

# CTCP Lọc hoá dầu Bình Sơn (BSR)

## Triển vọng lạc quan nhờ giá dầu thế giới

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang  
quangtpt@kbsec.com.vn

04/03/2022

**Lợi nhuận của BSR tăng trưởng mạnh mẽ từ mức LNST âm của năm 2020 nhờ sản lượng phục hồi và giá dầu neo ở mức cao**

Luỹ kế cả năm 2021, BSR ghi nhận doanh thu thuần đạt 101,079 tỷ VNĐ (+74.4 % YoY) và LNST đạt 6,673 tỷ VNĐ (cùng kì lỗ 2,858 tỷ VNĐ). Kết quả tăng trưởng mạnh mẽ này tới từ sản lượng phục hồi từ mức nền thấp của năm 2020 khi BSR thực hiện đại tu lần thứ 4 với 51 ngày ngừng hoạt động và giá dầu ở mức cao giúp cho giá bán các sản phẩm của BSR cao hơn.

**Giá dầu thô dự kiến tiếp tục tăng mạnh trong năm 2022 và 2023 hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của BSR**

Chúng tôi cũng kì vọng những cổ phiếu dầu khí có độ tương quan chặt chẽ như BSR sẽ được hưởng lợi lớn nhờ đà tăng tiếp diễn của giá dầu. BSR, bên cạnh GAS là 1 trong 2 cổ phiếu có cơ chế tính giá bán dựa trên giá dầu, cụ thể là neo vào bình quân 5, 10 và 15 ngày của giá Platts Singapore (giá tại nhà máy) cho mỗi sản phẩm xăng dầu và cộng thêm phần phụ trội dựa trên thoả thuận giữa BSR và khách hàng mỗi 6 tháng.

**Tiếp tục hưởng lợi khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và đối thủ cạnh tranh chính là NMLD Nghi Sơn gặp khó khăn hoạt động**

Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2022 Dung Quất sẽ vận hành ổn định, với hiệu suất 108% trong năm 2022 do không phải thực hiện đại tu (BSR đại tu 3 năm/lần với khoảng thời gian 50 – 52 ngày, đợt gần nhất là năm 2020) và bù đắp sản lượng thiếu hụt do NMLD Nghi Sơn giảm công suất.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 36,800 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá DCF, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BSR. Giá mục tiêu là 36,800 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 29.6% so với giá tại ngày 03/03/2022.

## Mua

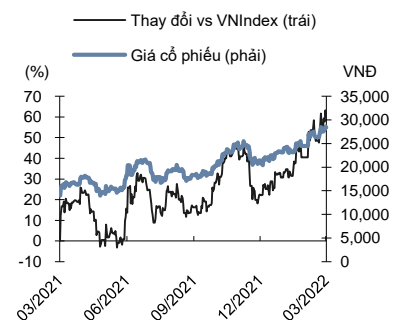
Giá mục tiêu	VNĐ 36,800
Tăng/giảm (%)	29.6%
Giá hiện tại (03/03/2022)	VNĐ28,400
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ31,850
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	88,054

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	7.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	287.33
Sở hữu nước ngoài (%)	7.9%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (92.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
BSR	15.9	36.5	55.2	83.2
VNINDEX	13.9	30.9	37.6	42.3

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	57,959	101,079	143,713	109,871
EBIT	(3,046)	6,545	10,201	7,958
LN sau CĐTS	(2,819)	6,705	10,310	8,070
EPS (VNĐ)	(909)	2,162	3,325	2,603
Thay đổi EPS (%)	-201.2	-337.8	54.0	-22.0
P/E (x)	-10.7	10.5	11.1	14.1
EV/EBITDA (x)	-61.3	7.3	8.0	9.7
P/B (x)	1.0	1.9	2.5	2.4
ROE (%)	-9.2	17.8	22.8	16.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	2.7	4.1



