

## TRUNG LẬP

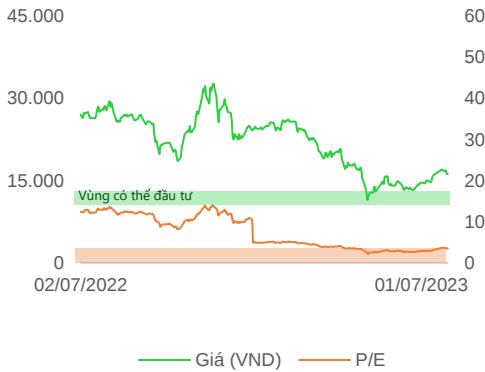
Giá mục tiêu: **18.700 VND**

Cập nhật: 03/03/2023

### Triển vọng 2023:

- **Tích cực:** Crack Spread có dấu hiệu hồi phục. BSR khả năng cũng sẽ tiến hành dự án mở rộng NMLD Dung Quất.
- **Tiêu cực:** Giá dầu không còn tiềm năng tăng mạnh; Nhà máy lọc dầu phải đóng cửa bảo dưỡng định kỳ trong năm 2023.

**Khuyến nghị:** Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu giao dịch quanh 12.000 VND, tương đương với mức P/E là 2,57 lần.



### Dữ liệu thị trường

| Ngành nghề               | Dầu khí  |
|--------------------------|----------|
| Giá hiện tại (VND/cp)    | 16.400   |
| Vốn hóa (Tỷ VND)         | 49.918,9 |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 3.100,4  |
| EPS 4 quý gần nhất       | 4.660,7  |
| P/E                      | 3,39     |
| Cao nhất 52 tuần         | 32.316   |
| Thấp nhất 52 tuần        | 11.500   |

# BSR

CTCP Lọc – Hóa dầu Bình Sơn

DSC

## TỔNG QUAN

Công ty Cổ phần Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam trực tiếp quản lý và vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất – nhà máy lọc dầu đầu tiên tại Việt Nam.

Hiện nay BSR đang đáp ứng 36% xăng dầu sản phẩm trong nước, song song với nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn là 34%. Công ty giữ vai trò tiên phong trong ngành công nghiệp lọc hóa dầu Việt Nam.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Tiềm năng từ sự phục hồi của Crack Spread

Trong giai đoạn cuối năm 2021 – đầu năm 2022, giá dầu Brent đã trải qua một trong những đợt tăng sốc và mạnh mẽ nhất lịch sử khi leo lên mức 120 USD/thùng cũng như duy trì trên mức 100 USD/thùng trong suốt 6 tháng sau đó. Việc này đã khiến Crack Spread (chênh lệch giá dầu thô và giá dầu sản phẩm) được nới rộng từ mức trung bình 7 USD/thùng lên 30 USD/thùng, cực kỳ có lợi cho các doanh nghiệp lọc hóa dầu.

Trong những tháng gần đây, do nhiều yếu tố tác động khiến giá dầu đi vào đà giảm, kéo theo sự thu hẹp của Crack Spread và làm suy giảm hiệu suất lợi nhuận của BSR. Tuy nhiên vẫn tồn tại khả năng Crack Spread có thể phục hồi về mức hợp lý dựa trên những kỳ vọng về giá dầu thế giới trong thời gian tới.

Hiện tại Crack Spread tại khu vực Singapore đang ở mức 14 USD/thùng, cao hơn đáng kể so với mức trung bình giai đoạn 2013 – 2021 là 7 USD/thùng. Ngoài ra, với nhận định của DSC là giá dầu sẽ tiếp tục neo ở mức 80 – 90 USD/thùng thì khả năng Crack Spread tiếp tục duy trì ở mức cao là yếu tố cần quan sát kỹ.

### Biểu đồ 1: Crack Spread có dấu hiệu phục hồi từ tháng 12

Guest xuất bản về TradingView.com, Tháng 1 31, 2023 22:50 UTC+5



TV TradingView

Nguồn: D1N1!

