

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)



GIỮ, Giá mục tiêu: 15.100 VND

Kết quả kinh doanh của công ty đã phục hồi mạnh mẽ trong quý 4.2020 nhờ tình hình hoạt động ổn định của nhà máy sau bảo dưỡng tổng thể và giá dầu thô cũng như nhu cầu dầu phục hồi làm biên lợi nhuận lọc dầu tăng. Trong năm 2021, dựa trên sản lượng sản xuất và kinh doanh là 6,8-6,9 triệu tấn, giá dầu Brent đạt trung bình từ 55 usd/thùng, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt mức 84.580 tỷ đồng và 3.910 tỷ đồng. Định giá cổ phiếu ở mức 15.100 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu BSR.

Điểm nhấn đầu tư:

Hiệu quả kinh doanh hồi phục mạnh mẽ trở lại trong quý 4.2020 và năm 2021: Trong quý 4.2020, hoạt động kinh doanh đã hồi phục mạnh mẽ với doanh thu đạt 17.134 tỷ đồng, lợi nhuận gộp tăng mạnh trở lại với 1.371 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp đạt 8%, mức cao nhất theo quý kể từ Q2.2018. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp tiếp tục đạt mức cao với khoảng 6%, đưa lợi nhuận gộp đạt mức 5.100 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 3.910 tỷ đồng.

Nhà máy hoạt động ổn định với công suất cao sau khi hoàn thành bảo dưỡng tổng thể lần 4: sau khi hoàn thành bảo dưỡng tổng thể lần 4 trong đầu tháng 10.2020, nhà máy tiếp tục hoạt động ổn định trở lại với 106% công suất thiết kế. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo công ty sẽ sản xuất khoảng 6,8-6,9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu các loại, đáp ứng nhu cầu xăng dầu trong nước trong điều kiện sản xuất kinh doanh xã hội tiếp tục phục hồi và tăng trưởng.

Giá dầu hồi phục và tăng mạnh trở lại hỗ trợ gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty: Giá dầu đã hồi phục và tăng mạnh trở lại trong nửa cuối năm 2020 và tiếp tục tăng tốt trong hai tháng đầu năm 2021 nhờ Vaccin phòng bệnh Covid được tiêm rộng rãi tại nhiều quốc gia mang lại kỳ vọng dịch sớm được kiểm soát, kinh tế hồi phục và nhu cầu dầu tăng lên, cùng với đó là chính sách kiểm soát nguồn cung chặt chẽ của nhóm OPEC+. Giá dầu đã tăng 22 % trong nửa cuối năm 2020 và tăng 30% kể từ đầu năm đến nay, đạt 64-66 usd/thùng với dầu Brent và 61-63 usd/thùng với dầu WTI.

Nhu cầu xăng dầu trong phục hồi khi dịch Covid được kiểm soát: Trong 2020, Việt Nam được đánh giá là nước đi đầu trong việc kiểm chế dịch Covid19 và là số ít quốc gia có nền kinh tế tăng trưởng dương. Nhu cầu xăng dầu trong nước mặc dù sụt giảm nhưng không lớn. Năm 2021 với việc đặt kế hoạch tăng trưởng kinh tế ở mức 6-7%, nhu cầu xăng dầu sẽ tiếp tục hồi phục và là cơ sở để công ty tập trung sản xuất tại công suất và sản lượng lớn nhất.

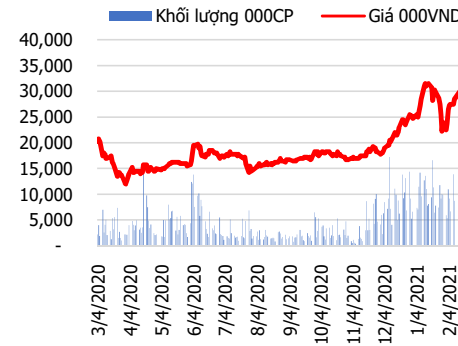
Rủi ro đầu tư:

Biến động giá dầu và dịch covid ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của công ty: dầu thô là nguyên liệu chiếm 95% tỷ trọng nguyên liệu sản xuất đầu vào của công ty, biến động giá dầu ảnh hưởng mạnh đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp lọc hóa dầu. Trong khi đó, dịch Covid làm hoạt động kinh tế gián đoạn, nhu cầu tiêu thụ dầu giảm, tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của công ty trong năm 2020 vừa qua.

Dự án nâng cấp mở rộng chậm tiến độ, ảnh hưởng đến hiệu quả dự án: Dự án nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm của công ty đạt tiêu chuẩn Euro4 và nâng công suất lên 8,5 triệu tấn. Hiện dự án vẫn đang trong giai đoạn thu xếp vốn đầu tư, đặc biệt là vốn vay trong bối cảnh Chính phủ đang hạn chế dẫn việc bảo lãnh vay vốn cho các dự án của các tập đoàn, tổng công ty nhà nước.

Định giá cổ phiếu: Dựa trên kịch bản giá dầu trung bình năm 2021 ở mức 55 usd/thùng, sản lượng sản xuất và bán hàng ở mức 6,8-6,9 triệu tấn, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 84.580 tỷ đồng và 3.910 tỷ đồng. Định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền công ty (FCFF) và so sánh PE, PB, giá trị cổ phiếu ở mức 15.100 đồng, trong đó FCF có giá trị lớn nhất với 18.100 đồng/cổ phiếu.

Giao dịch của BSR trong 12 tháng



	1T	3T	6T	12T
BSR	32.1%	89.2%	109.0%	72.8%
VNIndex	6.8%	16.4%	31.3%	33.3%

Giá hiện tại (4/03/2021)	15.200 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	15.100 VND
Upside (%)	-2.6%
Bloomberg	BSR VN Equity
Giá trị vốn hóa	48.058 tỷ VND 2.076 triệu USD
Biến động giá 12 tháng(VND)	4.800-15.500
Khối lượng GDBQ trong 12 tháng (000cp/ngày)	5.166
Giá trị GDBQ trong 12 tháng (tỷ VND/ngày)	45.9
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại(%)	0.1%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	57,959	84,579	91,486	82,814	104,535
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	-2,215	5,102	5,227	4,648	5,865
Biên lợi nhuận gộp	%	-3.8%	6.0%	5.7%	5.6%	5.6%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	-2,344	4,511	4,375	4,062	4,955
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	-2,843	3,909	3,914	3,354	3,349
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	-2,849	3,714	3,719	3,186	3,182
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	-948	1,178	1,180	1,008	1,007
Tăng trưởng EPS	%	-200.9%	224.3%	0.1%	-14.5%	-0.2%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	0	0	0	0	800
Lợi tức cổ phần	%	na	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%
P/E	Lần	(16.4)	13.2	13.1	15.4	15.4
P/B	Lần	1.5	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	Lần	235.67	6.32	5.77	7.33	9.73
ROE	%	-9%	11%	10%	8%	7%
ROA	%	-5%	7%	7%	5%	3%

Nguồn: BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)



Hoạt động và kết quả kinh doanh 2020

Năm 2020, sản lượng sản phẩm sản xuất và bán hàng đạt 5,96 triệu tấn và 5,93 triệu tấn, bằng 85% so với năm 2019, sản lượng giảm do trong năm công ty thực hiện dừng sản xuất để thực hiện bảo dưỡng tổng thể lần 4 trong 51 ngày.

Trong năm, để chủ động nguồn nguyên liệu cho sản xuất dài hạn khi dầu thô trong nước suy giảm, đồng thời gia tăng hiệu quả kinh doanh, công ty đã linh hoạt thử nghiệm các loại dầu nhập khẩu khác nhau cho sản xuất. Tỷ trọng dầu thô nhập khẩu chiếm 30% tổng nhu cầu, trong đó có các loại như dầu Azeri, WTI Midland, Bony Light, Sokol...

Doanh thu bán hàng đạt 57.959 tỷ đồng, và lỗ trước thuế 2.843 tỷ đồng, đây là mức lỗ lớn nhất theo năm kể từ năm 2013 do ảnh hưởng nặng nề từ dịch Covid19 và việc giá dầu sụt giảm mạnh trong quý 1 và 2.2020. Lịch sử hoạt động cho thấy, trong năm 2014, mặc dù giá dầu cũng có sự sụt giảm mạnh 50% từ 110 usd/thùng đầu năm về 55 usd/thùng cuối năm, công ty cũng vẫn đạt mức lãi 64 tỷ đồng.

Tín hiệu lạc quan là trong quý 4.2020, hoạt động kinh doanh đã ổn định trở lại, nhà máy hoạt động với 108% công suất, doanh thu đạt 17.134 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1.247 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp đã tăng lên mức 8% trong quý 4 so với mức âm (-) 13% của 6 tháng đầu năm.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2021

Trong năm 2021, công ty hiện đặt kế hoạch sơ bộ với doanh thu 70.661 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 864 tỷ đồng dựa trên kịch bản giá dầu Brent ở mức 45 usd/thùng

Trong năm 2021, khi nhà máy đi vào hoạt động ổn định sau bảo dưỡng với công suất cao để đáp ứng nhu cầu thị trường, chúng tôi dự báo, sản lượng sản xuất kinh doanh cả năm dự báo đạt mức tối đa với 6,8-6,9 triệu tấn.

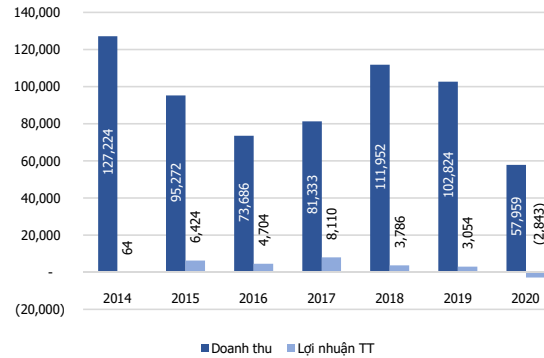
Với kịch bản giá dầu Brent đạt mức trung bình 55usd/thùng, doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt mức 84,580 tỷ đồng và 3,910 tỷ đồng. Doanh thu tăng mạnh 46% nhờ sản lượng tăng 16% và giá bán tăng 30% so với năm 2020. Lợi nhuận sau thuế đạt 3.714 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 1.180 đồng/cổ phần.

Trong quý I.2021, chúng tôi dự báo sản xuất kinh doanh của công ty vẫn gặp nhiều thuận lợi khi giá dầu liên tục tăng lên. Dự kiến sản lượng sản xuất và kinh doanh đạt mức 1,5 triệu tấn, doanh thu đạt mức 21.000 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt mức 1.400 tỷ đồng

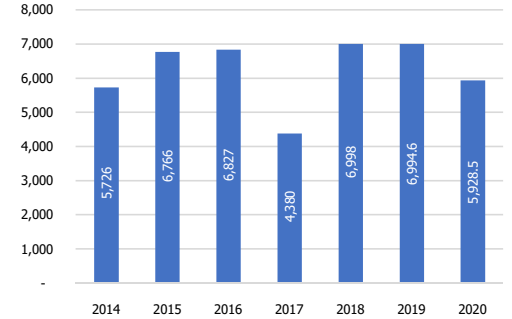
Định giá cổ phiếu

Chúng tôi thực hiện xác định giá trị cổ phiếu của công ty, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền công ty (FCFF) kết hợp PE, PB, giá trị cổ phiếu BSR đạt mức 15.100 đồng/cổ phần.

Doanh thu và lợi nhuận theo năm (tỷ đồng)

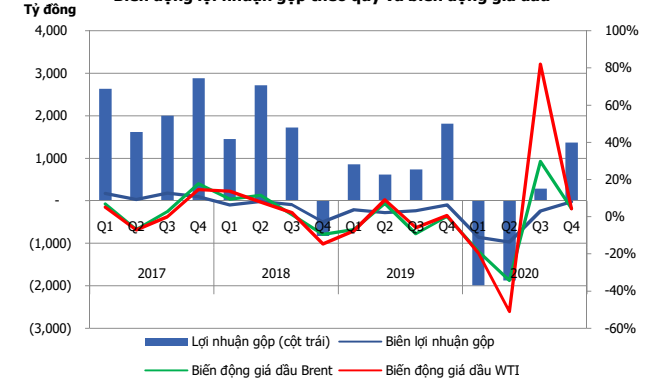


Sản lượng xăng dầu bán hàng (triệu tấn)



Kết quả định giá cổ phiếu		
Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Định giá theo DCF-FCFF		
Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC	%	12.62%
Tăng trưởng dòng tiền thuần công ty sau năm 2027	%	3%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021E - 2027E	Tỷ đồng	(2,675)
Hiện giá dòng tiền sau năm 2027E	Tỷ đồng	46,531
Tiền, tương đương tiền cuối năm 2021	Tỷ đồng	12,154
Giá trị công ty	Tỷ đồng	56,010
Số lượng cổ phiếu phổ thông	Triệu cổ phiếu	3,101
Giá trị cổ phiếu	Đồng	18.065
Định giá theo so sánh PE-PB		
PE	11.6	13.940
PB	1.2	13.430
Giá trị cổ phiếu (trung bình)		15.145

Biến động lợi nhuận gộp theo quý và biến động giá dầu



Nguồn: BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)



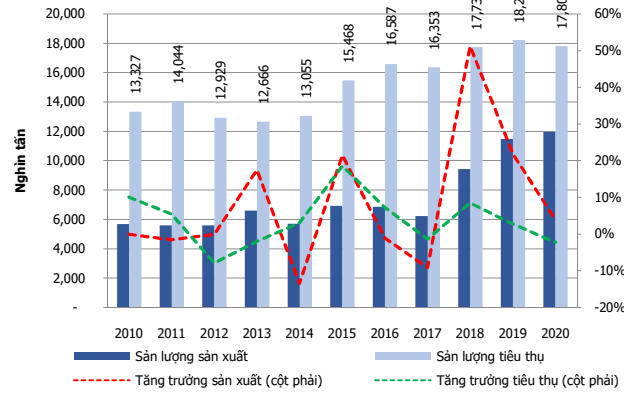
Hiệu quả kinh doanh hồi phục mạnh mẽ trở lại: Trong quý 4.2020, hoạt động kinh doanh đã hồi phục mạnh mẽ với doanh thu đạt 17.134 tỷ đồng, lợi nhuận gộp tăng mạnh trở lại với 1.371 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp đạt 8%, mức cao nhất theo quý kể từ Q2.2018. Trong quý I.2021, chúng tôi dự báo sản xuất kinh doanh của công ty vẫn gặp nhiều thuận lợi khi giá dầu liên tục tăng lên. Dự kiến sản lượng sản xuất và kinh doanh đạt mức 1,5 triệu tấn, doanh thu đạt mức 19.600 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt mức 1.400 tỷ đồng

Năng lực sản xuất tăng thêm khi hoàn thành bảo dưỡng tổng thể lần 4: sau khi hoàn thành bảo dưỡng tổng thể lần 4 trong đầu tháng 10.2020, nhà máy tiếp tục hoạt động ổn định trở lại với 106%-108% công suất thiết kế. Trong năm 2021, chúng tôi dự tính công ty sẽ sản xuất khoảng 6.8-6.9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu các loại, đáp ứng nhu cầu xăng dầu trong nước trong điều kiện sản xuất kinh doanh xã hội tiếp tục phục hồi và tăng trưởng.

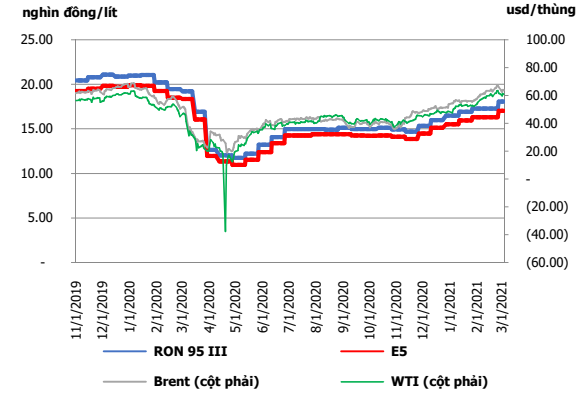
Nhu cầu xăng dầu trong phục hồi khi dịch Covid được kiểm soát: Trong 2020, Việt Nam được đánh giá là nước đi đầu trong việc kiểm chế dịch Covid19 và là số ít quốc gia có nền kinh tế tăng trưởng dương. Nhu cầu xăng dầu trong nước mặc dù sụt giảm nhưng không lớn với 1,6% và đạt 17,91 triệu tấn. Năm 2021 với dự báo kinh tế tăng trưởng ở mức 6-7% của một số tổ chức, chúng tôi dự báo nhu cầu xăng dầu trong nước sẽ tăng trở lại ở mức 3-4%, đạt 18,45-18,65 triệu tấn, đây là cơ sở để các công ty chế biến và kinh doanh phân phối xăng dầu trong nước phát triển ổn định.

Giá dầu hồi phục và đang tăng mạnh trở lại: Giá dầu đã hồi phục và tăng mạnh trở lại trong nửa cuối năm 2020 và tiếp tục tăng tốt trong hai tháng đầu năm 2021 nhờ vắc xin phòng bệnh Covid được tiêm rộng rãi tại nhiều quốc gia mang lại kỳ vọng dịch sớm được kiểm soát, kinh tế hồi phục và nhu cầu dầu tăng lên. Cùng với đó là chính sách kiểm soát nguồn cung chặt chẽ của nhóm OPEC+. Giá dầu đã hồi phục 22% trong nửa cuối năm 2020 và đang tăng khoảng 30% từ đầu năm đến nay, hiện đạt 64-66 usd/thùng với dầu Brent và 61-63 usd/thùng với dầu WTI.

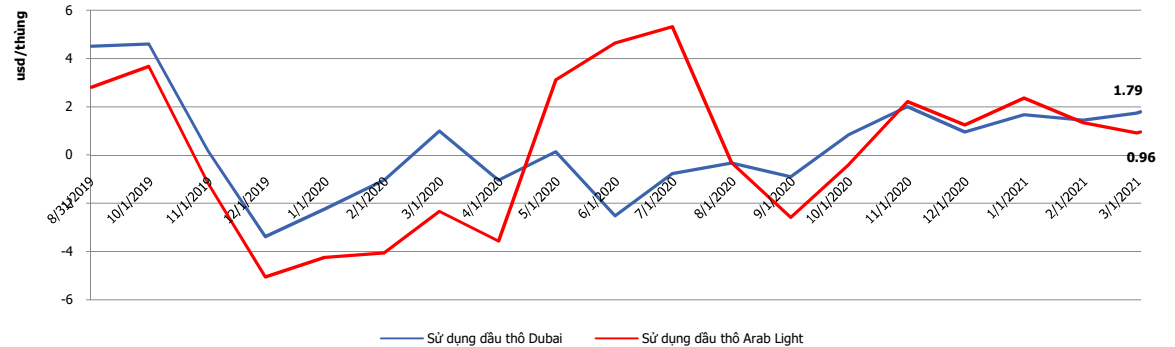
Sản xuất và Tiêu thụ xăng dầu trong nước



Giá bán lẻ xăng dầu trong nước



Biên lợi nhuận các nhà máy lọc dầu sử dụng công nghệ FCC tại Singapore



Nguồn: Bộ Công thương, Bloomberg, BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)



Kết quả kinh doanh	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	57,959	84,579	91,486	82,814	104,535
Giá vốn hàng bán	-60,174	-79,477	-86,259	-78,166	-98,670
Lợi nhuận gộp	-2,215	5,102	5,227	4,648	5,865
Doanh thu tài chính	666	533	480	432	432
Chi phí tài chính	-499	-601	-461	-708	-1,606
Chi phí bán hàng	-552	-719	-686	-621	-784
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-268	-423	-663	-414	-575
Lợi nhuận kinh doanh thuần	-2,868	3,892	3,897	3,336	3,331
Lợi nhuận trước thuế	-2,843	3,909	3,914	3,354	3,349
Lợi nhuận sau thuế	-2,849	3,714	3,719	3,186	3,182
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	-2,810	3,754	3,759	3,226	3,222

Tài sản – Nguồn vốn	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	30,047	29,363	33,493	33,723	31,765
Tài sản dài hạn	25,876	23,504	23,132	35,873	59,207
Tổng tài sản	55,923	52,867	56,625	69,596	90,972
Nợ phải trả	24,847	18,038	18,037	27,781	48,416
I. Nợ phải trả ngắn hạn	20,424	16,436	15,155	14,293	16,476
II. Nợ phải trả dài hạn	4,423	1,602	2,882	13,489	31,940
Vốn chủ sở hữu	31,075	34,829	38,587	41,814	42,555
Tổng nguồn vốn	55,922	52,866	56,624	69,595	90,971

Hệ số tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Hệ số lợi nhuận					
Biên lợi nhuận gộp	-3.8%	6.0%	5.7%	5.6%	5.6%
EBITDA Margin	0.4%	8.3%	7.5%	7.9%	7.1%
Biên lợi nhuận ròng	-4.9%	4.4%	4.1%	3.8%	3.0%
ROE	-9.2%	10.7%	9.6%	7.6%	7.5%
ROA	-5.1%	7.0%	6.6%	4.6%	3.5%
Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-43.6%	45.9%	8.2%	-9.5%	26.2%
Tăng trưởng LNTT	-193.1%	237.5%	0.1%	-14.3%	-0.1%
Tăng trưởng LNST	-199.2%	230.4%	0.1%	-14.3%	-0.1%
Tăng trưởng EPS	-200.9%	224.3%	0.1%	-14.5%	-0.2%
Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.5	1.8	2.2	2.4	1.9
Hệ số thanh toán nhanh	1.1	1.3	1.7	1.8	1.4
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.8	0.5	0.5	0.7	1.1
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	-7.2	7.5	9.5	5.7	3.1
Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	5%
EPS (VND)	-948	1,178	1,180	1,008	1,007
BVPS (VND)	10,013	11,224	12,436	13,477	13,716

LIÊN HỆ: MBS EQUITY RESEARCH

Trưởng nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Trương Thùy Dương

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn - Tel: 0942434432)

Dầu khí, Hóa chất

Chu Thế Huỳnh

(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn - Tel: 0919336595)

Vật liệu xây dựng, bất động sản

Trương Thùy Dương

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn - Tel: 0942434432)

Thủy sản và Năng Lượng

Nguyễn Quốc Trung

(Trung.NguyenQuoc@mbs.com.vn - Tel: 0352253024)

Nhựa, Hàng tiêu dùng

Đình Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn - Tel: 0978877784)

Hàng tiêu dùng, Công Nghệ, Bán lẻ

Trần Minh Phương

(Phuong.TranMinh@mbs.com.vn - Tel: 0869083297)

MB SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | DISCLAIMER

Copyrights. MBS 2021, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2021 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, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 4 3726 2600 | Website: www.mbs.com.vn