Công ty Cổ phần Lọc – Hóa dầu Bình Sơn - BSR

Nhiều câu chuyện hấp dẫn ở phía trước

Dầu khí | CẬP NHẬT

Khả quan

Giá mục tiêu (12T)
VND22.600

Consensus*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

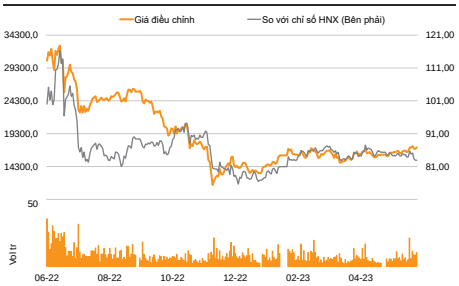
Giá mục tiêu / Consensus: 15,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ dự phóng EPS năm 2023-25 xuống 7,9%/36,5%/18,7%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND27.300
Giá thị trường	VND17.200
Cao nhất 52 tuần (VND)	32.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	104.564
Thị giá vốn (tỷ VND)	52.476
Free float	7%
Tỷ suất cổ tức	2,56%
P/E trượt (x)	3,62
P/B hiện tại (x)	1,04

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

PVN	92,1%
Khác	7,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Ngọc Hải
hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/23 giảm 30% svck xuống còn 1.629 tỷ đồng do tỷ suất LN mảng xăng và hóa dầu thấp hơn.
- LN ròng năm 2023 dự kiến sẽ giảm 46,3% so với mức kỷ lục của năm 2022 do tỷ suất LN lọc dầu giảm, nhưng vẫn cao hơn 17,7% so với năm 2021.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 22.600 đồng.

LN Q1/23 sụt giảm do tỷ suất LN lọc dầu thấp

Doanh thu (DT) Q1/23 giảm 2,1% svck xuống 34.066 tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ tăng 5,4% svck bù đắp một phần cho giá dầu giảm mạnh. Tuy nhiên, LN gộp Q1/23 giảm 20,7% svck xuống 2.072 tỷ đồng do: (1) thuế nhập khẩu xăng giảm từ 8% xuống 5% trong Q1/23 dẫn đến premium nguồn xăng nội địa giảm và (2) mảng hóa dầu lỗ gộp 226 tỷ đồng. Trong khi đó, LN tài chính thuần Q1/23 tăng nhẹ 2,6% svck do tác động trái chiều của thu nhập tiền gửi cao hơn (+96% svck) và lỗ tỷ giá ròng 86 tỷ đồng. Kết quả, LN ròng Q1/23 giảm 30% svck xuống 1.629 tỷ đồng, hoàn thành 19% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Crack spread diesel châu Á giảm nhanh và mạnh hơn so với kỳ vọng

Crack spread diesel châu Á đã giảm xuống còn 13,4 USD/thùng từ mức 30 USD/thùng trong tháng 2, mạnh hơn và nhanh hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi. Nguyên nhân chủ yếu là do suy thoái kinh tế gia tăng và thị trường khí đốt toàn cầu hạ nhiệt trong bối cảnh nguồn cung dồi dào (từ Trung Quốc và Trung Đông). Với nửa sau 2023, chúng tôi cho rằng crack spread các sản phẩm lọc dầu tầng trung, đặc biệt là diesel sẽ dần phục hồi, được hỗ trợ bởi nhu cầu đi lại vào mùa hè và nhu cầu nhiên liệu sưởi ấm vào mùa đông tại các nước phương Tây. Nhìn chung, chúng tôi hạ giả định crack spread diesel châu Á xuống 19,5/17/14 USD/thùng trong năm 2023-25 từ mức 25/21/18 USD/thùng trước đây. Điều này dẫn đến việc chúng tôi điều chỉnh giảm 18,1%/14,3%/15,4% giả định tỷ suất LN lọc dầu năm 2023-25. Theo đó, dự phóng LN ròng năm 2023-25 của chúng tôi cũng giảm lần lượt là 7,9%/36,5%/18,7%.

