

MUA

Giá mục tiêu: **24.300 VND (▲ 30,6%)**

Cập nhật: 01/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Giá dầu tăng khi nhu cầu phục hồi và ảnh hưởng từ xung đột địa chính trị. 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 khi vượt mốc 22.000 VND/cp cuối tháng 9 hiện đã giảm mạnh về dưới 18.000 VND/cp. Khuyến nghị giải ngân khi P/E về dưới 7,5.

DIỄN BIẾN GIÁ



Dữ liệu thị trường	
Ngành nghề	Dầu khí
Giá hiện tại (VND/cp)	17.400
Vốn hóa (Tỷ VND)	53.948,7
Số lượng CPLH (triệu cp)	3.100,4
EPS 4 quý gần nhất	1.596
P/E	7,09
Cao nhất 52 tuần	22.400
Thấp nhất 52 tuần	11.000

BSR

CTCP Lọc – Hóa dầu Bình Sơn



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 ĐHCĐ 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.

Giá dầu sẽ tiếp tục duy trì quanh mốc 90 USD/thùng

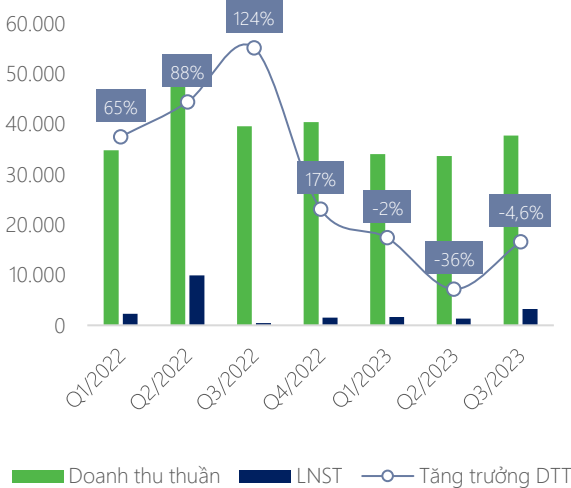
Kể từ cuối tháng 6 tới nay, giá dầu liên tục tăng mạnh, thậm chí vượt mốc 90 USD/thùng vào tháng 9. Động lực của đà tăng này tới từ:

- (1) Ả Rập Xê – Út và Nga, hai quốc gia khai thác dầu lớn thứ 2 và thứ 3 thế giới, đã độc lập cắt giảm 1,3 triệu thùng dầu trong tháng 7 và sẽ tiếp tục duy trì chính sách này cho tới cuối năm.
- (2) 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).
- (3) Rủi ro nguồn cung bị thiếu hụt trầm trọng khi xung đột Israel – Palestines lan rộng tại khu vực Trung Đông – khu vực có trữ lượng dầu thô lớn trên toàn cầu. Theo Ngân hàng Thế giới, giá dầu có thể chạm mốc 150 USD/thùng trong kịch bản xấu nhất.

Với những yếu tố trên dự kiến sẽ duy trì, ít nhất là tới Q1/2024, DSC cho rằng **giá dầu sẽ tiếp tục dao động quanh mốc 90 USD/thùng** trong thời gian tới.

Ngoài ra, xác suất giá dầu quay trở lại mốc 100 USD cũng có khả năng xảy ra, phần lớn phụ thuộc vào sự căng thẳng của xung đột tại khu vực Trung Đông.

DVT: Tỷ đồng

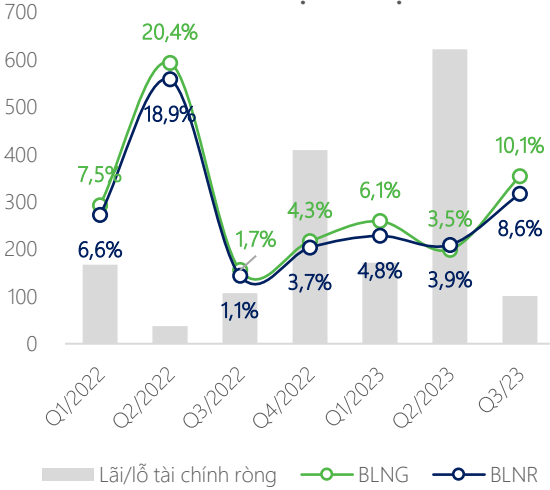
KẾT QUẢ KINH DOANH**KẾT QUẢ KINH DOANH****Lợi nhuận phục hồi ngoạn mục trong Q3/2023**

Q3/2023, BSR ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 37.755 tỷ (-4,6% svck) và 3.235 tỷ (+610% svck). Doanh thu gần như đi ngang nhưng LNST tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ nhờ hiệu quả kinh doanh vượt trội trong bối cảnh giá dầu tăng, trong khi tại cùng thời điểm năm ngoái giá dầu bước vào xu hướng giảm mạnh.

Lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu thuần đạt 105.490 tỷ đồng và LNST đạt 6.182 tỷ, lần lượt vượt 10,29% và 279% kế hoạch thận trọng mà công ty đặt ra hồi đầu năm.

ĐVT: Tỷ đồng

DIỄN BIẾN LỢI NHUẬN



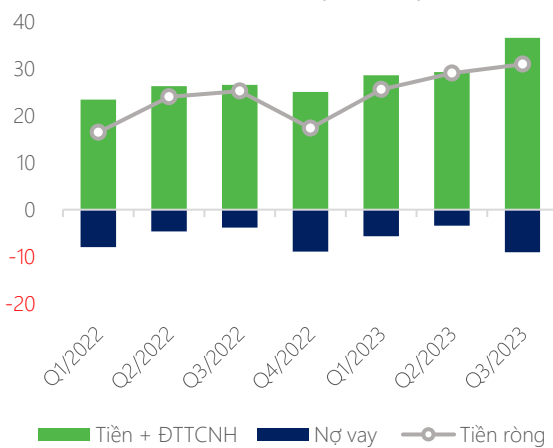
Biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ

Tại thời điểm Q3/2023, biên lợi nhuận gộp của BSR đạt 10,1%, là mức cao nhất kể từ Q3/2022 nhờ giá dầu tăng mạnh từ mức 80,05 USD/thùng trung bình tháng 7 lên 94 USD/thùng trung bình tháng 9. Ngoài ra, khoảng cách giữa giá xăng dầu thành phẩm và giá dầu thô trong Q3/2023 tốt hơn so với những kỳ trước đó cũng là yếu tố giúp biên lợi nhuận được cải thiện.

Chi phí tài chính trong kỳ của BSR tăng tương đối lên 318 tỷ khi tăng cường vay nợ ngắn hạn, tuy vậy doanh thu từ hoạt động tài chính 419 tỷ đã giúp bù trừ lại khoản chi phí này.

ĐVT: Nghìn tỷ đồng

DIỄN BIẾN TIỀN MẶT & NỢ VAY



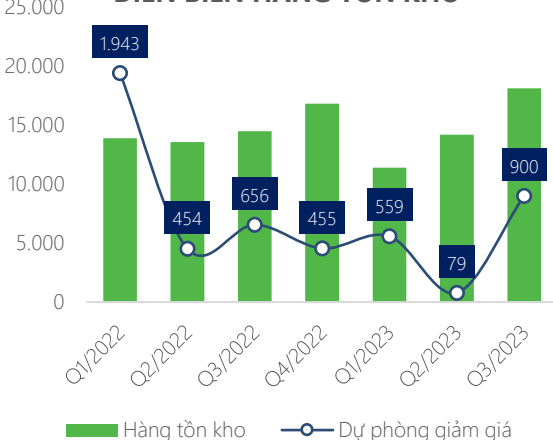
Sức khỏe tài chính tiếp tục duy trì bền vững

Tính đến cuối quý 3, nợ vay ngắn hạn của công ty tăng mạnh lên 9,052 từ 3,417 tỷ trong quý 2 khi công ty tăng cường vay nợ để phục vụ cho hoạt động kinh doanh. Tuy vậy khoản tiền gửi ngân hàng cũng tăng mạnh lên 17.909 tỷ. Điều này giúp công ty tiếp tục duy trì trạng thái tài chính lành mạnh.

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 toán lãi và gốc vay đến hạn đồng thời gia tăng thu nhập tài chính.

ĐVT: Nghìn tỷ đồng

DIỄN BIẾN HÀNG TỒN KHO

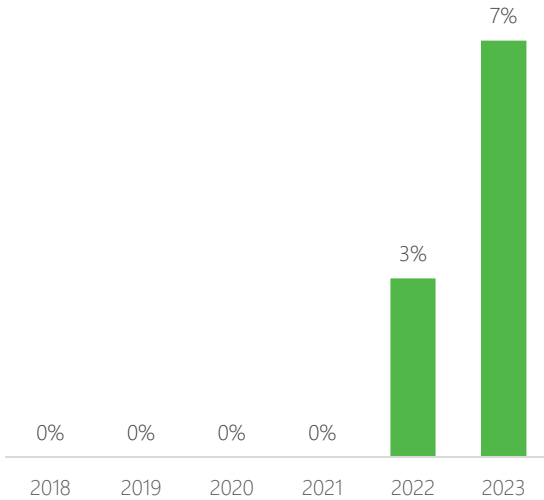


Trích lập dự phòng gia tăng – Rủi ro phía trước ?

Lượng hàng tồn kho trong Q2/2023 đạt 19.020 tỷ, trong đó 25% là thành phẩm, 17,5% là nguyên vật liệu (dầu thô) và 41% là hàng hóa đã mua đang trên đường về (dầu thô), tăng 34% so với quý 2 và là mức cao nhất từ trước tới nay.

Đáng chú ý, trích lập hàng tồn kho trong kỳ tăng mạnh lên 900 tỷ và cũng là mức cao nhất kể từ Q2/2022. Với chu kỳ thay mới hàng tồn kho của BSR là khoảng 30 – 40 ngày, chúng tôi tin rằng mặt bằng giá hàng tồn kho của công ty không còn rẻ, dẫn đến biên lợi nhuận trong Q4/2023 khả năng sẽ sụt giảm nhẹ so với Q3/2023.

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	116.200
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	9.178
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 7,09x (tại mức giá đóng cửa ngày 31/10/2023) thấp hơn tương đối so với mức trung bình 3 năm (7,64).

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC duy trì ước tính doanh thu của BSR trong 2023 là 125.378 tỷ (-25% YoY) và LNST là 7.545. Khi đó EPS 2023F là 2.433 VND/cp với P/E forward là 7,15 lần.

Giá mục tiêu của BSR trong 2023 là **24.300 VNĐ/cp** với mức P/E hợp lý là 10,00 (giữ nguyên so với báo cáo Q3.2023), **upside 39,6%** so với giá đóng cửa ngày 31/10/2023 là 17,400 VND/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 **21.421 VND, upside 23%** so với giá đóng cửa ngày 31/10/2023.

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