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

**Doanh thu 2021 tăng trưởng mạnh 74.4% YoY và LNST đạt 6,673 tỷ VNĐ so với mức âm cùng kì**

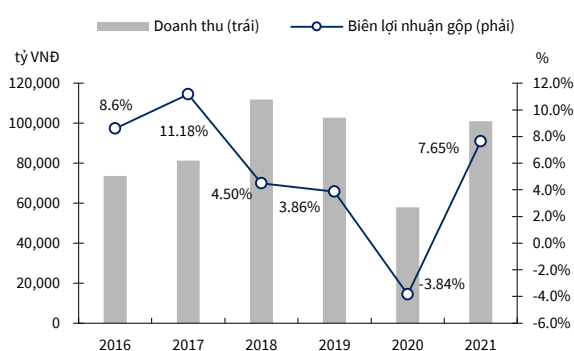
Luỹ kế cả năm 2021, BSR ghi nhận doanh thu thuần đạt 101,079 tỷ VNĐ (+74.4 % YoY) và LNST đạt 6,673 tỷ VNĐ (cùng kì lỗ 2,858 tỷ VNĐ). Đóng góp chủ yếu vào kết quả ấn tượng này là sản lượng tiêu thụ phục hồi trong năm 2021, đạt 6,423 nghìn tấn (+8.5% YoY) sau kì đại tu lần thứ 4 kéo dài 51 ngày của BSR trong năm 2020. Bên cạnh đó, giá bán của BSR được neo theo giá dầu Brent đang ở mức cao trong năm 2021 với giá trung bình của năm 2021 là 70 USD/thùng (+67% YoY) so với mức 42 USD/thùng của năm 2020 cũng là yếu tố đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực của BSR.

**Biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ từ mức âm -3.8% năm 2020 lên 7.7% năm 2021 nhờ giá dầu diễn biến tích cực**

Trong năm 2020, BSR ghi nhận giá vốn hàng bán cao hơn doanh thu do giá Brent Quý 1/2020 giảm mạnh so với Quý 4/2019 (giá dầu Brent đã giảm 29% QoQ và BSR có vòng quay hàng tồn kho khoảng 30 ngày và ghi nhận kế toán theo phương pháp FIFO – Nhập trước xuất trước), dẫn tới việc giá vốn hàng bán giảm chậm hơn doanh thu. Tuy nhiên vào năm 2021, tình trạng này đã không xảy ra vì những lý do sau:

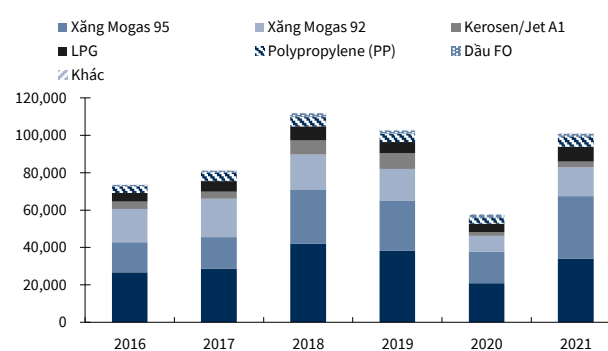
- Năm 2021, giá dầu Brent khả quan giúp giá bán các sản phẩm của BSR khả quan hơn, tăng trung bình 61.2% YoY.
- Nhu cầu về xăng dầu hồi phục khi những biện pháp giãn cách được nới lỏng trong 1H2021 và Quý 4/2021 giúp BSR không phải trữ hàng tồn kho quá lâu (Vòng quay hàng tồn kho của năm 2021 là 37 ngày so với 56 ngày của 2020).

**Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của BSR, 2016-2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: KBSV, BSR

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của BSR, 2016-2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: KBSV, BSR

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 2021 của BSR

Tỷ VNĐ	2020	2021	YoY %	Nhận xét
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>57,959</b>	<b>101,079</b>	<b>74.4%</b>	Doanh thu tăng mạnh nhờ sản lượng và giá bán tăng cao
Dầu Diesel	20,975	34,097	62.6%	
Xăng A95	16,854	33,403	98.2%	Sản lượng tăng 17% YoY và giá bán trung bình tăng 66.8% YoY
Xăng A92 & E5	8,330	15,382	84.7%	Sản lượng tăng 7.2% YoY và giá bán trung bình tăng 68.5% YoY
Jet A1	2,083	3,001	44.1%	
Dầu nhiên liệu (FO)	1,038	1,768	70.3%	
LPG	4,562	7,939	74.0%	Sản lượng tăng 22.3% YoY và giá bán trung bình tăng 68.7% YoY
Khác	4,117	5,489	33.3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>(2,225)</b>	<b>7,732</b>	<b>N/A</b>	
Biên lợi nhuận gộp (%)	-3.84%	7.65%		LNG dương trở lại nhờ diễn biến tích cực từ giá dầu
Chi phí SG&A	(821)	(1,187)		
% SG&A / doanh thu	-1.42%	-1.17%		
LN từ HĐKD	(3,046)	6,545		
Thu nhập tài chính	666	1,017		
Chi phí tài chính	(498)	(619)		
<b>LN trước thuế</b>	<b>(2,852)</b>	<b>6,978</b>	<b>N/A</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>(2,858)</b>	<b>6,673</b>	<b>N/A</b>	
Biên lợi nhuận ròng (%)	-4.93%	6.60%		
<b>Sản lượng sản xuất (triệu tấn)</b>	<b>5,931</b>	<b>6,413</b>	<b>8.1%</b>	
<b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>	<b>5,922</b>	<b>6,423</b>	<b>8.5%</b>	
Dầu Diesel	2,470	2,547	3.1%	
Xăng A95	1,667	1,950	17.0%	
Xăng A92 & E5	825	884	7.2%	
Jet A1	200	215	7.5%	
Dầu nhiên liệu (FO)	145	156	7.6%	
LPG	398	487	22.4%	
Khác	217	184	-15.2%	
<b>Giá đầu vào trung bình (USD/thùng)</b>				
Brent thế giới	42	70	66.8%	
Giá đầu thô đầu vào của BSR	48	72	48.8%	
<b>Giá bán trung bình (USD/thùng)</b>				
Dầu Diesel	49.9	78.8	57.9%	
Xăng A95	51.5	87.2	69.3%	
Xăng A92	51.5	88.8	72.4%	
Jet A1	57.4	77.4	34.8%	
Dầu nhiên liệu (FO)	45.6	73.3	60.7%	
LPG (USD/tấn)	495.3	702.6	41.9%	

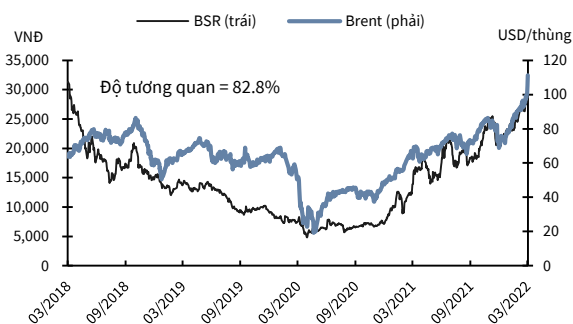
Nguồn: KBSV, BSR

### Giá dầu thô dự kiến tiếp tục tăng mạnh trong năm 2022 và 2023 hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của BSR

Giá dầu Brent đã chứng kiến đà phục hồi đáng kể trong năm 2021 từ mức đáy vào năm 2020 và quá trình tăng giá này đang tiếp tục khi Brent đã vượt mốc 100 USD/thùng kể từ tháng 09/2021 sau khi Nga quyết định tấn công Ukraine. Bên cạnh đó, thị trường dầu khí toàn cầu cũng đang thắt chặt những hoạt động thương mại nhằm cắt giảm chi phí trong đại dịch Covid. Ngoài ra, tổ chức OPEC+ cũng đang gặp khó khăn trong việc tăng sản lượng khi chỉ đạt được mức tăng 50,000/400,000 thùng/ngày đã đề ra vào năm 2021. Từ các thông tin trên, chúng tôi dự báo giá dầu Brent cơ sở trong năm 2022 đạt mức 90 USD/thùng, tương đồng với dự báo giá dầu của các tổ chức tài chính lớn. Đồng thời chúng tôi cũng kì vọng những cổ phiếu dầu khí có độ tương quan chặt chẽ như BSR sẽ được hưởng lợi lớn nhờ đà tăng tiếp diễn của giá dầu. BSR, bên cạnh GAS là 1 trong 2 cổ phiếu có cơ chế tính giá bán dựa trên giá dầu, cụ thể là neo vào bình quân 5, 10 và 15 ngày của giá Platts Singapore (giá tại nhà máy) cho mỗi sản phẩm xăng dầu và cộng thêm phần phụ trội dựa trên thoả thuận giữa BSR và khách hàng mỗi 6 tháng.

