

MUA

Giá mục tiêu: 24.300 VND (▲ 30,6%)

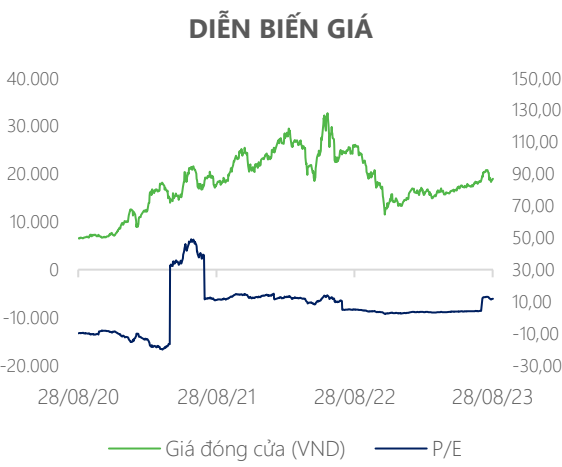
Cập nhật: 28/08/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Kinh tế phục hồi tạo điều kiện cho giá dầu tăng khi nguồn cung còn thắt chặt. Thanh khoản sẽ được cải thiện khi chuyển sang niêm yết tại sàn HOSE

Tiêu cực: BSR dự kiến sẽ tạm thời ngừng hoạt động vào đầu năm 2024 để bảo dưỡng nhà máy. Rủi ro giá dầu giảm do kinh tế toàn cầu còn yếu ớt sẽ ảnh hưởng tới HĐKD của BSR

Khuyến nghị: BSR sau điều chỉnh về vùng giá 18.000 đồng/cp đã dần quay trở lại mốc 20.000 đồng/cp Khuyến nghị giải ngân khi giá cổ phiếu dưới 20.000 đồng, tương ứng mức P/E = 11,87



Dữ liệu thị trường	
Ngành nghề	Dầu khí
Giá hiện tại (VND/cp)	18.600
Vốn hóa (Tỷ VND)	31.005
Số lượng CPLH (triệu cp)	244,119
EPS 4 quý gần nhất	1.684
P/E	12.17
Cao nhất 52 tuần	25.100
Thấp nhất 52 tuần	11.000

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 và là dự án trọng điểm của Việt Nam giai đoạn đầu thế kỷ 21. Mỗi năm BSR chế biến được 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày

Hiện nay BSR đang đáp ứng 36% nhu cầu nhiên liệu xăng dầu trong nước, song song với nhà máy lọc dầu Nghi Sơn với tỷ lệ cung ứng là 34%.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

BSR sẽ được niêm yết trên sàn HOSE

Kế hoạch chuyển sàn của BSR đã được thông qua trong kỳ ĐHĐCĐ mới đây. Tuy nhiên BSR vẫn còn 1 tiêu chí chưa đáp ứng trong tổng số 9 tiêu chí để được niêm yết trên sàn HOSE, liên quan đến khoản nợ quá hạn gần 1.100 tỷ đồng của công ty con làm ảnh hưởng tới BCTC hợp nhất của BSR. Hiện công ty đang phối hợp với các cơ quan có thẩm quyền để đánh giá và giải quyết vướng mắc này.

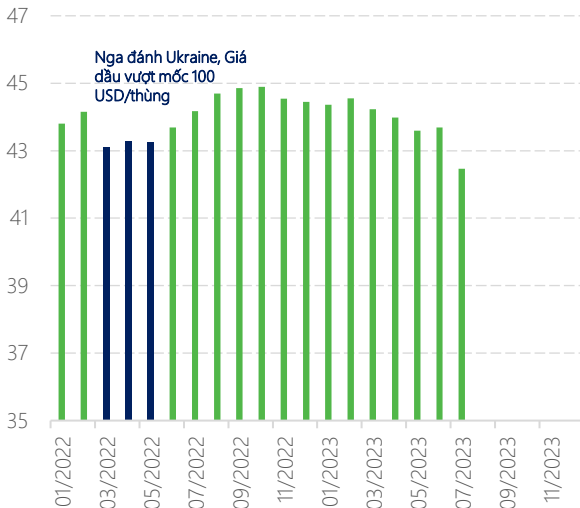
Chúng tôi kỳ vọng vấn đề này sẽ được giải quyết và BSR sẽ được chấp thuận niêm yết trên sàn HOSE trong nửa cuối năm 2023. Điều này sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của công ty cũng như cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu.

