

Ngành : Dầu khí (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị

MUA

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (UpCom: BSR) Đủ điều kiện để niêm yết trên HOSE

Giá hiện tại:	22,900	Ngày viết báo cáo:	09/09/2024	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	27,100	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	3,100	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92.13%
Giá mục tiêu mới:	27,100	Vốn hóa (tỷ đồng)	72,241		
Tỷ suất cổ tức	3%	Thanh khoản bình quân 6 tháng (cổ)	10,818,860		
Tiềm năng tăng giá	18%	Sở hữu nước ngoài	0.68%		

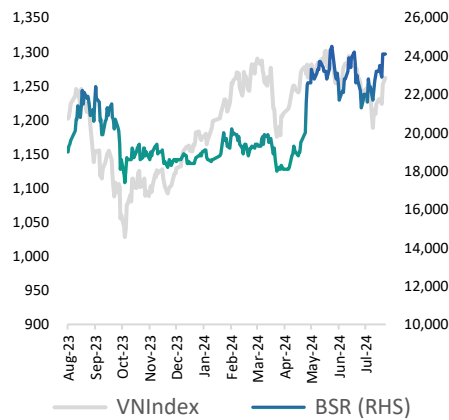
Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Cẩm Tú, CFA
(Dầu khí)
tuntc@bsc.com.vn

Định giá

- BSC nâng khuyến nghị từ **NẮM GIỮ** sang **MUA** đối với BSR với giá mục tiêu là 27,100 VND/cp (tương đương upside 18% so với ngày 06/09/2024 chưa khi tính tỷ suất cổ tức) do giá cổ phiếu điều chỉnh giảm trong thời gian vừa qua.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo trong năm 2024, doanh thu và lợi nhuận sau thuế BSR đạt 127,395 tỷ (-13.6% YoY) và 4,823 tỷ (-43% YoY), EPS FW = 1,556 VND/cp với giả định (i) Cracksread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 13.8 USD/thùng (-6% YoY) (ii) Sản lượng tiêu thụ đạt 5.8 triệu tấn (-20% YoY) khi nhà máy bảo trì trong ~ 50 ngày.
- BSC dự báo trong năm 2025, doanh thu và lợi nhuận sau thuế BSR đạt 148,807 tỷ (+16% YoY) và 6,373 tỷ (+32% YoY), EPS FW = 2,055 VND/cp với giả định (i) Cracksread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 14.2 USD/thùng (+3% YoY) (ii) Sản lượng tiêu thụ đạt 7.2 triệu tấn (+24% YoY) do nhà máy hoạt động tròn năm.

Catalyst

- BSR chuyển sàn niêm yết sang HOSE (kỳ vọng vào Q2.2025)

Rủi ro

- Cracksread giảm mạnh

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong Q2/2024, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BSR đạt lần lượt 24,429 tỷ VND (-27% YoY) và 769 tỷ VND (-42% YoY). Mức suy giảm đến từ (i) nhà máy tiến hành bảo dưỡng hết tháng 4 và 1 phần tháng 5, ảnh hưởng đến thời gian hoạt động của nhà máy (ii) biên lợi nhuận gộp các sản phẩm sứt giảm (cracksread* Mogas 92 Platt trung bình quý 2 giảm 25% YoY)
- Năm 2024, công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 95,274 tỷ (-37% YoY) và 1,148 tỷ (-87% YoY). Sản lượng sản xuất đạt 5.7 triệu tấn (-22% YoY).

*Cracksread: Khoảng cách giữa giá dầu và giá thành phẩm xăng dầu

	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	3.8	4.8	15.4	12.0	Doanh thu	167,124	147,423	127,395	147,807
PB (x)	0.8	1.0	0.9	0.8	Lợi nhuận gộp	16,096	9,608	5,273	7,745
PS (x)	0.3	0.3	0.6	0.5	NPATMI	14,726	8,455	4,823	6,373
ROE (%)	28.7	15.6	14.0	13.0	EPS	4,750	2,745	1,556	2,056
ROA (%)	18.7	10.3	7.0	9.4	Tăng trưởng EPS	120%	-42%	-43%	32%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2 NĂM 2024

Bảng: Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2 năm 2024

(tỷ VND)	Q2.24	Q2.23	% YoY	1H.24	1H.23	% YoY	Cập nhật KQKD
Doanh thu thuần	24,429	33,669	-27%	55,118	67,735	-18%	Trong Quý 2 năm 2024, doanh thu thuần của BSR đạt 24,429 tỷ VND (-27% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 769 tỷ VND (-42% YoY). Doanh thu và lợi nhuận ghi nhận sụt giảm do: + Trong quý 2, BSR tiến hành bảo trì tổng thể trong tháng 4 và 1 phần tháng 5, ảnh hưởng đến thời gian hoạt động sản xuất. + Biên lợi nhuận gộp sụt giảm do biên sản phẩm xăng Mogas 95 và Mogas 92 sụt xuống -1% với -6% (cùng kỳ biên đạt +3% và +1%) + Sản lượng tiêu thụ đạt 1.2 triệu tấn (-35% YoY) do nhà máy tiến hành bảo dưỡng TA5 từ 15/3. Lũy kế 6 tháng, doanh thu và lợi nhuận trước thuế bằng với 43% và 40% dự phóng cả năm của BSC.
Lợi nhuận gộp	498	1,178		1,754	3,249		
GPM	2.0%	3.5%		3.2%	4.8%		
Lãi/lỗ từ CTLDLK	0	0		0	0		
CP bán hàng	-125	-176	-29%	-273	-501	-46%	
CP QLDN	-145	-158	-8%	-256	-247	4%	
SG&A/Rev	1.1%	1.0%		1.0%	1.1%		
EBIT	891	1,517	-41%	2,232	3,472	-36%	
DT tài chính	746	715	4%	1,266	1,525	-17%	
CP tài chính	-138	-93	48%	-394	-732	-46%	
LN khác	5	7		28	22		
LNTT	841	1,472	-43%	2,124	3,316	-36%	
LNST	769	1,326	-42%	1,917	2,947	-35%	
Doanh thu bộ phận							
Diesel DO 0.05S	10,288	12,589	-18%	22,670	25,677	-12%	
Xăng RON95	6,447	9,313	-31%	15,881	18,437	-14%	
Xăng RON92	3,244	5,628	-42%	6,282	10,491	-40%	
Nhiên liệu Jet A-1	2,110	2,466	-14%	4,805	5,135	-6%	
Khí LPG	1,150	1,724	-33%	2,756	3,874	-29%	

Nguồn: BSR

Cập nhật tình hình chuyển sàn

Kế hoạch chuyển sàn đã được BSR quyết tâm thực hiện từ rất lâu, và tính tới thời điểm hiện tại, BSR đủ điều kiện để niêm yết trên HOSE. Trong báo cáo kiểm toán bán niên 6 tháng đầu năm 2024, kiểm toán không có ý kiến liên quan đến công ty Nhiên liệu Sinh học Miền Trung (BSR – BF) và khoản đầu tư vào BSR-BF đã chuyển sang thành đầu tư tài chính (đã trích lập đầy đủ). Từ đó, BSR chính thức đủ điều kiện để niêm yết trên sàn HOSE. BSC kỳ vọng BSR sẽ được niêm yết trên sàn HOSE vào Q2.2025.

Thông tin chi tiết về điều kiện niêm yết và việc BSR vào VN30 đã được đề cập trong báo cáo trước: [Link](#)

Cập nhật diễn biến crackspread trên thế giới đến tháng 8/2024

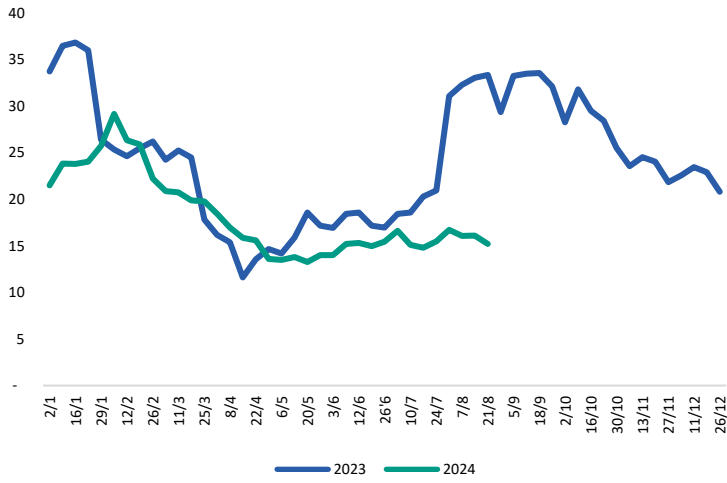
Tính đến 20/8/2024, crackspread thế giới của một số sản phẩm xăng dầu diễn biến:

+ Crackspread Gasoil Platts tại Singapore trung bình tháng 7 và tháng 8 đạt mức 15.75 USD/thùng (-39.3% YoY)

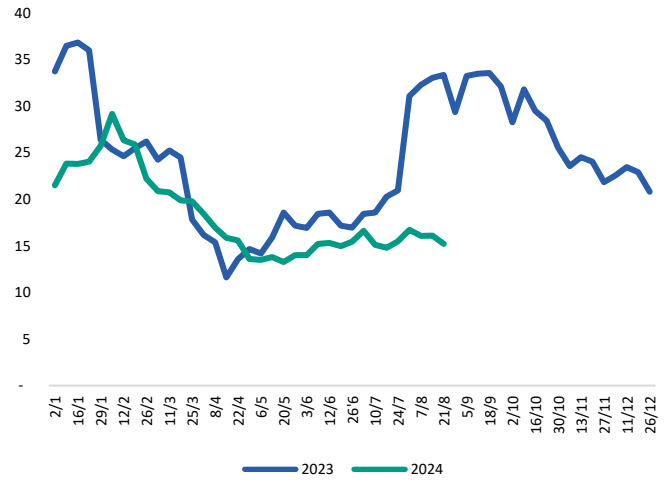
+ Crackspread Xăng Mogas 92 Platts tại Singapore trung bình tháng 7 và tháng 8 đạt mức 7.46 USD/thùng (-45% YoY).

So với báo cáo trước ([Link](#)), BSC duy trì quan điểm crackspread chưa có động lực để tăng mạnh trong 2H.2024. Việc crackspread trung bình tháng 7 và 8 đang thấp hơn khá nhiều so với cùng kỳ, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh quý 3 của BSR.

Crackspread Diesel Oil của thế giới



Crackspread Diesel Oil của thế giới



Nguồn: Trading view

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với báo cáo trước (Link), BSC không thay đổi dự phóng đối với BSR.

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 lần lượt đạt 127,395 tỷ (-13.6% YoY) và 4,823 tỷ (-43% YoY), tương đương EPS FW = 1,556 VND/cp dựa trên giả định:

- Crack spread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 13.8 USD/thùng (-6% YoY).
- Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm dầu khí ước đạt 5.8 triệu tấn (-20% YoY) do nhà máy tiến hành bảo trì trong ~ 50 ngày

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 lần lượt đạt 148,807 tỷ (+16% YoY) và 6,373 tỷ (+32% YoY), tương đương EPS FW = 2,056 VND/cp dựa trên giả định:

- Crack spread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 14.2 USD/thùng (+3% YoY).
- Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm dầu khí ước đạt 7.2 triệu tấn (+24% YoY) do nhà máy hoạt động tròn năm

Bảng: Dự phóng KQKD của BSR

Đv: Tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	167,124	147,423	127,395	147,807
Lợi nhuận gộp	16,096	9,608	5,273	7,745
<i>Biên LN gộp</i>	9.6%	6.5%	4.1%	5.2%
CP bán hàng	(909)	(1,034)	(892)	(1,035)
CP QLDN	(515)	(626)	(510)	(591)
EBIT	15,839	9,773	5,618	7,337
DT tài chính	1,750	2,659	2,162	1,914
CP tài chính	(923)	(1,154)	(726)	(1,011)
Thu nhập khác	86	32	51	59
LNTT	15,586	9,486	5,359	7,082
LNST	14,669	8,455	4,823	6,373
<i>Biên LNST</i>	8.8%	5.7%	3.8%	4.3%
LNST-CĐTTS	14,726	8,511	4,823	6,373
EPS	4,750	2,745	1,556	2,056

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC nâng khuyến nghị từ **NẮM GIỮ** sang **MUA** đối với cổ phiếu BSR với giá mục tiêu giữ nguyên 2025F là **27,100 VND/cp** (tương đương upside 18% sau khi tính so với mức giá đóng cửa ngày 06/09/2024 – chưa tính tỷ suất cổ tức) dựa trên hai phương pháp PE và FCFF với tỷ lệ 60% và 40%. BSC chưa đưa dự án mở rộng nhà máy lọc dầu vào định giá.

Phương pháp PE:

BSC duy trì mức định giá P/E mục tiêu là 11.5 do kỳ vọng BSR được chuyển sàn sang HOSE và lọt vào rổ VN30 sẽ làm tăng tính minh bạch của cổ phiếu, giúp cổ phiếu được định giá ở mức P/E cao hơn.

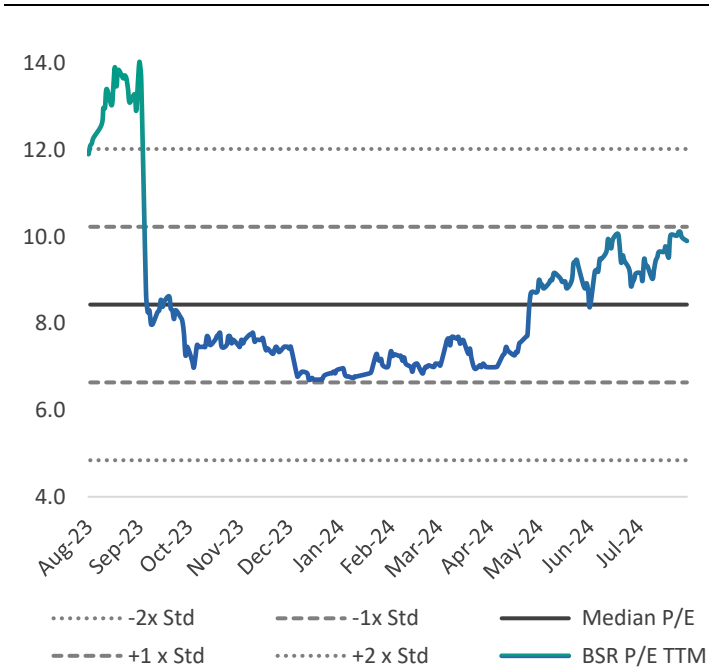
Phương pháp P/E	2024F	2025F
EPS	1,556	2,056
P/E mục tiêu	11.5	11.5
Giá mục tiêu theo phương pháp PE	17,900	23,650

Phương pháp FCFF:

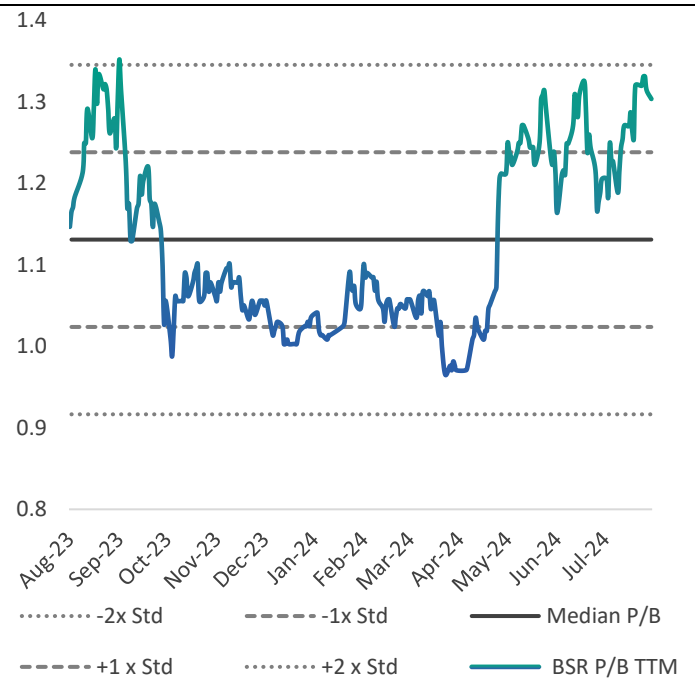
Phương pháp FCFF	2024F	2025F	2026F	Các giả định	
Giá trị chiết khấu dòng tiền tự do	8,556	6,646	6,459	Rf	5%
PV của giá trị cuối cùng (TV)	50,773			Beta	1.1
Tổng giá trị chiết khấu	72,433			Ke	16.4%
(+) Tiền & đầu tư ngắn hạn	38,121			Kd	9.0%
(-) Nợ	10,970			WACC	12.7%
				g	1%
Tổng giá trị công ty (tỷ VND)	110,555				
SLCP Lưu hành (triệu cp)	3,100				
Giá trị hợp lý	32,000				
Giá đóng cửa ngày 29/08/2024	24,100				
Upside	32%				

Phương pháp	Định giá (VND/CP)	Tỷ trọng (%)	Giá bình quân
P/E với P/E mục tiêu 11.5	23,650	60%	12,850
FCFF	32,000	40%	14,250
Giá mục tiêu (VND/CP)			27,100
Giá đóng cửa ngày 06/09/2024			22,900
Upside (chưa tính tỷ suất cổ tức 3%)			18%

Stock PE



Stock PB



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