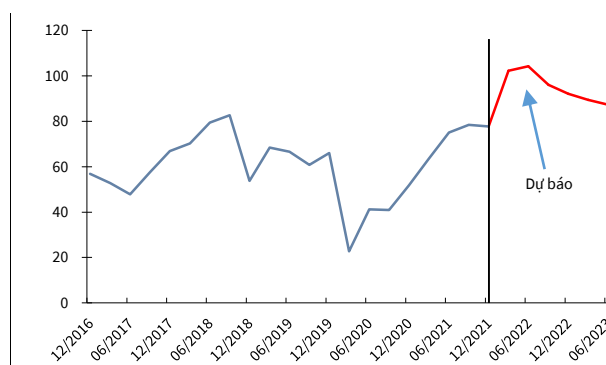
Ngoài ra, crack spread (Chênh lệch giữa giá 1 thùng dầu thô và sản phẩm xăng dầu chế biến từ thùng dầu thô) của BSR cũng được hưởng lợi nhờ đà tăng của giá dầu. Chúng tôi kì vọng khi ngành sản xuất công nghiệp, du lịch và vận tải hồi phục, giá tại nhà máy của các sản phẩm xăng dầu sẽ tăng nhanh hơn giá dầu thô trong năm 2022, đồng nghĩa với crack spread lớn hơn cho các NMLD và trong đó có BSR.

Biểu đồ 3. Độ tương quan của BSR và Brent



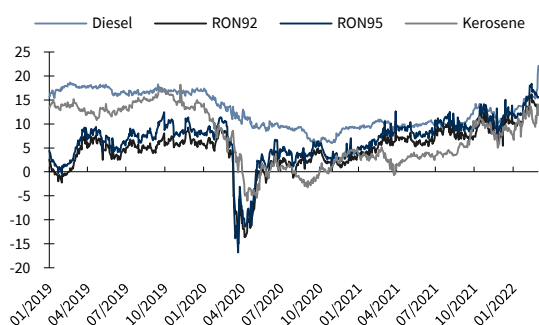
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Giá dầu được dự báo ở mức cao theo Bloomberg Consensus



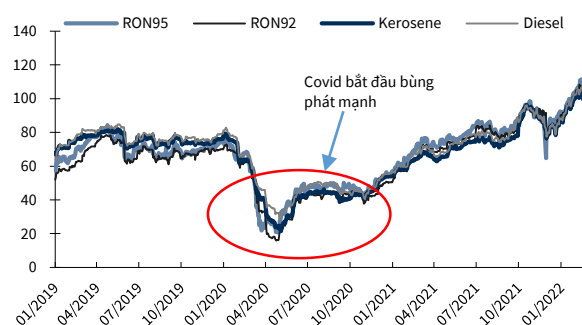
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Crack spread các sản phẩm chính của BSR phục hồi (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Giá bán các sản phẩm của BSR hồi phục từ đáy (USD/thùng)



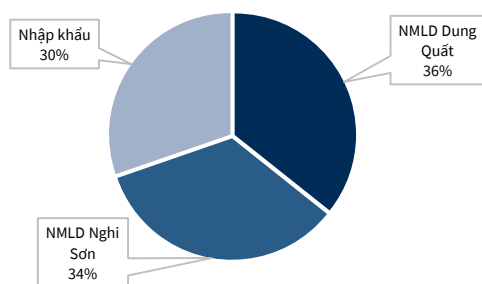
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Tiếp tục hưởng lợi khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và đối thủ cạnh tranh chính là NMLD Nghi Sơn gặp khó khăn hoạt động giúp cho hiệu suất hoạt động được đảm bảo**

