

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

**Khả quan**

## Crack spread cao bù đắp cho đợt bảo dưỡng năm 2024

Giá mục tiêu (12T)

Dầu khí | **CẬP NHẬT**

VND22.900

Consensus\*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

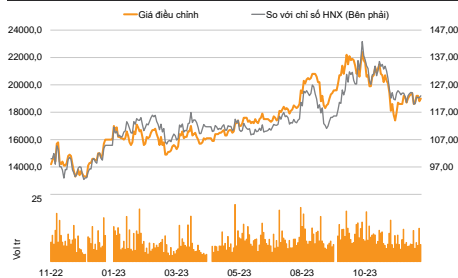
Giá mục tiêu / Consensus: 4,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Nâng dự phóng EPS năm 2023-24 thêm 9,2%/2,3%
- Hạ dự phóng EPS năm 2025 xuống 4,9%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND23.400
Giá thị trường	VND19.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	22.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.300
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	190.871
Thị giá vốn (tỷ VND)	59.511
Free float	8%
Tỷ suất cổ tức	2,63%
P/E trượt (x)	7,36
P/B hiện tại (x)	1,07

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Cơ cấu sở hữu

PVN	92,1%
Khác	7,9%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 20,5% và tỷ suất cổ tức 2,6%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 2,1% so với báo cáo trước đó.
- Giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn do tác động trái chiều của việc điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024-25 và giá định WACC.
- BSR giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2024 là 4,7 lần, thấp hơn mức trung bình các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực là 6,3 lần

### Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng 9T23 giảm 51,9% svck xuống còn 6,231 tỷ đồng (256 triệu USD) từ mức cao kỷ lục trong 9T22 do tỷ suất LN lọc dầu giảm.
- BSR đã tích lũy được số dư tiền ròng dồi dào lên tới 27.400 tỷ đồng (1,12 tỷ USD), đảm bảo cho nhu cầu đầu tư lớn trong thời gian tới.
- Chúng tôi dự báo LN ròng giảm 24,8% svck trong năm 2024 chủ yếu do đợt bảo dưỡng định kỳ trong khoảng 50 ngày.

### Luận điểm đầu tư

#### Crack spread sản phẩm lọc dầu tầng trung sẽ duy trì ở mức cao trong 2024

Triển vọng thị trường diesel/nhiên liệu bay vẫn tích cực đối với các nhà máy lọc dầu (NMLD), do: 1) việc chuyển sang sử dụng dầu thô có độ đậm đặc thấp hơn dẫn đến giảm sản lượng dầu diesel 2) sự phát triển của ngành hàng không; 3) căng thẳng địa chính trị; và 4) những quy định nhằm giảm lượng khí thải carbon. Do đó, chúng tôi kỳ vọng crack spread diesel và nhiên liệu bay châu Á sẽ duy trì ở mức cao, lần lượt là 21 và 20 USD/thùng trong năm 2024 so với mức 23,5 và 22,5 USD/thùng trong 2023. Đây sẽ là động lực chính hỗ trợ cho LN của BSR trong 2024.

#### Đợt bảo dưỡng định kỳ sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh năm 2024

BSR có kế hoạch tạm dừng NMLD vào cuối Q1/24 để tiến hành bảo dưỡng định kỳ trong ~50 ngày. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả năm 2024 vì chúng tôi ước tính sản lượng sẽ giảm -14,5% svck trong khi chi phí phát sinh trong thời gian bảo dưỡng là 650 tỷ đồng (26,7 triệu USD) sẽ làm biên LN gộp giảm 0,52 điểm %.

#### Nhiệm yết cổ phiếu lên HOSE vẫn sẽ là động lực tăng giá tiềm năng

Dù nhận được sự ủng hộ của HOSE nhưng quá trình vẫn gặp vướng mắc do khoản nợ quá hạn của công ty con BSR-BF (đã đề cập trong Báo cáo trước). BSR vẫn đang tìm kiếm hướng dẫn và giải pháp để giải quyết nút thắt này. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể sớm giải quyết vấn đề này và hoàn tất việc niêm yết trong năm 2024. Nhìn chung, việc niêm yết trên HOSE sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của công ty, khả năng tiếp cận các nhà đầu tư lớn và cơ hội được thêm vào các chỉ số/ETF.

#### Định giá hấp dẫn nhờ hiệu suất vận hành và khả năng sinh lời cao

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng mức EV/EBITDA năm 2024 là 6,2x, phù hợp với mức trung bình các công ty cùng ngành (6,3x). Dù LN năm 2024 giảm do đợt bảo dưỡng, mức định giá hiện nay vẫn khá hấp dẫn nhờ khả năng sinh lời và hiệu suất vận hành BSR cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	101.080	167.124	142.251	124.059
Tăng trưởng DT thuần	74,4%	65,3%	(14,9%)	(12,8%)
Biên lợi nhuận gộp	7,6%	9,6%	6,4%	5,5%
Biên EBITDA	9,6%	10,8%	8,0%	7,4%
LN ròng (tỷ)	6.716	14.726	7.997	6.017
Tăng trưởng LN ròng		119,3%	(45,7%)	(24,8%)
Tăng trưởng LN cốt lõi		119,3%	(45,7%)	(24,8%)
EPS cơ bản	2.166	4.750	2.579	1.941
EPS điều chỉnh	2.166	4.750	2.579	1.941
BVPS	12.117	16.531	17.911	18.956
ROAE	19,6%	33,2%	15,0%	10,5%

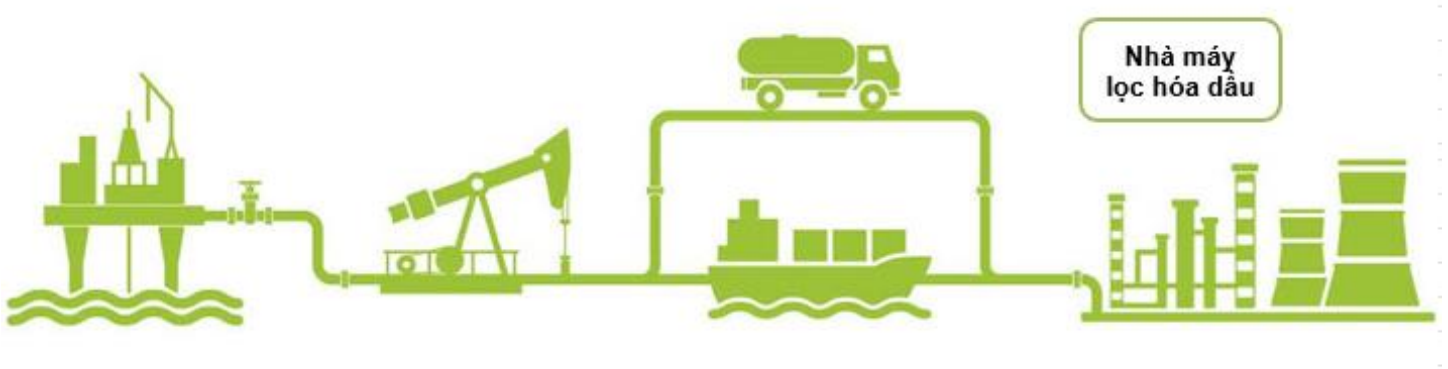
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

### BSR sở hữu NMLD đầu tiên tại Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho đất nước

Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu NMLD Dung Quất – NMLD đầu tiên của Việt Nam, được khởi công xây dựng năm 2005 với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy có công suất 6,5 triệu USD tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Trên thực tế BSR vẫn duy trì công suất vận hành cao trên 100% trong nhiều năm, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp các sản phẩm nhiên liệu cho đất nước.

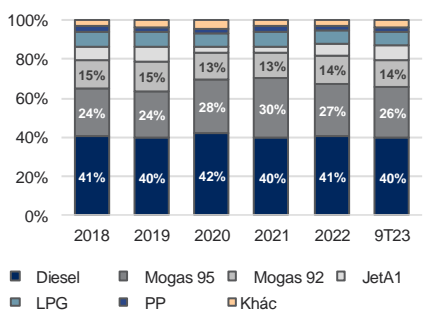
Hình 1: BSR nằm ở phân khúc hạ nguồn trong chuỗi giá trị Dầu khí



Nguồn: RobecoSAM

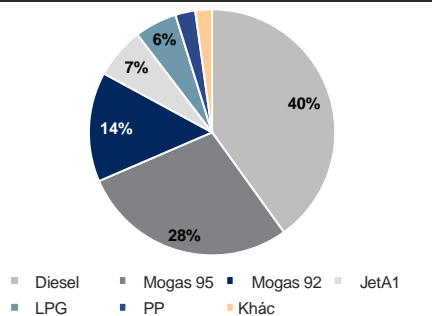
Hiện nay, sản lượng của BSR chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (bao gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG), chiếm 96-97% tổng sản lượng sản xuất và đóng góp khoảng 95% tổng doanh thu của BSR. Trong đó, Diesel, xăng Mogas 95 và xăng Mogas 92 là 3 sản phẩm chính của BSR, ước tính đáp ứng 30-35% tổng nhu cầu trong nước. Năm 2022, 3 sản phẩm này chiếm lần lượt 83% và 89% tổng doanh thu và LN gộp của BSR.

