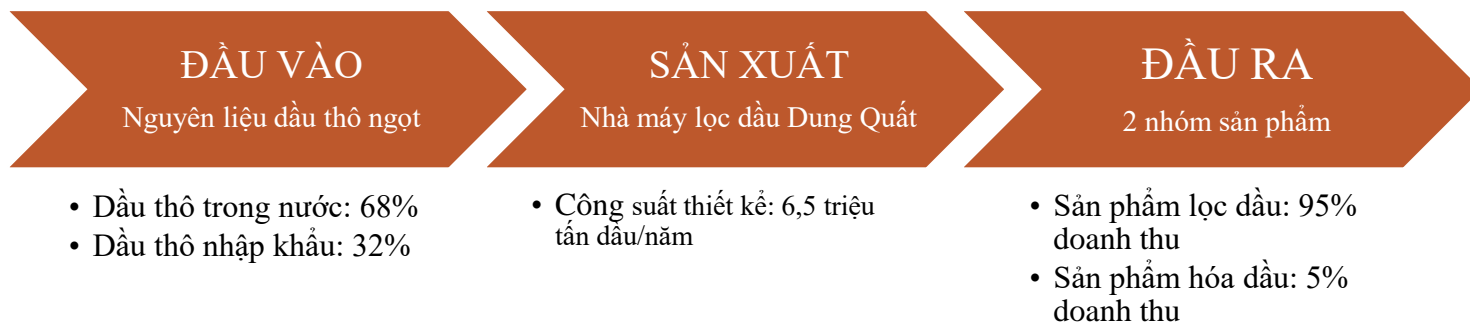
**Cơ cấu cổ đông cô đặc:** Tập đoàn Dầu khí Việt Nam nắm giữ hơn 2,8 tỷ cổ phiếu, chiếm 92,5% tổng số cổ phần công ty.

**Công ty con và công ty liên kết:**



BSR sở hữu hai công ty con và đầu tư góp vốn vào hai đơn vị liên kết, cả bốn công ty này đều thuộc ngành dầu khí và đóng vai trò hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của BSR. Trong đó, CTCP Nhà và Thương mại Dầu khí (83,26%) là đơn vị phân phối hạt nhựa và cung cấp dịch vụ hậu cần cho BSR, CTCP Nhiên liệu sinh học Dầu khí miền Trung (61%) có chức năng sản xuất, bán buôn nhiên liệu sinh học ethanol để pha trộn với xăng được sản xuất tại nhà máy Dung Quất

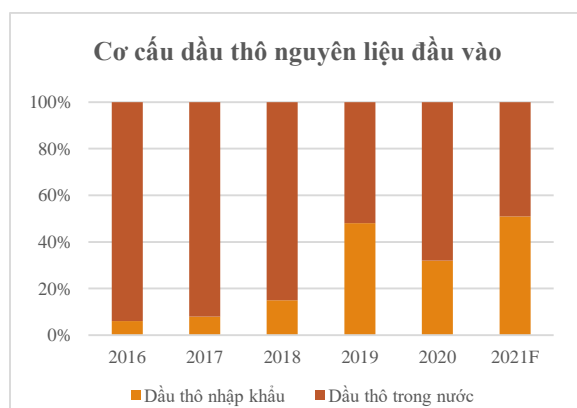
**Chuỗi giá trị của BSR**



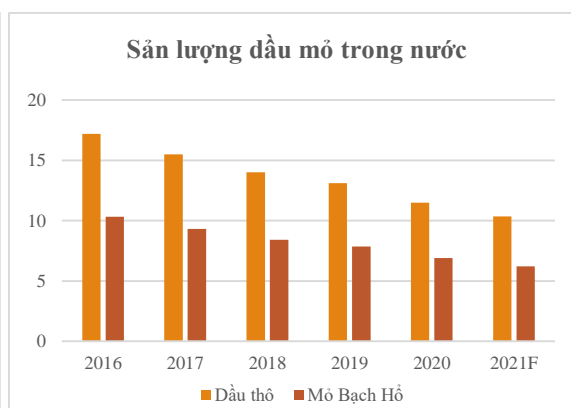
**1. Nguyên liệu đầu vào:**

**• Tái cơ cấu nguồn nguyên liệu đầu vào sang dầu thô nhập khẩu:**

Nguyên liệu đầu vào của BSR là dầu thô ngọt. Trong đó, 85% được cung cấp bởi nguồn dầu thô trong nước ở các mỏ: Bạch Hổ, Sư Tử Đen và Tê Giác Trắng (mỏ Bạch Hổ chiếm tỷ trọng 60%). 15% lượng dầu thô còn lại nhập khẩu từ các quốc gia: Azerbaijan, Mỹ, Nigeria. 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 8%/năm và chất lượng ngày càng thấp do độ ngậm nước cao.



Nguồn: BSR, VFS tổng hợp



Nguồn: VFS tổng hợp

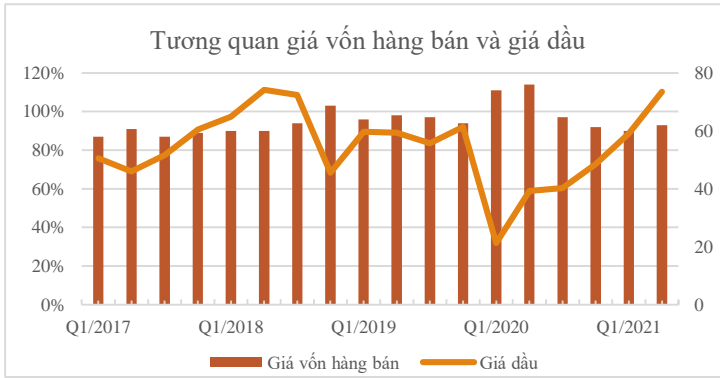
BSR lựa chọn dầu Azeri và WTI làm dầu thô nhập khẩu chiến lược vì thuộc loại dầu ngọt nhẹ nên phù hợp với thiết kế nhà máy. Dầu nhập khẩu có tỷ lệ phối trộn là 60% Azeri và 30% WTI. Nguồn cung dầu nhập khẩu ổn định do hợp tác với các đối tác lớn:

- Dầu Azeri được cung cấp bởi SOCAR Trading (thuộc Tập đoàn Dầu khí Azerbaijan) với sản lượng khai thác hàng năm đạt 28,5 triệu tấn.
- Dầu WTI nhập từ Mỹ với sản lượng khai thác năm 2019 đạt trên 150 triệu tấn.

Dự kiến trong năm 2021, BSR sẽ nâng tỷ trọng dầu nhập khẩu lên 51% tổng lượng nguyên liệu để tránh phụ thuộc vào nguồn dầu thô trong nước.

**• Giá dầu biến động khó lường ảnh hưởng đến chi phí nguyên vật liệu:**

Dầu thô chiếm đến 90-95% tổng chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của BSR nên biến động giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty.



Vì đặc thù sản xuất, doanh nghiệp lọc dầu luôn duy trì một lượng dầu thô tồn kho để sản xuất sản phẩm (BSR duy trì dầu thô sản xuất khoảng 30 ngày), do đó, khi giá dầu thô giảm sâu kéo theo sự sụt giảm giá bán nhưng giá thành sản xuất vẫn cao tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp và ngược lại.

Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

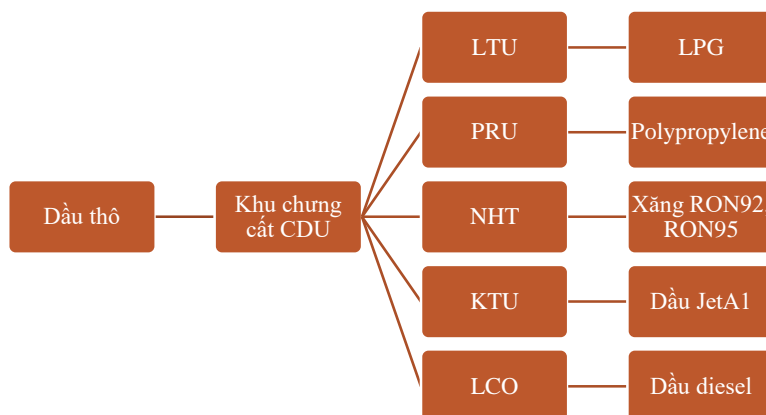
Trong khi BSR không được sử dụng công cụ phòng ngừa rủi ro biến động giá dầu theo quy định của Nhà nước thì giá dầu thô lại biến động khó lường do phụ thuộc vào nhiều yếu tố khó dự báo như: Quan hệ của Tổ chức các nước Xuất khẩu Dầu thô (OPEC) và các nước ngoài OPEC (Nga, Mỹ), kinh tế, chính trị, thiên tai,...



Nguồn: VFS tổng hợp

2. Nhà máy sản xuất:

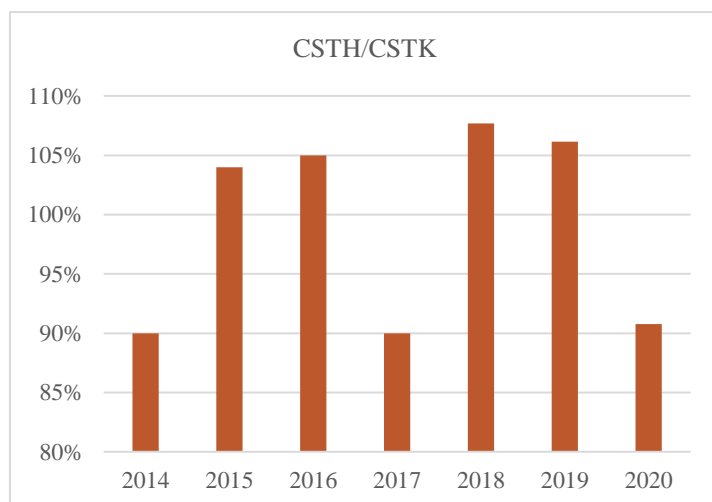
• Quá trình sản xuất:



Dầu thô được bơm vào khu chưng cất CDU và đun sôi ở nhiều mức nhiệt độ để phân tách các thành phần: Gas, Naptha, Kerosen, Gasoil nặng và nhẹ, sau đó đưa đến các phân xưởng công nghệ chế biến sản phẩm.

Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

- Gas được đưa đến phân xưởng LTU để chế biến khí hóa lỏng LPG và thu hồi Propylene.
- Propylene sau khi được thu hồi ở phân xưởng LTU đưa đến phân xưởng PRU để chế biến hạt nhựa Polypropylene.
- Kerosen đưa đến phân xưởng KTU để xử lý thành xăng JetA1 và dầu hỏa.
- Gas oil nặng và nhẹ được đưa đến LCO để chế biến dầu Diesel.
- Naptha đưa đến phân xưởng NHT chế biến thành xăng RON95 và RON92.



Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

• Công suất nhà máy ổn định ở mức 104 – 108% công suất thiết kế:

Nhà máy Lộc dầu Dung Quất có công suất thiết kế (CSTK) 6,5 triệu tấn dầu/năm. hiện đang hoạt động ở 105-108% CSTK, tương đương khoảng 6,9 triệu tấn thành phẩm mỗi năm. Nhà máy có chu kỳ bảo dưỡng định kỳ ba năm một lần trong khoảng thời gian 50 ngày làm việc khiến sản lượng sản xuất những năm bảo dưỡng giảm khoảng 10% so với CSTK. Do đó, sản lượng sản xuất năm 2020 giảm xuống còn 90% CSTK.

Dự kiến, CSTH của nhà máy trong năm 2021 sẽ quay trở lại mức 105% CSTK, tương ứng với khoảng 6,8 triệu tấn dầu, tăng 15,7% yoy.

• Công nghệ sản xuất thấp khiến chất lượng sản phẩm thiếu tính cạnh tranh:

Tiêu chuẩn	Tiêu chí
EU1	S < 1000ppm
EU2	S < 500ppm
EU3	S < 150ppm
EU4	S < 50ppm
EU5	S < 10ppm

*Nguồn: VFS tổng hợp*

Chất lượng xăng, dầu đầu ra được đo bằng nồng độ lưu huỳnh (S) trong sản phẩm do mức độ gây ô nhiễm không khí đến từ khí thải khi nhiên liệu được đốt cháy. Tương ứng với tiêu chuẩn càng cao, hàm lượng S trong thành phẩm càng thấp.