Nâng cấp NMLD Dung Quất – câu chuyện dài hạn

Chủ trương đầu tư Dự án nâng cấp NMLD Dung Quất đã được Phó Thủ tướng điều chỉnh vào tháng 5/2023 với tổng vốn đầu tư sau điều chỉnh là 1,26 tỷ USD. Đây là dự án quan trọng đối với BSR khi (1) Đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào, (2) Gia tăng công suất lọc dầu thêm 15% từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày và (3) Nâng cấp tiêu chuẩn khí thải đầu ra lên chuẩn EURO 5.

Dự án dự kiến sẽ được hoàn thành đúng hạn vào Q1/2028 nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng gia tăng tại Việt Nam cũng như giảm phụ thuộc vào các nguồn nhập khẩu.

CÔNG SUẤT CỦA OPEC+



Tổ chức dự báo	2023	2024
Goldman Sachs	86	93
EIA	83	84
Fitch	80	75
ING	90	89
ANZ Research	90	105
Trung bình	85,8	89,2

Giá dầu vẫn còn dư địa tăng giá trong nửa cuối 2023

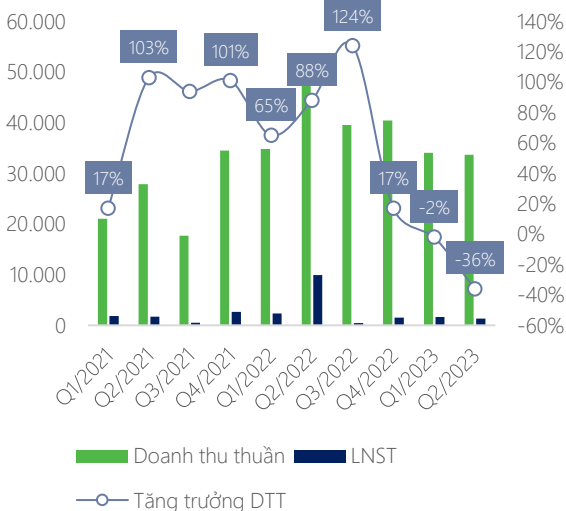
Kể từ cuối tháng 6 tới nay, giá dầu đã chứng kiến một đợt tăng giá mạnh mẽ khi tăng liên tục 6 tuần liên tiếp. Động lực của đà tăng này tới từ:

- (1) OPEC+ thống nhất thỏa thuận hạn chế nguồn cung năm 2024 trong cuộc họp chính sách tháng 6.
- (2) Ả Rập Xê – Út và Nga, hai quốc gia khai thác dầu lớn thứ 2 và thứ 3 thế giới, độc lập cắt giảm thêm sản lượng. Ả Rập Xê – Út đã cắt 1 triệu thùng dầu/ngày kể từ 20/7 và sẽ tiếp tục gia hạn chính sách này cho đến hết tháng 9, trong khi Nga đã cắt 500.000 thùng và sẽ cắt thêm 300.000 thùng trong tháng tới.
- (3) Nhu cầu tiêu thụ dầu tại các thị trường chủ chốt đang có tín hiệu khả quan trở lại. Đặc biệt là Mỹ (kinh tế vẫn tiếp tục tăng trưởng) và Trung Quốc (các chính sách kích thích nền kinh tế liên tục được ban hành).

Với những yếu tố trên dự kiến sẽ duy trì trong những tháng cuối năm 2023, DSC cho rằng **giá dầu sẽ chạm mốc 90 USD/thùng** và duy trì ở mức giá này trong thời gian tới, dù xác suất quay trở lại mốc 100 USD là rất khó khi cung cầu trên thị trường đã tương đối cân bằng.

Điều này sẽ giúp cải thiện doanh thu, cũng như biên lợi nhuận của BSR khi đà tăng của giá dầu sẽ giúp chỉ số Crack Spread của các sản phẩm xăng dầu được nới rộng.

