

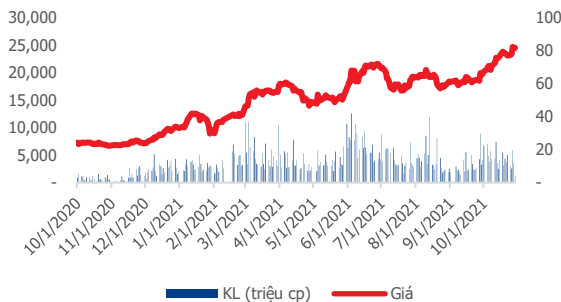
CÔNG TY CỔ PHẦN LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HOSE: BSR)
Ngành Dầu khí

KHUYẾN NGHỊ
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu	28,100
Giá hiện tại	24,400
Upside	14.2%

Ngày 08/11/2021

Một số chỉ tiêu chính	2020	2021F
Doanh thu (tỷ VND)	57,959	91,151
LN gộp (tỷ VND)	(2,215)	6,663
EBIT (tỷ VND)	(2,368)	6,214
LN ròng (VND)	(2,848)	5,608
Tăng trưởng LNR (%)	-283.6%	
EPS (VND)	(909)	1,791
Tăng trưởng EPS (%)	-206.1%	
BVPS (VND)	10,013	11,804
ROE (%)	-8.78%	16.58%
ROA (%)	-5.21%	9.18%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	92.12%
Cổ đông khác	7.88%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Vũ Thị Ngọc Lê

levtn@psi.vn

CHÊNH LỆCH GIÁ DẦU THÔ VÀ SẢN PHẨM NÓI RỘNG HỖ TRỢ BIÊN LỢI NHUẬN GỘP

Sản lượng tiêu thụ 9 tháng tăng trưởng 7.5% so với cùng kỳ dù quý III bị ảnh hưởng bởi Covid. Trong tháng 8, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm của BSR đều giảm mạnh do chỉ thị giãn cách xã hội làm giảm nhu cầu xăng dầu tại các tỉnh phía Nam, địa bàn kinh doanh chính của BSR. Tuy nhiên, nhờ 7 tháng đầu năm liên tục sản xuất và bán hàng vượt kế hoạch được giao, sản lượng tiêu thụ tính chung 9 tháng của BSR vẫn tăng trưởng 7.5% so với cùng kỳ.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa tăng trở lại sau giãn cách xã hội. Theo khảo sát từ PLX và OIL, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa đã có dấu hiệu hồi phục từ tháng 9/2021, ước tính tăng khoảng 10% so với tháng trước. Chúng tôi cho rằng, trong quý IV, nhu cầu sẽ còn tiếp tục tăng thêm chủ yếu đến từ ngành vận tải hàng hóa.

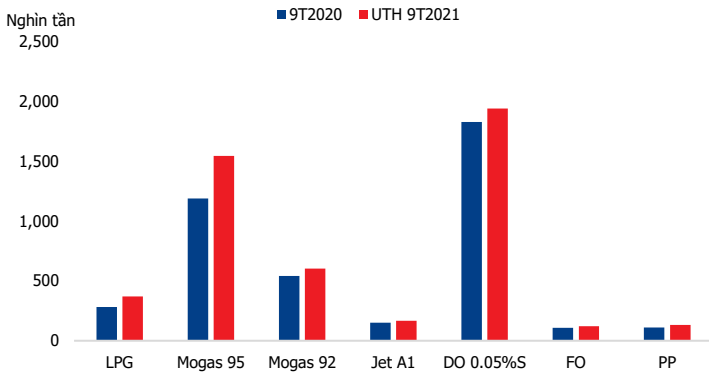
Biên lợi nhuận cải thiện nhờ crack spreads nói rộng trong khi lượng tồn kho cao. Giá dầu thô tăng mạnh thời gian qua và nhu cầu các sản phẩm xăng dầu hồi phục khiến cho crack spreads của hầu hết các sản phẩm nói rộng. Nhờ lượng tồn kho lớn do tiêu thụ chậm trong quý III có giá vốn thấp hơn hiện tại, chúng tôi cho rằng BSR sẽ cải thiện được biên lợi nhuận gộp từ quý IV.

