

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR – UpCOM)

“Phát huy nội lực, vượt qua thách thức”

KHẢ QUAN

Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

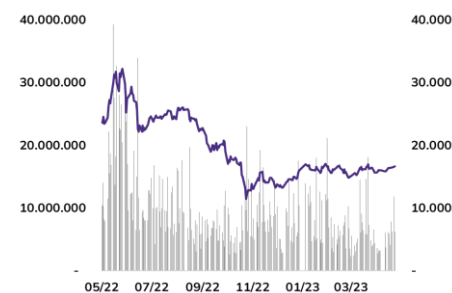
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Dầu khí
Ngày báo cáo:	14/06/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	17.300
Giá mục tiêu (VND/CP):	19.200
Tỷ lệ tăng (%):	10,9%
Vốn hóa (Tỷ VND):	48.988
SLCPĐLH (CP):	3.100.499.616

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92,13%
Cổ đông khác	7,87%

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2021A	2022A
Tăng trưởng DTT (%)	N/A	65,3%
Tăng trưởng LNST (%)	N/A	119,3%
Biên LNG (%)	7,6%	9,6%
Biên LNST (%)	6,6%	8,8%
ROA (%)	10,0%	18,7%
ROE (%)	17,8%	28,7%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,26	0,17
EPS (VND/CP)	2.166	4.750
BVPS (VND/CP)	12.117	16.531

Luận điểm đầu tư

- **Lợi nhuận năm 2022 của BSR cao kỷ lục từ trước tới nay.** Lũy kế năm 2022, doanh thu thuần của BSR đạt 167.124 tỷ đồng (+65% svck) & LNST đạt 14.669 tỷ đồng (+119% svck). Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ 7,6% (2021) lên 9,6% (2022). Nguyên nhân chủ yếu là do giá dầu tăng mạnh, dẫn tới chênh lệch giá bán sản phẩm và giá dầu thô (crack spread) cải thiện đáng kể & cao nhất kể từ khi NMLD Dung Quất đi vào vận hành.
- **Kết quả kinh doanh Q1/2023 sụt giảm mạnh nhưng rất khả quan so với kế hoạch đề ra.** Theo đó, doanh thu thuần Q1/2023 của BSR đạt 34.066 tỷ đồng (-2,1% svck) & LNST đạt gần 1.621 tỷ đồng (-29,9% svck). Biên lợi nhuận gộp đạt 6,1%, sụt giảm mạnh so với mức 7,5% của cùng kỳ năm trước. Năm 2023, BSR đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng với doanh thu và LNST lần lượt là 95.645 tỷ đồng (-42,8% svck) & 1.628 tỷ đồng (-88,9% svck). Kết thúc Q1/2023, BSR đã hoàn thành 35,6% kế hoạch doanh thu năm 2023 và hoàn thành 99,6% kế hoạch LNST năm 2023.
- **Chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận năm 2023 của BSR** do giá dầu điều chỉnh, làm suy giảm crack spread. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng crack spread năm 2023 sẽ vẫn duy trì ở mức cao 12-20 USD/thùng tùy sản phẩm.
- **Triển vọng BSR vẫn khả quan dựa trên một số yếu tố sau:**
 - ✓ Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam được dự báo có tốc độ tăng trưởng kép 5,5%/năm trong giai đoạn 2022-2030.
 - ✓ Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu sẽ được hỗ trợ bởi: 1) bước vào mùa du lịch, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng; 2) mùa hè nắng nóng, nhu cầu điện gia tăng, trong khi thủy văn không thuận lợi, sản phẩm diesel DO có thể được chuyển đổi công năng sang phục vụ phát điện.
 - ✓ Dự án NCMR NMLD Dung Quất đang trình Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư. Sau khi hoàn thành, công suất chế biến của Nhà máy có thể tăng thêm 15% so với hiện tại, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động và tính cạnh tranh của BSR về dài hạn.
 - ✓ Kế hoạch chuyển sàn từ Upcom sang Hose: nếu việc được chuyển sàn được chấp thuận, có thể tạo tâm lý tích cực cho giao dịch của cổ phiếu BSR.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của BSR giảm 17,1% svck về mức 138.572 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 7.613 tỷ đồng (-48,3% svck). EPS 2023 forward dự kiến đạt 2.455 đồng/cp, BVPS 2023F dự kiến đạt 18.268 đồng/cp, tương ứng P/E forward và P/B forward đạt 7,0 lần & 0,95 lần. Giá mục tiêu là 19.190 đ/cp (Upside 10,9% so với giá hiện tại). Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với BSR.

- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí, từ đó ảnh hưởng crack spread và hiệu quả kinh doanh của BSR. Đồng thời, giá dầu giảm sẽ làm tăng trích lập dự phòng hàng tồn kho của BSR.
 - ✓ Nếu phương án bảo dưỡng tổng thể NMLD Dung Quất (TA5) vẫn được thực hiện năm 2023, điều này có thể sẽ làm giảm doanh thu và lợi nhuận của BSR khoảng 18.000 tỷ đồng & trên 1.000 tỷ đồng so với dự phóng của chúng tôi.
- **Cơ hội:**
 - ✓ Giá dầu tăng đột biến và làm tăng crack spread, từ đó làm tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ sản phẩm có thể gia tăng cao hơn so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của BSR

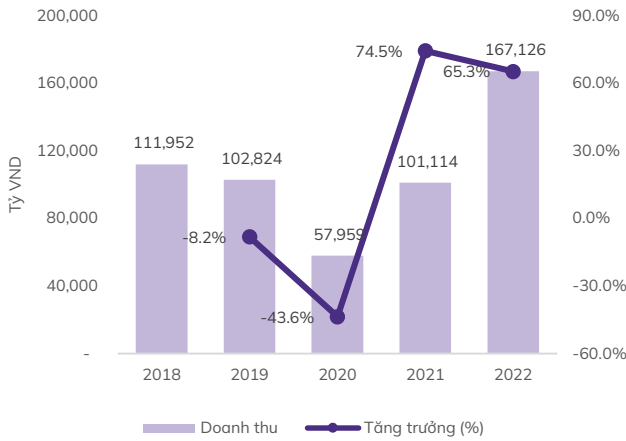
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	57.959	101.080	167.124	138.572
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-43,6%	N/A	65,3%	-17,1%
Lợi nhuận gộp	-2.225	7.699	16.096	9.361
Biên lợi nhuận gộp (%)	-3,8%	7,6%	9,6%	6,8%
Doanh thu tài chính	666	1.015	1.750	1.225
Chi phí tài chính	-498	-619	-923	-475
Chi phí bán hàng	-552	-781	-909	-1.109
Chi phí QLDN	-269	-407	-515	-693
Lợi nhuận từ HĐKD	-2.877	6.907	15.500	8.310
Lãi/Lỗ khác	25	34	86	86
Lợi nhuận trước thuế	-2.852	6.941	15.586	8.396
LNST cổ đông Công ty mẹ	-2.819	6.716	14.726	7.613
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	-4,9%	6,6%	8,8%	5,5%
EPS (đồng/cp)	-909	2.166	4.750	2.455

Nguồn: BSR, ABS Research

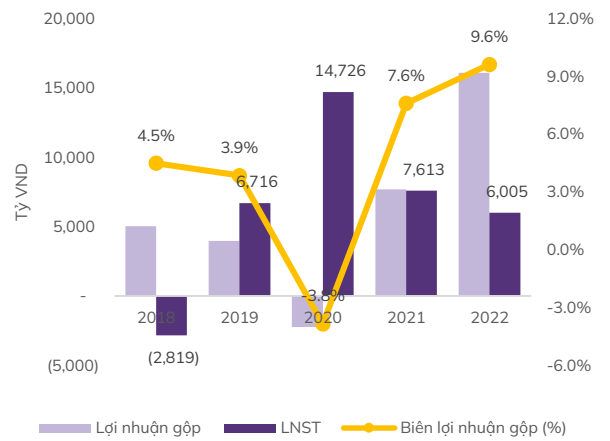
Cập nhật doanh nghiệp

- Lợi nhuận năm 2022 đạt kỷ lục từ trước tới nay.** Lũy kế năm 2022, doanh thu thuần của BSR đạt 167.124 tỷ đồng (+65% svck) & LNST đạt 14.669 tỷ đồng (+119% svck). Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ 7,6% (2021) lên 9,6% (2022). Nguyên nhân chủ yếu là do giá dầu tăng mạnh, dẫn tới chênh lệch giá bán sản phẩm và giá dầu thô (crack spread) cải thiện đáng kể. Bên cạnh đó, doanh thu tài chính năm 2022 cũng tăng mạnh 72,5% svck lên 1.750 tỷ đồng, trong khi đó chi phí tài chính chỉ tăng 49,1% svck lên 923 tỷ đồng (chi phí lãi vay giảm 37,9% svck xuống còn 252,8 tỷ đồng do BSR tích cực giảm nợ vay).

