

## CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (UPCoM: BSR)

- BSR ghi nhận LN ròng Q3/23 đạt 3,260 tỷ (+581.2% svck), lũy kế 9T23 LN ròng đạt 6,232 tỷ đồng (-52% svck), hoàn thành 82% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2023 giảm 48.3% svck từ mức nền cao của 2022, LN ròng 2024 có thể giảm 19.5% svck do nhà máy có đợt bảo dưỡng 50 ngày.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 25,300 đồng/cp.

### Lợi nhuận Q3/2023 tăng mạnh nhờ đà phục hồi của crack spread

Trong Q3/23, doanh thu của BSR giảm 4,6% svck do sản lượng tiêu thụ ước giảm khoảng 10% svck. Tuy nhiên, crack spread diesel và nhiên liệu bay tại châu Á đã hồi phục tốt từ mức đáy trong Q2/2023 và lần lượt đạt mức 28.4 USD/thùng (+99.3% sv quý trước) và 25.8 USD/thùng (+77.3% sv quý trước) trong Q3/2023 dưới tác động của việc khan hiếm nguồn cung, giúp BSR ghi nhận biên lợi nhuận cải thiện lên mức 10.1% (Q3/2022: 1.7%) và lợi nhuận ròng tăng 581% so với cùng kỳ. Lũy kế 9T2023, BSR ghi nhận lợi nhuận ròng đạt 6,232 tỷ đồng, giảm 52% svck và hoàn thành 82% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Kỳ vọng crack spread duy trì cao trong năm 2024 sẽ bù đắp một phần lợi nhuận suy giảm do bảo dưỡng nhà máy lọc dầu

Chúng tôi kỳ vọng crack spread diesel và nhiên liệu bay sẽ duy trì tích cực trong năm 2024 (+7.7% và +12.9% svck) nhờ nguồn cung tiếp tục khan hiếm; ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng crack spread xăng hồi phục dần từ Q1/2024 sau chuỗi giảm sâu trong những ngày đầu Q4/2023 nhờ nhu cầu đi lại trên thế giới tăng trở lại khi mùa đông kết thúc, trung bình cả năm 2024 có thể đạt 13.8 USD/thùng (+6.1% svck). Bước sang năm 2024, lợi nhuận ròng của BSR được dự phóng giảm khoảng 19.5% svck do sản lượng sụt giảm khoảng 14 % svck vì bảo dưỡng nhà máy trong 50 ngày.

### Dự án mở rộng NMLD Dung Quất là động lực tăng trưởng từ sau năm 2028

Dự án nâng cấp mở rộng đã được thông qua sẽ nâng công suất NMLD Dung Quất thêm 15.5% vào năm 2028, đồng thời mảng hóa dầu được đẩy mạnh. Dự án này sẽ cải thiện vị thế và khả năng lọc dầu của BSR so với các nhà máy lọc dầu trong khu vực, đồng thời đáp ứng nhu cầu sản phẩm lọc hóa dầu nội địa đang ngày càng tăng. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận của BSR trong dài hạn.

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 25,300 đồng/cổ phiếu

Giá mục tiêu của BSR được dựa trên 2 phương pháp là FCFF (WACC: 13%) và P/B (với P/B mục tiêu 1.3x). Mặc dù LN ròng ước tính giảm 48.3/19.5% svck trong 2023-24, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu BSR bởi (1) môi trường crack spread duy trì cao trong GD 2023-24, (2) Vị thế tài chính vững chắc với số dư tiền mặt lớn trong khi nợ vay ở mức tương đối thấp có thể giúp BSR ghi nhận lợi nhuận tài chính cao, (3) BSR hiện đang giao dịch ở mức P/B 1.1x - mức định giá hấp dẫn so với P/B trung bình 5 năm gần đây của doanh nghiệp là 1.3x.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/21	31/12/22	31/12/23F	31/12/24F
Doanh thu thuần	101,080	167,124	139,421	130,658
Lợi nhuận ròng	6,716	14,726	7,606	6,124
Tăng trưởng doanh thu thuần	74.4%	65.3%	-16.6%	-6.3%
Tăng trưởng LN ròng	n/a	119.3%	-48.3%	-19.5%
Biên LN gộp	7.6%	9.6%	6.2%	5.5%
Biên EBITDA	9.6%	10.8%	7.8%	7.0%
ROAE	19.6%	33.2%	14.1%	10.4%
ROAA	10.9%	20.3%	9.3%	6.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,166	4,750	2,453	1,975
BVPS (VND/cổ phiếu)	12,117	16,531	18,272	19,613

Nguồn: BCTC BSR, MBS dự phóng và tổng hợp

**MUA**

**Giá mục tiêu**

**VND 25,300**

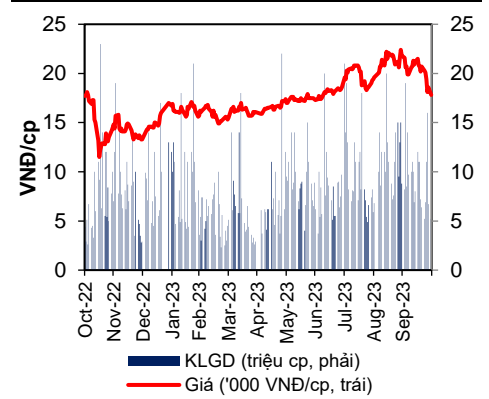
Tiềm năng tăng giá

35.8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

n/a

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	18,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	22,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,048
Vốn hóa (tỷ VND)	57,669
P/E (TTM)	11.6
P/B	1.1
Thị suất cổ tức (%)	3.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.96%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92.12%
Khác	7.88%

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)

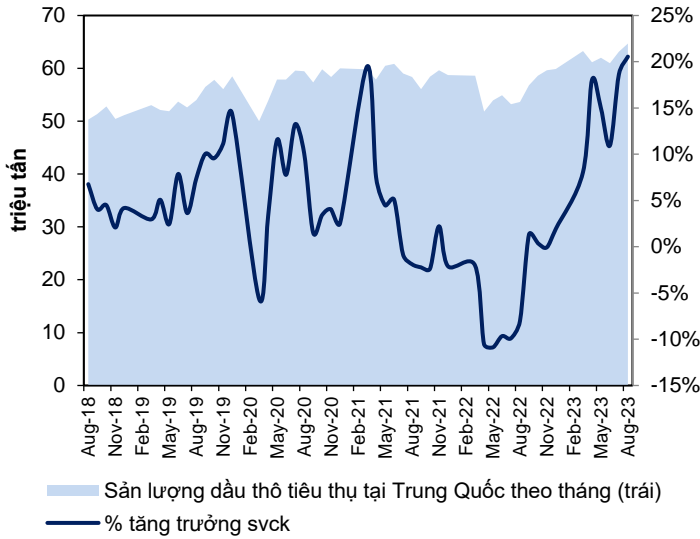
### Lợi nhuận Q3/23 tăng mạnh nhờ crack spread phục hồi

Hình 1: So sánh các kết quả Q2/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Đơn vị	Q3/2023	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng svck (%)	Đánh giá
Sản lượng tiêu thụ	Nghìn tấn	1,772	-11.5%	-3.4%	5,294	-3.3%	Sản lượng tiêu thụ Q3/2023 giảm từ mức nền cao của cùng kỳ 2022, sản lượng 9 tháng nhìn chung giảm nhẹ svck
Giá dầu Brent	USD/thùng	85.9	-12.1%	10.5%	81.9	-20.1%	Nỗ lực cắt giảm nguồn cung từ OPEC+ cùng với việc tồn kho dầu thô tại OECD xuống mức thấp trong vòng nhiều năm đã thúc đẩy giá dầu thô trong tháng 9/2023 tăng phi mã gần 30% so với mức đáy vào tháng 6/2023, có thời điểm đạt mốc 96.5 USD/thùng
Crack spread xăng châu Á	USD/thùng	14.6	18.0%	1.1%	15.3	-24.1%	Crack spread xăng đi ngang so với quý trước do tác động của nhu cầu thấp lẫn át tác động của thắt chặt nguồn cung, tuy nhiên tăng 18.0% svck do trong Q3/2022, Trung Quốc vẫn duy trì các chính sách lockdown chống Covid khiến nhu cầu xăng giai đoạn này giảm.
Crack spread diesel châu Á	USD/thùng	28.4	-23.8%	93.2%	22.9	-29.9%	Crack spread diesel Q3/23 tăng mạnh từ mức đáy của quý 2 nhờ: (1) nhu cầu diesel phục hồi tốt do Trung Quốc mở cửa trở lại và (2) nguồn cung khan hiếm hơn, tuy nhiên thấp hơn svck do căng thẳng về năng lượng toàn cầu trong Q3/22 khiến nhu cầu diesel tăng mạnh đột biến.
Crack spread nhiên liệu bay châu Á	USD/thùng	25.8	-22.7%	77.3%	22.4	-20.4%	Nhu cầu du lịch phục hồi kéo theo nhu cầu nhiên liệu bay tăng trong khi nguồn cung đang thắt chặt, giúp crack spread nhiên liệu bay phục hồi tốt trong Q3/23 so với quý trước, tuy nhiên vẫn giảm svck do sản phẩm này có cấu tạo giống với dầu diesel hơn.
Doanh thu		37,756	-4.6%	12%	105,491	-16.8%	Trong Q3/23, sản lượng tiêu thụ giảm khoảng 11% svck và giảm nhẹ so với quý trước nhưng giá bán các sản phẩm cải thiện tốt giúp doanh thu chỉ giảm nhẹ svck.
Lợi nhuận gộp		3,831	485.7%	225%	7,080	-50.0%	
Biên lợi nhuận gộp		10.1%	+8.5 điểm %	+7 điểm %	6.7%	-4 điểm %	Crack spread cải thiện tốt từ mức thấp của quý trước, giá vốn hàng bán không cao như cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng 2023, biên lợi nhuận thấp hơn svck do năm 2022 ghi nhận nền cao của crack spread.
Chi phí quản lý & bán hàng		313	24.5%	-6%	1,061	21%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu		0.8%	-0.2 điểm %	-0.2 điểm %	1.0%	+0.3 điểm %	
Doanh thu tài chính		420	22%	-10%	1,698	67%	Giá trị tiền gửi +143% svck, +91% sv quý trước giúp doanh thu tài chính tăng trưởng tích cực svck trong môi trường lãi suất thấp.
Chi phí tài chính		319	34%	n/a	803	18%	
LNTT		3,620	549.1%	164%	6,938	-49%	
Thuế TNDN		385	549.1%	164%	753	-3%	
LNST		3,235	581.2%	143%	6,184	-52%	
Lợi nhuận ròng		3,260	581.2%	143%	6,231	-52%	Tăng trưởng tích cực svck nhờ mức nền thấp trong Q3 năm 2022. Lũy kế 9T23, LN ròng giảm 52% svck từ mức nền cao kỷ lục của crack spread (xung đột Nga-Ukraine xảy ra vào Q1/2022)

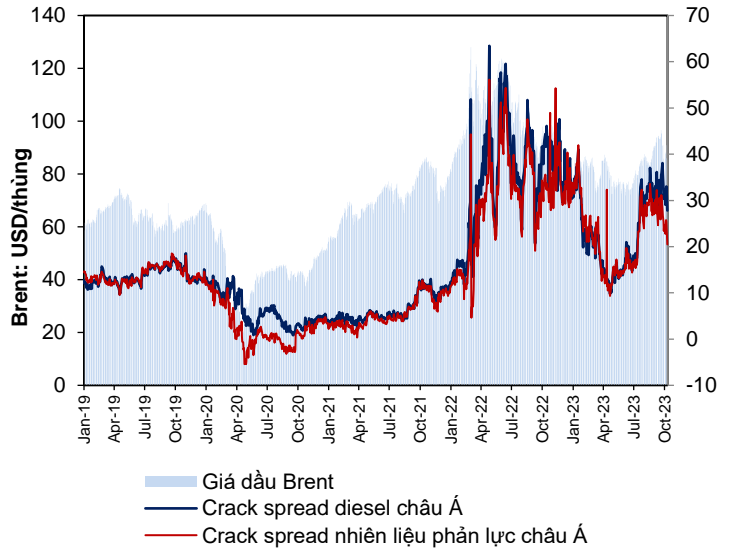
Nguồn: BSR, MBS Research

**Hình 2: Trung Quốc đã mở cửa trở lại và tăng sản lượng dầu thô sử dụng lên mức cao nhất 5 năm gần đây**



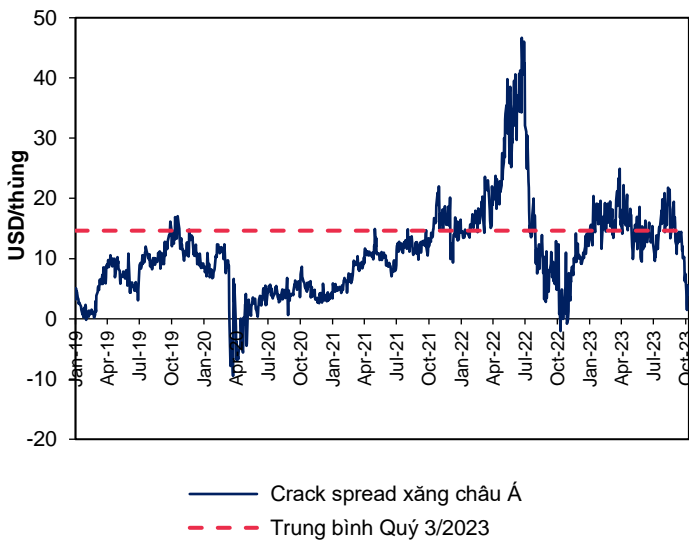
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Hình 3: Crack spread của dầu diesel và nhiên liệu bay tại châu Á trong quý 3 đã bật tăng tốt theo đà của giá dầu thô**



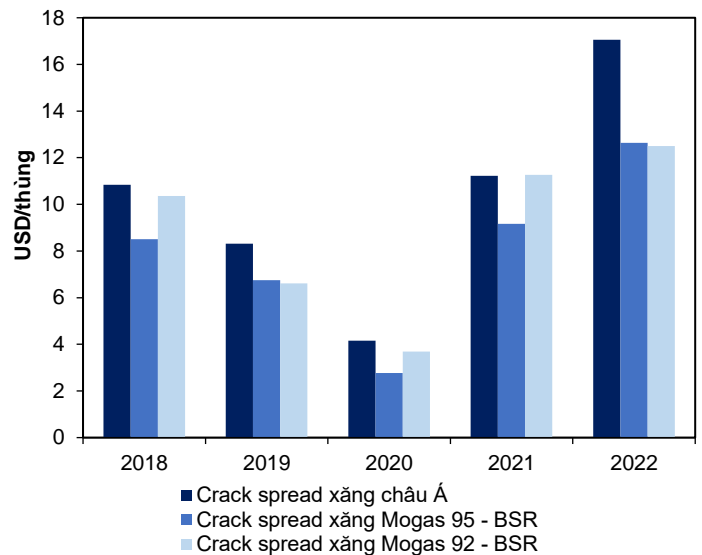
Nguồn: OPEC, MBS Research

**Hình 4: Crack spread xăng châu Á đi ngang trong quý 3 nhưng đang giảm trong những ngày đầu quý 4**



Nguồn: MBS Research tổng hợp

**Hình 5: So sánh crack spread các sản phẩm xăng của BSR với crack spread tham chiếu**



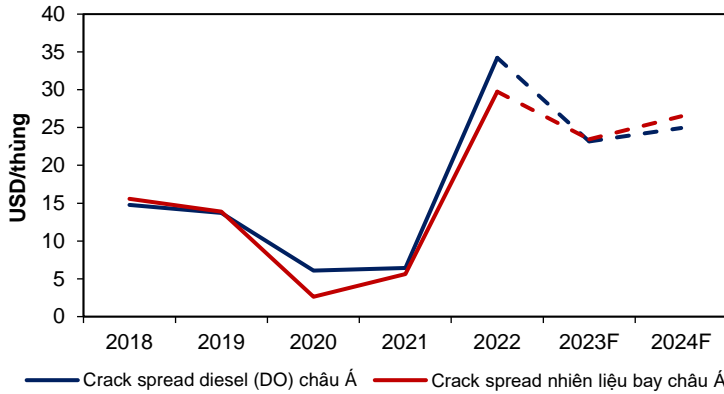
Nguồn: Bloomberg, BSR, MBS Research tổng hợp

## Crack spread được kỳ vọng tiếp tục ở mức cao trong Q4/2023 và năm 2024 giúp cải thiện lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi

**Chúng tôi kỳ vọng crack spread dầu diesel và nhiên liệu bay duy trì tích cực từ Q4/2023, trong khi crack spread xăng sẽ tăng trở lại từ Q1/2024**

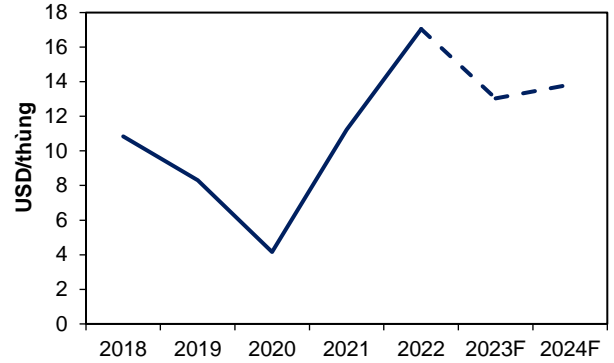
Chúng tôi cho rằng crack spread các sản phẩm dầu diesel và nhiên liệu bay sẽ được neo ở mức cao trong Q4/2023 và cả năm 2024 nhờ: (1) nhu cầu du lịch hồi phục khiến nhu cầu nhiên liệu bay tăng cao và (2) nhu cầu sử dụng diesel tiếp tục ở mức cao do El Nino dự kiến vẫn sẽ kéo dài đến hết năm 2024, gây ra tình trạng thiếu hụt năng lượng. Theo đó, chúng tôi dự phóng crack spread dầu diesel châu Á (tham chiếu của BSR) có thể đạt trung bình 23.2 USD/thùng trong năm 2023 và 24.9 USD/thùng năm 2024.

Hình 6: Crack spread dầu diesel (DO) và nhiên liệu bay châu Á



Nguồn: Bloomberg, dự phóng của MBS Research

Hình 7: Crack spread xăng châu Á



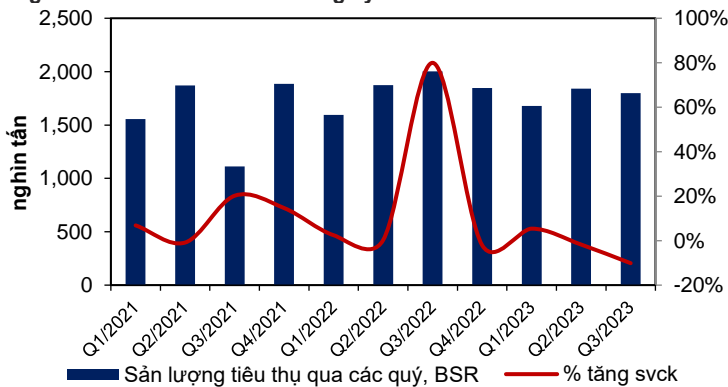
Nguồn: Bloomberg, dự phóng của MBS Research

Crack spread xăng trung bình tại châu Á đang giảm mạnh trong những ngày đầu của Q4/2023 xuống mức 3.6 USD/thùng. Đây là tác động kết hợp của việc giá dầu thô tăng vì cắt giảm nguồn cung trong khi giá xăng không tăng kịp tốc độ này của dầu thô do nhu cầu di chuyển thấp khi mùa đông tới gần tại Mỹ khiến chênh lệch giá xăng-Brent nước này giảm, từ đó ảnh hưởng gián tiếp đến crack spread xăng châu Á. Đối với xăng Mogas 92 và Mogas 95, chúng tôi kỳ vọng crack spread của sản phẩm này sẽ phục hồi chậm trong Q4/2023 và tăng tốt trở lại kể từ Q1/2024 khi mùa đông tại Mỹ và châu Âu kết thúc kéo theo nhu cầu đi lại tăng và crack spread xăng trên toàn cầu tăng. Trong kịch bản của chúng tôi, crack spread xăng tại châu Á trung bình sẽ đạt mốc 13.0 USD/thùng trong năm 2023 và 13.8 USD/thùng trong năm 2024.

**Sản lượng duy trì ổn định trong năm 2023 tuy nhiên sẽ giảm 13.3% svck trong năm 2024 do nhà máy đi vào bảo dưỡng**

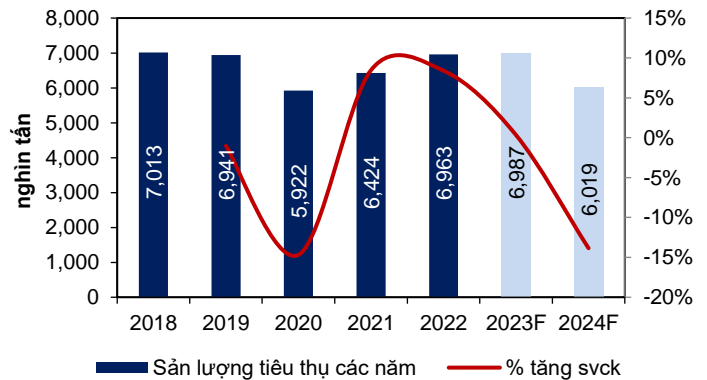
Trong Q3/2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của BSR ghi nhận mức 1.8 triệu tấn (đi ngang so với quý trước, -10% svck), đồng nghĩa với việc nhà máy đã hoạt động với công suất cao hơn công suất thiết kế khoảng 15%. Tính chung 9 tháng năm 2023, sản lượng tiêu thụ của công ty đạt khoảng 5.3 triệu tấn (đi ngang svck). Sản lượng tiêu thụ của BSR sẽ tiếp tục duy trì ở mức tối đa trong năm 2023, tuy nhiên sẽ giảm trong năm 2024 do lịch sửa chữa bảo dưỡng cho Nhà máy trong 50 ngày vào tháng 3 - tháng 4 năm 2024. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ của BSR sẽ đạt 6.99 triệu tấn trong năm 2023 (+0.34% svck) và 6.02 triệu tấn trong năm 2024 (-13.3% svck).

Hình 8: Sản lượng tiêu thụ Q3/2023 ước tính đi ngang so với quý trước và giảm từ mức nền cao của cùng kỳ 2022



Nguồn: BSR, MBS Research ước tính và tổng hợp

Hình 9: Dự phóng sản lượng tiêu thụ của BSR giai đoạn 2023-2024



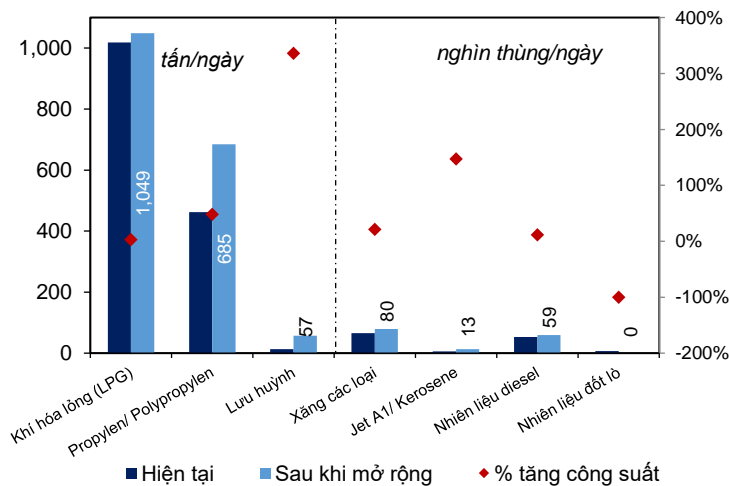
Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

## Động lực tăng trưởng trong dài hạn đến từ dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu và tập trung vào mảng hóa dầu

### Dự án nâng cấp mở rộng sẽ đẩy mạnh mảng hóa dầu và giúp cải thiện biên lợi nhuận của BSR trong tương lai

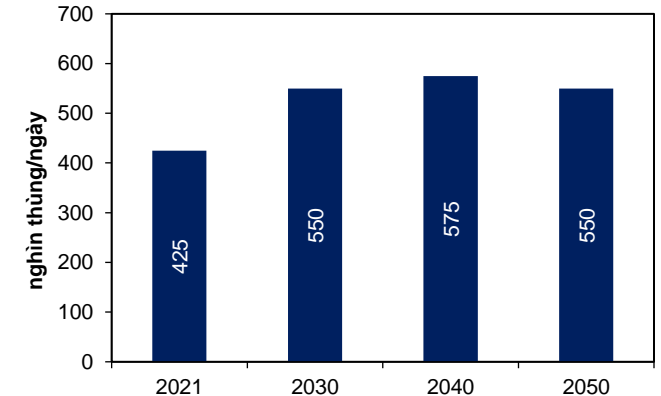
Tháng 5/2023, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 482/QĐ-TTg nhằm chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư dự án nâng cấp, mở rộng NMLD Dung Quất. Dự án được phê duyệt tổng vốn đầu tư khoảng 31,235 tỷ đồng tương đương 1,257 tỷ USD, trong đó vốn chủ sở hữu dự kiến chiếm 40% (khoảng 12,494 tỷ đồng). Sau khi nâng cấp mở rộng, công suất của Dung Quất sẽ tăng từ mức 148 nghìn thùng dầu thô/ngày lên mức 171 nghìn thùng dầu thô/ngày (tương đương 7.5 triệu tấn/năm, +15.5%); các sản phẩm sẽ đáp ứng tiêu chuẩn Euro 5 trong khi nhiên liệu đốt lò (FO) bị loại bỏ hoàn toàn. Chúng tôi cho rằng dự án này sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của BSR trong dài hạn trước bối cảnh nhu cầu sử dụng xăng dầu của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trong khi NMLD Nghi Sơn thường xuyên gặp sự cố kỹ thuật.

Hình 10: Công suất NMLD Dung Quất trước và sau khi mở rộng



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

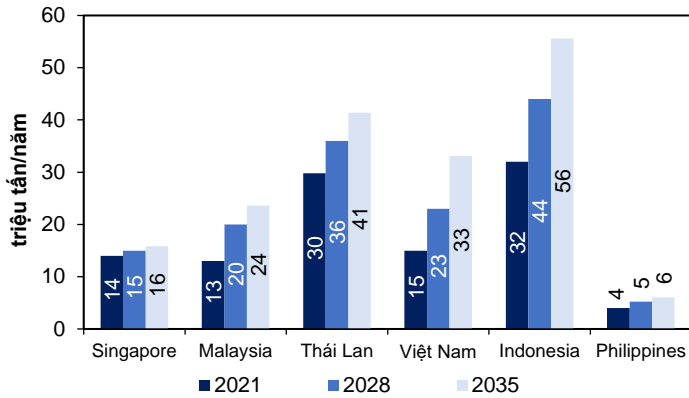
Hình 11: Nhu cầu nhiên liệu vận tải tại Việt Nam được dự báo vẫn sẽ tăng tốt từ nay đến năm 2030 và giảm dần từ sau 2040



Nguồn: World Bank, EIU, MBS Research

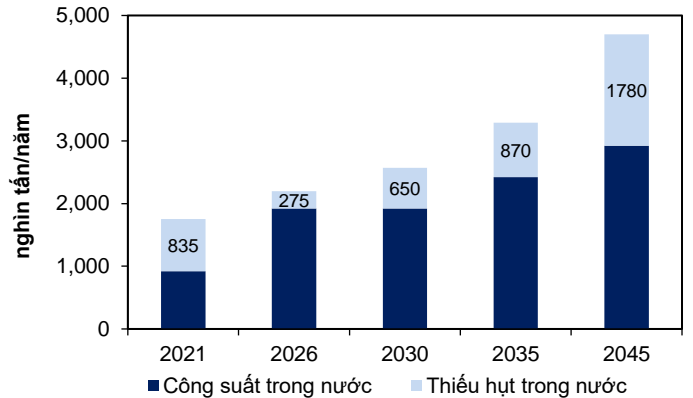
Theo chủ trương đầu tư dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất, mảng hóa dầu đã được chú trọng hơn khi công suất sản phẩm hóa dầu propylene/polypropylene sẽ tăng khoảng 48.3% lên mức 685 tấn/ngày, góp phần cân bằng cơ cấu sản phẩm. Theo Nexant, nhu cầu các sản phẩm chủ lực trong chuỗi giá trị các sản phẩm hóa dầu tại Việt Nam sẽ tăng cao từ nay đến 2045, đồng thời là động lực chính cho tăng trưởng nhu cầu hóa dầu trong khu vực. Tuy nhiên, Việt Nam được dự báo vẫn sẽ thiếu nguồn cung phân khúc sản phẩm hóa chất chuỗi C2, C3, C4 và hợp chất thơm do các nhà máy lọc hóa dầu tại Trung Quốc chủ yếu phục vụ nhu cầu nội địa. Đây là cơ hội tốt cho BSR để chiếm lĩnh thị phần đồng thời tăng biên lợi nhuận do các sản phẩm hóa dầu mang lại nhiều giá trị gia tăng hơn so với các sản phẩm lọc dầu.

Hình 12: Dự báo nhu cầu sản phẩm hóa dầu tại Đông Nam Á



Nguồn: Nexant, MBS Research

Hình 13: Nhu cầu sản phẩm polypropylen (thuộc chuỗi giá trị C3) tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng công suất

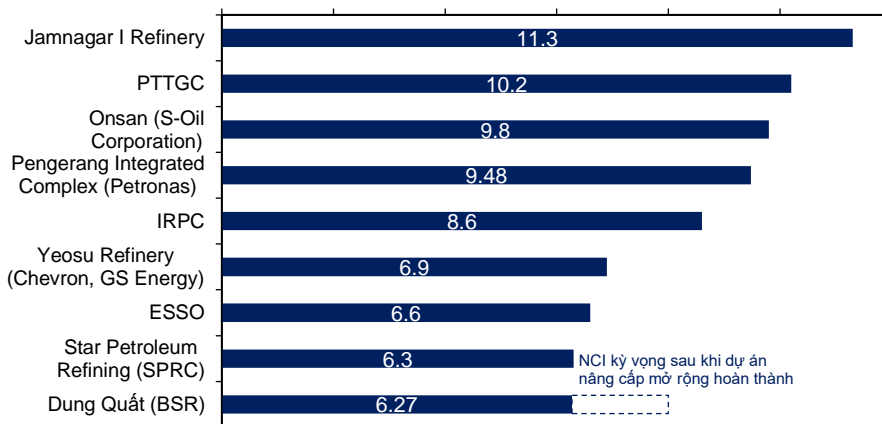


Nguồn: Nexant, MBS Research

Bên cạnh việc tăng công suất, dự án nâng cấp mở rộng NMLD cũng nâng cấp, hiệu chỉnh công nghệ cho các phân xưởng tại Dung Quất. Theo Quyết định số 49/2011/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, từ ngày 01/1/2022, các loại xe ô tô sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới phải áp dụng tiêu chuẩn khí thải mức 5 (Euro 5); tuy nhiên các loại nhiên liệu đạt tiêu chuẩn khí thải này là xăng RON 95-V và dầu diesel DO 0.001S-V đều chưa được sản xuất tại Việt Nam mà phải được nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng sau khi hoàn thành nâng cấp mở rộng nhà máy, BSR sẽ cải thiện doanh thu lọc dầu và tăng lợi nhuận nhờ cung cấp các sản phẩm lọc dầu phù hợp tiêu chuẩn khí thải Euro 5 cho thị trường nội địa.

Hiện tại, chỉ số Nelson Complexity Index (NCI – đo độ phức tạp của các nhà máy lọc dầu) của BSR đang ở mức 6.27 và tương đối thấp so với các đơn vị lọc dầu khác trong khu vực. Sau khi dự án hoàn thành vào đầu năm 2028, NCI của Dung Quất được kỳ vọng tăng trên mức 8.0 nhờ linh hoạt hơn trong xử lý dầu thô và tối ưu hóa danh mục sản phẩm.

Hình 14: Nelson Complexity Index (NCI) của một số đơn vị lọc dầu tại châu Á



(NCI cao cho thấy nhà máy có thể lọc được các sản phẩm nhẹ hơn với tính linh chế cao hơn)

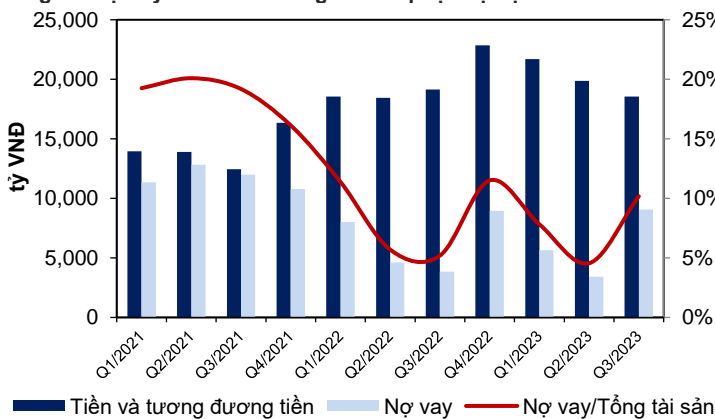
Nguồn: MBS Research tổng hợp

### Vị thế tài chính vững chắc hỗ trợ cho dự án nâng cấp mở rộng NMLD

Tính đến thời điểm cuối Q3/2023, BSR vẫn đang duy trì lượng tiền và tương đương tiền rất dồi dào (khoảng 18.5 nghìn tỷ) trong khi không còn nợ vay dài hạn. Chúng tôi cho rằng việc này có thể: (1) giúp BSR ghi nhận doanh thu từ hoạt động tài chính tốt và (2) góp phần hỗ trợ BSR triển khai kế hoạch nâng cấp mở rộng NMLD.

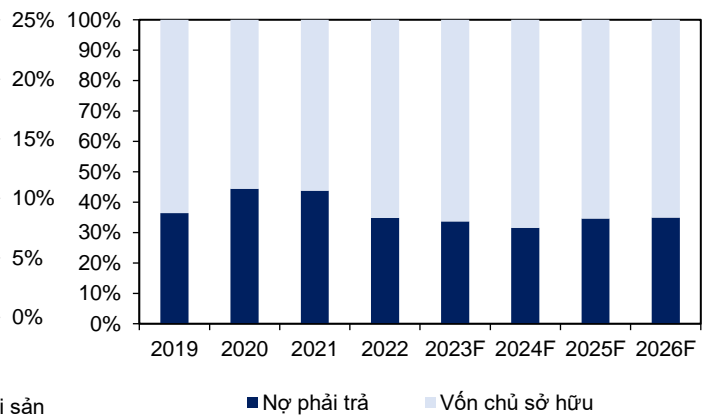
Trong Q3/2023, BSR đã tăng mạnh nợ vay ngắn hạn thêm 165% so với quý trước lên hơn 9 nghìn tỷ đồng để phục vụ bổ sung vốn lưu động, tuy nhiên tỷ trọng nợ vay trên tổng tài sản vẫn ở mức tương đối thấp (10.2%). Theo kế hoạch của BSR, cơ cấu vốn chủ sở hữu/vốn vay của dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất sẽ là 40/60, đồng nghĩa với vốn vay ở mức 18,741 tỷ đồng tương đương 2.09 lần nợ vay của BSR trong năm 2022. Dự kiến, BSR sẽ chi trên mức 6,000 tỷ hàng năm cho dự án này kể từ năm 2024, chi phí sẽ đạt đỉnh vào giai đoạn 2025-2026. Mặc dù dự phóng nợ vay tăng dần trong giai đoạn 2024-2026 và khiến chi phí lãi vay tăng, chúng tôi cho rằng tỷ lệ Nợ phải trả/Tổng tài sản của BSR vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở mức dưới 40% do lợi nhuận giữ lại ở mức cao. Trong kịch bản của chúng tôi, dự án NCMR nhà máy sẽ được hoàn thành vào năm 2028 và toàn bộ giá trị khoản mục xây dựng cơ bản dở dang sẽ được chuyển sang giá trị tài sản cố định vào thời gian này.

Hình 15: Lượng tiền/tương đương tiền của BSR đang duy trì ở mức cao trong khi nợ vay đã bắt đầu tăng dần để phục vụ dự án NCMR NMLD



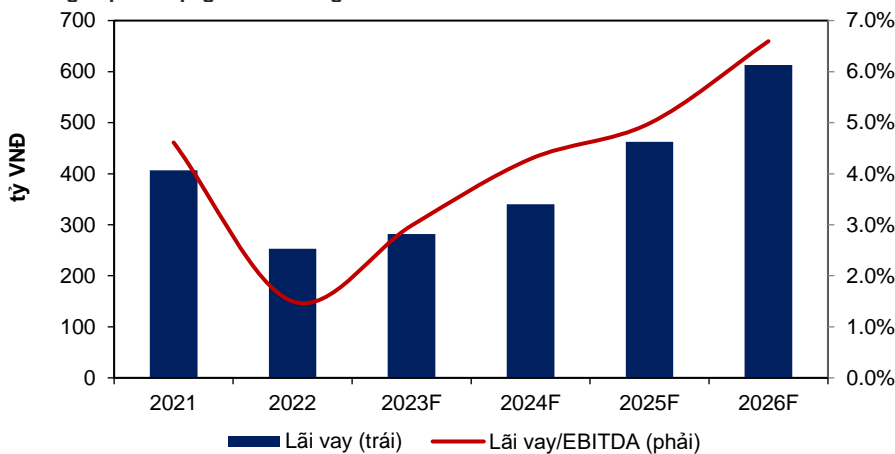
Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 16: Dự phóng cơ cấu tài sản của BSR đến năm 2026



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 17: Dự kiến tỷ lệ lãi vay/EBITDA của BSR với giả định vay nợ tăng lên để phục vụ dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

## Dự báo KQKD giai đoạn 2023 – 2024

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng LN ròng của BSR giảm 48% svck từ mức nền cao của năm 2022. Bước sang năm 2024, chúng tôi dự phóng LN ròng của BSR có thể giảm 19% svck do nhà máy có đợt bảo dưỡng lớn kéo dài 50 ngày sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ.

Hình 18: Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2023-2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Đơn vị	2022	2023F	Tăng svck (%)	2024F	Tăng svck (%)	Đánh giá
Sản lượng tiêu thụ	Nghìn tấn	6,963	6,987	0.3%	6,019	-13.9%	Bảo dưỡng sửa chữa NMLD Dung Quất (khoảng 50 ngày) trong năm 2024.
Giá dầu Brent (tham chiếu)	USD/thùng	101.8	84.1	-17.4%	92.0	9.4%	
Crack spread xăng châu Á	USD/thùng	17.1	13.0	-23.5%	13.8	6.1%	Crack spread xăng được kỳ vọng phục hồi rõ ràng hơn từ Q1/2024
Crack spread diesel (DO) châu Á	USD/thùng	34.2	23.2	-32.3%	24.9	7.7%	
Crack spread nhiên liệu bay châu Á	USD/thùng	29.7	23.5	-21.2%	26.5	12.9%	Nguồn cung tiếp tục khan hiếm trong 2024.
Doanh thu	Tỷ đồng	167,124	139,421	-17%	130,658	-6%	Doanh thu năm 2023 giảm từ mức nền cao của năm 2022; năm 2024 sản lượng giảm vì bảo dưỡng NMLD khoảng 50 ngày khiến doanh thu giảm.
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	16,096	8,642	-46%	7,177	-17%	
Biên lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	9.6%	6.2%	-3.4 điểm %	5.5%	-0.7 điểm %	Crack spread vẫn ở mức khá cao nhưng sẽ dần quay về mức trung bình sau khi đạt kỳ lục trong năm 2022 theo diễn biến của giá dầu thô.
Chi phí quản lý & bán hàng	Tỷ đồng	1,424	1,508	6%	1,487	-1%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu		0.9%	1.1%	+0.2 điểm %	1.1%	0 điểm %	
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	1,750	2,008	15%	2,058	3%	Giá trị tiền gửi lớn kéo theo doanh thu tài chính tích cực
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	923	987	7%	1,191	21%	Tăng vay nợ để phục vụ dự án NCMR NMLD khiến chi phí lãi vay tăng.
LNTT	Tỷ đồng	15,586	8,227	-47%	6,624	-19%	Lợi nhuận trước thuế được hỗ trợ một phần bởi lợi nhuận từ hoạt động tài chính.
Thuế TNDN	Tỷ đồng	916	658	-28%	530	-19%	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(56)	(38)	-33%	(30)	-19%	
Lợi nhuận ròng	Tỷ đồng	14,726	7,606	-48%	6,124	-19%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- Crack spread các sản phẩm lọc dầu neo ở mức cao do khan hiếm nguồn cung khiến lợi nhuận của BSR duy trì tích cực trong GD 2023-2024.
- Vị thế tài chính vững chắc với số dư tiền mặt lớn trong khi nợ vay ở mức tương đối thấp có thể giúp BSR ghi nhận lợi nhuận tài chính cao.
- BSR hiện đang giao dịch ở mức P/B 1.1x - mức định giá hấp dẫn so với P/B trung bình 5 năm gần đây của doanh nghiệp là 1.3x.

### Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCF và P/B để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu BSR là 25,300 VND/CP. Giá trị P/B trung bình 5 năm (1.3x) được sử dụng trong định giá P/B cho BSR bởi chúng tôi tin rằng đây là khoảng thời gian đủ để phản ánh định giá của thị trường cho cổ phiếu qua các giai đoạn biến động khác



nhau của crack spread tham chiếu và lợi nhuận (GĐ 2018-2019: crack spread tương đối ổn định, GĐ 2020-2021: crack spread giảm mạnh do ảnh hưởng của COVID-19 khiến nhu cầu thấp; GĐ 2022-2023: crack spread tăng do tác động của xung đột địa chính trị và khan hiếm nguồn cung).

Hình 19: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	25,050
Forward P/B với P/B mục tiêu 2024 = 1.3x	50%	25,460
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>25,260</b>
Giá hiện tại		18,600
<b>Tiềm năng tăng giá</b>		<b>35.8%</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 20: Định giá P/B - BSR



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 21: Dự phóng dòng tiền FCFF

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	6,094	6,833	6,241	4,584	6,140
Chi phí phi tiền mặt	2,242	2,250	2,256	2,260	2,999
Lãi vay sau thuế	313	428	567	602	584
Đầu tư vốn lưu động	977	428	2,352	1,304	(1,214)
Đầu tư TSCĐ	(5,201)	(5,165)	(11,364)	(7,967)	(135)
<b>FCFF</b>	<b>4,425</b>	<b>4,774</b>	<b>51</b>	<b>783</b>	<b>8,375</b>

Hình 22: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2028	tỷ đồng	12,701
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	38,020
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	36,778
(-) Nợ	tỷ đồng	9,838
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	77,660
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	3,100
Giá trị cổ phiếu	đồng	25,050

**Chi phí VCSH**

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro thị trường	9.6%
Chi phí VCSH	14.5%

**WACC và tăng trưởng dài hạn**

Tỷ trọng VCSH	77.6%
Tỷ trọng nợ	22.4%
Chi phí nợ	10.0%
Mức thuế	20.0%
<b>WACC</b>	<b>13.0%</b>
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

## Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

### Tiềm năng tăng giá:

- Crack spread nhiên liệu bay và diesel cao hơn dự kiến, crack spread các sản phẩm xăng phục hồi nhanh hơn dự kiến.
- Sản lượng tiêu thụ năm 2024 cao hơn nhiều so với dự kiến.
- Các thông tin liên quan đến việc chuyển sản niêm yết tích cực hơn dự kiến. Hiện tại, BSR đã đáp ứng 8 trong tổng số 9 tiêu chí để niêm yết trên sàn HOSE, ngoại trừ tiêu chí không có nợ quá hạn quá 1 năm. Doanh nghiệp đang tích cực đàm phán tiêu chí này, tuy nhiên quá trình đàm phán vẫn còn nhiều vướng mắc và khó có thể hoàn thành chuyển sản trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng những thông tin tích cực liên quan đến vấn đề này, nếu có, sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

### Rủi ro giảm giá:

- Crack spread các sản phẩm thấp hơn mức dự phóng.
- Sản lượng tiêu thụ thấp hơn mức dự phóng.

Hình 23: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		ROA%		ROE (%)		
				TTM	Hiện tại	TTM	2022	TTM	2022	
Cosmo Energy Holdings Co Ltd	Nhật Bản	5021 JP Equity	3,218.2	n/a	0.9	(0.8)	5.7	(3.3)	26.4	
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	MRL IN Equity	1,060.4	2.5	1.4	14.7	19.0	44.2	58.8	
Gujarat State Petronet Ltd	Ấn Độ	GUJS IN Equity	1,806.7	9.2	1.6	10.1	10.5	18.9	20.6	
Star Petroleum Refining PCL	Thái Lan	SPRC TB Equity	958.1	n/a	0.9	(8.0)	12.6	(13.0)	21.0	
PTG Energy PCL	Thái Lan	PTG TB Equity	399.5	24.6	1.7	1.2	2.1	6.7	11.5	
Hengyuan Refining Co BHD	Malaysia	HYR MK Equity	198.4	n/a	0.6	(17.5)	(2.6)	(69.0)	(9.2)	
Esso Thailand PCL	Thái Lan	ESSO TB Equity	934.5	n/a	1.3	(6.2)	12.2	(17.4)	41.0	
Trung bình					12.1	1.2	(0.9)	8.5	(4.7)	24.3
Lọc hóa dầu Bình Sơn	Việt Nam	BSR VN Equity	2,347.3	11.6	1.1	8.6	18.7	14.0	28.7	

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Doanh thu thuần	101,080	167,124	139,421	130,658	LN trước thuế	6,941	15,586	8,227	6,624
Giá vốn hàng bán	(93,381)	(151,027)	(130,779)	(123,482)	Khấu hao	2,311	2,192	2,313	2,242
Lợi nhuận gộp	7,699	16,096	8,642	7,177	Thuế đã nộp	(193)	(918)	(658)	(530)
Chi phí quản lý DN	(407)	(515)	(495)	(523)	Các khoản điều chỉnh khác	(449)	(849)	-	-
Chi phí bán hàng	(781)	(909)	(1,013)	(964)	Thay đổi VLD	363	(8,923)	2,785	977
LN từ HĐKD	6,511	14,673	7,134	5,690	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>8,972</b>	<b>7,088</b>	<b>12,667</b>	<b>9,313</b>
EBITDA thuần	8,822	16,865	9,447	7,932	Đầu tư TSCĐ	(63)	(220)	(322)	(5,201)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>6,511</b>	<b>14,673</b>	<b>7,134</b>	<b>5,690</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	0	-	-
Thu nhập lãi	1,015	1,750	2,008	2,058	Các khoản khác	2,715	2,915	(9,681)	(284)
Chi phí tài chính	(619)	(923)	(987)	(1,191)	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(2,779)</b>	<b>2,695</b>	<b>(10,003)</b>	<b>(5,485)</b>
Thu nhập ròng khác	34	86	72	67	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	(2,138)	(1,918)	883	3,010
<b>LN trước thuế</b>	<b>6,941</b>	<b>15,586</b>	<b>8,227</b>	<b>6,624</b>	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(257)	(916)	(658)	(530)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(502)	(1,347)	(2,170)	(930)
Lợi nhuận sau thuế	6,684	14,669	7,569	6,094	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(2,640)</b>	<b>(3,265)</b>	<b>(1,287)</b>	<b>2,080</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(32)	(56)	(38)	(30)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	12,793	16,346	22,853	24,230
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6,716</b>	<b>14,726</b>	<b>7,606</b>	<b>6,124</b>	LC tiền thuần trong năm	3,553	6,518	1,377	5,908
					<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>16,346</b>	<b>22,853</b>	<b>24,230</b>	<b>30,138</b>
Bảng cân đối kế toán	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	Các chỉ số cơ bản	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Tiền và tương đương tiền	16,346	22,853	24,230	30,138	Tăng trưởng doanh thu thuần	74%	65%	-17%	-6%
Đầu tư ngắn hạn	4,190	2,172	12,548	11,759	Tăng trưởng EBITDA	n/a	91%	-44%	-16%
Phải thu khách hàng	13,251	16,098	15,279	14,319	Tăng trưởng LN từ HĐKD	n/a	125%	-51%	-20%
Hàng tồn kho	10,358	16,809	14,189	13,397	Tăng trưởng LN trước thuế	n/a	125%	-47%	-19%
Các tài sản ngắn hạn khác	400	539	1,002	884	Tăng trưởng LN ròng	n/a	119%	-48%	-19%
Tổng tài sản ngắn hạn	44,544	58,471	67,248	70,497	Tăng trưởng EPS	n/a	119%	-48%	-19%
Tài sản cố định	19,918	17,885	15,835	13,771	Biên LN gộp	7.6%	9.6%	6.2%	5.5%
Tài sản vô hình	218	190	126	60	Biên EBITDA	9.6%	10.8%	7.8%	7.0%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,206	1,275	1,398	6,487	Biên LN ròng	6.6%	8.8%	5.5%	4.7%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	19.6%	33.2%	14.1%	10.4%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAA	10.9%	20.3%	9.3%	6.9%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	10	10	10	ROIC	13.9%	24.5%	11.5%	8.3%
Tài sản dài hạn khác	900	657	671	647	Vòng quay tài sản	164.8%	230.1%	170.3%	147.8%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>66,796</b>	<b>78,488</b>	<b>85,288</b>	<b>91,471</b>	Cổ tức chi trả/LN ròng	7.5%	9.1%	28.5%	15.2%
Vay & nợ ngắn hạn	9,829	8,954	9,838	12,848	Tổng nợ vay/VCSH	28.7%	17.5%	17.4%	21.2%
Phải trả người bán	9,450	14,836	14,747	14,117	Nợ vay ròng/VCSH	-14.8%	-27.2%	-25.4%	-28.5%
Phải trả ngắn hạn khác	7,661	2,225	2,123	1,859	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-8.3%	-17.7%	-16.9%	-18.9%
Tổng nợ ngắn hạn	26,940	26,015	26,708	28,824	Khả năng thanh toán lãi vay	16.0	58.0	25.3	16.7
Vay & nợ dài hạn	943	-	-	-	Số ngày phải thu	48	35	40	40
Các khoản phải trả khác	1,349	1,282	1,999	1,917	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	40	41	40	40
Tổng nợ dài hạn	2,291	1,282	1,999	1,917	Số ngày phải trả tiền bán	37	36	41	42
<b>Tổng nợ</b>	<b>29,232</b>	<b>27,298</b>	<b>28,707</b>	<b>30,741</b>	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.7	2.2	2.5	2.4
Vốn điều lệ	31,005	31,005	31,005	31,005	Khả năng thanh toán nhanh	1.3	1.6	2.0	2.0
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.8	1.0	1.4	1.5
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	<b>Định giá</b>				
LN giữ lại	6,562	14,652	15,571	15,695	EPS (đồng/cp)	2,166	4,750	2,453	1,975
Các quỹ thuộc VCSH	3	5,599	10,078	14,109	BVPS (đồng/cp)	12,117	16,531	18,272	19,613
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/E (lần)	8.0	3.7	7.6	9.4
Vốn chủ sở hữu	37,570	51,255	56,654	60,810	P/B (lần)	1.4	1.1	1.0	0.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6)	(65)	(73)	(79)					
Tổng vốn chủ sở hữu	37,564	51,190	56,581	60,731					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>66,796</b>	<b>78,488</b>	<b>85,288</b>	<b>91,471</b>					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research dự phóng và tổng hợp

## 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.

MUAKhả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

NẤM GIỮKhả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%

BÁNKhả 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 LẬPCác cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUANCác 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 CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Lê Minh Anh*

*Lê Ngọc Hưng*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Đỗ Lan Phương*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*