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 của BSR lên lần lượt là 91,151 tỷ đồng và 5,608 tỷ đồng dựa trên thay đổi các giả định **(1)** Sản lượng tiêu thụ năm 2021 đạt khoảng 6.4 triệu tấn thành phẩm, tăng nhẹ so với dự báo trước đó của chúng tôi là 6.2 triệu tấn nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi ngay từ tháng 9; và **(2)** Biên lợi nhuận gộp nâng lên mức 7.3% nhờ crack spreads hầu hết các sản phẩm đều tăng mạnh và lượng tồn kho dồi dào của doanh nghiệp được ghi nhận giá vốn thấp.

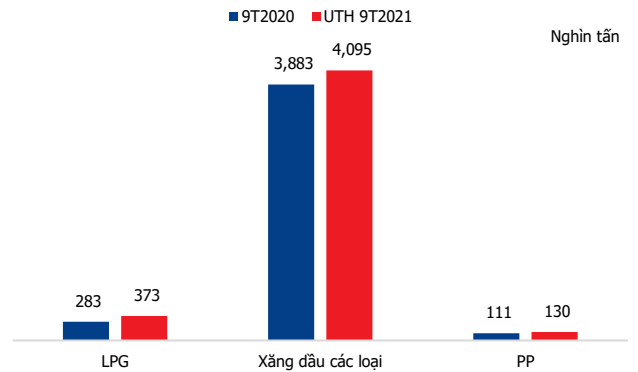
Chúng tôi nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG trong báo cáo gần nhất lên **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu BSR, giá mục tiêu 12 tháng là 28,100đ/cp (upside 14.2%), tương đương với P/E forward là 15.69. Chúng tôi đánh giá BSR có nhiều triển vọng tăng trưởng trong năm 2022 từ mức nền tương đối thấp của năm nay và lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể nhờ chênh lệch giá giữa dầu thô và thành phẩm tiếp tục nói rộng.

Sản lượng tiêu thụ 9 tháng tăng trưởng 7.5% so với cùng kỳ dù quý III bị ảnh hưởng bởi Covid. Trong tháng 8, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm của BSR đều giảm mạnh do chỉ thị giãn cách xã hội làm giảm nhu cầu xăng dầu tại các tỉnh phía Nam, địa bàn kinh doanh chính của BSR. Tuy nhiên, nhờ 7 tháng đầu năm liên tục sản xuất và bán hàng vượt kế hoạch được giao, sản lượng tiêu thụ tính chung 9 tháng của BSR vẫn tăng trưởng 7.5% so với cùng kỳ. Trong đó, sản lượng tiêu thụ LPG tăng trưởng 32.1% và các sản phẩm xăng dầu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất tăng trưởng 5.5% yoy.

SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT



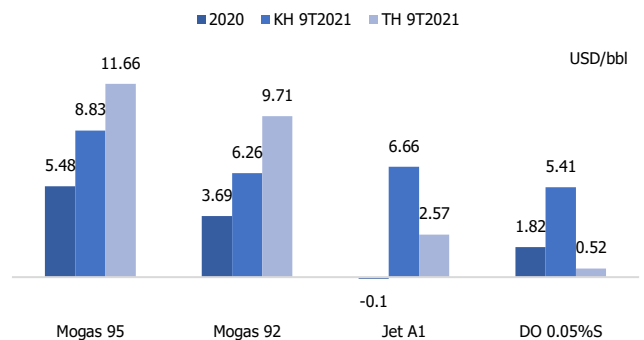
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ SẢN PHẨM



Nguồn: BSR, PSI ước tính

Báo cáo tài chính quý III của BSR ghi nhận doanh thu thuần 9 tháng đầu năm của doanh nghiệp đạt 66,588 tỷ đồng, tăng 63.1%. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 3,998 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lỗ 4,090 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh tích cực của BSR đạt được là nhờ giá dầu thô tăng mạnh từ đầu năm tới nay, giá dầu Brent bình quân 9 tháng đầu năm đạt khoảng, 68 USD/thùng, cao hơn 62.8% so với hồi đầu năm. Chênh lệch giá giữa các sản phẩm lọc dầu và dầu thô cũng được cải thiện đáng kể trong năm 2021. Crack spreads một số sản phẩm chính của BSR như Mogas 95, 92 cao hơn năm 2020 lần lượt là 112.7% và 163.1% giúp cho lợi nhuận của doanh nghiệp tăng mạnh.

CHÊNH LỆCH GIÁ SẢN PHẨM VÀ DẦU THÔ



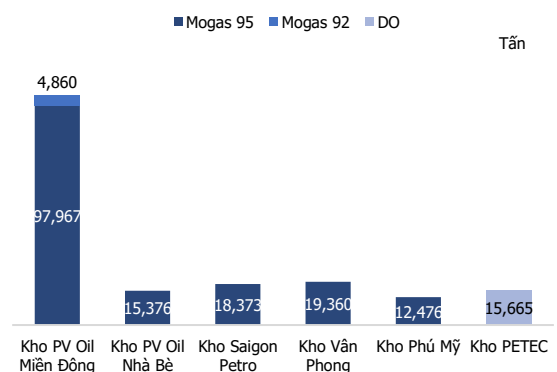
Nguồn: BSR, PSI tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa tăng trở lại sau giãn cách xã hội. Theo khảo sát từ PLX và OIL, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa đã có dấu hiệu hồi phục từ tháng 9/2021, ước tính tăng khoảng 10% so với tháng trước. Ngay sau khi nới lỏng giãn cách, ngành vận tải hàng hóa có thể hồi phục nhanh để phục vụ các ngành sản xuất khác trong khi vận tải hành khách và đi lại cá nhân được chúng tôi đánh giá là sẽ hồi phục chậm hơn do người dân còn thận trọng. Như vậy, nhu cầu tiêu thụ trong quý IV dự báo sẽ chủ yếu tập trung vào sản phẩm dầu DO trong khi các sản phẩm xăng sẽ tăng trưởng chậm hơn và dự kiến có thể quay lại mức trước dịch vào đầu năm 2022. Chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ của BSR cả năm 2021 đạt khoảng 6.4 triệu tấn, xấp xỉ kế hoạch năm của doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ crack spreads nới rộng trong khi lượng tồn kho cao. Nhu cầu dầu phục hồi sau dịch và OPEC+ khó gia tăng sản lượng trong thời gian ngắn khiến cho giá dầu thô tăng mạnh và crack spreads các sản phẩm lọc dầu nới rộng. Sản lượng tiêu thụ thấp hơn kế hoạch của BSR khiến tồn kho tăng mạnh trong quý III dù đã giảm công suất. Trong tháng 8, doanh nghiệp đã gửi kho các đối tác khoảng 174,000 m³ xăng dầu thành phẩm, trong đó có tới 88% là Mogas 95. Chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ được nới rộng cho tới nửa đầu năm sau nhờ lượng tồn kho Mogas 95 còn nhiều và sản lượng tiêu thụ sản phẩm này dự kiến phải tới 2022 mới quay về mức trước dịch.

Crack spreads của dầu DO ở khu vực châu Á cũng được OPEC dự báo là sẽ tăng lên trong quý IV do nhu cầu dầu tăng lên để phục vụ sản xuất điện trong khi nguồn cung đang thắt chặt. Chúng tôi kỳ vọng sản phẩm chính của BSR sẽ có biên lợi nhuận cao hơn trong quý IV và giúp cho biên gộp của BSR năm 2021 dự kiến sẽ đạt 7.3%, cao hơn đáng kể so với mức -3.8% năm 2020.

TÌNH HÌNH GỬI KHO THÁNG 8.2021



Nguồn: BSR, PSI ước tính

Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2021 của BSR lên lần lượt là 91,151 tỷ đồng và 5,608 tỷ đồng dựa trên việc thay đổi các giả định:

- (1) Sản lượng tiêu thụ năm 2021 đạt khoảng 6.4 triệu tấn thành phẩm, tăng nhẹ so với dự báo trước đó của chúng tôi là 6.2 triệu tấn nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi ngay từ tháng 9; và
- (2) Biên lợi nhuận gộp nâng lên mức 7.3% nhờ crack spreads hầu hết các sản phẩm đều tăng mạnh và lượng tồn kho dồi dào của doanh nghiệp được ghi nhận giá vốn thấp.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là DCF và P/E với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
DCF	50%	29,956
P/E	50%	27,439
Tổng hợp kết quả định giá		28,100

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG trong báo cáo gần nhất lên **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu BSR, giá mục tiêu 12 tháng là 28,100đ/cp (upside 14.2%), tương đương với P/E forward là 15.69. Chúng tôi đánh giá BSR có nhiều triển vọng tăng trưởng trong năm 2022 từ mức nền tương đối thấp của năm nay và lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể nhờ chênh lệch giá giữa đầu thô và thành phẩm tiếp tục nới rộng.



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 G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

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.