Ngày 15 tháng 03 năm 2023

Shinhan Securities



Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn

[Việt Nam / Dầu khí]

Bloomberg Code (BSR VN) | Reuters Code (BSR.HM)

MUA

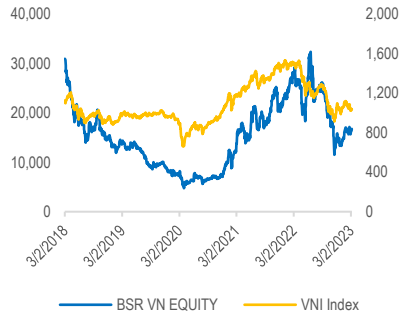
Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**19,300 VND**
Giá hiện tại (14/03/2023)	15,800 VND
Suất sinh lời (%)	22.1%

VNINDEX	1,040
HNXINDEX	202
Vốn hóa (tỷ VND)	48,375
SLCP lưu hành (triệu CP)	3,101
Tự do giao dịch (triệu CP)	244
52-tuần cao/thấp (VND)	33,500/9,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	8.36
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	128
Cổ đông lớn (%) Tập đoàn dầu khí Việt Nam	95.76

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	19.1	-31.4	-42.3
So với VN-Index (%)	18.8	-16	-13.9

Nguồn: Bloomberg



Mở tài khoản

[Chuyên viên]

Thảo Nguyễn

☎ (84-28) 6299-8004

✉ thao.np@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com

Tiên phong trong ngành công nghiệp hóa dầu

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 19,300 đồng

Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR) là một trong hai doanh nghiệp lọc dầu duy nhất đang vận hành tại Việt Nam, chiếm khoảng 35% thị phần. Trong năm 2023, động lực tăng trưởng của BSR đến từ sự ổn định của crack spread diesel và câu chuyện chuyển sàn HOSE. Trong dài hạn, việc đẩy mạnh sản xuất sản phẩm hóa dầu cùng với dự án Dung Quất mở rộng sẽ là động lực thúc đẩy cho lợi nhuận BSR. Chúng tôi định giá lần đầu BSR ở mức giá 19,300 đồng tương ứng với mức sinh lời 22.1%.

Kì vọng tình hình kinh doanh khả quan trong năm 2023 nhờ vào sự hỗ trợ của crack spread diesel - tuy giảm 20% so với năm 2022 nhưng vẫn cao hơn 40% mức trung bình 5 năm trong quá khứ

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng cùng với nguồn cung thắt chặt là yếu tố dẫn dắt giá dầu thô tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2023. Crack spread thường diễn biến đồng pha với giá dầu. Lợi nhuận kinh doanh của BSR hưởng lợi từ mặt bằng crack spread cao. Nhờ vào crack spread diesel vẫn duy trì cao hơn 40% mức trung bình 5 năm trong quá khứ, chúng tôi kì vọng lợi nhuận BSR trong năm 2023 sẽ khả quan.

Câu chuyện từ việc chuyển sàn niêm yết sang HOSE trong năm 2023

Công ty cơ bản đã đáp ứng được các điều kiện để niêm yết trên HSX, sau khi có lãi trong 2 năm liên tiếp. Việc chuyển sàn niêm yết sẽ giúp (1) thanh khoản cải thiện, (2) thu hút được dòng vốn đầu tư từ cá nhân và tổ chức nước ngoài và (3) nâng cao tính minh bạch.

Duy trì thị phần lọc dầu và từng bước chuyển hướng sang sản xuất sản phẩm hóa dầu – xu thế chuyển dịch trong tương lai

BSR duy trì thị phần lọc dầu ít nhất khoảng 35% thị phần do nhu cầu dầu trong nước ổn định. Trong dài hạn, BSR sẽ từng bước chuyển sang sản phẩm hóa dầu – dòng sản phẩm có lợi nhuận tốt và nhu cầu cao của thị trường.

Dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất là động lực cho BSR tăng trưởng trong tương lai

Dự án mở rộng sẽ giúp BSR giải quyết 3 vấn đề: (1) đa dạng hóa dầu thô đầu vào và tăng hiệu quả kinh tế, (2) mở rộng thêm 16% công suất và (3) tăng chất lượng tất cả sản phẩm lên EURO 5 (EU5) để đáp ứng yêu cầu của chính phủ và gia tăng khả năng cạnh tranh.

Rủi ro: (1) Giá dầu biến động khó lường, (2) Công ty sẽ dừng nhà máy để thực hiện bảo dưỡng lần 5 và (3) Công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu được hưởng ưu đãi thuế quan theo cam kết của các hiệp định thương mại tự do.

Năm	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**	**2026F**
Doanh thu (tỷ VND)	**167,123**	**125,437**	**131,301**	**119,303**	**93,815**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	15,213	9,315	7,801	5,402	4,765
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**14,394**	**8,834**	**7,420**	**5,163**	**4,564**
EPS (đồng)	4,661	2,792	2,345	1,632	1,443
BPS (đồng)	16,443	19,292	21,685	23,350	24,822
OPM	9.1%	7.4%	5.9%	4.5%	5.1%
NPM	8.6%	7.0%	5.7%	4.3%	4.9%
ROE	**28.3%**	**14.7%**	**11.0%**	**7.1%**	**5.9%**
PER (x)	4.1	6.8	8.1	11.7	13.4
PBR(x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	3.9	6.0	7.5	11.0	13.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

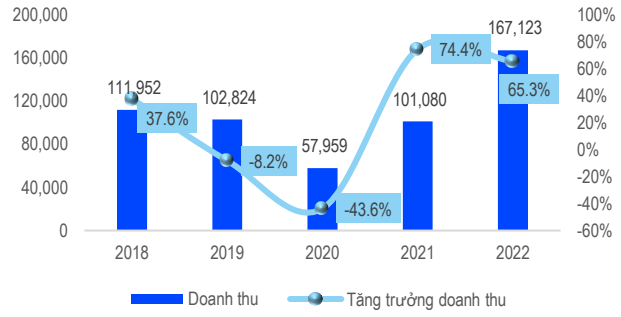
16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

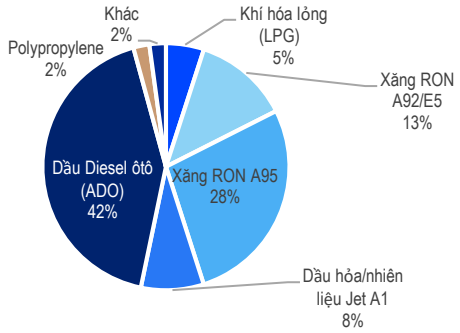
Lịch sử doanh nghiệp

Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn được thành lập vào năm 2008. BSR được tập đoàn Dầu khí Việt Nam giao quản lý và vận hành NMLD Dung Quất năm 2008. Dự án NMLD Dung Quất là công trình trọng điểm quốc gia về dầu khí. Năm 2018, công ty được niêm yết trên sàn Upcom với mã chứng khoán BSR. BSR là một trong hai doanh nghiệp lọc dầu duy nhất vận hành tại Việt Nam, chiếm khoảng 35% thị phần. Các dòng sản phẩm chủ đạo là xăng 92/95, dầu diesel, khí hóa lỏng và hạt nhựa propylene (PP). Trong đó, xăng dầu và diesel là sản phẩm chính, chiếm 90% sản lượng và doanh thu của BSR.

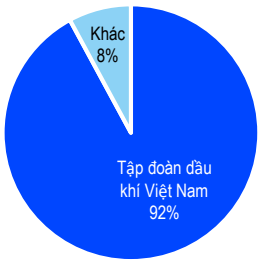
Doanh thu (tỷ đồng)



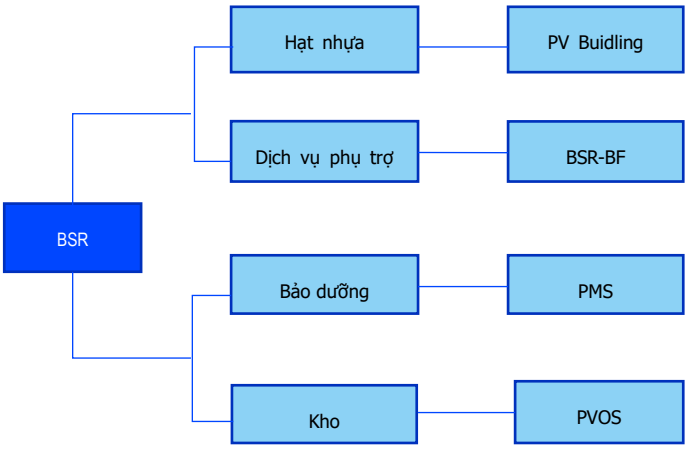
Cơ cấu doanh thu của BSR năm 2022 (%)



Cơ cấu cổ đông 15/03/2023



Mô hình kinh doanh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Quan điểm đầu tư

Tình hình kinh doanh khả quan trong năm 2023 nhờ vào sự hỗ trợ của crack spread diesel - tuy giảm 20% so với năm 2022 nhưng vẫn cao hơn 40% mức trung bình 5 năm trong quá khứ

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng cùng với nguồn cung vẫn thắt chặt là yếu tố dẫn dắt giá dầu thô tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2023. Crack spread thường diễn biến đồng pha với giá dầu. Chênh lệch giữa giá xăng dầu thành phẩm và dầu thô là crack spread – yếu tố quyết định lợi nhuận của BSR.

Crack spread = Giá bán xăng dầu – Giá dầu thô

Trong đó:

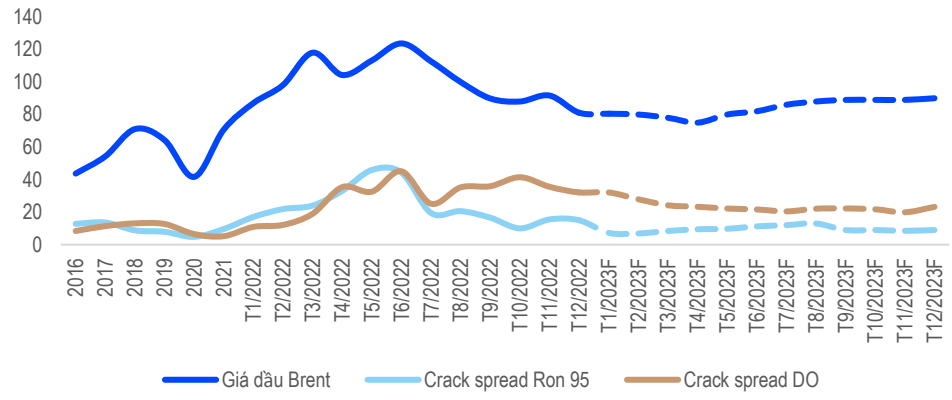
Giá bán xăng dầu = Giá MOPs + Premium, trong đó:

- MOPs: Giá trung bình 10 ngày của các mặt hàng xăng dầu tại thị trường Singapore (Platts)
- Premium: Phần dư trên giá MOPs do BSR và người mua thương lượng

Giá dầu thô = (FOB + Vận chuyển + Bảo hiểm) + Premium

- FOB: trung bình 30 ngày giá dầu Brent
- Premium: phần chênh lệch – phụ thuộc vào (1) chất lượng của loại dầu, (2) tình hình cung cầu của loại dầu đó. Được thương lượng khi ký kết hợp đồng cung cấp dầu thô.

Diễn biến Crack spread và giá dầu (USD/thùng)

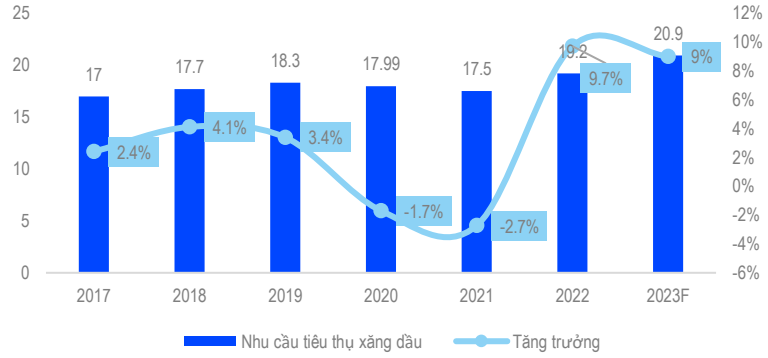


Nguồn: Platts, Shinhan Securities Vietnam

Theo Platts, dự báo trong năm 2023 giá dầu và crack spread sẽ tiếp tục giữ ở mức cao, đây sẽ là tín hiệu tốt cho các công ty lọc dầu như BSR. Crack spread của xăng RON 92/95 dự báo sẽ giảm khoảng 50% y.o.y, trong khi crack spread của diesel giảm ở mức 20% y.o.y nhờ vào tính đa dụng của nó như làm nhiên liệu cho các phương tiện vận tải và nguồn nhiên liệu cho máy phát điện diesel.

- Nguồn cung dầu trên thế giới thắt chặt do (1) OPEC có kế hoạch cắt giảm mạnh sản lượng dầu thô và (2) cuộc chiến Nga – Ukraine kéo dài sẽ ảnh hưởng đến nguồn cung dầu.
- Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước hồi phục mạnh mẽ và dự báo đạt tốc độ tăng trưởng kép 5.5% trong giai đoạn 2023 - 2030, sẽ là động lực giúp BSR tăng trưởng trong những năm tới.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

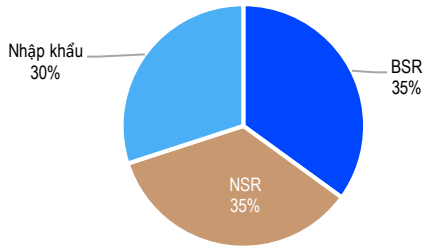
Câu chuyện từ việc chuyển niêm yết cổ phiếu sang HOSE trong năm 2023

Hiện tại, công ty cơ bản đã đáp ứng được các điều kiện để niêm yết trên HSX, sau khi có lãi trong 2 năm liên tiếp. Việc chuyển sàn niêm yết sẽ giúp (1) thanh khoản cải thiện, (2) thu hút được dòng vốn đầu tư từ cá nhân và tổ chức nước ngoài và (3) nâng cao tính minh bạch

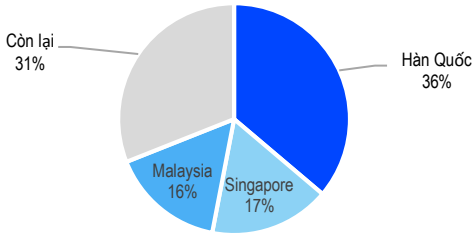
Duy trì thị phần lọc dầu và từng bước chuyển hướng sang sản xuất sản phẩm hóa dầu – xu thế chuyển dịch năng lượng trong tương lai

BSR và NMLD Nghi Sơn (NSR) là hai nhà máy lọc dầu duy nhất đang vận hành tại Việt Nam, đáp ứng được từ 65 – 70% nhu cầu tiêu dùng xăng trong nước. Nguồn cung còn lại được nhập khẩu từ các quốc gia như Hàn Quốc, Singapore, Malaysia,…

Thị phần nhà cung cấp xăng dầu thành phẩm



Tỷ trọng xăng dầu nhập khẩu Việt Nam năm 2022



Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Chiến lược của BSR là duy trì thị phần lọc dầu ít nhất khoảng 35%, trong khi sẽ từng bước tăng cường sản xuất sản phẩm hóa dầu – có giá trị gia tăng cao. Điều này sẽ giúp BSR đa dạng hóa sản phẩm cung cấp và đáp ứng xu thế chuyển dịch năng lượng trong tương lai nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững.

Trong ngắn hạn, BSR sẽ gia tăng sản xuất sản lượng hạt nhựa propylene (PP). Nguồn cung trong nước hiện nay mới chỉ đáp ứng được 40% nhu cầu sử dụng PP, do yêu cầu cao về vốn đầu tư ban đầu và vốn lưu động trong quá trình vận hành.

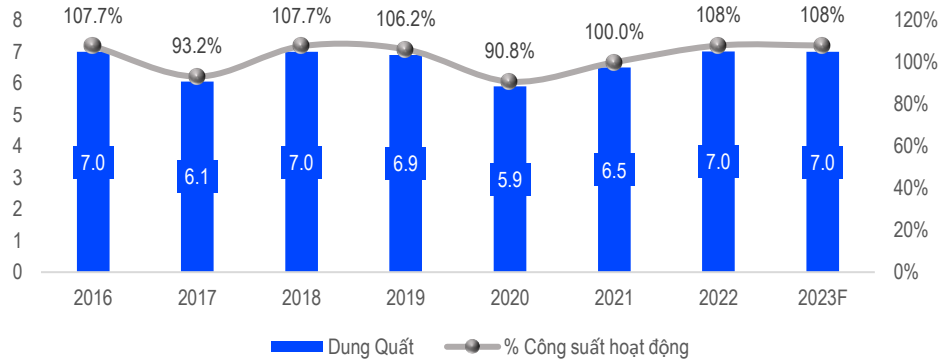
Trong dài hạn, BSR sẽ phát triển sản phẩm hóa dầu gồm vật liệu nhựa và cao su tổng hợp – đi sâu vào chuỗi giá trị sản xuất sản phẩm hóa dầu.

Dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất là động lực cho BSR tăng trưởng trong thời gian tới

Nhà máy Dung Quất được thiết kế với công suất 6.5 triệu tấn dầu thô/năm. Kể từ khi vận hành thương mại năm 2009, nhà máy luôn chạy từ 108 – 110% công suất thiết kế do nguồn cung dầu thành phẩm lọc dầu

chưa đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ nội địa.

Sản lượng sản xuất (triệu tấn/năm) và hiệu suất hoạt động của nhà máy



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự án nâng cấp mở rộng với tổng mức đầu tư khoảng 1.2 tỷ USD, với 60% ngân sách tài trợ từ nợ vay. Dự kiến dự án đưa vào vận hành quý I/2028.

Chúng tôi kỳ vọng dự án nâng cấp mở rộng Dung Quất sẽ đảm bảo sự tăng trưởng bền vững cho công ty:

(1) Đa dạng hóa dầu thô sử dụng và tăng hiệu quả kinh tế : sau khi nâng cấp, NMLD Dung Quất sẽ có khả năng lọc dầu chua (chứa nhiều hơn 0.5% lưu huỳnh) như Murban, ESPO,... giúp giải quyết được tình trạng thiếu hụt dầu thô trong nước.

Những nhà máy lọc dầu trên thế giới sử dụng đầu vào là dầu chua, chi phí chiếm từ 80 - 90%, trong khi tại NMLD Dung Quất sử dụng đầu vào là dầu ngọt (chứa ít hơn 0.5% lưu huỳnh) và chiếm 90% tổng chi phí. Như vậy, khi tối ưu hóa được nguồn dầu đầu vào sẽ làm biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 5 đến 10%.

(2) Nâng công suất sản xuất thêm 16% so với hiện tại. Khi đó, công suất chế biến NMLD Dung Quất sẽ tăng lên 7.5 triệu tấn dầu thô/năm.

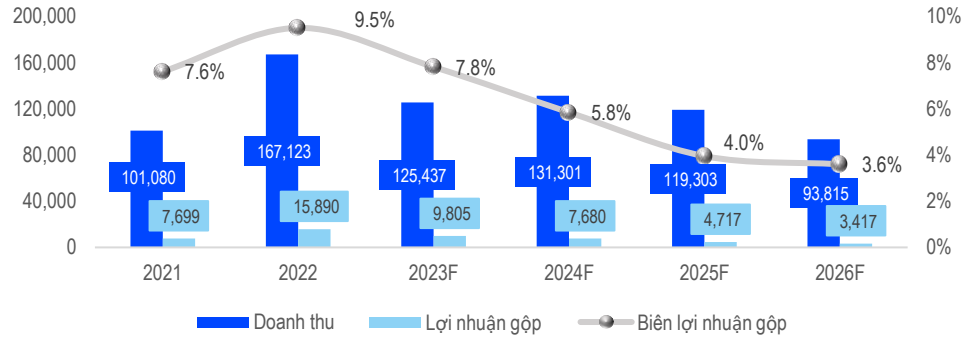
(3) Nâng cấp chất lượng sản phẩm lên Euro 5 (EU5) để đáp ứng yêu cầu chính phủ và tăng sức cạnh tranh.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong năm 2023, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của BSR được dự phóng đạt 125,437 tỷ đồng (-25% YoY) và 8,843 tỷ đồng (-38% YoY). Kết quả kinh doanh sẽ bị ảnh hưởng bởi công suất vận hành thấp hơn và crack spread các loại xăng dự báo sẽ giảm.

Chúng tôi dự phóng sản lượng sản xuất đạt 5.9 triệu tấn, giảm 15% so với 2022 do trong năm sẽ xuất hiện đợt bảo dưỡng. Chúng tôi cho rằng crackspread xăng RON 92/95 sẽ điều chỉnh giảm khoảng 50% y.o.y và crackspread diesel điều chỉnh giảm khoảng 20% y.o.y.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp của BSR



Nguồn: Dữ liệu công ty BSR, Shinhan Securities Vietnam

Giả định	2022	2023F	YoY	2024F	YoY
Sản lượng xăng nội địa bán ra (triệu tấn/năm)	7	5.9	-15%	7	18%
Giá dầu Brent (USD/thùng)	101	88	-12.8%	82	-6.8%
RON 92					
Crack spread Ron 92 (USD/thùng)	18.9	10.4	-45%	9.9	-5%
Giá xăng Ron 92 (USD/thùng)	120	96.4	-18%	92	-6%
RON 95					
Crack spread Ron 95 (USD/thùng)	25	13.4	-46%	12.5	-7%
Giá xăng Ron 95 (USD/thùng)	126	101.4	-20%	94.6	-7%
Diesel					
Crack spread DO (USD/thùng)	35	28.7	-18%	20	-30%
Giá xăng DO (USD/thùng)	136	116.7	-14%	102	-12%

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận BSR	2022	2023F	YoY	2024F	YoY
Doanh thu (tỷ VND)	**167,123**	**125,437**	-24.9%	**131,301**	4.7%
Doanh thu RON 92	24,088	15,396	-36%	16,341	6%
Doanh thu RON 95	47,523	34,492	-27.4%	35,512	6%
Doanh thu DO	66,717	48,331	-27.5%	47,983	-1%
LN từ HĐKD (tỷ VND)	15,213	9,315	-38.8%	7,801	-16.3%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**14,394**	**8,834**	-38.6%	**7,420**	-16%
EPS (đồng)	4,661	2,792	-40%	2,345	-16%
BPS (đồng)	16,433	19,292	17.3%	21,685	12.4%
OPM (%)	9.1	7.4		5.9	
NPM (%)	8.6	7		5.7	
ROE (%)	**28.3**	**14.7**		**11**	
PER (x)	4.1	6.8		8.1	
PBR(x)	1.2	1		0.9	
EV/EBITDA (x)	3.9	6		7.5	

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 19,300 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 19,300 đồng tương ứng với mức tăng 22.1%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, BSR có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Duy trì thị phần lọc dầu và từng bước chuyển hướng sang sản xuất sản phẩm hóa dầu – xu thế chuyển dịch trong tương lai.

2) Tiềm năng tăng trưởng ổn định từ nhu cầu dầu trong nước.

3) Dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá BSR. Với giả định giá dầu trung bình giao dịch ở mức 88 USD/thùng trong năm 2023 và chưa đưa dự án Dung Quất mở rộng vào dự phóng.

Phương pháp định giá DCF					
(Đơn vị: tỉ VND)	**2023F**	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**
LN ròng công ty mẹ	8,657	7,272	5,060	4,473	5,335
Cộng: lãi vay sau thuế	259	314	317	280	276
Cộng: Khấu hao	2,245	2,347	2,456	2,572	2,698
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-4,138	542	-1,150	-2,414	1,617
Trừ: Vốn đầu tư	898	939	1,228	1,286	1,619
Dòng tiền tự do (FCFF)	14,401	8,452	7,755	8,453	5,073
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	30,803				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,893				
Giá trị doanh nghiệp	**43,976**				
Nợ	8,954				
Tiền và tương đương tiền	25,205				
Giá trị vốn chủ sở hữu	**60,045**				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100				
Giá mục tiêu (VND)	**19,300**				

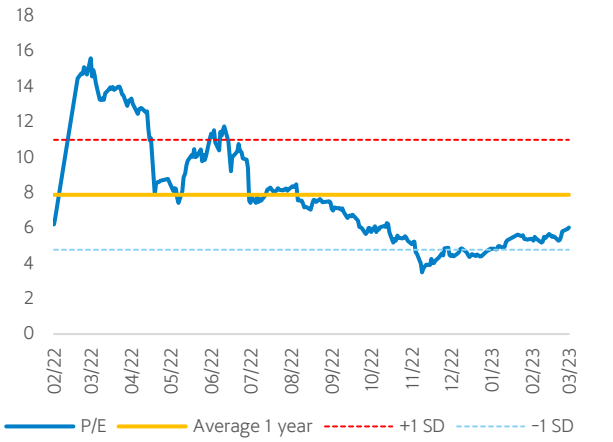
WACC	**15.9%**
Lãi suất phi rủi ro	4.2%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	11.13%
Beta	1.89
Chi phí nợ	8%
Chi phí sử dụng vốn	17.3%
Tỷ lệ nợ trên vốn	17.6%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	8,954

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Bảng phân tích trường hợp khi giá dầu thay đổi

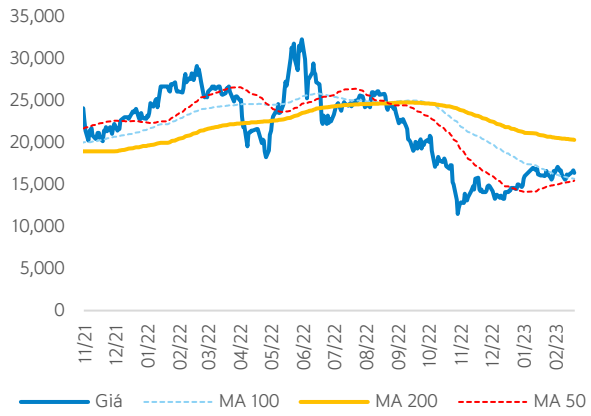
Giả định					
			Trường hợp trung bình		
Giá dầu (USD/thùng)	68	78	**88**	98	108
Sự thay đổi giá dầu so với giá dầu tiêu chuẩn (%)	-22.7%	-11.4%		11.3%	22.7%
Định giá					
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	14,973	17,625	**19,300**	21,700	24,913
Giá mục tiêu thay đổi so với giá mục tiêu của trường hợp tiêu chuẩn (%)	-22.7%	-9.6%		12.4%	29%
P/E	3.2	3.8	**4.1**	4.6	5.1

PER của BSR 1 năm qua



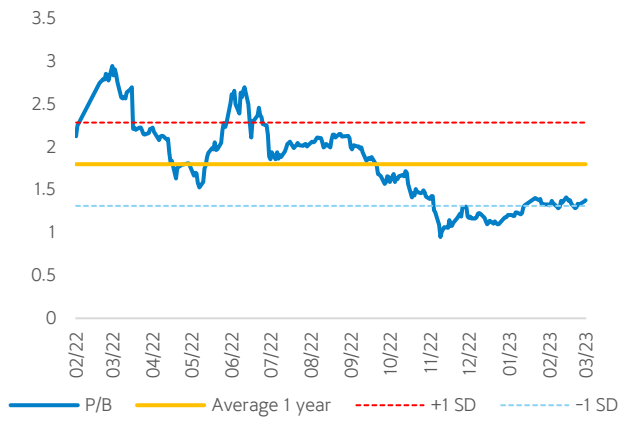
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu BSR và đường trung bình MA



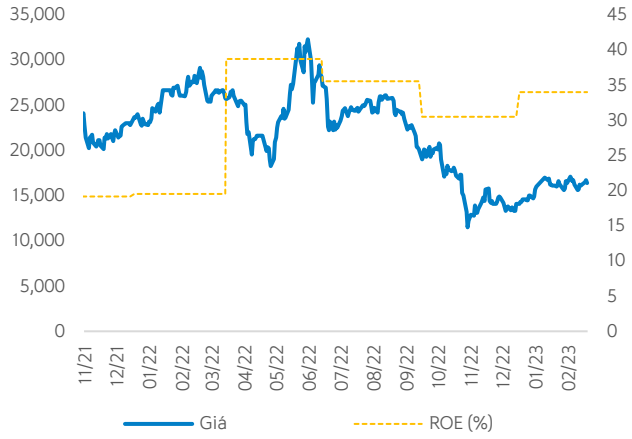
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của BSR 1 năm qua



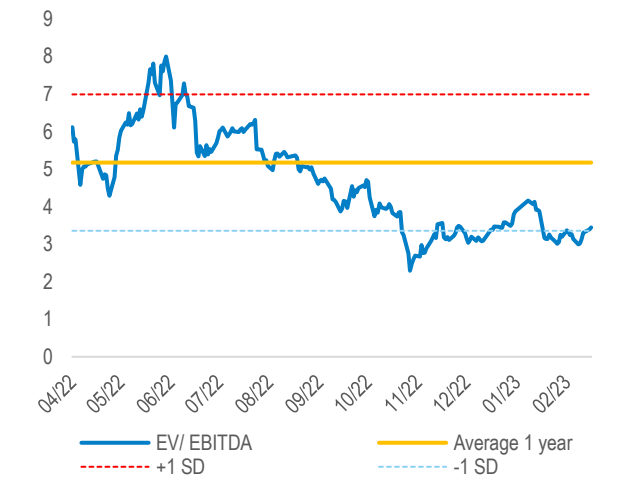
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu BSR tương quan với ROE



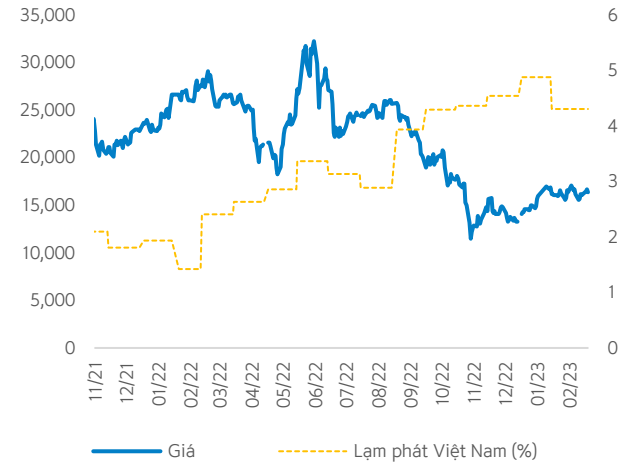
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của BSR 1 năm qua



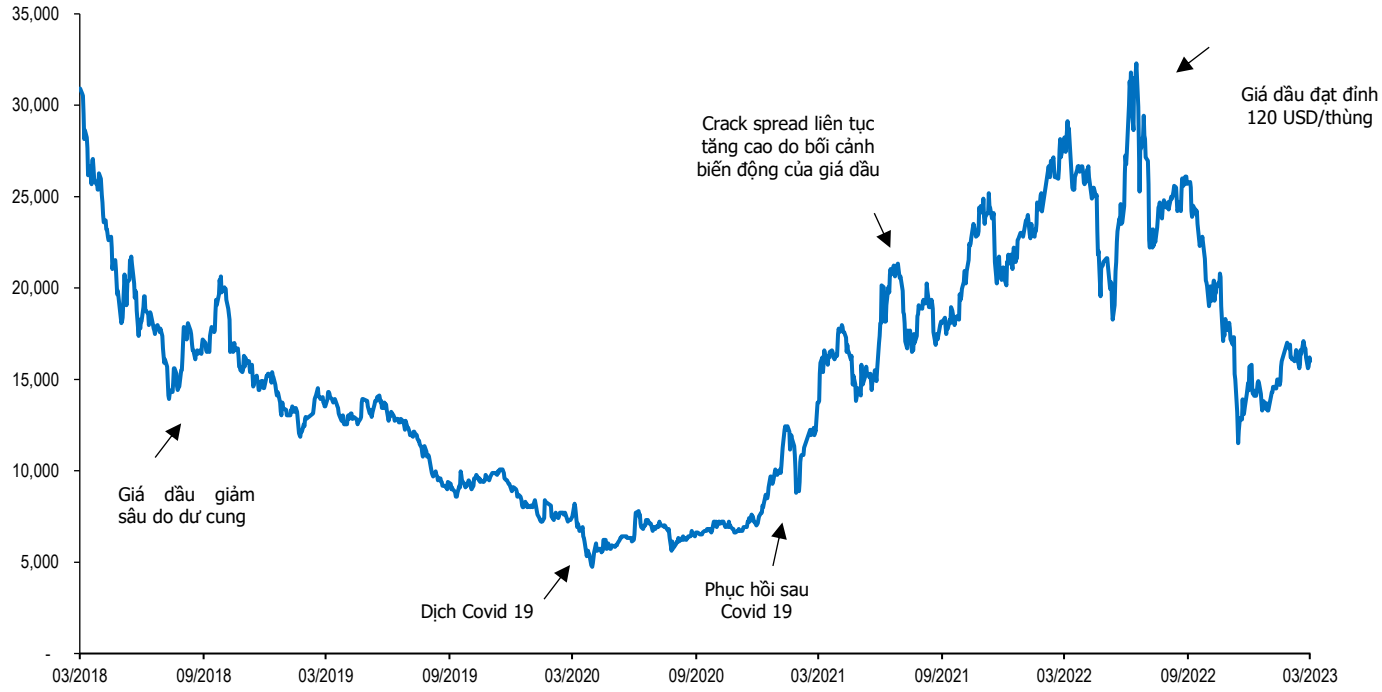
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu BSR tương quan với lạm phát



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của BSR



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro biến động giá dầu thô

Dầu thô chiếm 90 – 95% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của BSR, do đó biến động giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của BSR.

Rủi ro bảo dưỡng nhà máy

BSR chuẩn bị bước vào thời gian bão dưỡng nhà máy lần thứ 5 và thời gian bảo dưỡng khoảng 50 ngày, khiến cho công suất hoạt động sẽ thấp hơn.

Cạnh tranh gia tăng với xăng dầu nhập khẩu

Công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu được hưởng ưu đãi thuế quan theo cam kết của các hiệp định thương mại tự do.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	66,796	77,796	87,180	96,721	100,183
Tài sản ngắn hạn	44,544	57,779	68,334	79,135	83,720
Tiền và tương đương tiền	16,346	22,853	40,689	50,016	56,806
Đầu tư TC ngắn hạn	4,190	2,172	2,172	2,172	2,172
Các khoản phải thu	13,601	16,324	12,544	13,130	11,930
Hàng tồn kho	10,358	16,349	12,848	13,736	12,732
Tài sản dài hạn	22,251	20,017	19,944	19,811	19,857
Tài sản cố định	20,136	18,075	18,002	17,869	17,915
Chi phí xây dựng cơ bản	1,206	1,275	1,275	1,275	1,275
Tài sản dài hạn khác	910	667	667	667	667
Tổng nợ	29,232	26,881	27,254	29,227	27,422
Nợ ngắn hạn	26,940	25,600	25,673	27,446	25,441
Khoản phải trả	9,450	10,004	7,709	8,241	7,639
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	9,829	8,954	12,171	13,012	12,061
Khác	7,661	6,641	5,793	6,192	5,740
Nợ dài hạn	2,291	1,281	1,581	1,781	1,981
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	943	0	300	500	700
Khác	1,349	1,281	1,281	1,281	1,281
Vốn chủ sở hữu	37,564	50,915	59,926	67,494	72,761
Vốn góp chủ sở hữu	31,005	31,005	31,005	31,005	31,005
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	3	5,599	5,599	5,599	5,599
Lợi nhuận giữ lại	6,562	14,376	23,210	30,630	35,794
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-6	-65	112	260	363
*Nợ vay	10,772	8,954	12,471	13,512	12,761
*Nợ ròng (tiền)	9,763	16,071	30,390	38,676	46,217

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	101,080	167,123	125,437	131,301	119,303
Tăng trưởng		65.3%	-24.9%	4.7%	-9.1%
Giá vốn hàng bán	93,381	151,233	115,633	123,622	114,586
Lợi nhuận gộp	7,699	15,890	9,805	7,680	4,717
Biên lợi nhuận gộp	7.6%	9.5%	7.8%	5.8%	4.0%
Chi phí BH & QLDN	1,188	1,421	1,380	1,444	1,312
LN từ HĐKD	6,907	15,213	9,315	7,801	5,402
Tăng trưởng		120.3%	-38.8%	-16.3%	-30.8%
Biên LN từ HĐKD	6.8%	9.1%	7.4%	5.9%	4.5%
LN khác	396	743	891	1,566	1,997
Thu nhập tài chính	1,015	1,664	1,833	2,566	3,002
Chi phí tài chính	619	920	942	1,001	1,004
Trong đó: Chi phí lãi vay	407	253	275	334	337
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	34	86	74	86	86
LNTT	6,941	15,299	9,390	7,887	5,488
Thuế TNDN	257	905	555	467	325
LNST	6,684	14,394	8,834	7,420	5,163
Tăng trưởng		115.4%	-38.6%	-16.0%	-30.4%
Biên lợi nhuận ròng	6.6%	8.6%	7.0%	5.7%	4.3%
LNST cổ đông công ty mẹ	6,716	14,450	8,657	7,272	5,060
Lợi ích CĐTS	-32	-56	177	148	103
LN trước thuế và lãi vay	6,511	14,470	8,425	6,235	3,405
Tăng trưởng		122.2%	-41.8%	-26.0%	-45.4%
Biên LN	6.4%	8.7%	6.7%	4.7%	2.9%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	8,822	16,662	10,670	8,582	5,860
Tăng trưởng		88.9%	-36.0%	-19.6%	-31.7%
Biên LN	8.7%	10.0%	8.5%	6.5%	4.9%

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền từ HĐKD	425	7,433	15,041	9,076	8,665
Lợi nhuận ròng	6,716	14,450	8,657	7,272	5,060
Khấu hao TSCĐ	2,552	2,193	2,245	2,347	2,456
(Lãi) từ HĐ đầu tư					
Thay đổi vốn lưu động	1,295	-9,211	4,138	-542	1,150
Thay đổi khác	-10,138	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-753	-433	-898	-939	-1,228
Thay đổi tài sản cố định	-170	-123	-898	-939	-1,228
Thay đổi tài sản đầu tư	-583	-242	0	0	0
Khác	0	-68	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	4,770	-1,877	3,694	1,189	-648
Thay đổi vốn cổ phần	0	-59	177	148	103
Tiền đi vay/(trả) nợ	4,772	-1,817	3,517	1,041	-751
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-2	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	4,442	5,123	17,836	9,327	6,789
Tổng tiền đầu năm	12,793	16,346	22,853	40,689	50,016
Thay đổi trong tỷ giá					
Tổng tiền cuối năm	17,235	21,469	40,689	50,016	56,806

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

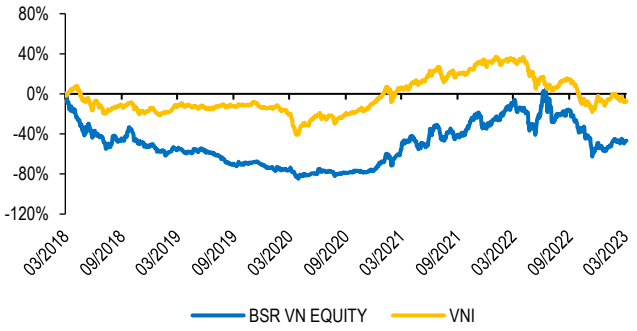
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (đồng)	2,166	4,661	2,792	2,345	1,632
BPS (đồng)	12,117	16,443	19,292	21,685	23,350
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
PER (x)	8.8	4.1	6.8	8.1	11.7
PBR (x)	1.6	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	7.3	3.9	6.0	7.5	11.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%
Lãi cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA	8.7%	10.0%	8.5%	6.5%	4.9%
Biên LN từ HĐKD	6.8%	9.1%	7.4%	5.9%	4.5%
Biên LNST	6.6%	8.6%	7.0%	5.7%	4.3%
ROA	10.0%	18.5%	10.1%	7.7%	5.2%
ROE	17.8%	28.3%	14.7%	11.0%	7.1%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu	28.7%	17.6%	20.8%	20.0%	17.5%
Nợ vay ròng/ EBITDA	110.7%	96.5%	284.8%	450.7%	788.6%
Tỷ số thanh toán tiền mặt	60.7%	89.3%	158.5%	182.2%	223.3%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	16.0	57.1	30.6	18.7	10.1
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	53	51	53	53	53
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	40	39	41	41	41
Số ngày khoản phải thu (ngày)	49	36	37	37	37

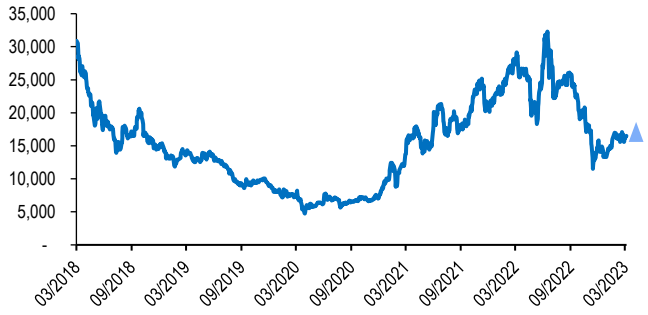
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR VN)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
15/03/2023 (BC lần đầu)	MUA	19,300	-11	-41.7/9.6

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Thao Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: BSR VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000