

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR – UpCOM)

“Giá dầu neo cao hỗ trợ lợi nhuận”

KHẢ QUAN

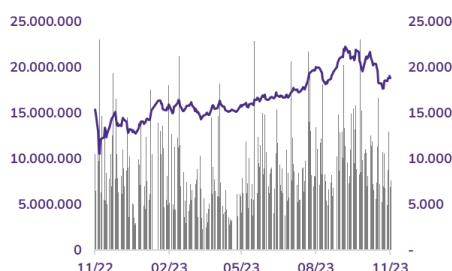
Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Dầu khí
Ngày báo cáo:	24/11/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	18.800
Giá mục tiêu (VND/CP):	20.600
Tỷ lệ tăng (%):	9,4%
Vốn hóa (Tỷ VND):	59.530
SLCPĐLH (CP):	3.100.499.616

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	9M22	9M23
Tăng trưởng DTT (%)	90,3%	-16,8%
Tăng trưởng LNST (%)	222,1%	-51,9%
Biên LNG (%)	11,2%	6,7%
Biên LNST (%)	10,2%	5,9%
ROA (%)	17,4%	7,0%
ROE (%)	26,2%	11,3%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,08	0,16
EPS (VND/CP)	4.096	2.010
BVPS (VND/CP)	15.960	17.733

Luận điểm đầu tư

- KQKD Q3/2023 của BSR tăng trưởng ấn tượng** khi DTT đạt 37.756 tỷ đồng (-5% svck) nhưng LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 3.260 tỷ đồng (+581% svck). Nguyên nhân do giá dầu Q3/2023 tăng cao giúp Crack Spread (chênh lệch giá bán sản phẩm với giá dầu thô) cũng tăng trở lại.
- Lũy kế 9T/2023, KQKD của BSR đi lùi svck nhưng vượt xa kế hoạch đề ra.** DTT đạt 105.491 tỷ đồng (-17% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 6.232 tỷ đồng (-52% svck), **hoàn thành 110,3% kế hoạch doanh thu và vượt xa kế hoạch lợi nhuận năm 2023 (1.628 tỷ đồng).**
- Sức khỏe tài chính lành mạnh** với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.
- Chúng tôi giữ nguyên quan điểm triển vọng lợi nhuận của BSR năm 2023 & 2024 sụt giảm so với năm 2022** do giá dầu đã suy yếu so với năm 2022, từ đó làm thu hẹp crack spread & năm 2024 BSR tiến hành đại tu NMLD Dung Quất (TA5).
- Các yếu tố hỗ trợ KQKD của BSR thời gian tới bao gồm:**
 - ✓ Giá dầu Q4/2023 dự kiến vẫn “neo” cao do có nhiều yếu tố hỗ trợ, từ đó giúp crack spread Q4/2023 vẫn giữ ở mức tốt, dao động quanh mức hiện tại.
 - ✓ 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 đông giá rét, làm tăng nhu cầu sưởi ấm; 2) 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.
- Chúng tôi thực hiện điều chỉnh tăng dự phóng KQKD năm 2023F & 2024F của BSR so với báo cáo trước trên cơ sở KQKD Q3/2023 khả quan.** Theo đó, năm 2023F doanh thu và LNST cổ đông Công ty mẹ của BSR dự kiến lần lượt đạt 139.082 tỷ đồng (-16,8% svck và cao hơn 0,4% so với dự báo trước của chúng tôi) & 8.029 tỷ đồng (-45,5% svck và cao hơn 5,5% so với dự báo trước đó). EPS và BVPS 2023F lần lượt là 2.608 đ/cp & 18.442 đ/cp, tương ứng P/E & P/B đạt 7,32 lần & 1,02 lần.
- 2024F:** Chúng tôi dự phóng doanh thu BSR đạt 119.610 tỷ đồng (-14% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 7.155 tỷ đồng (-10,9% svck).

EPS và BVPS 2024F lần lượt là 2.326 đ/cp & 20.471 đ/cp, tương ứng P/E & P/B lần lượt đạt 8,1 lần & 0,92 lần.

- **Chúng tôi nâng giá mục tiêu BSR lên 20.600 đ/cp** (từ mức 19.800 đ/cp), với khả năng tăng giá 9,4% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ nguyên 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 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.
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ sản phẩm có thể thấp hơn mức dự báo 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.
 - ✓ Kế hoạch chuyển sàn từ Upcom sang HSX: nếu việc chuyển sàn được chấp thuận, có thể tạo tâm lý tích cực cho giao dịch của cổ phiếu BSR.

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

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	101.080	167.124	139.082	119.610
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	<i>74,4%</i>	<i>65,3%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>-14,0%</i>
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	9.357	8.047
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,7%</i>
Doanh thu tài chính	1.015	1.750	1.925	1.907
Chi phí tài chính	(619)	(923)	(1.106)	(899)
Chi phí bán hàng	(781)	(909)	(832)	(718)
Chi phí QLDN	(407)	(515)	(514)	(478)
Lợi nhuận từ HĐKD	6.907	15.500	8.830	7.859
Lãi/Lỗ khác	34	86	29	29
Lợi nhuận trước thuế	6.941	15.586	8.859	7.887
LNST cổ đông Công ty mẹ	6.716	14.726	8.029	7.155
<i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i>	<i>6,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,0%</i>
EPS (đồng/cp)	2.073	4.750	2.608	2.326

Nguồn: BSR, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2023 CỦA BSR

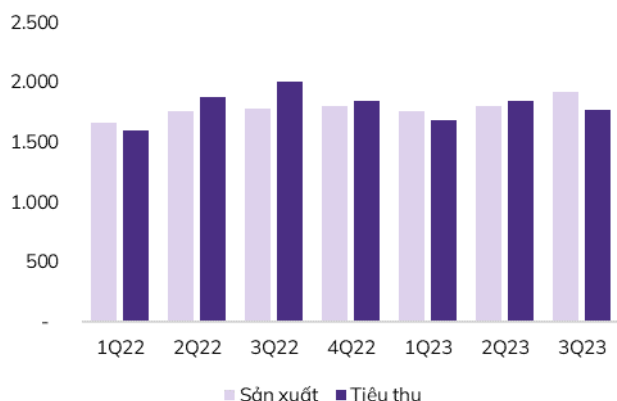
BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	3Q22	3Q23	%YOY	9M22	9M23	%YOY
Doanh thu thuần	39.567	37.756	-5%	126.717	105.491	-17%
Lợi nhuận gộp	654	3.831	486%	14.163	7.080	-50%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>1,7%</i>	<i>10,1%</i>		<i>11,2%</i>	<i>6,7%</i>	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(251)	(313)	25%	(876)	(1.061)	21%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng & QLDN/DTT (%)</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,8%</i>		<i>0,7%</i>	<i>1,0%</i>	
Doanh thu tài chính	345	420	22%	1.016	1.700	67%
Chi phí tài chính	(238)	(319)	34%	(682)	(803)	18%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(43)</i>	<i>(46)</i>	<i>9%</i>	<i>(203)</i>	<i>(203)</i>	<i>0%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	511	3.619	609%	13.622	6.916	-49%
Lãi/lỗ khác	4	2	-48%	56	24	-58%
Lợi nhuận trước thuế	514	3.620	604%	13.678	6.939	-49%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	479	3.260	581%	12.952	6.232	-52%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>1,2%</i>	<i>8,6%</i>		<i>10,2%</i>	<i>5,9%</i>	

Nguồn: BSR, ABS Research

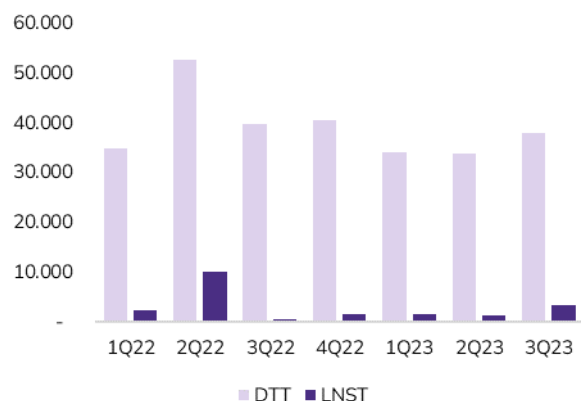
• KQKD Q3/2023 của BSR tăng trưởng ấn tượng:

- ✓ Q3/2023, DTT đạt 37.756 tỷ đồng (-5% svck), tuy nhiên lợi nhuận gộp tăng trưởng ấn tượng lên 3.831 tỷ đồng (+486% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ lên 10,1% so với mức 1,7% của cùng kỳ năm trước. Chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong kỳ tăng 25% svck lên 313 tỷ đồng. Doanh thu tài chính trong kỳ đạt 420 tỷ đồng (+22% svck), chủ yếu là lãi tiền gửi (chiếm gần 70%), trong khi chi phí tài chính trong kỳ đạt 319 tỷ đồng (+34% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ Q3/2023 đạt 3.260 tỷ đồng (+581% svck).
- ✓ KQKD Q3/2023 của BSR có sự tăng trưởng ấn tượng, chủ yếu do:
 - Giá dầu trong Q3/2023 tăng mạnh 27-28% do Ả Rập Xê-Út và Nga cắt giảm sản lượng (1 triệu thùng/ngày và 500.000 thùng/ngày), cùng với khủng hoảng địa chính trị từ chiến tranh Nga-Ukraine. Crack Spread (chênh lệch giá bán sản phẩm với giá dầu thô) cũng tăng trở lại trong tháng 7 & tháng 8/2023, tuy giảm trong tháng 9/2023 nhưng vẫn ở mức cao so với 6T/2023.
 - Sản lượng sản xuất tăng svck khi đạt 1.917 nghìn tấn (+7,6% YoY, +6,1% QoQ), trong khi sản lượng tiêu thụ đạt 1.772 nghìn tấn (-11,5% YoY, -3,8% QoQ). Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (NMLD) hoạt động với công suất cao, tương đương 110% công suất thiết kế (CSTK). Sản lượng tiêu thụ giảm chủ yếu do dầu Diesel DO và xăng Mogas 92 tiêu thụ chậm khi tồn kho tăng cao do các nhà nhập khẩu tăng cường nhập hàng về Việt Nam nhằm đảm bảo nguồn cung trong nước không bị gián đoạn khi NMLD Nghi Sơn ngừng hoạt động 55 ngày để bảo dưỡng.

Sản lượng sản xuất & tiêu thụ theo quý (nghìn tấn)



Doanh thu & LNST theo quý (tỷ đồng)

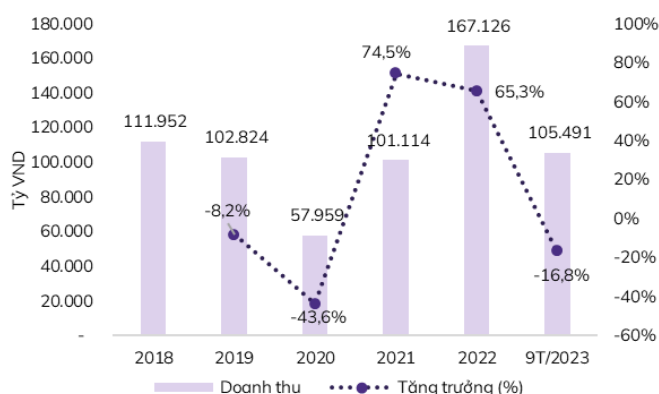


Nguồn: BSR, ABS Research

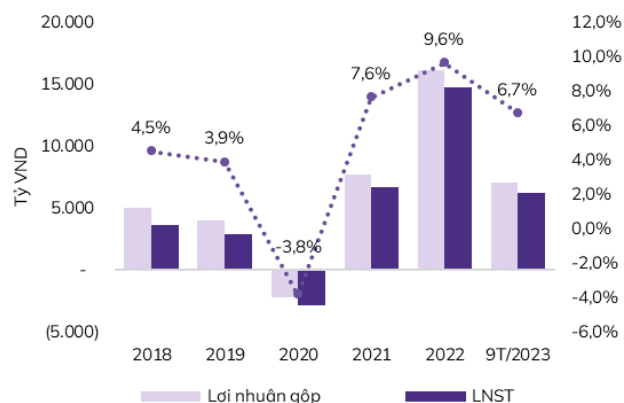
- **KQKD 9T/2023 của BSR đi lùi svck nhưng vượt xa kế hoạch đề ra:**

- ✓ Lũy kế 9T/2023, DTT đạt 105.491 tỷ đồng (-17% svck). Lợi nhuận gộp 9T/2023 đạt 7.080 tỷ đồng (-50% svck), biên lợi nhuận gộp trong kỳ đạt 6,7%, giảm mạnh so với mức 11,2% của cùng kỳ năm trước. LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 6.232 tỷ đồng (-52% svck). **Như vậy, 9T/2023 BSR đã hoàn thành 110,3% kế hoạch doanh thu và vượt xa kế hoạch lợi nhuận năm 2023 (1.628 tỷ đồng).**
- ✓ KQKD 9T/2023 sụt giảm chủ yếu do:
 - Sản lượng sản xuất 9T/2023 đạt 5.477 nghìn tấn (+5,2% svck) nhưng sản lượng tiêu thụ lại sụt giảm nhẹ 3,3% svck (tương đương 5.294 nghìn tấn). Trong các sản phẩm chủ lực của BSR thì Jet A1 giảm mạnh nhất 25,2% svck, tiếp đến là Mogas 95 (-5,1% svck), LPG (-3,3%), Mogas 92 (-2,6% svck)...
 - Giá bán các sản phẩm cũng đều sụt giảm như Diesel DO (-19,9% svck), Mogas 95 (-17,4% svck), Mogas 92 (-18,8% svck), LPG (-25,7% svck), ngoại trừ Jet A1 (+35,7% svck)...
- ✓ Các sản phẩm chủ lực của BSR chủ yếu vẫn là dầu Diesel DO, Mogas 95, Mogas 92, Jet A1 & LPG. Trong 9T/2023, sản lượng tiêu thụ Diesel DO là trên 2,1 triệu tấn, Mogas 95 là gần 1,4 triệu tấn, Mogas 92 là 734 nghìn tấn, Jet A1 là 400 nghìn tấn và LPG là 356 nghìn tấn. Đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu của BSR là Diesel DO (38,1%), Mogas 95 (28,4%), Mogas 92 (14,5%), Jet A1 (7,8%) & LPG (5,2%)...

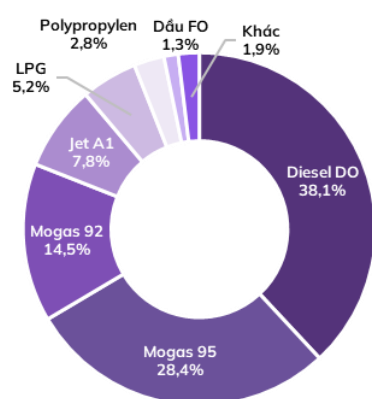
Quy mô & tăng trưởng doanh thu 2018-9T/2023



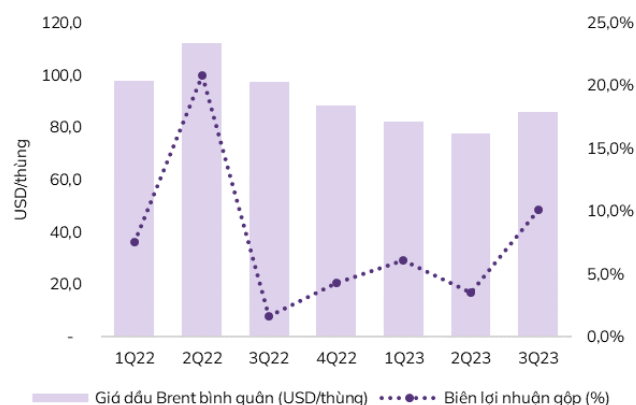
Quy mô lợi nhuận của BSR



Cơ cấu doanh thu BSR 9T/2023 (%)



Tương quan biên LNG của BSR với giá dầu Brent

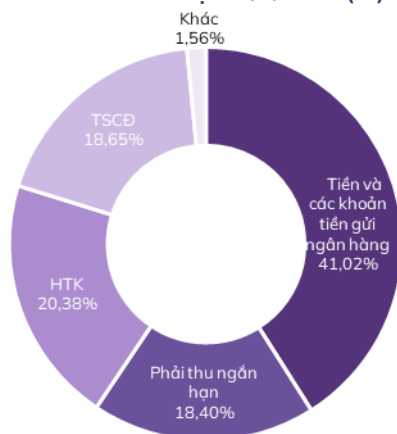


Nguồn: BSR, ABS Research

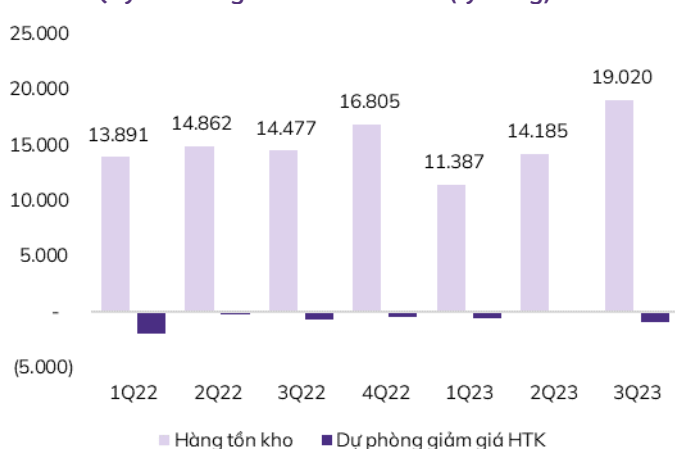
- **Sức khỏe tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.** Tại 30/9/2023, BSR có trên 36.470 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (+45,7% so với đầu năm), chiếm 41% cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, tổng nợ vay ngắn và dài hạn là 9.053 tỷ đồng (toàn bộ là vay ngắn hạn), tăng mạnh 165% so với Q2/2023 do BSR tăng dự trữ hàng tồn kho. Nợ/VCSH ở mức rất thấp, chỉ 0,16 lần. Trong ĐHCĐ vừa qua, BSR cũng thông qua chi trả cổ tức năm 2022 bằng tiền với tỷ lệ 7%.

- **Lượng hàng tồn kho & các khoản phải thu có xu hướng tăng trong Q3/2023.** Tại 30/9/2023, lượng hàng tồn kho của BSR là 19.020 tỷ đồng (+31,4% YoY & +34,1% QoQ). Dự phòng giảm giá hàng tồn kho Q3/2023 tăng mạnh từ 79 tỷ (Q2/2023) lên 901 tỷ đồng (+37,3% svck). Các khoản phải thu cũng tăng lên 15.811 tỷ đồng (+19% YoY, +24,8% QoQ).

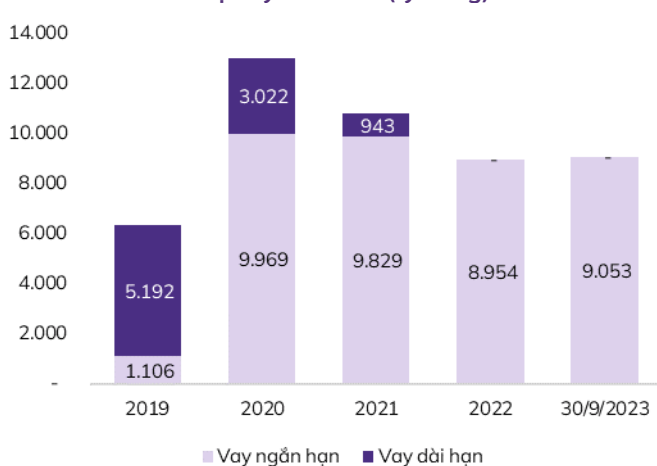
Cơ cấu tài sản BSR tại 30/9/2023 (%)



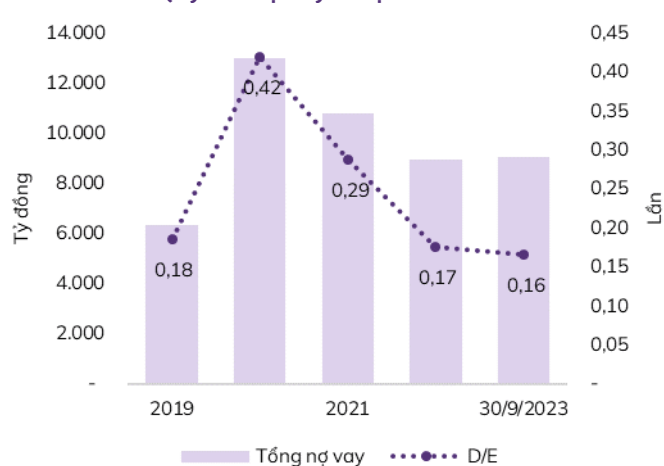
Quy mô hàng tồn kho của BSR (tỷ đồng)



