

Ngành Dầu khí

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2023

Mã giao dịch: BSR

Reuters:BSR.HNO

Bloomberg: BSR VN Equity

Sản lượng sụt giảm mạnh do thực hiện bảo dưỡng

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **18.020**

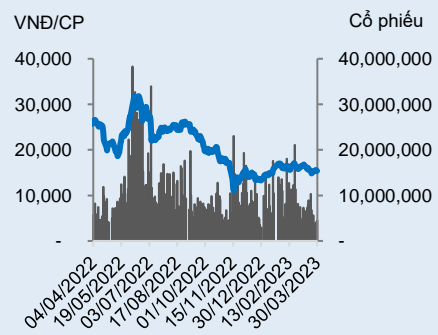
Giá thị trường (30/3/2023) 15.400

Lợi nhuận kỳ vọng 17%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	10.991-31.801
Vốn hóa	47.779 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	3.100.499.616
KLGD bình quân 10 ngày	4.636.645
% sở hữu nước ngoài	0,52%
Room nước ngoài	8,39%
Giá trị cổ tức/cổ phần	300
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2%
Beta	2,1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BSR	11,1%	-5,9%	15,4%	-23,8%
UpcomIndex	5,6%	0,9%	7,9%	-7,2%

Crack spread giảm 50% so với cùng kỳ, nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao.

Chúng tôi cho rằng crack spread sẽ giảm mạnh so với năm 2022 do: **(1)** rủi ro suy thoái toàn cầu khiến nhu cầu các sản phẩm lọc dầu sụt giảm; và **(2)** công suất lọc dầu gia tăng do Trung Quốc mở cửa trở lại, cung cầu trở về mức cân bằng. Tuy vậy, mức crack spread dự phóng là 20 USD/thùng vẫn sẽ cao hơn khoảng 50% so với giai đoạn năm 2019-2020.

Sản lượng sụt giảm 15% do thực hiện bảo dưỡng.

Theo kế hoạch, lần bảo dưỡng năm nay sẽ diễn ra từ tháng 4-5, trong thời gian 52 ngày. Việc bảo dưỡng sẽ làm lượng thành phẩm sụt giảm tương ứng khoảng 950 nghìn tấn (tương ứng giảm 14,5% yoy theo tính toán của BVSC). Điều này sẽ khiến doanh thu trong Q2/2023 có thể bị sụt giảm trên 50% so với cùng kỳ do có nền so sánh cao.

Dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất vẫn đang trong quá trình xin phép.

Dự kiến dự án sẽ hoàn thành trong năm 2028 nếu sớm được phê duyệt trong năm nay. Khi hoàn thiện, kì vọng dự án sẽ giúp nâng công suất thêm 15%, gia tăng chất lượng sản phẩm theo đúng nhu cầu và quy định của thị trường.

Cổ tức tiền mặt dự kiến 5-7% trong năm 2023.

Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng mức trả cổ tức của BSR sẽ không cao, duy trì trong khoảng 3-5% do nhu cầu về vốn lớn cho dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất.

Động lực cho cổ phiếu từ việc chuyển sản.

BSR hiện vẫn đang làm việc với cơ quan niêm yết để làm rõ điều kiện liên quan đến khoản nợ quá hạn. Nếu niêm yết thành công, đây sẽ là thông tin tích cực đối với cổ phiếu BSR trong trung và dài hạn khi có thể thu hút thêm sự chú ý từ các quỹ đầu tư nước ngoài, gia tăng dòng tiền cho doanh nghiệp.

Định giá và khuyến nghị

Ước tính EBITDA năm 2023 là 9.255 tỷ VNĐ (-48% yoy), sử dụng phương pháp định giá so sánh EV/EBITDA, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là **18.020 VNĐ/cp**, tương ứng upside là 17% so với giá đóng cửa ngày 30/3/2023.

Chuyên viên phân tích

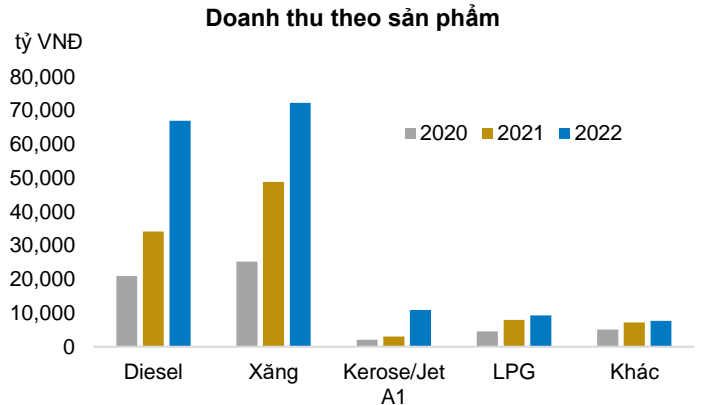
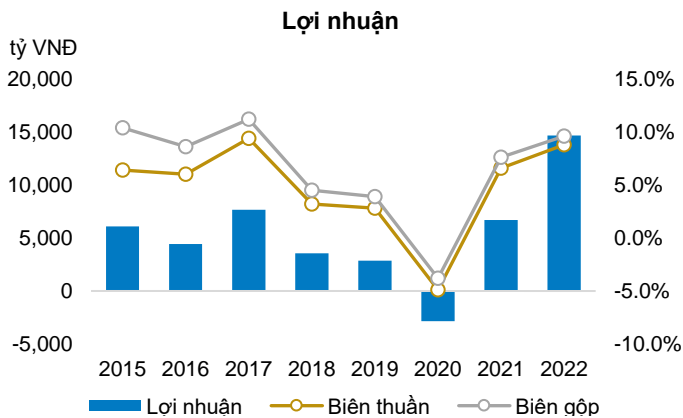
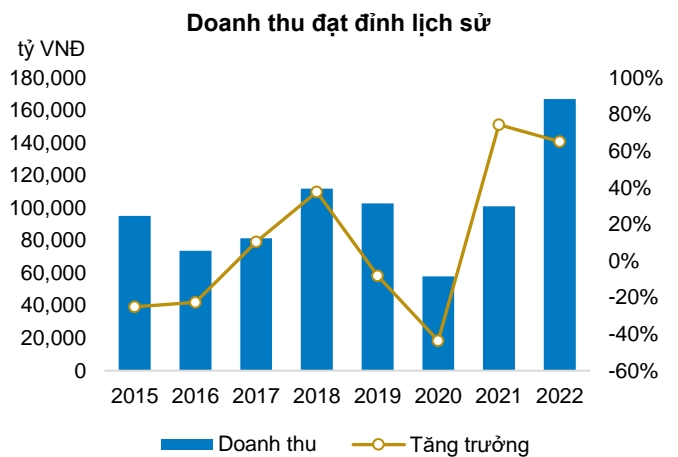
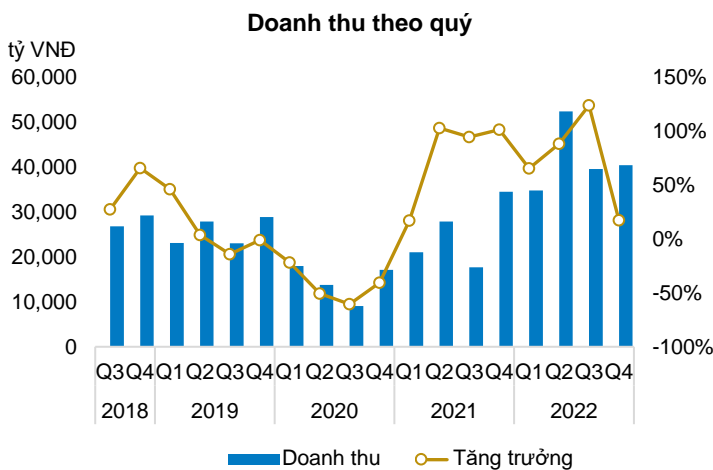
Đỗ Long Khánh

(84 24) 3928 8080 ext. 209

khanhdl@bvsc.com.vn

KQKD 2022 tăng trưởng ấn tượng

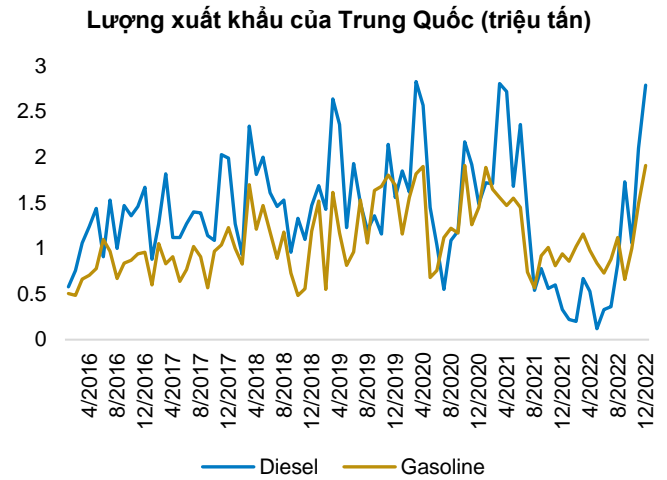
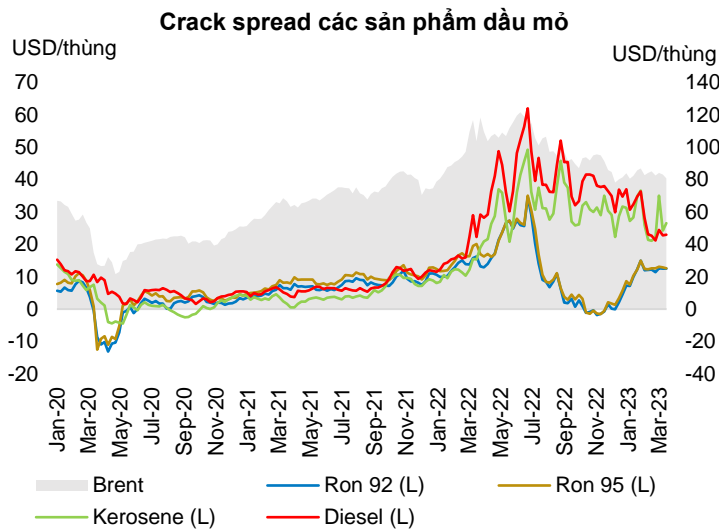
Sau 2 năm ảnh hưởng bởi covid, nhu cầu đã gia tăng trở lại khi các hoạt động kinh tế trở lại bình thường. Sản lượng tiêu thụ đạt 7 triệu tấn (+9,3% yoy), là mức tương đương trước dịch (~107% công suất thiết kế). Nhu cầu tiêu thụ hồi phục, đồng thời giá dầu tăng cao trong cả năm 2022 (đặc biệt là Q2), đã giúp doanh thu tăng trưởng ấn tượng khi đạt 167 nghìn tỉ VNĐ (+65,3% yoy), là mức doanh thu cao nhất từ trước đến nay.



Nguồn: BSR

Theo IEA, từ tháng 4/2022, chỉ có 78 triệu thùng dầu được lọc toàn cầu mỗi ngày, giảm mạnh so với mức trung bình trước đại dịch là 82,1 triệu thùng/ngày (công suất lọc dầu không giảm trong bất kỳ năm nào trong ít nhất ba thập kỷ) trong bối cảnh nguồn cung dầu thô bị ảnh hưởng do xung đột tại Ukraine và Trung Quốc thực hiện chính sách Zero-Covid. Nguồn cung sụt giảm trong bối cảnh nhu cầu hồi phục trở lại sau đại dịch, khiến crack spread tăng mạnh, với mức tăng trung bình vào khoảng 3 lần so với cùng kỳ cũng đã giúp biên gộp và biên thuần tăng lên lần lượt 9,6% và 8,8% từ mức 7,6% và 6,6% trong năm 2021, góp phần giúp lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 14,7 nghìn tỷ VNĐ (+122,7% yoy).

Hai sản phẩm chủ lực của BSR là Diesel và xăng chiếm lần lượt 44,4% và 37,8% tổng doanh thu năm 2022.



Nguồn: Bloomberg

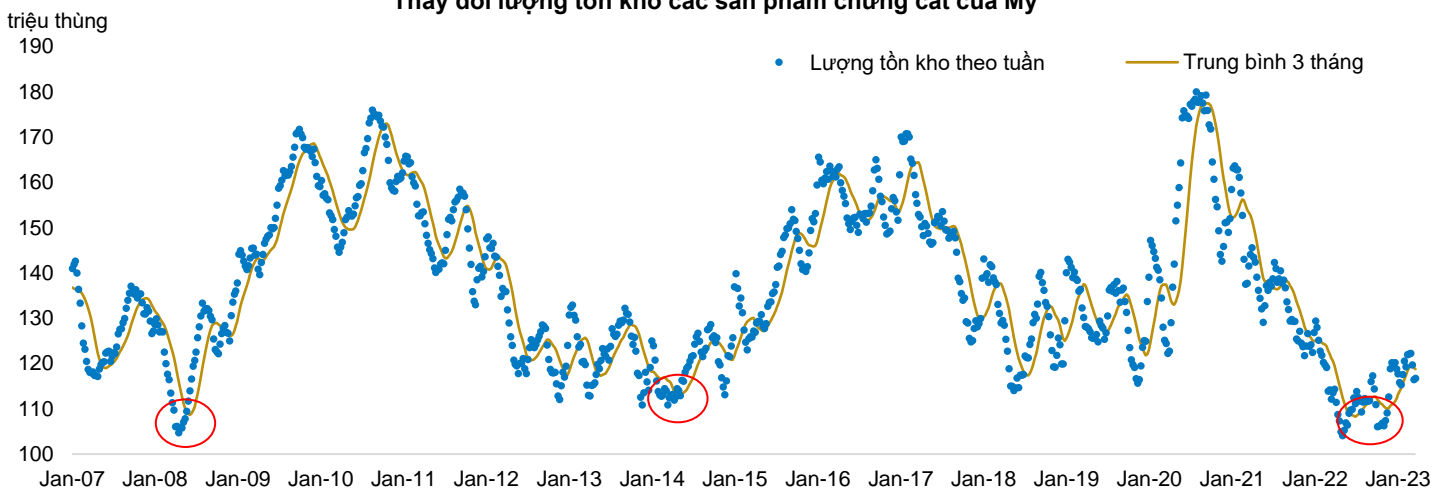
Triển vọng năm 2023

Crack spread giảm 50% so với cùng kỳ, nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao

Sự thiếu hụt nguồn cung trong giai đoạn đại dịch, đứt gãy nguồn cung do xung đột khiến lượng tồn kho các sản phẩm nhiên liệu chưng cất của các khu vực đều giảm sâu về mức thấp trong nhiều năm, là nguyên nhân khiến crack spread của các sản phẩm này tăng mạnh trong năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu, cùng nguồn cung gia tăng có thể làm crack spread sụt giảm mạnh, dần quay lại mức bình thường.

Theo số liệu mới được Viện Dầu Khí Mỹ công bố định kỳ vào thứ 3 hàng tuần, lượng hàng tồn kho các sản phẩm dầu thô, xăng dầu và các sản phẩm chưng cất của Mỹ đã tăng lên 1,15 triệu thùng, cao hơn gấp đôi so với con số dự phóng của các chuyên gia phân tích. Đây là lần thứ 8/10 lần trong năm nay dữ liệu công bố cho thấy số liệu thực tế kém tích cực hơn so với dự phóng. Điều này cho thấy nhu cầu sử dụng các sản phẩm từ dầu đang chậm lại đáng kể.

Thay đổi lượng tồn kho các sản phẩm chưng cất của Mỹ

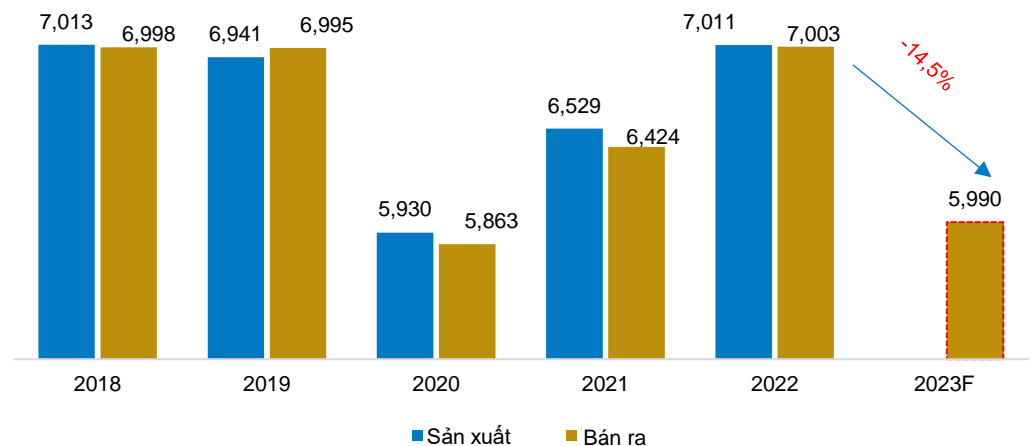


Ngoài ra, công suất lọc dầu cũng có thể sẽ gia tăng đáng kể khi Trung Quốc mở cửa trở lại, khiến cung cầu giảm dần về mức cân bằng. Ngay khi thực hiện mở cửa, lượng Diesel và Gasoline xuất khẩu của Trung Quốc đã ngay lập tức tăng trở lại như mức trước đại dịch, lần lượt là 2,79 triệu tấn và 1,91 triệu tấn tại thời điểm tháng 12/2022. Điều này sẽ khiến crack spread giảm mạnh từ mức cao trong năm 2022. Theo dự phóng nội bộ của BSR, mức crack spread trung bình trong năm 2023 sẽ dao động trong khoảng 17-20 USD/thùng, giảm 50% so với năm 2022. Tuy vậy, mức này vẫn cao hơn khoảng 50% so với giai đoạn năm 2019-2020.

Sản lượng sụt giảm 15% do thực hiện bảo dưỡng

Theo kế hoạch mỗi 3 năm, BSR sẽ thực hiện bảo dưỡng toàn bộ nhà máy để đảm bảo an toàn sản xuất cho doanh nghiệp. Theo kế hoạch, công ty sẽ thực hiện bảo dưỡng trong vòng 52 ngày, khiến lượng thành phẩm giảm tương ứng khoảng 950 nghìn tấn (*các nhà máy sẽ đóng cửa hoàn toàn nên không có thành phẩm trong giai đoạn này*). Với giả định nhà máy sẽ hoạt động 107% công suất trong những ngày còn lại, chúng tôi ước tính lượng thành phẩm BSR bán ra trong năm 2023 là ~6 triệu tấn (-14,5% yoy). Việc bảo dưỡng theo kế hoạch sẽ được thực hiện vào khoảng tháng 4–5, do đó sẽ ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh trong Q2, khi có nền cao cùng kỳ.

Sản lượng sản xuất và bán ra (triệu tấn)



Nguồn: BSR

Tuy nhiên kế hoạch bảo dưỡng có thể được hoãn sang năm 2024 nếu điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Quyết định cuối cùng sẽ được đưa ra vào tháng 4. Nếu không thực hiện bảo dưỡng, lượng thành phẩm bán ra trong năm 2023 sẽ tăng thêm 20% so với kế hoạch.

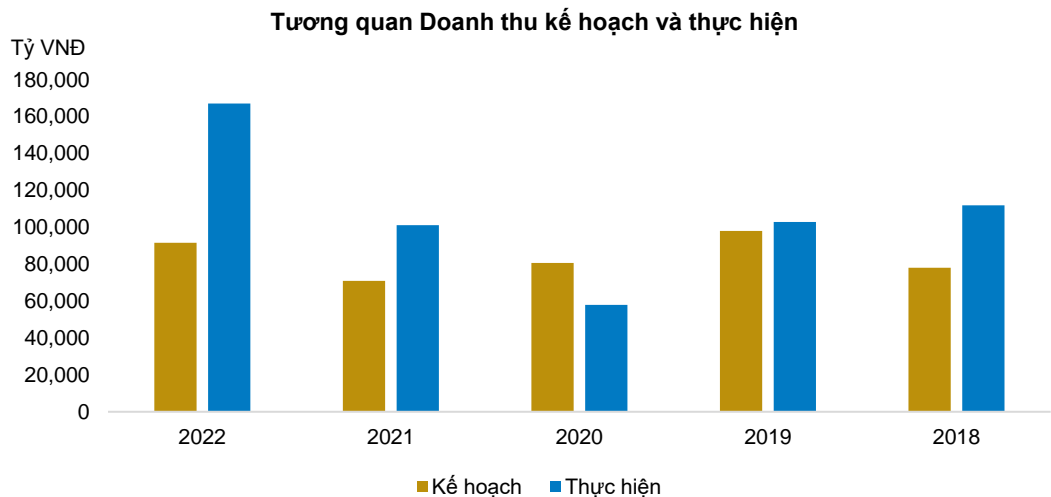
Dự án mở rộng và nâng cấp nhà máy vẫn đang trong quá trình xin giấy phép

Theo chia sẻ từ BSR, dự án đang được trình Chính Phủ để điều chỉnh chủ trương đầu tư, với tổng mức đầu tư vào khoảng 1,25 tỷ USD. Nếu được phê duyệt, dự án kỳ vọng sẽ được hoàn thành trong năm 2028, nâng công suất của nhà máy từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày. Cơ cấu các sản phẩm không đổi, nhưng chất lượng sẽ được tăng lên giúp đáp ứng các quy định và nhu cầu của thị trường.

Kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh từ mức nền cao

Theo kế hoạch sơ bộ của doanh nghiệp, sản lượng sản xuất trong năm 2023 đạt 5,6 triệu tấn (-20% yoy), doanh thu và LNTT đạt lần lượt 95 nghìn tỷ VNĐ (-43,1% yoy) và 1.821 tỷ VNĐ (-88,3% yoy). Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là hoàn toàn có cơ sở dựa trên các yếu tố về thị trường và tình hình hoạt động sản xuất của BSR.

Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, BSR thường đặt kế hoạch thận trọng hơn so với thực tế. Kế hoạch hiện tại của công ty dựa trên giả định giá dầu thô sẽ duy trì ở mức 70 USD/thùng trong năm 2023 (trong khi thực tế tính đến hết 20/3, giá dầu Brent vẫn duy trì ở mức 83 USD/thùng). Theo quan điểm của BVSC, giá dầu sẽ giao dịch ở mức trung bình 85 USD/thùng trong năm 2023, giúp doanh thu của BSR cao hơn khoảng 10% so với kế hoạch đặt ra.



Nguồn: BSR

Quá trình chuyển sàn vẫn còn kéo dài

Hiện tại BSR đã đáp ứng 11/12 tiêu chí để có thể được niêm yết trên HOSE. Tiêu chí còn thiếu là quy định về “Không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm tính đến thời điểm đăng ký niêm yết,...”, liên quan đến khoản vay quá hạn của CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung (công ty con của BSR). Nhưng theo quy định về “nợ quá hạn trên 1 năm” thì chưa có hướng dẫn cụ thể việc xem xét nợ phải trả quá hạn trên BCTC Công ty mẹ hay BCTC hợp nhất. Do đó, công ty hiện vẫn đang làm việc với cơ quan niêm yết để làm rõ điều kiện này. Nếu niêm yết thành công, đây sẽ là thông tin tích cực đối với cổ phiếu BSR trong trung và dài hạn khi có thể thu hút thêm sự chú ý từ các quỹ đầu tư nước ngoài.

Cổ tức bằng tiền mặt, với mức chi trả dự kiến 5-7%

Theo kế hoạch, công ty sẽ chi trả cổ tức trong khoảng 5-7%, là năm thứ 2 công ty trả cổ tức bằng tiền mặt. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng mức trả cổ tức của BSR sẽ không cao, duy trì trong khoảng 3-5% do nhu cầu về vốn lớn cho dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất (công ty dự kiến có thể sử dụng 60% vốn chủ, thay vì chỉ 40% như trước đây để đảm bảo hiệu quả đầu tư).

Dự phóng và Định giá

Dự báo kết quả kinh doanh 2023

Đvt: tỷ VND	2022A	2023F	%yoy	Cơ sở dự báo
Doanh thu	167.126	123.147	-26,3%	- Khối lượng tiêu thụ giảm còn 5,9 triệu tấn (-14,5% yoy) - Giá dầu Brent duy trì ở mức trung bình 85 USD/thùng (-14,1% yoy)
- Diesel DO	66.986	46.971	-29,9%	
- Mogas 95	47.523	32.490	-31,6%	
- Mogas 92	24.088	19.139	-20,5%	
- Kerosene/Jet A1	10.854	9.292	-14,4%	
- LPG	9.292	8.408	-9,5%	
- Khác	8.381	6.845	-18,3%	
Giá vốn hàng bán	151.234	115.556	-23,6%	
Lợi nhuận gộp	16.096	7.591	-52,8%	
Chi phí SG&A	1.424	1.414	-0,7%	
Lợi nhuận tài chính	-16	328	n/a	
LNST công ty mẹ	14.726	6.613	-55,1%	

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh EV/EBITDA khi định giá BSR vì đây là doanh nghiệp lọc dầu với tuổi đời còn trẻ, có sự khác biệt trong chính sách khấu hao giữa các công ty, và chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh khi nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ khiến lợi nhuận bị thay đổi mạnh.

Hiện tại, BSR đang sản xuất các sản phẩm truyền thống như xăng và diesel, tương đối khác so với các doanh nghiệp trong khu vực (sản xuất các sản phẩm sâu hơn có biên lợi nhuận cao). Hiện tại BSR cũng đang có kế hoạch nâng cấp nhà máy để sản xuất những sản phẩm có chất lượng cao hơn trong tương lai gần. Do đó, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp tương tự trong khu vực như Thái Lan, Ấn Độ, Indonesia và Pakistan. Trung bình định giá EV/EBITDA của các doanh nghiệp trong thời điểm hiện tại là 4,4.

Name	Country	Mkt Cap (m USD)	TTM Net sale (m USD)	% yoy	TTM NI (m USD)	% yoy	Debt/Assets	ROA	ROE	P/E	P/B	EV/EBITDA
SURYA ESA PERKASA TBK PT	INDONESIA	1.082	731	177,3	139	893,9	32,5	16,9	49,1	7,1	2,8	3,5
MARI PETROLEUM CO LTD	PAKISTAN	719	561	34,5	199	5,1	0,4	22,1	30,0	5,0	1,4	2,3
THAI OIL PCL	THAILAND	3.506	15.138	15,8	535	159,7	44,1	8,1	23,6	3,4	0,8	7,8
STAR PETROLEUM REFINING PCL	THAILAND	1.380	8.154	24,4	219	61,7	15,4	12,6	21,0	6,2	1,2	4,6
BANGCHAK CORP PCL	THAILAND	1.339	8.924	26,7	390	64,9	31,6	5,7	26,1	3,5	0,8	2,2
ESSO THAILAND PCL	THAILAND	904	7.518	21,7	272	114,0	44,9	12,2	41,0	3,3	1,1	5,5
Bình quân		2.744	16.797	50,2	535	155,0	29,3	11,2	28,9	4,9	0,9	4,4*
BSR	VIETNAM	2.058	7.138	65,3	629	119,3	11,4	20,3	33,2	3,3	0,9	1,8

*EV/EBITDA bình quân được tính bằng trung bình EV/trung bình EBITDA

Với EBITDA dự phóng trong năm 2023 là 9.255 tỷ VNĐ (-48,7% yoy), ước tính giá trị của **BSR** là **18.020 VNĐ/cp**, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với **upside là 17% so với giá đóng cửa ngày 30/3/2023**.

Khoản mục (Đvt: tỷ VNĐ)	Giá trị
Target EV/EBITDA	9.255
EBITDA 2023F	4,4x
Giá trị doanh nghiệp	40.722
(-) Tổng nợ vay	903
(+) Tiền	16.055
Giá trị vốn chủ	55.873
Lượng cổ phiếu (triệu CP)	3.100
Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ/cp)	18.020

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh (tỷ VNĐ)				
	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	101.080	167.124	123.147	127.310
Giá vốn	-93.381	-151.027	-115.556	-118.860
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	7.591	8.449
SG&A	-1.188	-1.424	-1.414	-1.347
Doanh thu tài chính	1.015	1.750	972	1.205
Chi phí tài chính	-619	-923	-432	-405
Lợi nhuận sau thuế CĐCT mẹ	6.716	14.726	6.613	7.662

Bảng cân đối kế toán (tỷ VNĐ)				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền & khoản tương đương tiền	16.346	22.853	16.055	18.607
Các khoản phải thu ngắn hạn	13.601	16.553	15.123	15.892
Hàng tồn kho	10.358	16.809	15.778	14.218
Tài sản cố định hữu hình	19.918	17.885	17.932	19.528
Tổng tài sản	66.796	78.488	70.181	73.083
Nợ ngắn hạn	26.940	26.015	19.158	22.030
Nợ dài hạn	2.291	1.282	1.363	1.349
Vốn chủ sở hữu	37.564	51.190	49.659	49.704
Tổng nguồn vốn	66.796	78.488	70.181	73.083

Chỉ tiêu tài chính				
	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	74,40%	65,34%	-26,31%	3,38%
Tăng trưởng LNST (%)	-338,21%	119,28%	-55,09%	15,86%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	7,62%	9,63%	6,16%	6,64%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,64%	8,81%	5,37%	6,02%
ROA (%)	10,95%	20,27%	8,90%	10,70%
ROE (%)	19,57%	33,18%	13,12%	15,42%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,16	0,01	0,05	0,06
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	0,29	0,02	0,07	0,09
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.165,94	4.749,50	2.132,96	2.471,15
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.115,40	16.510,35	16.016,50	16.031,10

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.

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

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdk@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

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

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

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

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

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



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 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