

CÔNG TY CỔ PHẦN LỘC – HÓA DẦU BÌNH SƠN (UPCOM: BSR)
Nguyễn Hữu Thiên Ân

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

Email: annht2@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 - Ext : 7582

Người phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc Khối Phân tích Đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu BSR và VNINDEX


Thông tin giao dịch	27/06/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	22.600
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	24.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	16.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	244,1
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	3.100,5
KLGD BQ 15 ngày (triệu cp)	10.486
% sở hữu nhà nước	92,1%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	31.004
Vốn hóa (tỷ đồng)	70.731
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,6
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2.588

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Lộc Hóa dầu Bình Sơn
Địa chỉ	208 Đại lộ Hùng Vương Phường Trần Phú, Quảng Ngãi, Việt Nam
Doanh thu chính	Xăng dầu thành phẩm
Chi phí chính	Dầu thô
Lợi thế cạnh tranh	Có lợi thế từ mức premium so với xăng dầu nhập khẩu
Rủi ro chính	Diễn biến giá dầu thô và khả năng crack spread bị thu hẹp do dư thừa nguồn cung thành phẩm

Giá thị trường (đồng/cp)	22.600	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)	25.700	THEO DÕI
Chênh lệch:	+13,7%	

CRACK SPREAD TIẾP TỤC GIẢM

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu BSR của Công ty Cổ phần Lộc Hóa dầu Bình Sơn, đăng ký giao dịch sàn UPCoM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền. Hiện tại, BSR đang được giao dịch với giá đóng cửa ngày 27/06/2024 là 22.600 VNĐ/cp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là **25.700 VNĐ/CP** cho cổ phiếu BSR, cao hơn 13,7% so với giá đóng cửa ngày 27/06/2024. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu BSR tại vùng giá 20.500 VNĐ/cp với tỷ suất lợi nhuận ước tính 25,4% nhờ kỳ vọng tăng giá cổ phiếu khi BSR hoàn tất việc chuyển niêm yết lên sàn HSX trong năm 2024.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ:

- Crack spread tiếp tục giảm cho đến khi dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động ([Xem thêm](#))

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm crack spread xăng dầu tiếp tục giảm do nguồn cung gia tăng khi công suất lọc dầu mới tăng 15% trong giai đoạn 2023 – 2027F. Crack spread tăng nhẹ trong giai đoạn 2028F – 2030F nhờ Dự án Nâng cấp mở rộng đi vào hoạt động vào Q3/2028 giúp: (1) Premium dầu thô giảm nhờ khả năng lọc dầu Chua – nhẹ với mức giá rẻ hơn và (2) Premium xăng dầu thành phẩm tăng nhờ chất lượng đạt chuẩn đầu ra EURO 5. So với dự phóng cũ trong [Báo cáo cập nhật Tháng 6/2023](#), chúng tôi:

Điều chỉnh tăng 25% – 30% đối với crack spread các sản phẩm xăng RON 92 – RON 95 nhờ Premium xăng tích cực hơn kỳ vọng, đạt trung bình 2,0 USD/thùng, giảm 28,6% so với mức premium trong H1/2024, cao hơn 48% so với mức premium dự báo cũ.

Điều chỉnh giảm 20 – 25% đối với crack spread xăng diesel và 10 – 15% đối với sản phẩm Jet A1 do triển vọng xuất khẩu diesel sang Châu Âu ngày càng kém khả quan.

- Kỳ vọng chuyển niêm yết lên sàn HSX trong năm 2024 ([Xem thêm](#))

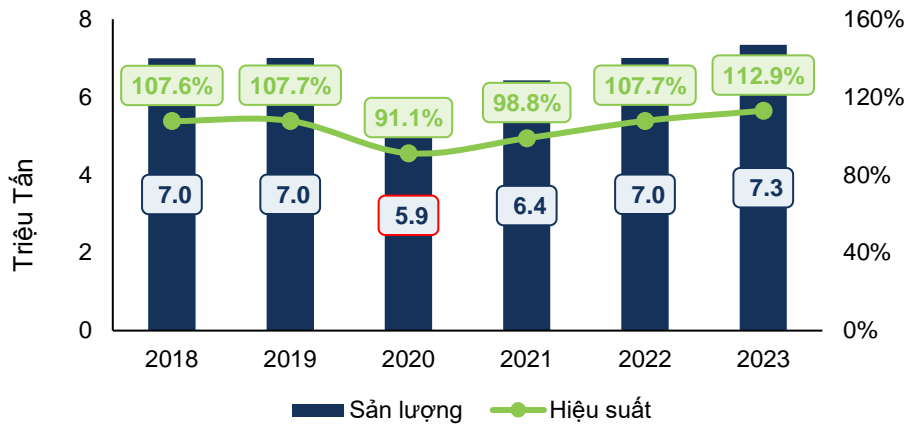
Liên quan đến công ty con BSR-BF, BSR cho biết TAND thành phố Quảng Ngãi đã thụ lý hồ sơ phá sản của công ty BSR-BF, dự kiến hoàn thành trong năm 2024. Phương án phá sản có khả năng phát sinh khoản lỗ khác trên báo cáo tài chính hợp nhất trong quý hoàn tất thủ tục phá sản (giá trị sổ sách của BSR-BF trên BCTC hợp nhất Q1/2024 là 1.056 tỷ đồng). Chúng tôi đánh giá khoản lỗ khác sẽ không ảnh hưởng lớn đến kết quả định giá của BSR do tác động của khoản lỗ khác được bù trừ khi dự phóng các năm tiếp theo sẽ không ghi nhận chi phí dừng hoạt động nhà máy BSR - BF (khoảng 70 tỷ đồng/năm) như hiện nay.

I – KẾT QUẢ KINH DOANH 2023 VÀ Q1/2024
Bảng 1: Kết quả kinh doanh 2023 và Q1/2024 của BSR:

	2023	2022	YoY (%)	Q1/2024	Q1/2023	YoY(%)
Giá dầu Brent	82,5	100,9	-18,3%	84,3	80,9	4,2%
Doanh thu thuần	147.423	167.124	-11,8%	30.689	34.066	-9,9%
GVHB	(137.664)	(151.027)	-8,8%	(29.434)	(31.994)	-8,0%
Lợi nhuận gộp	9.760	16.096	-39,4%	1.256	2.072	-39,4%
BLNG	6,6%	9,6%	-3 đpt	4,1%	6,1%	-2 đpt
CPBH	(1.032)	(909)	13,5%	(148)	(325)	-54,5%
CPQLDN	(623)	(515)	21,1%	(111)	(89)	25,6%
Lợi nhuận HĐKD	8.104	14.673	-44,8%	996	1.658	-39,9%
Doanh thu tài chính	2.652	1.750	51,5%	520	810	-35,8%
Chi phí tài chính	(1.155)	(923)	25,1%	(256)	(639)	-59,9%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(288)	(253)	13,8%	(57)	(113)	-49,0%
Lãi/(lỗ) khác	38	86	-56,1%	11	14	-26,4%
Lợi nhuận trước thuế	9.639	15.586	-38,2%	1.271	1.843	-31,0%
Thuế TNDN	(1.047)	(916)	14,2%	(156)	(222)	-29,8%
Lợi nhuận sau thuế	8.593	14.669	-41,4%	1.115	1.621	-31,2%
Lợi ích cổ đông thiểu số	(57)	(56)	1,2%	(28)	(8)	243,4%
LNST của cổ đông công ty mẹ	8.650	14.726	-41,3%	1.144	1.629	-29,8%

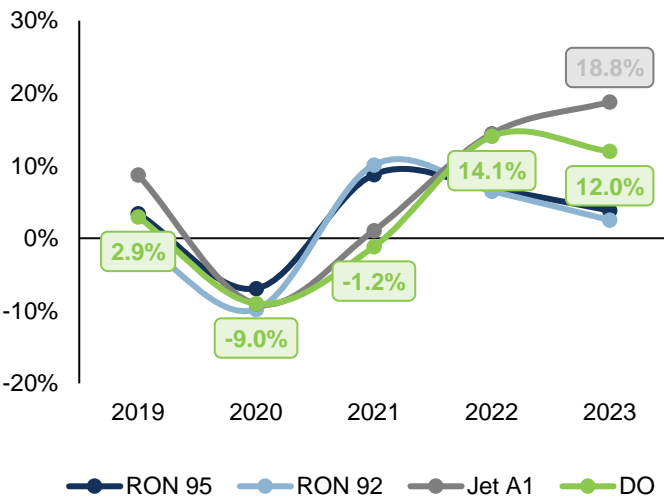
1. Kết quả kinh doanh của BSR sụt giảm sau mức đỉnh

Kết quả kinh doanh năm 2023 sụt giảm so với mức đỉnh, cụ thể: Doanh thu thuần đạt 147,4 nghìn tỷ đồng, giảm 11,8% yoy. Doanh thu sụt giảm chủ yếu đến từ giá bán xăng dầu thành phẩm giảm theo giá dầu ([Phụ lục 1: Diễn biến giá dầu trong giai đoạn 2022 – 5T/2024](#)) trong khi sản lượng tiêu thụ đạt 7,3 triệu tấn (+4,8% yoy) tương ứng với mức hiệu suất nhà máy đạt 112,9% trong năm 2023.

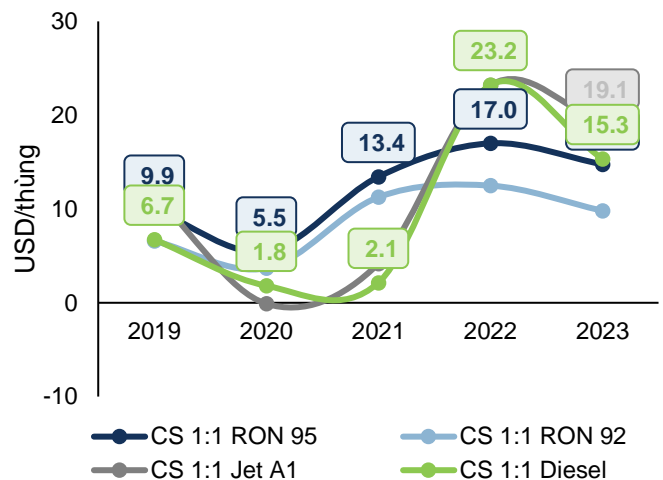
Biểu đồ 1: Sản lượng và hiệu suất hoạt động của NMLD Dung Quất


Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

BSR ghi nhận lợi nhuận sụt giảm với lợi nhuận gộp đạt 9,6 nghìn tỷ đồng (-39,4% yoy) và lợi nhuận ròng đạt 8,59 tỷ đồng (-41,1% yoy), tương ứng mới mức biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 6,6% và 5,8% trong năm 2023. Lợi nhuận giảm chủ yếu đến từ: (1) Crack spread các sản phẩm dầu diesel và jet A1 giảm sau mức đỉnh năm 2022 và (2) Premium các sản phẩm xăng dầu giảm do cạnh tranh gia tăng khi thuế xăng dầu thành phẩm nhập khẩu từ khu vực Đông Nam Á giảm về 5% (từ mức 8% trong năm 2022).

BD 2: BLNG xăng dầu thành phẩm của BSR


Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

BD 3: Crack spread xăng dầu thành phẩm của BSR


Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

Jet A1 là sản phẩm duy nhất có kết quả kinh doanh tăng trưởng trong năm 2023 với doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng lần lượt 5,1% yoy và 37,1% yoy. Mức tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ nhiên liệu bay hồi phục theo ngành Hàng không trong khi crack spread giảm 17,6% yoy, đạt 19,1 USD/thùng. Trong năm 2023, sản lượng tiêu thụ Jet A1 của BSR tăng 24,7% yoy, đạt 560,7 nghìn tấn.

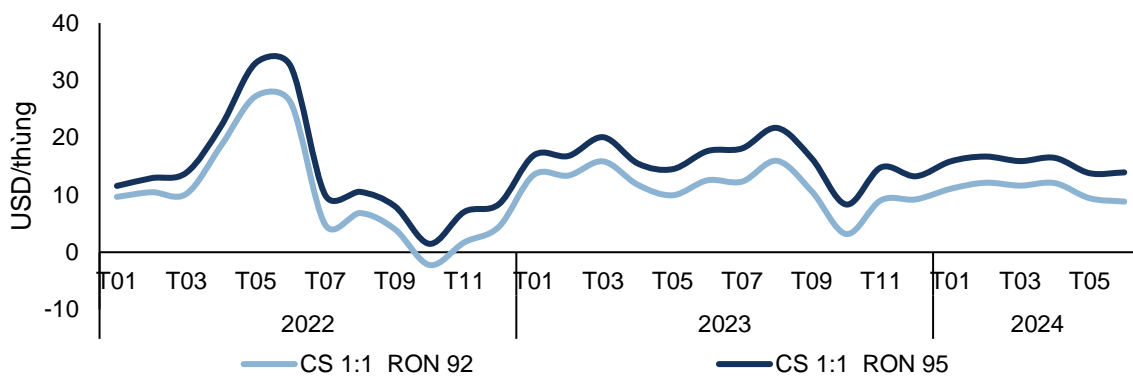
Kết quả kinh doanh Q1/2024: Tiếp tục sụt giảm do bảo dưỡng nhà máy. Trong Q1/2024, kết quả kinh doanh của BSR tiếp tục sụt giảm, trong đó doanh thu giảm lần lượt 26,8% qoq và 9,9% yoy, đạt 30.689 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 1.256 tỷ đồng (-50,3% qoq và 39,4% yoy) và 1.115 tỷ đồng (49,8% qoq và 29,8% yoy). Kết quả kinh doanh sụt giảm do: (1) BSR tiến hành bảo dưỡng tổng thể nhà máy lọc dầu Dung Quất vào ngày 15/03/2024 (Khoảng 50 ngày - đã hoàn thành vào đầu tháng 5/2024), (2) Crack spread các sản phẩm jet A1 và diesel trên thị trường giảm khi khả năng xuất khẩu sang Châu Âu bị cản trở bởi căng thẳng trên biển ĐỎ.

2. Crack spread các sản phẩm xăng dầu trong khu vực có sự phân hóa nhẹ trong năm giai đoạn 2023 – 6T/2024

Crack spread các sản phẩm xăng dầu có sự phân hóa trong giai đoạn 2023 – 6T/2024, trong đó crack spread xăng tăng nhẹ trong năm 2023 và đi ngang trong H1/2024 do sản phẩm xăng phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc. Trong khi đó, crack spread diesel và jet A1 giảm dần trong giai đoạn 2023 – 6T/2024 do phụ thuộc vào nhu cầu nhập khẩu tại Châu Âu (nhờ hưởng lợi từ việc bù đắp năng lượng thiếu hụt đến từ Nga kể từ năm 2022), cụ thể:

Crack spread xăng tăng nhẹ trong năm 2023, trong đó crack spread giá xăng RON 92 và RON 95 đạt lần lượt 16,2 USD/thùng (+14,5% yoy) và 11,5 USD/thùng (+14,6% yoy) chủ yếu nhờ: (1) Sản lượng xăng xuất khẩu tại thị trường Trung Quốc giảm ([Phụ lục 2: Tình hình xuất khẩu xăng dầu tại thị trường Trung Quốc](#)), (2) Nhu cầu xăng cuối mùa cao điểm không đạt kì vọng do nhu cầu kém, tuy nhiên mức giảm do nhu cầu suy yếu trong H2/2023 nhìn chung thấp hơn H2/2022.

Biểu đồ 4: Crack spread 1:1 xăng RON 92 và RON 95 tại thị trường Đông Nam Á so với dầu Brent

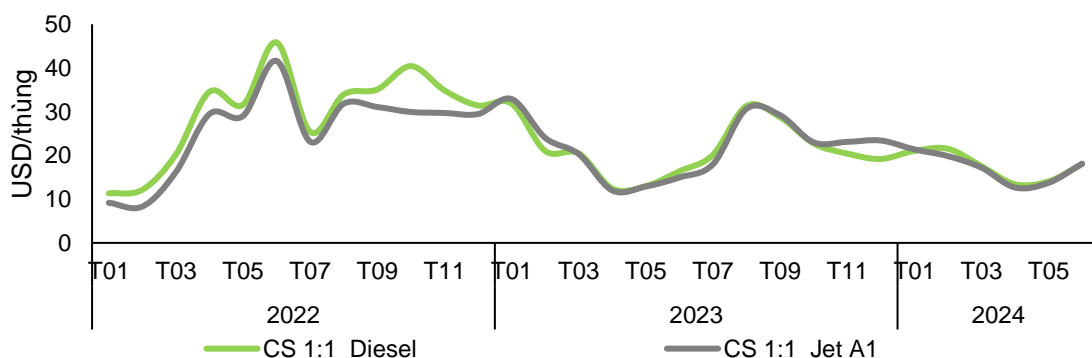


Nguồn: EIA, Platts, FPTSS ước tính

Sang Q1/2024, crack spread xăng có sự phục hồi so với Q2/2023 tuy nhiên mức tăng nhìn chung thấp hơn so với Q1/2023, với crack spread xăng RON 92 và RON 95 lần lượt đạt 11,6 USD/thùng (+68,1% qoq, -19,1% yoy) và 16,1 USD/thùng (+36,6% qoq, -10,5% yoy). Mức crack spread xăng thấp hơn cùng kỳ do lượng hàng tồn kho gia tăng khi: (1) Lượng xăng thành phẩm tồn kho cao, đến từ các nhà máy lọc dầu tại Ấn Độ tăng công suất lọc dầu thô Nga để xuất khẩu diesel sang Châu Âu (2) Nhu cầu tăng trưởng kém do nền kinh tế chưa có nhiều dấu hiệu hồi phục.

Crack spread dầu diesel và jet A1 giảm trong giai đoạn 2023 – 6T/2024 do sản lượng xuất khẩu diesel sang EU giảm. Cụ thể, Crack spread diesel và jet A1 trong năm 2023 lần lượt đạt 21,6 USD/thùng (-27,6% yoy) và 22,1 USD/thùng (-14,5% yoy), crack spread diesel và jet A1 giảm khi: (1) EU cấm nhập khẩu nhiên liệu tinh chế từ Nga (chủ yếu là nguồn diesel từ Ấn Độ) tuy nhiên mức độ hạn chế hạ nhiệt trong H2/2023 do quá trình quản lý/điều tra nguồn gốc dầu thô của xăng dầu thành phẩm khá khó khăn và (2) Mùa đông năm 2023 ấm hơn dự kiến khiến nhu cầu tiêu thụ diesel sụt giảm.

Biểu đồ 5: Crack spread 1:1 diesel và jet A1 tại thị trường Đông Nam Á so với dầu Brent



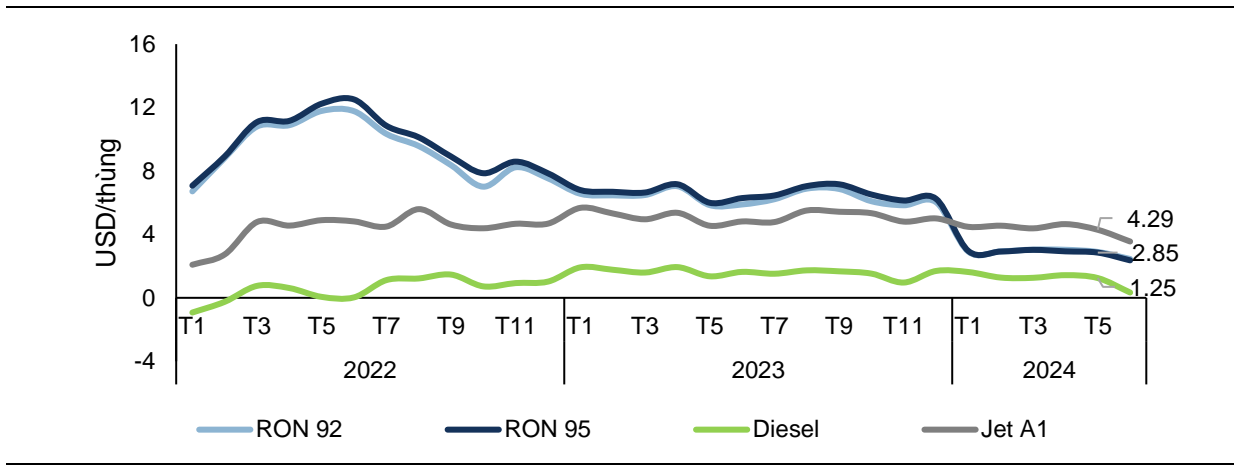
Nguồn: EIA, Platts, FPTSS ước tính

Trong Q1/2024, Crack spread diesel và jet A1 tiếp tục sụt giảm do tình hình xuất khẩu diesel sang EU gặp khó khăn đến từ căng thẳng trên biển Đỏ. Crack spread diesel và jet A1 lần lượt đạt 20,1 USD/thùng (-3,7% qoq ; -16,7% yoy) và 19,6 USD/thùng (-15,5% qoq; -22,8% yoy).

2. Mức premium xăng của BSR giảm do lợi thế cạnh tranh về thuế giảm, tuy nhiên mức giảm thấp hơn kỳ vọng:

Trong giai đoạn 2023 – Q1/2024, premium¹ các sản phẩm xăng của BSR giảm do cạnh tranh về thuế đối với xăng từ các nguồn cung khác trên thị trường. ([Phụ lục 3: Các nguồn cung xăng dầu trong nước và lợi thế của BSR so với các nguồn](#)). Cụ thể: (1) Lợi thế về thuế của xăng BSR đối với xăng dầu (2) Lợi thế về thuế của xăng BSR đối với xăng dầu nhập khẩu tại khu vực Đông Nam Á (Khoảng 17,5% nguồn cung xăng dầu trong nước trong năm 2023) lần lượt giảm dần về 5% trong năm 2023 và 0% trong năm 2024 thông qua hiệp định ATIGA.

Biểu đồ 6: Premium xăng dầu thành phẩm của BSR:



Nguồn: FPT S ước tính

Với mức cạnh tranh gia tăng, mức premium sản phẩm xăng của BSR đạt lần lượt 6,4 USD/thùng trong năm 2023 và đạt trung bình 2,8 USD/thùng trong H1/2024. Mức premium của sản phẩm xăng tuy giảm trong H1/2024 tuy nhiên mức premium vẫn cao kỳ vọng của chúng tôi khi so sánh với sản phẩm Diesel – chỉ có mức premium từ 0 – 1,5 USD/thùng khi thuế nhập khẩu giảm về 0% từ 2019 (đối với các hiệp định ATIGA và VKFTA).

II – CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

► Giá dầu brent tăng nhẹ trong H2/2024 nhờ nguồn cung tiếp tục thắt chặt.

Về giá dầu thô, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent sẽ bắt đầu tăng trở lại trong Q3/2024 giúp trung bình giá dầu Brent đạt 85 USD/thùng (+3,9% yoy) trong năm 2024 khi: (1) triển vọng nhu cầu dầu thô tăng trưởng nhẹ và chuẩn bị đi vào thời điểm tích trữ cho mùa đông và (2) nguồn cung thắt chặt do OPEC+ gia hạn các đợt cắt giảm sản lượng. Sau năm 2024, chúng tôi dự phóng giá dầu sẽ giảm nhẹ 3,2%/năm trong giai đoạn 2025 - 2030 nhờ nguồn cung từ OPEC+ sẽ gia tăng dần khi nhu cầu dầu thô hồi phục.

([Phụ lục 4: Tổng hợp dự phóng giá dầu của các tổ chức](#))

Về giá dầu trong dài hạn, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm giá dầu thô giảm nhẹ về mức 70 USD/thùng cho đến năm 2030 nhờ mức giá dầu hiện tại khó có khả năng giảm mạnh khi: (1) Mỹ và các quốc gia phát triển chuyển đổi năng lượng dẫn đến thiếu hụt đầu tư mới vào khai thác dầu, (2) Giá dầu cao sẽ thúc đẩy đầu tư mới vào khai thác dầu khí, đặc biệt tại khu vực Đông Nam Á, với chi phí khai thác dầu khí bình quân hiện tại khoảng 65 USD/thùng.

¹ Giá bán xăng dầu = Trung bình 15 ngày giá Platts + Premium.

Trong đó premium được đàm phán dựa trên lợi thế của nguồn cung cấp xăng dầu của BSR so với các nguồn cung xăng dầu khác

► Crack spread tiếp tục giảm cho đến khi dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động

[\(Quay lại trang bìa\)](#)

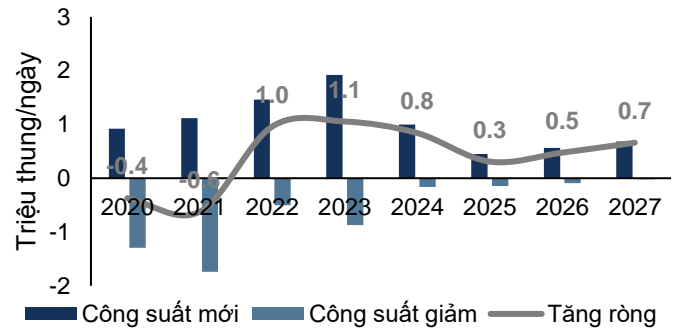
Về triển vọng crack spread các sản phẩm xăng dầu, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm crack spread xăng dầu tiếp tục giảm trong giai đoạn 2025F – 2028F do nguồn cung gia tăng khi công suất lọc dầu mới tăng 15% trong giai đoạn 2023 – 2027F.

Trong giai đoạn 2028F – 2030F, chúng tôi dự phóng crack spread các sản phẩm xăng dầu sẽ tăng nhẹ nhờ dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động giúp:

(1) Premium dầu thô giảm khi BSR có khả năng lọc dầu Chua – Nhẹ với mức giá thấp hơn dầu Ngọt – Nhẹ trong nước hiện tại.

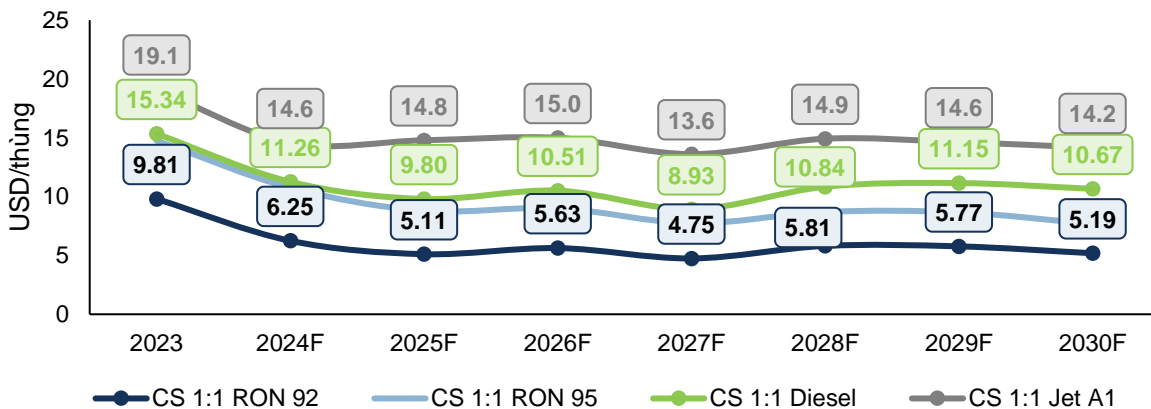
(2) Premium xăng dầu thành phẩm tăng nhẹ nhờ sản phẩm cân bằng tính cạnh tranh về chất lượng với các nguồn xăng dầu nhập khẩu khi đạt chuẩn đầu ra EURO 5. [\(Phụ lục 5: Tổng quan dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất\)](#)

Đồ 7: Tăng/giảm công suất lọc dầu trên thế giới



Nguồn: IEF, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 8: Dự phóng crack spread các sản phẩm xăng dầu của BSR



Nguồn: FPTS dự phóng

► Cập nhật thay đổi dự phóng so với [báo cáo Tháng 6/2023](#).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 25% – 30% đối với crack spread các sản phẩm xăng RON 92 – RON 95 của BSR trong giai đoạn 2025F – 2030F nhờ mức Premium tích cực hơn kỳ vọng. Chúng tôi dự phóng mức premium trong giai đoạn 2025F – 2030F đạt trung bình 2,0 USD/thùng, giảm 28,6% so với mức premium trong H1/2024, cao hơn 48% so với mức premium dự báo cũ.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 20 – 25% đối với crack spread xăng diesel và 10 – 15% đối với sản phẩm Jet A1 do triển vọng xuất khẩu diesel sang Châu Âu ngày càng giảm do: (1) Nhu cầu tiêu thụ năng lượng kém do nền kinh tế Châu Âu đang khó khăn, (2) Nhu cầu nhập khẩu diesel sẽ giảm dần do EU đang đầu tư các cơ sở hạ tầng nhập khẩu LNG giúp sản phẩm LNG ngày càng cạnh tranh so với diesel nhập khẩu.

Mức giảm sản phẩm Jet A1 nhẹ hơn so với diesel nhờ: (1) Crack spread Jet A1 trên thị trường giảm nhẹ hơn đến từ nhu cầu nhiên liệu bay được dự phóng sẽ tiếp tục tăng trưởng theo đà phục hồi của ngành hàng không, S&P Global Platts cho rằng mức tiêu thụ nhiên liệu bay trong H1/2024 chỉ mới đạt 95 % nhu cầu nhiên liệu bay trong năm 2019 và nhu cầu nhiên liệu bay sẽ vượt mức này trong năm 2025, (2) Premium của Jet A1 của giữ mức cao nhờ nguồn cung nhiên liệu bay và Jet A1 nội địa chỉ đáp ứng chưa đến 50% nhu cầu nhiên liệu bay trong nước và nguồn nhập khẩu nhiên liệu bay khá hạn chế.

Bảng 2: Dự phóng giá dầu thô, giá bán xăng dầu thành phẩm và crack spread:

Dự phóng (USD/thùng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F – 2040F
Giá dầu tại BSR	90,8	92,4	89,8	85,5	83,0	78,2	75,5	72,5
Giá dầu Brent	82,5	85,0	83,0	80,5	78,0	75,5	73,0	70,0
Premium	8,3	7,4	6,8	5,0	5,0	2,7	2,5	2,5
Giá xăng dầu thành phẩm								
RON 92	100,6	98,6	94,9	91,1	87,7	84,0	81,3	77,7
Giá Platts	94,0	95,9	92,8	89,1	85,8	82,3	79,4	75,8
Premium	6,5	2,7	2,1	2,0	1,9	1,7	1,9	1,9
Crack spread	9,8	6,2	5,1	5,6	4,7	5,8	5,8	5,2
% Thay đổi ^(*)		-13%	14%	31%	22%	12%	15%	15%
RON 95	105,5	103,2	98,6	94,5	90,7	86,9	84,2	80,2
Giá Platts	98,8	100,4	96,5	92,5	88,8	85,0	82,0	78,0
Premium	6,8	2,8	2,1	2,0	1,9	1,9	2,2	2,2
Crack spread	14,8	10,8	8,8	9,0	7,7	8,7	8,7	7,7
% Thay đổi		5%	22%	29%	14%	6%	8%	5%
Diesel	106,1	103,7	99,6	96,0	91,9	89,0	86,7	83,2
Giá Platts	104,1	101,9	98,3	94,8	90,8	87,4	84,5	81,0
Premium	2,0	1,8	1,3	1,2	1,1	1,6	2,2	2,2
Crack spread	15,3	11,3	9,8	10,5	8,9	10,8	11,2	10,7
% Thay đổi		-26%	-25%	-16%	-26%	-27%	-25%	-22%
Jet A1	109,9	107,0	104,6	100,5	96,6	93,1	90,1	86,7
Giá Platts	104,6	101,5	100,3	96,8	92,5	89,0	86,0	82,5
Premium	5,2	5,5	4,3	3,7	4,1	4,1	4,1	4,2
Crack spread	19,1	14,6	14,8	15,0	13,6	14,9	14,6	14,2
% Thay đổi		-26%	-13%	-9%	-16%	-14%	-16%	-16%

► **Cập nhật dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất:**

Hiện tại, dự án NCMR đã được phê duyệt Nghiên cứu khả thi (FS) với tổng mức đầu tư khoảng 1,48 tỷ USD (khoảng 36,4 nghìn tỷ với mức tỷ giá chuyển đổi là 24.300 VND/USD), cao hơn 12,8% so với mức 1,26 tỷ trong báo cáo cập nhật Tháng 6/2023. Hiện tại dự án đang ở giai đoạn đấu thầu EPC (dự kiến sẽ được thực hiện trong tháng 6/2024) và sẽ được khởi công xây dựng trong năm 2025. Dự án dự kiến đi vào hoạt động vào Q3/2028 (Trễ hơn 2 Quý so với báo cáo cập nhật Tháng 6/2023). Về cơ cấu nguồn vốn, BSR đang lên kế hoạch cho 3 phương án cơ cấu nguồn vốn khác nhau là 60%, 70% và 80% vốn vay. Trong đó phương án 60% là phương án đang được ưu tiên.

► **Kỳ vọng chuyển niêm yết lên sàn HSX trong năm 2024 ([Quay lại trang bìa](#))**

BSR đang tích cực triển khai đồng thời 2 Phương án niêm yết trên sàn HSX: (1) Theo dõi quyết định của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước dựa trên báo cáo hợp nhất hoặc báo cáo tài chính của công ty mẹ, (2) Hoàn tất thủ tục phá sản công ty con (BSR-BF tại Tòa án Nhân dân Thành phố Quảng Ngãi). Với phương án (2), BSR cho biết TAND Thành phố Quảng Ngãi đã thụ lý hồ sơ phá sản của công ty BSR-BF với thời gian dự kiến hoàn thành trong năm 2024.

Đánh giá tác động của phương án phá sản công ty con BSR-BF: Hiện tại, giá trị tài sản còn lại của công ty BSR-BF đang thể chấp đạt 1.056 tỷ đồng trong BCTC Quý 1/2024. Trong quá trình tiến hành thủ tục phá sản, hội nghị chủ nợ sẽ thảo luận về phương án phân chia tài sản doanh nghiệp trong đó có mức giá hợp lý của BSR-BF. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của BSR-BF khả năng cao sẽ thấp hơn so với giá trị tài sản còn lại trên BCTC Quý 1/2024 do đó sẽ phát sinh lỗ khác (ước tính khoảng 400 – 600 tỷ) trên BCTC hợp nhất của BSR-BF trong Quý hoàn thành thủ tục phá sản. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm mức định giá chính xác của BSR-BF trong báo cáo cập nhật sau khi có thêm thông tin.

III – DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH:

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của BSR trong năm 2024 sẽ sụt giảm so với năm 2023 do: (1) Sản lượng giảm 18,4% yoy do nhà máy lọc dầu Dung Quất bảo dưỡng vào cuối Tháng 3 – Tháng 5/2024, tương ứng với hiệu suất hoạt động đạt 99%, (2) Crack spread và premium xăng dầu thành phẩm giảm. Với các triển vọng trên, doanh thu và lợi nhuận gộp của BSR lần lượt đạt 121.406 tỷ đồng (-17,6% yoy) và 4.960 tỷ đồng (-49,2% yoy). Chúng tôi chưa ghi nhận khoản lỗ khác trong việc phá sản công ty con BSR-BF vào dự phóng trong năm 2024, tuy nhiên chúng tôi đánh giá tác động lên định giá sẽ không lớn do BSR sẽ ghi nhận giảm GVHB khoảng 70 tỷ/năm đến từ chi phí dừng hoạt động của nhà máy Nhiên liệu sinh học miền Trung – BSR-BF.

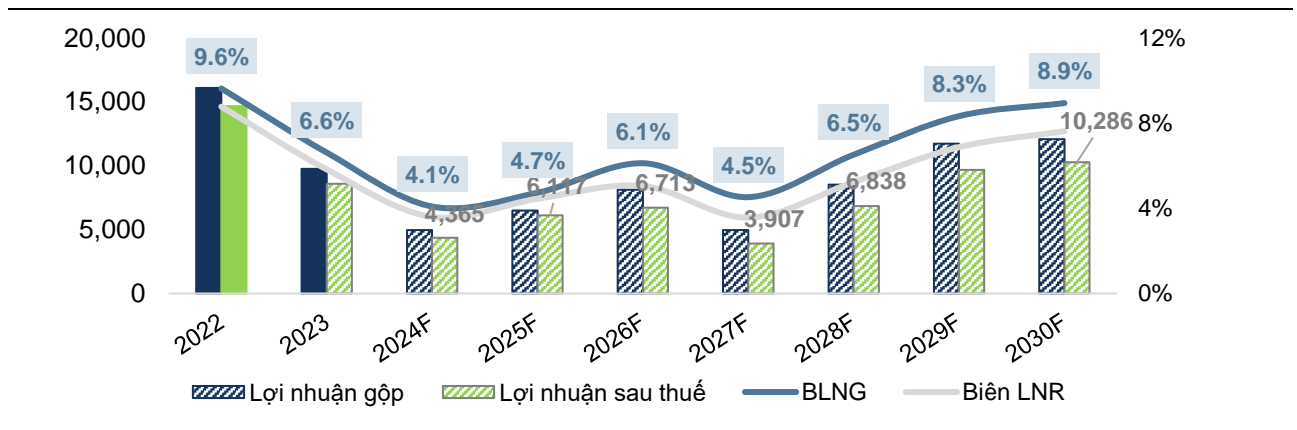
Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận gộp của BSR trong giai đoạn 2025 – 2030 thêm 25,0% chủ yếu từ: (1) Giảm tác động của giá dầu nhờ giá định giá dầu giảm nhẹ hơn (Chiếm 33,5% mức tăng so với cập nhật cũ), (2) Điều chỉnh tăng premium các sản phẩm xăng RON 92 – RON 95 của BSR và giảm crack spread cụ thể kết quả dự phóng:

Bảng 3: Cập nhật các chỉ tiêu dự phóng chính:

	2024F			2025F – 2030F			Diễn giải
	T6/2023	T6/2024	Thay đổi	T6/2023	T6/2024	Thay đổi	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	92	85	-7,6%	92 - 70	85 - 70		Chúng tôi hạ dự phóng dầu thô trong năm 2024 xuống 7,6% yoy so với dự phóng cũ. Chúng tôi vẫn giữ nguyên mức giá dầu đạt 70 USD/thùng trong dài hạn.
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	125.427	121.406	-3,2%	768.292	786.402	2,4%	Doanh thu thuần năm 2024 thấp hơn so với cập nhật tháng 6/2024 chủ yếu đến từ giá xăng dầu thành phẩm giảm nhẹ theo giá định giá dầu.
Tăng trưởng doanh thu	-8,4% yoy	-17,6% yoy	-9.2 đpt	-0,9% /năm	-0,4% /năm	0,5 đpt	Với triển vọng (1) Giá dầu giảm nhẹ và (2) premium các sản phẩm xăng tăng giúp doanh thu dự phóng trong giai đoạn 2025 – 2030 không biến động mạnh.
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	6.618	4.960	-25,1%	41.538	51.914	25,0%	Lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình được điều chỉnh tăng nhờ: (1) Điều chỉnh giảm tác động của giá dầu thô do giá định giá dầu thô giảm nhẹ hơn và (2) premium các sản phẩm xăng tăng đóng góp cao hơn mức giảm crack spread của nhóm Diesel – Jet A1.
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5,3%	4,7%	-0,5 đpt	5,4%	6,6%	1,2 đpt	

Biểu đồ 9: Lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận dự phóng của BSR

(ĐVT: Tỷ đồng)


Nguồn: FPT S dự phóng

IV – ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

Hiện tại, BSR đang được giao dịch với giá đóng cửa ngày 27/06/2024 là 22.600 VNĐ/cp. Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu BSR bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do thuộc về chủ sở hữu (FCFE) với tỷ trọng 50:50 cho từng phương pháp. **Giá mục tiêu của một cổ phiếu BSR là 25.700 VNĐ/cp, cao hơn 13,7%** giá đóng cửa ngày 27/6/2024, do đó chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho cổ phiếu BSR. Nhà đầu tư có thể mua vào cổ phiếu BSR tại vùng giá 20.500 VNĐ/cp với tỷ suất lợi nhuận ước tính khoảng 25,4% nhờ kỳ vọng BSR hoàn tất việc chuyển niêm yết lên sàn HSX trong năm 2024.

Mức giá mục tiêu này cao hơn 19,5% so với mức giá mục tiêu trong [Báo cáo cập nhật định giá BSR T06/2023](#) do: (1) Cập nhật thay đổi hệ số chiết khấu (chiếm 10,1% thay đổi định giá) và (2) Dự báo tăng tổng lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2025F – 2028F lên 25% nhờ điều chỉnh giảm tác động của giá dầu thô do giả định giá dầu thô giảm nhẹ hơn và điều chỉnh tăng premium sản phẩm xăng (chiếm 9,4% thay đổi định giá). ([Xem thêm lịch sử khuyến nghị](#))

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	25.698	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	25.647	50%
Bình quân các phương pháp định giá		25.672	

GIÁ ĐỊNH TRONG MÔ HÌNH

Giả định mô hình	Cập nhật T6/2023	Cập nhật T6/2024	Giả định mô hình	Cập nhật T6/2023	Cập nhật T6/2024
WACC	15,7%	14,7%	Phần bù rủi ro	11,8%	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%	4,6%	Hệ số beta	1,3	1,3
Chi phí sử dụng VCSH	17,6%	16,5%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,9%	2,7%	Thời gian dự phóng	18 năm	17 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN
Tổng hợp định giá FCFF

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	50.827,3
(+) Tiền và đầu tư tài chính (Tỷ VNĐ)	39.693,6
(-) Vay nợ (Tỷ VNĐ)	10.970,3
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (Tỷ VNĐ)	(124,6)
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	79.675,2
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	3.100,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	25.697,5

Tổng hợp định giá FCFE

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	39.699,2
(+) Tiền và đầu tư tài chính (Tỷ VNĐ)	39.693,6
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (Tỷ VNĐ)	(124,6)
Giá trị hiện tại của VCSH (Tỷ VNĐ)	79.517,4
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	3.100,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	25.646,6

V - TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	167,124	147,423	121,406	137,460
- Giá vốn hàng bán	151,027	137,664	116,446	130,957
Lợi nhuận gộp	16,096	9,760	4,960	6,504
- Chi phí bán hàng	909	1,032	870	965
- Chi phí quản lý DN	515	623	513	554
+ Lợi nhuận khác	86	38	45	52
+ Lợi nhuận CTLĐ/CTLK	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD	14,759	8,142	3,622	5,037
- (Lỗ)/lãi HĐTC	1,080	1,785	1,587	2,136
LN trước thuế, lãi vay	15,839	9,927	5,209	7,173
- Chi phí lãi vay	253	288	358	377
Lợi nhuận trước thuế	15,586	9,639	4,850	6,796
- Thuế TNDN	916	1,047	485	680
Lợi nhuận sau thuế	14,669	8,593	4,365	6,117
Lợi nhuận sau thuế Cty mẹ	14,726	8,650	4,387	6,147
EPS (đ)	4,750	2,789	1,394	1,953

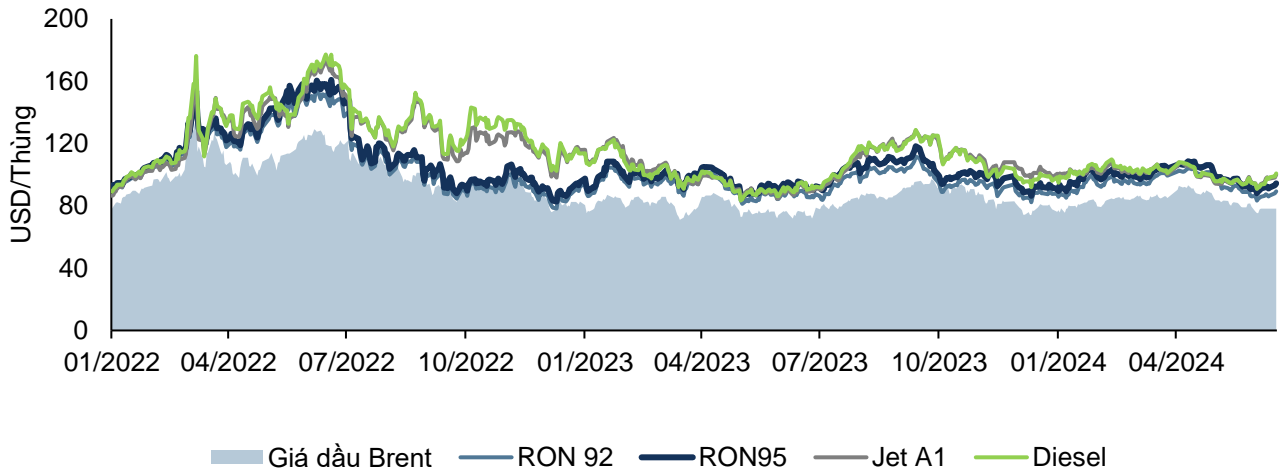
Khả năng sinh lợi	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.6%	6.6%	4.1%	4.7%
Tỷ suất LNST	8.8%	5.8%	3.6%	4.4%
ROE DuPont	69.4%	45.3%	26.1%	31.7%
ROA DuPont	20.2%	10.4%	5.1%	7.1%
Tỷ suất EBIT/DT	9.5%	6.7%	4.3%	5.2%
LNST/LNNT	94.1%	89.1%	90.0%	90.0%
LNNT / EBIT	98.4%	97.1%	93.1%	94.7%
Vòng quay TTS	7.9x	7.8x	7.3x	7.1x
Đòn bẩy tài chính	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x

Chỉ số TK/đòn bẩy	2022	2023	2024F	2025F
Thanh toán hiện hành	2.1	2.3	2.7	2.8
Thanh toán nhanh	1.5	1.8	2.2	2.2
Thanh toán tiền mặt	0.9	1.3	1.7	1.6
Nợ / Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Nợ / VCSH	0.5	0.5	0.4	0.4
Nợ ngắn hạn / VCSH	0.5	0.5	0.4	0.4
Nợ dài hạn / VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Khả năng TT lãi vay	62.7	34.5	14.5	19.0

Hiệu quả vận hành	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày phải thu	32.9	39.0	41.0	34.9
Số ngày tồn kho	29.7	40.0	42.6	36.2
Số ngày phải trả	40.9	45.5	50.2	43.5
Thời gian luân chuyển tiền	21.7	33.5	33.4	27.6
COGS/hàng tồn kho	11.1	8.5	8.2	9.6

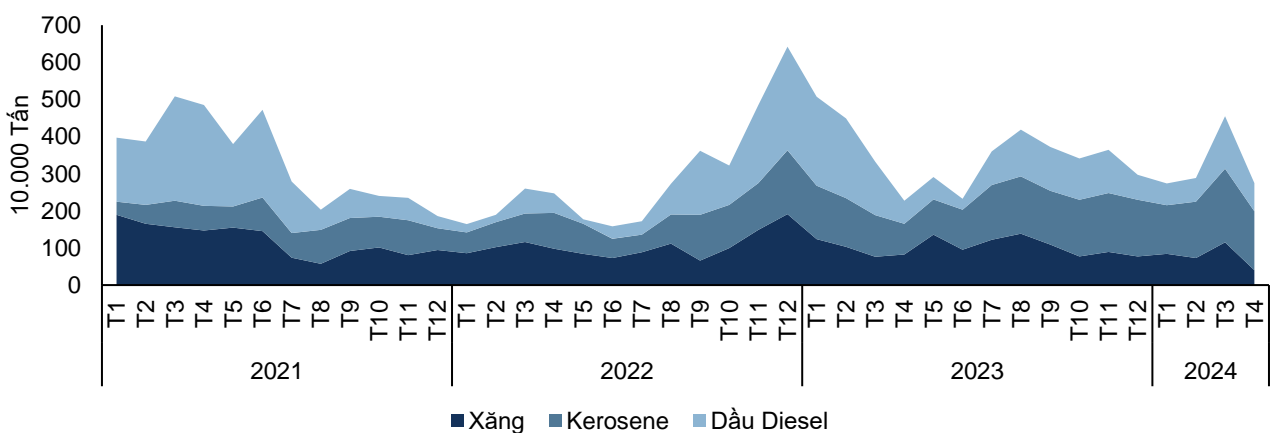
CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TTS ngắn hạn	58,471	68,681	69,544	65,423
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	25,025	38,122	44,378	36,930
+ Các khoản phải thu	16,553	14,955	12,316	13,944
+ Hàng tồn kho	16,809	15,531	12,790	14,481
+ Tài sản ngắn hạn khác	84	73	60	68
Tổng tài sản dài hạn	20,017	17,914	15,536	22,987
+ Nguyên giá TSCĐHH	47,551	47,678	47,686	47,692
+ Khấu hao lũy kế	(29,666)	(31,851)	(34,063)	(36,250)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	17,885	15,827	13,623	11,442
+ Nguyên giá TSCĐVH	842	975	975	975
+ Khấu hao lũy kế	(652)	(730)	(808)	(886)
+ Giá trị còn lại TSCĐVH	190	245	167	89
+ Đầu tư tài chính dài hạn	10	10	10	10
+ Tài sản dài hạn khác	123	89	89	89
Tổng tài sản	78,488	86,595	85,079	88,409
Nợ ngắn hạn	27,298	29,326	25,699	23,625
+ Phải trả người bán	16,957	17,358	14,683	16,512
+ Vay và nợ ngắn hạn	8,954	10,970	9,098	5,295
+ Nợ ngắn hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	1,282	884	1,805	1,703
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	922	820
+ Nợ dài hạn khác	1,282	884	882	883
Tổng nợ	27,298	29,326	25,699	23,625
Vốn chủ sở hữu	51,190	57,269	59,398	64,803
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	31,005	31,005	31,005	31,005
+ LN chưa phân phối	14,652	16,340	17,167	20,746
+ Khác	5,534	9,924	11,226	13,052
Cổ đông thiểu số	(65)	(125)	(146)	(176)
Tổng cộng nguồn vốn	78,488	86,595	85,097	88,427

Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023	2024F	2025F
LNST CTY mẹ	14,726	8,650	4,387	6,147
LCTT HĐKD	7,088	11,673	9,384	6,733
LCTT hoạt động đầu tư	2,695	(17,874)	(8)	(9,656)
LCTT hoạt động tài chính	(3,265)	(177)	(3,120)	(4,525)
LCTT trong kì	6,518	(6,377)	6,256	(7,449)

VI – PHỤ LỤC:
Phụ lục 1: Diễn biến giá dầu thô và xăng dầu thành phẩm trong 2022 – 5T/2024: [\(Quay lại\)](#)
Biểu đồ 10: Diễn biến giá dầu Brent và giá xăng dầu thành phẩm trong giai đoạn 2022 – 5T/2024

Nguồn: EIA, Platts, FPTS tổng hợp
Phụ lục 2: Xuất khẩu xăng dầu và hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc [\(Quay lại\)](#)

Trung Quốc là quốc gia có sản lượng xăng dầu chiếm khoảng 70 – 75% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong khu vực Châu Á – TBD. Khi tiêu thụ trong nước yếu, Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu xăng dầu khiến nguồn cung xăng dầu trong khu vực tăng mạnh, ảnh hưởng đến mức Crack spread trên thị trường.

Trong H2/2022, Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu xăng dầu do nhu cầu trong nước giảm mạnh bởi giãn cách khi Trung Quốc theo đuổi chính sách Zero Covid gắt gao. Do đó, các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu xăng dầu thành phẩm để tiêu thụ.

BD 12: Sản lượng xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc

Nguồn: TCHQ Trung Quốc, FPTS tổng hợp

Sản lượng xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc đã giảm dần trong Q1/2023, đặc biệt là sản phẩm xăng khi nền kinh tế nước này mở cửa tuy nhiên mức xuất khẩu vẫn giữ mức cao trong năm 2023 so với trung bình giai đoạn 2021 – 2022 điều này ảnh hưởng tiêu cực lên Crack spread xăng dầu thành phẩm trong khu vực.

Trong H1/2024, sản lượng xuất khẩu xăng của Trung Quốc tiếp tục giữ mức thấp giúp crack spread xăng trên thị trường hồi phục. Sản lượng xuất khẩu sản phẩm Diesel và Kerosene (SP tương đương với Jet A1) tăng do nhu cầu tiêu thụ kém, khiến crack spread sản phẩm dầu diesel và Kerosene giảm.

Phụ lục 3: Cơ cấu nguồn cung xăng dầu và so sánh mức độ cạnh tranh giữa các nguồn: [\(Quay lại\)](#)

Nguồn cung xăng dầu trong nước: Hiện tại, năng lực cung cấp xăng dầu trong nước đạt khoảng 13 – 14 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 65% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu năm 2022. Nguồn cung chính đến từ hai nhà máy lọc dầu trong nước là: Dung Quất (hoạt động 2011) và Nghi Sơn (hoạt động 2017). Lượng xăng dầu còn lại, chiếm 2 – 3% sản lượng sản xuất xăng dầu được PVOIL chế biến từ condensate (Khí ngưng tụ - sản phẩm đồng hành trong quá trình khai thác dầu khí).

Nguồn nhập khẩu: Phần xăng dầu thiếu hụt được các doanh nghiệp đầu mối tiêu thụ xăng dầu nhập khẩu từ các nước trong khu vực Châu Á – TBD với lợi thế cạnh tranh thấp hơn so với xăng dầu trong nước về thời gian nhận hàng, chi phí giao hàng, thuế nhập khẩu,...

► **Khả năng cạnh tranh của xăng dầu BSR đang giảm so với xăng dầu Nghi Sơn và nhập khẩu:**

BSR có lợi thế nhất định so với các đối thủ cạnh tranh về:

(1) Lợi thế nguồn cung nội địa giúp chi phí vận chuyển – bảo hiểm, thời gian giao hàng, đơn vị thanh toán so với xăng dầu nhập khẩu từ các quốc gia trong khu vực.

(2) Lợi thế về thuế nhập khẩu, BSR hiện tại không phải chịu bất kỳ loại thuế nào trong khi các đối thủ đang chịu thuế điều tiết đối với Nghi Sơn và thuế nhập khẩu đối với xăng dầu nhập khẩu. Tuy nhiên lợi thế này đang giảm dần do thuế nhập khẩu ưu đãi giảm từ 20% xuống 10% thông qua Nghị Định ND51/2022/NĐ-CP có hiệu lực từ 08/08/2022 và lộ trình giảm thuế của các hiệp định thương mại.

Bảng 4: Chi phí thuế đối với sản phẩm xăng dầu của BSR, NSR, và nhập khẩu:

	2012 - 2015	2016	2017-2018**	2019 – 2020	2021-2022	2023	2024F
Bình Sơn (BSR)							
Xăng	13%*	13%	0%	0%	0%	0%	0%
Dầu Diesel	13%	13%	0%	0%	0%	0%	0%
Nghi Sơn (Đã trừ thuế NK được giữ lại)							
Xăng	Chưa hoạt động		13%	13%	13%	3%	3%
Dầu Diesel			0%	0%	0%	0%	0%
Đông Nam Á (Hiệp định ATIGA)							
Xăng	20%	10%	10%	10%	8%	5%	0%
Dầu Diesel	20%	5%	5%	0%	0%	0%	0%
Hàn Quốc (Hiệp định VKFTA)							
Xăng	20%	10%	10%	10%	8%	8%	8%
Dầu Diesel	20%	5%	5%	0%	0%	0%	0%
Thuế suất ưu đãi (MFN)							
Xăng	20%	20%	20%	20%	20%	10%	10%
Dầu Diesel	20%	10%	7%	7%	7%	7%	7%

(* BSR và NSR phải chịu thuế điều tiết xăng dầu theo mức thuế suất ưu đãi và được giữ lại mức thuế nhập khẩu 7% đối với xăng dầu, 5% với LPG và 3% với sản phẩm hóa dầu,

(**) BSR không còn áp dụng thuế điều tiết xăng dầu từ 1/1/2017,

Nguồn: Bộ công thương, FPT S tổng hợp

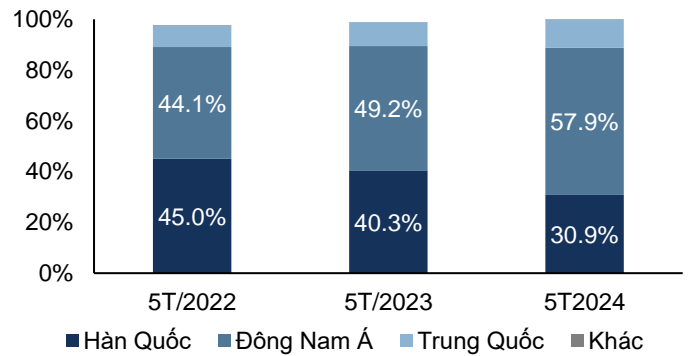
Trong năm 2024, xăng của BSR chỉ còn giữ lợi thế về thuế 3% đối với xăng Nghi Sơn, 8% đối với xăng Hàn Quốc và 10% đối với xăng dầu của các quốc gia còn lại. Đối với xăng nhập khẩu từ các quốc gia Đông Nam Á lợi thế về thuế đã giảm về 0% trong năm 2024 – theo lộ trình của hiệp định ATIGA.

Về dầu Diesel, BSR đã không còn giữ lợi thế về thuế đối với Nghi Sơn và xăng dầu nhập khẩu từ 2019.

► **Xăng dầu nhập khẩu từ nguồn Đông Nam Á tăng khi thuế nhập khẩu xăng giảm:**

Trong giai đoạn 2022 – 5T/2024 với thuế nhập khẩu xăng giảm dần từ mức 8% - 0% thông qua hiệp định ATIGA, Tỷ trọng xăng dầu nhập khẩu từ các quốc gia Đông Nam Á đã tăng từ mức 44% trong 5 T/2022 lên trung bình 57,9% trong 5T/2024, mức tăng chủ yếu đến từ sản phẩm xăng RON 95.

ĐỒ 11: Tỷ trọng xăng dầu nhập khẩu theo khu vực.



Nguồn: Tổng cục hải quan, FPTS tổng hợp

Phụ lục 4: Tổng hợp dự phóng giá dầu của các tổ chức – Cập nhật tháng 6/2024 ([Quay lại](#))

	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	2024	2025	Cập nhật
EIA	83,7	83,3	86,6	84,2	85,4	Tháng 6/2024
Wood Mackenzie	83,6	86,7	85,0	84,6	83,6	Tháng 6/2024
ING	87,0	88,0	85,0	85,0	80,0	Tháng 6/2024
Reuters oil Poll				84,0	79,6	Tháng 5/2024
JP Morgan				84,0	75,0	Tháng 5/2024
ANZ				87,0	92,0	Tháng 5/2024
Goldman Sachs				87,0	80,0	Tháng 3/2024
Trung bình				85,1	82,2	
FPTS	84,2	86,3	86,8	85,0	83,0	Tháng 6/2024

Phụ lục 5: Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất: ([Quay lại](#))

Trong tháng 5/2023, Quyết định số 482/QĐ-TTg được Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà ký nhằm chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư Dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Tổng mức đầu tư của dự án sau điều chỉnh đạt khoảng 1,49 tỷ USD (giảm từ mức 1,80 tỷ USD ban đầu). Nguồn vốn cho dự án sẽ bao gồm 40% VCSH và 60% vốn vay và BSR sẽ được xem xét điều chỉnh cơ cấu dựa trên tình hình thực tế. Dự án sẽ được triển khai hợp đồng EPC khoảng 37 tháng và được đưa vào vận hành trong Quý III/2028.

Dự án Nâng cấp mở rộng điều chỉnh sẽ (1) Đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào, (2) Gia tăng công suất lọc dầu thêm 15% từ mức 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày (kế hoạch cũ là tăng 30% lên 192 nghìn thùng/ngày), (3) Nâng cấp tiêu chuẩn khí thải đầu ra lên chuẩn EURO 5:

- (1) Đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào:** Sau khi nâng cấp, nhà máy lọc dầu có thể chế biến được dầu chua, BSR sẽ sử dụng hai loại dầu ESPO và Murban được nhập khẩu từ Trung Đông với giá thành rẻ hơn so với dầu ngọt nhẹ Bạch Hổ, từ đó giúp tiết giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận (dầu thô hiện tại đang chiếm 90% chi phí của BSR).
- (2) Gia tăng công suất lọc dầu thêm 15%:** Sau khi nâng cấp, công suất lọc dầu của nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đạt 8,5 triệu tấn dầu thô/năm. Các dòng sản phẩm được tăng công suất nhiều nhất là RON 95 và Jet A1 – hai sản phẩm có biên lợi nhuận tốt của BSR và loại bỏ các sản phẩm có mức biên lợi nhuận không tốt như FO và Propylen.
- (3) Nâng cấp tiêu chuẩn khí thải lên EURO 5:** Hiện tại, chuẩn đầu ra của các sản phẩm tại các NMLD dầu Dung Quất là chuẩn EURO 2 với sản phẩm xăng RON 92 và dầu Diesel, EURO 3 đối với sản phẩm RON

95, thấp hơn quy định hiện hành của Chính Phủ đối với xe lắp mới. Dự án sẽ nâng chuẩn khí thải lên EURO 5 giúp các sản phẩm của BSR không còn đối mặt với rủi ro tiêu thụ sản phẩm.

Bảng 5: Công suất tăng thêm của Dự Án Nâng cấp mở rộng mới so với kế hoạch cũ:

	Đơn vị	Hiện tại	Kế hoạch cũ	Tăng trưởng	Kế hoạch mới	Tăng trưởng
CAPEX	Tỷ USD		1,8		1,26	
Công suất các sản phẩm						
Lọc dầu thô	Thùng/ngày	148.000	192.000	29,7%	171.000	15,5%
LPG	Tấn/ngày	1.018	1.006	-1,2%	1.049	3,0%
Propylen	Tấn/ngày	460	475	3,3%	0	-100,0%
Hạt nhựa PP	Tấn/ngày	462	479	3,7%	685	48,3%
Xăng (RON 92, RON 95)	Thùng/ngày	65.900	76.100	15,5%	79.700	20,9%
Jet A1	Thùng/ngày	5.300	15.800	198,1%	13.100	147,2%
DO	Thùng/ngày	53.200	68.500	28,8%	59.200	11,3%
FO	Thùng/ngày	7.000	7.100	1,4%	0	-100,0%
Asphalt	Tấn/ngày	0	6.400		0	
Sulfur	Tấn/ngày	13	106	715,4%	57	338,5%

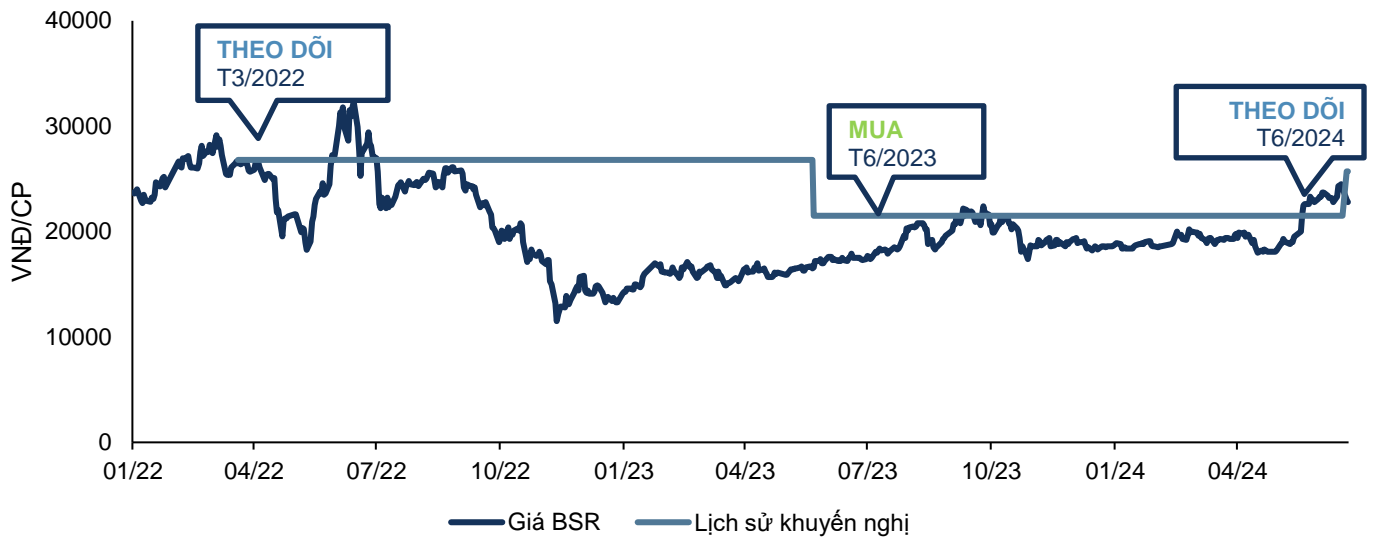
Chúng tôi cho rằng dự án Nâng cấp mở rộng sẽ được hoàn thành đúng thời hạn vào Quý 3/2028 và nhanh chóng đạt công suất tối đa nhờ: (1) BSR đang có cơ cấu tài chính lành mạnh và nguồn tiền mặt dồi dào để tài trợ cho dự án, (2) Hiện tại nguồn cung xăng dầu thành phẩm trong nước vẫn chưa đủ để cung cấp cho nhu cầu tiêu thụ. Fitch Solution dự báo sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước sẽ có mức tăng trưởng trung bình khoảng 4,3%/năm trong giai đoạn 2023 – 2027 và 3,5% trong giai đoạn 2028 – 2032. Nhu cầu tiêu thụ xăng tăng tuy nhiên công suất lọc dầu trong nước không tăng theo mức tương ứng khi trước mắt chỉ còn dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, giúp tăng công suất lọc dầu trong nước lên 15% trong năm 2028. Theo ước tính của Bộ Công Thương, nếu giữ mức công suất như hiện tại, đến 2045 Việt Nam phải nhập thêm 15,5 triệu tấn sản phẩm lọc dầu (Khoảng 68% lượng xăng dầu tiêu thụ năm 2022) để bù đắp lượng thiếu hụt trong nước.

Phụ lục 6: Lộ trình áp dụng tiêu chuẩn khí thải theo Quyết định số 49/2011/QĐ-TTG của Thủ tướng Chính phủ:

Từ ngày 01/01/2017:

- Xe máy mới phải đạt tiêu chuẩn khí thải EURO 3
- Xe ô tô mới phải đạt tiêu chuẩn khí thải EURO 4 và nâng lên EURO 5 trong năm 2022.

Nhìn chung quyết định trên chỉ có tác động trực tiếp đến các DN sản xuất, lắp ráp ô tô tuy nhiên, không tác động trực tiếp đến BSR và BSR vẫn có khả năng tiêu thụ xăng dầu đạt chuẩn thấp hơn cho các phương tiện vận tải cũ. Hiện tại BSR chỉ còn sản phẩm RON 95 đạt chuẩn khí thải EURO 3 là đủ tiêu chuẩn khí thải cung cấp cho xe máy mới (không đủ tiêu chuẩn khí thải cung cấp cho xe ô tô mới) còn lại hai sản phẩm khác là RON 92 chuẩn EURO 2 và Diesel chuẩn EURO 3 chỉ có thể cung cấp cho các dòng xe cũ và đối mặt với rủi ro không tiêu thụ được sản phẩm.

Phụ lục 7: Lịch sử khuyến nghị: [\(Quay lại\)](#)


Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp,Hồ Chí Minh**

Tầng 3, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP, Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp,Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP, Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888