Cơ cấu nợ vay của BSR (tỷ đồng)



Quy mô nợ vay & hệ số D/E



Nguồn: BSR, ABS Research

Triển vọng kinh doanh

- Chúng tôi giữ quan điểm triển vọng lợi nhuận của BSR năm 2023 & 2024 sụt giảm so với năm 2022 do giá dầu đã suy yếu so với năm 2022, từ đó làm thu hẹp crack spread:
 - ✓ Giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 101 USD/thùng, cao hơn 44% so với năm 2021 (71 USD/thùng). Giá dầu Brent bình quân Q3/2023 đạt 85,9 USD/thùng. Như vậy, 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. Việc giá dầu suy yếu so với năm 2022 cũng làm crack spread các sản phẩm bị thu hẹp. Theo CGS-CIMB, Q3/2023, crack spread dầu Diesel trung bình đạt 25 USD/thùng (-22,4% so với năm 2022) và crack spread xăng trung bình đạt 19 USD/thùng (-4,4% so với năm 2022). Thông thường, crack spread của BSR thấp hơn mức chung của thế giới do giá dầu thô đầu vào của BSR thường cao hơn giá dầu Brent. Hiện nay, nguồn cung dầu của BSR chủ yếu đến từ nội địa (chiếm trên 70%).

Crack Spread thế giới trong 3 Quý đầu năm 2023 (USD/thùng)

Crack Spread vs Dubai Crude	2022	1Q23	2Q23	3Q23
Gasoline	19,87	18,65	16,59	19,00
Diesel	32,21	23,52	13,94	25,00
Jet fuel	31,02	25,15	14,56	23,00

Nguồn: CGS-CIMB, ABS Research

- ✓ Mặc dù đã điều chỉnh so với mức cao của năm 2022, nhưng chúng tôi cho rằng giá dầu Q4/2023 & năm 2024 vẫn sẽ “neo” ở mức cao do:
 - Nhu cầu dầu mỏ cải thiện: theo OPEC, nhu cầu dầu mỏ toàn cầu sẽ mạnh mẽ trong năm 2024 khi triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới cải thiện hơn. OPEC dự báo, nhu cầu dầu mỏ thế giới sẽ tăng 2,25 triệu thùng/ngày trong năm 2024, so với mức tăng 2,44 triệu thùng/ngày của năm 2023.
 - Nguồn cung dầu thắt chặt: mới đây, Ả-rập Xê-út và Nga đã cùng nhau gia hạn cắt giảm sản lượng tự nguyện tổng cộng 1,3 triệu thùng/ngày đến cuối năm sẽ khiến thị trường bị thâm hụt đáng kể trong Q4/ 2023.
 - Dự trữ dầu thô của Mỹ giảm xuống mức thấp nhất trong 14 tháng do nhu cầu lọc và xuất khẩu mạnh, càng đẩy tình trạng nguồn cung trở nên khan hiếm hơn, đẩy giá dầu lên cao.
 - Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông, Nga-Ukraine...
- ✓ Giá dầu “neo” cao sẽ giúp cho crack spread được duy trì ở mức tốt. Theo dự báo của Platt, crack spread trong Q4/2023 sẽ tiếp tục dao động quanh mức hiện tại.
- ✓ Năm 2024, BSR tiến hành đại tu NMLD Dung Quất. Theo kế hoạch, việc bảo dưỡng tổng thể (TA5) sẽ diễn ra trong tháng 3 và tháng 4/2024 (kéo dài 52 ngày). Việc đại tu này có thể làm doanh thu của BSR giảm 14% svck.
- ✓ Tuy nhiên, triển vọng của BSR được nâng đỡ bởi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu vẫn duy trì ở mức cao. 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.
- **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 sàn sang Hose:** ĐHĐCĐ của BSR đã thông qua kế hoạch chuyển sàn 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. Chúng tôi kỳ vọng việc niêm yết này có thể được thực hiện trong năm 2024, từ đó góp phần hỗ trợ giá cổ phiếu.

Dự phóng KQKD

- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 88 USD/thùng & 2024 là 90 USD/thùng.
- Chúng tôi giả định crack spread Q4/2023 sẽ duy trì như Q3/2023.
- 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 KQKD 9T/2023 của BSR, chúng tôi thực hiện điều chỉnh lại một số dự phóng như sau:
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ 2023F dự kiến đạt 6,98 triệu tấn (-0,4% svck), giảm nhẹ 0,6% so với dự báo trước của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh yếu tố này do việc tiêu thụ một số sản phẩm chính của BSR trong Q3/2023 có phần chậm lại khi các nhà nhập khẩu tăng cường nhập khẩu để đảm bảo nguồn cung trong thời gian NMLD Nghi Sơn dừng để bảo dưỡng.

- ✓ Giá bán sản phẩm thực tế trong 9T/2023 của BSR cao hơn mức dự báo chúng tôi đã đưa ra trong báo cáo trước, do đó chúng tôi thực hiện điều chỉnh tăng giá bán các sản phẩm cho phù hợp với tình hình thực tế. Thực tế, trong Q3/2023, giá dầu đã tăng mạnh trên 27% so với Q2/2023 trước những ảnh hưởng của yếu tố địa chính trị cũng như OPEC+ thắt chặt nguồn cung, từ đó giúp crack spread tăng mạnh trong Q3/2023 so với quý trước đó.
- ✓ Do điều chỉnh giá bán các sản phẩm cho sát với tình hình thực tế 9T/2023, chúng tôi thực hiện điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2023 của BSR. Theo đó, năm 2023F doanh thu và LNST cổ đông Công ty mẹ của BSR dự kiến lần lượt đạt 139.082 tỷ đồng (-16,8% svck và cao hơn 0,4% so với dự báo trước của chúng tôi) & 8.029 tỷ đồng (-45,5% svck và cao hơn 5,5% so với dự báo trước đó). EPS và BVPS 2023F lần lượt là 2.608 đ/cp & 18.442 đ/cp, tương ứng P/E & P/B đạt 7,2 lần & 1,02 lần.
- 2024F: Chúng tôi dự phóng doanh thu BSR đạt 119.610 tỷ đồng (-14% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 7.155 tỷ đồng (-10,9% svck). EPS và BVPS 2024F lần lượt là 2.326 đ/cp & 20.471 đ/cp, tương ứng P/E & P/B lần lượt đạt 8,1 lần & 0,92 lần.

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 0,80 lần.
- ✓ BVPS 2024F là 20.471 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu BSR được xác định theo phương pháp P/B là 16.377 đ/cp.

Company	Country	P/B
THAI OIL PCL	Thailand	0,70
BANGCHAK CORP PCL	Thailand	0,90
Trung bình		0,80

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. Chúng tôi thực hiện điều chỉnh lại một số yếu tố để tính WACC, trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,60%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,57% (theo tính toán của ABS Research tháng 10/2023). Beta điều chỉnh là 0,90 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 9,22%.
- ✓ Giá theo phương pháp FCFE là 24.738 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,60%
Phần bù rủi ro thị trường	9,57
Beta	0,90
WACC	9,22%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFE	24.738	50%
- P/B	16.377	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		20.557

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra với BSR là 20.600 đ/cp, Upside 9,4% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ nguyên quan điểm khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với BSR.

Rủi ro giảm giá

- ✓ 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.
- ✓ Sản lượng tiêu thụ sản phẩm có thể thấp hơn mức dự báo của chúng tôi.

Cơ hội tăng giá

- ✓ 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.
- ✓ Kế hoạch chuyển sàn từ Upcom sang HSX: nếu việc chuyển sàn được chấp thuận, có thể tạo tâm lý tích cực cho giao dịch của cổ phiếu BSR.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	101.080	167.124	139.082	119.610
Giá vốn hàng bán	-93.381	-151.027	-129.725	-111.563
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	9.357	8.047
Doanh thu tài chính	1.015	1.750	1.925	1.907
Chi phí tài chính	-619	-923	-1.106	-899
Chi phí bán hàng	-781	-909	-832	-718
Chi phí QLDN	-407	-515	-514	-478
Lợi nhuận từ HKKD	6.907	15.500	8.830	7.859
Lãi/Lỗ khác	34	86	29	29
Lợi nhuận trước thuế	6.941	15.586	8.859	7.887
Lợi nhuận sau thuế	6.684	14.669	7.973	7.099
LNST cổ đông Công ty mẹ	6.716	14.726	8.029	7.155

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HKKD	8.972	7.088	1.685	11.720
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-2.779	2.695	-1.623	-1.623
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-2.640	-3.265	-2.370	-1.130
LCT thuần trong kỳ	3.553	6.518	-2.308	8.967
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	12.793	16.346	22.853	20.545
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	16.346	22.864	20.545	29.511

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,65	2,25	2,17	2,65
Khả năng thanh toán nhanh	1,27	1,60	1,62	2,12
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,76	0,96	1,16	1,70
Khả năng thanh toán lãi vay	18,06	62,66	33,74	31,29

Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,56	0,65	0,63	0,69
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,44	0,35	0,37	0,31
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,29	0,17	0,15	0,14

Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	37,7	32,0	40,5	34,8
Số ngày phải trả	32,2	29,3	45,1	43,6
Số ngày tồn kho	36,6	32,8	49,1	48,2

Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,6%	9,6%	6,7%	6,7%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	6,7%	8,9%	5,6%	5,5%
Tỷ suất LNST	6,6%	8,8%	5,7%	5,9%
ROE	19,5%	33,1%	14,7%	11,2%
ROA	10,9%	20,2%	9,4%	7,7%
ROIC	15,3%	27,5%	13,0%	10,7%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	16.346	22.853	20.545	29.511
+ Đầu tư ngắn hạn	4.190	2.172	17.910	17.910
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	13.601	16.553	15.103	11.721
+ Hàng tồn kho	10.358	16.809	18.060	14.718
+ Tài sản ngắn hạn khác	50	84	84	84
Tài sản ngắn hạn	44.544	58.471	71.701	73.944
+ Các khoản phải thu dài hạn	534	534	444	382
+ Tài sản cố định	20.136	18.075	17.254	16.352
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	1.206	1.275	1.275	1.275
+ Đầu tư dài hạn	10	10	10	10
+ Tài sản dài hạn khác	366	123	280	164
Tài sản dài hạn	22.251	20.017	19.263	18.183
Tổng Tài sản	66.796	78.488	90.965	92.126
+ Vay ngắn hạn	9.829	8.954	8.754	8.554
+ Nợ ngắn hạn khác	17.111	17.061	24.255	19.384
Nợ ngắn hạn	26.940	26.015	33.009	27.939
+ Vay dài hạn	943	0	0	0
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	1.349	1.282	898	896
Nợ dài hạn	2.291	1.282	898	896
Tổng nợ phải trả	29.232	27.298	33.907	28.835
+ 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	6.562	14.652	16.126	22.416
+ Quỹ khác	-3	5.534	9.927	9.870
Vốn chủ sở hữu	37.564	51.190	57.058	63.291
Tổng cộng nguồn vốn	66.796	78.488	90.965	92.126

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	74,4%	65,3%	-16,8%	-14,0%
Tăng trưởng LNTT	-390,7%	115,6%	-42,4%	-10,8%
Tăng trưởng LNST	-333,8%	119,5%	-45,6%	-11,0%
Tăng trưởng VCSH	20,9%	36,3%	11,5%	10,9%
Tăng trưởng Tổng tài sản	19,5%	17,5%	15,9%	1,3%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	11,1	2,8	7,2	8,1
P/B	1,9	0,8	1,02	0,92
EPS (VND/CP)	2.073	4.750	2.608	2.326
BVPS (VND/CP)	12.117	16.531	18.442	20.471

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - 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

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bán lẻ, Thực phẩm, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Tài chính, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Hóa chất, Dệt may, Hàng công nghiệp

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

Logistics, Công nghệ

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buimin@abs.vn

BĐS dân cư, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây

Giải thưởng

**BEST STOCK TRADING APP
ABS INVEST**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2023

Trao bởi Global Business Outlook 2023 (GBO 2023)

