

## Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR: UPCOM)

Ngày báo cáo: **23/10/2023**

NGÀNH: **NGÀNH DẦU KHÍ**

PGĐ PTCP: **Đào Minh Châu, CFA**

Email: **chaudm@ssi.com.vn**

SĐT: **+84 – 28 3636 3688 ext. 3052**

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu 1Y: **21.600 Đồng/cp**

Giá CP ngày 23/10/2023: **20.400 Đồng/cp**

% Tăng giá: **+5,9%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): **2.615**

Giá trị vốn hoá (tỷ VND): **64.180**

Số cổ phiếu lưu hành (triệu): **3.101**

KLGD trung bình 3 tháng (cp): **10.589.130**

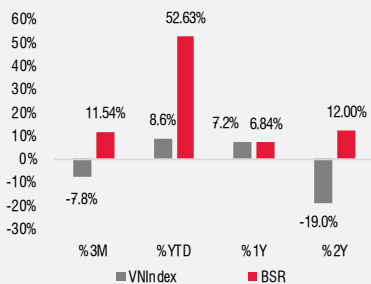
Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): **22,7/9,9**

GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): **214**

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): **0**

Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): **49**

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR) được thành lập năm 2008 và chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2018. Công ty là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất với công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày. Công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam.

## Lợi nhuận trong quý 4 có thể sẽ thấp hơn so với mức cao đạt được trong quý 3

**Lợi nhuận Q3/2023 đạt mức cao nhất kể từ giữa năm 2022 nhờ chênh lệch giá crack mở rộng.** Theo kết quả sơ bộ được công bố tại cuộc họp với chuyên viên phân tích gần đây, doanh thu của BSR trong 3 quý đầu năm 2023 ước tính giảm 16% svck đạt xuống 106,1 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ròng ước đạt 5,7 nghìn tỷ đồng, giảm 64% svck từ mức nền cao trong năm trước. Sản lượng tiêu thụ trong 3 quý đầu năm ước đạt khoảng 5.235 triệu tấn, tăng 1,5% svck.

Riêng trong quý 3, doanh thu và sản lượng tiêu thụ trong Q3/2023 sẽ đi ngang ở mức 38,4 nghìn tỷ đồng (giảm 3% svck) và 1,71 triệu tấn (tăng 1,6% svck). Tuy nhiên, lợi nhuận ròng Q3/2023 ước tính tăng 6 lần so với cùng kỳ và 107% so với quý trước đạt 2,7 nghìn tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, ước tính này đã bao gồm khoản dự phòng hàng tồn kho khoảng 500 tỷ đồng sau khi giá dầu điều chỉnh giảm từ mức đỉnh năm 2023 trong tháng 9 và kết quả thực tế có thể tốt hơn dự tính.

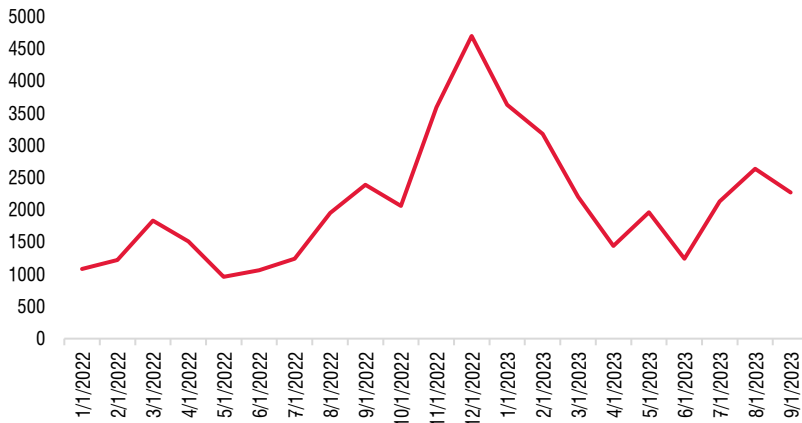
Lợi nhuận trong Q3/2023 là mức cao thứ 2 từ trước đến nay, có thể là do chênh lệch giá crack nới rộng trong quý gần đây nhất, do nhu cầu phục hồi cùng với lượng hàng tồn kho thấp trên quy mô toàn cầu.

**Lợi nhuận quý 4 sẽ vẫn ở mức tốt, nhưng nhiều khả năng giảm so với mức nền cao trong quý 3 do chênh lệch giá crack đã thu hẹp:** Chênh lệch giá crack trong khu vực đã điều chỉnh về mức 14 USD/thùng so với mức trung bình 21 USD/thùng trong quý 3. Biên độ giá crack của BSR thường thấp hơn so với chênh lệch giá crack trong khu vực do giá đầu vào của công ty cao hơn so với dầu thô Brent. Công ty mua khoảng 72% từ nguồn trong nước, trong đó 30% từ mỏ Bạch Hổ.

Theo dự báo của các tổ chức lớn (MC và Platts), mức chênh lệch giá crack trong quý 4 có thể sẽ dao động quanh mức hiện tại.

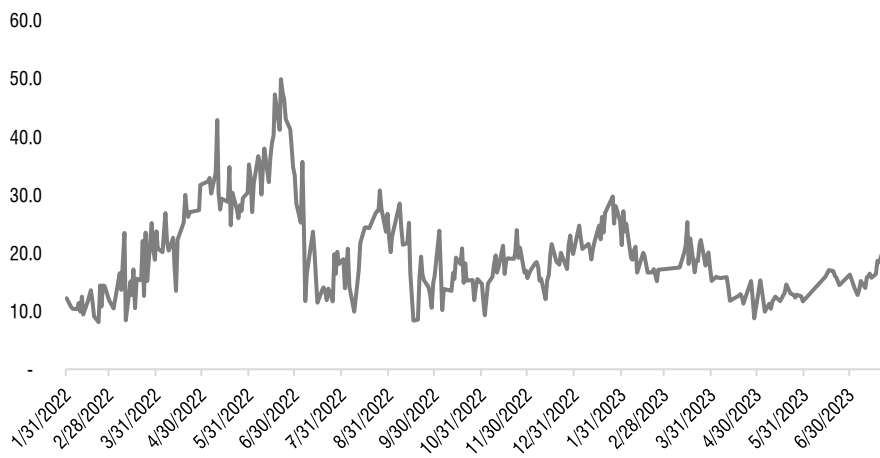
Giá dầu cũng được dự đoán sẽ duy trì ở mức cao khoảng 90 USD/thùng trong quý nhờ việc OPEC+ kéo dài thời gian cắt giảm sản lượng, nhu cầu cao hơn và lo ngại về xung đột giữa Israel - Hamas. Tuy nhiên, giá dầu sẽ chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố bất định về kinh tế, địa chính trị nên sẽ còn biến động trong năm tới.

**Sản lượng xuất khẩu xăng dầu Trung Quốc tăng là yếu tố cần theo dõi:** Theo Reuters, Trung Quốc đã xuất khẩu lần lượt 9,9 triệu tấn và 10,8 triệu tấn xăng và dầu diesel trong 3 quý đầu năm 2023, tăng 19,9% và 118% svck. Điều này cũng góp phần dẫn đến sự thu hẹp chênh lệch giá crack gần đây, đặc biệt đối với xăng khi sản lượng xuất khẩu trong tháng 9 tăng 65% svck. Trung Quốc đã tận dụng lợi thế nhập khẩu dầu rẻ hơn từ các quốc gia bị phương Tây áp lệnh trừng phạt (như Iran, Nga và Venezuela), với tổng khối lượng trung bình được ước tính vào khoảng 2,77 triệu thùng/ngày trong ba quý đầu năm 2023 – chiếm 25% khối lượng nhập khẩu của Trung Quốc trong kỳ, so với 21% trong năm 2022 và 12% trong năm 2020.

**Khối lượng xuất khẩu dầu diesel và xăng của Trung Quốc (nghìn tấn)**

Nguồn: Bloomberg

**Việc niêm yết trên sàn HOSE khó có thực hiện trong năm 2023:** BSR vẫn đang làm việc với UBCKNN về vấn đề nợ quá hạn của công ty con BSR-BF để chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE. Công ty có thể cân nhắc thực hiện thủ tục giải thể công ty con để loại trừ kết quả kinh doanh khỏi báo cáo tài chính hợp nhất, tuy nhiên phương án này cũng khá phức tạp vì cần có đơn vị định giá độc lập và xác nhận của đơn vị kiểm toán.

**Chênh lệch giá crack (USD/tấn)**

Nguồn: Bloomberg, SSI tổng hợp

**Ước tính lợi nhuận**

Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính lợi nhuận ròng năm 2023 từ 6,4 nghìn tỷ đồng lên 6,95 nghìn tỷ đồng (giảm 52,8% svck) do kết quả kinh doanh Q3/2023 cao hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo lợi nhuận ròng năm 2024 ở mức 5,84 nghìn tỷ đồng (giảm 16% svck) với giả định sản lượng tiêu thụ giảm 14% svck đạt 6,1 triệu tấn do đợt bảo trì tổng thể kéo dài 50 ngày bắt đầu từ tháng 3/2024 và chênh lệch giá crack giảm khoảng 1,50 USD/thùng svck trong năm 2024.

**Định giá và luận điểm đầu tư**

BSR đang giao dịch ở mức P/E và EV/EBITDA dự phóng năm 2024 lần lượt là 10,7x và 4,0x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** và giá mục tiêu 1 năm là **21.600 đồng/cổ phiếu** dựa trên P/E và EV/EBITDA 2024 mục tiêu lần lượt là 10x và 5x. Trong ngắn hạn, giá cổ phiếu có thể chịu áp lực do biên độ chênh lệch giá crack thu hẹp. Tuy nhiên, giá dầu dự kiến sẽ vẫn ở mức cao trong quý 4 do chính sách cắt giảm sản lượng của OPEC+ kéo dài đến cuối năm và mức tiêu thụ dầu phục hồi, điều này có thể hỗ trợ cho giá cổ phiếu BSR.

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô  
trinhhtt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu  
tranglh1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu  
chaunbm@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Dầu khí

#### Đào Minh Châu, CFA

Phó giám đốc  
chaudm@ssi.com.vn  
SĐT: +84 – 28 3636 3688 ext. 3052

### Dữ liệu

#### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ  
viettt@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ  
thunta2@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
baongq1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiều, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư  
hieuhht1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư  
chauttb@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043