

## CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (UPCoM: BSR)

- Lợi nhuận của BSR trong Q2 và nửa đầu năm 2024 bị ảnh hưởng tiêu cực (-41.7% svck và -35% svck) do ảnh hưởng của đợt bảo dưỡng và crack spread thu hẹp.
- LN năm 2024 có thể giảm 43.6% svck và tăng 20% svck trở lại trong 2025 nhờ sản lượng tăng. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng dài hạn của BSR đến từ dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất, được kỳ vọng hoàn thành vào Q3/2028.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 27,400 VND/cp nhờ kỳ vọng chuyển sản niềm yết sang HOSE sẽ giúp BSR có khả năng tham gia các chỉ số quan trọng.

### Lợi nhuận Q2/2024 giảm mạnh do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng (TA5)

Q2/2024, sản lượng tiêu thụ của BSR giảm 33% svck và 19% so với quý trước do đợt bảo dưỡng nhà máy lần 5 (TA5). Crack spread xăng châu Á trong Q2/2024 giảm 16.4% svck và 21.6% so với quý trước, ngay cả trong mùa cao điểm đi lại, cho thấy sự hồi phục nhu cầu tiêu thụ xăng dầu yếu hơn dự kiến. Sản lượng thấp hơn trong khi crack spread thu hẹp dẫn đến doanh thu và lợi nhuận của BSR giảm mạnh trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024. Theo đó, LNST của cổ đông công ty mẹ của BSR trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024 giảm lần lượt 32% và 35% so với cùng kỳ.

### Tăng công suất sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn khi crack spread dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp trong ngắn hạn

Chúng tôi không kỳ vọng crack spread sẽ tăng mạnh trong trung hạn do công suất lọc dầu thế giới có thể tăng đến năm 2028. Tuy nhiên, BSR vẫn có động lực tăng trưởng dài hạn khi dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, dự kiến hoàn thành trong Q3/2028, được kỳ vọng sẽ tăng tổng công suất thêm 15% và tăng khả năng tạo ra các sản phẩm với giá trị gia tăng cao. Crack spread của BSR được kỳ vọng sẽ tiến gần tới mức trung bình của khu vực kể từ năm 2029 khi dự án nâng cấp mở rộng chính thức hoàn thành.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng crack spread xăng châu Á có thể giảm ít nhất đến năm 2025, do OPEC+ ngưng cắt giảm sản lượng tự nguyện và công suất lọc dầu thế giới tăng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của BSR có thể giảm 43.6% svck trong năm 2024 do bị ảnh hưởng bởi đợt bảo dưỡng và môi trường crack spread thấp, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trở lại trong năm 2025 và kéo theo lợi nhuận của BSR có thể tăng trưởng 20% svck.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu

Giá mục tiêu được xác định thông qua mô hình FCFF dự phóng 10 năm và phương pháp so sánh với P/B mục tiêu là 1.32x (cao hơn 2.5% so với P/B trung bình 5 năm). Mô hình FCFF dự phóng 10 năm sẽ phản ánh rõ ràng hơn tác động tích cực của việc nâng cấp, mở rộng nhà máy lọc dầu kể từ sau năm 2028. Khả năng được chuyển sản niềm yết sang HOSE (dự kiến vào đầu năm 2025) có thể giúp BSR tăng tính minh bạch và cơ hội xuất hiện trong các chỉ số quan trọng, từ đó thu hút sự chú ý của các quỹ đầu tư trong và ngoài nước, do đó được kỳ vọng sẽ giúp BSR nhận được định giá cao hơn.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	147,423	127,610	132,199	132,131
Lợi nhuận ròng	8,650	4,880	5,858	5,008
Tăng trưởng doanh thu thuần	-11.8%	-13.4%	3.6%	-0.1%
Tăng trưởng LN ròng	-41.3%	-43.6%	20.0%	-14.5%
Biên LN gộp	6.6%	4.5%	5.3%	4.7%
Biên EBITDA	7.0%	5.2%	5.8%	5.4%
ROAE	15.9%	8.2%	9.2%	7.4%
ROAA	10.5%	5.6%	6.3%	5.0%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,790	1,574	1,889	1,615
BVPS (VND/cổ phiếu)	18,511	19,746	21,289	22,565

Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

### KHẢ QUAN

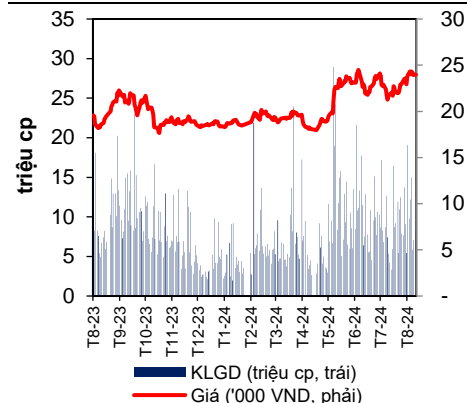
#### Giá mục tiêu

VND 27,400

Lợi nhuận kỳ vọng

15.0%

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	24,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,400
Vốn hóa (tỷ VND)	74,722
P/E (TTM)	10.0
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	1.3%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92.13%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	0.53%
Khác	7.34%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

## CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (UPCoM: BSR)

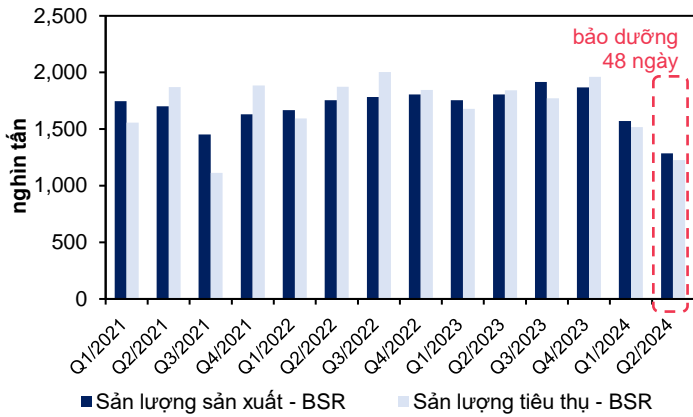
### KQKD Q2/2024 và nửa đầu năm 2024: Lợi nhuận ròng giảm mạnh do bảo dưỡng và crack spread thu hẹp

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q2/2024 và nửa đầu năm 2024 (đơn vị: tỷ VNĐ)

	Q2/2024	% svck	% sv quý trước	Lũy kế từ đầu năm	% svck	Đánh giá
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1,226	-33.1%	-19.1%	2,743	-21.5%	Sản lượng sản xuất và tiêu thụ đều giảm do kỳ bảo dưỡng lần thứ 5 (TA5) kéo dài 48 ngày.
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	85.0	9.4%	4.0%	83.4	4.3%	
Crack spread xăng châu Á (USD/thùng)	13.8	-16.4%	-21.6%	15.7	-5.9%	
Crack spread diesel châu Á (USD/thùng)	17.5	18.7%	-28.3%	20.9	3.5%	Mức nền thấp của Q2/2023 do nhu cầu thấp hỗ trợ tăng trưởng svck của crack spread diesel; tuy nhiên vẫn giảm so với quý trước và so với trung bình cả năm 2023.
Crack spread nhiên liệu bay châu Á (USD/thùng)	14.4	-0.9%	-31.6%	17.7	-14.6%	Mặc dù nhu cầu du lịch cải thiện, mức tăng trưởng nguồn cung vẫn cao hơn tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xăng máy bay. Crack spread xăng máy bay liên tục giảm từ Q2/2023 đến Q2/2024, tuy nhiên đã có dấu hiệu phục hồi nhẹ trong nửa đầu Q3/2024.
<b>Doanh thu</b>	<b>24,424</b>	<b>-27.5%</b>	<b>-20%</b>	<b>55,113</b>	<b>-18.6%</b>	Đợt bảo dưỡng 48 ngày ảnh hưởng tới sản lượng và doanh thu của BSR trong giai đoạn cuối Q1 và 2 tháng đầu Q2/2024.
Lợi nhuận gộp	498	-57.7%	-60%	1,754	-46.0%	
Biên lợi nhuận gộp	2.0%	-1.5 đpt	-2.1 đpt	3.2%	-1.6 đpt	Q2/2024, crack spread thu hẹp cùng với chi phí phát sinh trong kỳ bảo dưỡng đã ảnh hưởng tiêu cực tới biên lợi nhuận gộp của BSR. Tuy nhiên, chi phí phát sinh trong kỳ bảo dưỡng lần này (TA5) đã thấp hơn đáng kể so với chi phí phát sinh trong 2 lần bảo dưỡng trước (TA3 và TA4).
Chi phí bán hàng & quản lý DN	270	-19.2%	4%	529	-29%	
% Chi phí bán hàng & quản lý DN/ Doanh thu	1.1%	0.1 đpt	0.3 đpt	1.0%	2.1 đpt	
Doanh thu tài chính	746	59.1%	43%	1,266	-1%	Doanh thu tài chính bất thường (391 tỷ VNĐ) đến từ việc ngừng hợp nhất công ty BSR-BF.
Chi phí tài chính	138	n/a	-46%	394	-19%	
Lợi nhuận trước thuế	840	-43.0%	-34%	2,112	-36%	Sản lượng thấp hơn và crack spread thu hẹp dẫn đến lợi nhuận giảm mạnh trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024.
Lợi nhuận sau thuế	769	-42.1%	-31%	1,884	-36%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>782</b>	<b>-41.7%</b>	<b>-32%</b>	<b>1,925</b>	<b>-35%</b>	

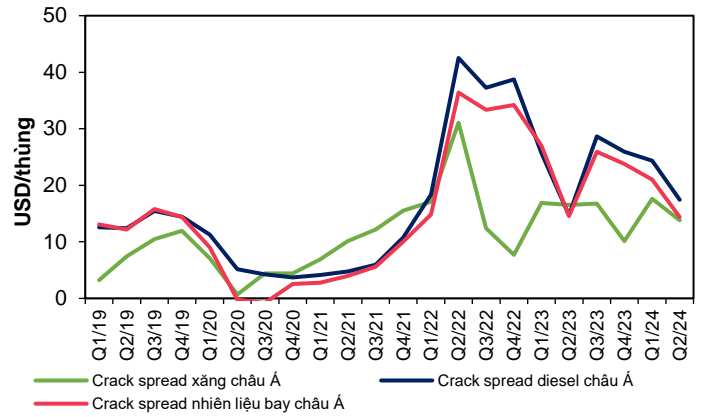
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ của BSR giảm mạnh trong cuối Q1 và Q2 do đợt bảo dưỡng kéo dài 48 ngày (Turn Around 5 – TA5)



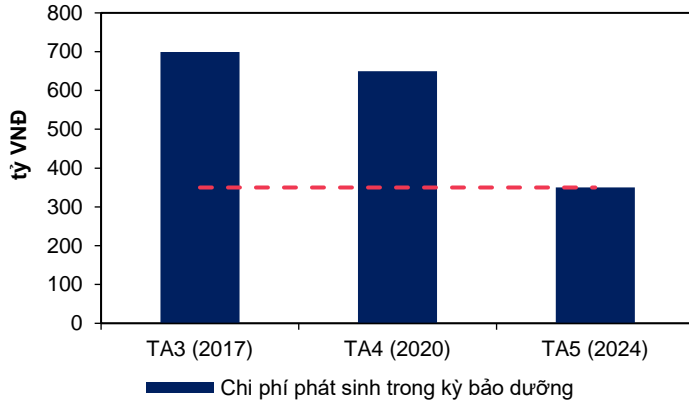
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 3: Mức trung bình quý của crack spread châu Á suy giảm



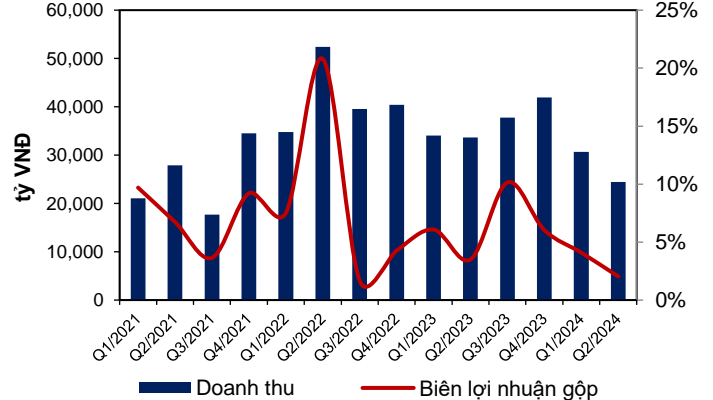
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 4: Chi phí phát sinh trong đợt bảo dưỡng thứ 5 (TA5) thấp hơn đáng kể so với đợt bảo dưỡng thứ 3 và thứ 4 trước đó ...



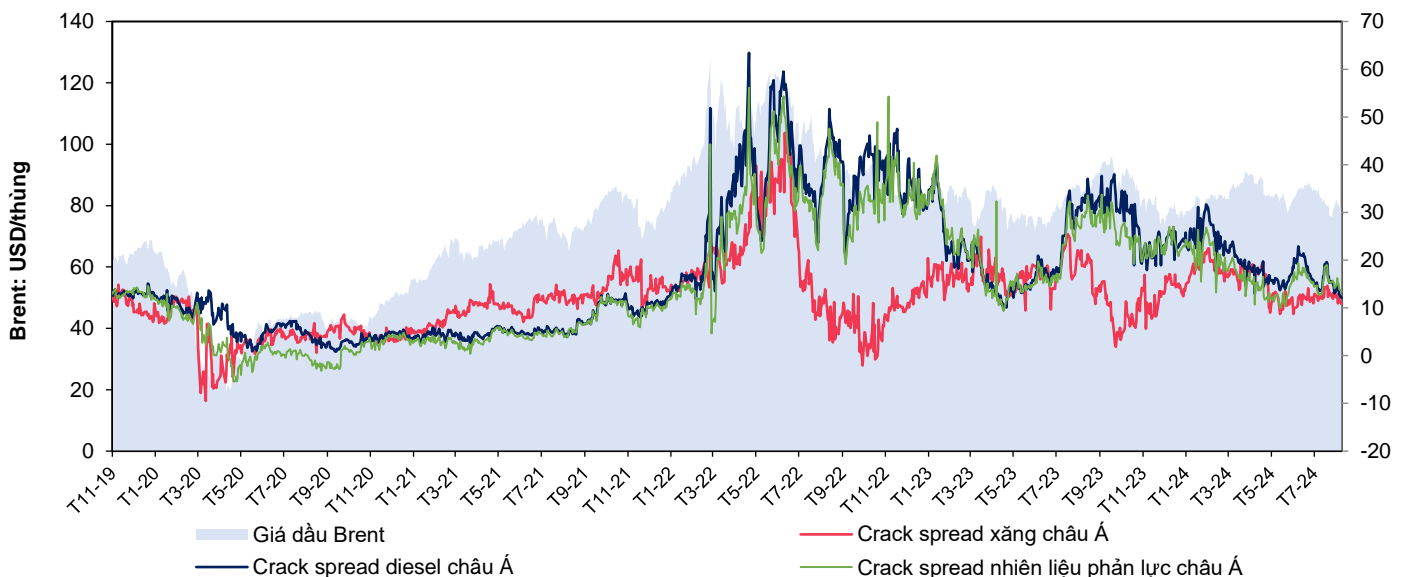
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 5: ... tuy nhiên doanh thu và biên lợi nhuận gộp của BSR vẫn thấp hơn svck và so với quý trước do TA5



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 6: Giá dầu thô Brent và crack spread châu Á tham chiếu đã bắt đầu duy trì ở mức ổn định kể từ cuối Q2/2024



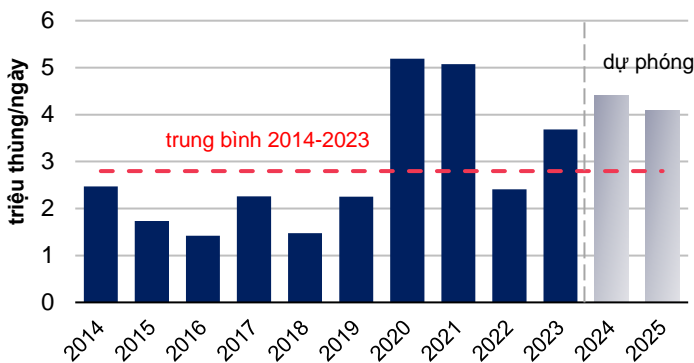
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Crack spread không khả quan trong ngắn hạn nhưng tăng công suất sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn

### Crack spread châu Á có thể duy trì ở mức thấp khi nguồn cung dầu thô và công suất các nhà máy lọc dầu đang tăng dần

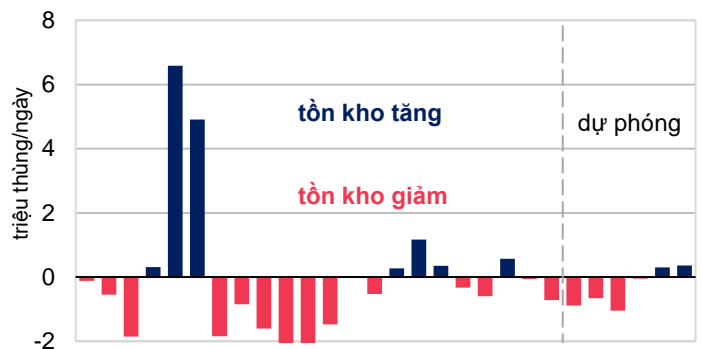
Việc cắt giảm sản lượng tự nguyện của OPEC+ được cho là sẽ kết thúc vào Q4/2024, trong khi sản lượng từ các quốc gia ngoài OPEC+ liên tục tăng trưởng kể từ đầu năm 2024 đến nay. Mức tăng nguồn cung này có thể hoàn toàn bù đắp cho tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu, khi tiêu thụ từ khu vực Trung Quốc không hồi phục nhanh như kỳ vọng chung. Theo đó, chúng tôi cho rằng giá dầu thô Brent trung bình có thể đạt mức 83 USD/thùng trong năm 2024 và 80 USD/thùng trong năm 2025.

Hình 7: OPEC+ có thể kết thúc việc cắt giảm sản lượng tự nguyện vào Q4/2024, dẫn đến thặng dư công suất sản xuất dầu thô trong năm 2024 của khu vực này tăng



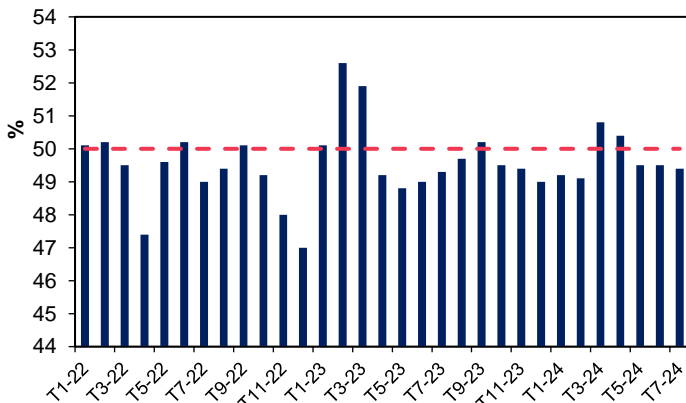
Nguồn: EIA (T8/2024), MBS Research

Hình 8: Tồn kho dầu thô thế giới được kỳ vọng tăng trở lại kể từ nửa sau năm 2025



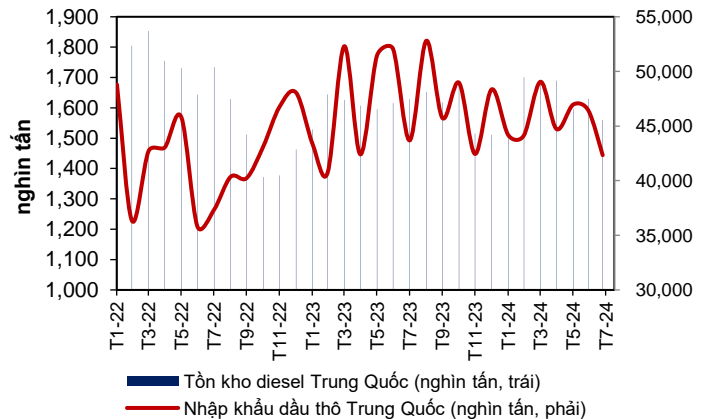
Nguồn: EIA (T8/2024), MBS Research

Hình 9: PMI điều chỉnh theo mùa của Trung Quốc đã giảm dưới mức 50 kể từ T5/2024, cho thấy mức hồi phục sản xuất tại quốc gia này đang chậm hơn kỳ vọng chung của thị trường...



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 10: ... tuy nhiên, việc nhập khẩu dầu thô của Trung Quốc giảm trong khi tồn kho diesel bắt đầu giảm có thể ám chỉ nguồn cung chung đang giảm và nhu cầu tốt hơn trong ngắn hạn

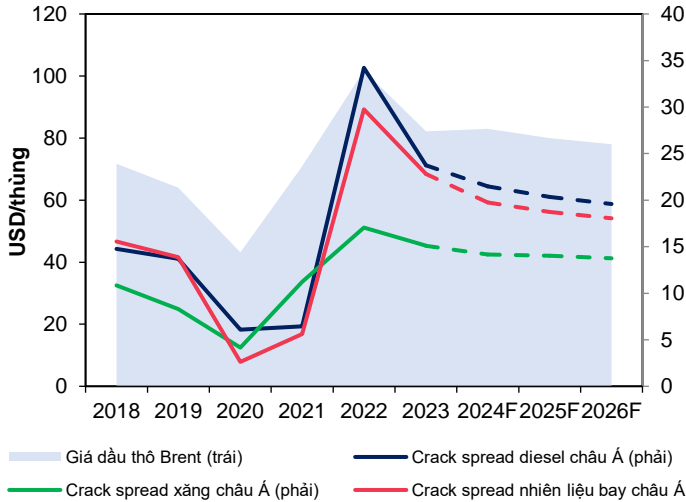


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi không kỳ vọng crack spread tham chiếu sẽ đảo chiều tăng mạnh trở lại trong trung hạn do công suất lọc dầu thế giới sẽ tăng dần từ nay đến 2028, với mức tăng chủ yếu đến từ Trung Quốc, Ấn Độ và Trung Đông. Bên cạnh đó, thỏa thuận ngừng bắn tại các xung đột địa chính trị khu vực Trung Đông cũng đã phần nào giảm quan ngại của thị trường về việc thu hẹp nguồn cung các sản phẩm xăng dầu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhu cầu cao hơn trong nửa cuối năm 2024 có thể hỗ trợ crack spread tăng nhẹ so với mức nền thấp của Q2/2024 do mùa cao điểm đi lại tại Mỹ diễn ra vào nửa đầu Q3/2024. Nhìn chung, chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2024-2025, crack spread diesel châu Á có thể lần lượt

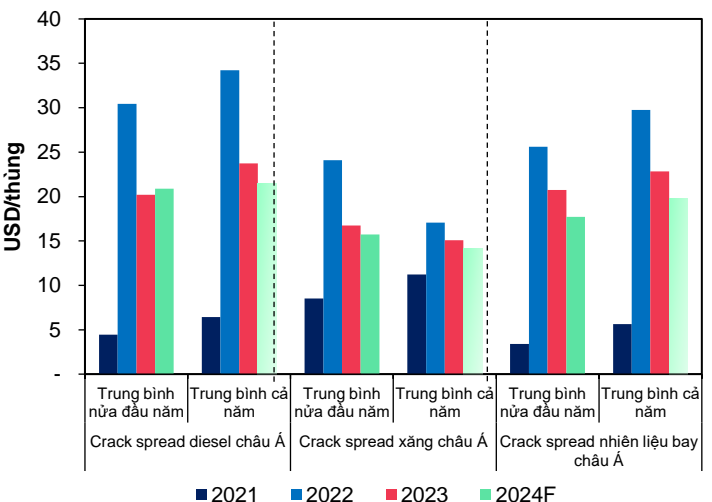
đạt mức trung bình 21.5 USD/thùng (-9.5% svck) và 20.3 USD/thùng (-5.3% svck); crack spread xăng châu Á có thể lần lượt đạt mức 14.2 USD/thùng (-6.2% svck) và 14.0 USD/thùng (-0.9% svck). Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng crack spread các sản phẩm xăng dầu có thể tiếp tục giảm do xu hướng chuyển đổi sang xe điện làm giảm nhu cầu tiêu thụ xăng dầu, tuy nhiên ở mức độ chậm hơn do vẫn được hỗ trợ bởi nhu cầu từ khách hàng công nghiệp.

Hình 11: Crack spread trung bình tại châu Á được kỳ vọng sẽ thấp hơn mức nền cao của năm 2023 do nguồn cung tăng



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

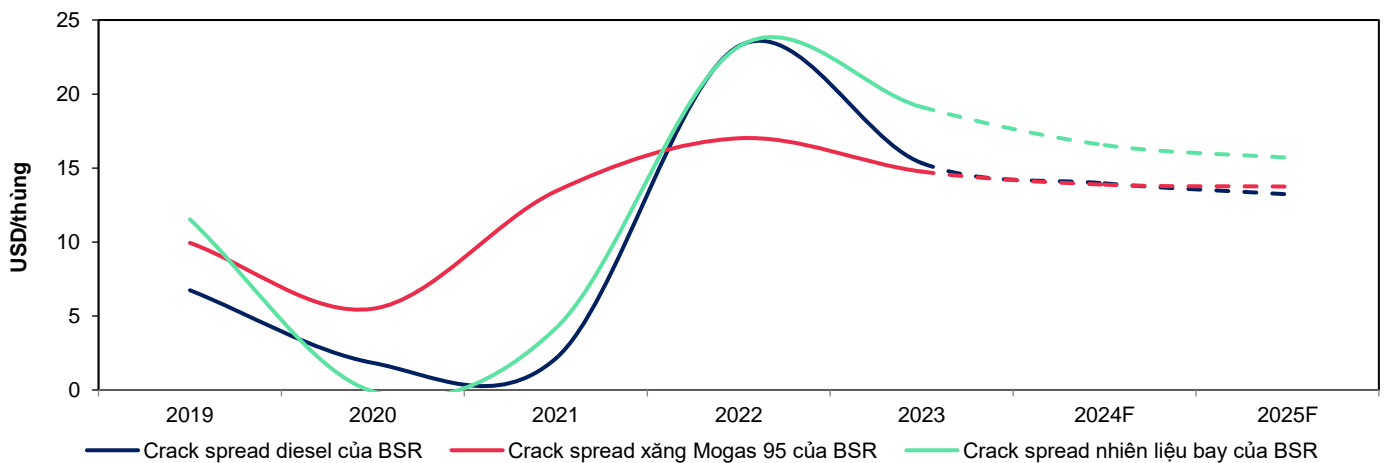
Hình 12: So sánh mức trung bình nửa đầu năm và cả năm của crack spread châu Á



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi dự phóng crack spread của BSR dựa trên giả định crack spread tại khu vực châu Á cao hơn crack spread của BSR một mức cố định trong ngắn hạn. Tuy nhiên trong dài hạn, sau khi dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất hoàn thiện, chúng tôi cho rằng mức này sẽ bị thu hẹp và crack spread của BSR sẽ tiến dần tới mức crack spread của khu vực.

Hình 13: Dự phóng crack spread của BSR trong ngắn hạn dựa trên crack spread tham chiếu khu vực châu Á



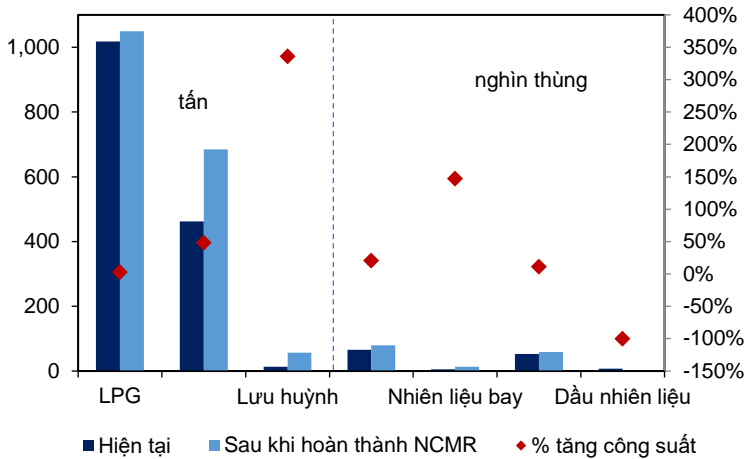
Nguồn: MBS Research

### Tăng trưởng công suất và hướng tới các sản phẩm hóa dầu là động lực tăng trưởng trong dài hạn

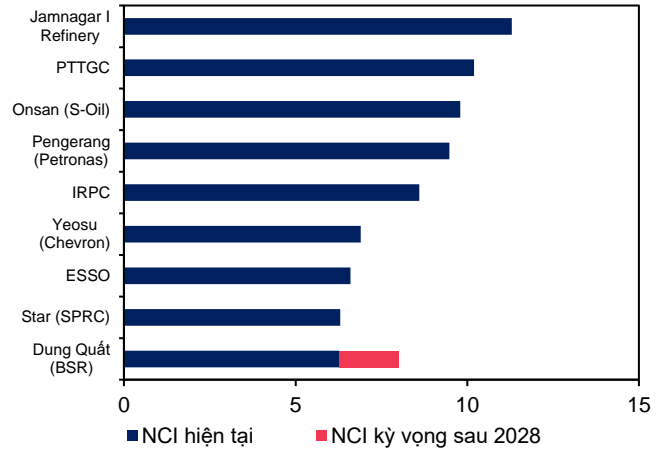
Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất được kỳ vọng sẽ hoàn thiện vào Q3/2024, với tổng mức đầu tư là 1.49 tỷ USD tương đương 36.2 nghìn tỷ VNĐ. Dự án sẽ nâng tổng công suất của BSR lên mức 171 nghìn thùng/ngày (tăng 15% so với công suất hiện tại), đồng thời chuyển đổi cơ cấu các sản phẩm của BSR, chú trọng nhiều hơn tới các sản phẩm hóa dầu khi công suất

propylene/ polypropylene dự kiến tăng khoảng 48.3%. Dự án được kỳ vọng sẽ giúp BSR tăng biên lợi nhuận gộp do các sản phẩm hóa dầu mang lại giá trị gia tăng nhiều hơn so với các sản phẩm lọc dầu truyền thống. Như đã đề cập ở trên, chúng tôi cũng kỳ vọng crack spread xăng và diesel của BSR sẽ tiến gần hơn tới mức trung bình của khu vực châu Á sau khi dự án hoàn thiện nhờ tăng Nelson Complexity Index (NCI – đo độ phức tạp của các nhà máy lọc hóa dầu).

Hình 14: Công suất của NMLD Dung Quất trước và sau dự án nâng cấp mở rộng



Hình 15: Nelson Complexity Index (NCI) (\*) của một số nhà máy lọc dầu tại châu Á



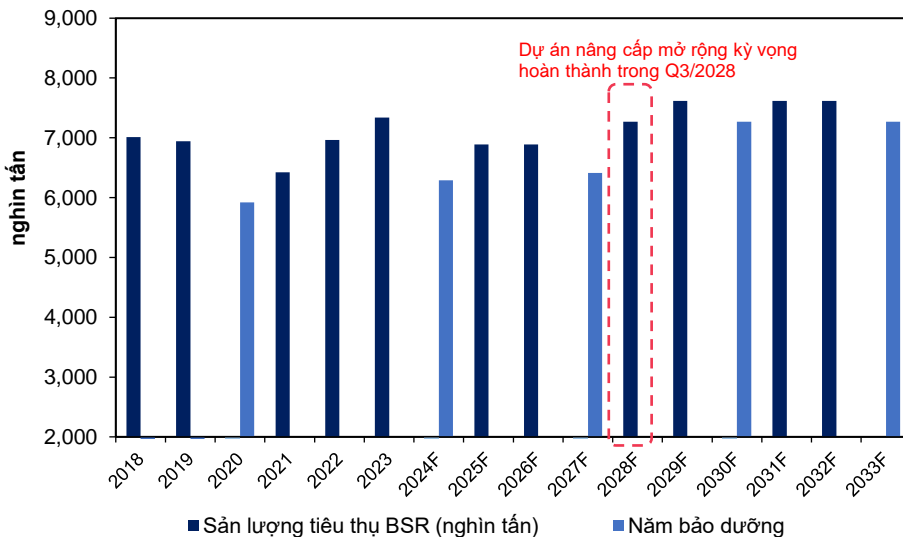
(\*) NCI cao hơn cho thấy khả năng tạo ra sản phẩm với giá trị gia tăng cao hơn

Nguồn: BSR, MBS Research

Nguồn: Fitch Ratings, MBS Research

Do crack spread có thể duy trì ở mức hiện tại hoặc thấp hơn do công suất lọc dầu thế giới đang tăng dần, việc tăng công suất của NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn của BSR. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của BSR trong năm 2029 (sau khi hoàn thành nâng cấp mở rộng) sẽ cao hơn 3.7% so với năm 2023 và 9.4% so với năm 2022. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ trong năm 2024 có thể giảm 14.3% svck do ảnh hưởng của TA5 và mức nền cao của năm 2023, sau đó bật tăng lại 9.5% trong năm 2025.

Hình 16: Dự phóng sản lượng tiêu thụ của BSR trước và sau dự án nâng cấp mở rộng



Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

### Khả năng niêm yết trên HOSE có thể là yếu tố hỗ trợ cho cổ phiếu

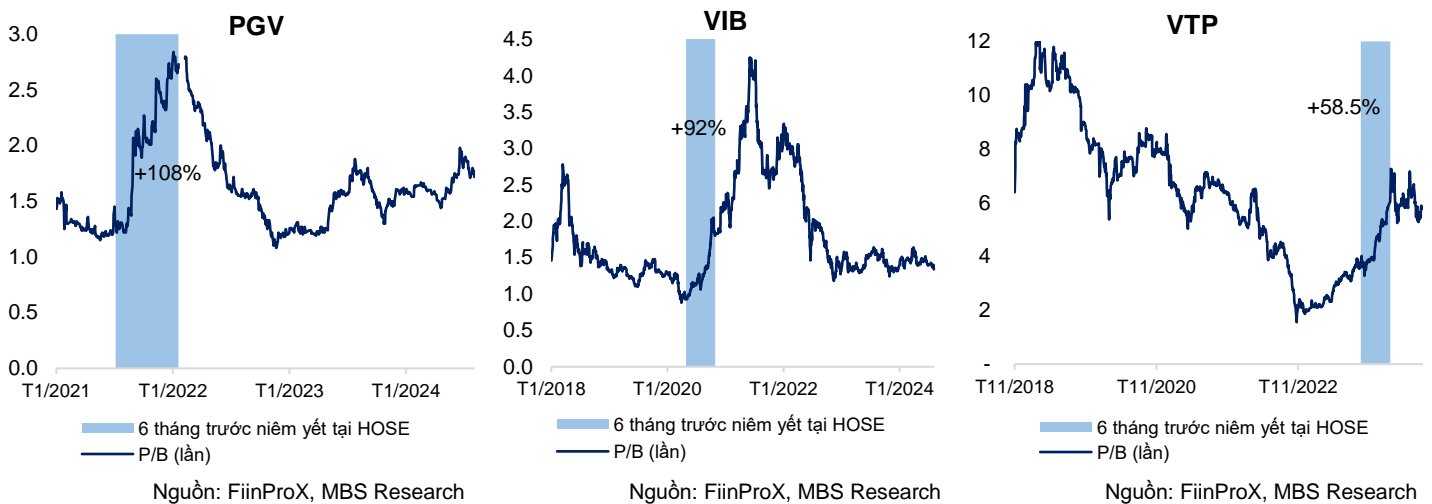
Trước đây, vướng mắc duy nhất của BSR để được niêm yết trên HOSE là khoản nợ quá hạn của công ty Nhiên liệu Sinh học Miền Trung (BSR-BF), từng là công



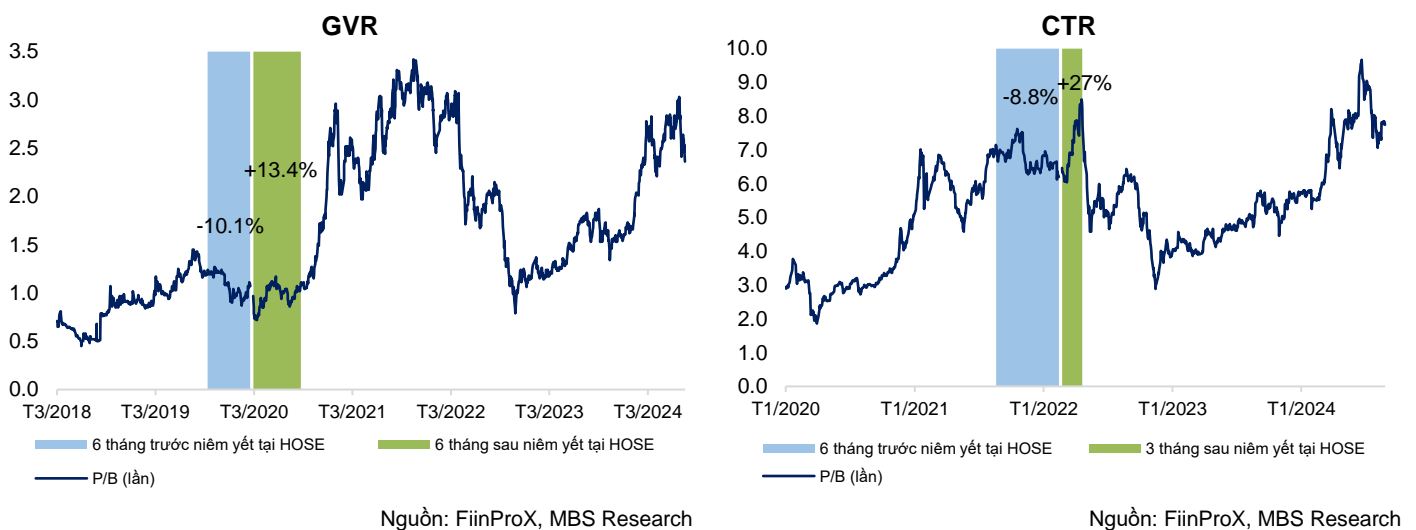
ty con của BSR. Tuy nhiên, trong báo cáo kiểm toán nửa đầu năm 2024 của BSR, BSR-BF đã không còn được ghi nhận là công ty con của BSR, do đó không còn được hợp nhất vào báo cáo tài chính của BSR như trước đó. Theo đơn vị kiểm toán, BSR-BF đã ngừng được hợp nhất vào BCTC của BSR kể từ ngày 27/5/2024. Đây cũng là ngày TAND tỉnh Quảng Ngãi chính thức mở thủ tục phá sản đối với BSR-BF.

Gần đây vào cuối tháng 8/2024, BSR thông báo đã nộp các hồ sơ cần thiết cho việc niêm yết trên HOSE, một bước tiến lớn tới việc niêm yết trên sàn giao dịch này. Cổ phiếu được cho là sẽ chính thức niêm yết trên HOSE kể từ đầu năm 2025. Chúng tôi cho rằng việc chuyển sàn từ UPCoM sang HOSE sẽ giúp tăng tính minh bạch và nâng cấp các tiêu chuẩn quản trị doanh nghiệp của BSR, đồng thời giúp cổ phiếu có cơ hội lọt vào các rổ chỉ số lớn, từ đó nhận được sự chú ý của các quỹ đầu tư trong và ngoài nước nhiều hơn. Theo quan sát của chúng tôi, các cổ phiếu đã từng chuyển sàn từ UPCoM sang HOSE thường có diễn biến giá cổ phiếu tích cực, trước hoặc sau khi niêm yết tại sàn này.

Hình 17: Một số trường hợp tăng P/B trước khi niêm yết trên HOSE



Hình 18: Một số trường hợp tăng P/B sau khi niêm yết trên HOSE



## Dự phóng KQKD 2024-2025

Hình 19: Dự phóng KQKD GĐ 2024-2025 của BSR (đơn vị: tỷ VNĐ)

Đơn vị: tỷ VNĐ	2023	2024F	svck (%)	2025F	svck (%)	Đánh giá
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7,341	6,292	-14.3%	6,891	9.5%	
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	82.2	83.0	1.0%	80.0	-3.6%	Nguồn cung tăng trở lại khi OPEC+ có khả năng cao dừng việc cắt giảm sản lượng; tăng trưởng nguồn cung có thể vượt tăng trưởng nhu cầu.
Crack spread xăng châu Á (USD/thùng)	15.1	14.2	-6.2%	14.0	-0.9%	
Crack spread diesel châu Á (USD/thùng)	23.7	21.5	-9.5%	20.3	-5.3%	
Crack spread nhiên liệu bay châu Á (USD/thùng)	22.8	19.7	-13.4%	18.7	-5.2%	
Doanh thu	147,423	127,610	-13.4%	132,199	3.6%	Sản lượng tăng trở lại từ năm 2025 nhưng giá dầu thô và crack spread được dự báo ở mức thấp hơn có thể dẫn đến doanh thu chỉ tăng trưởng nhẹ.
Lợi nhuận gộp	9,760	5,768	-40.9%	6,954	20.6%	
Biên lợi nhuận gộp	6.6%	4.5%	-2.1 đpt	5.3%	0.8 đpt	Trong năm 2025, crack spread có thể giảm với tốc độ chậm hơn giá dầu thô, đồng thời không ghi nhận chi phí phát sinh do bảo dưỡng nhà máy, kéo theo biên lợi nhuận gộp tăng.
Chi phí bán hàng & QLDN	1,656	1,445	-12.7%	1,507	4.3%	
% Chi phí bán hàng & QLDN/ Doanh thu	1.1%	1.1%	0 đpt	1.1%	0 đpt	
Doanh thu tài chính	2,652	2,249	-15.2%	2,315	2.9%	
Chi phí tài chính	1,155	1,161	0.6%	1,256	8.2%	
Lợi nhuận trước thuế	9,639	5,447	-43.5%	6,539	20.0%	
Lợi nhuận sau thuế	1,047	591	-43.5%	710	20.0%	
Lợi nhuận ròng	8,650	4,880	-43.6%	5,858	20.0%	

Nguồn: MBS Research dự phóng



## Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- Sản lượng tiêu thụ của BSR sẽ tăng khoảng 9.5% trong năm 2025 do đã hoàn thành bảo dưỡng vào năm 2024, từ đó hỗ trợ lợi nhuận ròng của BSR có thể tăng 20% trong năm 2025, ngay cả khi crack spread có thể giảm nhẹ do nhu cầu tiêu thụ tăng chậm hơn nguồn cung.
- Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ giúp tăng tổng công suất của BSR thêm 15% và chuyển hướng các sản phẩm sang hóa dầu (mang lại giá trị gia tăng cao hơn) kể từ năm 2028.
- Kỳ vọng việc chuyển sàn niêm yết từ UPCoM sang HOSE có thể tăng tính minh bạch và các quy chuẩn quản trị của BSR, từ đó có thể là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu.

### Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý (đã làm tròn) của BSR là 27,400 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá 13.7% so với giá đóng cửa ngày 28/8/2024, thông qua 2 phương pháp FCFF và P/B với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức của BSR là 3.0% thay vì 7.0% như năm trước đó, do việc bảo dưỡng ảnh hưởng tới sản lượng và lợi nhuận ròng của BSR trong năm 2024. Mô hình dự phóng FCFF 10 năm được đưa vào định giá để phản ánh rõ ràng hơn tác động tích cực của dự án nâng cấp, mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất kể từ sau năm 2028.

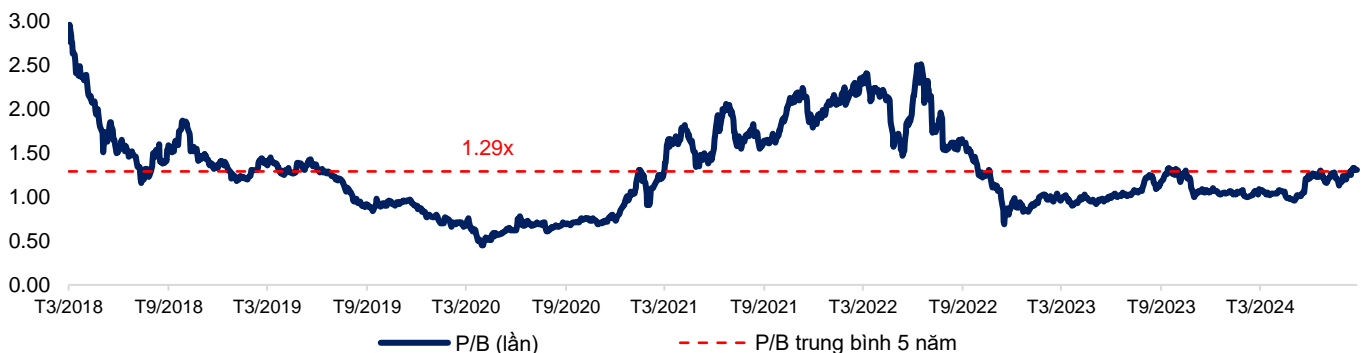
Chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu là 1.32x, cao hơn 2.5% so với P/B trung bình 5 năm để phản ánh kỳ vọng việc niêm yết trên HOSE sẽ tăng tính minh bạch và các quy chuẩn quản trị cho BSR, từ đó hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Mặc dù crack spread tham chiếu châu Á có thể ở mức thấp trong thời gian gần, chúng tôi cho rằng dự án nâng cấp mở rộng NMLD sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của BSR, từ đó đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu.

Hình 20: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
FCFF	50%	28,700
P/B (với P/B mục tiêu cuối năm 2024 = 1.32x)	50%	26,000
Giá mục tiêu		27,400
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 28/8/2024)		24,100
Tiềm năng tăng giá		13.7%
Tỷ suất cổ tức		1.3%
Tiềm năng sinh lời		15.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 21: Định giá P/B của BSR trong 5 năm



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 22: Dự phóng FCFF

	2024	2025	2026	2027	2028	//	2033
Lợi nhuận sau thuế	4,855	5,829	4,983	3,592	5,288	//	5,465
Chi phí phi tiền mặt	2,255	2,274	2,281	2,286	3,139	//	2,156
Lãi vay sau thuế	296	320	378	413	414	//	155
Đầu tư vốn lưu động	(1,832)	2,849	44	(463)	205	//	(519)
Đầu tư TSCĐ	(2,520)	(2,907)	(9,380)	(12,480)	(3,496)	//	(24)
FCFF	3,054	8,365	(1,695)	(6,653)	5,550	//	7,234

Hình 23: Định giá FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2033	tỷ đồng	24,670
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	35,642
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	40,034
(-) Nợ	tỷ đồng	11,149
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	125
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	89,073
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	3,100
Giá trị cổ phiếu (làm tròn)	VNĐ/cp	28,700

Chi phí VCSH		WACC và tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	2.8%	Chi phí nợ	2.6%
Beta	1.3	Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%	WACC	11.7%
Chi phí VCSH	14.5%	Tăng trưởng dài hạn	0.0%

**Rủi ro giảm giá:**

- Nhu cầu các sản phẩm xăng dầu tại khu vực châu Á tăng chậm hơn dự kiến, có thể khiến crack spread giảm thấp hơn mức dự phóng và ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận ròng của BSR.
- Tiến độ của dự án nâng cấp mở rộng chậm hơn nhiều so với dự kiến, có thể ảnh hưởng đến dự phóng sản lượng.

Hình 24: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Mã cp	Vốn hóa	NCI	P/E (x)	P/B (x)	ROA%		ROE (%)		
			triệu USD	(chỉ tính NMLD châu Á)			TTM	Hiện tại	2024F	2025F	2024F
Gujarat State Petronet	Ấn Độ	GUJS IN Equity	2,666	10.0	Gujarat	13.5	2.1	14.8	12.0	15.9	10.3
S-Oil Corp	Hàn Quốc	010950 KS Equity	5,260	9.8	Onsan	8.5	0.8	3.3	4.6	8.4	12.5
IRPC PCL	Thái Lan	IRPC TB Equity	883	8.6	IRPC	n/a	0.4	0.4	1.5	1.3	3.2
Chevron Corp	Mỹ	CVX US Equity	267,022	6.9	Yeosu	13.2	1.7	8.7	10.1	13.7	15.3
Bangchak Sriracha PCL	Thái Lan	BSRC TB Equity	717	6.6	ESSO	6.6	0.9	5.2	7.4	11.3	15.2
Star Petroleum Refining PCL	Thái Lan	SPRC TB Equity	911	6.3	Star	7.8	0.7	7.5	7.0	13.9	11.6
Trung bình						9.9	1.1	6.6	7.1	10.7	11.4
CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	Việt Nam	BSR VN Equity	2,347	6.3	Dung Quất	10.0	1.3	5.6	6.3	8.2	9.2

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025	2026	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	147,423	127,610	132,199	132,131	LN trước thuế	9,639	5,447	6,539	5,590
Giá vốn hàng bán	(137,664)	(121,842)	(125,244)	(125,892)	Khấu hao	2,270	2,255	2,274	2,281
Lợi nhuận gộp	9,760	5,768	6,954	6,240	Thuế đã nộp	(887)	(591)	(710)	(607)
Chi phí quản lý DN	(623)	(510)	(529)	(529)	Các khoản điều chỉnh khác	-	48	(18)	(132)
Chi phí bán hàng	(1,032)	(935)	(979)	(922)	Thay đổi VLD	2,852	(2,343)	2,352	(518)
LN từ HĐKD	8,104	4,323	5,447	4,789	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>11,673</b>	<b>3,094</b>	<b>8,514</b>	<b>4,950</b>
EBITDA thuần	10,374	6,578	7,721	7,070	Đầu tư TSCĐ	(230)	(2,520)	(2,907)	(9,380)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>8,104</b>	<b>4,323</b>	<b>5,447</b>	<b>4,789</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	-	-	-
Thu nhập lãi	2,652	2,249	2,315	2,251	Các khoản khác	(17,646)	(2,359)	(2,603)	914
Chi phí tài chính	(1,155)	(1,161)	(1,256)	(1,483)	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(17,874)</b>	<b>(4,879)</b>	<b>(5,510)</b>	<b>(8,466)</b>
Thu nhập ròng khác	38	36	33	33	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	1,989	179	3,338	1,298
<b>LN trước thuế</b>	<b>9,639</b>	<b>5,447</b>	<b>6,539</b>	<b>5,590</b>	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(1,047)	(591)	(710)	(607)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2,166)	(930)	(930)	(930)
Lợi nhuận sau thuế	8,593	4,855	5,829	4,983	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(177)</b>	<b>(752)</b>	<b>2,408</b>	<b>368</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	57	24	29	25	Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	14,512	19,906
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>8,650</b>	<b>4,880</b>	<b>5,858</b>	<b>5,008</b>	LC tiền thuần trong năm	(6,377)	(2,488)	5,393	(3,279)
Chi trả cổ tức	(2,166)	(930)	(930)	(930)	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>17,001</b>	<b>14,512</b>	<b>19,906</b>	<b>16,626</b>
Lợi nhuận giữ lại	6,484	3,950	4,928	4,077					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Tiền và tương đương tiền	17,001	14,512	19,906	16,626	Tăng trưởng doanh thu thuần	-12%	-13%	4%	0%
Đầu tư ngắn hạn	21,122	25,522	30,406	31,712	Tăng trưởng EBITDA	-38%	-37%	17%	-8%
Phải thu khách hàng	13,986	13,285	12,677	12,670	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-45%	-47%	26%	-12%
Hàng tồn kho	15,531	15,863	13,928	14,000	Tăng trưởng LN trước thuế	-38%	-43%	20%	-15%
Các tài sản ngắn hạn khác	1,041	1,010	1,063	1,062	Tăng trưởng LN ròng	-41%	-44%	20%	-15%
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	70,193	77,979	76,069	Tăng trưởng EPS	-41%	-44%	20%	-15%
Tài sản cố định	15,827	13,756	11,722	9,598	Biên LN gộp	6.6%	4.5%	5.3%	4.7%
Tài sản vô hình	245	324	230	134	Biên EBITDA	7.0%	5.2%	5.8%	5.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,195	3,452	6,213	15,532	Biên LN ròng	5.9%	3.8%	4.4%	3.8%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	15.9%	8.2%	9.2%	7.4%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAA	10.5%	5.6%	6.3%	5.0%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	10	10	10	ROIC	12.7%	6.8%	7.3%	5.9%
Tài sản dài hạn khác	638	598	625	766	Vòng quay tài sản	178.6%	145.9%	142.8%	132.9%
Tổng tài sản dài hạn	17,914	18,139	18,799	26,040	Cổ tức chi trả/LN ròng	25.0%	19.1%	15.9%	18.6%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>86,595</b>	<b>88,333</b>	<b>96,778</b>	<b>102,109</b>	Tổng nợ vay/VCSH	19.2%	18.3%	22.0%	22.6%
Vay & nợ ngắn hạn	10,970	11,149	12,487	13,985	Nợ vay ròng/VCSH	-10.5%	-5.5%	-8.2%	-1.2%
Phải trả người bán	14,616	13,393	13,511	13,804	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-7.0%	-3.8%	-5.6%	-0.8%
Phải trả ngắn hạn khác	2,856	1,847	2,087	1,902	Khả năng thanh toán lãi vay	28.2	13.0	15.2	11.3
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	26,389	28,085	29,691	Số ngày phải thu	35	38	35	35
Vay & nợ dài hạn	-	-	2,000	1,800	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	41	48	41	41
Các khoản phải trả khác	884	869	863	858	Số ngày phải trả tiền bán	39	40	39	40
Tổng nợ dài hạn	884	869	2,863	2,658	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.4	2.7	2.8	2.6
<b>Tổng nợ</b>	<b>29,326</b>	<b>27,258</b>	<b>30,948</b>	<b>32,349</b>	Khả năng thanh toán nhanh	1.9	2.1	2.3	2.1
Vốn điều lệ	31,005	31,005	31,005	31,005	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.5	1.8	1.6
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	<b>Định giá</b>				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	2,790	1,574	1,889	1,615
LN giữ lại	16,340	17,986	21,604	24,563	BVPS (đồng/cp)	18,511	19,746	21,289	22,565
Các quỹ thuộc VCSH	10,048	12,233	13,399	14,395	P/E (lần)	8.6	15.2	12.7	14.9
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	1.3	1.2	1.1	1.1
Vốn chủ sở hữu	57,393	61,224	66,008	69,963					
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	(149)	(178)	(203)					
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	61,075	65,830	69,760					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>86,595</b>	<b>88,333</b>	<b>96,778</b>	<b>102,109</b>					

Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Đình Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly