



CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ
PETROVIETNAM SECURITIES INC.

BÁO CÁO CẬP NHẬT Q1/2023

CTCP Lọc – Hóa dầu Bình Sơn (UPCOM: BSR)



www.psi.vn

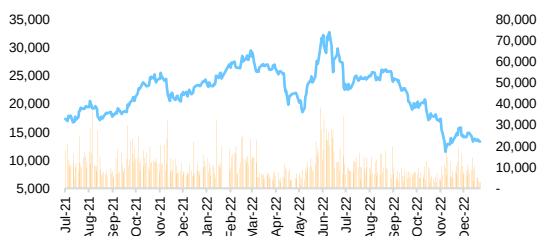
KHUYẾN NGHỊ: MUA
(UPSIDE: 34.5%)

- Crack spread đối với các sản phẩm xăng dầu tại khu vực châu Á được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở vùng nền cao.
- Dự án NCMR NMLD Dung Quất được Chính phủ chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư.
- Nền tảng tài chính khỏe mạnh trong bối cảnh lãi suất tăng cao là lợi thế với các doanh nghiệp có lượng tiền mặt dồi dào.

BSR
(UPCOM)

Khuyến nghị	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	21,900
Giá hiện tại	16,300
Upside	34.5%

Diễn biến giao dịch



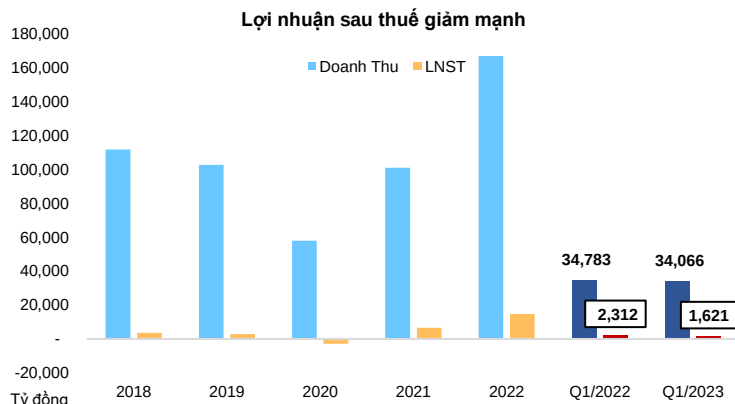
Đvt: Tỷ đồng	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	101,114	167,174	128,444
Lợi nhuận gộp	7,699	15,890	8,845
EBIT	6,511	16,219	7,839
Lợi nhuận ròng	6,755	14,394	9,012
Tăng trưởng LNR	-	134%	-37.4%
EPS (VND)	2,166	4,661	2,874
Tăng trưởng EPS	-	115.2%	-38.3%
BVPS (VND)	12,115	16,422	19,320

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên Phân tích

baotq@psi.vn

BSR gần hoàn thành kế hoạch năm dù lợi nhuận Quý 1 giảm mạnh

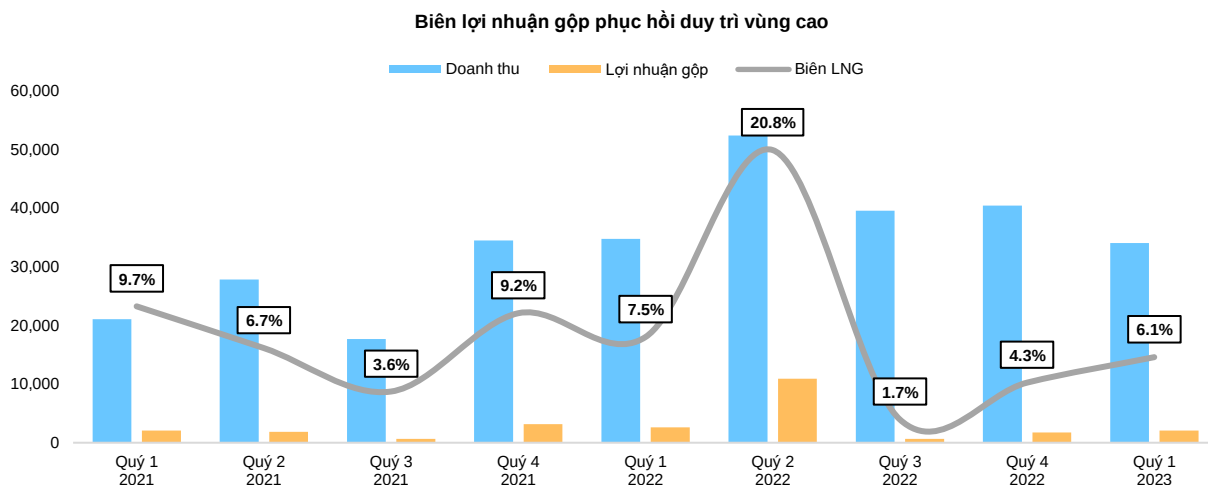


Nguồn: BSR, PSI ước tính

Tổng doanh thu thuần Quý 1/2023 của CTCP Lọc – Hóa dầu Bình Sơn đạt gần 34,066 tỷ đồng, giảm nhẹ 2.1% so với cùng kỳ năm 2022, giá vốn cũng giảm nhẹ 1% còn hơn 31,994 tỷ đồng. Do mức giảm doanh thu mạnh hơn giá vốn, lãi gộp của Doanh nghiệp còn hơn 2,071 tỷ đồng, thấp hơn cùng kỳ 20.7%. Biên lợi nhuận gộp phục hồi ở mức 6%.

Lợi nhuận sau thuế trong kỳ doanh nghiệp đạt 1,621 tỷ đồng, giảm mạnh 30% so với cùng kỳ.

Năm 2023, Lọc hóa dầu Bình Sơn đặt mục tiêu doanh thu đạt 95,645 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ở mức 1,630 tỷ đồng. Với mục tiêu khá thận trọng, **chỉ trong quý đầu năm, công ty đã hoàn thành 99,45% kế hoạch lợi nhuận năm 2023.**



Nguồn: BSR, PSI ước tính

Theo giải trình từ phía công ty, trong quý 1/2023, giá dầu thô tương đối ổn định ở mức 82 USD/thùng, sang tháng 3 giảm nhẹ xuống 78.56 USD/thùng trong khi cùng kỳ ghi nhận ở mức 118.81 USD/thùng. Với diễn biến giá dầu thô như vậy đã làm cho tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh quý 1/2023 của công ty kém thuận lợi hơn cùng kỳ năm trước.

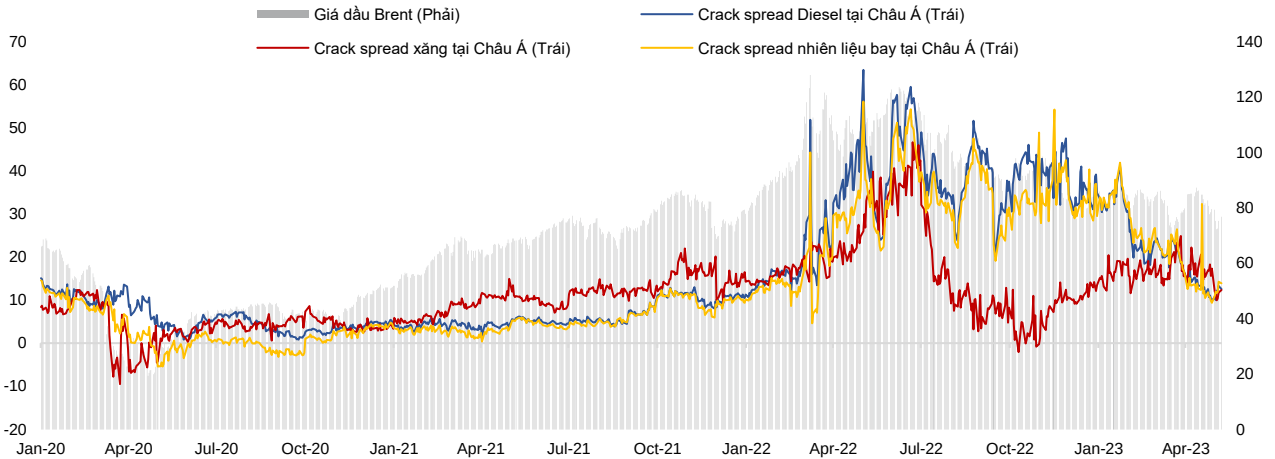
Doanh thu tài chính của doanh nghiệp tăng mạnh 127% so với cùng kỳ năm 2022, đạt gần 810 tỷ đồng do lãi tiền gửi ngân hàng và lãi chênh lệch tỉ giá lần lượt tăng 96% và 160%.

Chi phí tài chính lại tăng gấp 3.4 lần, lên gần 639 tỷ đồng. Trong đó, chi phí lãi vay là 112.5 tỷ đồng, tăng 31% và lỗ chênh lệch tỉ giá gấp gần 8 lần cùng kỳ. Chi phí bán hàng của doanh nghiệp cũng ghi nhận tăng 31%, lên mức 325 tỷ đồng.

Crack spread sẽ tiếp tục được neo cao trong năm 2023

Crack spread (khoảng chênh lệch giữa giá các sản phẩm xăng dầu thành phẩm và giá dầu thô) các sản phẩm lọc dầu được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao do cuộc khủng hoảng địa chính trị Nga - Ukraine kéo dài, đây là tín hiệu tốt cho ngành lọc hóa dầu như BSR.

Crack spread các sản phẩm dầu tại Châu Á



Nguồn: Bloomberg, EIA, IEA PSI tổng hợp

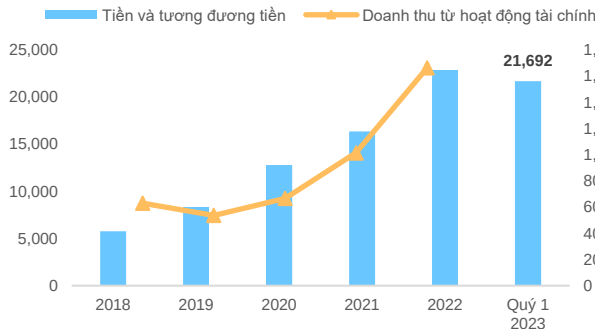
Crack spread đối với sản phẩm xăng đang tăng trở lại kể từ tháng 12 năm 2022 từ vùng giá âm trong tháng 10 sau khi Trung Quốc thông báo dỡ bỏ phong tỏa trong tháng 12 tại nhiều thành phố lớn giúp cho nhu cầu được phục hồi trở lại tại đây. Bên cạnh đó, mức tồn kho thấp tại Mỹ có thể kéo theo nhu cầu nhập khẩu cao hơn từ các quốc gia châu Á, qua đó hỗ trợ crack spread xăng tại châu Á trong ngắn hạn.

Đặc biệt trong Quý 1/2023, crack spread xăng tại khu vực châu Á quay đầu tăng mạnh đạt mức trung bình khoảng 16-17 USD/thùng tương ứng với mức cùng kỳ năm 2022.

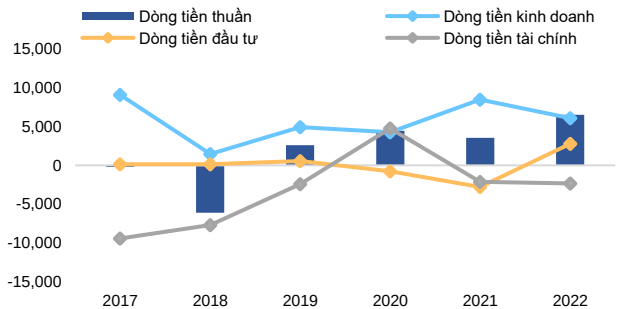
Chúng tôi dự báo crack spread xăng cả năm 2023 tại khu vực châu Á sẽ nằm trong vùng trung bình khoảng từ 12 – 14 USD/thùng (thấp hơn 30% so với mức đỉnh cao trong năm 2022 nhưng vẫn cao hơn nhiều so với mức nền trong lịch sử). Kế hoạch này dựa trên dự báo giá dầu thô trung bình cả năm là 80 USD/ thùng.

Nền tảng tài chính khỏe mạnh nhờ kết quả kinh doanh vượt trội

Lượng tiền mặt dồi dào



Dòng tiền hàng năm của BSR



Nguồn: BSR, PSI ước tính

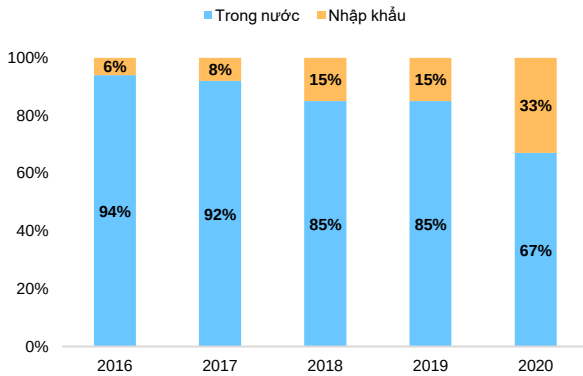
Trong Quý 1/2023, nhờ mặt bằng lãi suất tăng cao cùng lượng tiền mặt dồi dào, lãi tiền gửi ngân hàng của BSR đạt hơn 370 tỷ đồng, tương ứng tăng gần 2 lần so với cùng kỳ năm 2022.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh tiếp tục được kiểm soát tốt, đạt hơn 6,066 tỷ đồng trong năm 2022. Năng lực tài chính của doanh nghiệp ngày càng lớn mạnh khi tại **ngày 31/03/2023, Công ty không còn nợ vay tài chính dài hạn; nợ vay tài chính ngắn hạn giảm mạnh 36.8% so với đầu năm xuống 5,656 tỷ đồng**. Trong khi đó, giá trị tiền và tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 28,564 tỷ đồng, tăng 14.1% so với đầu năm.

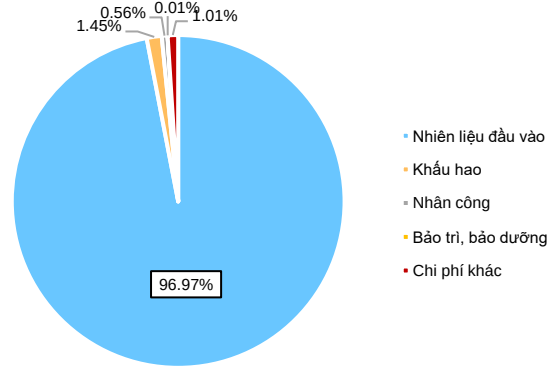
Chính phủ chấp thuận điều chỉnh đầu tư đối với Dự án NCMR NMLD Dung Quất

Ngày 5/5/2023, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà đã ký quyết định đồng ý chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất. Theo đó, tổng vốn của dự án NCMR NMLD Dung Quất sau điều chỉnh là 1,257 tỷ USD (tương đương 31,240 tỷ đồng); Nguồn vốn sẽ bao gồm 40% vốn chủ sở hữu, 60% vốn vay và BSR được xem xét điều chỉnh cơ cấu vốn chủ sở hữu/vốn vay cho phù hợp với thực tế. Dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ có vốn chủ sở hữu khoảng 503 triệu USD và vốn vay tương đương 754 triệu USD.

Cơ cấu dầu thô nguyên liệu đầu vào của BSR

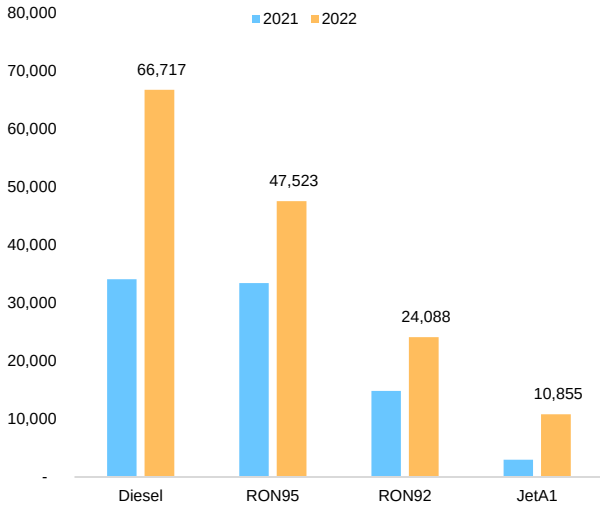


Chi phí sản xuất, kinh doanh theo yếu tố



Nguồn: BSR, PSI ước tính

Doanh thu các sản phẩm chính



Nguồn: BSR, PSI ước tính

Dự án NCMR NMLD Dung Quất dự kiến sẽ hoàn thành sau 37 tháng và đưa vào vận hành trong Quý I năm 2028. Sau khi NCMR sẽ mang lại những lợi ích lớn sau đây

- Linh hoạt trong sử dụng nguồn nguyên liệu:** nhà máy sau khi nâng cấp có khả năng chế biến được dải dầu thô rộng, từ hỗn hợp ngọt nhẹ, hàm lượng lưu huỳnh trong khoảng 0.12% cho đến hỗn hợp dầu thô nặng và chua hơn, có hàm lượng lưu huỳnh đến 0.34% khối lượng. **Có nghĩa là nhà máy có đủ năng lực chế biến các loại “dầu chua” nhập khẩu từ Trung Đông và nước ngoài với giá rẻ hơn nhiều loại “dầu ngọt” của mỏ Bạch Hổ.** Dầu thô hiện nay tại NMLD Dung Quất chiếm khoảng 90% tổng chi phí. Trong khi đó các nhà máy trên thế giới dùng dầu thô là dầu chua, nặng, chi phí giảm xuống chỉ còn 80%. Sau khi NCMR có thêm lợi thế cạnh tranh, lợi nhuận sẽ gia tăng đáng kể, giá thành xăng dầu cung cấp ra thị trường sẽ hợp lý hơn.
- Đáp ứng tiêu chuẩn khí thải mới:** hiện nay NMLD Dung Quất sản xuất ra các sản phẩm xăng dầu mới đạt tiêu chuẩn Euro 2, Euro 3. Sau khi NCMR, các loại sản phẩm sẽ đạt tiêu chuẩn Euro 5 đáp ứng được các tiêu chuẩn khí thải mới trong một số công ước quốc tế về môi trường.
- Gia tăng năng lực sản xuất và đa dạng hóa sản phẩm:** sau khi NCMR, sản lượng sản xuất sẽ được nâng từ 6.5 triệu tấn dầu thô/năm (tương đương 148,000 thùng/ngày) tại thời điểm này lên 8.5 triệu tấn dầu thô/năm (tương đương 171,000 thùng/ngày); trong đó sản lượng xăng các loại sẽ tăng từ 65.9 nghìn thùng các loại lên 79.7 nghìn thùng; dầu diesel sẽ tăng từ 53.2 nghìn thùng lên 59.2 nghìn thùng; nhiên liệu phản lực và dầu hoá tăng từ 5.5 nghìn thùng lên 13.1 nghìn thùng... Bên cạnh đó nhà máy có thêm những sản phẩm hóa dầu cần thiết cho nền kinh tế như: nhựa đường; các sản phẩm về nhựa; sợi sợi...

- **Gia tăng thị phần, góp phần bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia, đóng góp tích cực cho sự phát triển kinh tế - xã hội của Quảng Ngãi và khu vực miền Trung.** Trong bối cảnh thỏa thuận tái cấu trúc tài chính của các bên liên doanh Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSRP) vẫn chưa đạt, đang đẩy công ty này trước nguy cơ dừng hoạt động, việc NCMR NMLD Dung Quất sẽ góp phần tăng nguồn cung sản phẩm xăng, dầu trong nước, tăng cường, đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và đảm bảo năng lực cạnh tranh trên thị trường của BSR. Hiện tại nguồn cung trong nước đáp ứng được 80% nhu cầu toàn quốc, trong đó thị phần của Lọc dầu Nghi Sơn chiếm 30-35% thị phần, BSR chiếm 30% thị phần.

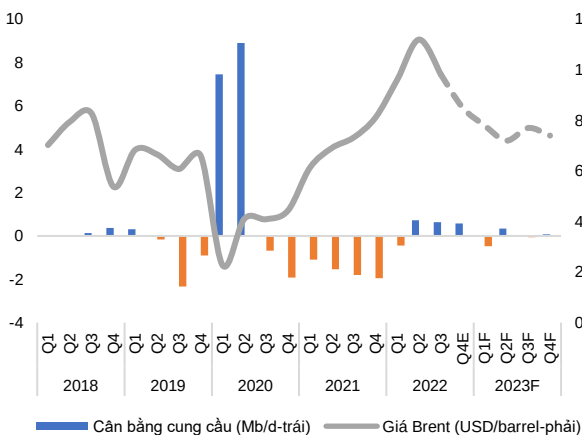
Những yếu tố cần lưu ý:

Giá dầu biến động khó lường cùng việc sụt giảm biên lợi nhuận của ngành lọc hóa dầu

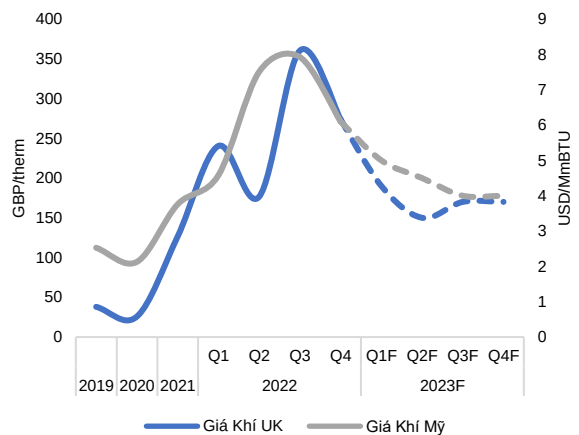
Chúng tôi cho rằng vùng giá 80 USD (Giá dầu Brent) là điểm cân bằng cung cầu ổn định. Nguồn cung dầu thô thế giới đã quay về gần mức trước dịch trong khi nhu cầu được dự báo sẽ giảm trong bối cảnh triển vọng kinh tế thế giới trong năm 2022 và 2023 không mấy tươi sáng do lạm phát, dịch bệnh và căng thẳng địa chính trị leo thang. **Giá khí đốt tại các khu vực được dự báo giảm từ 23-27% trong những tháng tới so với trung bình năm 2022.** Dự báo được đưa ra do:

1. Mức độ lấp đầy của kho dự trữ khí tại châu Âu đã ở mức cao 83.2%: Mức lưu trữ khí đốt hiện tại này ở châu Âu cao hơn 30% so với cùng kỳ năm ngoái và cao hơn khoảng 10% so với mức trung bình của 5 năm trước.
2. Các quốc gia Châu Âu cắt giảm 15% nhu cầu tiêu thụ khí tự nhiên do những tác động từ suy thoái kinh tế được dự báo ở một số nền kinh tế lớn châu Âu.

Cung cầu sẽ đạt cân bằng vào cuối 2023



Giá khí được dự báo sẽ giảm xuống trong 2023



Nguồn: EIA, OPEC, IEA PSI tổng hợp

Bảo trì định kỳ năm 2023

Trong năm 2023, BSR có kế hoạch bảo dưỡng định kỳ, trong thời gian đó công ty sẽ đóng cửa hoàn toàn nhà máy lọc dầu trong khoảng 50 ngày. Do đó, KQKD sẽ bị ảnh hưởng bởi công suất vận hành thấp hơn và chi phí phát sinh trong thời gian bảo làm cho sản lượng sản xuất và kinh doanh giảm khoảng 15%.

Ban lãnh đạo Lọc Hóa Dầu Bình Sơn sau khi làm việc và trao đổi với đối tác dự định sẽ dời kế hoạch bảo dưỡng sang năm 2024, qua đó giãn thời gian duy tu từ 3 năm thành 3.5 năm.

Ngoài ra, BSR quyết định sẽ nâng cao năng lực kỹ thuật, đảm bảo nhà máy vận hành an toàn để tiệm cận với yêu cầu quốc tế, qua đó trong lần kế tiếp kế hoạch duy tu sẽ là sau 4 năm.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BSR năm 2023 đạt lần lượt 128,444 tỷ đồng và 9,012 tỷ đồng, giảm lần lượt 23.1% và 37.4% YoY, tương ứng EPS dự phóng cho năm 2023 đạt 2,878 đồng.

Phương pháp	Kết quả (VNĐ)	Tỉ trọng
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFF)	30,697	25%
EV/EBITDA	29,819	25%
P/E	12,262	25%
P/B	14,927	25%
Trung bình	21,926	

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BSR. Giá mục tiêu là 21,926 đồng/cổ phiếu (upside 34.5% so với giá hiện tại), dựa trên các giả định chính:

- (1) Điều chỉnh giả định giá dầu bình quân năm 2023 về 80 USD/thùng và crack spread đối với sản phẩm xăng năm 2023 tại khu vực châu Á nằm trong vùng trung bình khoảng 12-14 USD/thùng khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước vẫn tiếp tục tăng trưởng và đảm bảo cho tiêu thụ sản phẩm nhà máy thuận lợi với sản lượng cao.
- (2) Dự án NCMR NMLD Dung Quất được Chính phủ chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư. Dự án sẽ giúp BSR giữ vững và duy trì năng lực cạnh tranh trên thị trường, tăng năng lực sản xuất sản phẩm xăng dầu trong nước, góp phần bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia, đóng góp tích cực cho sự phát triển kinh tế - xã hội.
- (3) BSR sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh với vị thế tiền mặt ròng dồi dào hơn 28,564 tỷ đồng vào cuối Quý 1 năm 2023 và doanh nghiệp không sử dụng đòn bẩy tài chính dài hạn, điều này sẽ giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao.



Phụ lục chỉ tiêu tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	101,080	167,171	128,444
Giá vốn hàng bán	93,371	151,281	119,599
Lợi nhuận gộp	7,699	15,890	8,845
Doanh thu hoạt động tài chính	1,015	1,664	2,285
Chi phí tài chính	619	920	639
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	1,188	1,421	1,092
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	6,907	15,213	9,399
Lợi nhuận khác	34	86	87
Lợi nhuận trước thuế	6,941	15,299	9,486
Lợi nhuận sau thuế	6,684	14,394	9,012
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	6,715	14,450	9,012
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(0)	(0)	0

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Tài sản ngắn hạn	44,544	57,779	64,477
I. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	20,535	25,025	35,258
II. Phải thu ngắn hạn	13,601	16,324	16,422
III. Hàng tồn kho	10,358	16,350	12,736
IV. Tài sản ngắn hạn khác	50	80	62
Tài sản dài hạn	22,251	20,017	18,029
I. Tài sản cố định	20,136	18,075	16,156
II. Tài sản dở dang dài hạn	1,206	1,275	1,205
III. Tài sản dài hạn khác	895	667	543
Tổng tài sản	66,796	77,796	82,505
Nợ phải trả	29,232	26,881	22,434
I. Nợ ngắn hạn	26,940	25,600	20,647
II. Nợ dài hạn	2,291	1,281	1,841
Vốn chủ sở hữu	37,564	50,915	59,902
1. Vốn điều lệ	31,005	31,005	31,005
2. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	6,562	14,376	23,298
3. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(0)	(0)	(0)
Tổng nguồn vốn	66,796	77,796	82,505

THÔNG TIN LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc
Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1,
Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba
Cu, Tp. Vũng Tàu

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng
Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này. Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán.

Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.