Quy mô & tăng trưởng doanh thu của BSR



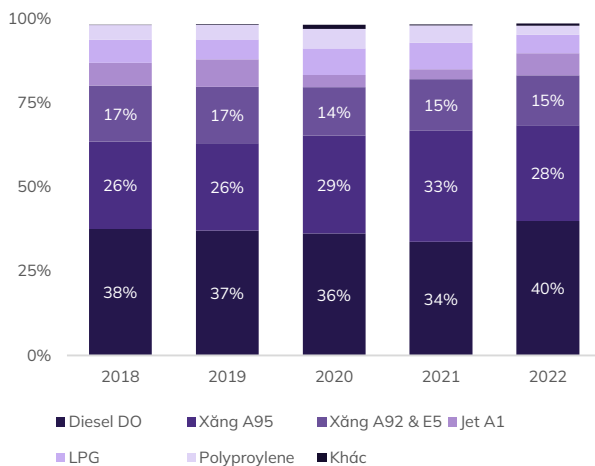
Quy mô lợi nhuận của BSR 2018-2022



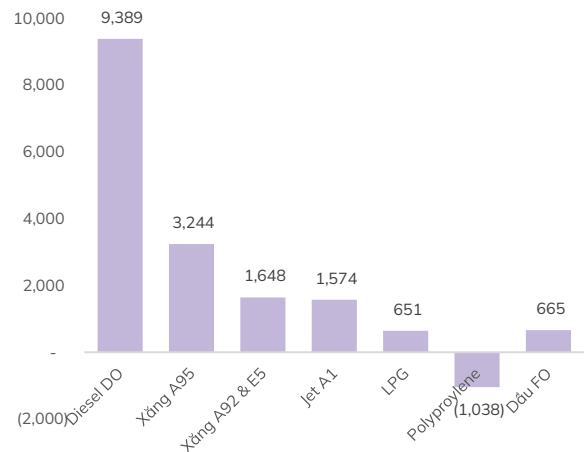
Nguồn: Fiinpro & BCTC của BSR, ABS Research

- Dầu Diesel DO, xăng A95, xăng A92 & E5, Jet A1, LPG là những sản phẩm đóng góp chính vào nguồn thu của BSR.** Theo đó, sản phẩm dầu Diesel DO đóng góp 66.717 tỷ đồng doanh thu năm 2022 (chiếm 40% cơ cấu doanh thu), tiếp đến là xăng A95 với 47.523 tỷ đồng doanh thu (chiếm 28%), xăng A92 & E5 đóng góp 24.759 tỷ đồng (chiếm 15%), Jet A1 chiếm 6,5% cơ cấu doanh thu với 10.855 tỷ đồng doanh thu & LPG chiếm 5,6% cơ cấu (9.293 tỷ đồng).

Cơ cấu doanh thu của BSR 2018-2022



Lợi nhuận gộp BSR năm 2022 sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của BSR, ABS Research

- Tình hình sản xuất kinh doanh năm 2022 của BSR:**
 - Trong năm 2022, sản lượng sản xuất và tiêu thụ của BSR đạt trên 7 triệu tấn, đạt 107,9% kế hoạch. Năm 2022, BSR mua khoảng 7,45 triệu tấn dầu thô trong nước & nhập khẩu (+5,23% svck,) trong đó khối lượng dầu Việt Nam (từ các mỏ Bạch

Hồ, Đại Hùng, Tê Giác Trắng, Sư Tử Đen, Ruby, Chim Sáo, Rạng Đông, Hải Thạch) là 5,69 triệu tấn (chiếm 76,4%) và khối lượng dầu thô nhập khẩu các loại (Azeri, WTI Midland, Kimanis, Bu Attifel, Rabi) là 1,76 triệu tấn (chiếm 23,6%).

- Về tình hình tiêu thụ sản phẩm, năm 2022, tổng khối lượng xăng dầu BSR xuất bán là 6,4 triệu tấn (108,6% kế hoạch), LPG là gần 477 nghìn tấn (101,8% kế hoạch), Polypropylene là 160,33 nghìn tấn (94,4% kế hoạch). Tồn kho cuối năm 2022 là 214 nghìn tấn dầu thô và 110,67 nghìn tấn sản phẩm còn lại.
- **Chênh lệch giá sản phẩm và dầu thô cải thiện đáng kể và cao nhất kể từ khi NMLD Dung Quất đi vào vận hành**, cụ thể: Mogas 95-dầu thô là 17 USD/bbl (+26,6% svck), Mogas 92-dầu thô là 12,5 USD/bbl (+10,92% svck), Jet A1-dầu thô là 23,2 USD/bbl (+456,1% svck) và DO 0,05%S-dầu thô là 23,2 USD/bbl (+985,5% svck).

CHÊNH LỆCH GIÁ BÁN SẢN PHẨM VỚI GIÁ DẦU THÔ CỦA BSR

Chỉ tiêu	2020	2021	2022
Giá bán sản phẩm (USD/thùng)			
Diesel DO	48.40	75.80	131.24
Xăng A95	52.06	87.10	125.01
Xăng A92	50.26	84.93	120.50
Jet A1	46.47	77.84	131.20
Giá dầu thô BSR	46.57	73.67	108.00
Chênh lệch giá bán sản phẩm với giá dầu thô – crack spread (USD/thùng)			
Diesel DO	1.82	2.13	23.24
Xăng A95	5.48	13.43	17.01
Xăng A92	3.69	11.26	12.50
Jet A1	(0.10)	4.17	23.20

Nguồn: BCTN của BSR, ABS Research

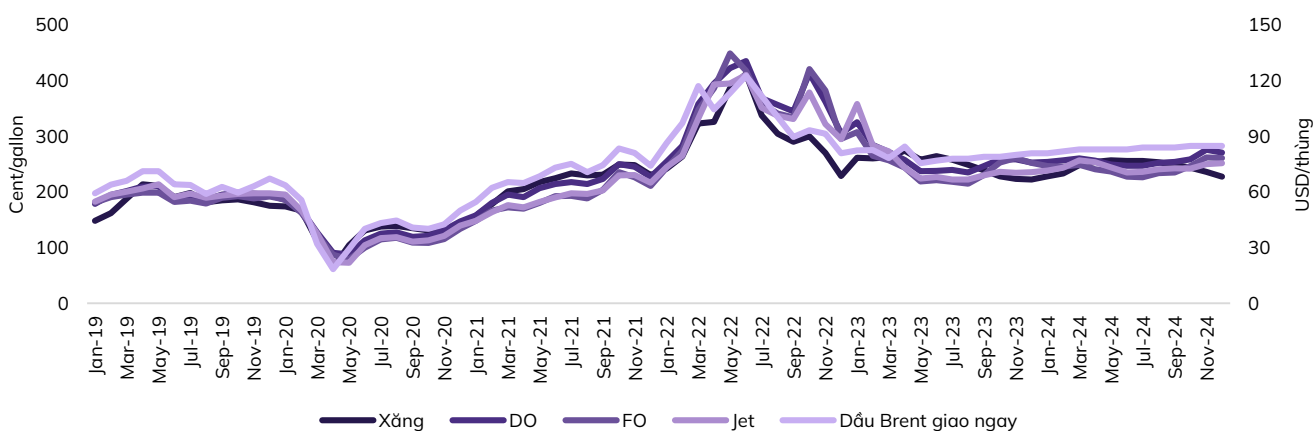
- **Kế hoạch kinh doanh 2023 thận trọng:** Xác định những khó khăn, thách thức năm 2023 là hiện hữu (lạm phát và lãi suất vẫn cao, ảnh hưởng từ Nghị định 95 về công thức giá, thị trường dầu mỏ biến động khó lường, thuế nhập khẩu xăng giảm từ 8% về 5% trong khi thuế TNDN tăng từ 5% lên 10%...) nên BSR đưa ra kế hoạch năm 2023 giảm mạnh so với năm 2022 dựa trên kịch bản cơ sở với giá dầu thô trung bình 70 USD/thùng. Sản lượng sản xuất & tiêu thụ năm 2023 dự kiến là 5,6 triệu tấn (-19,8% YOY), trong đó cao nhất là dầu diesel chiếm hơn 2,36 triệu tấn, tiếp theo là xăng RON 95 đạt 1,38 triệu tấn, RON 91/92 gần 789 ngàn tấn.... BSR đưa ra kế hoạch doanh thu & LNST năm 2023 lần lượt là 95.645 tỷ đồng (-42,8% svck) & 1.628 tỷ đồng (-88,9% svck).
- **Kết quả kinh doanh Q1/2023 sụt giảm mạnh nhưng rất khả quan so với kế hoạch đề ra.** Theo đó, doanh thu thuần Q1/2023 của BSR đạt 34.066 tỷ đồng (-2,1% svck) & LNST đạt gần 1.621 tỷ đồng (-29,9% svck). Biên lợi nhuận gộp đạt 6,1%, sụt giảm mạnh so với mức 7,5% của cùng kỳ năm trước. Như vậy, kết thúc Q1/2023, BSR đã hoàn thành 35,6% kế hoạch doanh thu năm 2023 và hoàn thành 99,6% kế hoạch LNST năm 2023.
- **Sức khỏe tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.** Tại 31/03/2023, BSR có trên 28.564 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng, chiếm 39,5% cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, tổng nợ vay ngắn và dài hạn là 5.656 tỷ đồng (giảm 3.298 tỷ đồng, tương ứng giảm 36,8% so với đầu năm). Nợ/VCSH ở mức thấp, chỉ 0,11 lần (so với mức 0,17 hồi cuối năm ngoái). Trong ĐHCĐ vừa qua, BSR cũng thông qua chi trả cổ tức năm 2022 bằng tiền với tỷ lệ 7%.

