

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) [MUA +21,2%]

Cập nhật

Ngành:	Hóa dầu		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo:	17/05/2023	TT DT	65,3%	-25,1%	-21,8%	24,1%
Giá hiện tại:	16.500VND	TT LNST-CĐT	119,6%	-51,8%	2,9%	-10,0%
Giá mục tiêu:	19.300VND	LNST-CĐT (nghìn tỷ đồng)	14,7	7,1	7,3	6,6
Giá mục tiêu gần nhất:	20.500VND	Biên LN ròng	8,7%	7,3%	7,4%	5,4%
TL tăng:	+17,0%	P/E	3,5x	5,6x	7,0x	7,8x
Lợi suất cổ tức:	4,2%	P/B	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x
Tổng mức sinh lời:	+21,2%	EV/EBITDA	2,1x	2,9x	2,6x	2,9x



GT vốn hóa:	2,2 tỷ USD	BSR	Peers ¹	VNI	
Room KN:	152,9tr USD	P/E (trượt)	3,6x	9,4x	14,4x
GTGD/ngày (30n):	4,3tr USD	EV/EBITDA (hiện tại)	1,7x	9,1x	N/A
Cổ phần Nhà nước	92%	Nợ ròng/CSH	-43,5%	88,2%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	3.100tr	ROE	26,6%	24,0%	12,8%
Pha loãng:	3.100tr	ROA	19,4%	7,7%	2,0%

(1) Giá trị trung bình của các CT cùng ngành (trung bình 8 năm cho P/E & EV/EBITDA)

Tổng quan về công ty:
Được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6,5 triệu tấn/năm và đáp ứng 1/3 nhu cầu trong nước.

Bạch Chấn Mẫn
Chuyên viên

Sản lượng tăng nhưng crack spread giảm

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu xuống 19.300 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR). Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐT giai đoạn 2023-2032 (tương ứng -16%/-14%/+31% cho các năm 2023/2024/2025).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận chủ yếu do chúng tôi giảm dự phóng crack spread diesel (DO) và lùi dự báo dự án nâng cấp & mở rộng của BSR thêm 2 năm sang năm 2028. Tuy nhiên, việc dời bảo trì từ năm 2023 sang năm 2024 sẽ hỗ trợ sản lượng và lợi nhuận trong năm 2023.
- Chúng tôi dự báo LNST năm 2023 giảm khoảng 52% YoY còn 7,1 nghìn tỷ đồng do chúng tôi dự phóng crack spread sẽ hạ nhiệt từ mức cao trong năm 2022; tuy nhiên, lợi nhuận này vẫn cận với đỉnh chu kỳ trước (2017).
- Chúng tôi cho rằng BSR có định giá hấp dẫn với P/B dự phóng năm 2023 là 0,9 lần và P/E là 5,6 lần. BSR có triển vọng tích cực trong dài hạn do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam) dự báo mức tiêu thụ xăng dầu có diễn biến tích cực và do nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng 40% nhu cầu trong nước vào năm 2030 (so với mức 70% hiện tại).
- Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức cao hơn dự kiến; chuyển niêm yết sang sàn HOSE trong năm 2023.
- Rủi ro: Giá dầu biến động gây áp lực lên crack spread và dự phòng hàng tồn kho.

BSR được Chính phủ chấp thuận điều chỉnh vốn đầu tư của dự án nâng cấp và mở rộng xuống còn 1,26 tỷ USD, điều này có tác động tích cực đến dòng tiền của công ty. Theo kế hoạch ban đầu, dự án nâng cấp và mở rộng của BSR cần 1,8 tỷ USD vốn đầu tư và được thiết kế cho việc 1) nâng cấp sản phẩm để đáp ứng tiêu chuẩn EURO 5 và đa dạng hóa nguồn đầu vào, cũng như 2) mở rộng công suất hiện tại thêm 30% từ 148.000 thùng/ngày ngày lên 192.000 thùng/ngày và sản xuất các sản phẩm mới như nhựa đường. Tuy nhiên, trong quá trình triển khai, kế hoạch này gặp rất nhiều khó khăn. Do đó, BSR và Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đề xuất một số điều chỉnh, đã được phê duyệt vào ngày 5/5/2023. Vốn đầu tư mới cho dự án sẽ là 1,26 tỷ USD. Thay vì tăng lên 192.000 thùng/ngày, dự án sẽ chỉ mở rộng công suất lên 171.000 thùng/ngày (+15%). Vốn đầu tư và công suất phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. BSR dự kiến đưa dự án này vào hoạt động vào quý 1/2028; do đó, chúng tôi lùi dự báo về việc đưa công suất mới vào vận hành thương mại thêm 2 năm từ năm 2026 sang năm 2028.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định crack spread diesel năm 2023 và giữ nguyên các giá định crack spread của xăng. Trong quý 1/2023, crack spread diesel trung bình của BSR là 14,5 USD/thùng (+102% YoY), thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh giảm 25% dự báo crack spread của diesel năm 2023 từ 20 USD/thùng xuống 15 USD/thùng (-33% YoY) do tác động

không đáng kể từ các lệnh trừng phạt của EU đối với Nga cũng như rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, giá dầu diesel có xu hướng phục hồi trong nửa cuối năm nay, theo BSR và Wood Mackenzie. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng chênh lệch cung cầu xăng dầu sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023 ở mức 1,9 triệu thùng mỗi ngày, tương tự như mức chênh lệch cung cầu vào năm 2022. Mặt khác, crack spread xăng A92 và A95 trong quý 1/2023 cao hơn dự báo trung bình cả năm của chúng tôi lần lượt là 21% và 31%. Do đó, chúng tôi duy trì giả định crack spread ở mức 10-11 USD/thùng.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	167.124	125.197	97.961	121.610	Tiền và tương đương	22.853	31.757	37.245	42.824
Giá vốn hàng bán	-151.027	-116.460	-89.507	-113.703	Đầu tư TC ngắn hạn	2.172	2.172	2.172	2.172
Lợi nhuận gộp	16.096	8.737	8.455	7.907	Các khoản phải thu	16.553	11.431	9.044	11.117
Chi phí bán hàng	-909	-1.187	-1.266	-1.587	Hàng tồn kho	16.809	10.210	7.357	7.788
Chi phí quản lý DN	-515	-409	-481	-603	TS ngắn hạn khác	84	84	84	84
LN thuần HĐKD	14.673	7.141	6.707	5.717	Tổng TS ngắn hạn	58.471	55.654	55.902	63.985
Doanh thu tài chính	1.750	3.211	1.629	1.892	TS dài hạn (gộp)	49.668	54.789	61.036	67.283
Chi phí tài chính	-923	-2.550	-294	-374	- Khấu hao lũy kế	-30.318	-32.539	-34.761	-36.979
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-253</i>	<i>-444</i>	<i>-294</i>	<i>-374</i>	TS dài hạn (ròng)	19.350	22.250	26.275	30.304
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	10	10	10	10
Lợi nhuận/(chi phí) khác	86	14	0	0	TS dài hạn khác	657	657	657	657
LNTT	15.586	7.817	8.042	7.235	Tổng TS dài hạn	20.017	22.917	26.942	30.971
Thuế TNDN	-916	-782	-804	-723	Tổng Tài sản	78.488	78.571	82.843	94.956
LNST trước CĐTS	14.669	7.035	7.238	6.511	Phải trả ngắn hạn	14.836	8.296	6.376	8.099
Lợi ích CĐ thiểu số	56	56	56	56	Nợ ngắn hạn	8.954	6.172	4.744	6.026
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	14.726	7.091	7.294	6.568	Nợ ngắn hạn khác	2.225	2.217	2.210	2.216
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	14.496	9.173	7.294	6.568	Tổng nợ ngắn hạn	26.015	16.685	13.330	16.342
EBITDA	16.865	9.362	8.930	7.934	Nợ dài hạn	0	3.560	7.120	10.679
EPS báo cáo, VND	4.750	2.287	2.353	2.118	Nợ dài hạn khác	1.282	2.271	1.271	2.471
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.675	2.958	2.353	2.118	Tổng nợ	27.298	22.515	21.720	29.492
EPS pha loãng, VND	4.675	2.958	2.353	2.118	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	700	700	700	700	Vốn cổ phần	31.005	31.005	31.005	31.005
DPS/EPS (%)	15,0%	23,7%	29,8%	33,0%	Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
(1) EPS sau lỗ tỷ giá và tiền thưởng & phúc lợi					Lợi nhuận giữ lại	14.652	19.573	24.696	29.094
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Vốn khác	5.599	5.599	5.599	5.599
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	-65	-122	-178	-235
Tăng trưởng doanh thu	65,3%	-25,1%	-21,8%	24,1%	Vốn chủ sở hữu	51.190	56.055	61.122	65.463
Tăng trưởng LN HĐKD	124,2%	-51,3%	-6,1%	-14,8%	Tổng cộng nguồn vốn	78.488	78.571	82.843	94.956
Tăng trưởng LNTT	123,4%	-49,8%	2,9%	-10,0%	SL CP lưu hành cuối năm (tr)	3.100	3.100	3.100	3.100
Tăng trưởng EPS, báo cáo	119,6%	-51,8%	2,9%	-10,0%					
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	9,6%	7,0%	8,6%	6,5%	Tiền đầu năm	16.346	22.853	31.757	37.245
Biên LN từ HĐ %	8,8%	5,7%	6,8%	4,7%	Lợi nhuận sau thuế	14.726	7.091	7.294	6.568
Biên EBITDA	10,1%	7,5%	9,1%	6,5%	Khấu hao	2.192	2.221	2.222	2.218
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,7%	7,3%	7,4%	5,4%	Thay đổi vốn lưu động	-9.417	5.172	3.315	-775
ROE %	33,2%	13,2%	12,4%	10,3%	Điều chỉnh khác	-413	990	-1.000	1.200
ROA %	20,0%	11,7%	9,0%	7,4%	Tiền từ hoạt động KD	7.088	15.474	11.831	9.211
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-220	-5.121	-6.247	-6.247
Số ngày tồn kho	32,8	42,3	35,8	24,3	Đầu tư, ròng	2.915	0	0	0
Số ngày phải thu	33,0	40,8	38,1	30,3	Tiền từ HĐ đầu tư	2.695	-5.121	-6.247	-6.247
Số ngày phải trả	29,3	36,2	29,9	23,2	Cổ tức đã trả	-1.347	-2.170	-2.170	-2.170
TG luân chuyển tiền	36,4	46,9	44,0	31,3	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-943	3.560	3.560	3.560
CS thanh toán hiện hành	2,2	3,3	4,2	3,9	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-875	-2.782	-1.429	1.282
CS thanh toán nhanh	1,6	2,7	3,6	3,4	Tiền từ các hoạt động TC khác	-100	-56	-56	-56
CS thanh toán tiền mặt	0,9	1,9	2,8	2,6	Tiền từ hoạt động TC	-3.265	-1.449	-96	2.615
Nợ/Tài sản	11,4%	12,4%	14,3%	17,6%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	6.518	8.904	5.488	5.579
Nợ/Vốn sử dụng	14,9%	14,8%	16,3%	20,3%	Tiền cuối năm	22.853	31.757	37.245	42.824
Nợ/Vốn CSH	-28,7%	-40,6%	-42,7%	-41,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	58,0	16,1	22,8	15,3					

Nguồn: BSR, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Bạch Chấn Mẫn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TAM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán
– Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135
- Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Bản Việt 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 Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.