Nhà máy Dung Quất lọc dầu thô ngọt có sẵn hàm lượng S thấp, tuy nhiên, theo thiết kế ban đầu của nhà máy, xăng, dầu thành phẩm của BSR chỉ đạt tiêu chuẩn EU2. Năm 2015, BSR đầu tư thêm phân xưởng thu hồi S ở phân xưởng sản xuất xăng nâng chất lượng toàn bộ xăng RON95 lên tiêu chuẩn EU3 (chiếm 25% doanh thu), các loại xăng, dầu còn lại vẫn ở mức tiêu chuẩn EU2.

Tuy nhiên, so sánh với các đối thủ cạnh tranh trong và ngoài nước thì chất lượng sản phẩm của BSR vẫn ở mức thấp. Mặc dù nhà máy Nghi Sơn (NSR) lọc dầu thô chua (có sẵn hàm lượng S cao) nhưng ở đây chuyên sản xuất được đầu tư công nghệ giúp thành phẩm có hàm lượng S thấp và đạt tiêu chuẩn EU3, EU4. Trong khi đó, chất lượng sản phẩm của các doanh nghiệp lọc dầu nước ngoài đều đã đạt EU4 và EU5.

• Dự án mở rộng nhà máy Dung Quất tiếp tục bị trì trệ:

Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất với vốn đầu tư dự kiến 1,82 tỷ USD, trong đó 70% sẽ được tài trợ bằng vốn vay (chủ yếu vay nợ nước ngoài). Dự án đã hoàn thành công tác giải phóng, bồi thường, bàn giao đất và đã được Bộ Tài nguyên và Môi trường phê duyệt và vẫn đang trong giai đoạn tìm nguồn tài trợ và lựa chọn nhà thầu thiết kế tổng thể.

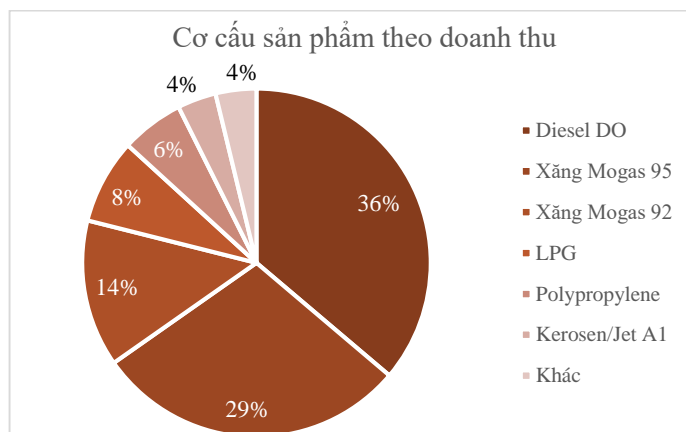
Công tác tìm nguồn tài trợ đang gặp phải khó khăn khi giá trị huy động lớn nhưng dự án lại không được Chính phủ bảo lãnh vay vốn. Do đó, BSR đang cân nhắc 02 phương án nâng cấp nhà máy:

- *Phương án 1:* Triển khai kế hoạch cũ, thực hiện cả 02 công việc nâng cấp chất lượng sản phẩm lên tiêu chuẩn EU5 và mở rộng thêm công suất 30%.
- *Phương án 2:* Chỉ thực hiện nâng cấp nhà máy, nâng toàn bộ chất lượng xăng dầu thành phẩm lên chất lượng EU5.

Công tác huy động vốn vay vẫn đang được BSR thực hiện. Tùy thuộc vào khả năng thu xếp vốn giữa BSR và đơn vị cho vay mà công ty sẽ lựa chọn phương án phù hợp.

### 3. Sản phẩm đầu ra:

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



Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

BSR chủ yếu sản xuất dầu Diesel, xăng RON95 và RON92, chiếm 84% về sản lượng tiêu thụ và gần 80% doanh thu năm 2020. Về thị trường, 100% sản phẩm xăng, dầu Diesel của BSR được tiêu thụ ở trong nước.

- Tiêu thụ xăng, dầu Diesel nội địa sụt giảm mạnh do ảnh hưởng từ đại dịch.

Sản lượng tiêu thụ mặt hàng xăng E5 RON92 và dầu DO 0.05% bằng khoảng 50%, xăng RON95 bằng khoảng 30% so với bình quân cùng thời điểm tháng 6/2021. Tình hình tiêu thụ xăng dầu tiếp tục giảm nếu các địa phương kéo dài thời gian giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16.

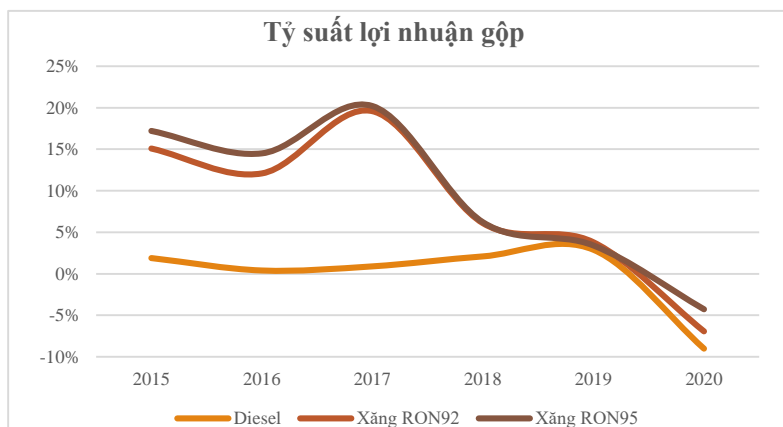
Do Covid-19 bùng phát, sản lượng tiêu thụ giảm, nhà máy tồn 200.000 m<sup>3</sup> xăng dầu thành phẩm, tương đương với 1,2 triệu thùng và 400.000 m<sup>3</sup> dầu thô. Trước thực trạng này, BSR đã giảm công suất nhà máy xuống 90% từ ngày 3/8; đồng thời gửi kho 25.000 m<sup>3</sup> xăng, và đang có kế hoạch gửi tiếp 100.000-120.000 m<sup>3</sup> trong tháng 8 này. Tồn kho sản phẩm tăng cao khiến nhà máy đối diện với rủi ro không còn chỗ chứa sản phẩm; nguy cơ dừng hoạt động.

- Giá bán thấp hơn do không phải chịu thuế nhập khẩu từ năm 2017.

Theo Quyết định 1725/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về bãi bỏ quy định thu Điều Tiết đối với sản phẩm lọc hóa dầu của BSR, kể từ ngày 01/01/2017 giá bán cơ sở dầu Diesel và xăng RON95, RON92 của BSR bằng giá niêm yết trên trang Platts của Singapore (các nước khu vực Châu Á đều áp dụng giá bán trên trang Platts) giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh. 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.



○ Tỷ suất lợi nhuận gộp các sản phẩm chính của BSR:



Nguồn: BSR. VFS tổng hợp

Tuy 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. Năm 2015, tiêu chuẩn mới của Việt Nam TCVN 5689:2005 quy định nhiên liệu Diesel có hàm lượng S giảm xuống còn 0,05% - 0,25%, BSR đã phải đầu tư tổng cộng đầu tư

thêm 140 triệu USD (1,7 nghìn tỷ đồng) để đầu tư công nghệ loại bỏ S bằng Hidro cho ra thành phẩm dầu Diesel có hàm lượng 0,05% S.

Giai đoạn 2017-2019, nguồn cung xăng thành phẩm tăng mạnh từ Trung Quốc dẫn tới giá bán xăng giảm mạnh hơn giá dầu thô Brent, chênh lệch giá bán xăng và dầu thô Brent giảm xuống 7,5 USD/thùng năm 2019 từ mức 13 USD/thùng năm 2017. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp xăng của BSR giảm từ 20,2% năm 2017 xuống chỉ còn 3,4% năm 2019. Ngược lại, nhu cầu tăng thúc đẩy giá bán tăng, tỷ suất lợi nhuận gộp của dầu Diesel tăng từ 0,9% lên 2,9% trong giai đoạn này.

Trong năm 2020, do dịch bệnh Covid bùng phát khiến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu sụt giảm, giá bán xăng, dầu thành phẩm giảm mạnh khiến BSR chịu tác động tiêu cực theo 02 hướng: Giá bán giảm thấp hơn giá thành và BSR trích lập giảm giá tồn kho theo giá thị trường.

● **Khí hóa lỏng và hạt nhựa Polypropylene được tiêu thụ hết nhờ các hợp đồng bao tiêu:**

Năm 2020, BSR cung cấp ra thị trường gần 400 nghìn tấn sản phẩm khí hóa lỏng (LPG) (chiếm khoảng 8% sản lượng sản xuất) và hơn 155 nghìn tấn sản phẩm hạt nhựa Polypropylene (PP) (chiếm 2,5% sản lượng sản xuất). Doanh thu mảng khí LPG và nhựa PP năm 2020 chiếm lần lượt 7,9% và 5,8% tổng doanh thu của BSR. Đối với LPG, BSR đáp ứng khoảng 30% nhu cầu trong nước. Trong đó, 50% sản lượng được ba 3 nhà phân phối lớn là PV Gas North, PV Gas South và PV Gas Trading bao tiêu, 50% sản lượng còn lại được tổ chức đấu giá bán sản phẩm theo kỳ hạn sáu tháng hoặc một năm. Mặc dù nhu cầu khí LPG nội địa tiếp tục suy giảm do quy định đóng cửa chuỗi nhà hàng, khách sạn, khu dịch vụ ăn uống để hạn chế dịch bệnh lây lan, nhưng sản phẩm khí LPG của BSR vẫn được tiêu thụ hết do nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng 50% nhu cầu tiêu thụ. Giá khí LPG biến động cùng chiều với giá dầu thô. Cụ thể, giá khí LPG hồi phục từ 0,18 USD/gal trong tháng 1 lên 0,54 USD/gal vào tháng 9/2021, tăng 3 lần.

Đối với hạt nhựa PP, BSR đang đáp ứng khoảng 15% nhu cầu nội địa. Sản phẩm hạt nhựa PP của BSR được đảm bảo đầu ra nhờ hợp đồng bao tiêu ký với 06 khách hàng gồm: Công ty cổ phần nhựa An Phát Xanh (AAA), công ty cổ phần nhựa OPEC (OPEC Plastics), công ty cổ phần hóa dầu nhựa Đà Nẵng (P&C Đà Nẵng), công ty cổ phần thương mại dịch vụ dầu khí miền Trung (PSMT), công ty dịch vụ khoan và hóa phẩm Dầu khí

(DMC) và công ty cổ phần nhà và thương mại Dầu khí (PVBuilding), giá bán được đàm phán hàng năm giữa BSR và đối tác. Giá hạt nhựa PP đã hồi phục mạnh kể từ quý 2/2020 do nhu cầu về các loại bao bì thực phẩm (được sản xuất từ hạt nhựa PP) gia tăng khi dịch bệnh bùng phát.

- **Mức độ cạnh tranh phân khúc dầu có xu hướng gia tăng:**

- Cạnh tranh trong nước với nhà máy lọc dầu Nghi Sơn:

PVN thực hiện bao tiêu toàn bộ xăng, dầu thành phẩm của NSR ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường tiêu thụ của BSR. Hiện nay, 100% sản phẩm của NSR được tiêu thụ ở trong nước và chiếm cố định khoảng 40% thị phần nhờ các hợp đồng bao tiêu. Ngược lại, BSR không nhận được ưu đãi giống NSR về bao tiêu sản phẩm, BSR tự tìm kiếm, đàm phán với khách hàng để tiêu thụ sản phẩm trong 60% thị phần còn lại. Trong khi đó, 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 lại 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.

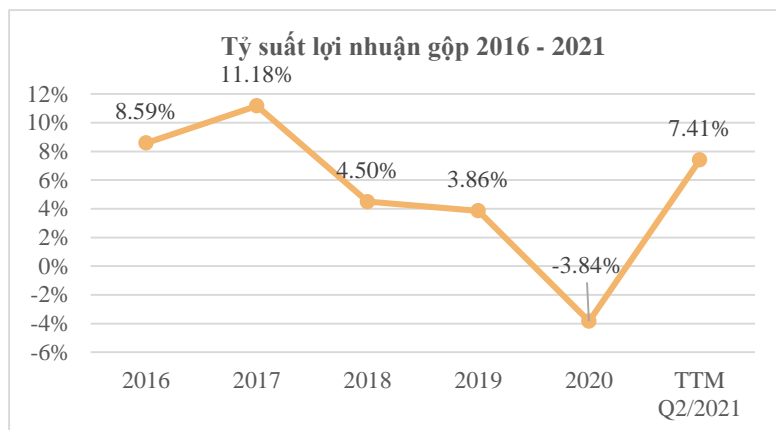
- Cạnh tranh với xăng dầu nhập khẩu:

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 (Hiệp định thương mại tự do Việt Nam và Hàn Quốc - VKFTA, Hiệp định Khu vực Thương mại Tự do ASEAN - AFTA). Các quốc gia có sản lượng xăng, dầu xuất khẩu lớn vào Việt Nam gồm: Hàn Quốc, Malaysia, Singapore đều nằm trong nhóm ưu đãi thuế quan. Khi đó, BSR không còn duy trì được lợi thế giá bán thấp khi giá bán về tương đương xăng, dầu nhập khẩu.

## II. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ DỰ PHÓNG KQKD CẢ NĂM

### 1. Kết quả kinh doanh 1H2021 tăng trưởng tích cực theo đà tăng mạnh của giá dầu thế giới.

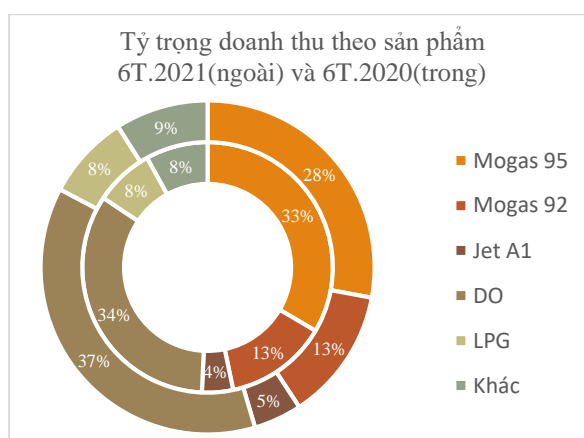
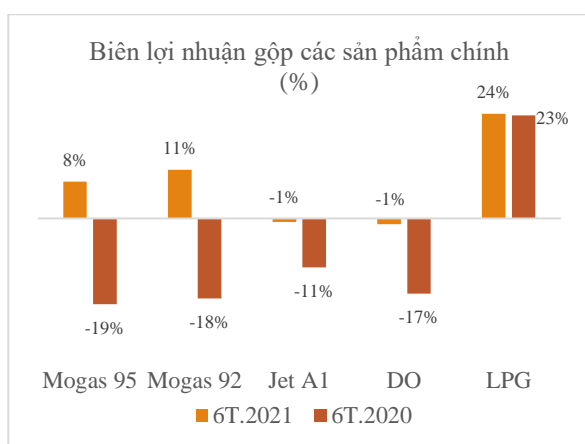
- Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ hưởng lợi từ tồn kho giá rẻ và xu hướng tăng giá của dầu thô:



Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

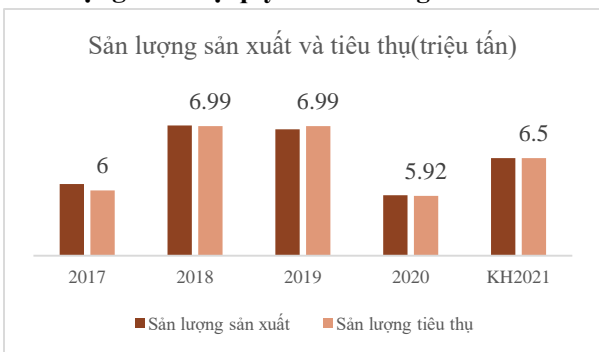
KQKD quý II của BSR ghi nhận doanh thu 27,86 nghìn tỷ đồng, tăng 103% so với cùng kỳ năm ngoái là 13,73 nghìn tỷ đồng. Doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 48,91 nghìn tỷ đồng, tăng 54% so với cùng kỳ năm 2020. Lợi nhuận sau thuế Quý 2/2021 đạt 1.696 tỷ đồng, lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 3,544 nghìn tỷ đồng, vượt 305,7% kế hoạch năm 2021 do hai nguyên nhân chính như sau

- BSR được hưởng lợi tồn kho giá thấp 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. 6T.2021.Giá dầu Brent trung bình đạt 64,8 USD/thùng, tăng 62,5% so với cùng kỳ
- Chênh lệch giá bán xăng, dầu thành phẩm so với giá dầu Brent phục hồi khả quan nhờ dịch bệnh được kiểm soát. Giá bán lẻ các loại xăng dầu trong 6 tháng đầu năm 2021 đã tăng khoảng 10%-18% so với cùng kỳ.
- Doanh thu dầu DO ghi nhận 16.412 tỷ, tăng 38,7% so với cùng kỳ năm trước, dầu Mogas 95 ghi nhận doanh thu 16.321 tỷ đồng, tăng 84,5% so với cùng kỳ; doanh thu dầu Mogas 92 đạt được 6.471 tỷ đồng, tăng 58,9% so với cùng kỳ; doanh thu dầu Jet A1 đạt được 1.958 tỷ đồng, tăng 33 % so với cùng kỳ



Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

• Sản lượng tiêu thụ quý 2 và 6 tháng đầu năm 2021 vượt kế hoạch:

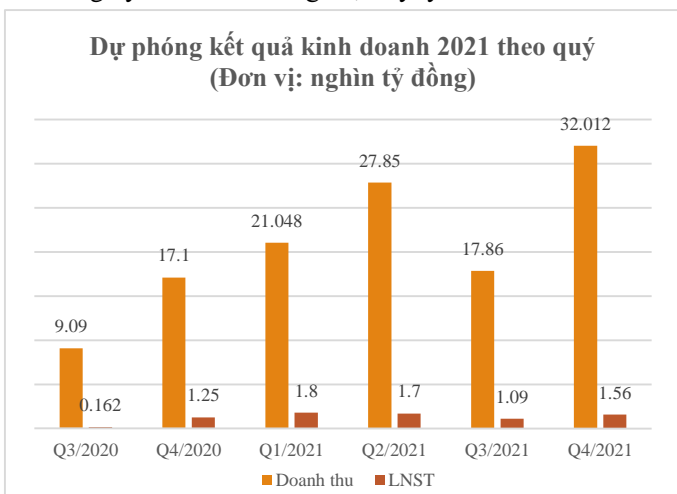


Nguồn: BSR, VFS tổng hợp

BSR đạt kế hoạch sản xuất và tiêu thụ 6,5 triệu tấn sản phẩm, tăng 9,8% so với năm 2020. Sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm đạt 3,43 triệu tấn, tăng 2,2% so với cùng kỳ năm 2020 và vượt 6,5% so với kế hoạch 06 tháng năm 2021. Trong quý 2 nhu cầu tiêu thụ đầu Diesel tăng 16,28% (qoq), Mogas 95 tăng 19,11% (qoq), Mogas 92 tăng 73,06% (qoq), LPG tăng 0,82% (qoq) so với quý 1 năm 2021. Từ đầu năm đến nay, Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã vận hành với 105% công suất, khối lượng tiêu thụ đạt 3,45 triệu tấn.

2. Kết quả kinh doanh quý 3.2021 dự kiến bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi Dịch Covid 19 lần 4 bùng phát trở lại nhưng KQKD cả năm dự kiến vẫn vượt kế hoạch đề ra.

- Ảnh hưởng đợt bùng phát thứ 4 dịch Covid-19 tiêu thụ sản phẩm xăng dầu của nhà máy lọc dầu Dung Quất bị chững lại và đi xuống khi nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa bị giảm sút. Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 3 khá âm ảm và có thể sẽ tác động tiêu cực tiếp sang quý 4 nếu như dịch bệnh chưa được kiểm soát. Dự phóng doanh thu quý 3 giảm 65% so với quý 2, đạt 17,86 nghìn tỷ đồng, LNST đạt 1,09 nghìn tỷ đồng
- Với sự nỗ lực của Chính phủ trong việc phòng chống dịch bệnh và tốc độ tiêm vacxin đang được đẩy nhanh, cùng với việc giá dầu được dự báo duy trì ổn định tại mức 75 USD/thùng đến cuối năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu quý 4 sẽ tăng trở lại như trước đợt bùng phát thứ 4, tổng doanh thu cả năm đạt 98,77 nghìn tỷ đồng, LNST đạt 6,15 nghìn tỷ đồng. Như vậy với kết quả kinh doanh 6T.2021 tăng trưởng đột biến và kỳ vọng việc nới lỏng giãn cách trong quý 4, chúng tôi tin rằng KQKD cả năm 2021 vẫn tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, doanh thu tăng 70,5%yoy.

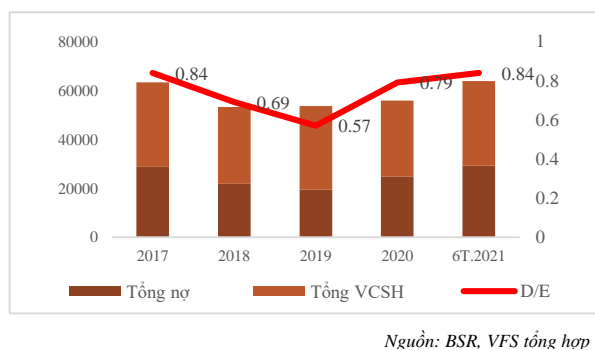
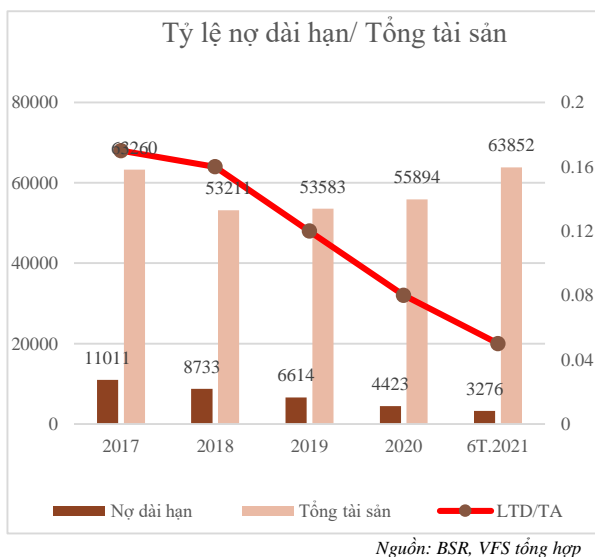


- Kế hoạch kinh doanh thận trọng BLD công ty thận khi đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021 lần lượt là 70.898,3 tỷ đồng tăng tương ứng với 12.311 tỷ đồng, tăng 21% yoy và 890 tỷ lợi nhuận sau thuế dựa trên giả định giá dầu là 45 USD/thùng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là khá thận trọng, nhất là khi cuối tháng 12/2020 giá dầu đã có suy hướng tăng trở lại. Điều này khiến cho doanh thu 6T.2021 tăng vượt 39,1% so với kế hoạch và hoàn thành 69% kế hoạch cả năm 2021. Lợi nhuận sau thuế lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 3,544 nghìn tỷ đồng, vượt 305,7% kế hoạch năm 2021

### III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH:

#### 1. Tình hình tài chính lành mạnh là một trong những điểm tựa giúp công ty vượt qua những khó khăn do ảnh hưởng của dịch Covid 19 gây ra.

- **Hàng tồn kho** chiếm 17,5% tổng tài sản với 11.207 tỷ đồng (tăng hơn 2.800 tỷ đồng), trong khi tiền mặt và gửi ngân hàng cũng ghi nhận tới gần 13.908 tỷ đồng giúp cho doanh nghiệp có thêm doanh thu từ hoạt động tài chính tăng 125,44 tỷ đồng, tăng 34,7% so với cùng kỳ. BSR vay nợ tài chính ngân hàng 12.832 tỷ đồng. Hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh tương ứng là 1,52 và 1,05 cho thấy khả năng trả nợ ngắn hạn tốt. Tình hình kinh doanh 6 tháng qua cũng rất khả quan với mức lãi tới 3.543 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ lỗ 4.236 tỷ đồng. Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trở lại dương 3.832 tỷ đồng sau khi âm nặng trong cùng kỳ



- **Tỷ số D/E** Năm 2020, tăng đáng kể so với năm trước nguyên nhân là do (1) nợ phải trả tăng hơn 5.000 tỷ đồng, trong đó nợ ngắn hạn tăng 7.491 tỷ đồng, nợ dài hạn giảm 2.191 tỷ đồng do một số khoản vay dài hạn đến hạn trả nợ được chuyển sang khoản vay ngắn hạn và công ty đi vay ngắn hạn để bổ sung nguồn vốn lưu động, (2) Ảnh hưởng của giá dầu thô giảm mạnh và âm trong tháng 4, năm 2020 BSR ghi nhận lỗ 2.848 tỷ đồng làm giảm VCSH. 6T.2021 nợ phải trả ngắn hạn tiếp tục tăng tuy nhiên phần lớn nằm ở khoản mục phải trả người bán ngắn hạn và thuế và các khoản phải nộp nhà nước, điều này có ý nghĩa tích cực đối với công ty vì công ty có thể sử dụng tốt nguồn vốn huy động. Tuy hệ số D/E có xu hướng gia tăng nhưng không quá cao cho thấy tài sản của doanh nghiệp vẫn đang được tài trợ chủ yếu bằng nguồn VCSH.

- **Tỷ lệ LTD/TA** giảm qua các năm cho thấy công ty có mức độ rủi ro tương đối thấp. 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 2021 và KQKD sẽ hưởng lợi nhờ tiết giảm chi phí lãi vay.

- **Chỉ số khả năng thanh toán** lãi vay cao và tỷ số gánh nặng lãi vay cao cũng cho thấy tình hình tài chính lành mạnh của công ty do khả năng vỡ nợ thấp và không sử dụng đòn bẩy tài chính lớn

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020	6T.2021
EBIT (Tỷ VNĐ)	7.933,75	3.949,72	2.869,22	-3.045,99	3.792,80
Chi phí lãi vay (Tỷ VNĐ)	530,3	218,9	359,85	325	203,3
Tỷ số gánh nặng lãi vay	0,93	0,94	0,87	NA	0,94
Khả năng thanh toán lãi vay	14,96	18	7,97	NA	18,65

(Nguồn: BCTC BSR)

## 2. Cổ tức: Công ty dự kiến sẽ không chia cổ tức năm 2021 sau năm doanh nghiệp ghi nhận lỗ kỷ lục

Năm 2020, ĐHCĐ đã thông qua phương án trả cổ tức tỷ lệ 3% trên vốn điều lệ song tới cuối năm 2020, do ghi nhận lỗ kỷ lục, HĐQT đã điều chỉnh chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh trong năm, trong đó có quyết định không chia cổ tức.

Năm 2021, doanh nghiệp nhận định còn phải đối mặt với những khó khăn thách thức lớn khi tiếp tục chịu ảnh hưởng tác động kép của dịch bệnh COVID-19 và biến động giá dầu thô/sản phẩm. Giá dầu thô và sản phẩm vẫn tiếp tục diễn biến thất thường, khó dự báo và theo hướng bất lợi cho ngành công nghiệp lọc dầu nói chung và BSR nói riêng. Vì vậy công ty dự kiến sẽ không chia cổ tức năm 2021.

## IV. TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

### Triển vọng dài hạn của BSR duy trì ở mức ổn định nhờ các yếu tố hỗ trợ của ngành

- **Tiềm năng thị trường xăng dầu Việt Nam vẫn được đánh giá tích cực trong các năm tới.**

Theo Fitch Solutions dự báo, năm 2021 nhu cầu tiêu thụ xăng, dầu ở Việt Nam sẽ duy trì mức tăng ổn định trung bình khoảng 4%/năm trong giai đoạn 2022 - 2025. Theo BMI, ước tính tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 4,7% trong 5 năm tới. Wood Mackenzie dự báo tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tăng trưởng kép hàng năm 4,9% đến năm 2025. Nhu cầu tiêu thụ đến năm 2025 sẽ đạt 29,9 triệu tấn. Trong khi đó, với công suất 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, BSR đáp ứng khoảng 30% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa. Từ năm 2018, NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động với công suất 10 triệu tấn dầu thô/năm, đáp ứng khoảng 40% nhu cầu xăng dầu. Như vậy, BSR và NMLD Nghi Sơn đáp ứng khoảng 70% nhu cầu xăng dầu nội địa cho thấy thị trường đầu ra cho sản phẩm của BSR vẫn khá lớn

- **Giá dầu được dự báo duy trì ổn định tại mức 80 USD/ thùng nửa cuối năm 2021 và 75 USD/ thùng vào năm 2022, hỗ trợ mạnh biên lợi nhuận gộp của BSR**

Dầu Brent hiện đang giao dịch ở ngưỡng trên 75 USD/thùng, cao hơn 89,2% so với cùng kỳ năm trước dù OPEC+ đã tuyên bố tăng sản lượng thêm 2 triệu thùng/ngày từ tháng 7. Tình trạng khan hiếm nguồn cung khí đốt sẽ thúc đẩy nhu cầu tìm đến các sản phẩm thay thế, làm tăng nhu cầu dầu thô lên thêm nửa triệu thùng mỗi ngày trong quý 4. Hiện nhu cầu dầu thô thế giới đang thấp hơn khoảng 4 triệu thùng/ngày so với trước Đại dịch, chủ yếu là do giao thông đường bộ và hàng không chưa phục hồi, tuy nhiên, khoảng cách này đang dần được thu hẹp. Goldman Sachs cũng nói rằng dầu thô Brent có thể chạm mốc 90 USD/thùng trong mùa đông này nếu thời tiết trở nên lạnh hơn với điều kiện mùa đông khắc nghiệt, có thể dẫn đến nhu cầu dầu thô cần thêm 900.000 thùng/ngày.

Giá dầu tăng mạnh hỗ trợ BSR được hưởng lợi tồn kho giá thấp trong xu hướng tăng giá của dầu thô Brent đồng thời cũng khiến giá bán lẻ các loại xăng dầu trong 6 tháng đầu năm 2021 đã tăng khoảng 10%-18% giúp biên gộp của BSR tăng lên thêm 20 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước

- **Dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất đang đầu tư sẽ hỗ trợ giải quyết bài toán đầu vào và hướng tới tiêu chuẩn quốc tế về môi trường.**

Dự án sẽ giúp BSR cải thiện 2 vấn đề (1) Giải quyết vấn đề nguồn cung dầu thô Bạch Hổ đang suy giảm; (2) Đáp ứng các tiêu chuẩn về môi trường, đảm bảo sản phẩm lọc dầu đầu ra đạt tiêu chuẩn quốc tế Euro 5 theo chủ

trương của Chính phủ về lộ trình áp dụng tiêu chuẩn khí thải vào năm 2022. Trong tương lai nếu BSR không đáp ứng được tiêu chuẩn khí thải Euro 5 sẽ không thể cạnh tranh được với các nhà máy lọc dầu khác.

Dự án nâng cấp mở rộng Nhà máy, với quy mô đầu tư là 1,8 tỷ USD, trong đó 30% là vốn chủ sở hữu, tương đương với 544 triệu USD (khoảng 1 nghìn tỷ VNĐ) lấy từ lợi nhuận sau thuế để lại; còn lại 70%, tương đương với 1,27 tỷ USD (27 nghìn tỷ đồng) đi vay. Công ty dự kiến sẽ bắt đầu quá trình lựa chọn tổng thầu EPC vào tháng 10/2021 để xây dựng dự án nâng cấp và mở rộng trị giá 1,8 tỷ USD, qui trình này thường cần một năm để hoàn thành. Ngoài ra, BSR đã ký kết hợp đồng thu xếp vốn với ngân hàng Nhật Bản Sumitomo Mitsu nhằm tìm nguồn vốn huy động cho dự án này. Dự kiến dự án sẽ được xây dựng từ năm 2021 và đi vào hoạt động từ năm 2025.

## V. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu BSR bằng phương pháp Residual Income và P/E với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 24.700 VNĐ/CP cho cổ phiếu BSR, cao hơn +20% so với giá đóng cửa ngày 05/10/2021. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BSR.

### Định giá theo phương pháp P/E

Doanh nghiệp	PE
Pertamina	31,17
Caltex	14,23
Petronas	16,12
Petron	12,81
Shell	28,67
IRPC (PTT)	6,01
PTTGC (PTT)	6,46
SPRC (Chevron/PTT)	9,98
Thai Oil (PTT)	12,97
<b>PE trung bình</b>	<b>15,38</b>

### Định giá theo phương pháp Residual Income

ROEf	18%
Tốc độ tăng trưởng g	3%
Chi phí sử dụng vốn	15%
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu	11.150
Giá trị nội tại cổ phiếu	19.007

### Trung Trung bình các phương pháp

Phương pháp	Giá hợp lý
PP P/E (50%)	30,370
PP Residual income(50%)	19.007
Giá hợp lý	24.689
Giá hiện tại	20.900
Upside	20%

## VI. RỦI RO: Dịch bệnh Covid 19 kéo dài tác động tiêu cực lên hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong nửa cuối 2021

### • Rủi ro doanh thu quý 4 sụt giảm mạnh

Do bị tác động nặng nề của dịch bệnh Covid 19 khiến nhu cầu đi lại trong nước và quốc tế giảm mạnh, giá dầu thô và giá thành phẩm giảm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kịch bản doanh thu quý 4 sẽ không thể tồi tệ hơn doanh thu quý 3. Trong trường hợp dịch bệnh kéo dài đến cuối năm, với quan điểm thận trọng chúng tôi dự báo doanh thu cả năm đạt 71.198 tỷ đồng, tăng 22,85%yoy, LNST đạt 4900,8 tỷ đồng, EPS đạt 1.580,9 đồng. Kết quả kinh doanh cả năm 2021 sẽ không quá xấu do 6T.2021 BSR đã có kết quả kinh doanh tăng trưởng đột biến.

### • Rủi ro về sức chứa

Tồn kho sản phẩm của BSR ở mức rất cao, đối diện với nguy cơ tank top, đặc biệt là mặt hàng xăng. Việc giãn lịch nhận hàng đã làm tồn kho của nhà máy tăng lên rất nhanh giai đoạn cuối tháng 7 và đầu tháng 8. Hiện nay, tại kho nhà máy đang tồn khoảng 200.000 m3 sản phẩm xăng dầu các loại (tương đương 1,2 triệu thùng) và gần 400.000 m3 dầu thô (khoảng 2,4 triệu thùng). BSR phải đối diện với rủi ro không còn sức tồn chứa, kể cả việc đưa hàng đi gửi kho do hệ thống kho trên thị trường hầu như đã đầy, dẫn đến nguy cơ phải dừng nhà máy.



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Chuyên viên phân tích cao cấp	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Vũ Thị Hà Phương	Chuyên viên phân tích	phuong.vu@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Trần Minh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.tran@vfs.com.vn

## © CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

### Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: **(84-8) 62556586** Fax: **(84-8) 62556580**

Website: [www.vfs.com.vn](http://www.vfs.com.vn)

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 9B, Tòa nhà Leadvisors place, 41A Lý Thái Tổ, P. Lý Thái Tổ, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: **(84-4) 39288222** – Ext: **117** Fax: **(84-4) 39338222**

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.