

23/05/2024

KHUYẾN NGHỊ NĂM GIỮ

| | |
|---------------------|------------|
| Giá hợp lý | 23,200 VND |
| Giá hiện tại | 22,600 VND |
| Tiềm năng tăng/giảm | 3% |

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|----------------------------|------------|
| CP đang lưu hành (triệu) | 3,100.5 |
| Free float (triệu) | 310 |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 59,839.6 |
| KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) | 5.3 triệu |
| Sở hữu nước ngoài (%) | 0.7% |
| Ngày niêm yết đầu tiên | 01/03/2018 |

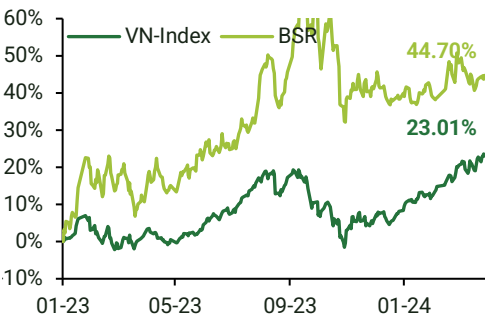
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

| | |
|--------------|-------|
| PetroVietnam | 92.1% |
| Khác | 7.9% |

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

| | |
|--------------------|----------|
| TTM EPS (VND) | 2,789.8 |
| BVPS (VND) | 18,510.9 |
| Nợ/VCSH (%) | 19% |
| ROA (%) | 10.5% |
| ROE (%) | 15.8% |
| P/E | 6.9 |
| P/B | 1.0 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 4% |

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty cổ phần Lộc hóa dầu Bình Sơn, tiền thân là Công ty TNHH MTV Lộc hóa dầu Bình Sơn, được thành lập năm 2008 và là công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). BSR chịu trách nhiệm quản lý và vận hành Nhà máy Lộc dầu Dung Quất (DQRE). Cho đến nay, DQRE là một trong hai nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, chiếm hơn 40% tổng công suất lọc dầu trong nước, tương đương 6.5 triệu tấn dầu thô/năm

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thiện Nhân
nhannguyen@phs.vn

Quyết tâm thực hiện dự án nâng cấp, mở rộng

- Trong Q1/2024, BSR đạt doanh thu thuần và LNST là 30,689 tỷ đồng và 1,115 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 32% và 97% so với kế hoạch đề ra.
- Cũng trong đại hội BSR đặt kế hoạch và quyết tâm thực hiện Dự án nâng cấp, mở rộng nhà máy Dung Quất, nhân tố sẽ giúp công ty phát triển bền vững trong dài hạn.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ với tiềm năng tăng giá 3%.

Kế hoạch kinh doanh

ĐHĐCĐ đã thông qua KQKD cho năm 2024 trên cơ sở các giả định: Giá dầu thô Brent trung bình trong năm 2024 đạt 70 USD/thùng và sản lượng tiêu thụ đạt hơn 5.66 triệu tấn sản phẩm các loại. Từ đó, doanh thu hợp nhất dự kiến đạt 95,274.4 tỷ đồng (-35% YoY) và LNST ước đạt 1,148.2 tỷ đồng, đi lùi 86% so với năm 2023.

Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là rất thận trọng khi giá dầu thô Brent có xu hướng được duy trì trên 80 USD/thùng cùng Biên lọc dầu (crack spread) cũng ở mức tốt so với 2023, và những điều này sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi (1) mùa du lịch sắp đến, (2) quyết tâm giữ giá dầu ở mức cao của OPEC, và (3) công suất lọc dầu liên tục bị ảnh hưởng bởi chiến tranh Ukraine. Từ đó, dựa trên giả giá dầu Brent trung bình là 80 USD/thùng trong năm 2024 và Crack spread 3:2:1 đạt 15 USD/thùng, PHS dự báo Doanh thu thuần sẽ đạt 124,797 tỷ đồng (-15% YoY), trong khi LNST giảm mạnh về mức 5,111 tỷ đồng (-40% YoY). Đó là xét đến việc sản lượng sản phẩm các loại có thể giảm còn 6.2 triệu tấn (-15% YoY). Biên LN gộp và Biên LN ròng sẽ lần lượt quay về mức 5% và 4%.

Trên thực tế, trong Q1/2024, công ty đã đạt doanh thu và lợi nhuận đã đạt khoảng 30,689 tỷ đồng và 1,115 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 25% và 22% so với số dự báo của PHS.

Kế hoạch triển khai dự án nâng cấp, mở rộng và tiến hành nâng vốn điều lệ

Tại Đại hội, ban lãnh đạo BSR xác định tập trung nguồn lực để thực hiện dự án Nâng cấp, mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, với tổng vốn đầu tư là gần 1.5 tỷ USD, và hoàn thành vào Q3/2028 theo kế hoạch gần nhất. Và để thực hiện dự án, BSR xem xét nâng tỷ lệ nguồn VCSH lên từ 60-80% trong bối cảnh chi phí vốn vay đang neo cao. Hiện BSR đang báo cáo Petrovietnam xem xét, trình cấp thẩm quyền phê duyệt phương án tăng vốn điều lệ của BSR lên 50,000 tỷ đồng (trả cổ tức bằng cổ phiếu).

Chúng tôi cho rằng dự án là phù hợp và triển vọng với BSR trong bối cảnh nguồn cung xăng dầu nội địa vẫn bị thiếu hụt nghiêm trọng khi cả 2 nhà máy lọc dầu hiện tại là Dung Quất và Nghi Sơn chỉ đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu.

Kế hoạch phân phối lợi nhuận

Trong năm 2024, công ty sẽ tiến hành chia cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 7% vốn điều lệ (700 đồng/cổ phiếu).

Điểm nhấn đầu tư

(1) **Crack spread dù hạ nhiệt nhưng vẫn ở mức cao** do “vòng xoáy” bất ổn địa chính trị lan rộng khiến nguồn cung thắt chặt.

(2) **Cấu trúc tài chính lành mạnh cùng lượng tiền mặt dồi dào giúp cho BSR hưởng lợi rất nhiều trong ngắn và trung hạn.** Ước tính lãi tiền gửi của BSR từ nay đến 2030 sẽ đạt trung bình 1,900 tỷ đồng/năm. Và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt có thể tăng cao trong tương lai (20-30%).

(3) **Dự án mở rộng, nâng cấp nhà máy Dung Quất** sẽ giúp nâng công suất chế biến dầu thô của BSR từ 148,000 thùng/ngày lên 171,000 thùng/ngày. Ngoài ra, dự án cũng nâng cao chất lượng sản phẩm để đạt chuẩn EURO5. Ước tính khi hoàn thành (vào năm 2028), dự án sẽ giúp sản lượng đầu ra của năm 2029 tăng 10% so với số thực tế của 2023.

Định giá & khuyến nghị

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 23,200 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** với mức tăng giá tiềm năng là 3%. Định giá này đã tính đến kế hoạch nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất gần nhất và đợt bảo dưỡng tổng thể lần 5 tiến hành trong năm 2024F.

| Chỉ số tài chính | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tiêu thụ (nghìn tấn) | 6,529 | 7,011 | 7,350 | 6,221 | 6,975 |
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 101,080 | 167,124 | 147,423 | 124,797 | 122,287 |
| Tăng trưởng DTT (%) | 74.4% | 65.3% | -11.8% | -15.3% | -2.0% |
| Lợi nhuận gộp (tỷ VND) | 7,699 | 16,096 | 9,608 | 5,617 | 8,308 |
| LNST (tỷ VND) | 6,684 | 14,669 | 8,455 | 5,111 | 7,707 |
| Biên LN ròng (%) | 6.6% | 8.8% | 5.7% | 4.1% | 6.3% |
| Giá trị sổ sách (VND/cp) | 12,115 | 16,510 | 18,426 | 19,250 | 21,236 |
| Cổ tức (VND/cp) | 0 | 300 | 700 | 800 | 500 |

Dự án mở rộng, nâng cấp nhà máy Dung Quất

Dự án mở rộng, nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất là dự án quy mô nhất của BSR từ khi thành lập đến nay, ban đầu, dự án được thiết kế có công suất tiêu thụ dầu thô lên đến 192,000 thùng/ngày và dự kiến hoàn thành vào năm 2022, tuy nhiên dự án này bị chậm tiến độ kéo dài (2016 – 2022) do khó khăn về thu xếp nguồn vốn.

| Giai đoạn | Nguồn đầu thô đầu vào | Công suất thiết kế | Số lượng và chất lượng đầu ra |
|---|--|--|--|
| Hiện tại | Dầu thô ngọt, nhẹ từ mỏ Bạch Hổ, hoặc tương đương như Azeri, WTI Midland,... | Công suất chế biến dầu thô 148,000 thùng/ngày, tương đương 6.5 triệu thùng/năm | Khoảng 6 triệu tấn sản phẩm nhiên liệu các loại, đạt chuẩn EURO2/3 |
| Sau nâng cấp (Vốn đầu tư 1.5 tỷ USD) | Có khả năng chế biến dầu thô "chua", có giá thành thấp hơn dầu "ngọt" | Nâng công suất chế biến dầu thô lên 171,000 thùng/ngày | Nâng sản lượng lên 7 triệu tấn và nâng chất lượng lên EURO5 |

Nguồn: BSR, PHS tổng hợp

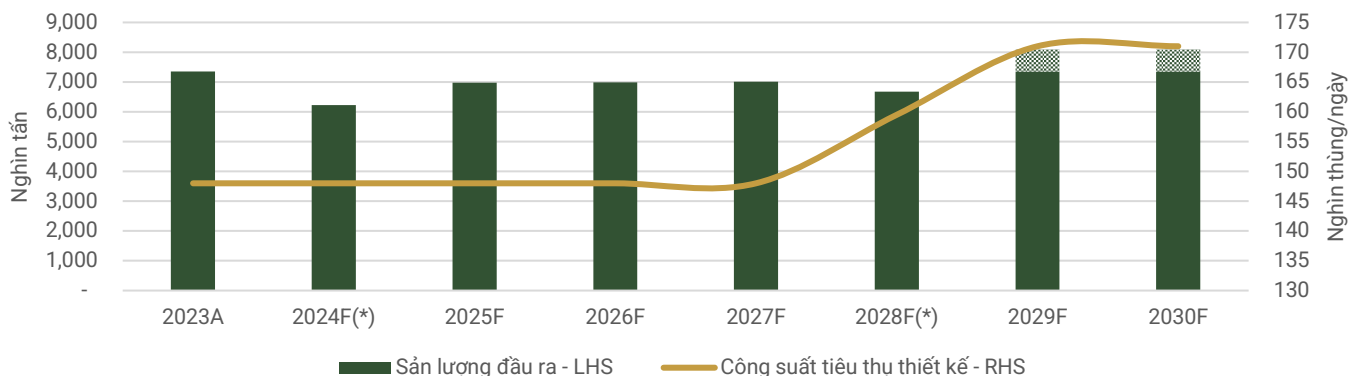
Sau đó, BSR đã trình dự án điều chỉnh để giảm vốn đầu tư và giảm công suất chế biến còn 171,000 thùng/ngày, dự án này đã được Thủ tướng phê duyệt vào tháng 05/2023. Thời gian thi công kéo dài 37 tháng và dự kiến hoàn thành vào năm 2028.

| Tiến độ kỳ vọng của dự án | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | Sau 2028 |
|--|------|------|------|------|------|------|----------|
| <ul style="list-style-type: none"> Phê duyệt dự án, tổ chức đấu thầu, chuẩn bị Khởi công và xây dựng Hoạt động với công suất tối đa | | | | | | | |

Nguồn: PHS dự báo

Chúng tôi kỳ vọng sau khi hoàn thành, dự án sẽ giúp sản lượng đầu ra của năm 2029 tăng thêm 10% so với số thực hiện của năm 2023.

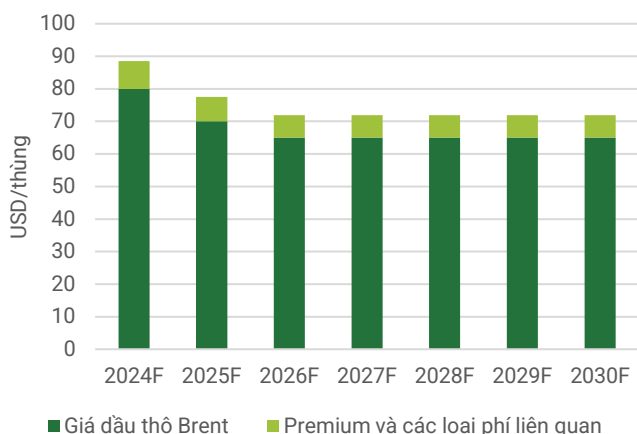
Hình 1 Sản lượng đầu ra sẽ tăng thêm ít nhất là 9-10% khi dự án hoàn thành và hoạt động tối đa công suất



(*) Các năm dự kiến có bảo dưỡng lớn. Nguồn: BSR, PHS tổng hợp và dự báo

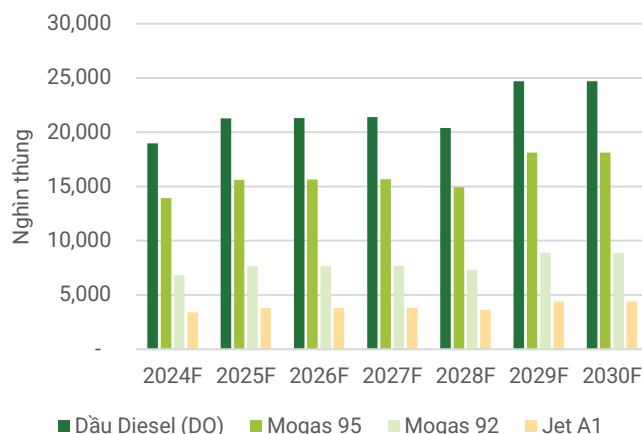
Dự phóng các chỉ số và kết quả kinh doanh của BSR

Hình 2 Giá dầu thô đầu vào (Brent + Premium và các phí liên quan)



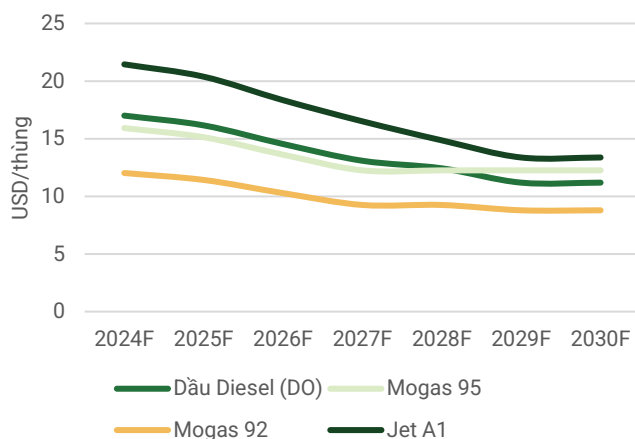
Nguồn: PHS dự báo

Hình 3 Sản lượng dự phóng (Dự kiến 2024 và 2028 có bảo dưỡng lớn)



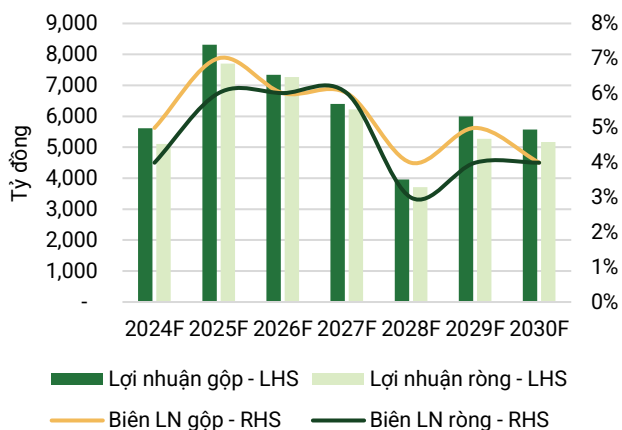
Nguồn: PHS dự báo

Hình 4 Giá dầu thô đầu vào (Brent + Premium và các phí liên quan)



Nguồn: PHS dự báo

Hình 5 Kết quả kinh doanh



Nguồn: PHS dự báo

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

| Kết quả kinh doanh | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 57,959 | 101,080 | 167,124 | 147,423 | 124,797 | 122,287 |
| Giá vốn hàng bán | (60,184) | (93,381) | (151,027) | (137,815) | (119,179) | (113,979) |
| Lợi nhuận gộp | (2,225) | 7,699 | 16,096 | 9,608 | 5,617 | 8,308 |
| Chi phí bán hàng | (552) | (781) | (909) | (1,034) | (915) | (906) |
| Chi phí QLDN | (269) | (407) | (515) | (626) | (494) | (488) |
| Lợi nhuận từ HĐKD | (3,046) | 6,511 | 14,673 | 7,948 | 4,209 | 6,914 |
| Lợi nhuận tài chính | 666 | 1,015 | 1,750 | 2,659 | 2,481 | 2,659 |
| Chi phí lãi vay | (325) | (407) | (253) | (288) | (295) | (291) |
| Lợi nhuận trước thuế | (2,852) | 6,941 | 15,586 | 9,486 | 5,679 | 8,563 |
| Lợi nhuận sau thuế | (2,858) | 6,684 | 14,669 | 8,455 | 5,111 | 7,707 |
| LNST của cổ đông Công ty mẹ | (2,819) | 6,716 | 14,726 | 8,511 | 5,157 | 7,755 |
| Cân đối kế toán | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
| Tài Sản Ngắn Hạn | 29,997 | 44,544 | 58,471 | 68,546 | 66,043 | 74,370 |
| Tiền và tương đương tiền | 12,793 | 16,346 | 22,853 | 17,001 | 21,871 | 28,980 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 958 | 4,190 | 2,172 | 21,122 | 20,350 | 22,916 |
| Phải thu ngắn hạn | 7,635 | 13,251 | 16,098 | 13,988 | 10,792 | 10,575 |
| Hàng tồn kho | 8,387 | 10,358 | 16,809 | 15,352 | 12,466 | 11,248 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 225 | 400 | 539 | 1,084 | 564 | 651 |
| Tài Sản Dài Hạn | 25,898 | 22,251 | 20,017 | 17,908 | 17,575 | 14,245 |
| Phải thu dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản cố định | 22,376 | 20,136 | 18,075 | 16,059 | 14,024 | 12,144 |
| Bất động sản đầu tư | - | - | - | - | - | - |
| Chi phí xây dựng dở dang | 1,102 | 1,206 | 1,275 | 1,211 | 1,257 | 1,303 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Tài sản dài hạn khác | 2,410 | 900 | 657 | 628 | 2,285 | 789 |
| Lợi thế thương mại | - | - | - | - | - | - |
| Tổng cộng tài sản | 55,895 | 66,796 | 78,488 | 86,453 | 83,618 | 88,615 |
| Nợ phải trả | 24,830 | 29,232 | 27,298 | 29,322 | 23,932 | 22,772 |
| Nợ ngắn hạn | 20,407 | 26,940 | 26,015 | 28,439 | 23,047 | 21,887 |
| Nợ dài hạn | 4,423 | 2,291 | 1,282 | 884 | 885 | 885 |
| Vốn chủ sở hữu | 31,065 | 37,564 | 51,190 | 57,131 | 59,686 | 65,844 |
| Vốn góp | 31,005 | 31,005 | 31,005 | 31,005 | 31,005 | 31,005 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 29 | -6 | -65 | -124 | -173 | -223 |
| Tổng nguồn vốn | 55,895 | 66,796 | 78,488 | 86,453 | 83,618 | 88,615 |

| Lưu chuyển tiền tệ | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|--|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | 425 | 8,972 | 7,088 | 11,672 | 8,863 | 10,500 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư | (753) | (2,779) | 2,695 | (17,874) | 580 | (2,764) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính | 4,770 | (2,640) | (3,265) | (175) | (4,574) | (626) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 4,442 | 3,553 | 6,518 | (6,377) | 4,870 | 7,110 |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ | 8,352 | 12,793 | 16,346 | 22,853 | 17,001 | 21,871 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 12,793 | 16,346 | 22,853 | 17,001 | 21,871 | 28,980 |
| Chỉ số tài chính | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
| Tăng trưởng | | | | | | |
| Doanh thu | -43.6% | 74.4% | 65.3% | -11.8% | -15.3% | -2.0% |
| Lợi nhuận sau thuế | -199.5% | -333.8% | 119.5% | -42.4% | -39.6% | 50.8% |
| Tổng tài sản | 4.3% | 19.5% | 17.5% | 10.1% | -3.3% | 6.0% |
| Tổng vốn chủ sở hữu | -8.8% | 20.9% | 36.3% | 11.6% | 4.5% | 10.3% |
| Khả năng sinh lời | | | | | | |
| Tỷ suất lãi gộp | -3.8% | 7.6% | 9.6% | 6.5% | 4.5% | 6.8% |
| Tỷ suất EBIT | -5.3% | 6.4% | 8.8% | 5.4% | 3.4% | 5.7% |
| Tỷ suất EBITDA | -0.9% | 8.7% | 10.1% | 6.9% | 5.1% | 7.3% |
| Tỷ suất lãi ròng | -4.9% | 6.6% | 8.8% | 5.7% | 4.1% | 6.3% |
| ROA | -5.1% | 10.0% | 18.7% | 9.8% | 6.1% | 8.7% |
| ROE | -9.2% | 17.8% | 28.7% | 14.8% | 8.6% | 11.7% |
| Hiệu quả hoạt động | | | | | | |
| Số ngày phải thu | 48 | 48 | 35 | 35 | 32 | 32 |
| Số ngày tồn kho | 51 | 38 | 40 | 43 | 38 | 36 |
| Số ngày phải trả | 42 | 37 | 36 | 39 | 34 | 30 |
| Khả năng thanh toán | | | | | | |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời | 1.47 | 1.65 | 2.25 | 2.41 | 2.87 | 3.40 |
| Tỷ suất thanh toán nhanh | 1.05 | 1.26 | 1.59 | 1.85 | 2.31 | 2.87 |
| Cấu trúc tài chính | | | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 44.4% | 43.8% | 34.8% | 33.9% | 28.6% | 25.7% |
| Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu | 41.8% | 28.7% | 17.5% | 19.2% | 15.0% | 15.0% |
| Vay ngắn hạn/VCSH | 32.1% | 26.2% | 17.5% | 19.2% | 15.0% | 15.0% |
| Vay dài hạn/VCSH | 9.7% | 2.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung

Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,

Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác,

Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú,

Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận

Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,

Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801