

**(MUA; Giá mục tiêu: VND18,100)**

**Luận điểm đầu tư**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BSR với **giá mục tiêu VND18,100** trong bối cảnh giá dầu trên thế giới vẫn đang duy trì đà tăng khá tốt, thậm chí có thể đạt đến 80 USD/thùng vào Q3 2020 (Goldman Sachs). KQKD của DN đang chứng kiến tăng trưởng khá trong 2 quý trở lại đây nhờ hưởng lợi tích cực từ sự hồi phục của giá dầu.

**Thông tin cập nhật**

- **Hưởng lợi từ hồi phục của giá dầu, KQKD của BSR tăng mạnh từ Q4 2020.** Giá dầu WTI chứng kiến tăng mạnh từ >40 USD/thùng lên tới >60 USD/thùng trong giai đoạn 10/2020 - 3/2021 đã tạo tiền đề cho bước tăng trưởng nhảy vọt của BSR. Theo đó, Q1 2021 là quý thứ 2 liên tiếp DN ghi nhận LNST >1,000 tỷ đồng (Q4 2020 đạt 1,246 tỷ đồng, Q1 2021 đạt 1,848 tỷ đồng) sau khi chứng kiến mức lỗ lớn trong 3 quý đầu năm 2020. Biên LN gộp tiếp tục duy trì ở mức cao với ~10% trong Q1 2021, mức cao nhất theo quý kể từ Q2 2018. Sản lượng tiêu thụ trong Q1 2021 đạt ~1.6 triệu tấn, tăng 7% n/n.
- **Giá dầu được dự báo tiếp tục tăng** trong bối cảnh (i) nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ 2021 dự báo tăng 6.6% n/n (OPEC, 4/2021), (ii) kinh tế thế giới hồi phục nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát trong nửa cuối năm 2021, và (iii) các gói hỗ trợ, kích thích kinh tế được triển khai nhằm ứng phó tác động của dịch bệnh. Theo Goldman Sachs, giá dầu thậm chí có đạt 80 USD/thùng trong Q3 2020. Giá dầu bình quân cả năm 2021 được dự báo ở mức 60 USD/thùng (tổng hợp từ Bloomberg).
- **Nhu cầu xăng dầu trong nước phục hồi khi dịch Covid được kiểm soát.** Năm 2020, Việt Nam chứng kiến kinh tế tăng trưởng dương nhờ kiểm soát tốt dịch Covid-19. Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế ở mức 6-7% trong năm 2021, chúng tôi cho rằng nhu cầu xăng dầu sẽ tiếp tục hồi phục và là cơ sở để BSR tập trung sản xuất tại công suất và sản lượng lớn nhất.

**Định giá**

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu BSR vào khoảng VND18,100/CP dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 14.1 lần (theo EPS 2021F ~ VND 1,286).



Ngày báo cáo	05/05/2021
Giá hiện tại	VND 15,600
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 18,100</b>
Upside	16%
Vốn hóa thị trường	tỷ VNĐ
Biến động 52 tuần	VND 5,600
	VND 18,100
KLGD trung bình/ngày (1 quý)	14,850,570 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	0.34%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>57,959</b>	<b>91,760</b>	<b>94,510</b>	<b>83,054</b>	<b>104,838</b>
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	-2,215	5,550	5,398	4,660	5,881
Biên lợi nhuận gộp	%	-3.8%	6.0%	5.7%	5.6%	5.6%
EBIT	Tỷ đồng	-2,344	4,861	4,508	4,071	4,967
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	-2,843	4,260	4,047	3,364	3,361
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>-2,849</b>	<b>4,047</b>	<b>3,845</b>	<b>3,195</b>	<b>3,193</b>
EPS	Đồng	-948	1,286	1,221	1,011	1,010
DPS	Đồng	0	0	0	0	800
P/E	Lần	(16.4)	12.1	12.8	15.4	15.4
ROE	%	-9%	12%	10%	8%	7%
ROA	%	-5%	8%	7%	5%	3%

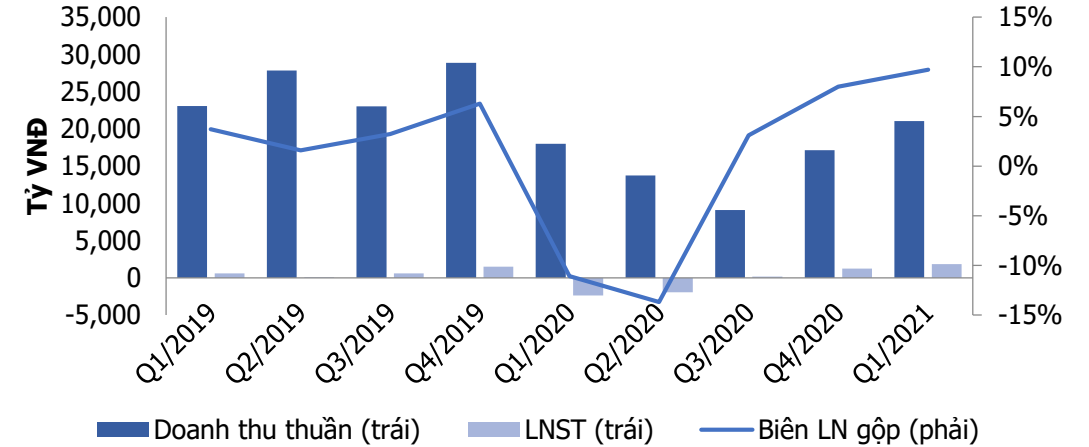
(Nguồn: BSR, MBS Research)

(MUA; Giá mục tiêu: VND18,100)

Thông tin cập nhật (cont.)

- **LNST Q1 2021 vượt 113% kế hoạch cả năm.** Kết thúc Q1 2021, BSR ghi nhận 21,049 tỷ đồng doanh thu, tăng 17% n/n trong khi LNST đạt 1,856 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ ~1,990 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái nhờ (i) giá dầu thô tăng mạnh từ 49.86 USD/thùng bình quân tháng 12/2020 lên 65.63 USD/thùng bình quân tháng 3/2021, và (ii) chênh lệch giữa giá dầu thô và giá các sản phẩm chính (crack spread) trong Q1 2021 cao hơn so với Q1 2020. Sản lượng tiêu thụ trong Q1 2021 đạt ~1.6 triệu tấn, tăng 7% n/n. Biên LN gộp đạt 9.7%, mức cao nhất theo quý kể từ Q2 2018.
- **Giá dầu được dự báo tiếp tục tăng** trong bối cảnh (i) nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ 2021 dự báo tăng 6.6% n/n (OPEC, 4/2021), (ii) kinh tế thế giới hồi phục nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát trong nửa cuối năm 2021, và (iii) các gói hỗ trợ, kích thích kinh tế được triển khai nhằm ứng phó tác động của dịch bệnh. Giá dầu bình quân 2021 được dự báo ở mức 60 USD/thùng (tổng hợp từ Bloomberg). Tính đến thời điểm cuối tháng 4/2021, giá dầu Brent đạt 67.25 USD/thùng, tăng ~30% so với cuối năm 2020 trong khi dầu WTI tăng 34% YTD lên mức 65.01 USD/thùng.
- **Crack spread của hầu hết các sản phẩm chính từ dầu mỏ tiếp tục duy trì ở mức cao trong 3 tháng đầu năm** so với bình quân năm 2020 (Mogas 92 và Jet A1). Từ nửa cuối tháng 2/2020, crack spread bị thu hẹp khá so với năm 2019, thậm chí giá sản phẩm thấp hơn giá dầu thô (Jet A1) trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu giảm mạnh. Tuy nhiên, kể từ tháng 10/2020, cùng với đà tăng của giá dầu, chênh lệch giữa giá thành sản phẩm và dầu thô chứng kiến phục hồi. Giá dầu thô ổn định tại mức cao cùng với nhu cầu sử dụng các sản phẩm từ dầu mỏ phục hồi sau dịch sẽ giúp cải thiện đáng kể biên LN của BSR trong tương lai.

KQKD BSR theo quý



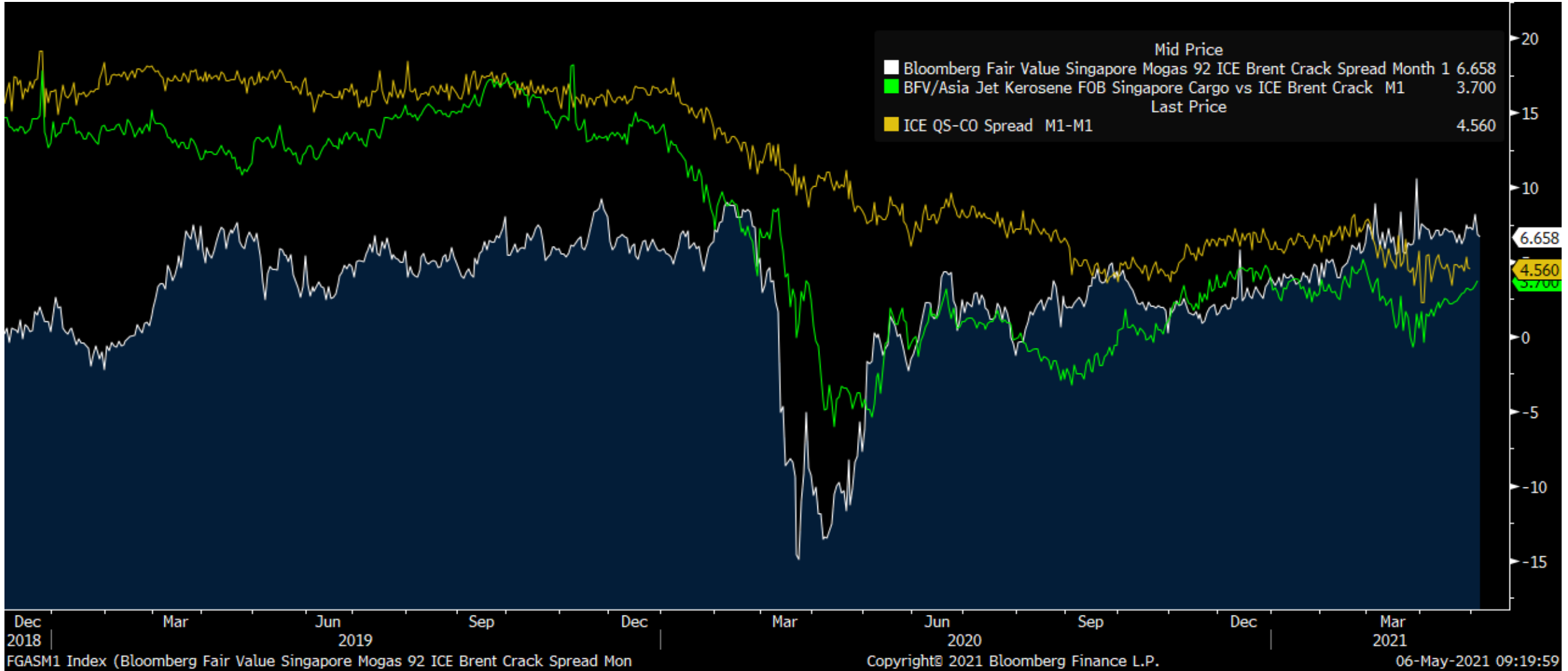
Biến động giá dầu



(Nguồn: BSR, Bloomberg)

(MUA; Giá mục tiêu: VND18,100)

Biến động chênh lệch giá sản phẩm và dầu thô (crack spread)



FGASM1 Index (Bloomberg Fair Value Singapore Mogas 92 ICE Brent Crack Spread Mon

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

06-May-2021 09:19:59

(Nguồn: Bloomberg)

## (MUA; Giá mục tiêu: VND18,100)

### Dự phóng KQKD

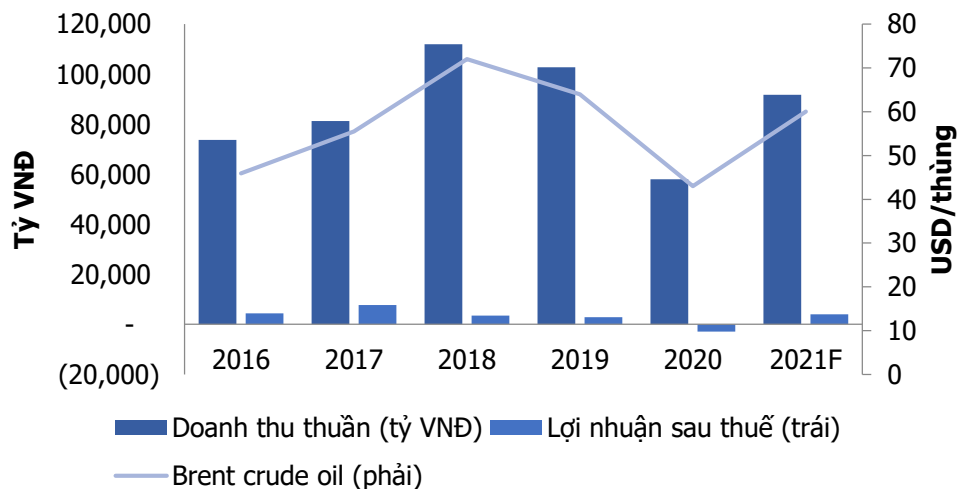
Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST 2021 của BSR đạt tương ứng 91,760 tỷ đồng và 4,047 tỷ đồng trên cơ sở (i) sản lượng sản xuất kinh doanh cả năm dự báo đạt mức tối đa 6.8 – 6.9 triệu tấn khi nhà máy đi vào hoạt động ổn sau bảo dưỡng với công suất ~106% công suất thiết kế, (ii) giá dầu Brent bình quân 60 USD/thùng.

Doanh thu tăng mạnh 58% nhờ sản lượng tăng 16% và giá bán tăng 36% so với bình quân năm 2020.

### Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu BSR vào khoảng VND18,100/CP dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 14.1 lần (theo EPS 2021F ~ VND 1,286), tương ứng với P/E bình quân của các DN hoạt động trong ngành có quy mô tương đương trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương.

**Tương quan KQKD của BSR với biến động của giá dầu**



(Nguồn: BSR, MBS Research)

### So sánh P/E các DN hoạt động trong ngành với quy mô tương đương trong khu vực

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	BF P/E
Vietnam National Petroleum Gro	2,767	16.4x
Thai Oil PCL	3,860	18.8x
Bangchak Corp PCL	1,099	13.6x
Esso Thailand PCL	960	11.6x
IRPC PCL	2,739	23.3x
Shaanxi Heimaocoking Co Ltd	1,941	4.0x
Star Petroleum Refining PCL	1,307	16.2x
Petronas Dagangan Bhd	4,754	28.4x
Hindustan Petroleum Corp Ltd	4,730	5.5x
Oriental Energy Co Ltd	2,819	10.9x
<b>Trung vị</b>		<b>14.9x</b>

(Nguồn: Bloomberg)

**Liên hệ Khối Nghiên cứu:**

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Quỳnh Hoa** Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)

**Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn**

**Email: [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)**

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ $-15\%$ đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS 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 MBS. 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 MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

Hotline: **+84 24 3755 6688**