KẾT QUẢ KINH DOANH



KẾT QUẢ KINH DOANH

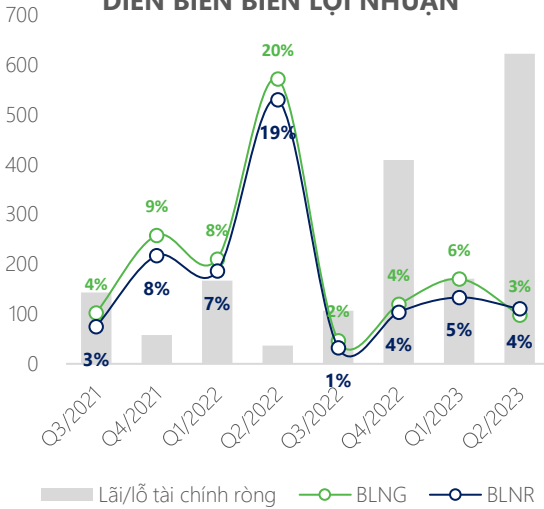
KQKD giảm mạnh so với nền cao là năm ngoái

Q2/2023, BSR ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 33,669 tỷ (-35,7% svck) và 1,326 tỷ (-86,6% svck), giảm mạnh so với nền cao là cùng kỳ năm ngoái khi giá dầu thô ở mức cao dù công suất vận hành là gần như tương đồng. So với Q1/2023 doanh thu chỉ giảm nhẹ (-1,2% QoQ) và công suất vận hành cao hơn tương đối, tuy nhiên LNST vẫn sụt giảm 18,2% chủ yếu do giá dầu dao động trung bình Q2/2023 thấp hơn đáng kể so với Q1/2023.

Lũy kế từ đầu năm doanh thu thuần đạt 67.734 tỷ đồng và LNST đạt 2.949 tỷ, lần lượt đạt 71,0% và vượt 71,4 % so với kế hoạch thận trọng mà công ty đã đặt ra hồi đầu năm.

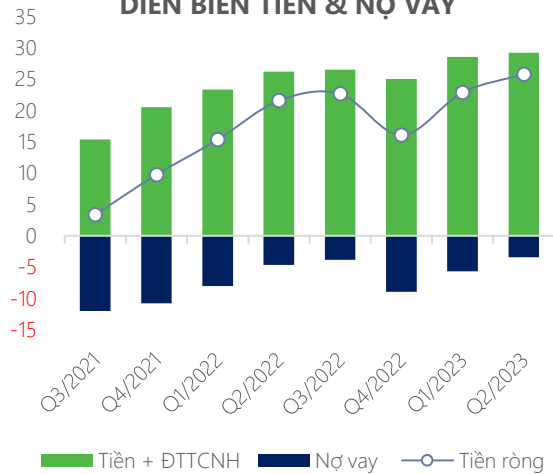
ĐVT: Tỷ đồng

DIỄN BIẾN BIÊN LỢI NHUẬN



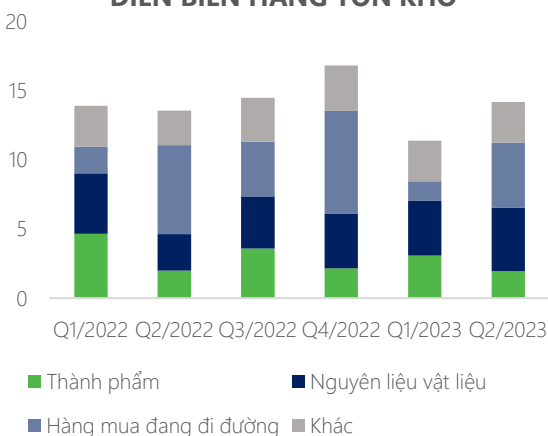
ĐVT: Nghìn tỷ đồng

DIỄN BIẾN TIỀN & NỢ VAY



ĐVT: Nghìn tỷ đồng

DIỄN BIẾN HÀNG TỒN KHO



Biên lợi nhuận co hẹp khi giá dầu suy giảm

Tại thời điểm Q2/2023, biên lợi nhuận gộp của BSR chỉ đạt 3%, sụt giảm sâu so với Q2/2022 đồng thời cũng thấp hơn đáng kể so với Q1.2023 do:

- (1) Mức giá dầu trung bình trong Q2/2022 là 77,66 USD/thùng, giảm sâu so với Q2.2023 và thấp hơn tương đối so với Q1/2023 (82,06 USD/thùng).
- (2) Crack Spread các sản phẩm xăng dầu trong Q2.2023 dao động ở mức thấp.

Tuy nhiên, nhờ khoản lãi tài chính ròng 622 tỷ ghi nhận trong quý 2 nên biên lợi nhuận ròng Q2.2023 của BSR giảm không đáng kể, đạt 3,9%.

Tài sản và nguồn vốn lành mạnh

Điểm nổi bật trong tài sản của BSR là lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng lên tới 29.230 tỷ, chiếm 45% tổng tài sản trong Q2/2023. Bên cạnh đó công ty cũng giảm mạnh nợ vay xuống còn 3,417 tỷ đồng và không còn nợ vay dài hạn từ 2022 tới nay. Điều này giúp gia tăng khoản lãi tài chính trong 3 quý vừa qua khi lãi suất ở mức cao.

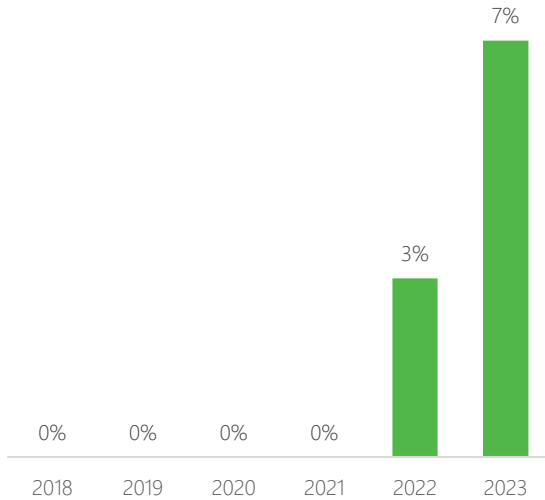
Lượng tiền mặt dồi dào sẽ góp phần giúp BSR thực hiện nâng cấp và mở rộng quy mô/ công suất nhà máy trong trung và dài hạn, đồng thời công ty cũng có khả năng chủ động trong hoạt động kinh doanh, thanh lãi gốc vay đến hạn và gia tăng thu nhập tài chính.

Hàng tồn kho gia tăng – Chuẩn bị cho giá dầu tăng ?

Lượng hàng tồn kho trong Q2/2023 đạt 14.106 tỷ, trong đó 14% là thành phẩm, 32% là nguyên vật liệu (dầu thô) và 33% là hàng hóa đã mua đang trên đường về (dầu thô), tăng mạnh so với quý 1 và tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái.

Đáng chú ý, BSR chỉ trích lập 79 tỷ dự phòng giảm giá cho hàng tồn kho trong quý 2, khẳng định hàng tồn kho phần lớn là dầu thô giá thấp. Vì vậy chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của BSR trong Q3/2023 sẽ cải thiện từ 2-3% do giá dầu có một đợt tăng mạnh từ 72 USD/thùng lên gần 90 USD/thùng trong tháng 8 vừa qua.

TÌNH HÌNH CỔ TỨC



KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: tỷ VND	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	101.080	167.124	125.378
Giá vốn hàng bán	93.381	151.028	114.696
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	10.682
EBIT	7.348	15.839	8.162
LNTT	6.941	15.586	7.942
LNST	6.684	14.669	7.545

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Chi trả cổ tức không phải là điểm mạnh của BSR khi công ty mới chỉ trả cổ tức bằng tiền mặt một lần duy nhất vào năm 2022 với tỷ lệ 3% và sẽ trả lần tiếp theo vào 27/9/2023 với tỷ lệ 7%. Phần lớn lợi nhuận đã và đang được công ty giữ lại với mục đích đầu tư phát triển.

Định giá

BSR đang được giao dịch ở mức PE 12,24 (tại mức giá đóng cửa ngày 28/08/2023) cao hơn tương đối so với mức trung vị 5 năm (7,25) và trung bình 2 năm (11,57)

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC giữ nguyên ước tính doanh thu của BSR trong 2023 là 125.378 tỷ (-25% YoY) nhưng điều chỉnh giảm ước tính LNST còn 7.545 (giảm 8,8% so với báo cáo Q4.2022). EPS 2023F là 2.433 VND/cp với P/E forward là 7,64 lần.

Giá mục tiêu của BSR trong 2023 là **24.300 VNĐ/cp** với mức P/E hợp lý là 10,00 (nâng kỳ vọng so với mức 7,00 trong báo cáo Q4.2022) **upside 30,6%** so với giá đóng cửa ngày 28/08/2023 là 18,600 VNĐ/cp.

Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu BSR từ đầu năm 2023 tới nay, giá mục tiêu bình quân là **21.411 VND**, **upside 15,1%** so với giá đóng cửa ngày 28/08/2023.

DIỄN BIẾN GIÁ



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.
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

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

Nguyễn Hoàng Hiệp.
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn

Phạm Vân Trang.
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

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

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

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