

CÔNG TY CỔ PHẦN LỘC – HÓA DẦU BÌNH SƠN (UPCOM: BSR)

Nguyễn Hữu Thiên Ân

Chuyên viên phân tích

Email: annht2@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 - Ext : 7582

Phê duyệt báo cáo

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu BSR



Thông tin giao dịch 22/06/2023

Giá hiện tại (đồng/cp)	17.900
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	29.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	11.500
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	244,1
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	3.100,5
KLGD bình quân 15 ngày (cp)	9.503
% sở hữu nhà nước	92,1%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	31.004
Vốn hóa (tỷ đồng)	55.499
P/E trailing 12 tháng (lần)	3,8
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	4.525.4

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Lộc Hóa dầu Bình Sơn
Địa chỉ	208 Đại lộ Hùng Vương Phường Trần Phú, Quảng Ngãi, Việt Nam
Doanh thu chính	Xăng dầu thành phẩm
Chi phí chính	Dầu thô
Lợi thế cạnh tranh	Có lợi thế từ mức premium so với xăng dầu nhập khẩu
Rủi ro chính	Diễn biến giá dầu thô và khả năng crack spread bị thu hẹp do dư thừa nguồn cung thành phẩm

Giá thị trường (đồng/cp)	17.900	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)	21.500	MUA
Chênh lệch:	+20,1%	

DỰ ÁN NÂNG CẤP MỞ RỘNG NHÀ MÁY LỘC DẦU DUNG QUẤT MANG LẠI TRIỂN VỌNG DÀI HẠN

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu BSR của Công ty Cổ phần Lộc Hóa dầu Bình Sơn, đăng ký giao dịch sàn UPCoM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là **21.500 VNĐ/CP** cho cổ phiếu BSR, dựa trên **kịch bản giá dầu đạt trung bình 85 USD/thùng trong năm 2023** ([xem thêm phần định giá](#)), cao hơn **20,1%** so với giá đóng cửa ngày 22/06/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu BSR với các luận điểm sau:

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ:

- **Công suất năm 2023 vẫn đạt mức cao do BSR có kế hoạch dời kế hoạch bảo dưỡng định kỳ sang Q1/2024:**

Đại hội cổ đông thông qua quyết định dời kế hoạch bảo dưỡng định kì nhà máy sang Q1/2024 nhằm tối ưu lợi nhuận khi mức crack spread trên thị trường còn đang tốt trong năm 2023.

- **Crack spread giảm so với năm 2022 nhưng vẫn giữ ở mức cao trong giai đoạn 2023 – 2024: ([Chi tiết](#))**

Trung Quốc mở cửa và triển vọng kinh tế lạc quan hơn trong H2/2023 – 2024 sẽ là động lực chính cho crack spread trong ngắn hạn. Crack spread cải thiện so với H2/2022 nhờ được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc giảm khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Trung Quốc tăng trưởng.

Crack spread sẽ thu hẹp trong dài hạn do công suất lọc dầu tăng: Theo Wood Mackenzies, mức crack spread sẽ khó có khả năng lặp lại mức cao như giai đoạn 2022 và sẽ giảm dần trong giai đoạn 2023 - 2025 do các nhà máy lọc dầu mới được đưa vào hoạt động làm tăng nguồn cung sản phẩm tinh chế, đặc biệt là diesel.

- **Dự án Nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất mang lại kỳ vọng tăng trưởng cho BSR trong tương lai. ([Chi tiết](#))**

Trong tháng 5/2023, Quyết định số 482/QĐ-TTg được Phó Thủ tướng chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư Dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Tổng mức đầu tư của dự án sau điều chỉnh đạt khoảng 1,26 tỷ USD (giảm từ mức 1,8 tỷ USD ban đầu). Dự án Nâng cấp mở rộng điều chỉnh sẽ giúp BSR: (1) Đa dạng hóa nguồn dầu thô vào, (2) Gia tăng công suất lọc dầu và (3) Nâng cấp tiêu chuẩn khí thải đầu ra lên chuẩn EURO 5. Dự án được kỳ vọng sẽ giúp BSR nâng sản lượng thêm 15% và cải thiện biên lợi nhuận.

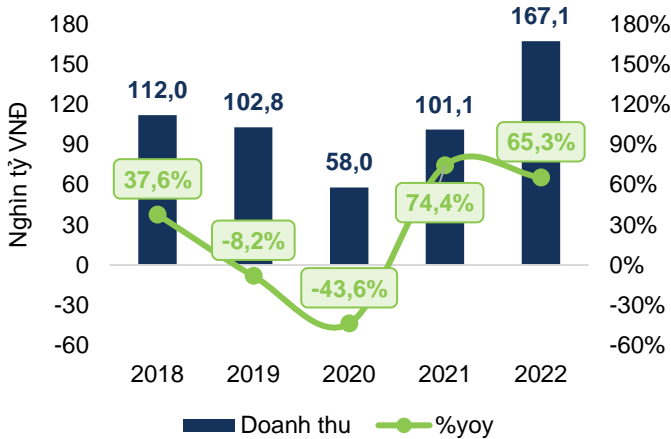
I – KẾT QUẢ KINH DOANH 2022 VÀ Q1/2023 CỦA BSR
Bảng 1: Kết quả kinh doanh 2022 và Q1/2023 của BSR

	2022	2021	YoY (%)	Q1.2023	Q1.2022	YoY(%)
Giá dầu Brent (USD/thùng)	100,9	70,5	43,1%	80,9	101,2	-20,1%
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	167.123,7	101.080,0	65,3%	34.065,9	34.783,1	-2,1%
GVHB	(151.027,3)	(93.381,3)	61,7%	(31.994,4)	(32.171,3)	-0,5%
Lợi nhuận gộp	16.096,4	7.698,7	109,1%	2.071,5	2.611,8	-20,7%
BLNG	9,6%	7,6%	+2,0 đpt	6,1%	7,5%	-1,4 đpt
CPBH	(909,0)	(781,0)	16,4%	(325,3)	(248,9)	30,7%
CPQLDN	(514,8)	(406,7)	26,6%	(88,5)	(87,5)	1,1%
Lợi nhuận HĐKD	14.672,7	6.511,0	125,4%	1.657,7	2.275,4	-27,1%
Doanh thu tài chính	1.750,3	1.014,9	72,5%	809,9	356,1	127,4%
Chi phí tài chính	(923,2)	(619,3)	49,1%	(638,9)	(189,4)	237,3%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(252,8)	(406,8)	-37,9%	(112,5)	(85,8)	31,1%
Lãi/(lỗ) khác	86,1	34,0	152,9%	14,5	21,3	-32,1%
Lợi nhuận trước thuế	15.585,8	6.940,7	124,6%	1.843,2	2.463,4	-25,2%
Thuế TNDN	(916,5)	(257,1)	256,4%	(222,2)	(151,2)	47,0%
Lợi nhuận sau thuế	14.669,3	6.683,5	119,5%	1.620,9	2.312,2	-29,9%
Lợi ích cổ đông thiểu số	(56,5)	(32,0)	76,7%	(8,3)	(11,8)	-30,2%
LNST của cổ đông công ty mẹ	14.725,8	6.715,5	119,3%	1.629,2	2.324,1	-29,9%

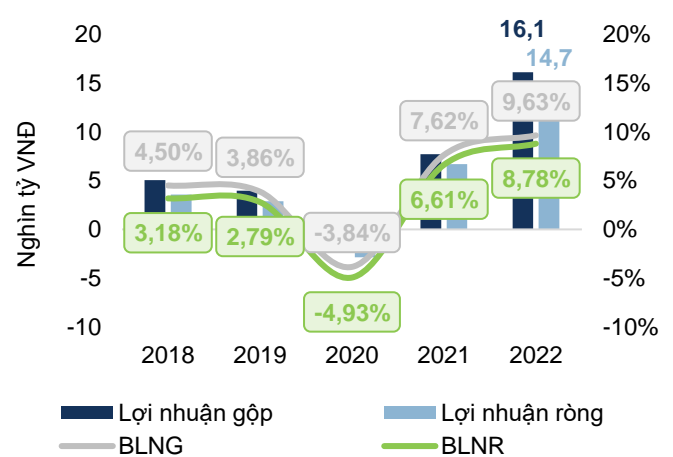
1. Kết quả kinh doanh Q1/2023 cải thiện từ mức thấp trong H2/2023 nhờ crack spread sản phẩm xăng hồi phục :

Năm 2022 là năm có kết quả kinh doanh tốt nhất trong 14 năm vận hành thương mại NMLD Dung Quất. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2022 đạt 167,1 nghìn tỷ VNĐ và 14,7 nghìn tỷ VNĐ, lần lượt tăng 65,3% yoy và 119,3% yoy.

Doanh thu thuần của BSR



Lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận của BSR

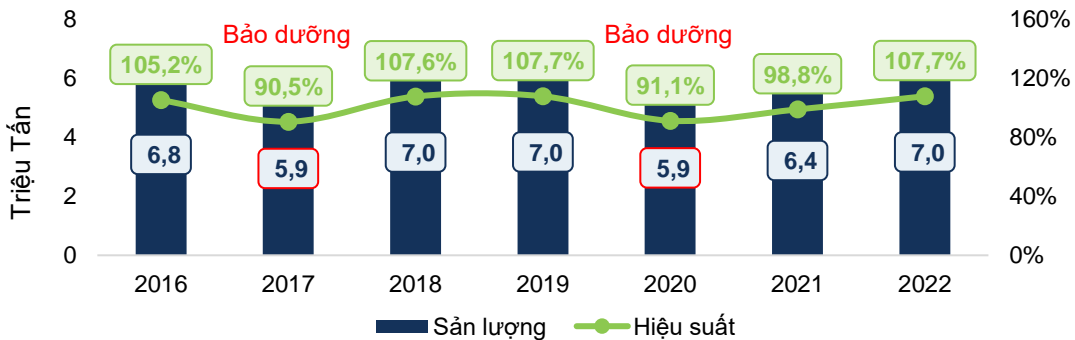


Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

Kết quả kinh doanh tích cực nhờ (1) Công suất hoạt động nhà máy tăng trở lại khi nhu cầu trong nước hồi phục, (2) Giá dầu tăng và crack spread các sản phẩm mở rộng, cụ thể:

1.1. Công suất nhà máy tăng trở lại nhờ nhu cầu hồi phục:

Sản lượng sản xuất và hiệu suất hoạt động của BSR



Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ thành phẩm của BSR tăng trưởng trở lại trong năm 2022, đạt 7,03 triệu tấn, (+9,1% yoy) – tương ứng với mức 107% CSTK. Sản lượng tăng trưởng và nhà máy đạt công suất cao nhờ (1) Nhà máy lọc dầu Dung Quất không có lịch bảo dưỡng lớn trong năm 2022 và (2) Nhu cầu dầu thô trong nước hồi phục sau dịch trong khi nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng khoảng 65 - 70% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu cả nước

[\(Phụ lục 1: Sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước tăng trong năm 2022\)](#)

1.2. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ đà tăng của giá dầu và crack spread mở rộng:

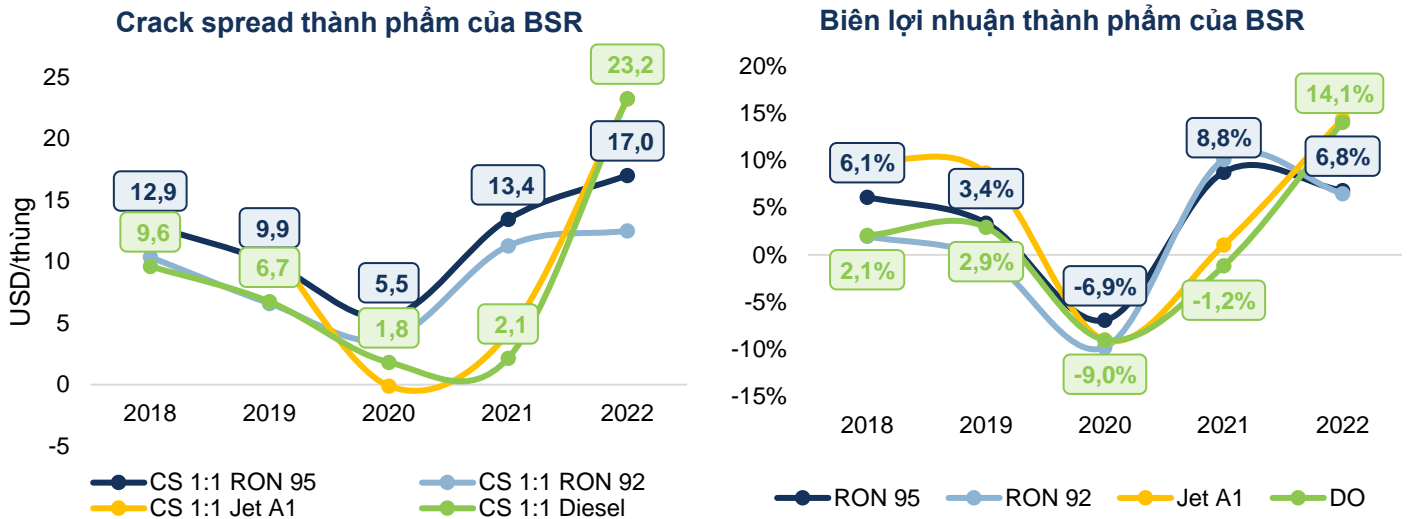
Tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 9,63% và 8,78% trong năm 2022, tăng so với mức 7,62% và 6,61% của năm 2021 chủ yếu nhờ:

Giá dầu thô tăng mạnh giúp thúc đẩy giá xăng dầu thành phẩm tăng. Trong nửa đầu năm 2022, giá dầu thô tăng mạnh do cuộc chiến Nga – Ukraine trước khi giảm về mức 90 – 100 USD/thùng do triển vọng kinh tế ảm đạm khi Fed liên tục tăng lãi suất và chính sách zero covid tại Trung Quốc. Nhìn chung, giá dầu Brent trong năm 2022 tăng 43,1% yoy khiến giá xăng dầu thành phẩm tăng.

Giá bán xăng dầu thành phẩm tăng mạnh hơn giá dầu giúp crack spread mở rộng. Ngoài việc tăng theo giá dầu, giá bán xăng dầu thành phẩm còn chứng kiến một năm tăng trưởng ngoạn mục nhờ được hỗ trợ bởi các yếu tố thị trường khi (1) Nguồn cung thắt chặt khi một lượng lớn các nhà máy lọc dầu cũ/không hiệu quả đã dừng hoạt động sau hai năm khó khăn vì nhu cầu kém, (2) Nhu cầu các sản phẩm hồi phục sau dịch Covid-19 và chuyển dịch nhiên liệu đốt của EU (từ khí nhập từ đường ống Nga sang nhập khẩu Diesel).

(Phụ lục 3: Diễn biến giá dầu thô và xăng dầu thành phẩm tại thị trường Châu Á - TBD trong năm 2022)

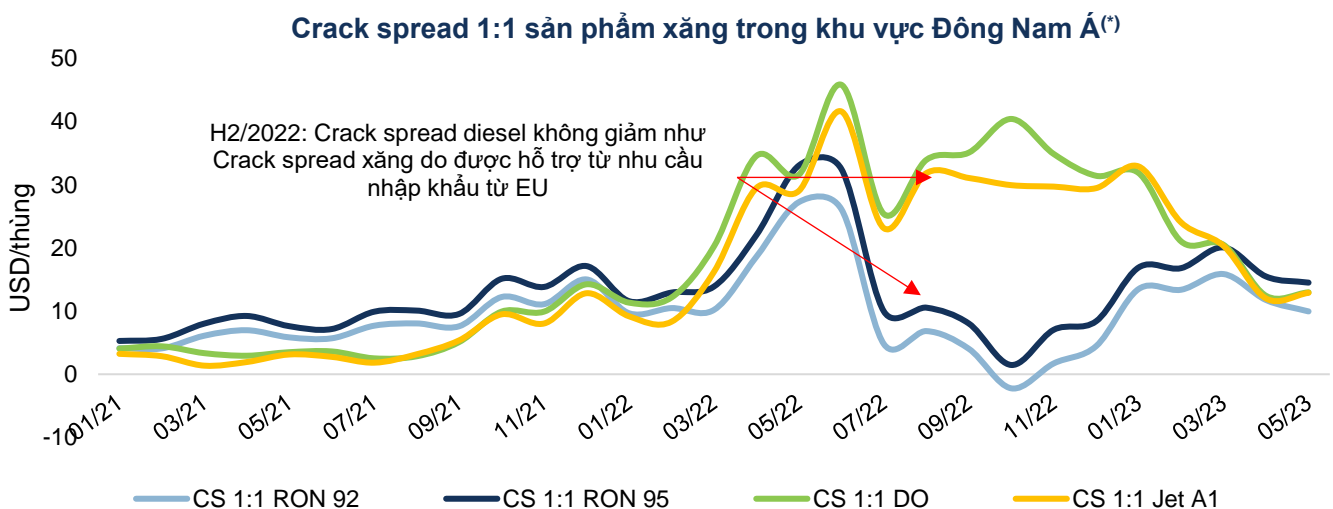
Crack spread xăng RON 92 và RON 95 của BSR đạt trung bình 12,5 USD/thùng và 17,0 USD/thùng, lần lượt tăng 11,3% yoy và 26,7% yoy. Crack spread nhóm dầu diesel và jet A1 có mức tăng trưởng ấn tượng hơn, lần lượt tăng 9,9x đối với diesel và 4,6x đối với Jet A1, đều đạt 23,2 USD/thùng trong năm 2022.



Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

1.3. Biên lợi nhuận sản phẩm xăng giảm do Crack spread xăng giảm mạnh trong H2/2022 và hồi phục nhẹ trong Q1.2023

Crack spread các sản phẩm nhìn chung tăng trong năm 2022, tuy nhiên khi bóc tách chi tiết biên lợi nhuận của các sản phẩm chính của BSR, biên lợi nhuận nhóm xăng giảm nhẹ dù crack spread trung bình mở rộng. Lý do cho sự sụt giảm chủ yếu đến từ crack spread nhóm xăng giảm mạnh khiến biên lợi nhuận nhóm xăng bị âm trong nửa cuối năm 2022, cụ thể:

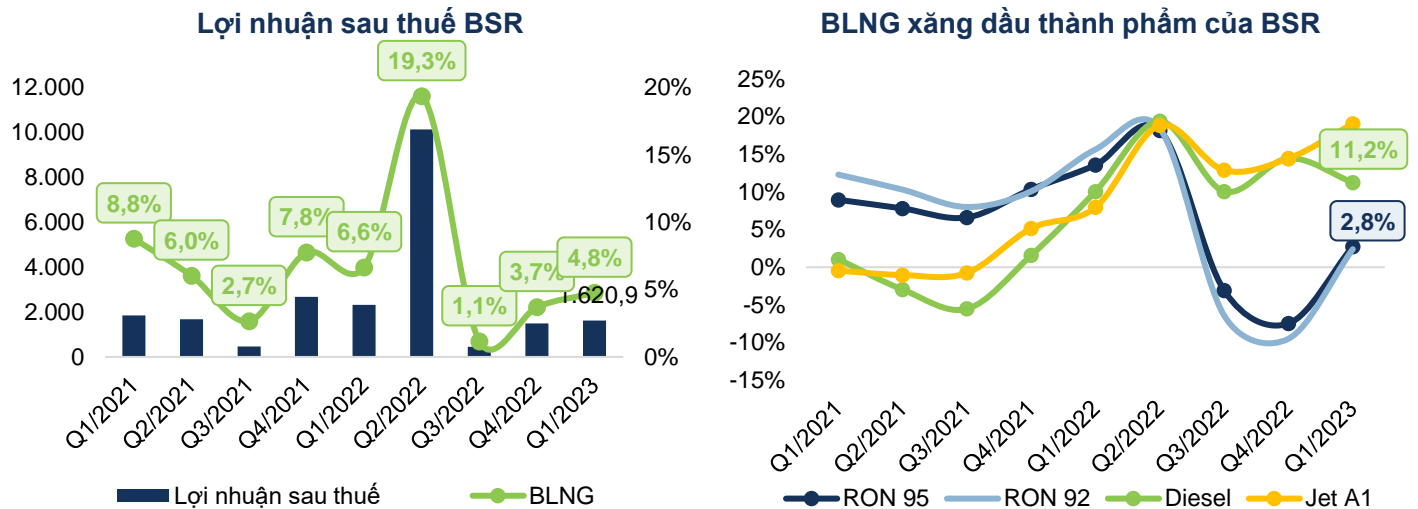


(*) Crack spread 1:1 = Giá platts sản phẩm – giá dầu Brent
 Nguồn: EIA, Platts FPTS tổng hợp

Crack spread các sản phẩm xăng giảm trong H2/2022 do nguồn cung trên thị trường tăng mạnh, chủ yếu đến từ lượng xăng dầu xuất khẩu của Trung Quốc. Trung Quốc tăng cường xuất khẩu xăng dầu thành phẩm do: (1) Nhu cầu tiêu thụ sụt giảm khi theo đuổi chính sách Zero Covid và (2) Tăng cường lọc dầu Nga và vận chuyển sang EU

(Phụ lục 4.1: Xuất khẩu xăng dầu Thành phẩm Trung Quốc tăng mạnh trong H2/2022:)

Nhu cầu nhập khẩu từ EU là yếu tố dẫn dắt Crack spread nhóm diesel và jet A1. Crack spread diesel và jet A1 cũng giảm trong tháng 7/2022 do nhu cầu yếu, tuy nhiên đã bật tăng trở lại và giữ ở mức cao trong suốt H2/2022 do nhu cầu nhập khẩu diesel của nhóm Châu Âu (EU) nhằm thay thế nguồn khí từ Nga. Đối với xăng, EU chủ yếu nhập khẩu tại vùng Tây Á do nhu cầu ở khu vực thấp, dẫn đến crack spread xăng tại khu vực Châu Á - TBD không hồi phục được như diesel và jet A1.



Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

Trong Q1/2023, kết quả kinh doanh của BSR nhìn chung giảm so với cùng kỳ, doanh thu thuần Q1/2023 giảm nhẹ 2,1% yoy, đạt 34,1 nghìn tỷ. Lợi nhuận sau thuế giảm 29,9% yoy, đạt 1,63 nghìn tỷ - tương ứng với mức biên lợi nhuận sau thuế đạt 4,8%, chủ yếu do diễn biến giá dầu khác nhau tại hai thời điểm. Trong Q1/2022, giá dầu thô tăng mạnh sau cuộc chiến Nga – Ukraine trong khi Q1/2023 giá dầu thô giảm nhẹ từ mức 82 – 85 USD/thùng xuống mức 78 USD/thùng trong tháng 3/2023.

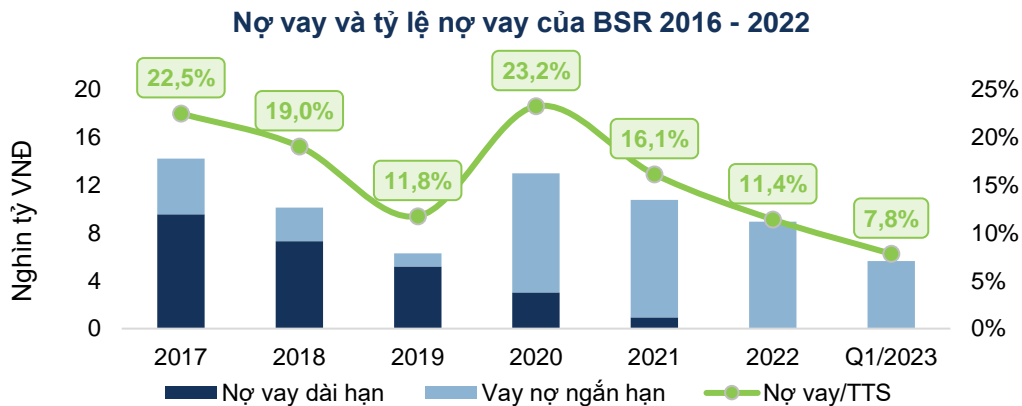
Kết quả kinh doanh trong Q1/2023 có sự phục hồi so với H2/2022 chủ yếu nhờ crack spread xăng tăng trở lại. Lợi nhuận sau thuế Q1/2023 có sự tăng trưởng 8,5% QoQ chủ yếu đến từ biên lợi nhuận nhóm xăng cải thiện. Biên lợi nhuận nhóm xăng đạt khoảng 2,8% trong Q1/2023 so với mức âm 7,5% trong H2/2022. Biên lợi nhuận sản phẩm xăng cải thiện nhờ Crack spread xăng trên thị trường Châu Á – TBD hồi phục khi Trung Quốc mở cửa nền kinh tế. Crack spread RON 92 và 95 lần lượt đạt 14,2 USD/thùng (+9,8x QoQ) và 17,9 USD/thùng (+2,2x QoQ).

Crack spread dầu diesel và jet A1 giảm trong Q1.2023, về mức 24,5 USD/thùng và 29,7 USD/thùng, lần lượt giảm 31,3% QoQ và 13,3% QoQ. Mức giảm crack spread diesel và jet A1 vẫn tiếp diễn trong tháng 4 và tháng 5 năm 2023. Crack spread nhóm dầu diesel và jet A1 giảm chủ yếu đến từ nhu cầu nhập khẩu diesel từ EU suy yếu khi tồn kho Diesel tại khu vực này đang cao do (1) Mùa đông ấm hơn dự kiến khiến nhu cầu sử dụng nhiên liệu đốt để sưởi ấm sụt giảm, (2) Nhu cầu tăng trưởng chậm do tình hình kinh tế ảm đạm và (3) EU đã dự trữ lượng lớn Diesel trước lệnh cấm vận của khu vực này lên xăng dầu thành phẩm Nga vào ngày 05/02/2023.

II – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH:

1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, nợ vay dài hạn đã được trả hoàn toàn trong khi dự án nâng cấp mở rộng bị trì hoãn

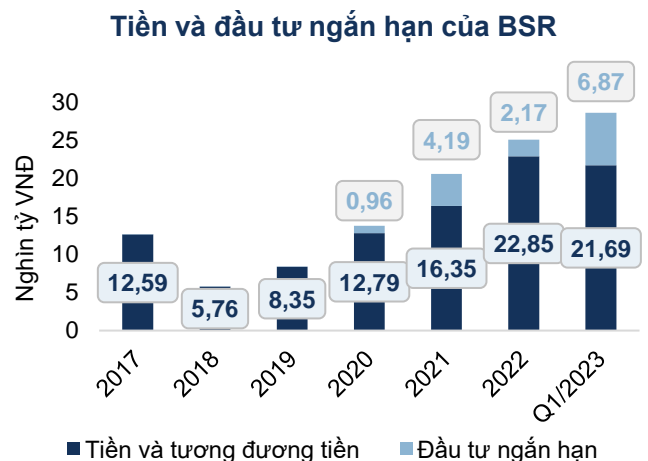
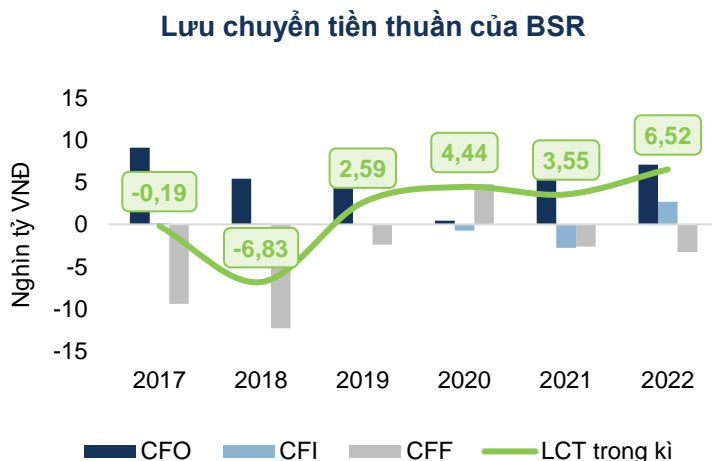
Do NMLD Dung Quất đã hoạt động ổn định, có dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt và chưa có nhu cầu vốn đầu tư khi dự án nâng cấp mở rộng đang bị trì hoãn nên BSR chỉ tập trung vào hoàn trả các nghĩa vụ nợ khiến cơ cấu tài chính của BSR khá lành mạnh. Tỷ lệ nợ vay/TTS của BSR liên tục giảm, chỉ còn 7,8% trong Q1/2023 và hoàn toàn là nợ vay ngắn hạn nhằm tài trợ vốn lưu động. BSR đã hoàn thành việc trả nợ vay dài hạn cho khoản đầu tư xây dựng NMLD Dung Quất trong năm 2022.



Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

2. Lượng tiền mặt lớn do dòng tiền dương khi hoạt động kinh doanh cải thiện và kết quả kinh doanh đạt đỉnh trong năm 2022:

Dòng tiền dương trong giai đoạn hoạt động kinh doanh cải thiện và đạt đỉnh trong năm 2022 giúp BSR đang có lượng tiền mặt lớn trên bảng cân đối kế toán. Trong Q1/2023, lượng tiền, tương đương tiền của BSR đạt 28,56 nghìn tỷ đồng, chiếm 39,0% cơ cấu tài sản của BSR.



Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

Hiện tại BSR đã được chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất với cấu vốn cho dự án 40% VCSH (khoảng 12,5 nghìn tỷ ~ 503 triệu USD) và 60% vốn vay (khoảng 18,7 nghìn tỷ ~ 754 triệu USD) và BSR được tự xem xét điều chỉnh cơ cấu vốn chủ/vốn vay cho phù hợp với khả năng. **Chúng tôi cho rằng BSR đang ở thế chủ động trong việc thu xếp vốn cho dự án nhờ lượng tiền mặt hoàn toàn đủ đáp ứng mức 40% vốn tài trợ cho dự án**, hơn nữa là khả năng điều chỉnh cơ cấu vốn (tăng thêm cơ cấu vốn chủ) trong trường hợp gặp khó khăn trong việc thu xếp tài chính cho dự án.

III – TRIỂN VỌNG KINH DOANH

1. Đầu vào: Giá dầu giảm nhẹ trong năm 2023, mặt bằng giá dầu vẫn giữ mức cao nhờ nguồn cung thắt chặt:

Chúng tôi dự phóng giá dầu Brent sẽ giảm nhẹ trong năm 2023, đạt 85 USD/thùng (-15,8% yoy) với những luận điểm: (1) Nhu cầu tiêu thụ dầu thô tăng trưởng chậm do triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới ảm đạm trong năm 2023 tuy nhiên được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu tại Trung Quốc và (2) Nguồn cung thắt chặt do OPEC+ đồng thuận cắt giảm sản lượng với nỗ lực giữ cho giá dầu ở mức cao nhằm khuyến khích đầu tư thượng nguồn.

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ hồi phục trở lại, đạt 92 USD/thùng (+8,2% yoy) khi tình hình kinh tế trở nên khả quan hơn trong năm 2024, trước khi giảm nhẹ 4,5%/năm về mức 70 USD trong giai đoạn 2025 – 2030.

[Phụ lục 5: Dự phóng giá dầu của các tổ chức – Cập nhật tháng 6/2023](#)

Chúng tôi dự phóng mức giá dầu sẽ giảm nhẹ trong dài hạn, đạt 70 USD/thùng trong giai đoạn 2030 – 2035 và 65 USD/thùng trong giai đoạn 2035 – 2039. Mức giá dầu hiện tại khó có khả năng giảm mạnh khi: (1) Vốn đầu tư vào lĩnh vực khai thác dầu khí tại Mỹ và các quốc gia đang phát triển giảm (do chuyển đổi năng lượng) dẫn đến thiếu hụt nguồn cung dầu thô từ quốc gia này, (2) Nguồn dầu khí giá rẻ dần được khai thác hết khiến chi phí khai thác dầu thô trong tương lai tăng do đó giá dầu giữ mức cao mới có thể thúc đẩy đầu tư mới vào khai thác dầu khí, đặc biệt tại khu vực Đông Nam Á, với chi phí khai thác dầu khí bình quân hiện tại khoảng 60 – 65 USD/thùng.

2. Sản xuất: Dự án Nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất mang lại kỳ vọng tăng trưởng cho BSR trong tương lai. [\(Quay lại trang bìa\)](#)

► Công suất năm 2023 vẫn đạt mức cao do BSR có kế hoạch dời kế hoạch bảo dưỡng định kỳ sang Q1/2024:

Năm 2023 BSR có kế hoạch bảo dưỡng định kỳ (TA 5) theo định kỳ 3 năm/lần (lần gần nhất là vào Q3/2020). Tuy nhiên BSR đã trình đại hội cổ đông thông qua quyết định dời kế hoạch bảo dưỡng định kỳ sang Q1/2024. Lý do dời thời hạn bảo dưỡng được ban lãnh đạo BSR chia sẻ nhằm (1) tối ưu lợi nhuận khi mức crack spread trên thị trường còn đang tốt trong năm 2023 và (2) Bảo đảm nguồn cung xăng dầu trong nước khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cũng có lịch bảo dưỡng vào Q3/2023.

► Dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu được chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư.

Trong tháng 5/2023, Quyết định số 482/QĐ-TTg được Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà ký nhằm chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư Dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Tổng mức đầu tư của dự án sau điều chỉnh đạt khoảng 1,26 tỷ USD (giảm từ mức 1,8 tỷ USD ban đầu). Nguồn vốn cho dự án sẽ bao gồm 40% VCSH và 60% vốn vay và BSR sẽ được xem xét điều chỉnh cơ cấu dựa trên tình hình thực tế. Dự án sẽ được triển khai hợp đồng EPC khoảng 37 tháng và được đưa vào vận hành trong Quý I/2028.

Dự án Nâng cấp mở rộng điều chỉnh sẽ (1) Đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào, (2) Gia tăng công suất lọc dầu thêm 15% từ mức 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày (kế hoạch cũ là tăng 30% lên 192 nghìn thùng/ngày), (3) Nâng cấp tiêu chuẩn khí thải đầu ra lên chuẩn EURO 5:

- (1) Đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào:** Sau khi nâng cấp, nhà máy lọc dầu có thể chế biến được dầu chua, BSR sẽ sử dụng hai loại dầu ESPO và Murban được nhập khẩu từ Trung Đông với giá thành rẻ hơn so với dầu ngọt nhẹ Bạch Hổ, từ đó giúp tiết giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận (dầu thô hiện tại đang chiếm 90% chi phí của BSR).
- (2) Gia tăng công suất lọc dầu thêm 15%:** Sau khi nâng cấp, công suất lọc dầu của nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đạt 8,5 triệu tấn dầu thô/năm. Các dòng sản phẩm được tăng công suất nhiều nhất là RON 95 và Jet A1 – hai sản phẩm có biên lợi nhuận tốt của BSR và loại bỏ các sản phẩm có mức biên lợi nhuận không tốt như FO và Propylen.
- (3) Nâng cấp tiêu chuẩn khí thải lên EURO 5:** Hiện tại, chuẩn đầu ra của các sản phẩm tại các NMLD dầu Dung Quất là chuẩn EURO 2 với sản phẩm xăng RON 92 và dầu Diesel, EURO 3 đối với sản phẩm RON 95, thấp hơn quy định hiện hành của Chính Phủ đối với xe lắp mới [\(Phụ lục 6: Lộ trình áp dụng tiêu chuẩn](#)

[khí thải của Chính Phủ](#)). Dự án sẽ nâng chuẩn khí thải lên EURO 5 giúp các sản phẩm của BSR không còn đối mặt với rủi ro tiêu thụ sản phẩm.

Bảng 2: Công suất tăng thêm của Dự Án Nâng cấp mở rộng mới so với kế hoạch cũ:

	Đơn vị	Hiện tại	Kế hoạch cũ	Tăng trưởng	Kế hoạch mới	Tăng trưởng
CAPEX	Tỷ USD		1,8		1,26	
Công suất các sản phẩm						
Lọc dầu thô	Thùng/ngày	148.000	192.000	29,7%	171.000	15,5%
LPG	Tấn/ngày	1.018	1.006	-1,2%	1.049	3,0%
Propylen	Tấn/ngày	460	475	3,3%	0	-100,0%
Hạt nhựa PP	Tấn/ngày	462	479	3,7%	685	48,3%
Xăng (RON 92, RON 95)	Thùng/ngày	65.900	76.100	15,5%	79.700	20,9%
Jet A1	Thùng/ngày	5.300	15.800	198,1%	13.100	147,2%
DO	Thùng/ngày	53.200	68.500	28,8%	59.200	11,3%
FO	Thùng/ngày	7.000	7.100	1,4%	0	-100,0%
Asphalt	Tấn/ngày	0	6.400		0	
Sulfur	Tấn/ngày	13	106	715,4%	57	338,5%

Chúng tôi cho rằng dự án Nâng cấp mở rộng sẽ được hoàn thành đúng thời hạn vào Quý 1/2028 và nhanh chóng đạt công suất tối đa nhờ: (1) BSR đang có cơ cấu tài chính lành mạnh và nguồn tiền mặt dồi dào để tài trợ cho dự án, (2) Hiện tại nguồn cung xăng dầu thành phẩm trong nước vẫn chưa đủ để cung cấp cho nhu cầu tiêu thụ. Fitch Solution dự báo sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước sẽ có mức tăng trưởng trung bình khoảng 4,3%/năm trong giai đoạn 2023 – 2027 và 3,5% trong giai đoạn 2028 – 2032. Nhu cầu tiêu thụ xăng tăng tuy nhiên công suất lọc dầu trong nước không tăng theo mức tương ứng khi trước mắt chỉ còn dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, giúp tăng công suất lọc dầu trong nước lên 15% trong năm 2028. Theo ước tính của Bộ Công Thương, nếu giữ mức công suất như hiện tại, đến 2045 Việt Nam phải nhập thêm 15,5 triệu tấn sản phẩm lọc dầu (Khoảng 68% lượng xăng dầu tiêu thụ năm 2022) để bù đắp lượng thiếu hụt trong nước.

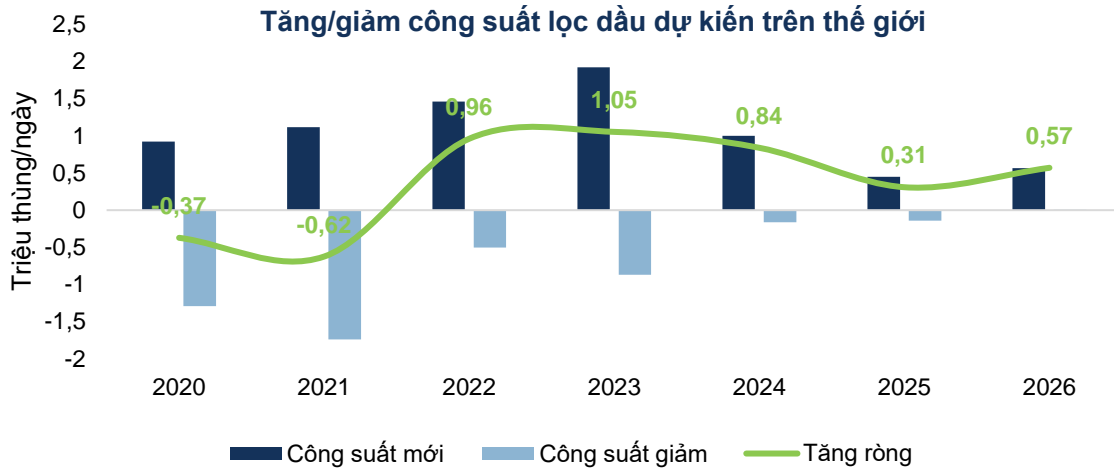
3. Đầu ra: Giai đoạn Crack spread đạt đỉnh đã đi qua

► **Crack spread giảm nhưng vẫn giữ ở mức cao trong giai đoạn 2023 – 2024:** [\(Quay lại trang bìa\)](#)

Trung Quốc mở cửa và triển vọng kinh tế lạc quan hơn trong nửa cuối 2023 – 2024 sẽ là động lực chính cho crack spread xăng dầu thành phẩm trong ngắn hạn. Trong H2/2023, Crack spread xăng dầu thành phẩm sẽ được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc giảm khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Trung Quốc tăng trưởng [\(Phụ lục 4.2. Hạn ngạch xuất khẩu giảm trong H2/2023\)](#).

Về Diesel và Jet A1, chúng tôi nhận thấy nhóm này vẫn còn động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2023 – 2024 nhờ (1) Nhu cầu Jet A1 vẫn chưa hồi phục về mức trước dịch và (2) Nhu cầu tiếp tục nhập khẩu và dự trữ Diesel để sưởi ấm của EU cho mùa đông 2023 - 2024.

Mức crack spread sẽ thu hẹp do công suất lọc dầu tăng: Theo Wood Mackenzies, mức crack spread sẽ khó có khả năng lập lại mức cao như năm 2022 và sẽ giảm dần trong giai đoạn 2023 - 2025 do: (1) Cú sốc nguồn cung đã không xảy ra khi xăng dầu thành phẩm Nga vẫn tiếp cận được các khách hàng thay thế sau khi bị Châu Âu cấm vận, (2) Nhu cầu tăng trưởng chậm khi nền kinh tế ảm đạm với mức lãi suất cao và (3) Các nhà máy lọc dầu mới được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2022 và năm 2023 làm tăng nguồn cung sản phẩm tinh chế, đặc biệt là diesel.



Nguồn: IEF, FPTS tổng hợp

Tuy công suất lọc dầu tăng mạnh trong năm 2023, IEF cho rằng nguồn cung xăng dầu thành phẩm chỉ thực sự tăng mạnh vào H2/2024 do các nhà máy lọc dầu thường cần từ 6 – 9 tháng chạy thử trước khi được vận hành thương mại dẫn đến mức Crack spread sẽ vẫn giữ mức cao trong hai năm 2023 – 2024 so với mức trung bình giai đoạn 2015 - 2021.

► **Mức premium tiếp tục bị thu hẹp do cạnh tranh gia tăng khi thuế nhập khẩu xăng dầu giảm.**

Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng premium¹ của các sản phẩm xăng BSR sẽ giảm do cạnh tranh gia tăng khi thuế nhập khẩu xăng dầu giảm:

(1) Thuế nhập khẩu xăng dầu thành phẩm giảm từ 8% về 5% trong năm 2023 đối với xăng dầu nhập từ Đông Nam Á (chiếm 47,7% trong cơ cấu xăng dầu nhập khẩu 2022, chủ yếu đến từ Malaysia, Thái Lan, Singapore) thông qua hiệp định ATIGA và tiếp tục giảm về 0% trong năm 2024.

(2) Thuế nhập khẩu ưu đãi xăng dầu giảm về 10%: Ngày 08/08/2022, Chính Phủ ban hành Nghị Định 51/2022/NĐ-CP nhằm sửa đổi mức thuế nhập khẩu ưu đãi đối với mặt hàng xăng xuống còn 10% từ mức cũ 20%. Mức thuế này sẽ làm giảm chi phí nhập khẩu xăng dầu từ Trung Quốc (12,1% lượng xăng dầu nhập khẩu 2022) và tăng khả năng cạnh tranh của xăng dầu Nghi Sơn khi mức thuế điều tiết cho sản phẩm xăng giảm từ 13% xuống còn 3% (Thuế điều tiết được tính bằng mức thuế nhập khẩu – ưu đãi thuế giữ lại 7%).

[\(Phụ lục 2. Cơ cấu nguồn cung xăng dầu và so sánh mức độ cạnh tranh\)](#)

¹ Mức Premium được ước tính bằng cách: $Premium = \text{Trung bình giá Platts} - \text{Trung bình giá bán của BSR trong năm}$. Premium sẽ phản ánh mức độ cạnh tranh của xăng dầu BSR so với các đối thủ cạnh tranh là xăng dầu từ NMLD Nghi Sơn hoặc xăng dầu nhập khẩu.

IV - DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

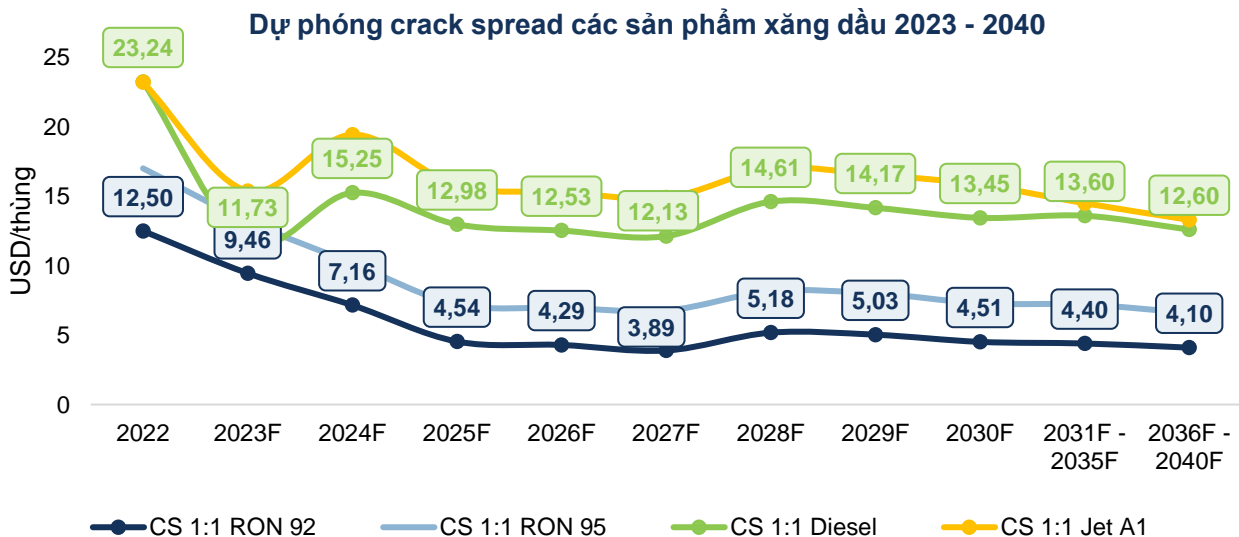
Chúng tôi cập nhật dự án nâng cấp mở rộng vào mô hình định giá và dự phóng đến năm 2040 (Thời gian hoàn thành xong việc thanh toán nợ vay tài trợ cho dự án nâng cấp mở rộng), chi tiết dự phóng:

Bảng 3: Dự phóng giá dầu thô, giá bán xăng dầu thành phẩm và crack spread:

Giá sản phẩm (USD/thùng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F - 2035F	2036F - 2040F	Ghi chú:
Dầu thô BSR	108,0	91,3	96,7	92,6	88,3	84,3	79,3	76,1	73,0	72,8	67,8	
Dầu Brent	100,9	85,0	92,0	88,0	84,0	80,0	76,5	73,3	70,0	70,0	65,0	Giá dầu thô giảm về mức 65 USD/thùng trong dài hạn Premium giảm dần do BSR lọc được dầu chua khi dự án NCMR hoàn thành.
Premium	7,1	6,3	4,7	4,6	4,3	4,3	2,8	2,8	3,0	2,8	2,8	
RON 92^(*)	120,5	102,3	103,8	97,1	92,6	88,2	84,5	81,1	77,5	76,7	71,3	
Giá Platts	111,0	96,4	100,3	95,8	91,3	86,9	83,1	79,7	76,1	75,6	70,2	Crack spread các sản phẩm lọc dầu giảm dần trong giai đoạn 2023 - 2040 khi công suất lọc dầu gia tăng trong khu vực Châu Á - TBD và Trung Đông trong trung hạn và tác động của chuyển dịch năng lượng trong dài hạn.
Premium	9,5	5,9	3,5	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,1	1,1	
Crack spread^(**)	12,5	11,0	7,2	4,5	4,3	3,9	5,2	5,0	4,5	3,9	3,5	
RON 95	125,0	105,3	106,8	99,8	95,3	91,1	87,5	84,1	80,3	79,4	74,1	
Giá Platts	115,1	99,9	103,1	98,5	94,0	89,8	86,1	82,7	78,9	78,3	73,0	Crack spread Diesel và Jet A1 sẽ hồi phục trong năm 2024 và duy trì ở mức cao hơn so với crack spread xăng chủ yếu nhờ nhập khẩu tại khu vực Châu Âu.
Premium	9,9	5,4	3,7	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,1	1,1	
Crack spread	17,0	14,0	10,2	7,2	7,0	6,8	8,2	8,0	7,3	6,6	6,3	
Diesel	131,2	101,5	111,9	105,5	100,8	96,4	94,1	91,0	86,6	85,6	80,0	
Giá Platts	130,9	102,6	110,9	106,1	101,5	97,1	93,3	90,1	85,8	84,8	79,2	Crack spread các sản phẩm tăng nhẹ vào năm 2028 chủ yếu nhờ Premium dầu của BSR giảm.
Premium	0,4	-1,1	1,0	-0,6	-0,7	-0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	
Crack spread	23,2	10,2	15,3	13,0	12,5	12,1	14,8	14,9	13,6	12,8	12,2	
Jet A1	131,2	106,3	116,3	109,5	104,7	100,5	96,7	93,6	89,8	88,3	82,6	
Giá Platts	126,9	102,9	111,5	106,3	101,5	97,3	93,4	90,3	86,5	85,5	79,8	Premium các sản phẩm xăng giảm dần cho đến năm 2025 do xăng dầu trong nước giảm khả năng cạnh tranh khi thuế nhập khẩu xăng dầu theo hiệp định ATIGA giảm về 0%.
Premium	4,3	3,4	4,8	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	2,8	
Crack spread	23,2	15,0	19,7	17,0	16,4	16,2	17,4	17,5	16,8	15,5	14,8	

(*) Giá bán sản phẩm của BSR

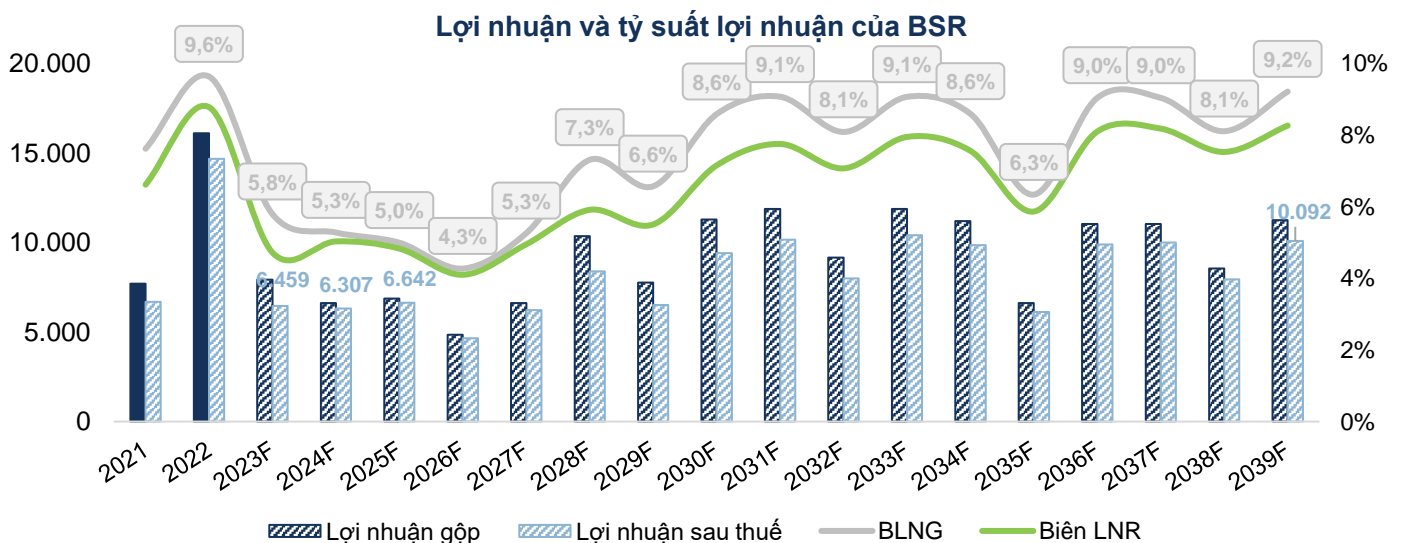
(**) Crack spread = Giá bán sp của BSR - Giá dầu BSR



Nguồn: FPT S dự phóng

Bảng 4: Cập nhật các chỉ tiêu dự phóng chính:

	2023 - 2027		2028 - 2040	Diễn giải
	T3/2022	T6/2023	T6/2023	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	89 - 70	85 - 80	80 - 65	<p>Chúng tôi hạ dự phóng giá dầu Brent trong năm 2023 do nhu cầu dầu thô bị ảnh hưởng khi lãi suất giữ ở mức cao và nền kinh tế ảm đạm.</p> <p>Chúng tôi tăng dự phóng giá dầu Brent lên 8,2% yoy, đạt 92 USD/thùng trong năm 2024 nhờ triển vọng nền kinh tế phục hồi. Giá dầu thô trong giai đoạn 2024 – 2027 tăng so với dự phóng cũ do mặt bằng giá dầu mới được thiết lập sau cuộc chiến Nga – Ukraine và nỗ lực của OPEC+ nhằm giữ giá dầu ở mức cao.</p>
Sản lượng (triệu tấn)	5,9	7,0	8,6	<p>BSR đã chuyển lịch bảo dưỡng sang Q1/2024 do đó nhà máy vẫn hoạt động 108% CSTK trong năm 2023.</p> <p>Dự án NCMR sẽ được hoàn thành vào năm 2028 giúp BSR nâng công suất thêm 15%.</p>
Doanh thu (Tỷ đồng)	- 3,1% CAGR	-2,1% CAGR	-1,3% CAGR	<p>Mức độ sụt giảm doanh thu giảm do giảm tốc độ sụt giảm của giá dầu thô.</p> <p>Chúng tôi dự phóng doanh thu trong năm 2028 sẽ tăng 12,8% yoy nhờ công suất tăng 100% trước khi giảm dần 1,3%/năm do giá dầu giảm.</p>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,2 - 6,9%	5,3 - 5,8%	6,6% - 9,2%	<p>Chúng tôi giảm tỷ suất lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2023 – 2027 do giảm mức crack spread các sản phẩm lọc dầu so với dự phóng cũ. Mức crack spread giảm do nhu cầu tăng chậm hơn dự phóng trong khi công suất lọc dầu tăng mạnh đặc biệt tại khu vực Trung Quốc, Trung Đông và Bắc Phi.</p> <p>Tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2028 – 2040 tăng nhờ dự án NCMR đi vào hoạt động giúp BSR (1) Lọc được dầu chưa với chi phí tiết kiệm hơn dầu ngọt nhẹ hiện tại, (2) Nâng chất lượng sản phẩm lên chuẩn EURO 5.</p>



V - ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

Hiện tại, BSR đang được giao dịch với giá đóng cửa ngày 22/06/2023 là 17.900 VNĐ/cp, tương ứng với P/B TTM đạt 1,07x, thấp hơn mức P/B trung bình là 1,25x ([Phụ lục 7: Định giá P/B của BSR giai đoạn 2019 – 2023](#)). Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu BSR bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do thuộc về chủ sở hữu (FCFE) với tỷ trọng 50:50 cho từng phương pháp. **Giá mục tiêu của một cổ phiếu BSR là 21.500 VNĐ/cp, cao hơn 20,1%** giá đóng cửa ngày 22/06/2023 và tương ứng với mức P/B forward 2023 đạt 1,23x. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu BSR.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	21.639	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	21.288	50%
Bình quân các phương pháp định giá		21.464	

GIÁ ĐỊNH TRONG MÔ HÌNH

Giá định mô hình	Lần đầu T3/2022	Cập nhật T6/2022	Giá định mô hình	Lần đầu T3/2022	Cập nhật T6/2022
WACC	11,6%	15,7%	Phần bù rủi ro	9,46%	11,8%
Chi phí sử dụng nợ	2,7%	5,0%	Hệ số beta	1,1	1,2
Chi phí sử dụng VCSH	14,3%	17,6%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,1%	2,9%	Thời gian dự phóng	6 năm	18 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN
Tổng hợp định giá FCFF

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	47.416,5
(+) Tiền và đầu tư tài chính (Tỷ VNĐ)	28.564,5
(-) Vay nợ (Tỷ VNĐ)	8.954,4
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (Tỷ VNĐ)	(65,1)
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	66.983,6
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	3.100,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	21.639,1

Tổng hợp định giá FCFE

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	37.375,1
(+) Tiền và đầu tư tài chính (Tỷ VNĐ)	28.564,5
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (Tỷ VNĐ)	(65,1)
Giá trị hiện tại của VCSH (Tỷ VNĐ)	66.060,9
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	3.100,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	21.288,4

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO KỊCH BẢN ([Quay lại](#))

Biến động giá dầu so với kịch bản cơ sở	+20%	+10%	0%	-10%	-20%
Giá dầu Brent 2023 (USD/thùng)	102	93,5	85	76,5	68,9
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	27.642	24.072	21.464	19.094	17.006
% Thay đổi giá mục tiêu	28,8%	12,2%	0%	-11,0%	-20,8%

VI - TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	101.080	167.124	136.947	125.427
- Giá vốn hàng bán	93.381	151.027	129.017	118.809
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	7.930	6.618
- Chi phí bán hàng	781	909	945	878
- Chi phí quản lý DN	407	515	517	480
+ Lợi nhuận khác	34	86	59	54
+ Lợi nhuận CTLĐ/CTLK	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD	6.545	14.759	6.526	5.314
- (Lỗ)/lãi HĐTC	802	1.080	974	1.802
LN trước thuế, lãi vay	7.347	15.839	7.499	7.116
- Chi phí lãi vay	407	253	289	107
Lợi nhuận trước thuế	6.941	15.586	7.211	7.009
- Thuế TNDN	257	916	721	701
Lợi nhuận sau thuế	6.684	14.669	6.490	6.308
Lợi nhuận sau thuế Cty mẹ	6.716	14.726	6.520	6.337
EPS (đ)	0	0	2.103	2.044

Khả năng sinh lợi	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,6%	9,6%	5,8%	5,3%
Tỷ suất LNST	6,6%	8,8%	4,7%	5,0%
ROE DuPont	27,8%	69,4%	34,4%	38,1%
ROA DuPont	10,9%	20,2%	8,4%	8,3%
Tỷ suất EBIT/DT	7,3%	9,5%	5,5%	5,7%
LNST/LNNT	96,3%	94,1%	90,0%	90,0%
LNNT / EBIT	94,5%	98,4%	96,1%	98,5%
Vòng quay TTS	4,2x	7,9x	7,3x	7,6x
Đòn bẩy tài chính	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2021	2022	2023F	2024F
Thanh toán hiện hành	1,5	2,1	3,1	3,8
Thanh toán nhanh	1,2	1,5	2,4	3,0
Thanh toán tiền mặt	0,7	0,9	1,6	2,2
Nợ / Tài sản	0,4	0,3	0,2	0,2
Nợ / VCSH	0,8	0,5	0,3	0,3
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,8	0,5	0,3	0,3
Nợ dài hạn / VCSH	0,1	0,0	0,0	0,0
Khả năng TT lãi vay	18,1	62,7	26,0	66,4

Hiệu quả vận hành	2021	2022	2023F	2024F
Số ngày phải thu	38,7	32,9	40,1	37,8
Số ngày tồn kho	33,8	29,7	40,8	38,4
Số ngày phải trả	53,2	40,9	44,5	42,7
Thời gian luân chuyển tiền	19,3	21,7	36,4	33,5
COGS/hàng tồn kho	10,0	11,1	8,4	9,0

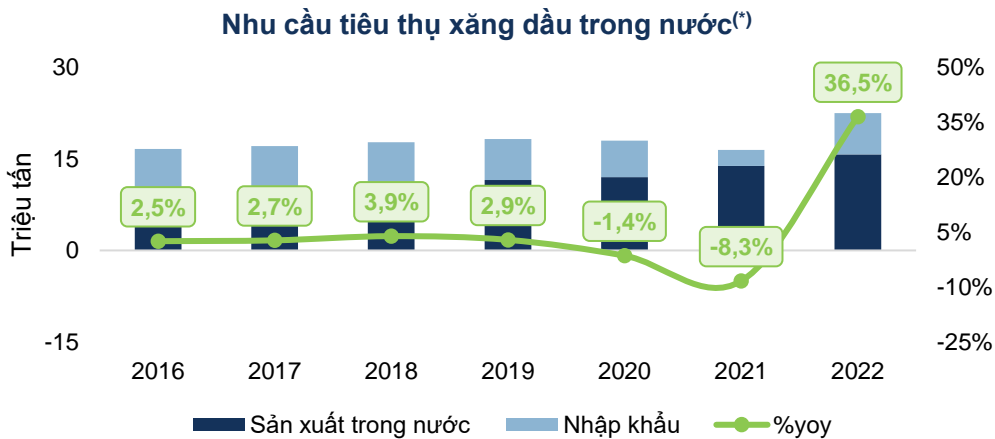
CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Tổng tài sản ngắn hạn	44.544	58.471	57.635	60.512
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	20.535	25.025	30.228	35.411
+ Các khoản phải thu	13.601	16.553	13.564	12.423
+ Hàng tồn kho	10.358	16.809	13.774	12.615
+ Tài sản ngắn hạn khác	50	84	69	63
Tổng tài sản dài hạn	22.251	20.017	17.665	15.443
+ Nguyên giá TSCĐHH	47.446	47.551	47.554	47.557
+ Khấu hao lũy kế	(27.528)	(29.666)	(31.871)	(34.004)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	19.918	17.885	15.684	13.553
+ Nguyên giá TSCĐVH	816	842	842	842
+ Khấu hao lũy kế	(598)	(652)	(706)	(760)
+ Giá trị còn lại TSCĐVH	218	190	136	82
+ Đầu tư tài chính dài hạn	10	10	10	10
+ Tài sản dài hạn khác	366	123	123	123
Tổng tài sản	66.796	78.488	75.300	75.955
Nợ ngắn hạn	29.232	27.298	18.550	15.998
+ Phải trả người bán	16.914	16.957	14.486	13.340
+ Vay và nợ ngắn hạn	9.829	8.954	2.679	1.274
+ Nợ ngắn hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	2.291	1.282	1.281	1.280
+ Vay và nợ dài hạn	943	-	-	-
+ Nợ dài hạn khác	1.349	1.282	1.281	1.280
Tổng nợ	29.232	27.298	18.550	15.998
Vốn chủ sở hữu	37.564	51.190	56.750	59.957
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	31.005	31.005	31.005	31.005
+ LN chưa phân phối	6.562	14.652	14.807	12.762
+ Khác	(3)	5.534	10.938	16.190
Cổ đông thiểu số	(6)	(65)	(95)	(124)
Tổng cộng nguồn vốn	66.796	78.488	75.300	75.955

Lưu chuyển tiền tệ	2021	2022	2023F	2024F
Lợi nhuận sau thuế CTY mẹ	6.716	14.726	6.520	6.337
LCTT hoạt động kinh doanh	8.972	7.088	12.411	9.690
LCTT hoạt động đầu tư	(2.779)	2.695	(3)	(2)
LCTT hoạt động tài chính	(2.640)	(3.265)	(7.205)	(4.506)
LCTT trong kì	3.553	6.518	5.203	5.182

VII – PHỤ LỤC:
Phụ lục 1: Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tăng mạnh trong năm 2022: [\(Quay lại\)](#)

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam có mức tăng trưởng trung bình 4,2%/năm trong giai đoạn 2015 – 2019, chỉ ghi nhận giảm lần lượt 1,4% yoy và 8,3% yoy trong năm 2020 và 2021 do các đợt giãn cách xã hội để chống dịch Covid-19.

Năm 2022, sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước tăng 36,5%, đạt 22,4 triệu tấn chủ yếu nhờ (1) Nhu cầu hồi phục sau hai năm sụt giảm do dịch, (2) Nỗ lực ngăn chặn xăng dầu lậu của Chính Phủ trong giai đoạn 2020 – 2022 giúp số liệu xăng dầu minh bạch hơn.



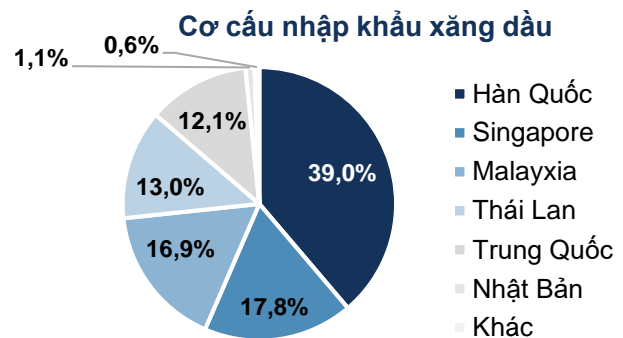
(*): Sản lượng tiêu thụ được ước tính từ sản lượng sản xuất + Nhập khẩu. Chưa bao gồm ước tính lượng hàng tồn kho

Nguồn: Bộ Công thương, Tổng Cục Hải quan, FPTTS tổng hợp

Phụ lục 2: Cơ cấu nguồn cung xăng dầu và so sánh mức độ cạnh tranh giữa các nguồn: [\(Quay lại\)](#)

Nguồn cung xăng dầu trong nước: Hiện tại, năng lực cung cấp xăng dầu trong nước đạt khoảng 13 – 14 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 65% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu năm 2022. Nguồn cung chính đến từ hai nhà máy lọc dầu trong nước là: Dung Quất (hoạt động 2011) và Nghi Sơn (hoạt động 2017). Lượng xăng dầu còn lại, chiếm 2 – 3% sản lượng sản xuất xăng dầu được PVOIL chế biến từ condensate (Khí ngưng tụ - sản phẩm đồng hành trong quá trình khai thác dầu khí).

Nguồn nhập khẩu: Phần xăng dầu thiếu hụt được các doanh nghiệp đầu mối tiêu thụ xăng dầu nhập khẩu từ các nước trong khu vực Châu Á – TBD với lợi thế cạnh tranh thấp hơn so với xăng dầu trong nước về thời gian nhận hàng, chi phí giao hàng, thuế nhập khẩu,...



Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPTTS tổng hợp

Khả năng cạnh tranh của xăng dầu BSR đang giảm so với xăng dầu Nghi Sơn và nhập khẩu:

BSR có lợi thế nhất định so với các đối thủ cạnh tranh về:

(1) Lợi thế nguồn cung nội địa giúp chi phí vận chuyển – bảo hiểm, thời gian giao hàng, đơn vị thanh toán so với xăng dầu nhập khẩu từ các quốc gia trong khu vực.

(2) Lợi thế về thuế nhập khẩu, BSR hiện tại không phải chịu bất kì loại thuế nào trong khi các đối thủ đang chịu thuế điều tiết đối với Nghi Sơn và thuế nhập khẩu đối với xăng dầu nhập khẩu. Tuy nhiên lợi thế này đang giảm dần do

thuế nhập khẩu ưu đãi giảm từ 20% xuống 10% thông qua Nghị Định ND51/2022/NĐ-CP có hiệu lực từ 08/08/2022 và lộ trình giảm thuế của các hiệp định thương mại.

Bảng 5: Chi phí thuế đối với sản phẩm xăng dầu của BSR, NSR, và nhập khẩu:

	2012 - 2015	2016	2017-2018**	2019 – 2020	2021-2022	2023F	2024F
Bình Sơn (BSR)							
Xăng	13%*	13%	0%	0%	0%	0%	0%
Dầu Diesel	13%	13%	0%	0%	0%	0%	0%
Nghi Sơn (Đã trừ thuế NK được giữ lại)							
Xăng	Chưa hoạt động		13%	13%	13%	3%	3%
Dầu Diesel			0%	0%	0%	0%	0%
Đông Nam Á (Hiệp định ATIGA)							
Xăng	20%	10%	10%	10%	8%	5%	0%
Dầu Diesel	20%	5%	5%	0%	0%	0%	0%
Hàn Quốc (Hiệp định VKFTA)							
Xăng	20%	10%	10%	10%	8%	8%	8%
Dầu Diesel	20%	5%	5%	0%	0%	0%	0%
Thuế suất ưu đãi (MFN)							
Xăng	20%	20%	20%	20%	20%	10%	10%
Dầu Diesel	20%	10%	7%	7%	7%	7%	7%

(*) BSR và NSR phải chịu thuế điều tiết xăng dầu theo mức thuế suất ưu đãi và được giữ lại mức thuế nhập khẩu 7% đối với xăng dầu, 5% với LPG và 3% với sản phẩm hóa dầu,

(**) BSR không còn áp dụng thuế điều tiết xăng dầu từ 1/1/2017,

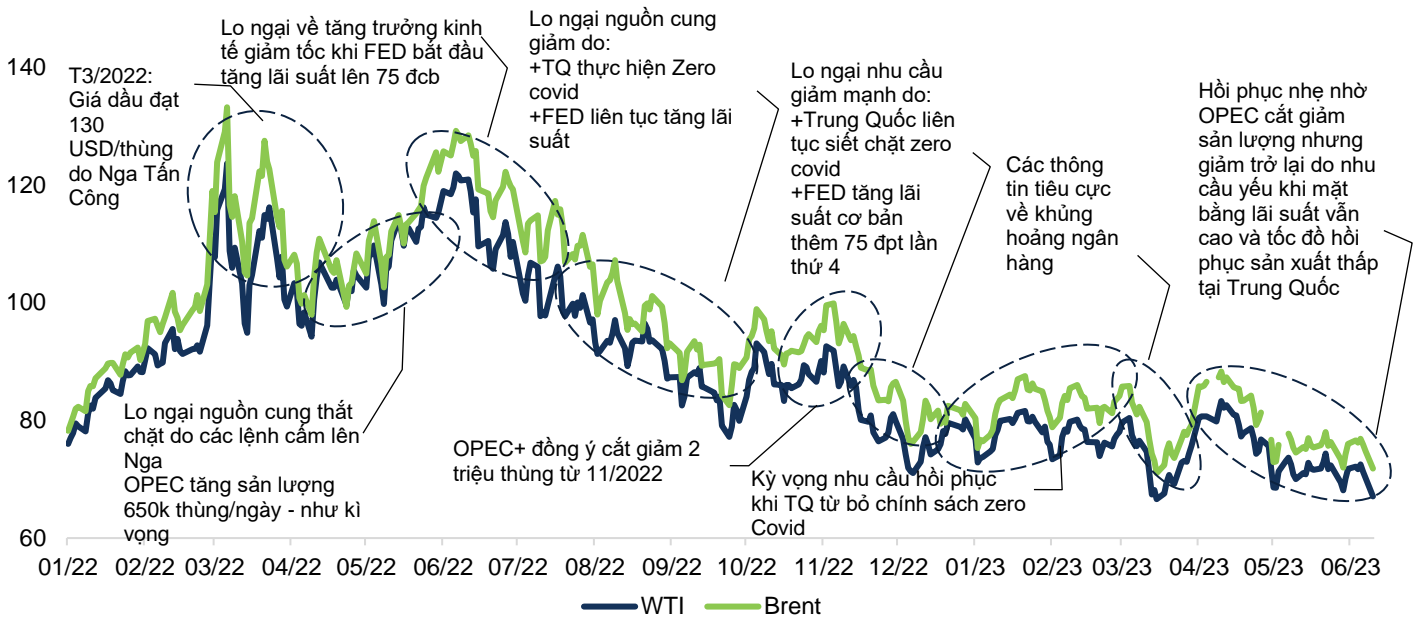
Nguồn: Bộ công thương, FPTS tổng hợp

Trong năm 2023, xăng của BSR chỉ còn giữ lợi thế về thuế 3% đối với xăng Nghi Sơn, 5% đối với xăng nhập từ Đông Nam Á, 8% đối với xăng Hàn Quốc và 10% đối với xăng dầu của các quốc gia còn lại.

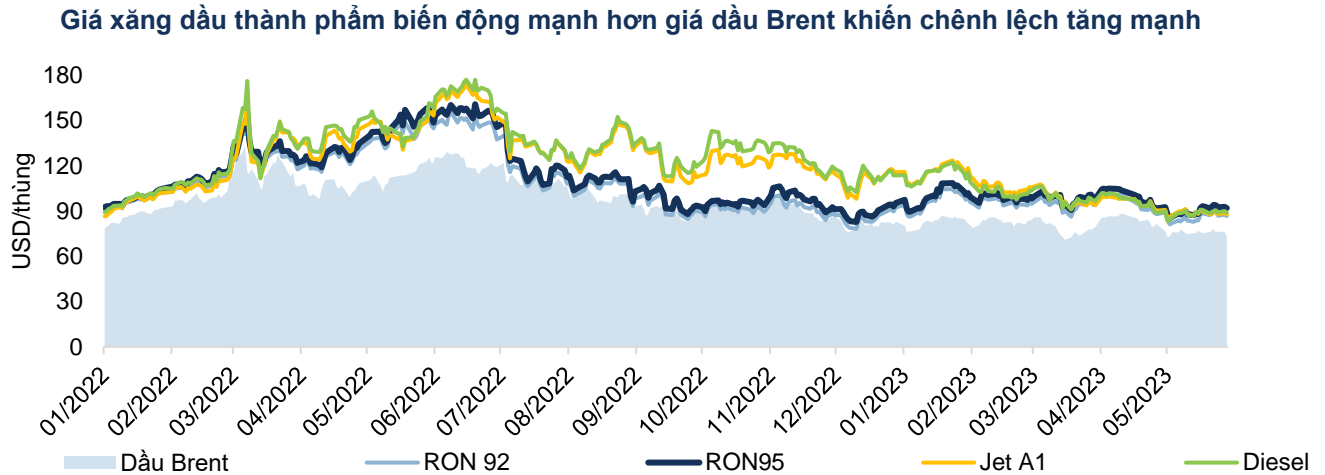
Về dầu Diesel, BSR đã không còn giữ lợi thế về thuế đối với Nghi Sơn và xăng dầu nhập khẩu từ 2019.

Phụ lục 3: Diễn biến giá dầu thô và xăng dầu thành phẩm trong 2022 – 5T 2023: [\(Quay lại\)](#)

Diễn biến giá dầu 2022 – T6/2023



Nguồn: EIA, FPTS tổng hợp

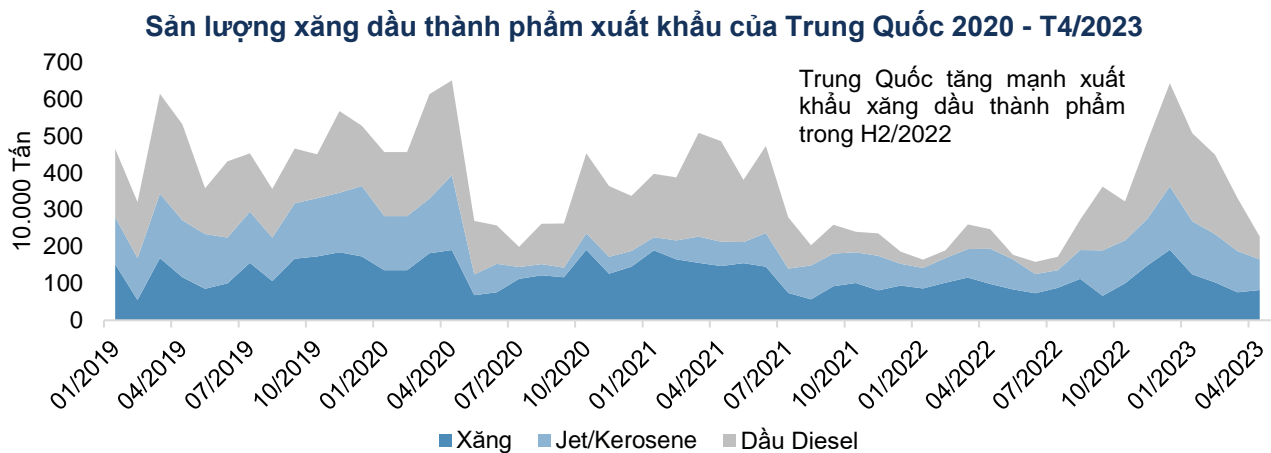


Nguồn: Platts, EIA, FPTS tổng hợp

Phụ lục 4: Xuất khẩu xăng dầu và hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc

Phụ lục 4.1. Xuất khẩu xăng dầu Thành phẩm Trung Quốc tăng mạnh trong H2/2022: [\(Quay lại\)](#)

Trung Quốc là quốc gia có sản lượng xăng dầu chiếm khoảng 70 – 75% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong khu vực Châu Á – TBD. Khi tiêu thụ trong nước yếu, Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu xăng dầu khiến nguồn cung xăng dầu trong khu vực tăng mạnh, ảnh hưởng đến mức Crack spread trên thị trường.



Nguồn: TCHQ Trung Quốc, FPTS tổng hợp

Trong H2/2022, Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu xăng dầu do nhu cầu trong nước giảm mạnh bởi giãn cách xã hội khi Trung Quốc theo đuổi chính sách Zero Covid gắt gao. Do đó, các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu xăng dầu thành phẩm để tiêu thụ.

Sản lượng xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc đã giảm dần trong Q1/2023 khi nền kinh tế nước này mở cửa sau giãn cách khiến nhu cầu nội địa hồi phục.

Phụ lục 4.2. Hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu Trung Quốc giảm trong H2/2023: [\(Quay lại\)](#)

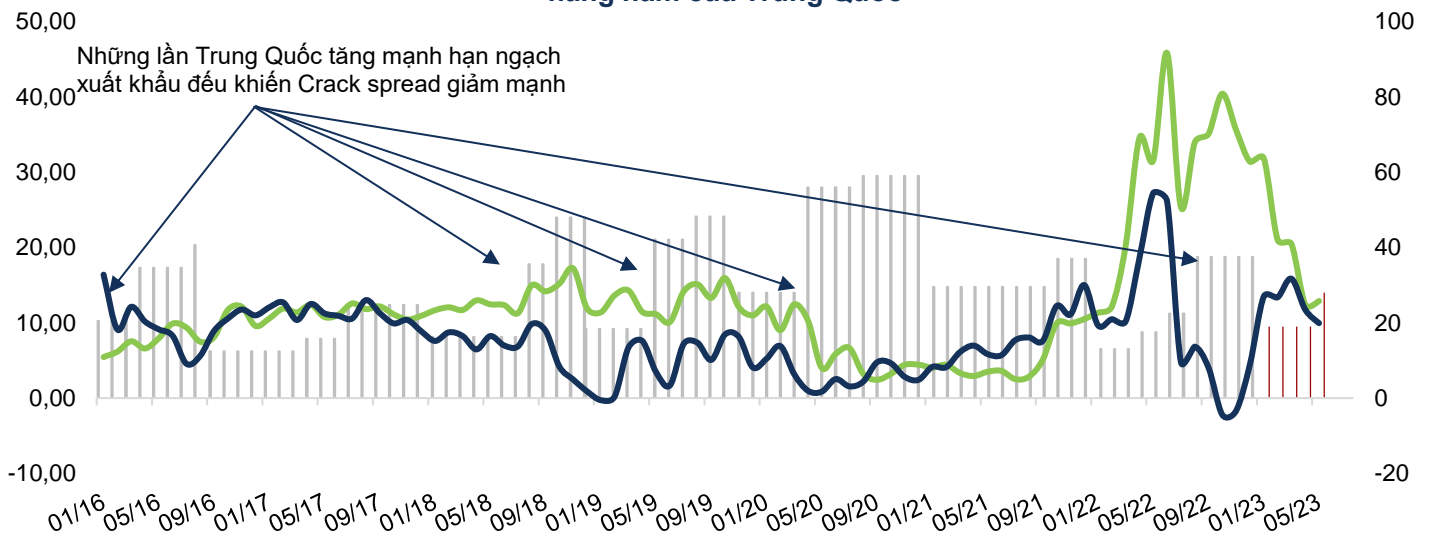
Hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu Trung Quốc là chỉ báo crack spread xăng dầu trong khu vực:

Kế hoạch xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc thường được công bố trước 1 tháng sau khi Chính phủ nước này cân nhắc về tình hình cung cầu trong nước bao gồm: nhu cầu (Tiêu dùng, dự trữ,...), và khả năng sản xuất (Xem xét lịch bảo dưỡng, tái khởi động nhà máy lọc dầu) trong nước từ đó ra quyết định sản lượng xăng dầu xuất khẩu và được chia thành 3 lần công bố hạn ngạch xuất khẩu trong năm, cụ thể:

Gói Hạn ngạch (Triệu tấn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	20,9	12,4	16,2	18,4	28,0	29,5	13,0	19,0
2	14,1	3,3	19,3	23,8	28,0	0,0	4,5	9,0
3	6,1	9,1	12,4	6,1	3,0	7,5	20,0	
Tổng	41,0	24,8	48,0	48,3	59,0	37,0	37,5	

Do thông tin hạn ngạch được công bố sẽ là kế hoạch xuất khẩu của Trung Quốc nên phản ánh nguồn cung xăng dầu tương lai trong khu vực từ đó dẫn dắt Crack spread:

Crackspread xăng RON 95 và Diesel và hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu thành phẩm hằng năm của Trung Quốc



Hạn ngạch xuất khẩu đang giảm trong năm 2023: Tháng 5/2023, Trung Quốc công bố hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu gói 2 trong năm 2023 sẽ là 9 triệu tấn đối với xăng dầu thành phẩm. Mức hạn ngạch cao gấp đôi so với hạn ngạch xuất khẩu cùng kỳ năm 2022 tuy nhiên đã cho thấy tín hiệu giảm dần so với hai gói hạn ngạch liền trước. Chúng tôi cho rằng tín hiệu giảm trong gói hạn ngạch thứ 2 năm 2023 dự báo sản lượng xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc có khả năng giảm trong nửa cuối 2023 từ đó làm giảm nguồn cung xăng dầu thành phẩm trên thị trường.

Phụ lục 5: Tổng hợp dự phóng giá dầu của các tổ chức – Cập nhật tháng 6/2023 [\(Quay lại\)](#)

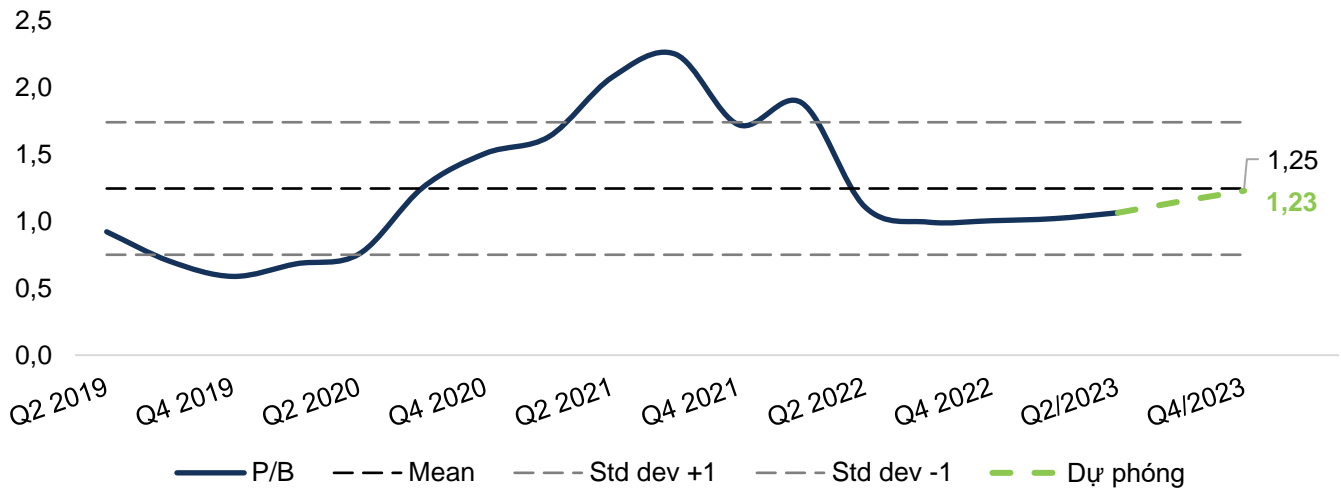
Tổ chức dự phóng	2023	2024	Cập nhật
EIA	79,5	83,5	Tháng 6/2023
Wood Mackenzie	84,7	91,1	Tháng 6/2023
Barclays	87,0	92,0	Tháng 5/2023
Bank of America	80,0	90,0	Tháng 5/2023
ANZ	100,0	105,0	Tháng 5/2023
Standard Chartered	88,0	95,2	Tháng 5/2023
BMI	85,0	86,0	Tháng 5/2023
Bloomberg Consensus	87,0	89,0	Tháng 5/2023
Trung bình	86,4	91,5	
FPTS	85,0	92,0	

Phụ lục 6: Lộ trình áp dụng tiêu chuẩn khí thải Quyết định số 49/2011/QĐ-TTG của Thủ tướng Chính phủ:
[\(Quay lại\)](#)

Từ ngày 01/01/2017:

- Xe máy mới phải đạt tiêu chuẩn khí thải EURO 3
- Xe ô tô mới phải đạt tiêu chuẩn khí thải EURO 4 và nâng lên EURO 5 trong năm 2022.

Nhìn chung quyết định trên chỉ có tác động trực tiếp đến các DN sản xuất, lắp ráp ô tô tuy nhiên, không tác động trực tiếp đến BSR và BSR vẫn có khả năng tiêu thụ xăng dầu đạt chuẩn thấp hơn cho các phương tiện vận tải cũ. Hiện tại BSR chỉ còn sản phẩm RON 95 đạt chuẩn khí thải EURO 3 là đủ tiêu chuẩn khí thải cung cấp cho xe máy mới (không đủ tiêu chuẩn khí thải cung cấp cho xe ô tô mới) còn lại hai sản phẩm khác là RON 92 chuẩn EURO 2 và Diesel chuẩn EURO 3 chỉ có thể cung cấp cho các dòng xe cũ và đối mặt với rủi ro không tiêu thụ được sản phẩm.

Phụ lục 7: Định giá P/B của BSR giai đoạn 2019 – 2023: [\(Quay lại\)](#)
Định giá P/B của BSR


Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp,Hồ Chí Minh**

Tầng 3, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP, Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp,Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP, Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888