Những câu chuyện đầu tư hấp dẫn vẫn còn ở phía trước

Dự án Nâng cấp, mở rộng (NCMR) nhà máy lọc dầu Dung Quất điều chỉnh đã được Chính phủ phê duyệt vào tháng 5, tạo tiền đề để BSR triển khai dự án trong thời gian tới. Đây sẽ là động lực tăng trưởng của BSR trong dài hạn, thúc đẩy DT cũng như cải thiện khả năng sinh lời của công ty thông qua việc nâng cao tỷ trọng sản phẩm giá trị cao sau khi đi vào hoạt động từ Q1/28. Bên cạnh đó, trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng việc chuyển niêm yết sang HOSE sẽ là động lực tăng giá tiềm năng cho BSR. Hiện tại, công ty chỉ còn thiếu một tiêu chí liên quan đến các khoản nợ quá hạn để được niêm yết cổ phiếu trên HOSE. BSR đang phối hợp với các cơ quan chức năng giải quyết vấn đề này và đặt mục tiêu chuyển sàn trong Q3/23.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 22.600 đồng

Giá mục tiêu theo phương pháp DCF được điều chỉnh giảm 17% xuống 22.600 đồng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với BSR nhờ tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn đến từ dự án NCMR nhà máy đã được phê duyệt, tiềm năng từ việc niêm yết cổ phiếu trên HOSE và vị thế tài chính vững mạnh. Rủi ro giảm giá đến từ crack spread sản phẩm lọc dầu thấp hơn kỳ vọng và giá dầu tiếp tục giảm.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	101.080	167.124	136.040	111.962
Tăng trưởng DT thuần	74,4%	65,3%	(18,6%)	(17,7%)
Biên lợi nhuận gộp	7,6%	9,6%	6,8%	6,6%
Biên EBITDA	14,9%	19,1%	13,5%	13,2%
LN ròng (tỷ)	6.716	14.726	7.901	6.411
Tăng trưởng LN ròng		119,3%	(46,3%)	(18,9%)
Tăng trưởng LN cốt lõi		119,3%	(46,3%)	(18,9%)
EPS cơ bản	2.166	4.750	2.548	2.068
EPS điều chỉnh	2.166	4.750	2.548	2.068
BVPS	12.117	16.531	17.693	18.568
ROAE	19,6%	33,2%	14,9%	11,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhiều câu chuyện hấp dẫn ở phía trước

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 22.600 đồng

Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu xuống 22.600 đồng do hạ dự phóng EPS năm 2023-25. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp DCF thay vì kết hợp giữa 2 phương pháp EV/EBITDA và P/B mục tiêu như báo cáo trước vì chúng tôi tin rằng định giá DCF có thể phản ánh hiệu quả các khía cạnh cơ bản của công ty. Nhìn chung, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với BSR nhờ vào: (1) tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của doanh nghiệp đến từ dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy vừa được phê duyệt gần đây, và dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q1/28, (2) khả năng chuyển niêm yết cổ phiếu lên Sở giao dịch chứng khoán HCM (HOSE), và (3) tình hình tài chính vững mạnh của công ty với số dư tiền mặt ròng là 22.900 tỷ đồng và hệ số nợ vay ròng/VCSH là -0,43 vào cuối Q1/23.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá tiềm năng là crack spread sản phẩm lọc dầu cao hơn kỳ vọng và tiềm năng chuyển niêm yết cổ phiếu lên HOSE trong nửa cuối năm 2023.

- Rủi ro giảm giá đến từ crack spread sản phẩm lọc dầu thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu tại Trung Quốc phục hồi chậm và giá dầu tiếp tục giảm.

Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	40.902
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	13.051
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	53.953
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	25.025
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(8.954)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	6
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	70.029
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	3.100
Giá trị cổ phiếu (đồng)	22.587
Giá mục tiêu (đồng)	**22.600**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	**18,2%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	51.255
Nợ	8.954
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	10,0%
WACC	**16,2%**
Tăng trưởng dài hạn	**1,0%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2030	2035	CAGR 22-35
DT thuần	**167.124**	**136.040**	**111.962**	**124.504**	**134.642**	**155.690**	**-0,5%**
% svck	*65,3%*	*-18,6%*	*-17,7%*	*11,2%*	*4,5%*	*2,4%*	
COGS & OPEX	(152.451)	(128.172)	(105.711)	(117.337)	(128.043)	(148.060)	
EBIT	14.673	7.868	6.252	7.166	6.599	7.631	
Biên LN hoạt động KD	*8,8%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,8%*	*4,9%*	*4,9%*	
Thuế khả dụng	*-5,7%*	*-10,0%*	*-10,0%*	*-10,0%*	*-10,0%*	*-10,0%*	
EBIT * (1-mức thuế)	13.834	7.081	5.627	6.450	5.939	6.868	
+ Chi phí khấu hao	2.192	2.269	2.245	2.274	4.253	4.672	
% doanh thu	*1,3%*	*1,7%*	*2,0%*	*1,8%*	*3,2%*	*3,0%*	
- CapEx	(220)	(1.664)	(3.148)	(7.779)	(208)	(241)	
% doanh thu	*-0,1%*	*-1,2%*	*-2,8%*	*-6,2%*	*-0,2%*	*-0,2%*	
+ Thay đổi vốn lưu động	(8.454)	2.671	47	(1.503)	1.333	1.381	
% doanh thu	*-5,1%*	*2,0%*	*0,0%*	*-1,2%*	*1,0%*	*0,9%*	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	913	911	872	919	945	1.038	
% doanh thu	*0,5%*	*0,7%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,7%*	
Dòng tiền tự do (UFCF)	8.266	11.268	5.642	361	12.262	13.718	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các công ty trong ngành lọc hóa dầu

