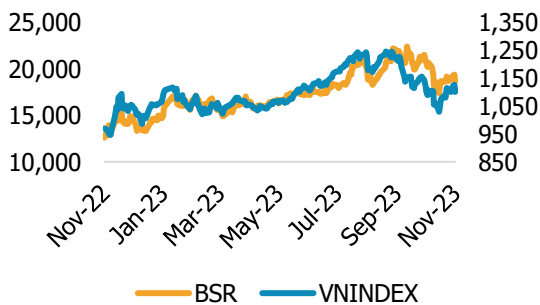


CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HOSE: BSR) – CẬP NHẬT KQKD Q3 - 2023
Ngành DẦU KHÍ
Chỉ tiêu chính (triệu đồng)

	2022	2023F
Doanh thu thuần	167,123,713	142,277,046
Lợi nhuận gộp	16,096,405	10,689,016
EBITDA	16,621,552	11,255,087
LN ròng	14,669,337	8,350,397
Biên EBITDA	10%	8%
EPS (VND)	4,731	2693
BVPS (VND)	16,510	17688
ROE	28.66%	15.23%
ROA	18.69%	10.55%

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu	22,500
Giá hiện tại	18,600
Upside	23%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông (cập nhật đến 30/09/2023)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92.13%
Khác	7.87%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH
Vũ Văn Khoa
khoavv@psi.vn
LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ TRONG QUÝ 3 NHỜ DẦU DO

Doanh thu dầu DO Q3-2023 tăng 7.3% so với quý trước, đạt 14 nghìn tỷ đồng, chiếm 37% tổng doanh thu, trong bối cảnh giá DO neo cao theo giá dầu thô.

Hai mặt hàng chủ lực khác cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu tốt so với quý trước là xăng A95 (+23.9%) và nhiên liệu bay JetA1 (+20.7%).

Biên lãi gộp Q3-2023 của BSR tăng mạnh lên mức 10%. Đáng chú ý, việc crack margin dầu DO tăng cao giúp cho mặt hàng này ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp kỷ lục 31.19%. Cùng với đó, nhiên liệu Jet-A1 và sản phẩm xăng đều đạt được mức biên lợi nhuận cải thiện đáng kể so với quý trước.

Lượng tiền gửi lớn đóng góp quan trọng cho doanh thu hoạt động tài chính của BSR. Sau 9 tháng năm 2023, lãi tiền gửi của BSR đạt 1.2 nghìn tỷ đồng, tăng 92.6% yoy, chiếm 69,1% tổng doanh thu hoạt động tài chính.

Sau 9 tháng, BSR đạt 6.2 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, mặc dù chỉ bằng 48.1% so với mức nền cao năm trước nhưng vẫn vượt xa so với kế hoạch 1.7 nghìn tỷ đồng được Ban lãnh đạo đề ra tại ĐHCĐ năm nay.

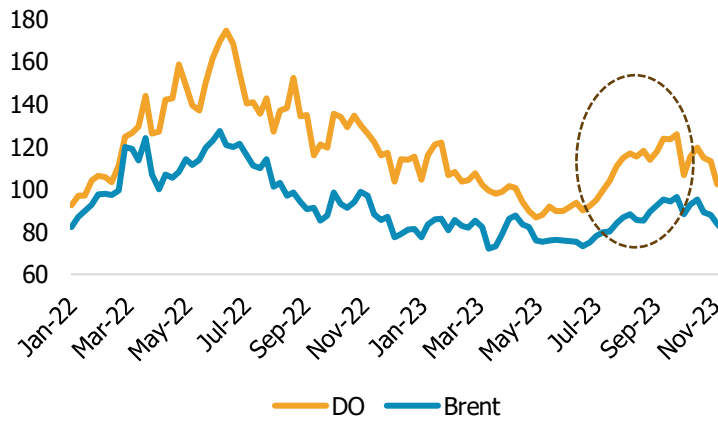
Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của BSR tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ i) crack margin các sản phẩm chủ lực kỳ vọng ở mức cao so với trung bình từ đầu năm, ii) đầu ra các sản phẩm của BSR tiếp tục được bảo đảm, và iii) lượng tiền gửi lớn đóng góp vào doanh thu hoạt động tài chính.

Mặc dù vậy, một số rủi ro và thách thức có thể ảnh hưởng đến doanh nghiệp như i) nhu cầu tiêu thụ không được như kỳ vọng làm chậm đà tăng của giá dầu thô, ii) Hoạt động bảo dưỡng định kỳ ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất của doanh nghiệp.

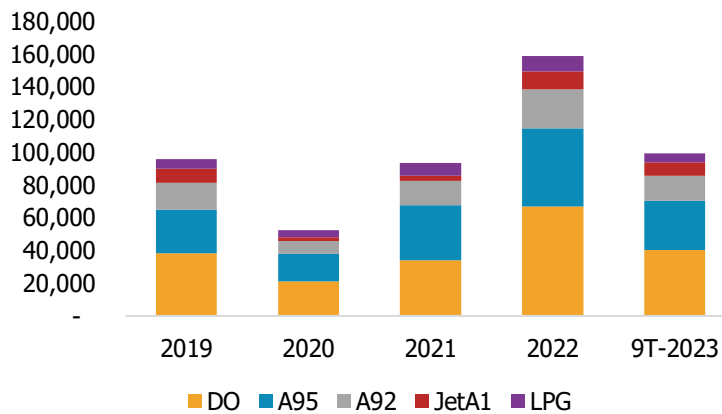
Với triển vọng tích cực đối với hoạt động kinh doanh của BSR trong năm 2023 và năm 2024, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 22,500 đồng/cp, ứng với mức tăng 23% so với giá đóng cửa ngày 20/11/2023.

Giá dầu DO tăng cao nhờ sự dẫn dắt của giá dầu thô trong Q3 2023 nên mặc dù sản lượng giảm 6.7%, BSR vẫn ghi nhận doanh thu mặt hàng này tăng 7.3% so với quý trước, đạt 14 nghìn tỷ đồng, chiếm 37% tổng doanh thu. Hai mặt hàng chủ lực khác cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu tốt so với quý trước là xăng A95 (+23.9%) và nhiên liệu bay JetA1 (+20.7%).

Diễn biến giá dầu



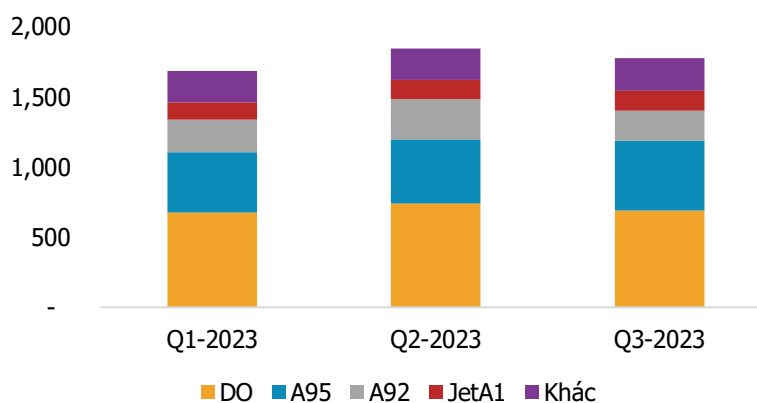
Doanh thu một số mặt hàng chính



Nguồn: Bloomberg, BCTC BSR, PSI tổng hợp

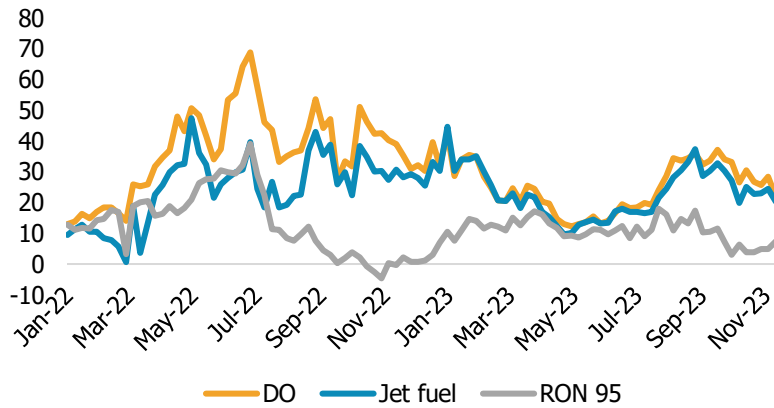
Tính chung quý 3, tổng doanh thu BSR đạt 37.8 nghìn tỷ đồng, mặc dù giảm 4.6% so với mức nền cao của cùng kỳ năm trước nhưng vẫn tăng 11.2% so với quý trước đó.

Sản lượng tiêu thụ BSR (nghìn tấn)

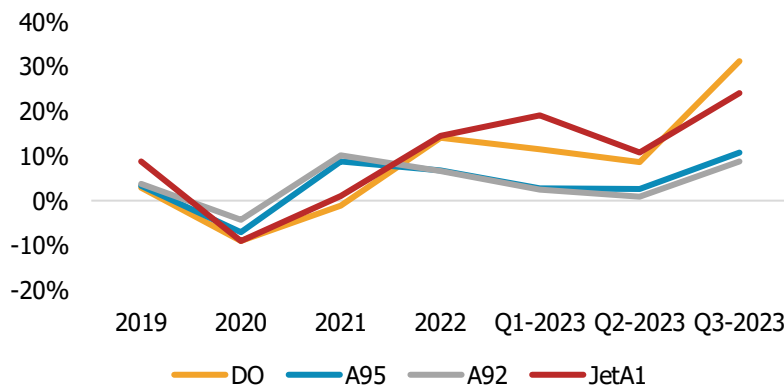


Biên lãi gộp Q3-2023 của BSR tăng mạnh lên mức 10% ứng với lợi nhuận gộp đạt 3.8 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, việc crack margin dầu DO tăng cao giúp cho mặt hàng này ghi nhận lợi nhuận gộp đạt 4.4 nghìn tỷ đồng, ứng với mức biên lợi nhuận gộp kỷ lục 31.19%. Bên cạnh đó, sản phẩm nhiên liệu Jet-A1 tiếp tục duy trì được biên lợi nhuận gộp cao 24.1% trong Q3-2023. Các sản phẩm xăng cũng có được sự cải thiện tốt về mức biên lợi nhuận gộp với mức tăng từ 2.7% trong Q2-2023 lên 8.7% vào Q3-2023 của xăng A95.

Crack margin một số sản phẩm



Biên lợi nhuận gộp một số mặt hàng



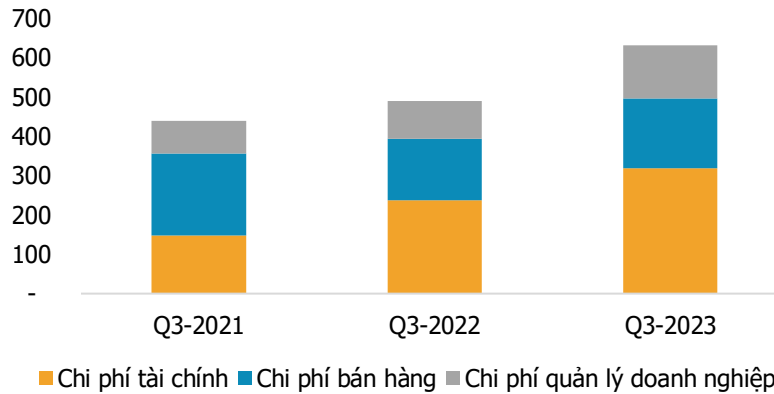
Nguồn: Bloomberg, BCTC BSR, PSI tổng hợp

Lượng tiền gửi lớn đóng góp quan trọng cho doanh thu hoạt động tài chính của BSR. Sau 9 tháng năm 2023, lãi tiền gửi của BSR đạt 1.2 nghìn tỷ đồng, tăng 92.6% yoy, chiếm 69.1% tổng doanh thu hoạt động tài chính.

Tỷ giá tăng đẩy lỗ tỷ giá của BSR lên mức cao trong Q3 – 2023.

- **Tỷ giá tăng ảnh hưởng đến chi phí của BSR.** Trong Q3 – 2023, BSR ghi nhận chi phí tài chính do lỗ chênh lệch tỷ giá đạt 271 tỷ đồng, tăng 49% yoy và chiếm 85.2% tổng chi phí tài chính, trong bối cảnh tỷ giá tăng khoảng 2.9% so với tại thời điểm Q3 – 2022.
- **Tính chung trong Q3 – 2023, chi phí tài chính của doanh nghiệp đạt 318.9 tỷ đồng, tăng 52.9% yoy.**
- **Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cấu phần chi phí của BSR.** Trong Q3 – 2023, doanh nghiệp ghi nhận 313 tỷ đồng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, tăng 34.2% yoy.

Cấu phần chi phí BSR (tỷ đồng)



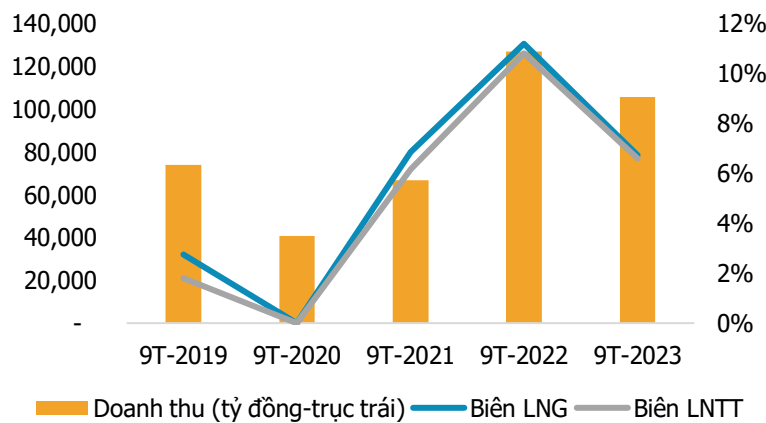
Nguồn: BCTC BSR, PSI tổng hợp

Lợi nhuận Q3 - 2023 tăng mạnh so với cùng kỳ. Việc lợi nhuận gộp tăng mạnh cộng với doanh thu từ hoạt động tài chính có sự cải thiện đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Sau khi trừ đi các khoản thuế, BSR ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 3.2 nghìn tỷ đồng, gấp 7.1 lần so với cùng kỳ năm trước.

Như vậy, sau 9 tháng, BSR đạt 6.2 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, mặc dù chỉ bằng 48.1% so với mức nền cao năm trước nhưng vẫn vượt xa so với kế hoạch 1.7 nghìn tỷ đồng được Ban lãnh đạo đề ra tại ĐHĐCĐ năm nay.

Lợi nhuận tăng mạnh cộng với việc giữ lại các khoản phải trả giúp cho dòng tiền hoạt động kinh doanh của BSR tiếp tục duy trì mức dương 12.3 nghìn tỷ đồng sau 9 tháng năm nay. Mặc dù vậy, do giảm 6.2% so với mức 13.1 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm trước.

Hoạt động kinh doanh BSR



Nguồn: BCTC BSR, PSI tổng hợp

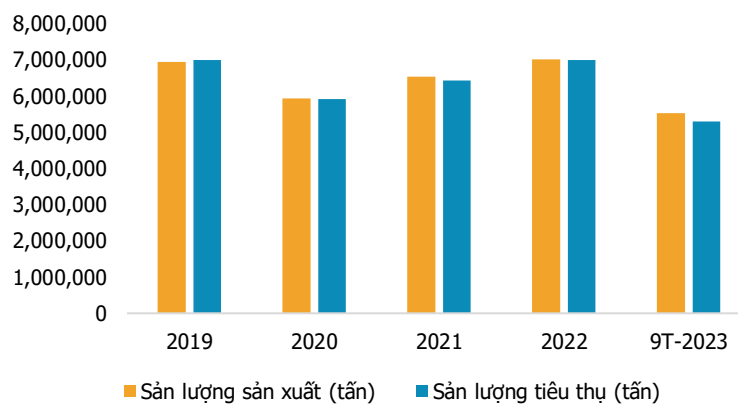
Tổng tài sản sau 9 tháng của BSR tăng 13.3% so với đầu năm. Đáng chú ý, doanh nghiệp tăng mạnh khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn với giá trị đạt 17.9 nghìn tỷ đồng, gấp 8.1 lần so với đầu năm. Các khoản mục tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của BSR chiếm 51.7% tài sản ngắn hạn và đóng góp 41% vào tổng tài sản.

Tỷ lệ nợ vay /VCSH tại thời điểm 30/9/2023 của doanh nghiệp ở mức 0.16, giảm nhẹ so với mức 0.17 vào đầu năm. Đáng chú ý, doanh nghiệp tiếp tục không sử dụng nợ vay dài hạn từ thời điểm kết thúc năm 2022. Việc các khoản nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu vốn giúp duy trì khả năng thanh toán tốt cho BSR. Sau 9 tháng 2023, khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp ở mức 2.12 và 1.59.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý 4 năm 2023 và năm 2024 dựa trên các yếu tố sau:

- **Kỳ vọng hoạt động sản xuất toàn cầu tiếp tục xu hướng hồi phục cộng với lo ngại ngày càng gia tăng từ những xung đột địa chính trị sẽ ảnh hưởng tích cực tới giá dầu thô.** Báo cáo tháng 10 của OPEC đã nâng dự báo tăng trưởng nhu cầu sử dụng dầu thô trong năm 2023 lên mức 2.46 triệu thùng/ngày, tăng 20,000 thùng/ngày so với dự báo trước đó. Trong năm 2024, OPEC tiếp tục giữ dự báo nhu cầu sử dụng dầu thô toàn cầu sẽ tăng khoảng 2.2 triệu thùng/ngày.
- **Crack margin trong Q4 2023 vẫn ở mức cao.** Ở thời điểm hiện tại, chênh lệch giữa giá dầu DO và dầu thô đang ở mức 25 USD/thùng. Cùng với đó, chênh lệch giá giữa giá xăng, giá nhiên liệu bay so với giá dầu thô lần lượt ở mức 8 USD/thùng và 24 USD/thùng. Mặc dù có sự giảm nhẹ so với Q3 2023 nhưng các mức crack margin này vẫn cao hơn đáng kể so với mức trung bình tính từ đầu năm nay.
- **Đầu ra sản phẩm của BSR tiếp tục được bảo đảm** trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ trong nước tiếp tục tăng trưởng tốt do hoạt động sản xuất kinh doanh trên đà phục hồi. Tuy nhiên, nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng khoảng 80% nhu cầu tiêu thụ.

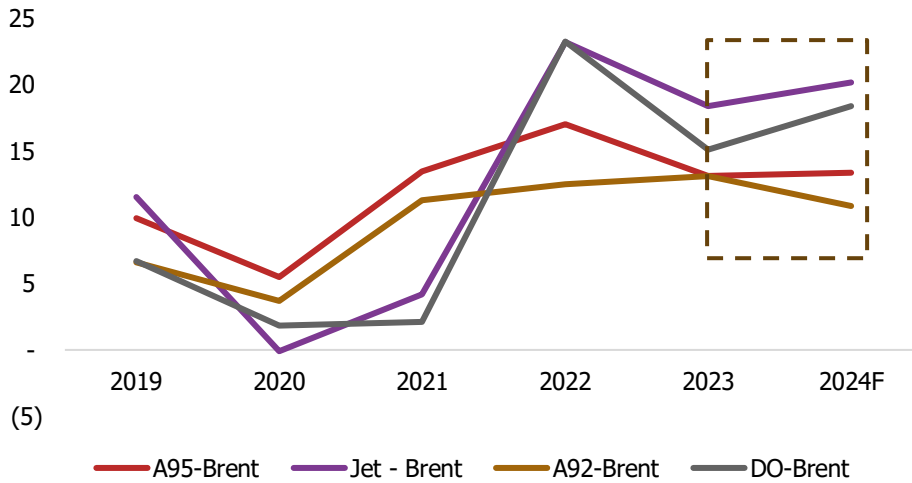
Sản lượng sản xuất và tiêu thụ BSR



Nguồn: BSR, PSI tổng hợp

- Tỷ giá USD/VND kỳ vọng giảm trong năm 2024 so với mức nền cao giai đoạn cuối năm 2023 giúp cho doanh nghiệp giảm bớt được chi phí lỗ tỷ giá.
- **Lượng tiền lớn giúp tăng doanh thu hoạt động tài chính đáng kể cho BSR.** Tính đến cuối quý 3/2023, số dư tiền và tương đương tiền của doanh nghiệp ở mức khoảng 18.5 nghìn tỷ đồng. Trong bối cảnh doanh nghiệp chưa có kế hoạch sử dụng vốn lớn trong năm 2024, nguồn tiền này sẽ tạo ra doanh thu hoạt động tài chính đáng kể cho BSR.

Crack margin trung bình một số sản phẩm



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Mặc dù vậy, BSR vẫn sẽ gặp một số rủi ro và thách thức trong những tháng cuối năm 2023 và năm 2024 như:

- **Sản lượng sản xuất của BSR sẽ bị ảnh hưởng khi doanh nghiệp bảo dưỡng nhà máy vào năm 2024.** Sản lượng sản xuất có thể giảm khoảng 10% so với năm nay, qua đó ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của BSR.
- **Hoạt động sản xuất kinh doanh toàn cầu không được như kỳ vọng có thể ảnh hưởng lớn đến đà tăng của giá dầu.** Đặc biệt là trong bối cảnh lãi suất và lạm phát vẫn đang ở mức cao tại một số khu vực như Mỹ, EU và những khó khăn về ngành bất động sản cũng như áp lực nợ vay địa phương cao tại Trung Quốc.
- **Crack margin các sản phẩm xăng có thể giảm so với năm 2023.** Trong bối cảnh nguồn cung sẽ được tăng cường từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sau bảo dưỡng cộng với áp lực cạnh tranh từ nguồn sản phẩm nhập khẩu khi thuế nhập khẩu xăng khu vực thương mại tự do ASEAN về 0% trong năm 2024, BSR có thể sẽ phải chấp nhận mức giá bán thấp hơn để duy trì sự cạnh tranh so với các nhà cung cấp khác.

Định giá

Với các yếu tố hỗ trợ như trên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế cả năm 2023 của BSR ở mức 7,100 tỷ đồng sau khi đạt 6,232 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế sau 9 tháng đầu năm nay.

Sử dụng hai phương pháp định giá là chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi đưa ra định giá cho cổ phiếu BSR ở mức 22,400 đồng/cp.

Phương pháp	Giá trị
P/B	23,500
P/E	19,500
FCFF	23,900

Dựa trên những luận điểm đầu tư, phân tích rủi ro và các phương pháp định lượng, **chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 22,500 đồng/cp, ứng với mức tăng 23% so với giá đóng cửa ngày 20/11/2023.**

DỰ PHÓNG MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CỦA BSR

<u>Bảng cân đối kế toán</u>	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	78,488	79,188	85,168	97,154
Các khoản phải thu ngắn hạn	16,553	13,072	12,310	13,311
Hàng tồn kho	16,809	15,637	9,055	16,287
Tài sản ngắn hạn khác	84	82	75	69
Tài sản cố định	18,075	18,067	18,267	18,487
Vay ngắn hạn	8,954	9,054	9,960	10,956
Vay dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	51,190	54,843	61,547	68,117
<u>Báo cáo KQKD</u>				
Doanh thu thuần	167,124	142,277	126,802	127,999
Lợi nhuận gộp	16,096	10,689	8,695	8,375
Chi phí tài chính	923	913	845	791
Chi phí BH + QLDN	1,424	1,607	1,450	1,376
Lợi nhuận HDKD	15,500	10,269	8,303	8,127
Lợi nhuận trước thuế	15,586	10,438	8,381	8,212
Lợi nhuận sau thuế	14,669	8,350	6,705	6,570
EBITDA	16,622	11,255	9,179	9,101



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,

Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.

Vũng Tàu

Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26

Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong,

Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.