

## CTCP LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND20.400

Giá mục tiêu

VND27.300

Tỷ suất cổ tức

1,47%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Dầu khí

Ngày 11/10/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

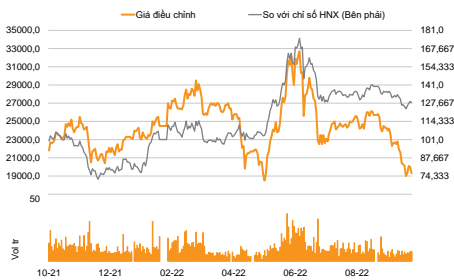
Consensus\*: Mua:5 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -17,1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ NA

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	32.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	211.882
Thị giá vốn (tỷ VND)	63.250
Free float (%)	7
P/E trượt (x)	5,1
P/B hiện tại (x)	1,29

### Cơ cấu sở hữu

PVN	92,1%
Khác	7,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

## Trụ cột ngành năng lượng Việt Nam

- BSR là nhà máy lọc dầu (NMLD) hàng đầu tại Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho quốc gia với công suất vận hành đạt trên 100% trong nhiều năm.
- Tỷ suất lợi nhuận (LN) lọc dầu kỳ vọng duy trì ở mức cao do xung đột địa chính trị kéo dài là tín hiệu tốt cho các nhà máy lọc dầu trong vài năm tới.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả Quan và giá mục tiêu là 27.300đ/cp.

### NMLD với hiệu suất hoạt động cao, đóng vai trò quan trọng trong ngành năng lượng Việt Nam

NMLD Dung Quất (do BSR quản lý) với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho cả nước kể từ khi đi vào hoạt động, đáp ứng ~35% tổng nhu cầu nội địa. Trái ngược với nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, BSR vẫn duy trì công suất vận hành cao, lên tới 105-108% trong nhiều năm, cho thấy khả năng sinh lời cao, ngoại trừ năm 2020 do dịch Covid-19 bùng phát và giá dầu giảm mạnh.

### Tỷ suất LN lọc dầu duy trì ở mức cao là tín hiệu tốt cho các NMLD

Trong 6T22, tỷ suất LN lọc dầu đã tăng mạnh trên toàn cầu do các lệnh trừng phạt của phương Tây đối với Nga, trong khi công suất lọc dầu vẫn ở mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất LN lọc dầu sẽ hạ nhiệt trong những tháng tới khi LN cao sẽ kích hoạt sự phục hồi công suất lọc dầu trên toàn cầu. Tuy nhiên, tỷ suất LN lọc dầu vẫn duy trì ở mức cao so với trước khủng hoảng Nga - Ukraine, do thị trường nhiên liệu bị thắt chặt bởi cuộc xung đột kéo dài và đây sẽ là tín hiệu tốt cho các NMLD trong đó có BSR. Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2022 của BSR sẽ tăng 128,4% svck nhờ LN lọc dầu tăng đột biến, sau đó giảm 40,1% svck trong 2023 do tỷ suất LN lọc dầu hạ nhiệt và đợt bảo dưỡng định kỳ (nhưng vẫn cao hơn 37% so với 2021). LN ròng dự kiến sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2024 với tốc độ tăng trưởng 12,2% svck.

### Dự án nâng cấp hứa hẹn sẽ là động lực tăng trưởng mới trong dài hạn

BSR có kế hoạch nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất (vốn đầu tư 1,26 tỷ USD) từ năm 2023, giúp nâng công suất thêm 17% lên 7,6 triệu tấn/năm. Sau khi hoàn thành, BSR có thể chưng cất các loại dầu thô chua hơn và cung cấp các sản phẩm có chất lượng cao (tiêu chuẩn Euro V). Với định hướng tăng tỷ trọng các sản phẩm có giá trị cao, chúng tôi tin tưởng vào tính khả thi của dự án này và cho rằng đây sẽ là động lực chính cho hoạt động kinh doanh của BSR trong dài hạn.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 27.300 đ/cp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho BSR với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 27.300 đ/cp, dựa trên tỷ trọng tương đương của EV/EBITDA mục tiêu 2023 là 6,5x và P/B mục tiêu 2023 là 1,5x. Động lực tăng giá là crack spread cao hơn dự kiến và khả năng niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE. Rủi ro giảm giá đến từ việc giá dầu/crack spread giảm và sản lượng sản xuất thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	101.080	156.311	125.681	133.470
Tăng trưởng DT thuần	74,4%	54,6%	(19,6%)	6,2%
Biên lợi nhuận gộp	7,6%	10,8%	8,4%	8,9%
Biên EBITDA	9,6%	12,0%	10,2%	10,7%
LN ròng (tỷ)	6.716	15.338	9.192	10.316
Tăng trưởng LN ròng		128,4%	(40,1%)	12,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi		128,4%	(40,1%)	12,2%
EPS cơ bản	2.166	4.947	2.965	3.327
EPS điều chỉnh	2.166	4.947	2.965	3.327
BVPS	12.117	16.336	18.005	19.848
ROAE	19,6%	34,8%	17,3%	17,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## TRỤ CỘT NGÀNH NĂNG LƯỢNG VIỆT NAM

### Luận điểm đầu tư

#### Chúng tôi ưa thích BSR do:

- Trong bối cảnh lo ngại về an ninh năng lượng ngày càng gia tăng, BSR đang đóng một vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho quốc gia, chiếm khoảng 35% tổng nguồn cung xăng trong nước.
- Về crack spread (khoảng chênh lệch giữa giá xăng dầu thành phẩm và giá dầu thô), crack spread các sản phẩm lọc dầu được dự báo sẽ duy trì ở mức cao do cuộc khủng hoảng Nga - Ukraine kéo dài và nhu cầu phục hồi sau đại dịch. Điều này sẽ là tín hiệu tốt cho các NMLD như BSR trong vài năm tới. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2022 của BSR sẽ tăng 128,4% svck nhờ crack spread tăng đột biến, sau đó giảm 40,1% svck trong 2023 do crack spreads hạ nhiệt và được bảo dưỡng định kỳ (nhưng vẫn cao hơn 37% so với 2021). LN ròng năm 2024 dự kiến sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng với tốc độ 12,2% svck.
- Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng chính cho BSR, nâng tổng công suất của BSR lên 17% và tăng tỷ trọng các sản phẩm có giá trị cao như nhiên liệu máy bay, LPG và các sản phẩm hóa dầu.

**Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho BSR với khuyến nghị Khả quan.** Giá mục tiêu là 27.300 đ/cp, dựa trên tỷ trọng tương đương EV/EBITDA mục tiêu năm 2023 là 6,5 lần (tương đương mức trung bình của nhà máy lọc dầu châu Á là 6,5-7 lần) và P/B mục tiêu năm 2023 là 1,5 lần (+0,5 độ lệch chuẩn so với P/B trung bình 4 năm). Chúng tôi áp dụng premium độ lệch chuẩn 0,5 lên P/B trung bình 4 năm để phản ánh môi trường giá dầu cao và việc crack spread dự kiến duy trì ở mức cao (so với mức trước khủng hoảng Nga – Ukraine) trong một vài năm tới do cuộc xung đột kéo dài.

Với tiềm năng tăng giá 35,5%, bao gồm tỷ suất cổ tức là 1,47%, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội khá hấp dẫn để tích lũy một cổ phiếu tốt, có vị thế vững chắc trong ngành như BSR. Theo chúng tôi, khả năng phục hồi của crack spread xăng sau đợt sụt giảm mạnh trong Q3/22 sẽ là động lực tăng giá tiềm năng trong ngắn hạn cho BSR, do giá cổ phiếu BSR thường rất nhạy cảm với diễn biến của crack spread xăng dầu thành phẩm.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
EV/EBITDA mục tiêu 2023 là 6,5x	27.660	50%	13.830
P/B mục tiêu 2023 là 1,5x	27.008	50%	13.504
Giá mục tiêu			27.334
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>27.300</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

#### Động lực tăng giá tiềm năng và rủi ro giảm giá:

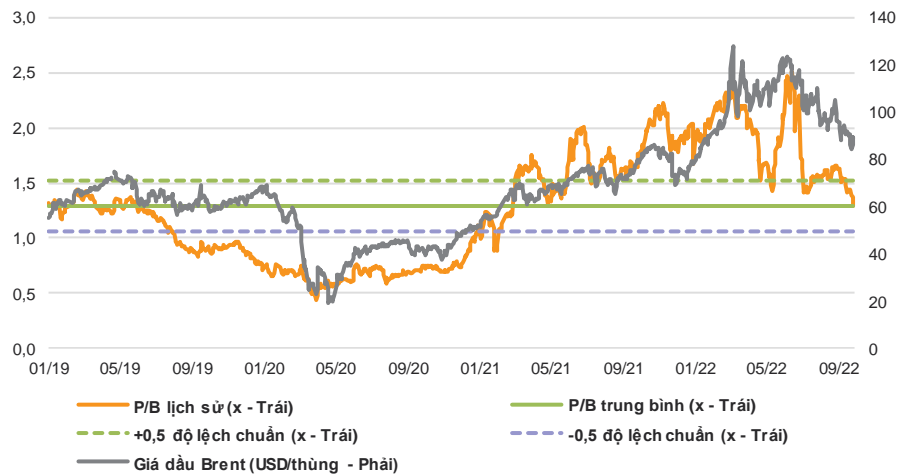
##### Động lực tăng giá tiềm năng:

- Crack spread các sản phẩm lọc dầu toàn cầu tăng mạnh hơn dự kiến do các lệnh trừng phạt gia tăng đối với Nga và các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt ở Trung Quốc có thể cản trở hoạt động của các nhà máy lọc dầu Trung Quốc.
- Giá dầu cao hơn dự kiến có thể làm gia tăng giá trị hàng tồn kho cho BSR.
- Việc niêm yết trên sàn chứng khoán chính thức mang đến tiềm năng tăng giá cho BSR. Công ty đặt mục tiêu niêm yết trên sàn HOSE trong năm 2023.

Rủi ro giảm giá:

- Giá dầu giảm có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của BSR do công ty không sử dụng bất kỳ biện pháp phòng ngừa rủi ro nào cho biến động giá nguyên liệu đầu vào và crack spread.
- Sản lượng tiêu thụ thấp hơn dự kiến do giá nhiên liệu cao.
- Chất lượng sản phẩm thấp (Euro II, Euro III) sẽ là rủi ro giảm giá đối với BSR nếu cơ quan chức năng áp dụng tiêu chuẩn nhiên liệu cao cho thị trường nội địa để đáp ứng các mục tiêu về môi trường.

Hình 2: P/B lịch sử của BSR và diễn biến giá dầu Brent



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các công ty trong ngành lọc hóa dầu

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (x)		P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)	
		Nội tệ	Nội tệ		2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Thai Oil	TOP TB	52,8	NA	3.488	3,3	9,3		5,3	10,1	0,7	0,7	24,6%	7,8%	8,6%	3,2%	9,1%	4,3%
IRPC	IRPC TB	3,1	NA	1.660	8,3	11,3		4,6	5,7	0,7	0,7	7,8%	7,5%	3,6%	3,4%	4,9%	5,3%
Star Petroleum Refining	SPRC TB	11,4	NA	1.304	3,1	7,3		2,2	3,6	1,1	1,0	39,0%	14,3%	22,7%	8,9%	14,2%	6,7%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	40,3	NA	4.786	8,1	7,0		6,9	6,2	0,6	0,5	6,0%	7,7%	3,0%	3,5%	5,7%	6,8%
S-Oil Corp	010950 KS	84.200	NA	6.644	3,3	5,3		2,4	3,4	1,0	0,9	35,1%	19,0%	14,3%	8,2%	9,0%	5,7%
GS Holdings Corp	078930 KS	44.450	NA	2.895	1,8	2,3		4,3	5,1	0,3	0,3	18,5%	13,2%	8,1%	5,6%	5,7%	5,4%
Bharat Petroleum	BPCL IN	305	NA	8.033	10,4	6,7		9,3	6,7	1,2	1,0	10,4%	16,4%	2,9%	4,9%	4,0%	5,5%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	215	NA	3.705	33,9	4,1		14,8	5,9	0,8	0,7	1,0%	17,6%	-0,5%	4,7%	4,9%	7,1%
Trung bình					9,0	6,7		6,2	5,8	0,8	0,7	17,8%	12,9%	7,8%	5,3%	7,2%	5,9%
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	20.400	27.300	2.648	4,1	6,9	15,4%	3,0	4,6	1,2	1,1	34,8%	17,3%	21,4%	11,5%	3,4%	4,9%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 10/10)

## Nhà máy lọc dầu hàng đầu Việt Nam

**BSR là NMLD đầu tiên của Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho đất nước**

CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu Nhà máy Lọc dầu Dung Quất - nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam, được khởi công xây dựng từ năm 2005 với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, đi vào hoạt động thương mại từ năm 2011. Nhà máy lọc dầu có công suất chưng cất khoảng 6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày).

Hình 4: BSR nằm ở phân khúc hạ nguồn của chuỗi giá trị dầu khí

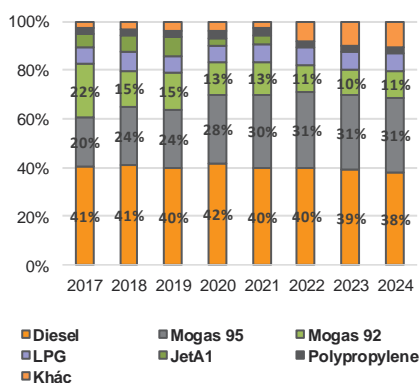


Source: RobecoSAM

Nguồn: RobecoSAM

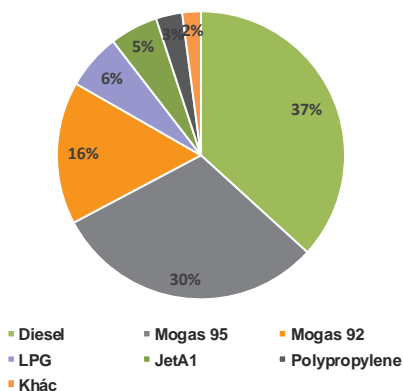
Hiện tại, sản phẩm đầu ra của BSR chủ yếu là các sản phẩm xăng dầu tinh chế (bao gồm xăng, dầu diesel, dầu nhiên liệu và LPG), chiếm 96-97% tổng sản lượng sản xuất và đóng góp 95% tổng doanh thu của BSR.

Hình 5: Tỷ trọng cơ cấu sản phẩm của BSR



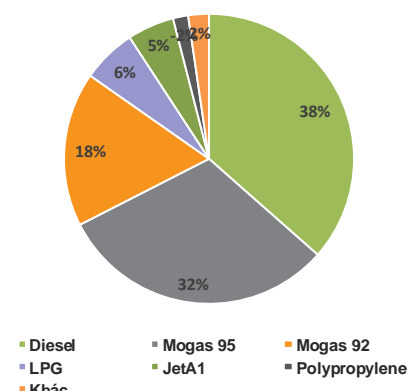
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Tỷ trọng DT theo sản phẩm trong 6T22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Tỷ trọng LN gộp theo sản phẩm trong 6T22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối với HĐKD của BSR, dầu diesel, xăng RON95 (Mogas 95) và RON92 (Mogas 92) là ba sản phẩm chính của BSR, ước tính đáp ứng khoảng 35% tổng nhu cầu trong nước. Trong 6T22, 3 sản phẩm này lần lượt chiếm 83% và 88% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp của BSR, cải thiện đáng kể từ 81% và 52% vào năm 2021. Kết quả ấn tượng này đến từ sự gia tăng mạnh của crack spread các sản phẩm lọc dầu trên toàn cầu sau khi cuộc khủng hoảng Nga - Ukraine xảy ra. Ngoài ra, BSR cũng sản xuất một tỷ lệ nhỏ các sản phẩm có giá trị cao khác như nhiên liệu bay JetA1, LPG và sản phẩm hóa dầu (polypropylene). Đáng chú

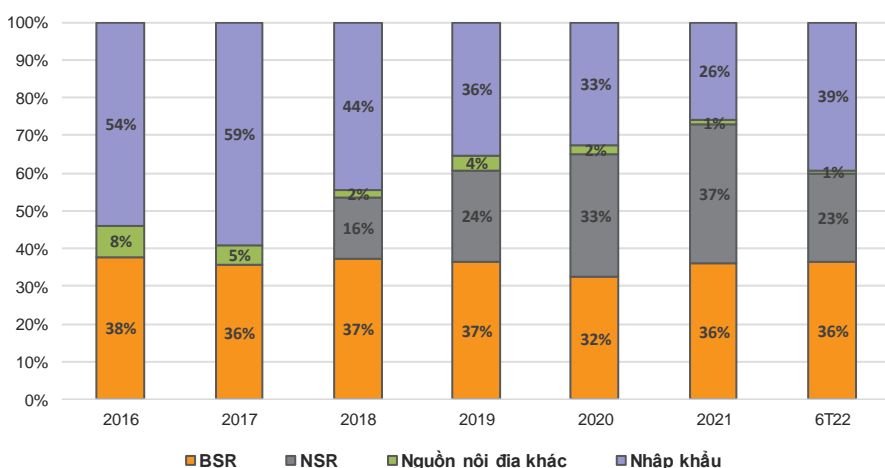


ý, gia tăng tỷ trọng các sản phẩm này sẽ là định hướng của BSR khi triển khai dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy.

### Sản lượng sản xuất của BSR luôn được tiêu thụ hết, chiếm khoảng 35% tổng nhu cầu nội địa

Về cơ chế giá, giá bán của BSR được tính theo giá Platts của Singapore (trung bình 10-15 ngày) cộng với phần phụ trội (premium) dựa trên thỏa thuận giữa BSR và khách hàng. Mức premium này thường thấp hơn mức thuế nhập khẩu cấu thành giá bán nhiên liệu cơ sở, giúp giá bán sản phẩm của BSR cạnh tranh hơn so với các nguồn nhập khẩu.

Hình 8: Tỷ trọng cơ cấu nguồn cung xăng dầu tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hiện tại, nhu cầu xăng dầu trong nước khoảng 18 triệu m<sup>3</sup> hàng năm, và nguồn cung trong nước đến từ BSR và NMLD Nghi Sơn (NSR) đáp ứng ~75% tổng nhu cầu. Tỷ trọng nguồn nhập khẩu liên tục giảm kể từ năm 2017, trước khi đảo ngược xu hướng này trong 6 tháng đầu năm 2022 do NMLD Nghi Sơn hoạt động dưới công suất do các vấn đề khó khăn tài chính. Do đó, nhờ chính sách ưu tiên các nguồn trong nước, chúng tôi cho rằng không có rủi ro cạnh tranh đáng kể đối với việc tiêu thụ sản phẩm của BSR trong vài năm tới do nguồn cung trong nước hiện vẫn chưa đáp ứng được hết nhu cầu xăng dầu nội địa.

### Hiệu quả hoạt động của BSR cao hơn các NMLD trong khu vực

**Đối với thị trường trong nước**, hiện có hai NMLD đang hoạt động tại Việt Nam. Bên cạnh NMLD Dung Quất, NMLD Nghi Sơn (NSR) đặt tại Nghi Sơn, Thanh Hóa đã đi vào hoạt động từ năm 2018. Chúng ta nhận thấy những bức tranh tương phản giữa hai NMLD ở Việt Nam. Trong khi NSR vẫn ghi nhận kết quả không khả quan với khoản lỗ lũy kế 3,3 tỷ USD từ năm 2018. Và trong 6 tháng đầu năm 2022, NSR đã phải giảm công suất vận hành do vấn đề tài chính, khiến nguồn cung trong nước thiếu hụt. Thì ngược lại, BSR vẫn duy trì công suất vận hành cao trên 100% trong nhiều năm, cho thấy hiệu suất ấn tượng trừ năm 2020 do sự bùng phát của dịch Covid-19 và giá dầu giảm sâu.

Hình 9: So sánh giữa BSR và NSR

Tiêu chí	BSR	NSR
Chủ đầu tư	PVN (92%)	Kuwait Petroleum (35,1%), Idemitsu Kosan (35,1%), PVN (25,1%), Mitsui Chemical (4,7%)
Vốn đầu tư (triệu USD)	3.000	9.000
Công suất thiết kế (triệu tấn)	6,5	10
Nguồn nguyên liệu	dầu thô ngọt, nhẹ (chủ yếu từ mỏ Bạch Hổ)	dầu thô chua vừa và nặng (từ Kuwait)
Công suất vận hành (%)	~105%	~70%
Sản phẩm	chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG)	chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG) và nhiều dòng sản phẩm hóa dầu
Chất lượng sản phẩm	Euro II, Euro III	Euro III, Euro IV
Cơ chế giá	giá Platts Singapore + Premium	giá Platts Singapore + Thuế nhập khẩu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiếp theo, **so sánh với các nhà máy lọc dầu trong khu vực** trong nửa đầu năm 2022, hầu như các NMLD độc lập như BSR và các nhà máy của Thái Lan (Star Petroleum, Thai Oil) đã ghi nhận kết quả ấn tượng nhờ crack spread tăng mạnh. Trong khi đó, các công ty đa lĩnh vực (bao gồm cả hóa dầu và phân phối sản phẩm xăng dầu) có KQKD kém hơn do tỷ suất LN hóa dầu ở mức thấp trong 6T22. Trong đó, chúng tôi nhận thấy BSR có khả năng sinh lời ấn tượng nhất nhất so với các công ty cùng ngành nhờ: (1) BSR vẫn duy trì công suất vận hành NMLD cao bất chấp dịch Covid-19 bùng phát nhờ chính sách ưu tiên các nguồn hàng trong nước, và (2) BSR không sử dụng bất kỳ công cụ phòng ngừa rủi ro nào, giúp BSR có thể tối đa hóa lợi nhuận khi giá dầu và crack spread đều tăng đột biến.

Hình 10: So sánh các NMLD trong khu vực. Chúng tôi nhận thấy BSR có hiệu suất sinh lời cao hơn so với các NMLD của Thái Lan (với công suất gần tương đương và cùng đặc thù kinh doanh)

	Quốc gia	Năm hoạt động	Công suất (thùng/ngày)	Chất lượng sản phẩm	Công suất vận hành (%)			Biên LN gộp Q2/22	Biên EBITDA Q2/22	Biên LN ròng Q2/22	GRM Q2/22 (USD/thùng)
					2021	Q1/22	Q2/22				
BSR	Việt Nam	2011	148.000	Euro II, Euro III	100%	103%	108%	20,8%	21,3%	19,4%	28,9
Star Petroleum Refining	Thailand	1996	170.000	Euro IV	77%	86%	89%	12,7%	12,6%	9,2%	18,9
Thai Oil	Thailand	1964	275.000	Euro IV	100%	109%	112%	21,5%	20,9%	16,2%	25,1
IRPC	Thailand	1982	215.000	Euro IV	90%	90%	92%	14,4%	12,6%	3,9%	15,7
PTT Global Chemical	Thailand	2011	280.000	Euro V	95%	102%	98%	8,9%	5,0%	0,7%	21,1
Hindustan Petroleum	Ấn Độ	1954	356.000	BS VI (= Euro VI)	78%	NA	NA	NA	2,9%	NA	NA

GRM (Gross Refining Margin): Tỷ suất lợi nhuận lọc dầu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

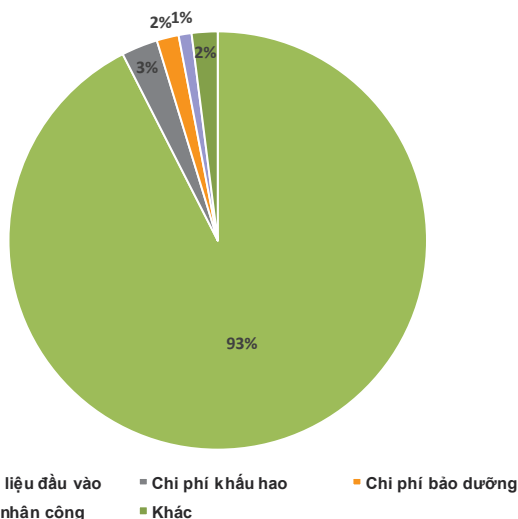
Hiện việc **BSR đang được vận hành bởi đội ngũ quản lý hàng đầu** với trung bình 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực lọc hóa dầu (kể từ khi nhà máy đang xây dựng) sẽ giúp NMLD Dung Quất tiếp tục duy trì hiệu suất hoạt động cao trong thời gian tới. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đánh giá cao đội ngũ kỹ sư dồi dào kinh nghiệm của BSR khi họ không chỉ áp dụng nhiều giải pháp khoa học để tăng hiệu quả vận hành NMLD Dung Quất (trong đó, chuỗi giải pháp liên quan đến tối ưu hóa quy trình sản xuất của NMLD giai đoạn 2015-19 mang lại hiệu quả kinh tế trên 4.270 tỷ đồng tính đến cuối năm 2019), mà còn tham gia hỗ trợ vận hành NMLD Nghi Sơn.

**Triển vọng: Hưởng lợi từ mặt bằng crack spread cao hơn do cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine và nhu cầu tiêu thụ phục hồi**

**KQKD của BSR có mối tương quan cao với crack spread và giá dầu**

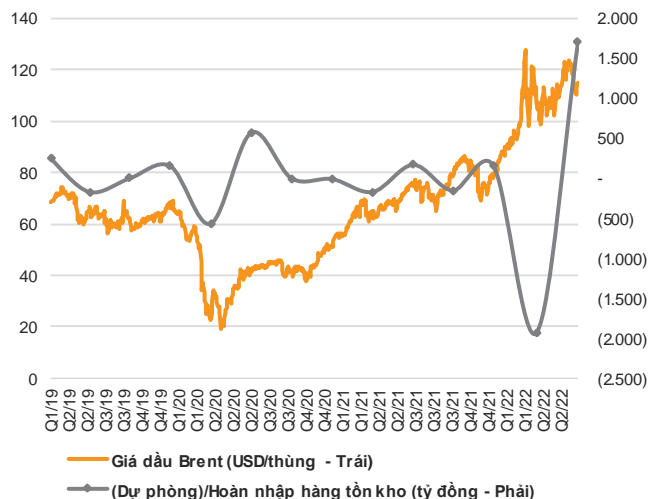
Dầu thô chiếm khoảng 93% giá vốn hàng bán (GVHB) của công ty. Trong khi đó, BSR thường duy trì lượng dầu thô tồn kho tương đương bình quân 30 ngày sản xuất để đảm bảo NMLD hoạt động liên tục. Do đó, biến động giá dầu thô tác động mạnh đến KQKD của BSR vì công ty thường nhập nguyên liệu đầu vào căn cứ theo giá dầu thế giới. Nhìn chung, công ty phải đối mặt với rủi ro biến động giá dầu thế giới, đặc biệt là khi giá dầu giảm mạnh như nửa đầu năm 2020 do giá bán sản phẩm giảm nhanh hơn so với chi phí sản xuất và BSR còn phải tiến hành trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Ngược lại, nếu giá dầu thô và sản phẩm lọc dầu tiếp tục tăng, công ty sẽ có thể cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của mình.

**Hình 11: Dầu thô chiếm ~93% giá vốn hàng bán của công ty**



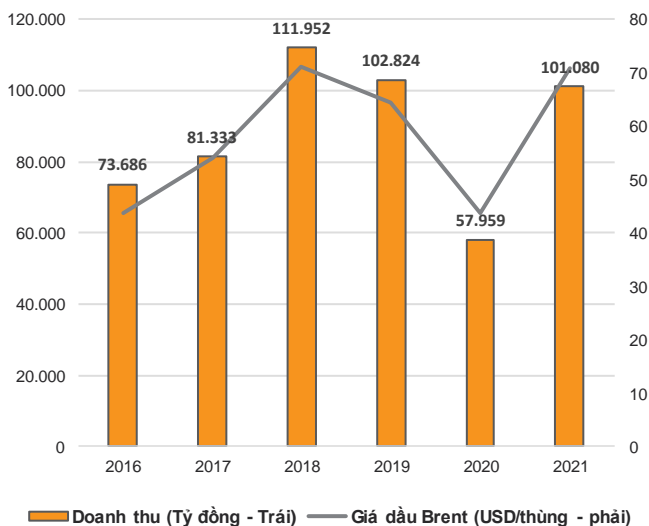
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 12: Giá dầu biến động khiến BSR phát sinh các khoản dự phòng/hoàn nhập do đánh giá lại hàng tồn kho, ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của công ty**



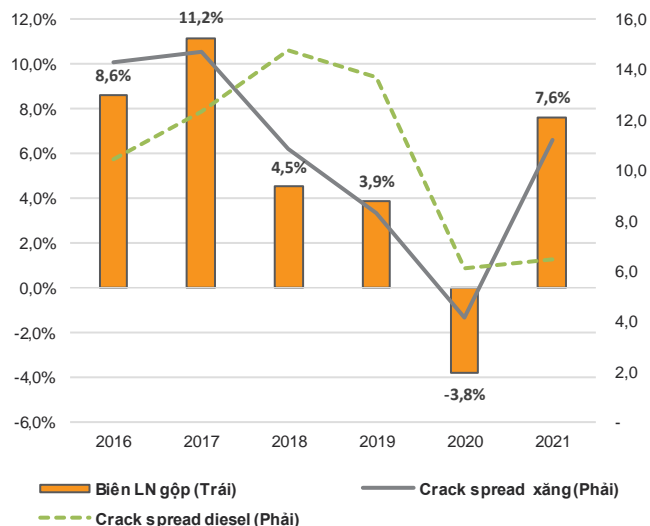
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 13: Doanh thu của BSR có biến động cùng chiều với giá dầu Brent**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 14: Biên LN gộp của BSR chịu tác động chính từ biến động của crack spread xăng (USD/thùng)**

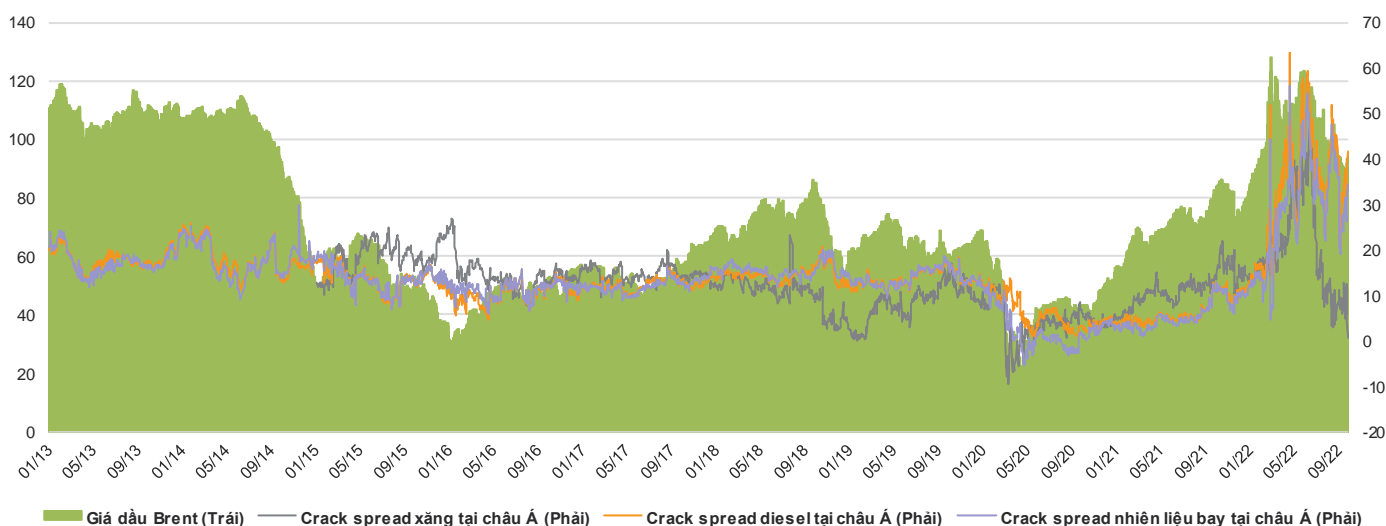


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhìn chung, do luôn hoạt động hết công suất trong nhiều năm, chúng tôi nhận thấy rằng doanh thu của BSR chủ yếu được thúc đẩy bởi giá nhiên liệu toàn cầu, vốn thường biến động cùng chiều với giá dầu Brent. Trong khi đó, biên LN gộp của BSR có mối tương quan cao với crack spread vì công ty không sử dụng bất kỳ công cụ phòng ngừa rủi ro nào cho biến động giá nguyên liệu đầu vào cũng như crack spread các sản phẩm lọc dầu. Chúng tôi thấy rằng crack spread các sản phẩm lọc dầu, đặc biệt là crack spread xăng đã giảm đáng kể từ năm 2018 do sự cạnh tranh cao từ các NMLD mới của Trung Quốc, gây áp lực mạnh lên biên LN gộp của BSR trong cùng kỳ. Sau đó, biên LN gộp đã được cải thiện kể từ năm 2021 nhờ crack spread phục hồi, và đạt mức kỷ lục trong Q2/22 (20,8%) nhờ sự gia tăng mạnh mẽ của crack spread các sản phẩm lọc dầu trên toàn cầu.

**Crack spread các sản phẩm lọc dầu dự kiến sẽ duy trì ở mức cao, là tín hiệu tốt cho các NMLD trong một vài năm tới**

Hình 15: Crack spread các sản phẩm lọc dầu đã biến động rất mạnh kể từ khi Nga tấn công Ukraine (USD/thùng)

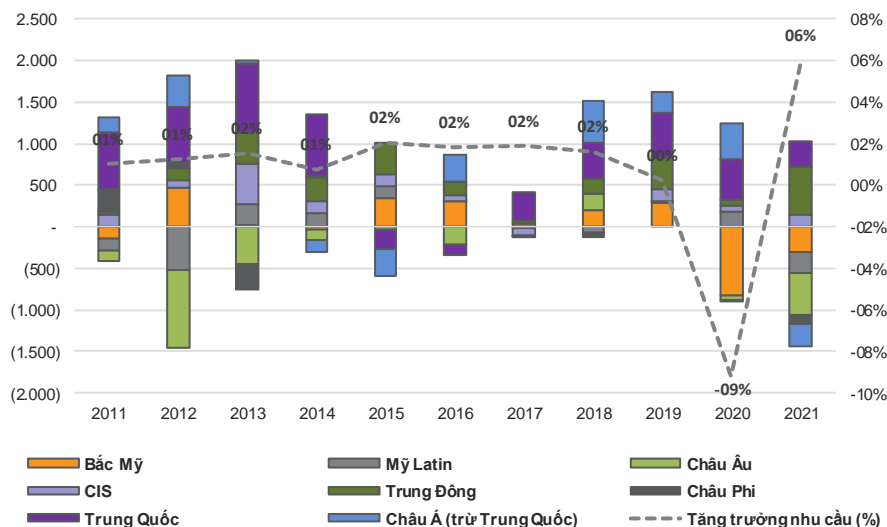


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thấy rằng refined crack spreads đã giảm đáng kể kể từ năm 2017 do sự cạnh tranh cao từ các NMLD mới của Trung Quốc. Tuy nhiên, mọi thứ dường như đã thay đổi sau đại dịch vì nó đã dẫn đến việc đóng cửa hoàn toàn của nhiều NMLD ở một số khu vực, gây ra sự suy giảm công suất lọc dầu toàn cầu và làm giảm sự cạnh tranh trong ngành. Trong 6T22, crack spread các sản phẩm lọc dầu, đặc biệt là crack spread dầu diesel đã tăng rất mạnh trên toàn cầu kể từ khi Nga tấn công Ukraine vào tháng 2 do: (1) lo ngại về sự thiếu hụt nguồn cung ở châu Âu khi người mua tránh nguồn cung đến từ Nga theo sau các lệnh trừng phạt, (2) việc các NMLD ngừng hoạt động ở Mỹ và châu Âu, và hoạt động với công suất thấp tại Trung Quốc, và (3) sự gia tăng hoạt động vận tải đường bộ, kéo theo nhu cầu nhiên liệu gia tăng. Sau đó, crack spread xăng đã giảm đáng kể kể từ tháng 7/2022 do lo ngại về suy thoái kinh tế và mức lợi nhuận tăng mạnh đã kích hoạt sự phục hồi công suất vận hành của các NMLD trên toàn cầu. Trong khi đó, crack spread diesel vẫn duy trì ở mức cao nhờ vào tính đa dụng của nó như làm nhiên liệu cho các phương tiện vận tải và đặc biệt là làm nguồn nhiên liệu cho máy phát điện diesel (thay thế cho điện khí).



Hình 16: Công suất lọc dầu tăng thêm so với tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ kể từ năm 2011 (Đơn vị: '000 thùng/ngày)



CIS: Nhóm các nước thuộc Liên Xô cũ

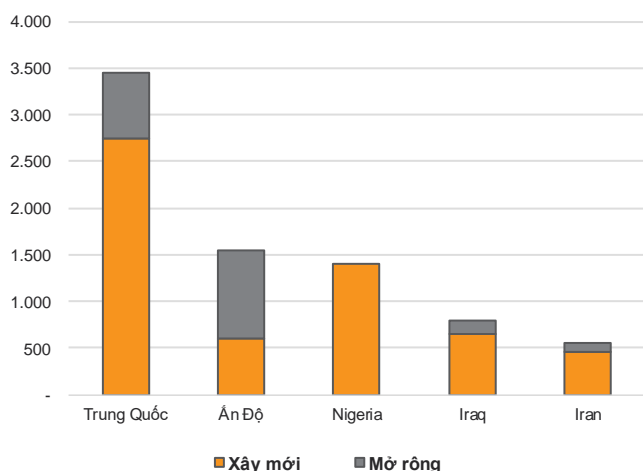
Nguồn: BP, VNDIRECT RESEARCH

Đối với triển vọng thị trường lọc dầu, báo cáo mới nhất của GlobalData chỉ ra rằng công suất phân xưởng chưng cất dầu thô (CDU) toàn cầu dự kiến sẽ tăng trưởng 11,0% trong 4 năm tới, có khả năng tăng từ 105,6 triệu thùng/ngày vào năm 2022 lên 117,2 triệu thùng/ngày vào năm 2026, trong đó châu Á dự kiến sẽ chiếm ưu thế vượt trội so với các khu vực khác. Hơn 60% vốn đầu tư của khu vực dự kiến sẽ xuất phát từ Ấn Độ, Trung Quốc và Indonesia.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các nước phương Tây sẽ là điểm đến tiềm năng cho tình trạng dư cung của thị trường lọc dầu châu Á trong những năm tới, dựa vào các nguyên nhân sau:

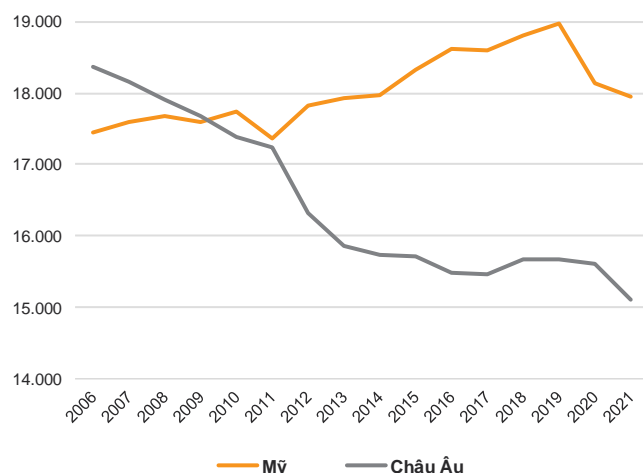
- Chúng tôi kỳ vọng một sự giảm tốc trong việc mở rộng các NMLD tại Trung Quốc kể từ năm 2025 trở đi khi Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia Trung Quốc (NDRC) công bố kế hoạch đạt đỉnh lượng khí thải carbon dioxide trước năm 2030. Để đạt được mục tiêu, tổng công suất NMLD ở Trung Quốc không được vượt quá 20 triệu thùng/ngày vào năm 2025. Các NMLD với công suất nhỏ (thấp hơn 40.000 thùng/ngày) và không hiệu quả (công suất vận hành <80%) sẽ dần bị loại bỏ. Việc này sẽ giúp làm giảm sự cạnh tranh cao trong khu vực về dài hạn, điều vốn đã gây áp lực giảm mạnh lên crack spread các sản phẩm lọc dầu trong thời gian qua.
- Trong khi nguồn cung bổ sung tại khu vực châu Á và Trung Đông có vẻ cao trong giai đoạn 2022-2026, chúng tôi tin rằng các khu vực khác với tình trạng thiếu hụt sản phẩm xăng dầu tinh chế sẽ giúp cân bằng việc thặng dư nguồn cung. Các NMLD châu Âu có nguy cơ đóng cửa cao trong vài năm qua vì chúng có tuổi đời lớn hơn, quy mô nhỏ hơn và ít tiết kiệm năng lượng hơn so với các phân xưởng chưng cất dầu thô (CDU) mới tại Trung Đông và Trung Quốc. Chúng tôi nhận thấy công suất lọc dầu của châu Âu có xu hướng giảm mạnh kể từ năm 2006 khi nhiều NMLD ở đây đã cắt giảm chi phí đầu tư trong những năm qua, điều đó có nghĩa là các nhà máy này không thể đạt công suất tối đa trong một thời gian dài. Hơn nữa, các nhà máy này rất phụ thuộc vào nguồn cung dầu thô của Nga, điều này làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt các sản phẩm xăng dầu tại lục địa này sau khi Nga tấn công Ukraine. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các nước phương Tây sẽ là điểm đến tiềm năng cho nguồn cung mới của khu vực châu Á và Trung Đông, giúp hạn chế tình trạng dư cung và hỗ trợ cho crack spread các sản phẩm lọc dầu.

Hình 17: Công suất CDU tăng thêm dự kiến đến từ một số quốc gia tại châu Á và Trung Đông trong giai đoạn 2022-26 (đơn vị: nghìn thùng/ngày)



Nguồn: GlobalData

Hình 18: Công suất lọc dầu giảm ở Mỹ và Châu Âu do nhiều nhà máy phải đóng cửa vĩnh viễn (đơn vị: nghìn thùng/ngày)



Nguồn: BP, VNDIRECT RESEARCH

Sau khi giảm mạnh từ tháng 7, chúng tôi tin rằng crack spread xăng sẽ dần phục hồi trong phần còn lại của năm nay. Crack spread dầu diesel vẫn sẽ ở mức cao trong năm nay do dầu diesel là nguồn nguyên liệu chính của máy phát điện diesel, một nguồn khả thi để thay thế cho nhiệt điện than và khí đốt trong bối cảnh tình trạng nguồn cung thắt chặt ở cả thị trường than và khí đốt tự nhiên trên toàn cầu. Nhìn chung, crack spread các sản phẩm xăng dầu sẽ dần hạ nhiệt trong giai đoạn 2023-24, tuy nhiên vẫn ở sẽ duy trì mức cao so với thời kỳ trước cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine nhờ vào: (1) nhu cầu phục hồi sau đại dịch, (2) thị trường dầu thô và xăng dầu thành phẩm tiếp tục thắt chặt do cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine kéo dài, đặc biệt là ở châu Âu, và (3) việc cắt giảm phát thải carbon sẽ làm hạn chế sự gia tăng công suất lọc dầu trong dài hạn. Mặt bằng crack spread cao sẽ là tín hiệu tốt cho các nhà máy lọc dầu (bao gồm cả BSR) trong những năm tới.

### Chờ đợi dự án nâng cấp và mở rộng được phê duyệt làm động lực tăng trưởng trong dài hạn

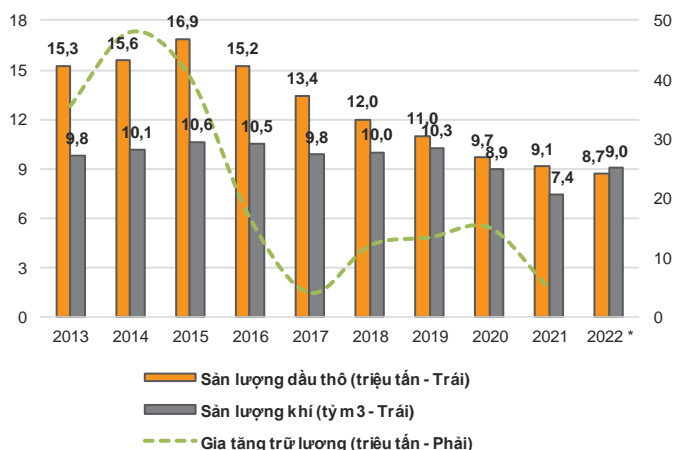
#### Đa dạng hóa các nguồn nguyên liệu để đảm bảo công suất vận hành của nhà máy lọc dầu

NMLD Dung Quất ban đầu được thiết kế để tinh chế dầu thô ngọt và nhẹ từ mỏ Bạch Hổ và một số mỏ dầu lân cận. Tuy nhiên, do sản lượng dầu thô của Việt Nam (và cả mỏ dầu Bạch Hổ) giảm kể từ năm 2015, BSR phải tìm kiếm nhiều nguồn cung thay thế để đảm bảo công suất vận hành của nhà máy. Hiện tại, NMLD Dung Quất có thể tinh chế hỗn hợp chứa hơn 20% dầu thô từ các mỏ khác trong nước và nguồn nhập khẩu, chẳng hạn như dầu Azeri từ Azerbaijan, dầu WTI từ Mỹ hay dầu Bonny Light từ Nigeria.

Trong ba năm tới, chúng tôi tin rằng BSR vẫn sẽ tận dụng tối đa nguồn nguyên liệu trong nước để hạn chế rủi ro địa chính trị trên thế giới, cũng như tận dụng lợi thế về khoảng cách và chi phí vận chuyển. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ tăng dần tỷ trọng nguyên liệu nhập khẩu lên khoảng 25% trong 3 năm tới để đảm bảo công suất vận hành. Và chúng tôi nhận thấy tác động hai chiều của xu hướng này đối với các hoạt động của BSR. Một mặt sẽ phát sinh chi phí cho quá trình nghiên cứu, phát triển, và nâng cấp các máy móc hiện tại để chưng cất các loại dầu thô khác (dầu chua hơn và nặng hơn). Mặt khác, nếu thành công, BSR có thể chủ động đa dạng hóa nguồn nguyên liệu cho hoạt động của nhà máy trong dài hạn. Dầu thô nhập khẩu với giá cả hợp lý (thường thấp hơn giá dầu Bạch Hổ), cộng với nguồn cung dồi dào cũng sẽ mang lại lợi ích về chi

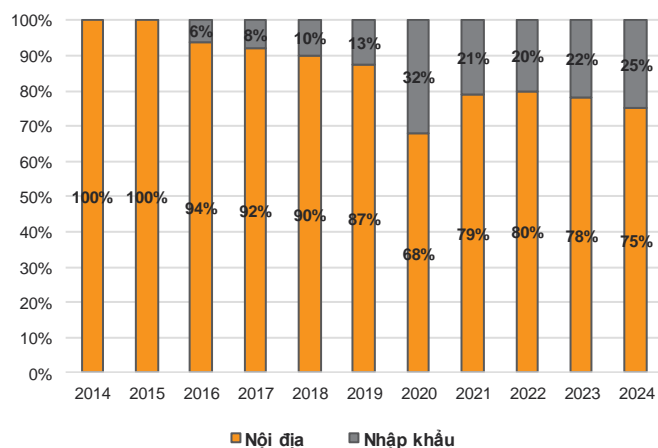
phí nguyên liệu cho BSR. Cuối cùng, việc giảm thuế nhập khẩu dầu thô từ mức 5% xuống 0% từ 2019 cũng tạo điều kiện cho BSR thực hiện chiến lược này.

Hình 19: Sản lượng khai thác dầu khí tại Việt Nam đã giảm liên tục kể từ năm 2015 do thiếu vắng các dự án thăm dò & khai thác lớn



Nguồn: PVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: BSR tăng tỷ trọng nguồn nguyên liệu nhập khẩu để bù đắp sự sụt giảm sản lượng dầu thô trong nước



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đáng chú ý, BSR cũng đã xây dựng kế hoạch nhập khẩu các nguyên liệu bán thành phẩm được chưng cất từ dầu thô (như T-DAO, VGO, naphtha, reformate, residue, and substitute propylene) để chế biến. Gần đây, BSR cũng đã đề xuất giảm thuế nhập khẩu MFN của các mặt hàng condensate từ mức 3% xuống 0% và các nguyên liệu bán thành phẩm khác được chưng cất từ dầu thô từ mức 5% xuống 0%. Trong trường hợp đề xuất được phê duyệt, BSR sẽ có thể tiết giảm được chi phí và đa dạng hóa các loại nguyên liệu trong thời gian tới.

### Dự án nâng cấp và mở rộng NMLD là động lực tăng trưởng trong dài hạn

Trong năm 2022, BSR đã trình đề xuất cuối cùng cho dự án mở rộng NMLD Dung Quất lên Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN) và chờ sự phê duyệt của Chính phủ. Theo đề xuất hiện tại, công suất NMLD sẽ được tăng thêm 17% lên 7,6 triệu tấn/năm. Các sản phẩm xăng và dầu diesel sẽ được nâng cấp để đáp ứng các tiêu chuẩn khí thải Euro V. Hỗn hợp dầu thô sẽ bao gồm 53% dầu Azeri và 47% dầu ESPO, tuy nhiên tỷ lệ chính xác của mỗi loại sẽ được làm rõ trong bản thiết kế tiền cơ sở cuối cùng (FEED). NMLD mới có thể xử lý tới 14 loại dầu thô, bao gồm hai loại trong nước và 12 loại nhập khẩu. Chúng tôi tin rằng đây sẽ là cơ hội cho BSR tiếp cận nhiều loại dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh cao hơn và giá cả cạnh tranh hơn với nguồn cung dồi dào trên thế giới, đặc biệt là trong bối cảnh sản lượng dầu trong nước đã giảm trong nhiều năm. Chúng tôi hy vọng BSR sẽ có thể khởi động dự án mở rộng và nâng cấp vào cuối năm 2023, và đưa vào vận hành thương mại vào đầu năm 2027.

**Hình 21: Dự án nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất**

	Hiện tại	Sau nâng cấp, mở rộng
Vốn đầu tư (triệu USD)	3.000	1.260
Công suất thiết kế (triệu tấn/năm)	6,5	7,6
Nguồn nguyên liệu	dầu thô ngọt, nhẹ (chủ yếu từ mỏ Bạch Hổ)	các loại dầu thô chua hơn (với hàm lượng lưu huỳnh trong khoảng 0,12 - 0,34% khối lượng)
Sản phẩm phẩm	chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG)	tăng tỷ trọng sản phẩm hóa dầu và các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao như LPG, JetA1
Chất lượng sản phẩm	EURO II, EURO III	EURO V
Cơ cấu vốn dự án		40% vốn chủ sở hữu và 60% nợ vay
Thời gian		2023-27

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hiện tại, nhà máy lọc dầu đang có 5 xu thế chính. Thứ nhất, các NMLD phải liên kết với các đơn vị khai thác dầu thô để tồn tại. Thứ hai, các NMLD được liên kết với nhà tiêu thụ sản phẩm. Thứ ba, các NMLD phải chuyển sang hóa dầu. Thứ tư, NMLD tiếp tục hoạt động và sẽ dần dần chuyển sang hóa dầu. Và cuối cùng, trong trường hợp không phù hợp với bất kỳ xu hướng nào ở trên, họ sẽ phải đóng cửa vĩnh viễn. Đối với BSR, khi nhu cầu xăng dầu của Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong tương lai, BSR sẽ chọn phương án thứ tư: chuyển dần sang lĩnh vực hóa dầu và các sản phẩm có giá trị gia tăng cao như LPG, JetA1.

Gần đây, liên quan đến dự án này, Bộ Công Thương vừa lưu ý đến một vài vấn đề chính, bao gồm: (1) phương án huy động vốn, và (2) khả năng nhập khẩu dầu thô khai thác từ Nga (dầu thô EPSO). Về điểm đầu tiên, chúng tôi cho rằng huy động vốn không phải là vấn đề đáng lo ngại vì BSR đã và đang tích lũy được khoản LN khổng lồ trong năm 2021-22 và có thể là sau đó nữa theo kỳ vọng của chúng tôi, đủ để đáp ứng yêu cầu về vốn để thực hiện dự án. Vấn đề thứ hai sẽ phức tạp hơn do cuộc khủng hoảng Nga - Ukraine đang kéo dài. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo BSR cho biết họ cũng đã có kế hoạch dự phòng để thay thế nguồn dầu thô từ Nga.

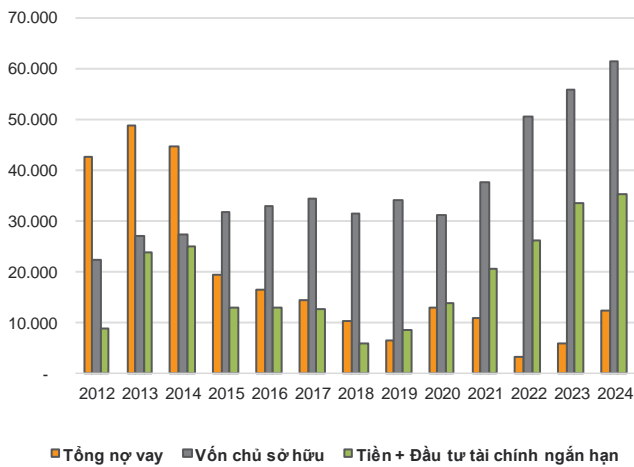
Nhìn chung, với định hướng nâng cao tỷ trọng các sản phẩm có giá trị cao cộng với sức khỏe tài chính vững mạnh, chúng tôi tin tưởng vào tính khả thi của dự án này đồng thời coi đây là động lực tăng trưởng trong dài hạn của BSR.

### **Tình hình tài chính vững mạnh sẽ hỗ trợ cho việc triển khai dự án nâng cấp mở rộng NMLD**

#### **Tình hình tài chính ngày càng được cải thiện trong nhiều năm qua, tạo bệ đỡ cho BSR triển khai dự án nâng cấp và mở rộng NMLD**

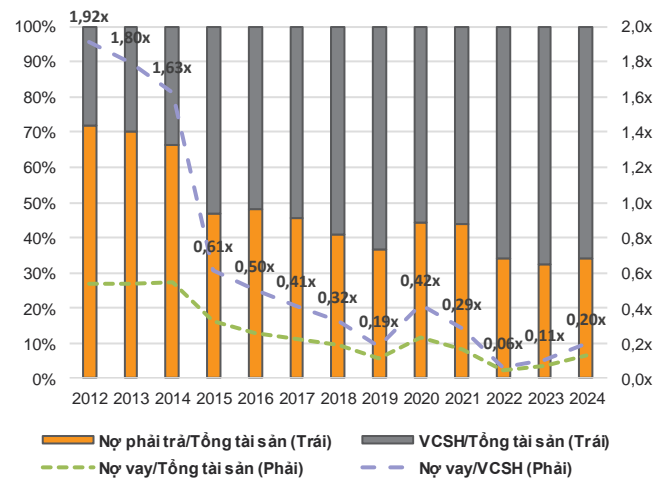
Do NMLD Dung Quất hoạt động ổn định và không có khoản đầu tư lớn nào nên BSR đã đẩy mạnh trả nợ vay để cải thiện tình hình tài chính, đặc biệt ở giai đoạn 2015-17. Tỷ lệ D/E của BSR đã giảm từ gần 2,0 lần giai đoạn 2012-13 xuống còn 0,29 lần trong năm 2021, trong đó nợ dài hạn để đầu tư NMLD giảm 96% xuống còn 942 tỷ đồng vào cuối năm 2021. Trong khi đó, nhờ hoạt động kinh doanh đạt hiệu quả cao (trừ năm 2020), BSR đã tích lũy được một lượng tiền mặt dồi dào vào cuối Q2/22, tăng 4,5 lần so với năm 2018.

Hình 22: BSR đã giảm đáng kể nợ vay và tăng tài khoản tiền + đầu tư tài chính ngắn hạn trong vài năm qua (tỷ đồng)



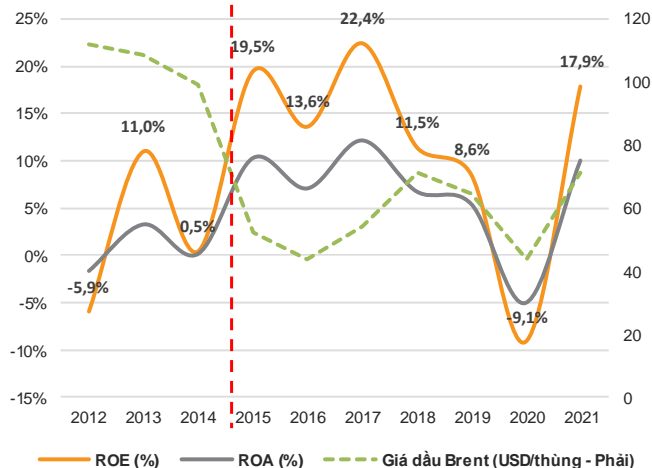
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: Cơ cấu vốn được cải thiện với tỷ lệ D/E giảm xuống 0,29 lần vào năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ D/E sẽ tăng trở lại từ năm 2023 khi BSR bắt đầu triển khai dự án nâng cấp



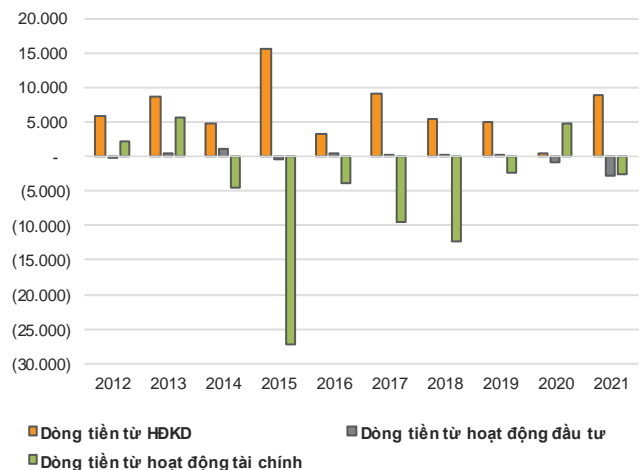
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 24: Tỷ suất sinh lời có diễn biến cùng chiều với giá dầu Brent sau khi BSR tăng tốc trả nợ vay từ năm 2015



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 25: Dòng tiền của BSR kể từ năm 2012 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Sau khi giảm mạnh nợ vay trong giai đoạn 2015-17, chúng tôi nhận thấy rằng tỷ suất sinh lời của BSR có xu hướng biến động cùng chiều với giá dầu do chi phí tài chính không còn ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của công ty. Chúng tôi kỳ vọng hệ số ROE của BSR sẽ tăng lên mức cao kỷ lục trong một năm 2022 chưa từng có tiền lệ (đối với thị trường dầu mỏ), sau đó giảm xuống khoảng 18% trong giai đoạn 2023-24.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng bức tranh tài chính lành mạnh hiện tại sẽ là bệ đỡ để BSR thực hiện dự án nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất với vốn đầu tư dự kiến là 1,26 tỷ USD. Tỷ lệ D/E có thể tăng trở lại từ năm 2023 do công ty tăng nợ vay để tài trợ cho các dự án nâng cấp và mở rộng. Tuy nhiên, tình hình tài chính của BSR vẫn sẽ vững chắc trong vài năm tới nhờ triển vọng kinh doanh khả quan.

Đáng chú ý, môi trường lãi suất cao trong thời gian gần đây có thể mang lại lợi ích ngắn hạn cho BSR do doanh nghiệp đang sở hữu lượng tiền mặt dồi dào



(với tiền mặt ròng là 21.597 tỷ đồng vào cuối Q2/22). Điều này sẽ giúp củng cố hiệu quả hoạt động của BSR trước khi công ty bước vào giai đoạn đầu tư.

### Dự phóng KQKD giai đoạn 2022-24

#### Lợi nhuận nhiều khả năng đã đạt đỉnh trong Q2/22

Hình 26: Tổng quan KQKD Q2/22 và 6T22

Tỷ đồng	Q2/21	Q2/22	%svck	6T21	6T22	%svck	Nhận định
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	1.702	1.756	3,2%	3.448	3.423	-0,7%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1.870	1.876	0,3%	3.426	3.470	1,3%	
Công suất vận hành (%)	105%	108%	3,3 điểm%	106%	105%	-0,8 điểm%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>27.860</b>	<b>52.391</b>	<b>88,1%</b>	<b>48.909</b>	<b>87.174</b>	<b>78,2%</b>	Doanh thu thuần 6T22 tăng 78,2% svck nhờ cả giá dầu (giá dầu Brent: +61% svck) và crack spread sản phẩm lọc dầu đều tăng mạnh
<b>LN gộp</b>	<b>1.874</b>	<b>10.898</b>	<b>481,5%</b>	<b>3.914</b>	<b>13.510</b>	<b>245,1%</b>	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>6,7%</i>	<i>20,8%</i>	<i>14,1 điểm%</i>	<i>8,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>7,5 điểm%</i>	Biên LN gộp 6T22 tăng mạnh 7,5 điểm % nhờ crack spread sản phẩm lọc dầu tăng mạnh, đặc biệt là trong Q2/22 sau khi Nga tấn công Ukraine
Chi phí bán hàng	(156)	(192)	23,2%	(350)	(441)	26,1%	
Chi phí QLDN	(100)	(96)	-3,8%	(167)	(184)	9,8%	
EBIT	1.619	10.610	555,5%	3.398	12.885	279,2%	
LN thuần từ hoạt động tài chính	129	60	-54,0%	197	340	72,6%	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>286</b>	<b>314</b>	<b>10,0%</b>	<b>485</b>	<b>776</b>	<b>59,9%</b>	Doanh thu tài chính 6T22 tăng 59,9% svck nhờ thu nhập từ tiền gửi tăng mạnh. Tại thời điểm cuối Q2/22, tổng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn tăng gần 50% so với thời điểm cuối Q2/21
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(156)</b>	<b>(255)</b>	<b>62,9%</b>	<b>(288)</b>	<b>(436)</b>	<b>51,2%</b>	Chi phí tài chính 6T22 tăng 51,2% svck chủ yếu do lỗ tỷ giá tăng mạnh (+3,6 lần svck lên 222 tỷ đồng)
Lợi nhuận khác	2	31	1264,7%	4	53	1084,8%	
LNTT	1.750	10.701	511,4%	3.599	13.164	265,8%	
<b>LN ròng</b>	<b>1.688</b>	<b>10.149</b>	<b>501,2%</b>	<b>3.544</b>	<b>12.473</b>	<b>251,9%</b>	LN theo quý cao kỷ lục được ghi nhận trong Q2/22

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

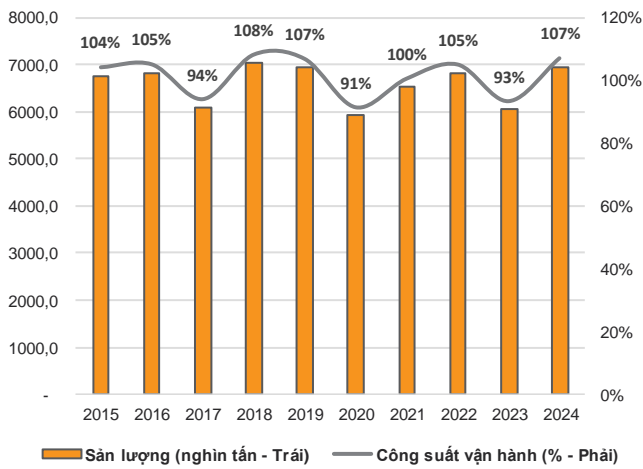
Chúng tôi thấy rằng crack spread xăng đã giảm mạnh từ đầu tháng 7 khi nền kinh tế toàn cầu giảm tốc do lạm phát cao và người dân bắt đầu sử dụng phương tiện công cộng thay thế cho xe động cơ xăng. Trong khi đó, crack spread diesel đã phục hồi mạnh trở lại nhờ tính đa dụng của nó, đặc biệt là trong công nghiệp và sản xuất điện, đưa mảng dầu diesel trở thành nhân tố đóng góp chính vào KQKD của BSR trong phần còn lại của năm nay. Nhìn chung, sự đảo chiều xu hướng này gây ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của BSR. Và do đó, chúng tôi cho rằng LN của BSR có khả năng đã đạt đỉnh vào Q2/22.

**Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LN ròng sẽ đạt đỉnh trong năm 2022 nhưng vẫn duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2023-24 nhờ mặt bằng crack spread sản phẩm lọc dầu cao hơn do cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine.**

Trong giai đoạn 2022-24, chúng tôi kỳ vọng công suất vận hành của BSR sẽ ở mức 105%-107%, ngoại trừ năm 2023 do được bảo dưỡng định kỳ (trong khoảng 50 ngày) nhờ: (1) chính sách ưu tiên tiêu thụ nguồn cung nội địa và (2) lợi thế của BSR về giá bán sản phẩm và chi phí vận chuyển.

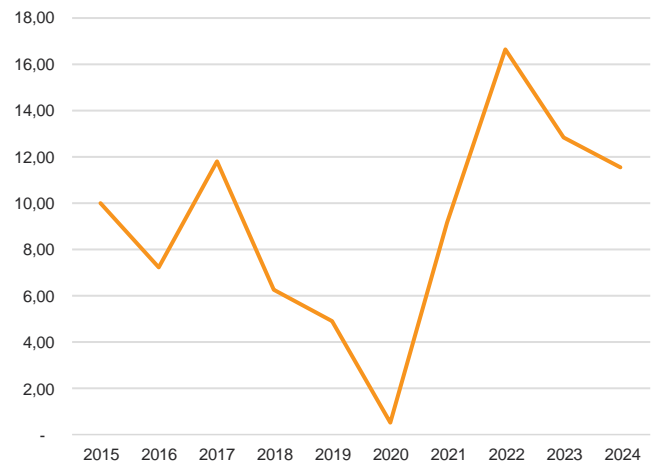
Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất LN lọc dầu (GRM) của BSR sẽ đạt đỉnh là 16,6 USD/thùng trong năm 2022. Tỷ suất LN lọc dầu sẽ dần hạ nhiệt xuống 12,8/11,5 USD/thùng trong giai đoạn 2023-24 vì mức LN cao có khả năng sẽ kích hoạt các NMLD khác trên thế giới tăng công suất vận hành, gây áp lực giảm lên tỷ suất LN lọc dầu.

Hình 27: Chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ tiếp tục duy trì hiệu suất hoạt động cao, khoảng 105% - 107% trong năm 2022-24, ngoại trừ năm 2023 do đợt bảo dưỡng tổng thể nhà máy định kỳ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: Tỷ suất lợi nhuận lọc dầu (GRM) của BSR theo ước tính của chúng tôi (USD/thùng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

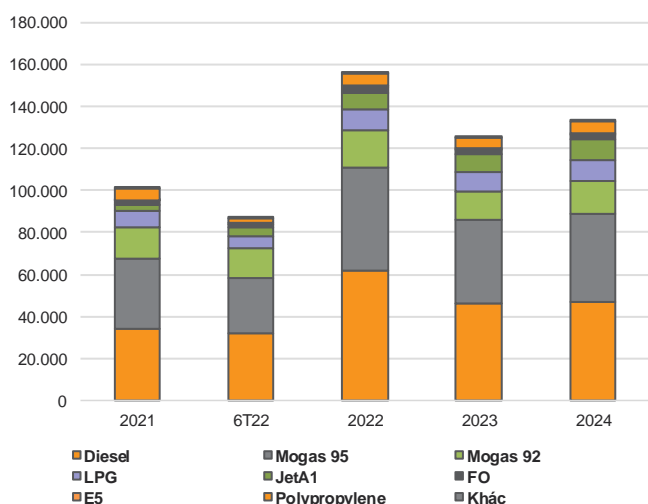
Hình 29: Dự phóng KQKD năm 2022-24

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	Nhận định
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	71	100	90	80	Chúng tôi giả định giá dầu Brent trung bình là 90/80 USD/thùng trong năm 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu toàn cầu sẽ ở mức cao trong hai năm tới khi thị trường dầu mỏ tiếp tục thắt chặt trong thời gian tới do: (1) các biện pháp trừng phạt của phương Tây đối với Nga, và (2) sản lượng dầu thô phục hồi chậm do việc thiếu đầu tư vào ngành dầu khí trong nhiều năm qua
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6.529	6.825	6.058	6.955	
Công suất vận hành (%)	100%	105%	93%	107%	Chúng tôi dự phóng công suất vận hành của BSR sẽ giảm xuống 93% vào năm 2023 do đợt bảo dưỡng định kỳ (trong khoảng 50 ngày). Công suất vận hành sẽ cải thiện lên 107% vào năm 2024 sau khi hoàn tất bảo dưỡng
GRM (USD/thùng)	9,1	16,6	12,8	11,5	Chúng tôi ước tính GRM của BSR là 12,8/11,5 USD/thùng trong năm 2023-24. Con số ấn tượng này (so với mức trước khủng hoảng Nga - Ukraine) chủ yếu là nhờ giả định crack spread dầu diesel và nhiên liệu bay duy trì ở mức cao. Theo đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của BSR là 8,4%/8,9% trong 2023-24. Đáng chú ý, việc phát sinh chi phí liên quan đến đợt bảo dưỡng (~650 tỷ đồng) trong năm 2023 khiến biên LN gộp năm 2023 giảm xuống
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>101.080</b>	<b>156.311</b>	<b>125.681</b>	<b>133.470</b>	
% svck	74,4%	54,6%	-19,6%	6,2%	
<b>LN gộp</b>	<b>7.699</b>	<b>16.893</b>	<b>10.603</b>	<b>11.909</b>	
Biên LN gộp (%)	7,6%	10,8%	8,4%	8,9%	
Chi phí bán hàng	(781)	(938)	(863)	(858)	
Chi phí QLDN	(407)	(547)	(440)	(467)	
EBIT	6.511	15.408	9.300	10.583	
Doanh thu tài chính	1.015	1.356	1.383	1.509	
Chi phí tài chính	(619)	(739)	(494)	(655)	
LN TT	6.941	16.055	10.214	11.462	
<b>LN ròng</b>	<b>6.716</b>	<b>15.338</b>	<b>9.192</b>	<b>10.316</b>	Chúng tôi áp dụng giả định thuế suất cao hơn là 10% cho năm 2023-24 (từ mức 5% hiện tại) vì mức thuế suất ưu đãi 5% cho BSR dự kiến sẽ kết thúc vào năm nay
% svck	NA	128,4%	-40,1%	12,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

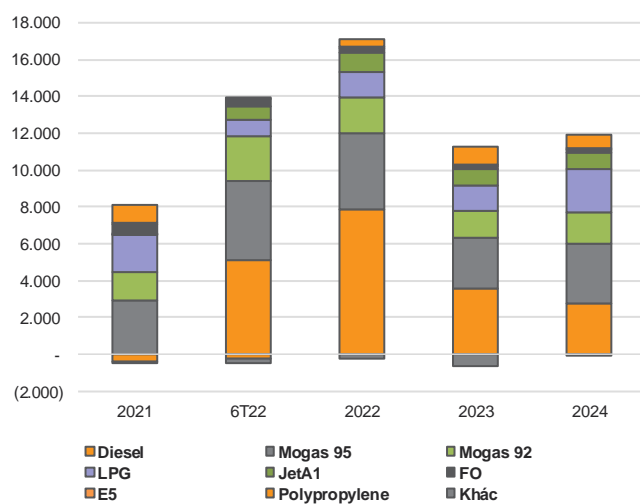
Nhìn chung, sau khi công bố KQKD kỷ lục trong 6 tháng đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng BSR sẽ khó ghi nhận sự tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm do: (1) crack spread các sản phẩm lọc dầu có thể đã đạt đỉnh trong Q2/22, đặc biệt là crack spread xăng đã giảm xuống thấp hơn mức năm 2021, và (2) giá dầu dự kiến sẽ giảm dần trong cuối năm 2022, điều này có thể khiến BSR phải ghi nhận các khoản trích lập giảm giá hàng tồn kho. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LNST 6 tháng cuối năm giảm nhẹ 9% svck, theo đó LN ròng năm 2022 sẽ tăng 128,4% svck. Trong năm 2023-2024, LN ròng dự báo sẽ giảm 40,1% svck do ảnh hưởng của đợt bão dưỡng định kỳ trong năm 2023, trước khi quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2024 với tốc độ tăng trưởng 12,2% svck.

**Hình 30: Cơ cấu doanh thu 2022-24 theo ước tính của chúng tôi (tỷ đồng)**



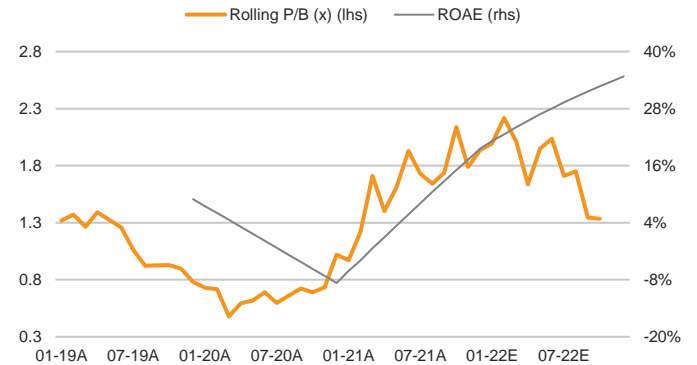
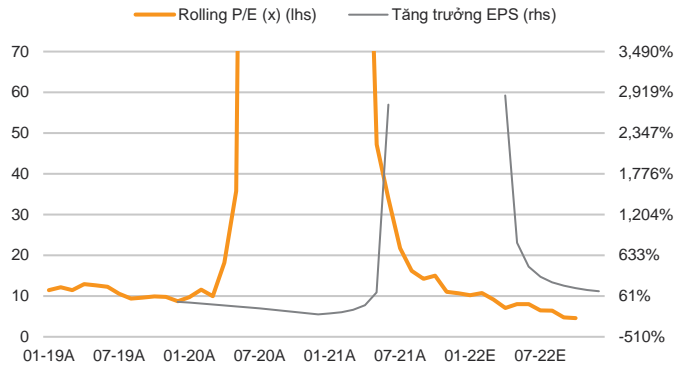
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 31: Cơ cấu LN gộp 2022-24 theo ước tính của chúng tôi (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	101.080	156.311	125.681
Giá vốn hàng bán	(93.381)	(139.418)	(115.079)
Chi phí quản lý DN	(407)	(547)	(440)
Chi phí bán hàng	(781)	(938)	(863)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>6.511</b>	<b>15.408</b>	<b>9.300</b>
EBITDA thuần	8.822	17.855	11.692
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.311)</b>	<b>(2.447)</b>	<b>(2.391)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>6.511</b>	<b>15.408</b>	<b>9.300</b>
Thu nhập lãi	1.015	1.356	1.383
Chi phí tài chính	(619)	(739)	(494)
Thu nhập ròng khác	34	30	24
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.941</b>	<b>16.055</b>	<b>10.214</b>
Thuế	(257)	(790)	(1.021)
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	73	0
<b>LN ròng</b>	<b>6.716</b>	<b>15.338</b>	<b>9.192</b>
Thu nhập trên vốn	6.716	15.338	9.192
Cổ tức phổ thông	(502)	(930)	(2.170)
<b>LN giữ lại</b>	<b>6.214</b>	<b>14.407</b>	<b>7.022</b>

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	16.346	17.593	24.092
Đầu tư ngắn hạn	4.190	8.379	9.217
Các khoản phải thu ngắn hạn	13.601	17.130	15.495
Hàng tồn kho	10.358	13.369	12.611
Các tài sản ngắn hạn khác	50	78	63
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>44.544</b>	<b>56.549</b>	<b>61.478</b>
Tài sản cố định	20.136	17.846	18.528
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	2.105	2.473	2.343
<b>Tổng tài sản</b>	<b>66.796</b>	<b>76.878</b>	<b>82.360</b>
Vay & nợ ngắn hạn	9.829	3.276	4.099
Phải trả người bán	9.450	11.991	12.052
Nợ ngắn hạn khác	7.661	9.383	6.916
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26.940</b>	<b>24.650</b>	<b>23.067</b>
Vay & nợ dài hạn	943	0	1.845
Các khoản phải trả khác	1.349	1.619	1.699
Vốn điều lệ và	31.005	31.005	31.005
LN giữ lại	6.562	14.046	19.222
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.570</b>	<b>50.650</b>	<b>55.826</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6)	(41)	(76)
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>66.796</b>	<b>76.878</b>	<b>82.360</b>

### Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.941</b>	<b>16.055</b>	<b>10.214</b>
Khấu hao	2.311	2.447	2.391
Thuế đã nộp	(193)	(790)	(1.021)
Các khoản điều chỉnh khác	(971)	(1.387)	(1.670)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>884</b>	<b>(2.305)</b>	<b>1</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>8.971</b>	<b>14.019</b>	<b>9.914</b>
Đầu tư TSCĐ	(63)	(156)	(3.074)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(2.715)	(4.190)	(838)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.779)</b>	<b>(4.346)</b>	<b>(3.912)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(2.138)	(7.495)	2.667
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(502)	(930)	(2.170)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(2.640)</b>	<b>(8.426)</b>	<b>497</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	12.793	16.346	17.593
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>3.553</b>	<b>1.248</b>	<b>6.499</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	16.346	17.593	24.092

### Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	6,6%	9,8%	7,3%
Vòng quay TS	1,65	2,18	1,58
ROAA	10,9%	21,4%	11,5%
Đòn bẩy tài chính	1,79	1,63	1,50
ROAE	19,6%	34,8%	17,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	49,1	40,0	45,0
Số ngày nắm giữ HTK	40,5	35,0	40,0
Số ngày phải trả tiền bán	36,9	31,4	38,2
Vòng quay TSCĐ	4,76	8,23	6,91
ROIC	13,9%	28,5%	14,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	2,3	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	1,8	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	1,1	1,4
Vòng quay tiền	52,7	43,6	46,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	74,4%	54,6%	(19,6%)
Tăng trưởng LN từ HKKD		136,6%	(39,6%)
Tăng trưởng LN ròng		128,4%	(40,1%)
Tăng trưởng EPS		128,4%	(40,1%)

Nguồn: VND RESEARCH

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị ngành**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### **Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích**

Email: [hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn)

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>