Hình 2: Tỷ trọng cơ cấu sản phẩm của BSR



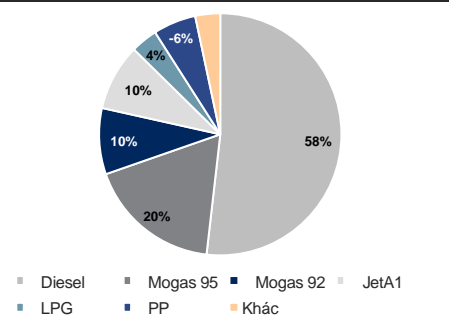
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Tỷ trọng LN gộp theo sản phẩm năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Dự án nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho BSR

BSR hiện đang lập Báo cáo Nghiên cứu khả thi (FS) cho dự án Nâng cấp, mở rộng NMLD. Sau khi hoàn thành và đi vào hoạt động từ Q1/28, công suất NMLD Dung Quất sẽ tăng thêm 17% lên 7,6 triệu tấn mỗi năm (tương đương 171.000 thùng/ngày) và các sản phẩm xăng và dầu diesel sẽ được nâng cấp để đáp ứng tiêu chuẩn khí thải Euro-V. NMLD mới cũng sẽ nâng tỷ trọng các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao (LPG, JetA1) và các sản phẩm hóa dầu của BSR. Việc chuyển đổi dần dần sang lĩnh vực hóa dầu cũng sẽ là con đường kinh doanh trong dài hạn của công ty.

**Hình 5: Dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất**

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD 9T23: LN ròng bị ảnh hưởng bởi crack spread các sản phẩm lọc dầu sụt giảm

Hình 6: Tổng quan KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/22	Q3/23	% svck	9T22	9T23	% svck	% sv. dự phóng 2023	Nhận định
Giá dầu Brent (USD/thùng)	98	86	-12,1%	102	82	-20,0%		
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1.687	1.772	5,0%	5.157	5.294	2,7%		
Công suất vận hành (%)	110%	118%	8,3 điểm%	107%	112%	5,6 điểm%		
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>39.567</b>	<b>37.756</b>	<b>-4,6%</b>	<b>126.741</b>	<b>105.491</b>	<b>-16,8%</b>	<b>76,8%</b>	Doanh thu 9T23 giảm 16,8%svck do việc giá bán sản phẩm của BSR giảm lẫn át tác động của tổng sản lượng tiêu thụ cao hơn
<b>LN gộp</b>	<b>654</b>	<b>3.831</b>	<b>485,7%</b>	<b>14.164</b>	<b>7.080</b>	<b>-50,0%</b>	<b>84,6%</b>	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>1,7%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,5 điểm%</i>	<i>11,2%</i>	<i>6,7%</i>	<i>-4,5 điểm%</i>		Biên LN gộp 9T23giảm 4,5 điểm % svck do (1) crack spread sản phẩm xăng dầu sụt giảm và (2) thuế nhập khẩu xăng giảm từ 8% xuống 5% dẫn đến khoản premium xăng trong nước giảm
Chi phí bán hàng	(157)	(176)	12,7%	(597)	(678)	13,5%	71,0%	
Chi phí QLDN	(95)	(137)	44,0%	(278)	(383)	37,6%	78,5%	
EBIT	403	3.518	773,5%	13.288	6.019	-54,7%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	108	101	-6,4%	334	895	168,0%	75,3%	LN tài chính thuần 9T23 tăng 168% svck nhờ lãi tiền gửi cao hơn (+93% svck lên 1.176 tỷ đồng) trong khi chi phí lãi vay gần như không đổi svck ở mức 203 tỷ đồng
Doanh thu tài chính	345	420	21,5%	1.016	1.698	67,2%		
Chi phí tài chính	(238)	(319)	34,2%	(682)	(803)	17,8%		
Lợi nhuận khác	4	2	-47,9%	56	24	-58,1%		
LNTT	514	3.620	604,0%	13.678	6.938	-49,3%		
<b>LN ròng</b>	<b>479</b>	<b>3.260</b>	<b>581,2%</b>	<b>12.952</b>	<b>6.231</b>	<b>-51,9%</b>	<b>85,1%</b>	Cao hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024-25: Điều kiện kinh doanh thuận lợi nhưng LN sẽ giảm do đợt bảo dưỡng định kỳ trong năm 2024

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	85	85	0,0%	80	88	10,0%	75	83	10,7%	Thay đổi theo giá định mới nhất của chúng tôi
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	7.020	7.215	2,8%	6.058	6.171	1,9%	7.020	7.020	0,0%	
Công suất vận hành (%)	108,0%	111,0%	3,0 điểm%	93,2%	94,9%	1,7 điểm%	108,0%	108,0%	0,0 điểm%	
Tỷ suất LN lọc dầu (USD/thùng)	9,0	9,7	8,3%	8,4	9,1	8,2%	7,4	7,5	1,2%	Chúng tôi tăng giá định tỷ suất LN lọc dầu năm 2023-25 thêm 8,3%/8,2%/1,2% khi chúng tôi điều chỉnh các giá định của mình như sau: (1) tăng crack spread diesel thêm 2,2%/16,7%/13,3%, (2) giảm crack spread xăng xuống 4,5%/3,3%/3,4% và (3) giảm thuế nhập khẩu xăng từ 5% xuống 0% từ nửa cuối năm 2024, điều này tác động tiêu cực đến khoản premium xăng của BSR
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>137.421</b>	<b>142.251</b>	<b>3,5%</b>	<b>111.153</b>	<b>124.059</b>	<b>11,6%</b>	<b>123.949</b>	<b>134.480</b>	<b>8,5%</b>	Dự phóng DT năm 2024-25 tăng chủ yếu nhờ giá định giá dầu Brent cao hơn
LN gộp	8.365	9.152	9,4%	6.613	6.837	3,4%	7.913	7.641	-3,4%	Dự phóng biên LN gộp năm 2023-25 của chúng tôi thay đổi do: (1) giá định tỷ suất LN lọc dầu mới, (2) lợi nhuận sản phẩm polypropylene (PP) năm 2024-25 thấp hơn 227%/68% do chúng tôi nhận thấy giá PP phục hồi chậm hơn kỳ vọng trong bối cảnh giá dầu tăng
Biên LN gộp (%)	6,1%	6,4%	0,3 điểm%	5,9%	5,5%	-0,4 điểm%	6,4%	5,7%	-0,7 điểm%	
Chi phí bán hàng	954	988	3,5%	722	806	11,6%	833	904	8,5%	
Chi phí QLDN	488	505	3,5%	395	441	11,6%	440	478	8,5%	
EBIT	6.923	7.659	10,6%	5.496	5.589	1,7%	6.639	6.259	-5,7%	
LN thuần từ hoạt động tài chính	1.189	1.199	0,8%	1.015	1.072	5,5%	839	853	1,6%	
Lợi nhuận khác	26	27	3,5%	21	24	11,6%	24	26	8,5%	
LNTT	8.138	8.885	9,2%	6.532	6.685	2,3%	7.502	7.138	-4,9%	
<b>LN ròng</b>	<b>7.324</b>	<b>7.997</b>	<b>9,2%</b>	<b>5.879</b>	<b>6.017</b>	<b>2,3%</b>	<b>6.752</b>	<b>6.424</b>	<b>-4,9%</b>	
EPS (đồng)	2.362	2.579	9,2%	1.896	1.941	2,3%	2.178	2.072	-4,9%	

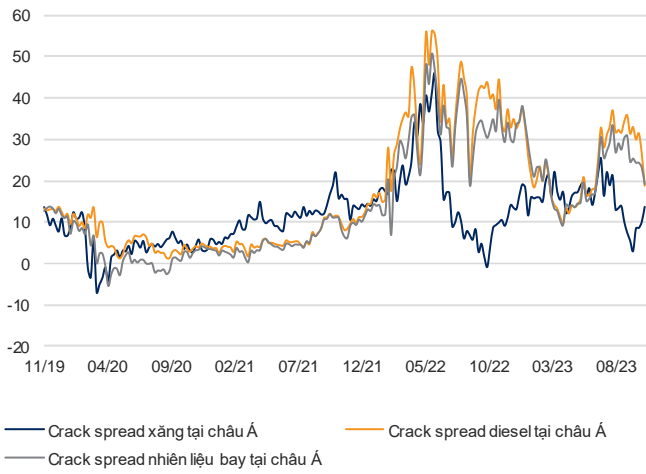
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Crack spread các sản phẩm lọc dầu tầng trung sẽ duy trì ở mức cao trong 2024

Chúng tôi nhận thấy một năm khả quan nữa đối với thị trường sản phẩm lọc dầu tầng trung, nhờ vào: (1) việc chuyển dịch sang sử dụng dầu thô ít đậm đặc hơn dẫn đến hiệu suất sản xuất dầu diesel thấp hơn, nguyên nhân đến từ việc OPEC+ duy trì chính sách cắt giảm sản lượng, (2) sự phát triển ngành hàng không, (3) rủi ro căng thẳng địa chính trị và (4) những thay đổi trong các quy định nhằm giảm lượng khí thải carbon vốn có thể ảnh hưởng đến các NMLD thế hệ cũ. Những điều này có thể làm giảm tác động của nguồn cung sản phẩm lọc dầu mới (từ Trung Đông, châu Á) cũng như mối lo ngại về nền kinh tế đang chậm lại, giúp cho crack spread sản phẩm lọc dầu tầng trung duy trì ở mức cao trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo crack spread dầu diesel và nhiên liệu bay ở Châu Á đạt mức trung bình là 21 USD/thùng và 20 USD/thùng trong 2024 (so

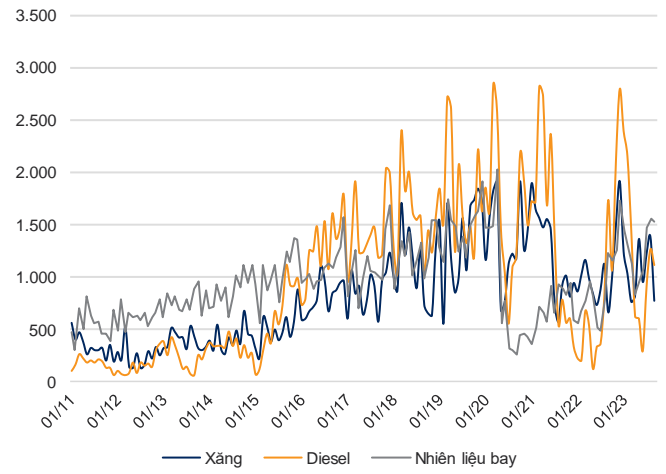
với lần lượt là 23,5 USD/thùng và 22,5 USD/thùng trong 2023). Và đây vẫn sẽ là động lực chính hỗ trợ cho LN của BSR trong 2024.

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



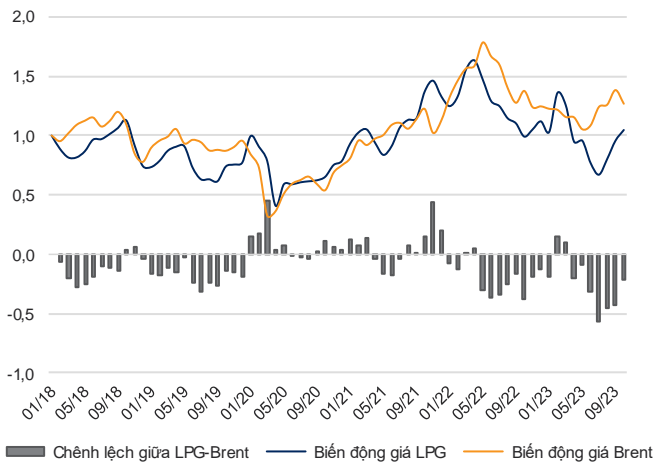
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu của Trung Quốc vẫn ở mức thấp so với trước đại dịch ('000 tấn)**



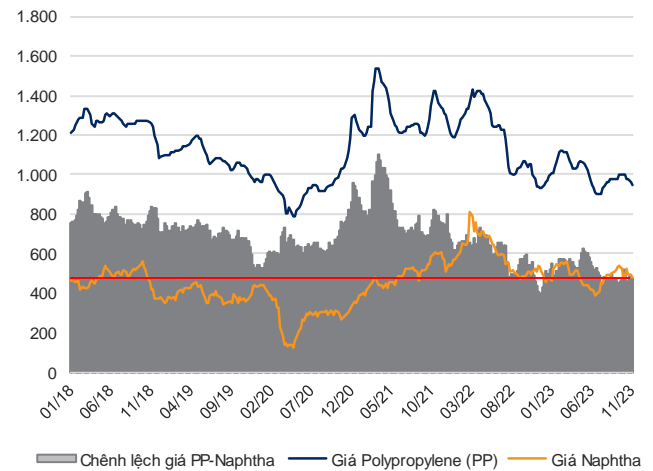
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Biến động giá LPG và giá dầu tính từ năm 2018. Khoảng chênh lệch giữa biến động giá LPG và Brent đang thu hẹp lại, báo hiệu lợi nhuận mảng LPG sẽ cải thiện trong thời gian tới**



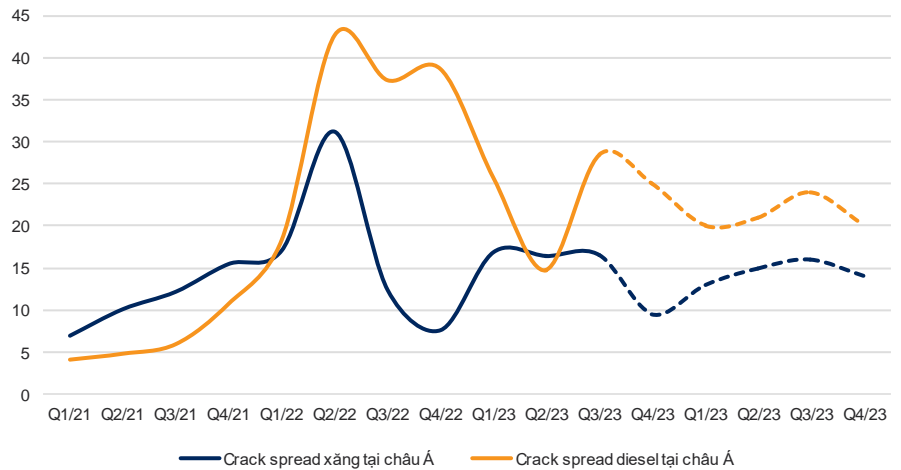
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Chênh lệch giữa giá PP-Naphtha vẫn ở mức thấp so với lịch sử, tạo áp lực lên kết quả kinh doanh của BSR (USD/tấn)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng crack spread diesel sẽ duy trì ở mức cao vào năm 2024, tiếp tục là động lực chính hỗ trợ cho LN của BSR trong thời gian tới (USD/thùng)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### Lợi nhuận của BSR trong năm 2024 sẽ giảm do đợt bảo dưỡng định kỳ

Dự kiến vào Q1/2024, BSR sẽ tạm dừng nhà máy lọc dầu Dung Quất trong khoảng 50 ngày để tiến hành bảo dưỡng định kỳ. Điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2024 do công suất vận hành năm 2024 sẽ giảm (-16,1 điểm % svck), kéo theo tổng sản lượng tiêu thụ giảm (-14,5% svck, theo ước tính của chúng tôi) và chi phí phát sinh trong thời gian bảo dưỡng (650 tỷ đồng/26,7 triệu USD, khiến biên LN gộp giảm 0,52 điểm %).

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của BSR sẽ giảm 12,8% svck. Về mặt lợi nhuận, cùng với tỷ suất LN lọc dầu giảm 7 điểm % svck trong năm 2024, chúng tôi ước tính LN ròng năm 2024 của BSR sẽ giảm 24,8% svck.



## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 22.900 đồng/cp.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với BSR với giá mục tiêu là 22.900 đồng/cp, Giá mục tiêu dựa trên tỷ trọng tương đương của hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA mục tiêu năm 2024 là 6,3 lần (mức trung bình các DN cùng ngành trong khu vực). Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 2,1% do: (1) điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024-25, (2) chuyển mô hình DCF sang năm 2024 (3) giảm giá định WACC từ 14,3% xuống 13,6% khi chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm tại ngày 30/9) và giảm [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 10% xuống 9,6%.

Hình 13: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
EV/EBITDA mục tiêu 2024 là 6,3x	23.229	50%	11.614
DCF	22.618	50%	11.309
Giá mục tiêu			22.923
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>22.900</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>DT thuần</b>	<b>124.059</b>	<b>134.480</b>	<b>125.093</b>	<b>109.562</b>	<b>138.370</b>	<b>141.258</b>	<b>144.169</b>
% svck	-12,8%	8,4%	-7,0%	-12,4%	26,3%	2,1%	2,1%
COGS & OPEX	(118.470)	(128.221)	(118.184)	(103.605)	(129.978)	(132.580)	(135.231)
EBIT	5.589	6.259	6.910	5.958	8.392	8.678	8.939
Biên LN hoạt động KD	4,5%	4,7%	5,5%	5,4%	6,1%	6,1%	6,2%
Thuế khã dụng	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT* (1-mức thuế)	5.031	5.633	6.219	5.362	7.553	7.811	8.045
+ Chi phí khấu hao	2.247	2.276	2.278	2.292	2.303	2.316	2.328
% doanh thu	1,8%	1,7%	1,8%	2,1%	1,7%	1,6%	1,6%
- CapEx	(3.194)	(7.867)	(8.009)	(8.145)	(3.446)	(186)	(189)
% doanh thu	-2,6%	-5,9%	-6,4%	-7,4%	-2,5%	-0,1%	-0,1%
+ Thay đổi vốn lưu động	(900)	(1.259)	1.279	1.887	(2.717)	(1.485)	(354)
% doanh thu	-0,7%	-0,9%	1,0%	1,7%	-2,0%	-1,1%	-0,2%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.096	879	797	769	796	985	1.316
% doanh thu	0,9%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	0,9%
Dòng tiền tự do (UFCF)	4.279	(338)	2.564	2.164	4.488	9.441	11.146

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>15,3%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	51.255
Nợ	8.954
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	10,0%
<b>WACC</b>	<b>13,7%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 17: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
		14,3%	14,8%	Cơ sở 15,3%	15,8%	16,3%	
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	0,6%	23.630	22.798	22.023	21.302	20.628
		0,8%	23.977	23.115	22.314	21.568	20.873
		1,0%	24.342	23.447	<b>22.618</b>	21.846	21.128
		1,2%	24.726	23.797	22.936	22.138	21.396
		1,4%	25.131	24.164	23.271	22.444	21.675

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

BSR hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2024 là 4,7 lần, thấp hơn mức trung bình các DN cùng ngành trong khu vực là 6,3 lần. Mặc dù LN năm 2024 dự kiến sẽ giảm, song mức định giá này vẫn tương đối hấp dẫn nhờ vào hiệu suất vận hành (duy trì ở mức trên 100% trong nhiều năm) và khả năng sinh lời của BSR cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Hình 18: Chỉ số EV/EBITDA của BSR từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Chỉ số P/B của BSR từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: So sánh các công ty trong ngành lọc hóa dầu

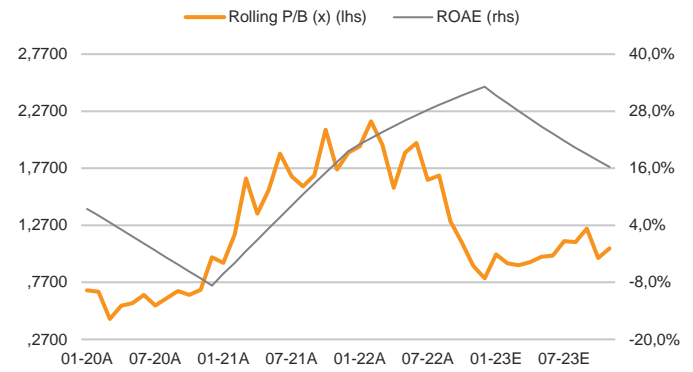
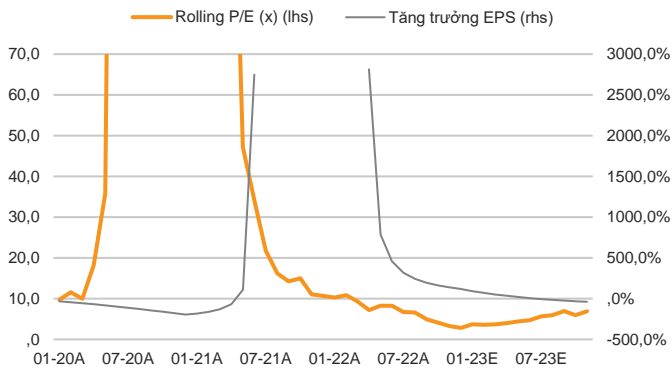
Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (lần)	EV/EBITDA (lần)			P/B (lần)		ROE (%)			ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			tr.USD	TTM	2024	TTM	2024	Hiện tại	2024	2023	2024	2023
Thai Oil	TOP TB	51,0	NA	3.209	6,9	7,8	9,0	8,4	0,7	0,6	10,9%	8,2%	4,3%	3,6%	
IRPC	IRPC TB	2,0	NA	1.163	N/A	12,9	33,5	8,0	0,5	0,5	0,3%	4,0%	0,4%	1,9%	
Star Petroleum Refining	SPRC TB	8,2	NA	995,5	9,8	7,1	N/A	3,4	0,8	0,8	9,7%	11,9%	6,1%	7,7%	
PTT Global Chemical	PTTGC TB	37,8	NA	4.795	N/A	13,9	16,0	8,4	0,6	0,6	0,4%	3,6%	0,1%	1,6%	
GS Holdings Corp	078930 KS	42.950	NA	3.052	2,9	2,9	3,3	4,5	0,3	0,3	9,9%	9,8%	4,7%	4,7%	
S-Oil Corp	010950 KS	70.100	NA	6.036	8,0	6,5	6,6	4,5	0,9	0,8	13,6%	14,0%	6,0%	5,9%	
Hindustan Petroleum	HPCL IN	319	NA	5.432	N/A	5,2	N/A	6,7	1,4	1,0	36,6%	21,2%	8,3%	5,1%	
<i>Trung bình</i>					6,9	8,0	13,7	6,3	0,7	0,7	11,6%	10,4%	4,3%	4,3%	
<b>Lọc hóa dầu Bình Sơn</b>	<b>BSR VN</b>	<b>19.000</b>	<b>22.900</b>	<b>2.427</b>	<b>7,4</b>	<b>9,8</b>	<b>2,5</b>	<b>5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>15,0%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>7,4%</b>	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 24/11)

### **Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:**

- Động lực tăng giá tiềm năng bao gồm crack spread cao hơn kì vọng và tiềm năng niêm yết cổ phiếu lên HOSE.
- Rủi ro giảm giá đến từ crack spread thấp hơn dự kiến và giá dầu giảm mạnh.

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	167.124	142.251	124.059
Giá vốn hàng bán	(151.027)	(133.099)	(117.223)
Chi phí quản lý DN	(515)	(505)	(441)
Chi phí bán hàng	(909)	(988)	(806)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>14.673</b>	<b>7.659</b>	<b>5.589</b>
EBITDA thuần	16.865	9.929	7.837
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.192)</b>	<b>(2.270)</b>	<b>(2.247)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>14.673</b>	<b>7.659</b>	<b>5.589</b>
Thu nhập lãi	1.750	2.102	1.649
Chi phí tài chính	(923)	(903)	(577)
Thu nhập ròng khác	86	27	24
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>15.586</b>	<b>8.885</b>	<b>6.685</b>
Thuế	(916)	(889)	(669)
Lợi ích cổ đông thiểu số	56	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>14.726</b>	<b>7.997</b>	<b>6.017</b>
Thu nhập trên vốn	14.726	7.997	6.017
Cổ tức phổ thông	(1.347)	(2.170)	(1.550)
<b>LN giữ lại</b>	<b>13.379</b>	<b>5.826</b>	<b>4.466</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	22.853	27.807	29.884
Đầu tư ngắn hạn	2.172	4.345	4.779
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.553	14.420	13.596
Hàng tồn kho	16.809	13.492	13.489
Các tài sản ngắn hạn khác	84	71	62
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>58.471</b>	<b>60.135</b>	<b>61.810</b>
Tài sản cố định	18.075	17.493	18.439
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	1.931	1.845	1.778
<b>Tổng tài sản</b>	<b>78.488</b>	<b>79.483</b>	<b>82.037</b>
Vay & nợ ngắn hạn	8.954	8.099	7.500
Phải trả người bán	14.836	11.692	10.197
Nợ ngắn hạn khác	2.225	1.894	1.652
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26.015</b>	<b>21.685</b>	<b>19.348</b>
Vay & nợ dài hạn	0	1.012	2.625
Các khoản phải trả khác	1.282	1.321	1.360
Vốn điều lệ và	31.005	31.005	31.005
LN giữ lại	14.652	18.929	22.170
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>51.255</b>	<b>55.533</b>	<b>58.774</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65)	(68)	(71)
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>78.488</b>	<b>79.483</b>	<b>82.037</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>15.586</b>	<b>8.885</b>	<b>6.685</b>
Khấu hao	2.192	2.270	2.247
Thuế đã nộp	(918)	(889)	(669)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.330)	(1.955)	(1.699)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(8.454)</b>	<b>1.987</b>	<b>(900)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>7.077</b>	<b>10.299</b>	<b>5.664</b>
Đầu tư TSCĐ	(220)	(1.687)	(3.194)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.915	(1.645)	144
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>2.695</b>	<b>(3.332)</b>	<b>(3.050)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(1.918)	157	1.013
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.347)	(2.170)	(1.550)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(3.265)</b>	<b>(2.013)</b>	<b>(537)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	16.346	22.853	27.807
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>6.507</b>	<b>4.954</b>	<b>2.077</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	22.853	27.807	29.884

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	8,8%	5,6%	4,8%
Vòng quay TS	2,30	1,80	1,54
ROAA	20,3%	10,1%	7,4%
Đòn bẩy tài chính	1,64	1,48	1,41
ROAE	33,2%	15,0%	10,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	36,2	37,0	40,1
Số ngày nắm giữ HTK	40,6	37,0	42,1
Số ngày phải trả tiền bán	35,9	32,1	31,8
Vòng quay TSCĐ	8,75	8,00	6,91
ROIC	24,5%	12,4%	8,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,8	3,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	2,2	2,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,5	1,8
Vòng quay tiền	40,9	41,9	50,4
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	65,3%	(14,9%)	(12,8%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	125,4%	(47,8%)	(27,0%)
Tăng trưởng LN ròng	119,3%	(45,7%)	(24,8%)
Tăng trưởng EPS	119,3%	(45,7%)	(24,8%)

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Barry Weisblatt – Head of Research

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>