

BSR – KHẢ QUAN

THÔNG TIN

(Ngày 18 Tháng 12 Năm 2020)

Sàn	HOSE
Thị giá (VND)	12,300
KL trung bình 10 ph	6,951,687
Vốn hóa (tỷ VND)	5,179
Khối lượng	421,129,789

Chuyên viên phân tích

Ngo Duy Tai
ndtai@vcbs.com.vn
(+84) 345 406 727

VCBS's research system

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

**BSR: SỰ HỒI PHỤC MẠNH MẼ NHU CẦU TIÊU THỤ CÁC SẢN
PHẨM XĂNG DẦU**

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong 9T.2020, BSR đạt 40,825 tỷ đồng DT (-44.78% YoY) và -4,094 tỷ đồng LN. Mặc dù đã hoàn nhập toàn bộ trích lập giảm giá hàng tồn kho trong Q1.2020, tuy nhiên ảnh hưởng của COVID không chỉ tác động đến giá và tỷ lệ crack spread trên thị trường khu vực mà còn tác động lớn đến sản lượng tiêu thụ xăng dầu.

Hầu hết các sản phẩm kinh doanh của nhà máy Dung Quất trong 9T.2020 đều có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do ảnh hưởng của dịch bệnh, riêng sản phẩm xăng dầu A95 phục vụ chính cho nhu cầu vận tải nội địa vẫn giữ được mức tăng trưởng 2.5% so với cùng kỳ. Mặt hàng Jet A1 (nhiên liệu bay) ảnh hưởng nặng nề nhất do hoạt động hạn chế bay quốc tế vẫn tiếp tục được tiến hành.

Theo dõi xu hướng chỉ số Inventory Gain – Loss trong khu vực có thể xác định được xu hướng ngắn hạn của tỷ lệ cracking spread. Chỉ số Inventory Gain – Loss giảm mạnh trong Q2.2020 cho thấy ảnh hưởng rất lớn của dịch COVID 19 lên hoạt động kinh doanh của các nhà máy lọc dầu trong khu vực.

KHUYẾN NGHỊ

VCBS dự phóng Doanh thu và Lợi nhuận BSR trong năm 2021 lần lượt đạt 85,442 tỷ VND (+57.5% YoY); 3,216 tỷ VNĐ (161% YoY) cho kịch bản cơ sở. Sau khi cổ phiếu BSR đã đạt giá mức giá mục tiêu của báo cáo gần nhất, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với BSR với mức giá mục tiêu mới, đạt **10.100 đồng/cổ phiếu** trong ngắn hạn nhờ **(1) chu kỳ bảo dưỡng đã hoàn thành, công ty bắt đầu lại một chu trình hoạt động ổn định trong năm tới, (2) sự phục hồi của nền kinh tế có thể là tiền đề cho việc gia tăng tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước.**

Kết quả kinh doanh	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	102,823,753	54,236,705	85,422,810	87,131,266
- Giá vốn hàng bán	98,850,991	55,769,056	80,989,208	82,475,984
Lợi nhuận gộp	3,972,761	-1,532,351	4,433,602	4,655,282
- Chi phí bán hàng	714,115	377,417	586,649	603,277
- Chi phí quản lí DN	389,425	250,087	325,238	354,500
Lợi nhuận thuần HDKD	2,869,222	-2,159,854	3,521,714	3,697,504
- Lợi nhuận khác	64,516	0	64,516	64,516
EBIT	3,414,254	64,516	3,586,230	3,762,020
- Chi phí lãi vay	359,860	-2,095,339	211,281	174,281
Lợi nhuận trước thuế	3,054,394	253,874	3,374,949	3,587,739
- Thuế TNDN	181,397	-2,349,212	200,185	211,292
LNST	2,872,997	-136,194	3,174,764	3,376,447
LNST CT mẹ	2,913,820	-2,213,019	3,216,019	3,419,435

CẬP NHẬT THÔNG TIN

Kết quả hoạt động kinh doanh 9T.2020

Trong 9T.2020, BSR đạt 40,825 tỷ đồng DT (-44.78% YoY) và -4,094 tỷ đồng LN. Mặc dù đã hoàn nhập toàn bộ trích lập giảm giá hàng tồn kho trong Q1.2020, tuy nhiên ảnh hưởng của COVID không chỉ tác động đến giá và tỷ lệ crack spread trên thị trường khu vực mà còn tác động lớn đến sản lượng tiêu thụ xăng dầu.

Tiêu chí	QoQ				Lũy kế		
	Q1.20	Q2.20	Q3.20	%QoQ	2019	2020	%YoY
Sản lượng (ngàn tấn)							
- Sản xuất	1,703	1,722	875	-49.2%	5,179	4,299	-17%
- Tiêu thụ	1,465	1,886	926	-50.9%	5,030	4,278	-15%
Doanh thu thuần	17,991	13,737	9,098	-33.7%	73,926	40,825	-44.8%
Lợi nhuận sau thuế	-2,347	-1,898	163	-	1,251	-4,094	-130%
Chi phí bán hàng	230	210	161	-23.3%	817	603	-26.2%
Thu nhập tài chính	-128	178	39.1	-78%	56	80	+42.8%

Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

Trong Q2.2020, mặc dù nhu cầu tiêu thụ dầu bị ảnh hưởng nghiêm trọng, tuy nhiên NMLD Dung Quất khó đưa ra quyết định tạm dừng hoạt động do chi phí lớn dẫn đến lượng hàng tồn kho tăng mạnh. Để giải tài lượng hàng tồn kho, BSR đã phải giảm giá bán để chịu lỗ để cạnh tranh với sản lượng xăng dầu nhập khẩu.

Riêng trong Q3.2020, BSR đã thực hiện bảo trì bảo dưỡng tổng thể nhà máy lần thứ 4 trong T8 + T9. Việc bảo dưỡng nhà máy trong Q3, đã giúp BSR giải phóng hàng tồn kho đang dưới áp lực quá tải do nhu cầu tiêu thụ xăng dầu giảm.

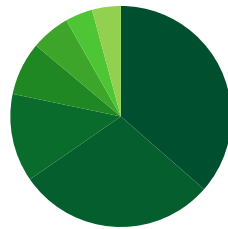
Tiêu chí	So Sánh		
	9T.20	9T.20	YoY
LPG	378,940	282,520	-25%
Gasoline A92 & E5	752,581	541,682	-28%
Gasoline A95	1,174,406	1,203,504	2.5%
Jet A1	403,983	152,056	-63%
Diesel (DO)	2,021,285	1,781,599	-12%

Fuel Oil (FO)	131,938	115,270	-13%
Lưu huỳnh	1,378	1,890	-15%
Poly Propylene (PP)	131,91	111,283	-15%

Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

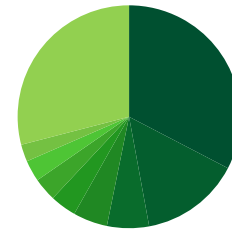
Hầu hết các sản phẩm kinh doanh của nhà máy Dung Quất trong 9T.2020 đều có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do ảnh hưởng của dịch bệnh, riêng sản phẩm xăng dầu A95 phục vụ chính cho nhu cầu vận tải nội địa vẫn giữ được mức tăng trưởng 2.5% so với cùng kỳ. Mặt hàng Jet A1 (nhiên liệu bay) ảnh hưởng nặng nề nhất do hoạt động hạn chế bay quốc tế vẫn tiếp tục được tiến hành.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



- DO 0.05% S
- Mogas A95
- Mogas A92
- LPG
- Polypropylene
- Jet A1
- Khác

Cơ cấu doanh thu theo khách hàng



- Petrolimex
- PV Oil
- Saigon Petro
- Petimex
- Thalexim
- Hải linh
- Mípec
- Petrolimex Aviation
- Khác

Nguồn: VCBS tổng hợp

Với tổng công suất thiết kế 2 nhà máy lọc dầu Dung Quất + Nghi Sơn đáp ứng được 70% nhu cầu tiêu thụ trong nước. VCBS ước tính công suất hoạt động dự kiến trong năm 2021 đạt 105% công suất thiết kế so với con số 85% trong năm 2020 sau khi nền kinh tế quay trở lại giai đoạn bình thường.

VCBS đánh giá cracking spread giữa giá dầu thô bạch hổ và sản phẩm lọc dầu sẽ là yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của BSR trong năm 2021.

Inventory Gain - Loss



Diễn biến Cracking Spread



Nguồn: VCBS tổng hợp

Theo dõi xu hướng chỉ số Inventory Gain – Loss trong khu vực có thể xác định được xu hướng ngắn hạn của tỷ lệ cracking spread. Chỉ số Inventory Gain – Loss giảm mạnh trong Q2.2020 cho thấy ảnh hưởng rất lớn của dịch COVID 19 lên hoạt động kinh doanh của các nhà máy lọc dầu trong khu vực. Bắt đầu từ Q3.2020 tỷ lệ hưởng lợi (Gain) có sự cải thiện mạnh. VCBS cho rằng lợi nhuận của BSR sẽ cải thiện từ Q4.2020 và đầu năm 2021 khi nền kinh tế tiếp tục trên đà hồi phục.

Dự án mở rộng- Đầu là giải pháp tối ưu

Nhìn vào khoản mục chi phí xây dựng dở dang không thay đổi qua nhiều kỳ cho thấy dự án mở rộng NMLD Dung Quất vẫn tiếp tục không có quá nhiều sự cải thiện về mặt tiến độ. Đánh giá về dự án mở rộng NMLD VCBS đưa ra quan điểm độc lập về dự án mở rộng NMLD Dung Quất như sau:

- Sự cần thiết của dự án mở rộng trong hoạt động của BSR**

Dự án mở rộng NMLD Dung Quất sẽ giúp BSR cải thiện 2 vấn đề cốt lõi (1) Giải quyết vấn đề nguồn cung dầu thô Bạch Hổ đang cạn kiệt; (2) Giải quyết vấn đề môi trường, đảm bảo sản phẩm lọc dầu đầu ra đạt tiêu chuẩn quốc tế Euro III + IV.

(1) Hiện trữ lượng dầu thô tại mỏ Bạch Hổ đang giảm mạnh, NMLD Dung Quất giai đoạn 1 được thiết kế để lọc dầu tại mỏ Bạch Hổ. Tuy nhiên, đây là loại dầu thô chất lượng cao, vì vậy khi sản lượng cung cấp dầu thô tại mỏ Bạch Hổ giảm, BSR phải nhập dầu thô chất lượng tương đương trong khu vực với mức giá cao và không ổn định. Do đó, khi mở rộng nhà máy, BSR có thể vận hành với đầu vào là dầu thô chất lượng kém hơn với giá vốn rẻ.

(2) Việt Nam đã tham gia và ký kết các thỏa thuận về môi trường đặc biệt là khí thải từ các phương tiện giao thông. Cho đến thời điểm hiện tại, hầu hết các sản phẩm đầu ra của NMLD trong nước chưa đạt tiêu chuẩn chất lượng về môi trường. Trong dài hạn, BSR buộc phải thực hiện nâng cấp nhà máy để đáp ứng các yêu cầu và lộ trình mà chính phủ đề ra.

	NMLD Dung Quất	NMLD Nghi Sơn
- Đặc tính	- Dầu ngọt, nhẹ (hàm lượng API cao, hàm lượng lưu huỳnh dưới 0.5%) - 67 loại dầu khác nhau và phối trộn một phần dầu chua	- Dầu ngọt và chua (dầu chua có hàm lượng API thấp, hàm lượng lưu huỳnh cao nên có giá trị kinh tế thấp hơn dầu ngọt) - Hơn 300 loại dầu khác nhau
- Chất lượng	- Tiêu chuẩn Euro III cho xăng A95 - Tiêu chuẩn Euro II cho các sản phẩm còn lại	- Tiêu chuẩn Euro III cho dầu DO Diesel - Tiêu chuẩn Euro II cho các sản phẩm còn lại

- Tuy nhiên tỷ suất sinh lời là một vấn đề cần quan tâm**

Mặc dù dự án mở rộng là thực sự cần thiết, tuy nhiên đánh giá trên lợi ích của cổ đông trong ngắn hạn ảnh hưởng của dự án mở rộng là khá đáng kể. Ngành lọc dầu trong giai đoạn 5 năm hiện tại luôn hoạt động với xu hướng tỷ suất lợi nhuận ROE thấp hơn chi phí vốn trên thị trường. Do đó, việc đầu tư dự án mới dựa trên phần lợi nhuận giữ lại trong Vốn chủ sở hữu và đi vay sẽ ảnh hưởng đến lợi ích của công đồng khi công ty hy sinh cổ tức tiền mặt để tài trợ cho hoạt động đầu tư. Do đó, VCBS cho rằng đây chưa phải thời điểm tốt để mua vào BSR cho chiếc lược đầu tư tài dài hạn khi mà tương lai về dự án mở rộng vẫn chưa rõ ràng.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

VCBS đánh giá 2020 được xem là năm thấp điểm trong hoạt động kinh doanh do ảnh hưởng của COVID 19,

VCBS cho rằng khả năng giá dầu hồi phục ngắn hạn trong năm 2021 là rất lớn khi nền kinh tế toàn cầu hồi phục thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu. Hệ số crack spread tăng nhanh theo giá dầu sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của BSR trong năm 2021.

ĐỊNH GIÁ

GIẢ ĐỊNH	Cơ sở	Tích cực
Giá dầu (USD)	55	65
KẾT QUẢ KINH DOANH		
Doanh thu (tỷ VND)	85,422	101,242
LNST (tỷ VND)	3,216	3,994
ĐỊNH GIÁ		
P/B	0.9	1.1
Giá mục tiêu	10,100	12,400
Upside	+ 15%	+ 40%

Nguồn: VCBS

VCBS dự phóng Doanh thu và Lợi nhuận BSR trong năm 2021 lần lượt đạt 85,442 tỷ VND (+57.5% YoY); 3,216 tỷ VND (161% YoY) cho kịch bản cơ sở.

KHUYẾN NGHỊ

KHẢ QUAN

Sau khi cổ phiếu BSR đã đạt giá mức giá mục tiêu của báo cáo gần nhất, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với BSR với mức giá mục tiêu mới, đạt **10.100 đồng/cổ phiếu** trong ngắn hạn nhờ (1) chu kỳ bảo dưỡng đã hoàn thành, công ty bắt đầu lại một chu trình hoạt động ổn định trong năm tới, (2) sự phục hồi của nền kinh tế có thể là tiền đề cho việc gia tăng tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Trưởng nhóm Phân tích Nghiên cứu
ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Duy Tài

Chuyên viên Phân tích Cao cấp
ndtai@vcbs.com.vn