## BSR sẽ tiến hành nâng cấp mở rộng nhà máy Dung Quất

BSR sẽ tiến hành dự án nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất trong thời gian tới với tổng mức đầu tư khoảng 1,26 tỷ USD, nâng tổng công suất chế biến dầu thô của nhà máy từ 6,5 triệu tấn/năm lên 7,6 triệu tấn/năm. Được biết trong năm 2022 công ty đã trình đề xuất cuối cùng cho dự án này lên Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và đang chờ phê duyệt.

Ngoài ra, nhà máy sau khi nâng cấp có thể hỗ trợ BSR chứng cất các loại dầu thô chua hơn. Điều này bắt nguồn từ việc tỷ trọng nhập khẩu dầu thô cao hơn trong giai đoạn gần đây, dẫn đến việc nhà máy lọc dầu Dung Quất phải xử lý dầu thô từ nhiều nguồn cung với nhiều tiêu chuẩn khác nhau. Dự kiến nhà máy sau khi nâng cấp sẽ có thể cung cấp các sản phẩm có chất lượng cao hơn ra thị trường. Không chỉ vậy, tình hình tài chính vững mạnh cũng sẽ hỗ trợ trong việc thực hiện dự án.

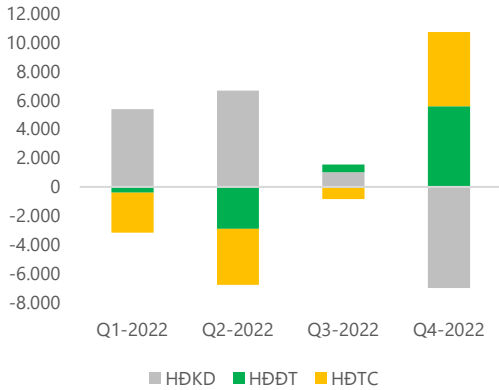
**Biểu đồ 2: Bản đồ vị trí dự án “Nâng cấp – Mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất**



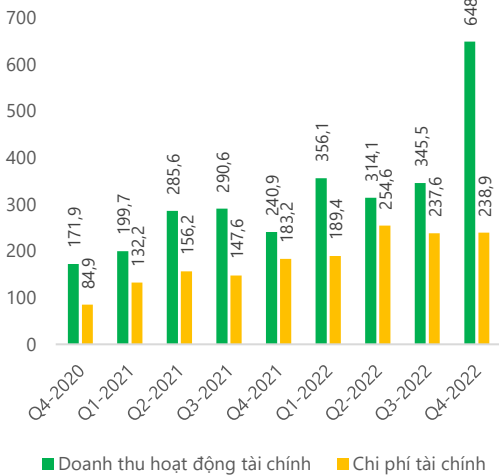
Sản lượng tiêu thụ khả năng sẽ thấp hơn trong năm 2023 do BSR phải đóng cửa nhà máy để bảo dưỡng.

Theo định kỳ, cứ 3 năm một lần nhà máy sẽ được bảo dưỡng và ngừng sản xuất trong 50 ngày, việc này sẽ khiến công suất hoạt động sụt giảm, dẫn đến sản lượng suy giảm so với cùng kỳ.

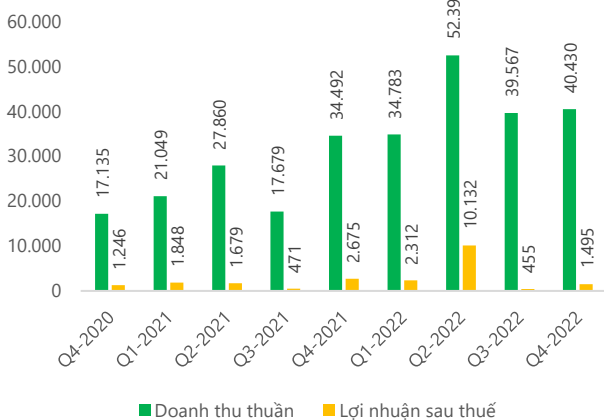
## DÒNG TIỀN NĂM 2022 (tỷ VND)



## DIỄN BIẾN DOANH THU VÀ CHI PHÍ LÃI VAY



## DIỄN BIẾN DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN



## KẾT QUẢ KINH DOANH

## Giai đoạn thăng hoa đã đi qua

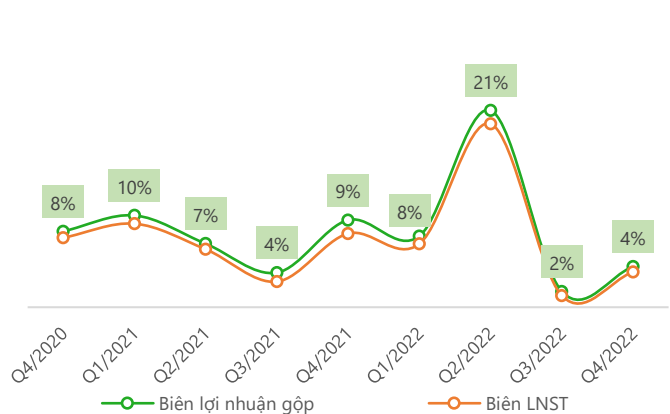
Trong quý 4 năm 2022, BSR vẫn ghi nhận lãi thay vì ước lỗ như thông báo trước đó. Công ty đạt doanh thu thuần 40.430 tỷ đồng (+17% svck) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 1.494 tỷ đồng (-44% svck).

Lợi nhuận gộp ghi nhận trong kỳ là 1.726 tỷ đồng (-45,61% svck), tương đương biên lợi nhuận gộp (BLNG) là 4,27%. Tuy tăng nhẹ so với kỳ trước là 1,65%, nhưng thấp hơn nhiều so với quý 2/2022 (20,80%) và thấp hơn trung bình năm 2021. Nguyên nhân là giá dầu thô quốc tế suy giảm từ cuối quý 2 dẫn đến kết quả kinh doanh không được thuận lợi so với cùng kỳ. Ngoài ra, khoảng cách giá dầu thô và sản phẩm xăng, polypropylene thấp hơn nhiều so với cùng kỳ làm ảnh hưởng đến hiệu suất lợi nhuận.

Một điểm đáng chú ý khác là doanh thu từ hoạt động tài chính trong kỳ đạt 648 tỷ đồng, cao gấp 2,7 lần so với cùng kỳ. Trong bối cảnh lãi suất ngân hàng tăng cao do ảnh hưởng từ FED, việc BSR sở hữu 25.025 tỷ đồng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn đã tạo ra khoản doanh thu tài chính đủ để bù đắp các tác động tiêu cực từ chi phí lãi vay.

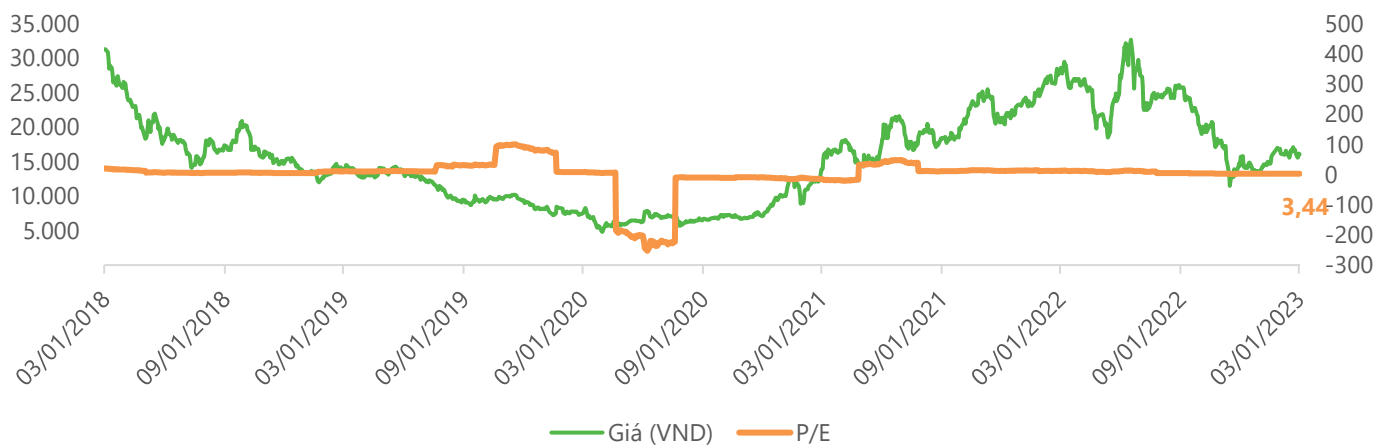
Tổng kết lại, sau 4 quý năm 2022, BSR đã ghi nhận doanh thu thuần 167.171 tỷ đồng (+65%), LNST đạt 14.393 tỷ đồng (+115%), vượt lần lượt là 82% và 11 lần so với kế hoạch đề ra đầu năm là 91.678 tỷ doanh thu và 1.295 tỷ lợi nhuận sau thuế. Đánh dấu năm lãi nhất lịch sử của công ty, phần lớn nhờ vào hoạt động kinh doanh cũng như hiệu suất lợi nhuận vượt trội ở quý 2.

## BIÊN LỢI NHUẬN



**ĐỊNH GIÁ****P/E đang ở mức tương đối thấp**

- Cổ phiếu BSR đang giao dịch với mức P/E là 3,44 lần, thấp hơn 3 lần so với trung bình 2 năm gần nhất là 9,69 do lợi nhuận tăng đột biến trong quý 2 làm chỉ số P/E suy giảm đột ngột.
- Cổ tức là điểm trừ khi công ty chỉ chi trả bằng tiền mặt một lần duy nhất vào năm 2021 (với tỷ lệ 3%/cổ phiếu) và chưa có kế hoạch chi trả vào những năm tiếp theo.

**BIỂU ĐỒ GIÁ****Dự báo trong năm 2023 doanh thu tiếp tục duy trì ở mức cao, nhưng biên lợi nhuận gộp giảm**

- DSC dự phóng trong năm 2023 doanh thu đạt 125.378 tỷ đồng (-25% svck) và LNST đạt 8.274 tỷ đồng (-42,52%) khi giá dầu không còn tiềm năng biến động mạnh như giai đoạn cuối năm 2021 - đầu năm 2022, đồng thời Crack Spread dù có dấu hiệu hồi phục nhưng cũng không thể cao như giai đoạn cùng kỳ. Ngoài ra do chưa chắc chắn thời gian dự án nâng cấp NMLD Dung Quất hoàn thành nên chúng tôi tạm thời chưa đưa dự án này vào dự phóng.
- Sử dụng phương pháp P/E (với P/E Forward = 7, EPS = 2.668 VND/cổ phiếu), chúng tôi xác định giá mục tiêu là 18.700 VND (Upsize **14%** so với mức giá đóng cửa ngày 03/03/2023).
- Thống kê báo cáo phân tích mới nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu BSR, giá mục tiêu bình quân là 17.872 VND, upside **8.5%** so với giá đóng cửa ngày 03/03/2023.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**  
Giám đốc Khối Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**  
Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Nguyễn Gia Khánh,**  
Chuyên viên Phân tích  
khanh.ng@dsc.com.vn

**Nguyễn Thị Bích Diệp,**  
Chuyên viên Phân tích  
diep.ntb@dsc.com.vn

**Phan Duy Thành,**  
Chuyên viên Phân tích  
thanh.pd@dsc.com.vn

**Nguyễn Quốc Văn,**  
Chuyên viên Phân tích  
van.nq@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**  
Chuyên viên Phân tích  
hiep.nh@dsc.com.vn

**Nguyễn Vũ Thái Sơn,**  
Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

**Nguyễn Minh Tuấn,**  
Chuyên viên Phân tích  
tuan.nm@dsc.com.vn

**Phạm Văn Trang,**  
Chuyên viên Phân tích  
trang.pv@dsc.com.vn