Ngành lọc dầu của Việt Nam đang ở bước đầu phát triển với 2 NMLD là Dung Quất hoạt động năm 2009 và Nghi Sơn năm 2018. Tính tới cuối năm 2021, Dung Quất chiếm gần 36% thị phần thị trường sản phẩm xăng dầu của Việt Nam và Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn chiếm 34%; còn lại 30% là sản phẩm nhập khẩu. Tuy nhiên, với việc liên tục thua lỗ từ khi đi vào hoạt động tới nay, NMLD Nghi Sơn đã gặp khó khăn về mặt tài chính và phải hạ công suất hoạt động xuống 80% công suất thiết kế. Theo chúng tôi, đây là một động lực ngắn hạn cho BSR khi rào cản gia nhập ngành là rất lớn và hiện tại chưa có thêm nguồn cung khác thay thế ngoài nhập khẩu. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2022 Dung Quất sẽ vận hành ổn định, với hiệu suất 108% trong năm 2022 do không phải thực hiện đại tu (BSR đại tu 3 năm/lần với khoảng thời gian 50 – 52 ngày, đợt gần nhất là năm 2020) và bù đắp sản lượng thiếu hụt do NMLD Nghi Sơn giảm công suất.

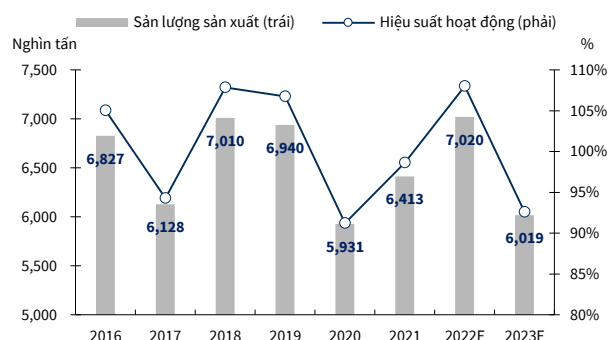
Bên cạnh đó, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về nhu cầu xăng dầu sẽ dần hồi phục sau dịch khi tỷ lệ tiêm chủng ít nhất 2 mũi tại Việt Nam đã đạt 100% và mũi 3 đã gần 100%. Điều này sẽ giúp cho chiến lược “thích ứng an toàn với đại dịch” của Chính phủ Việt Nam đạt được thành công và dần dần mở cửa lại nền kinh tế, góp phần tăng nhu cầu xăng dầu nội địa. Theo ước tính của BMI Research, tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam có thể tăng trưởng với CAGR = 4.7% trong giai đoạn 2021-2025, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng toàn cầu là 1.3% ngoại trừ trường hợp xảy ra các sự kiện “thiên nga đen” khác như Covid-19. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xăng dầu nội địa sẽ quay trở lại xu hướng tăng trưởng từ năm 2022 trở đi khi đại dịch đang dần được kiểm soát.

**Biểu đồ 7. Thị phần cung cấp xăng dầu nội địa năm 2021**



Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

**Biểu đồ 8. Sản lượng BSR dự kiến đảm bảo ổn định trong 2022**



Nguồn: KBSV, BSR

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ 42.2% YoY và 53.8% YoY**

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của BSR sẽ lần lượt đạt 143,713 tỷ VNĐ (+ 42% YoY) và 10,261 tỷ VNĐ (+ 54% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu trung bình năm 2022 đạt 90 USD/thùng (+28.6% YoY).
- Hiệu suất hoạt động nhà máy đạt 108% CSTK.
- Sản lượng tiêu thụ đạt 7,024 triệu tấn (+9.4% YoY).
- Giá bán sản phẩm trung bình tăng 30% YoY nhờ diễn biến tích cực từ giá dầu thế giới.

**Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận sau thuế giảm 23.5% YoY và 21.7% YoY do vào kì đại tu lần 5**

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của BSR vào 2023 sẽ đạt 109,871 tỷ VNĐ (-24% YoY) và 8,031 tỷ VNĐ (-22% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Giá dầu trung bình năm 2022 đạt 80 USD/thùng (-11% YoY).
- Hiệu suất hoạt động nhà máy đạt 92.65% CSTK do vào kì đại tu lần 5 với giả định thời gian đại tu là 52 ngày.
- Sản lượng tiêu thụ đạt 6,042 triệu tấn (-14% YoY).
- Giá bán sản phẩm trung bình giảm 10.7% YoY do giả định giá dầu giảm.

**Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh BSR, 2022-2023**

Tỷ VNĐ	2021	2022	2023	Nhận xét
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>101,079</b>	<b>143,713</b>	<b>109,871</b>	Doanh thu 2023 giảm do thực hiện đại tu lần 5 kéo dài 52 ngày
Dầu Diesel	34,097	55,558	42,297	
Xăng A95	33,403	40,333	31,025	
Xăng A92 & E5	15,382	19,989	14,790	
Jet A1	3,001	8,098	6,166	Sản lượng và giá bán tăng trong năm 2022 & 2023 nhờ kì vọng nổi lại hoạt động hàng không
Dầu nhiên liệu (FO)	1,768	2,517	1,935	
LPG	7,939	11,015	8,676	Sản lượng tăng 7.2% YoY và giá bán trung bình tăng 68.5% YoY
Khác	5,490	6,203	4,983	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7,732</b>	<b>11,889</b>	<b>9,249</b>	
Biên lợi nhuận gộp (%)	7.65%	8.27%	8.42%	
Chi phí SG&A	(1,187)	(1,688)	(1,291)	
% SG&A / doanh thu	-1.17%	-1.17%	-1.18%	
LN từ HĐKD	6,545	10,201	7,958	
Thu nhập tài chính	1,017	1,096	1,572	Thu nhập tài chính năm 2023 cao hơn nhờ lượng tiền năm 2022 cao hơn
Chi phí tài chính	(619)	(530)	(641)	
<b>LN trước thuế</b>	<b>6,978</b>	<b>10,801</b>	<b>8,923</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>6,673</b>	<b>10,261</b>	<b>8,031</b>	
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.60%	7.14%	7.31%	
<b>Sản lượng sản xuất (triệu tấn)</b>	<b>6,413</b>	<b>7,020</b>	<b>6,019</b>	
<b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>	<b>6,423</b>	<b>7,024</b>	<b>6,042</b>	
Dầu Diesel	2,547	2,971	2,548	
Xăng A95	1,950	1,825	1,591	
Xăng A92 & E5	884	888	743	
Jet A1	215	424	376	Sản lượng tăng mạnh trong năm 2022 & 2023 nhờ kì vọng nổi lại hoạt động hàng không
Dầu nhiên liệu (FO)	156	176	150	
LPG	487	562	482	
Khác	184	178	152	
<b>Giá đầu vào trung bình (USD/thùng)</b>				
Brent thế giới	70	90	80	
Giá đầu thô đầu vào của BSR	72	96	86	
<b>Giá bán trung bình (USD/thùng)</b>				
Dầu Diesel	78.8	110.3	98.0	
Xăng A95	87.2	113.4	100.1	
Xăng A92	88.8	115.4	101.9	
Jet A1	77.4	106.1	90.9	
Dầu nhiên liệu (FO)	95.8	115.6	106.3	
LPG (USD/tấn)	495.3	702.6	847.3	

Nguồn: KBSV, BSR

## Định giá

### Phương pháp định giá

Sử dụng phương pháp DCF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu là 36,800VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 29.6% so với giá đóng cửa 28,400 VNĐ/cổ phiếu ngày 03/03/2022.

### Định giá đã bao gồm kế hoạch đầu tư 300 triệu USD để nâng chất lượng sản phẩm đầu ra lên EURO 5

Mô hình định giá của chúng tôi đã bao gồm kế hoạch đầu tư 300 triệu USD của BSR để nâng chất lượng sản phẩm đầu ra của nhà máy lên tiêu chuẩn EURO 5 theo Quyết định số 49/2011/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, các loại xe ô tô sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới phải áp dụng tiêu chuẩn khí thải mức 5 – EURO 5 từ ngày 01/01/2022. Chúng tôi cũng lưu ý rằng định giá của chúng tôi chưa bao gồm kế hoạch đầu tư 1.8 tỷ USD nhằm nâng cấp quy trình xử lý đầu vào và nâng công suất tổng thể nhà máy do chưa có nhiều thông tin liên quan.

Biểu đồ 9. Mô hình DCF của BSR

(Tỷ VND)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>EBIT</b>	<b>7,935</b>	<b>3,949</b>	<b>2,870</b>	<b>-3,046</b>	<b>6,545</b>	<b>10,201</b>	<b>7,958</b>	<b>8,965</b>	<b>8,410</b>	<b>7,932</b>
Thuế TNDN	-438	-229	-181	-6	-304	-540	-892	-1,033	-984	-940
<b>LN sau thuế trước lãi vay</b>	<b>8,373</b>	<b>4,178</b>	<b>3,051</b>	<b>-3,040</b>	<b>6,849</b>	<b>10,741</b>	<b>8,850</b>	<b>9,998</b>	<b>9,394</b>	<b>8,872</b>
Cộng: Khấu hao & Dự phòng	2,579	2,648	2,670	2,552	2,309	2,321	2,064	1,839	1,642	1,468
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-1,429	-403	26	1,296	304	2,235	2,512	1,937	2,105	2,164
Trừ: CAPEX	-529	-443	-269	-173	-62	-2,156	-3,296	-2,175	-339	-316
<b>UFCF</b>	<b>8,994</b>	<b>5,980</b>	<b>5,478</b>	<b>635</b>	<b>9,400</b>	<b>13,141</b>	<b>10,130</b>	<b>11,599</b>	<b>12,802</b>	<b>12,188</b>
Hệ số chiết khấu						1.14	1.30	1.48	1.68	1.92
<b>PV</b>						<b>11,527</b>	<b>7,792</b>	<b>7,837</b>	<b>7,620</b>	<b>6,348</b>

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Mô hình DCF của BSR (tiếp)

Lãi suất phi rủi ro	2.50%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Phần bù rủi ro vốn VSH	10.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)	54,411
Beta	1.50	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2021-2025 (PV)	41,124
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>17.5%</b>	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>95,535</b>
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	29,976
Thuế suất	20%	Trừ: Nợ gộp	-11,262
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>5.6%</b>	Trừ: Lợi ích ĐĐT	-54
Tỷ trọng vốn CSH	70%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>114,195</b>
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>13.9%</b>	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100.5
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>36,800</b>
		Giá hiện tại (03/03/2022)	28,400
		<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>29.6%</b>

Nguồn: KBSV

## Rủi ro

### **Giá dầu thấp/cao hơn dự báo dẫn tới doanh thu và lợi nhuận biến động**

Giá dầu giảm mạnh sẽ khiến giá trị hàng tồn kho giảm và lợi nhuận gộp âm. Chu kỳ sản xuất của BSR là khoảng 15 ngày trong khi số ngày tồn kho là khoảng 30 ngày. Trong Quý 1/2020, BSR đã lỗ 2,332 tỷ VNĐ do dịch COVID-19 ảnh hưởng đến giá sản phẩm và nhu cầu của nhà máy lọc dầu và khiến giá dầu giảm hơn 30%. Tuy nhiên, chúng tôi thấy đây là rủi ro ít có thể xảy ra do giá dầu đã đang neo ở mức cao do gián đoạn cung – cầu dầu khí trên thế giới. Với diễn biến căng thẳng giữa Nga và Ukraine, giá dầu có thể cao hoặc thấp hơn dự báo, dẫn tới rủi ro tăng giá hoặc giảm giá mục tiêu của chúng tôi do tương quan chặt chẽ giữa BSR và Brent.

### **Rủi ro về dự án đầu tư mở rộng 1.8 tỷ USD được bắt đầu khởi động**

Như chúng tôi đã đề cập, BSR có kế hoạch mở rộng và nâng cấp NMLD Dung Quất từ CSTK 6.5 triệu tấn/năm lên 8.5 triệu tấn/năm và đầu vào có thể xử lý được cả dầu thô chua thay vì chỉ dầu thô ngọt như hiện nay. Tuy nhiên, việc huy động vốn để làm dự án là một thách thức với BSR do PVN không bảo lãnh khoản vay cho dự án này của BSR. Chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình do thiếu thông tin chi tiết, tuy nhiên nếu BSR có thể tìm được nguồn vốn và bắt đầu khởi động dự án này, đây sẽ là điều tích cực với BSR và là rủi ro tăng giá với dự phóng của chúng tôi.





## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình**  
Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

**Dương Đức Hiếu**  
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Lê Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng  
tungla@kbsec.com.vn

**Nguyễn Ngọc Hiếu**  
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng  
hieunn@kbsec.com.vn

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
quangtpt@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương**  
Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

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

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.