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)	
		Nội tệ	Nội tệ	tr.USD	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Thai Oil	TOP TB	45	NA	2.904	7	7,2	9,0	9,1	0,6	0,6	8,6%	8,1%	3,3%	3,4%	5,5%	5,6%
IRPC	IRPC TB	2	NA	1.334	15	10,0	8,2	6,5	0,6	0,5	3,7%	6,1%	1,7%	2,8%	3,8%	4,6%
Star Petroleum Refining	SPRC TB	9	NA	1.102	7	6,6	3,8	3,5	0,9	0,8	13,4%	13,0%	7,8%	8,7%	7,2%	7,6%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	36	NA	4.689	13	8,0	8,5	6,7	0,5	0,5	4,0%	6,3%	1,9%	2,8%	3,5%	5,4%
GS Holdings Corp	078930 KS	38.750	NA	2.758	2	2,4	4,8	5,0	0,3	0,2	10,8%	10,4%	4,8%	4,7%	6,0%	6,2%
S-Oil Corp	010950 KS	73.100	NA	6.305	6	5,8	4,4	4,4	0,9	0,8	15,8%	15,0%	6,8%	7,0%	5,0%	5,2%
Bharat Petroleum	BPCL IN	364	NA	9.582	8	7,9	6,5	6,2	1,3	1,2	16,9%	15,9%	6,4%	5,4%	4,7%	5,2%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	260	NA	4.471	5	4,8	7,4	6,2	1,2	1,0	19,0%	20,1%	4,2%	5,5%	5,5%	8,3%
Trung bình					*8*	*6,6*	*6,6*	*5,9*	*0,8*	*0,7*	*11,5%*	*11,9%*	*4,6%*	*5,0%*	*5,2%*	*6,0%*
Lọc hóa dầu Bình Sơn	**BSR VN**	**17.200**	**22.600**	**2.259**	**7**	**8,3**	**3,6**	**4,3**	**1,0**	**0,9**	**14,9%**	**11,4%**	**10,2%**	**8,3%**	**4,1%**	**4,1%**

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 02/06)

LN Q1/23 sụt giảm do tỷ suất LN lọc dầu thấp

Hình 6: Tổng quan KQKD Q1/23

Tỷ đồng	Q1/22	Q1/23	% svck	% sv. dự phóng 2023	Nhận định
Giá dầu Brent (USD/thùng)	98	82	-16,0%		
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	1.667	1.754	5,2%		
Công suất vận hành (%)	103%	108%	7,7 điểm%		
Doanh thu thuần	**34.783**	**34.066**	**-2,1%**	**28,3%**	Doanh thu Q1/23 giảm nhẹ 2,1% svck do sản lượng tiêu thụ tăng 5,4% so với cùng kỳ bù đắp một phần cho việc giá dầu giảm
LN gộp	**2.612**	**2.072**	**-20,7%**	**21,0%**	
Biên LN gộp (%)	*7,5%*	*6,1%*	*-1,4 điểm %*		Biên LN gộp Q1/23 giảm 1,4 điểm % svck do: (1) trong 1Q23, thuế nhập khẩu xăng giảm từ 8% xuống 5% dẫn đến premium nguồn xăng nội địa giảm, khiến biên LN gộp mảng xăng giảm 11 điểm % svck, và (2) mảng hóa dầu ghi nhận lỗ gộp 226 tỷ đồng do biên LN hóa dầu (sản phẩm polypropylene) thấp
Chi phí bán hàng	(249)	(325)	30,7%	38,9%	
Chi phí QLDN	(88)	(89)	1,1%	20,9%	
EBIT	2.275	1.658	-27,1%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	167	171	2,6%	18,4%	LN tài chính thuần Q1/23 tăng nhẹ 2,6% svck do tác động trái chiều của thu nhập tiền gửi cao hơn (+96% svck lên 370 tỷ đồng) và ghi lỗ tỷ giá ròng là 86 tỷ đồng (so với mức lãi tỷ giá ròng là 100 tỷ đồng trong Q1/22)
Doanh thu tài chính	356	810	127,4%		
Chi phí tài chính	(189)	(639)	237,3%		
Lợi nhuận khác	21	14	-32,1%		
LNTT	2.463	1.843	-25,2%		
LN ròng	**2.324**	**1.629**	**-29,9%**	**19,0%**	Thấp hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

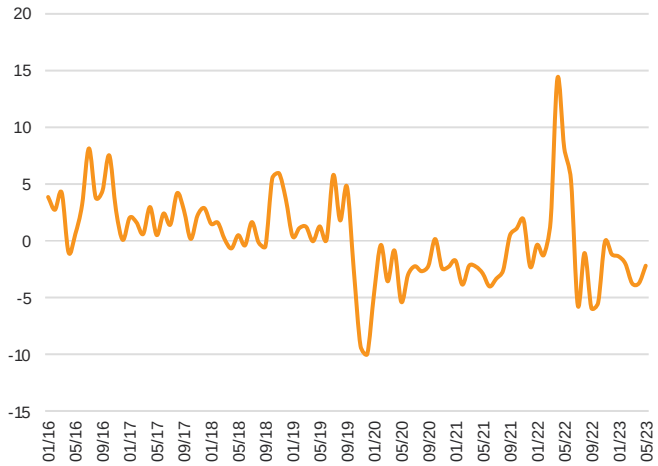
Triển vọng 2023-25: LN sẽ giảm từ mức cao kỷ lục của năm 2022

Crack spread diesel tại châu Á sụt giảm nhanh hơn và mạnh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi

Trong bốn tháng qua, crack spread diesel tại châu Á đã giảm xuống còn 13,4 USD/thùng từ mức 30 USD/thùng, mạnh hơn và nhanh hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu là do suy thoái kinh tế gia tăng, đặc biệt là tại châu Âu và thị trường khí đốt toàn cầu hạ nhiệt (dầu diesel là nguồn nhiên liệu thay thế khả thi cho khí đốt trong sản xuất điện) trong bối cảnh nguồn cung dồi dào đến từ: (1) sự trở lại của Trung Quốc trong việc xuất khẩu sản phẩm lọc dầu, (2) Nga thành công trong việc điều chỉnh dòng chảy sản phẩm lọc dầu từ châu Âu sang Trung Đông, Châu Phi và Nam Mỹ, và (3) nguồn cung đến từ các nhà máy lọc dầu mới tại Trung Đông.

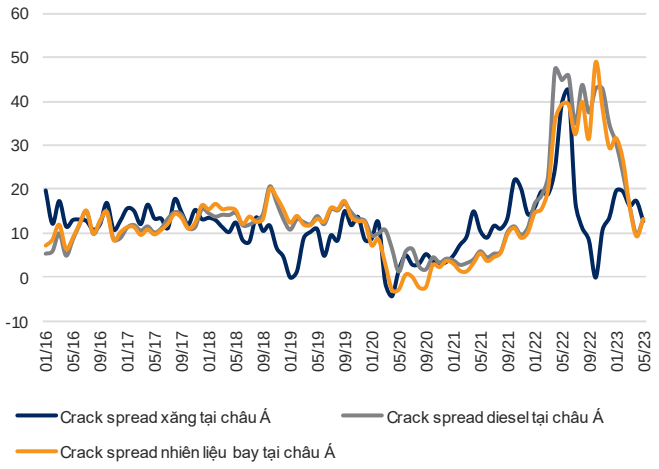
Dưới góc nhìn của chúng tôi, chúng tôi cho rằng crack spread các sản phẩm lọc dầu tầng trung, đặc biệt là crack spread diesel sẽ dần phục hồi trong những tháng tới, được hỗ trợ bởi nhu cầu đi lại vào mùa hè và nhu cầu nhiên liệu sưởi ấm vào mùa đông ở các nước phương Tây. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định crack spread diesel tại châu Á xuống 19,5/17/14 USD/thùng trong năm 2023-25 từ mức 25/21/18 USD/thùng trước đó.

Hình 7: Tỷ suất LN lọc dầu tại Singapore (USD/thùng)



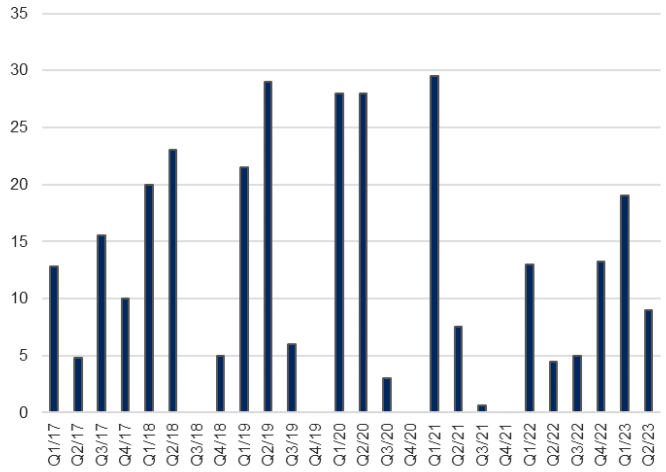
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Crack spread các sản phẩm lọc dầu tại châu Á (USD/thùng)



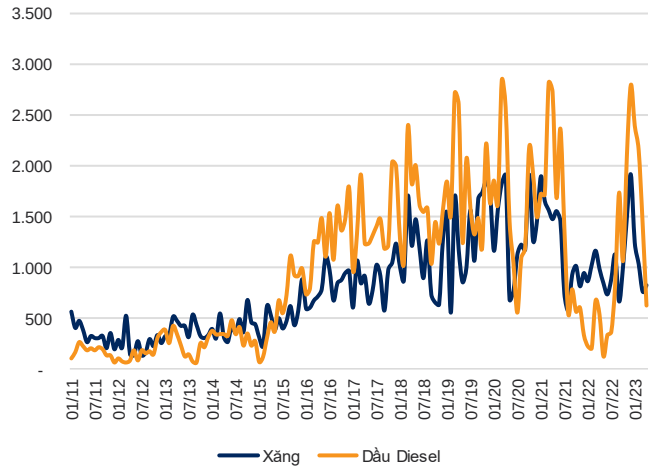
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Hạn ngạch xuất khẩu sản phẩm lọc dầu của Trung Quốc (triệu tấn). Trung Quốc xuất khẩu sản phẩm trở lại gây áp lực giảm lên crack spread các sản phẩm lọc dầu tại châu Á



Nguồn: BLOOMBERG, CIMB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Sản lượng xuất khẩu sản phẩm lọc dầu của Trung Quốc tăng mạnh vào đầu năm 2023 trước khi giảm trở lại vào tháng 3/2023 (nghìn tấn)



Nguồn: BLOOMBERG, CIMB, VNDIRECT RESEARCH

Đối với BSR, do crack spread diesel thấp hơn dự kiến và premium nguồn xăng nội địa thấp hơn, chúng tôi giảm giả định tỷ suất LN lọc dầu năm 2023-25 từ 11,7/10,6/9,2 USD/thùng xuống 9,5/9,1/7,7 USD/thùng. Theo đó, chúng tôi dự báo LN ròng năm 2023 của BSR sẽ giảm 46,3% svck từ mức cao kỷ lục của năm 2022 chủ yếu do tỷ suất LN lọc dầu giảm (nhưng vẫn cao hơn 17,7% so với năm 2021). LN dự kiến sẽ tiếp tục giảm 18,9% svck trong năm 2024 do đợt bảo dưỡng tổng thể nhà máy định kỳ (trong ~50 ngày) và tỷ suất lọc dầu thấp hơn, trước khi quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2025 (+13,5% svck).

Dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho BSR

Chủ trương điều chỉnh dự án Nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất đã được Chính phủ phê duyệt vào đầu tháng 5/2023, tạo tiền đề để BSR triển khai dự án trong thời gian tới. Sau khi hoàn thành và đi vào hoạt động dự kiến từ Q1/28, công suất nhà máy lọc dầu sẽ được nâng thêm 17% lên 7,6 triệu tấn/năm (tương đương 171.000 thùng/ngày). Chất lượng các sản phẩm xăng và dầu diesel sẽ được nâng cấp để đáp ứng tiêu chuẩn Euro V. NMLD sau nâng cấp có thể xử lý tới 14 loại dầu thô, bao gồm hai loại trong nước và 12 loại nhập khẩu. Chúng tôi tin rằng đây sẽ là cơ hội cho BSR tiếp cận nhiều loại dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh cao hơn và giá cả cạnh tranh hơn với nguồn cung dồi dào trên thế giới, đặc biệt là trong bối cảnh sản lượng dầu trong nước đã giảm trong nhiều năm. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn, thúc đẩy doanh thu của công ty nhờ công suất mới được bổ sung cũng như nâng cao khả năng sinh lời của công ty thông qua việc nâng cao tỷ trọng các sản phẩm có giá trị cao.

Hình 11: Dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất

	Hiện nay	Sau khi nâng cấp mở rộng
Vốn đầu tư (triệu USD)		1.257
Công suất thiết kế (thùng/ngày)	148.000	171.000
Nguồn nguyên liệu	Dầu thô ngọt, nhẹ (chủ yếu từ mỏ Bạch Hổ và các mỏ lân cận)	Các loại dầu thô chua hơn (với hàm lượng lưu huỳnh trong khoảng 0,12 - 0,34% khối lượng)
Sản phẩm	Chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG)	Gia tăng tỷ trọng sản phẩm hóa dầu và các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao như LPG, JetA1
Chất lượng sản phẩm	EURO II, EURO III	EURO V
Cơ cấu vốn		40% VCSH và 60% vốn vay
Thời gian triển khai		2024-28

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Niêm yết cổ phiếu lên HOSE có thể là động lực tăng trưởng tiềm năng cho BSR trong nửa cuối năm 2023

Trong ĐHĐCĐ thường niên năm 2023, BSR đã được cổ đông thông qua việc niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong Q3/22. Công ty đã đáp ứng 8/9 điều kiện để được niêm yết cổ phiếu trên HOSE, ngoại trừ tiêu chí liên quan đến các khoản nợ quá hạn. Hiện công ty Nhiên liệu Sinh học Miền Trung (BSR-BF), công ty con của BSR, đang có khoản nợ quá hạn gần 1.100 tỷ đồng (chỉ tương đương 1,5% tổng tài sản của BSR), làm ảnh hưởng đến báo cáo tài chính (BCTC) hợp nhất của BSR. Đáng chú ý, theo quy định hiện hành, không có hướng dẫn cụ thể về việc xem xét áp dụng tiêu chí này đối với BCTC công ty mẹ hay BCTC hợp nhất. Vì vậy, BSR đang phối hợp với các cơ quan có thẩm quyền để đánh giá và giải quyết vướng mắc này. Trong trường hợp được chấp thuận, việc niêm yết cổ phiếu trên HOSE sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của công ty cũng như khả năng tiếp cận các nhà đầu tư lớn (cả trong và ngoài nước). Và theo quan điểm của chúng tôi, đây sẽ là một động lực tăng giá tiềm năng đối với cổ phiếu BSR trong thời gian tới

Hình 12: BSR đáp ứng 8/9 tiêu chí để niêm yết cổ phiếu trên HOSE

STT	Tiêu chí	Tình trạng
1	Vốn điều lệ >= 30 tỷ	Đạt
2	Được sự chấp thuận của ĐHĐCĐ	Đạt
3	Thời gian niêm yết trên UPCOM tối thiểu 2 năm	Đạt
4	ROE>5% trong năm liền trước và HĐKD của 2 năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi	Đạt
5	Tổ chức đăng ký niêm yết có tối thiểu 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 cổ đông không phải cổ đông lớn nắm giữ	*
6	Cam kết của cổ đông nội bộ về nắm giữ cổ phiếu	Đạt
7	Không bị xử lý vi phạm trong thời hạn 2 năm tính đến thời điểm đăng ký niêm yết	Đạt
8	Có CTCK tư vấn hồ sơ đăng ký niêm yết	Đạt
9	Không có nợ quá hạn trên 1 năm	Chưa đáp ứng

** Không áp dụng đối với DN Nhà nước cổ phần hóa*

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

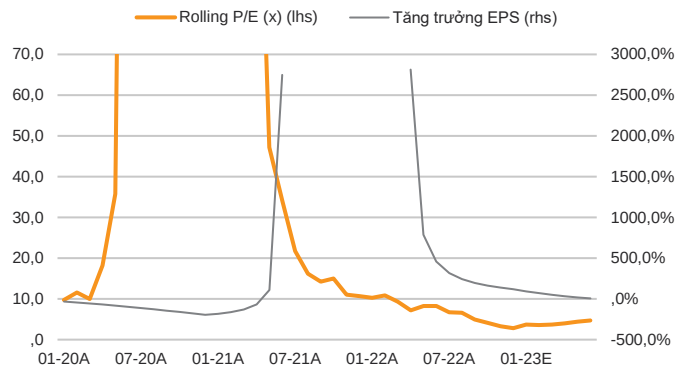
Chúng tôi cắt giảm dự phóng EPS năm 2023-25 xuống 7,9%/36,5%/18,7% do giả định tỷ suất LN lọc dầu thấp hơn

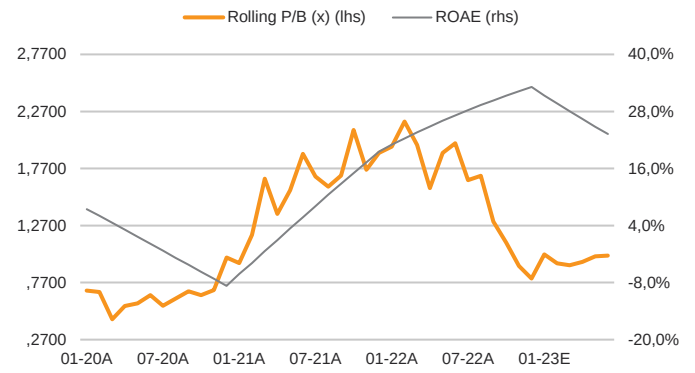
Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	85	85	0,0%	80	80	0,0%	75	75	0,0%	
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	6.058	6.955	14,8%	6.955	6.058	-12,9%	7.020	7.020	0,0%	
Công suất vận hành (%)	93,2%	107,0%	13,8 điểm%	107,0%	93,2%	-13,8 điểm%	108,0%	108,0%	0,0 điểm%	Chúng tôi thay đổi giả định công suất vận hành năm 2023-24 do BSR quyết định lùi thời điểm bảo dưỡng định kỳ nhà máy từ giữa năm 2023 sang đầu năm 2024
Tỷ suất LN lọc dầu (USD/thùng)	11,7	9,5	-18,1%	10,6	9,1	-14,3%	9,2	7,7	-15,4%	Chúng tôi giảm giả định tỷ suất LN lọc dầu năm 2023-25 xuống 18,1%/14,3%/15,4% chủ yếu do: (1) chúng tôi hạ giả định crack spread diesel xuống 21,6%/19%/22% để phản ánh crack spread diesel tại châu Á giảm nhanh và thấp hơn kỳ vọng và (2) premium nguồn xăng nội địa giảm sau khi thuế nhập khẩu xăng giảm, điều này sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất LN sản xuất xăng của BSR
Doanh thu thuần	**120.393**	**136.040**	**13,0%**	**131.876**	**111.962**	**-15,1%**	**126.021**	**124.504**	**-1,2%**	
LN gộp	9.843	9.296	-5,6%	11.620	7.377	-36,5%	10.321	8.446	-18,2%	
Biên LN gộp (%)	*8,2%*	*6,8%*	*-1,3 điểm%*	*8,8%*	*6,6%*	*-2,2 điểm%*	*8,2%*	*6,8%*	*-1,4 điểm%*	
Chi phí bán hàng	836	945	13,0%	857	728	-15,1%	847	837	-1,2%	
Chi phí QLDN	424	483	14,1%	464	398	-14,3%	443	442	-0,3%	
EBIT	8.583	7.868	-8,3%	10.299	6.252	-39,3%	9.030	7.166	-20,6%	
Doanh thu tài chính	928	885	-4,7%	886	850	-4,0%	890	895	0,6%	
Lợi nhuận khác	23	26	13,1%	25	22	-15,0%	24	24	-1,1%	
LNTT	9.534	8.779	-7,9%	11.210	7.124	-36,5%	9.944	8.086	-18,7%	
LN ròng	**8.581**	**7.901**	**-7,9%**	**10.089**	**6.411**	**-36,5%**	**8.950**	**7.277**	**-18,7%**	
EPS (đồng)	2.768	2.548	-7,9%	3.254	2.068	-36,5%	2.887	2.347	-18,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	167.124	136.040	111.962
Giá vốn hàng bán	(151.027)	(126.744)	(104.585)
Chi phí quản lý DN	(515)	(483)	(398)
Chi phí bán hàng	(909)	(945)	(728)
LN hoạt động thuần	**14.673**	**7.868**	**6.252**
EBITDA thuần	30.769	17.164	13.629
Chi phí khấu hao	**(16.096)**	**(9.296)**	**(7.377)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**14.673**	**7.868**	**6.252**
Thu nhập lãi	1.750	1.715	1.410
Chi phí tài chính	(923)	(831)	(560)
Thu nhập ròng khác	86	26	22
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	**15.586**	**8.779**	**7.124**
Thuế	(916)	(878)	(712)
Lợi ích cổ đông thiểu số	56	0	0
LN ròng	**14.726**	**7.901**	**6.411**
Thu nhập trên vốn	14.726	7.901	6.411
Cổ tức phổ thông	(1.347)	(2.170)	(2.170)
LN giữ lại	**13.379**	**5.731**	**4.241**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	22.853	26.384	28.590
Đầu tư ngắn hạn	2.172	4.345	4.779
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.553	13.790	12.270
Hàng tồn kho	16.809	12.848	12.034
Các tài sản ngắn hạn khác	84	68	56
Tổng tài sản ngắn hạn	**58.471**	**57.435**	**57.730**
Tài sản cố định	18.075	17.471	18.374
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	1.931	1.845	1.778
Tổng tài sản	**78.488**	**76.760**	**77.891**
Vay & nợ ngắn hạn	8.954	6.658	5.751
Phải trả người bán	14.836	11.181	9.202
Nợ ngắn hạn khác	2.225	1.811	1.491
Tổng nợ ngắn hạn	**26.015**	**19.650**	**16.444**
Vay & nợ dài hạn	0	999	2.588
Các khoản phải trả khác	1.282	1.321	1.360
Vốn điều lệ và	31.005	31.005	31.005
LN giữ lại	14.652	18.255	20.966
Vốn chủ sở hữu	**51.255**	**54.859**	**57.569**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65)	(68)	(71)
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**78.488**	**76.760**	**77.891**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**15.586**	**8.779**	**7.124**
Khấu hao	2.192	2.269	2.245
Thuế đã nộp	(918)	(878)	(712)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.330)	(2.005)	(1.426)
Thay đổi VLĐ	**(8.454)**	**2.671**	**47**
LC tiền thuần HĐKD	**7.077**	**10.836**	**7.277**
Đầu tư TSCĐ	(220)	(1.664)	(3.148)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.915	(2.172)	(434)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	**2.695**	**(3.837)**	**(3.583)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(1.918)	(1.298)	683
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.347)	(2.170)	(2.170)
LC tiền thuần HĐTC	**(3.265)**	**(3.468)**	**(1.488)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	16.346	22.853	26.384
LC tiền thuần trong năm	**6.507**	**3.531**	**2.206**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	22.853	26.384	28.590

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	8,8%	5,8%	5,7%
Vòng quay TS	2,30	1,75	1,45
ROAA	20,3%	10,2%	8,3%
Đòn bẩy tài chính	1,64	1,46	1,38
ROAE	33,2%	14,9%	11,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	36,2	37,0	40,1
Số ngày nắm giữ HTK	40,6	37,0	42,1
Số ngày phải trả tiền bán	35,9	32,2	32,2
Vòng quay TSCĐ	8,75	7,65	6,25
ROIC	24,5%	12,7%	9,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,9	3,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	2,3	2,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,6	2,0
Vòng quay tiền	40,9	41,8	50,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	65,3%	(18,6%)	(17,7%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	125,4%	(46,4%)	(20,5%)
Tăng trưởng LN ròng	119,3%	(46,3%)	(18,9%)
Tăng trưởng EPS	119,3%	(46,3%)	(18,9%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. 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. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, 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 này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, 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 VNDIRECT.

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng
Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp
Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn