BAOVIET Securities

Ngành Dầu khí

Báo cáo cập nhật

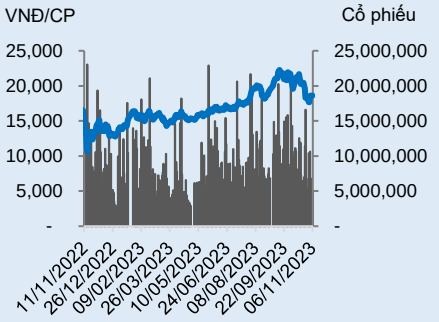
Tháng 11, 2023

Khuyến nghị	**NEUTRAL**
Giá kỳ vọng (VNĐ)	**20.300**
Giá thị trường (06/11/2023)	18.600
Lợi nhuận kỳ vọng	9,1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	10.584-22.264
Vốn hóa	57.669 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	3.100.499.616
KLGD bình quân 10 ngày	8.678.574
% sở hữu nước ngoài	0,94%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	700
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,8%
Beta	1,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BSR	39,2%	-10,9%	-7,0%	16,6%
UpcomIndex	17,5%	-2,7%	-8,8%	4,9%

Chuyên viên phân tích

Đỗ Long Khánh

(84 24) 3928.8080 ext 209

khanhdl@bvsc.com.vn

CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn

Mã giao dịch: BSR Reuters: BSR.HNO Bloomberg: BSR VN Equity

Doanh thu giảm mạnh trong 2024 do hoạt động bảo dưỡng

Kết quả kinh doanh 9T2023: Giảm từ mức nền cao. Doanh thu có sự sụt giảm mạnh khi chỉ đạt 105 nghìn tỷ đồng (-16,8% yoy) do giá dầu đã giảm 24% so với cùng kỳ. Mặc dù lợi nhuận tài chính tăng 167,9% lên 895 tỷ đồng do lượng tiền gửi gia tăng, tuy nhiên vẫn không bù đắp được tác động tiêu cực do diễn biến của crack spread, khiến lợi nhuận sau thuế giảm mạnh, chỉ còn đạt 6,2 nghìn tỷ đồng (-52% yoy).

Crack spread ước giảm 15% yoy trong 4Q23. Giá dầu dự kiến neo ở quanh 90USD/thùng (+2,3% yoy) trong Q4 do địa chính trị bất ổn tại Trung Đông, và nguồn cung thiếu hụt do cắt giảm sản lượng sẽ hỗ trợ cho crack spread. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng crack 3-2-1 nhiều khả năng có xu hướng giảm, chủ yếu do giá Diesel giảm khi nguồn cung đang dồi dào hơn. Tính đến hết tháng 10, crack spread của Diesel giảm 32% so với trung bình Q3/2023. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý về khả năng giá diesel có thể tăng trở lại khi thời tiết lạnh hơn tại Trung Quốc, đặc biệt nếu quốc gia này lặp lại các biện pháp hạn chế xuất khẩu các sản phẩm dầu như mùa đông năm 2022, có thể giúp crack giảm thấp hơn mức dự tính.

Crack spread sẽ tiếp tục giảm trong năm 2024. Xu hướng giảm của crack spread sẽ rõ ràng hơn trong giai đoạn 2024-2025 do sự gia tăng mạnh của các nhà máy lọc dầu mới trong giai đoạn cuối năm 2022 và năm 2023 làm tăng nguồn cung sản phẩm tinh chế, đặc biệt là diesel *(các nhà máy sẽ mất khoảng 6 tháng chạy thử trước khi chạy chính thức)*.

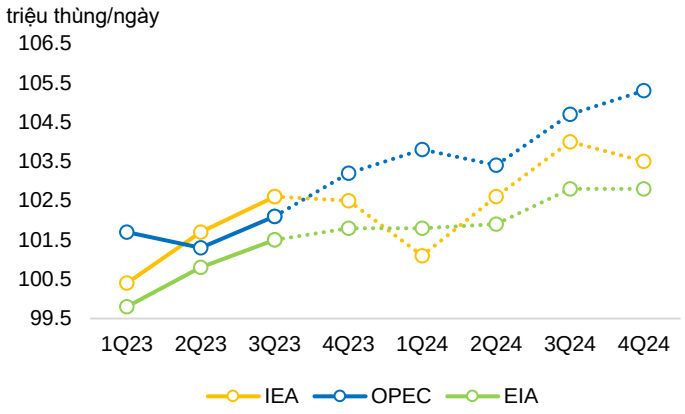
Bảo dưỡng định kì khiến doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2024. Theo kế hoạch, việc bảo dưỡng tổng thể nhà máy lần 5 sẽ diễn ra trong vòng 52 ngày từ tháng 3 đến tháng 4/2024, khiến tổng doanh thu ước tính cả năm 2024 giảm 16,5% so với cùng kì.

Kì vọng niêm yết HOSE trong Q1/2024 giúp hỗ trợ giá cổ phiếu. Hiện tại BSR đang nỗ lực làm việc với các cơ quan có thẩm quyền để gỡ các vướng mắc liên quan đến tiêu chí niêm yết. Việc niêm yết trên HOSE sẽ giúp nâng cao tính minh bạch, tăng khả năng tiếp cận với các nhà đầu tư lớn (cả trong và ngoài nước).

Công suất được nâng lên 15% từ năm 2028. Dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã được chấp thuận sẽ giúp biên lợi nhuận được cải thiện đáng kể nhờ: **(1)** đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào; và **(2)** gia tăng sản lượng các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận tốt (RON95 và Jet A1).

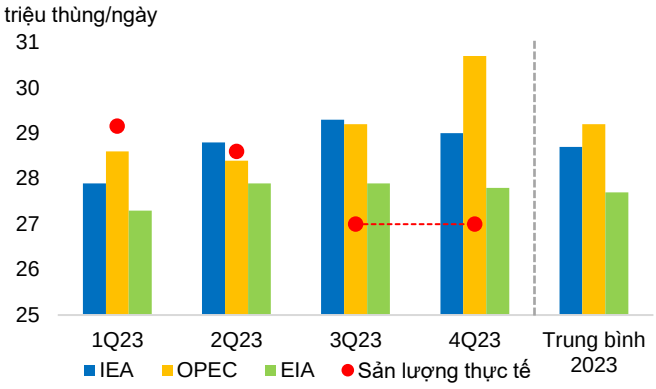
Định giá và khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi tăng dự phóng LNST lên 22% so với đầu năm, tuy nhiên điều chỉnh giảm EV/EBITDA từ 5,0x xuống 4,8x do phản ánh kì vọng doanh thu giảm mạnh trong 1Q24. Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL**, với giá mục tiêu là **20.300 đồng/cổ phiếu**, tương ứng upside 9,1%.

Nhu cầu dầu thô được các tổ chức dự báo tăng lên 1 triệu thùng/ngày trong 2H23, và tiếp tục tăng trong 2024



Nguồn: IEF

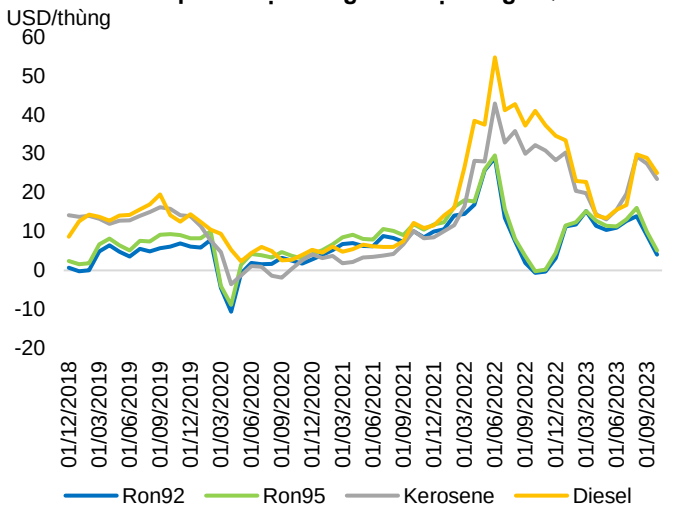
Nguồn cung sẽ thiếu hụt 2 triệu thùng/ngày trong 4Q23 nếu OPEC duy trì sản lượng như tháng 8



Nguồn: IEF

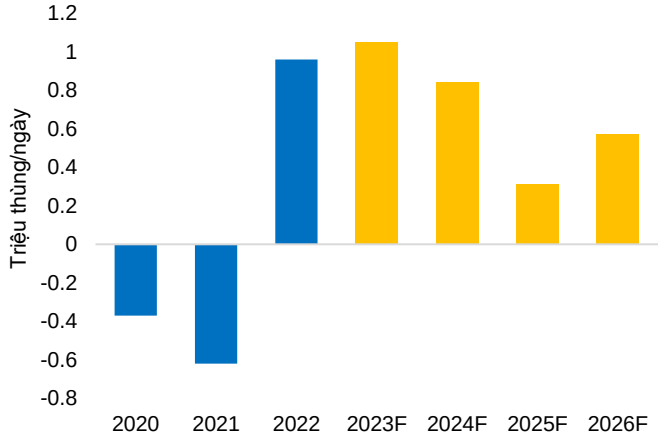
Biểu đồ thể hiện sản lượng OPEC cần bù đắp để đảm bảo nhu cầu theo dự phóng của 3 tổ chức.

Crack spread dự kiến giảm nhẹ trong 4Q2023



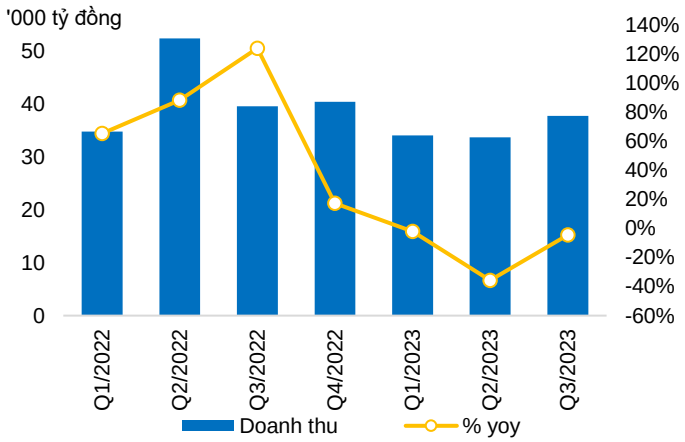
Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Tuy nhiên công suất lọc dầu tăng mạnh trong năm 2023 sẽ khiến crack spread năm 2024 giảm dần



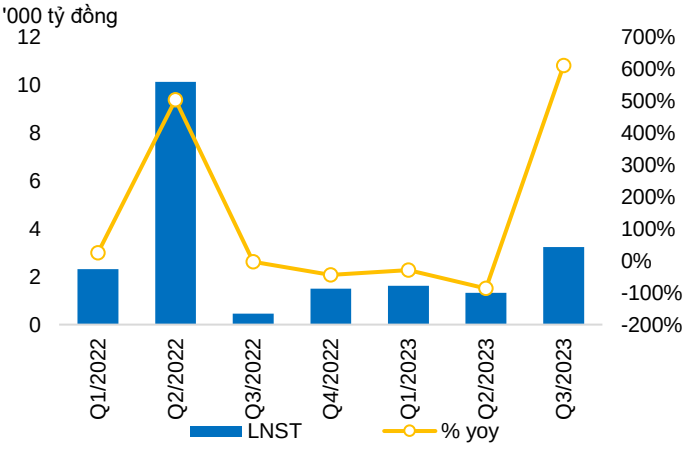
Nguồn: IEF

Doanh thu sụt giảm do giá dầu giảm so với cùng kỳ



Nguồn: BSR, BVSC tổng hợp

Lợi nhuận tăng trưởng do gia tăng lãi tiền gửi



Nguồn: BSR, BVSC tổng hợp

Kết quả kinh doanh năm 9T2023: Giảm từ mức nền cao

Bảng 1: KQKD 9 tháng đầu năm 2023 của BSR

Đơn vị: Tỷ đồng	9T2022	9T2023	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2023	
Sản lượng tiêu thụ ('000 tấn)	5.503	5.266*	-4,3%		Nhà máy hiện đang hoạt động 110% công suất để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước.
Doanh thu	**126.741**	**105.491**	**-16,8%**	**80.043**	Do giá dầu giảm từ nền cao trong năm 2022, khiến giá các sản phẩm lọc dầu cũng giảm tương ứng.
- Diesel DO	48.819	40.157	-17,7%		
- Mogas 95	37.430	29.981	-19,9%		
- Mogas 92	18.940	15.315	-19,1%		
- Kerosene/Jet A1	7.963	8.113	1,9%		Thị trường hàng không quốc tế hồi phục, nhu cầu đi lại gia tăng giúp lượng nhiên liệu bay tăng mạnh so với cùng kì. Tính riêng trong 1H, sản lượng tiêu thụ đạt 261 nghìn tấn (+40,1% yoy).
- LPG	7.423	5.449	-26,6%		
- Khác	6.145	6.476	5,4%		
Giá vốn hàng bán	**112.554**	**98.411**	**-12,6%**		
- Diesel DO	42.027	35.164	-16,3%		
- Mogas 95	33.434	28.239	-15,5%		
- Mogas 92	16.851	14.725	-12,6%		
- Kerosene/Jet A1	6.816	6.623	-2,8%		
- LPG	6.717	5.906	-12,1%		
- Khác	6.709	7.753	15,6%		
Lợi nhuận gộp	**14.164**	**7.080**	**-50,0%**		Crack spread giảm mạnh, với mức giảm cho Diesel, Xăng Ron92, Ron95, Jet A1 lần lượt là -35,9%; -20,1%; -22,7%; -19,4%. Nguyên nhân đến từ: **(1)** mức tiêu thụ của thị trường Trung Quốc yếu hơn kì vọng; và **(2)** các nhà máy lọc dầu trong khu vực hoạt động với hiệu suất cao.
Chi phí SG&A	-876	-1.061	21,2%		
Lợi nhuận tài chính	334	895	168,0%		Lợi nhuận tài chính tăng mạnh do tăng tiền gửi ngân hàng. Doanh thu tiền gửi đạt 1.176 tỷ đồng (+92,7% yoy).
Lợi nhuận khác	56	24	-58,1%		
LNST	**12.899**	**6.184**	**-52,1%**	**7.034**	

**số liệu ước tính* *Nguồn: Dữ liệu công ty*

Dự báo kết quả kinh doanh 2023

Bảng 2: Dự phóng KQKD 2023 của BSR

Đvt: tỷ VNĐ	2022A	2023F	%yoy	Thay đổi so với dự phóng cũ	Cơ sở dự báo
Doanh thu	**167.126**	**133.652**	**-20,0%**	**8,3%**	- Khối lượng tiêu thụ giảm còn 6,9 triệu tấn (-0,2% yoy). - Giá dầu brent duy trì ở mức trung bình 85 USD/thùng (-14,1% yoy), cao hơn so với dự phóng cũ là 82 USD/thùng. - Crack spread đối với dầu Diesel giảm thấp hơn so với kì vọng đầu năm.
- Diesel DO	66.986	51.985	-22,4%	11,4%	- Ước tính sản lượng tiêu thụ giảm 0,3% so với cùng kì. - Crack spread giảm 37,6% yoy.
- Mogas 95	47.523	35.024	-26,3%	6,7%	- Crack spread giảm 15,0% yoy.
- Mogas 92	24.088	20.214	-16,1%	4,8%	- Crack spread giảm 12,5% yoy.
- Kerosene/Jet A1	10.855	10.529	-3,0%	12,0%	- Crack spread giảm 22,5% yoy.
- LPG	9.293	9.492	2,1%	12,9%	
- Khác	8.381	6.407	-23,6%	-6,4%	
Giá vốn hàng bán	**-151.027**	**-124.549**	**-17,5%**	**-207,8%**	
Lợi nhuận gộp	**16.096**	**9.102**	**-43,5%**	**16,1%**	
Chi phí SG&A	-1.424	-1.470	3,3%	-203,7%	
Lợi nhuận tài chính	827	1.553	87,7%	372,0%	- Thu nhập lãi tăng 36,4% yoy nhờ danh mục tiền gửi tăng 360%.
Lợi nhuận khác	86	52	-39,1%	0,0%	
LNST	**14.669**	**8.333**	**-43,2%**	**22,0%**	
LNST công ty mẹ	14.726	8.127	-44,8%	18,9%	

Nguồn: BVSC dự phóng

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh						
Đơn vị (tỷ VNĐ)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Doanh thu	57.959	101.080	167.124	133.358	111.412	119.744
Giá vốn	-60.184	-93.381	-151.027	-124.548	-105.759	-115.255
Lợi nhuận gộp	-2.225	7.699	16.096	8.810	5.653	4.489
Chi phí bán hàng và QLDN	-821	-1.188	-1.424	-1.467	-1.161	-1.195
Doanh thu tài chính	666	1.015	1.750	2.167	1.762	1.770
Chi phí tài chính	-498	-619	-923	-619	-578	-593
Lợi nhuận sau thuế CĐCT mẹ	-2.819	6.716	14.726	8.127	5.493	4.351

Bảng cân đối kế toán						
Đơn vị (tỷ VNĐ)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Tiền & khoản tương đương tiền	12.793	16.346	22.853	20.004	16.721	19.620
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.814	13.601	16.553	16.378	13.908	15.014
Hàng tồn kho	8.387	10.358	16.809	17.010	12.645	14.122
Tài sản cố định hữu hình	22.093	19.918	17.885	17.932	19.528	19.680
Tổng tài sản	55.895	66.796	78.488	84.915	69.603	76.660
Nợ ngắn hạn	20.407	26.940	26.015	32.378	19.205	28.650
Nợ dài hạn	4.423	2.291	1.282	1.363	1.349	1.336
Vốn chủ sở hữu	31.065	37.564	51.190	51.174	49.050	46.674
Tổng nguồn vốn	55.895	66.796	78.488	84.915	69.603	76.660

Chỉ số tài chính						
Chỉ tiêu	**2020**	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Chỉ tiêu tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu	-43,63%	74,40%	65,34%	-20,20%	-16,46%	7,48%
Tăng trưởng LNST	-196,75%	-338,21%	119,28%	-44,81%	-32,41%	-20,80%
Chỉ tiêu sinh lời						
Lợi nhuận gộp biên	-3,84%	7,62%	9,63%	6,61%	5,07%	3,75%
Lợi nhuận thuần biên	-4,86%	6,64%	8,81%	6,09%	4,93%	3,63%
ROA	-5,15%	10,95%	20,27%	9,95%	7,11%	5,95%
ROE	-8,66%	19,57%	33,18%	15,88%	10,96%	9,09%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0,23	0,16	0,16	0,03	0,16	0,13
Tổng nợ/Tổng VCSH	0,42	0,29	0,24	0,06	0,23	0,22
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần						
EPS (đồng/cổ phần)	-909	2.166	4.750	2.621	1.772	1.403
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.019	12.115	16.510	16.505	15.820	15.054

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Đỗ Long Khánh,** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ 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 những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh
Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng
Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương
Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa
Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh
Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm
Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương
Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888