Triển vọng vẫn khả quan

Hạ dự báo triển vọng lợi nhuận năm 2023 do giá dầu điều chỉnh mạnh, làm suy giảm crack spread:

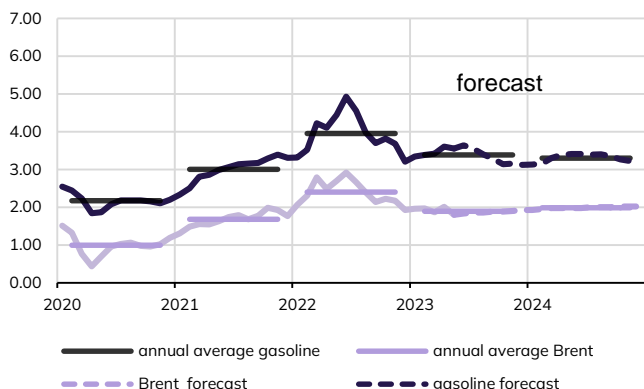
- **Giá dầu năm 2023 tiếp tục suy yếu.** Giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 101 USD/thùng, cao hơn 44% so với năm 2021 (71 USD/thùng). Giá dầu hiện đã “hạ nhiệt” và điều chỉnh khoảng trên 15% so với bình quân năm 2022 trước lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ dầu khi FED và các NHTW trên thế giới liên tục có những động thái tăng lãi suất nhằm đối phó lạm phát. Các tổ chức lớn trên thế giới cũng đều hạ triển vọng giá dầu năm 2023 so với năm 2022. Goldman Sachs dự báo, trong năm 2023, giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 98 USD/thùng trong khi Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) & WB dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 92 USD/thùng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ không điều chỉnh quá sâu, mà vẫn “neo” ở mức cao do có những yếu tố hỗ trợ như Trung Quốc mở cửa nền kinh tế làm tăng nhu cầu tiêu thụ dầu, OPEC thận trọng khiến nguồn cung dầu hạn hẹp (từ tháng 10/2022 tới nay, OPEC+ đã hạ mức sản lượng mục tiêu tới 4,7 triệu thùng/ngày), Căng thẳng Nga-Ukraine cũng như các lệnh trừng phạt & đáp trả giữa Phương Tây và Nga làm gia tăng bất ổn an ninh năng lượng toàn cầu, càng làm thắt chặt nguồn cung các sản phẩm năng lượng....
- **Crack spread suy giảm do ảnh hưởng bởi giá dầu nhưng dự kiến vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2023.** Trong Q1/2023, cả giá dầu và giá các sản phẩm lọc dầu đều suy giảm so với mức nền cao của năm 2022. Chênh lệch giá sản phẩm với giá dầu thô của BSR đã điều chỉnh giảm, giá dầu Diesel DO trong Q1/2023 đã giảm 17,6% so với bình quân năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ được cải thiện từ cuối Q2/2023 do: 1) bước vào mùa du lịch, làm tăng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu, từ đó giúp crack spread phục hồi; 2) dầu Diesel DO có thể được chuyển đổi công năng sang phục vụ điện do điều kiện thủy văn không thuận lợi và mùa hè nắng nóng, thiếu điện.

Giá dầu Brent & giá các sản phẩm lọc dầu tại Mỹ

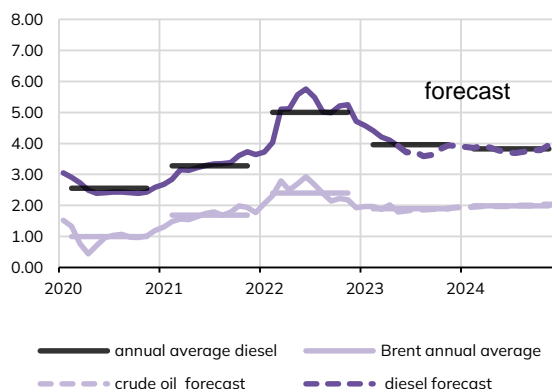


Nguồn: EIA, ABS Research

Tương quan giá xăng & giá dầu tại Mỹ (USD/gallon)



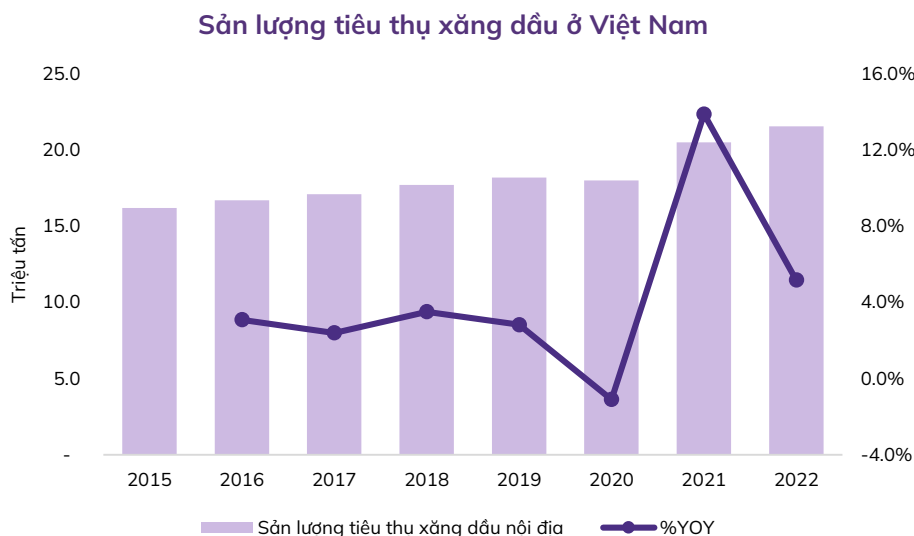
Tương quan giá DO & giá dầu tại Mỹ (USD/gallon)



Nguồn: EIA, ABS Research

Triển vọng được nâng đỡ bởi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu duy trì ở mức cao:

- Sản lượng tiêu thụ xăng dầu nội địa của VN tăng trưởng bình quân 4,1%/năm trong giai đoạn 2016-2021. Tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam đã giảm từ mức trên 90% vào những năm 2000 về khoảng 30% hiện tại. Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép 5,5%/năm trong giai đoạn 2022-2030.



Nguồn: GSO, ABS Research

- Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu sẽ được hỗ trợ bởi: 1) bước vào mùa du lịch, làm tăng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu; 2) mùa hè nắng nóng, nhu cầu điện gia tăng, trong khi thủy văn không thuận lợi, sản phẩm diesel DO có thể được chuyển đổi công năng sang phục vụ phát điện.

Dự án NCMR NMLD Dung Quất: hiện BSR đang chờ Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư Dự án mở rộng NMLD Dung Quất với tổng vốn đầu tư 1,2 tỷ USD (VCSH là 40%). Sau khi hoàn thành, công suất chế biến của nhà máy dự kiến có thể tăng lên 15% so với hiện tại với 7,5 triệu tấn dầu thô/năm. Đây là động lực giúp BSR có thể nâng cao tính cạnh tranh trong khu vực, phát huy nội lực, nâng cao hiệu quả hoạt động về dài hạn.

Kế hoạch chuyển sà sàng Hose: BSR trình ĐHCĐ thông qua kế hoạch chuyển sà sàng niêm yết sang Hose. Hiện nay, Công ty đã đáp ứng 8/9 điều kiện, ngoại trừ điều kiện liên quan khoản nợ quá hạn trên 1 năm tại Công ty con là CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung. Công ty đang tiếp tục làm việc với các cơ quan liên quan để làm rõ việc xem xét điều kiện niêm yết này.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 90 USD/thùng.
- Chúng tôi giả định phương án bảo dưỡng tổng thể NMLD Dung Quất (TA5) sẽ được hoãn sang năm 2024.
- Chúng tôi giả định crack spread năm 2023 tuy đã giảm so với năm 2022 nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao do dự kiến phục hồi từ cuối Q2/2023 bởi các yếu tố sau:
 - Bước vào mùa du lịch nên nhu cầu tiêu thụ xăng dầu gia tăng, từ đó giúp crack spread phục hồi.
 - Mùa hè nắng nóng, nhu cầu điện gia tăng, trong khi thủy văn không thuận lợi, sản phẩm diesel DO có thể được chuyển đổi công năng sang phục vụ phát điện.
- Thuế TNDN sẽ bị áp mức 10% kể từ năm 2023 (thay vì mức ưu đãi 5% như các năm từ 2022 trở về trước).
- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của BSR giảm 17,1% svck về mức 138.572 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 7.613 tỷ đồng (-48,3% svck). EPS 2023 forward dự kiến đạt 2.455 đồng/cp, BVPS 2023F dự kiến đạt 18.268 đồng/cp, tương ứng P/E forward và P/B forward đạt 7,0 lần & 0,95 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của BSR năm 2023 theo sản phẩm

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu				
Diesel DO	20.975	34.106	66.717	54.053
Xăng A95	16.854	33.413	47.523	32.359
Xăng A92 & E5	8.330	15.390	24.759	26.332
Jet A1	2.083	3.001	10.855	11.861
Khác	9.718	15.171	17.270	13.966
Tổng doanh thu	57.959	101.080	167.124	138.572
% YOY	-43,7%	74,4%	65,3%	-17,1%
Giá vốn				
Diesel DO	(22.866)	(34.504)	(57.328)	(48.728)
Xăng A95	(18.022)	(30.480)	(44.279)	(30.813)
Xăng A92 & E5	(8.688)	(13.830)	(23.111)	(25.105)
Jet A1	(2.272)	(2.970)	(9.281)	(10.314)
Khác	(8.336)	(11.598)	(17.028)	(14.251)
Tổng giá vốn	(60.184)	(93.381)	(151.027)	(129.211)
Lợi nhuận gộp	(2.225)	7.699	16.096	9.361
Biên lợi nhuận gộp	-3,8%	7,6%	9,6%	6,8%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu BSR dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/B
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE

Phương pháp so sánh P/B:

- P/B được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trên thế giới là 0,81 lần.
- BVPS 2023F là 18.268 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu BSR được xác định theo phương pháp P/B là 14.737 đ/cp.

Company	Country	P/B
BSR	Vietnam	0,95
THAI OIL PCL	Thailand	0,64
BANGCHAK CORP PCL	Thailand	0,83
Trung bình		0,81

Nguồn: Tradingview.com, ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,76%. Phần bù rủi ro thị trường là 12,15% (theo tính toán của ABS Research tháng 06/2023). Beta điều chỉnh là 1,05 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 12,22%.
- Giá theo phương pháp FCFE là 23.643 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,76%
Phần bù rủi ro thị trường	12,15
Beta	1,05
WACC	12,22%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFE	23.643	50%
- P/B	14.737	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)	19,190	

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị:

- Chúng tôi hạ dự báo triển vọng lợi nhuận năm 2023 của BSR do giá dầu điều chỉnh, làm suy giảm crack spread. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều yếu tố hỗ trợ giá dầu nên giá dầu sẽ vẫn duy trì ở mức cao và crack spread cũng sẽ “neo” ở mức cao so với thời gian các năm trước. Bên cạnh đó, triển vọng BSR được đánh giá khả quan khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu vẫn cao. Thêm vào đó, Dự án NCMR NMLD Dung Quất đang đợi Chính phủ phê duyệt, sau khi hoàn thành sẽ làm tăng công suất của nhà máy thêm 15% so với hiện tại, từ đó nâng cao hiệu quả của BSR về dài hạn. Ngoài ra, ĐHCĐ BSR vừa qua cũng đã thông qua kế hoạch chuyển sàn từ UpCom sang Hose, điều này có thể sẽ tạo hiệu ứng tâm lý tích cực cho giao dịch của cổ phiếu BSR khi được chấp thuận.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu BSR với giá mục tiêu 19.190 đồng/cp (Upside 10,9% so với giá hiện tại).

Rủi ro:

- ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí, từ đó sẽ ảnh hưởng tới crack spread và KQKD của BSR. Bên cạnh đó, giá dầu giảm có thể làm tăng trích lập dự phòng hàng tồn kho. Tại thời điểm 31/3/2023, BSR có 11.387 tỷ đồng hàng tồn kho và Công ty đã trích lập gần 559 tỷ đồng.
- ✓ Nếu Phương án bảo dưỡng tổng thể NMLD Dung Quất (TA5) vẫn thực hiện trong năm 2023 thì doanh thu và lợi nhuận năm 2023F của BSR có thể sụt giảm 18.000 tỷ đồng và hơn 1.000 tỷ đồng so với dự phóng mà chúng tôi đưa ra.

Cơ hội:

- ✓ Giá dầu tăng đột biến và làm tăng crack spread, từ đó làm tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Sản lượng tiêu thụ sản phẩm có thể gia tăng cao hơn so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	57.959	101.080	167.124	138.572
Giá vốn hàng bán	-60.184	-93.381	-151.027	-129.211
Lợi nhuận gộp	-2.225	7.699	16.096	9.361
Doanh thu tài chính	666	1.015	1.750	1.225
Chi phí tài chính	-498	-619	-923	-475
Chi phí bán hàng	-552	-781	-909	-1.109
Chi phí QLDN	-269	-407	-515	-693
Lợi nhuận từ HKKD	-2.877	6.907	15.500	8.310
Lãi/Lỗ khác	25	34	86	86
Lợi nhuận trước thuế	-2.852	6.941	15.586	8.396
Lợi nhuận sau thuế	-2.858	6.684	14.669	7.556
LNST cổ đông Công ty mẹ	-2.819	6.716	14.726	7.613

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
LCT thuần từ HKKD	2.590	8.328	8.224	15.207
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-753	-2.779	2.695	-1.569
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	4.770	-2.640	-3.265	-3.683
LCT thuần trong kỳ	6.607	2.909	7.654	9.954
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	8.352	12.793	16.346	22.853
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	12.793	16.346	22.853	32.807

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,47	1,65	2,25	2,73
Khả năng thanh toán nhanh	1,06	1,27	1,60	2,14
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,63	0,61	0,88	1,40
Khả năng thanh toán lãi vay	-3,80	8,19	17,88	18,68
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,56	0,56	0,65	0,68
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,44	0,44	0,35	0,32
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,32	0,26	0,17	0,10

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2020	2021	2022	2023F
Số ngày phải thu	49,2	49,1	36,2	39,8
Số ngày phải trả	51,7	46,0	41,2	40,3
Số ngày tồn kho	50,9	40,5	40,6	39,0
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-3,8%	7,6%	9,6%	6,8%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	-5,0%	6,8%	9,3%	6,0%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	-4,9%	6,6%	8,8%	5,5%
ROE	-9,2%	17,8%	28,7%	13,4%
ROA	-5,1%	10,0%	18,7%	9,1%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Tiền và các khoản tương đương tiền	12.793	16.346	22.853	32.807
+ Đầu tư ngắn hạn	958	4.190	2.172	2.172
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	7.814	13.601	16.553	15.118
+ Hàng tồn kho	8.387	10.358	16.809	13.800
+ Tài sản ngắn hạn khác	46	50	84	84
Tài sản ngắn hạn	29.997	44.544	58.471	63.981
+ Các khoản phải thu dài hạn	534	534	534	534
+ Tài sản cố định	22.376	20.136	18.075	17.253
+ Bất động sản đầu tư				
+ Tài sản dở dang dài hạn	1.102	1.206	1.275	1.287
+ Đầu tư dài hạn	10	10	10	10
+ Tài sản dài hạn khác	1.877	366	123	56
Tài sản dài hạn	25.898	22.251	20.017	19.141
Tổng Tài sản	55.895	66.796	78.488	83.122
+ Vay ngắn hạn	9.969	9.829	8.954	5.656
+ Phải trả người bán	8.533	11.775	17.028	14.266
+ Nợ ngắn hạn khác	1.905	5.336	33	3.556
Nợ ngắn hạn	20.407	26.940	26.015	23.478
+ Vay dài hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	4.423	2.291	1.282	3.067
Nợ dài hạn	4.423	2.291	1.282	3.067
Tổng nợ phải trả	24.830	29.232	27.298	26.545
+ Vốn cổ phần	31.005	31.005	31.005	31.005
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	28	6.562	14.652	20.038
+ Quỹ khác	32	-3	5.534	5.534
Vốn chủ sở hữu	31.065	37.564	51.190	56.576
Tổng cộng nguồn vốn	55.895	66.796	78.488	83.122

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2020	2021	2022	2023F
Tăng trưởng doanh thu	-43,6%	N/A	65,3%	-17,1%
Tăng trưởng LNNT	-193,4%	N/A	124,6%	-46,1%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-198,1%	N/A	119,3%	-48,3%
Tăng trưởng EPS	-198,1%	N/A	119,3%	-48,3%
Tăng trưởng VCSH	-8,8%	20,9%	36,3%	10,5%
Tăng trưởng Tổng tài sản	4,3%	19,5%	17,5%	5,9%

Định giá (lần)	2020	2021	2022	2023F
P/E	-10,9	10,7	2,8	7,0
P/B	1,0	1,9	0,8	0,95
EPS (vnd/cp)	-909	2.166	4.750	2.455

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

BDS Dân cư, Thép

Trần Bình Minh - Chuyên viên

Email: minh.tranbinh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Ngân hàng, BDS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Chứng khoán, Cảng biển

Trần Quang Huy, ACCA - Chuyên viên

Email: huy.tranquang@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn