

# THEO DÕI

Giá mục tiêu 2025:

20.100 VND

Upside:

4%

Cập nhật:

25-11-24

## TRIỂN VỌNG 2025

**Tích cực:** Khả năng lên HOSE sau khi xử lý xong khoản nợ xấu của công ty con.

**Tiêu cực:** Giá dầu khó tăng mạnh khi (1) OPEC+ dự kiến nới lỏng nguồn cung dầu và (2) Trump sẽ thúc đẩy khai thác dầu đá phiến.

**Rủi ro:** (1) Giá dầu giảm; (2) Bảo trì nhà máy định kỳ sẽ trì hoãn kế hoạch kinh doanh.

	Q3/2023	Q3/2024	2025F
DTT	37.756	31.946	107.913
% YoY	-5%	-15%	-15%
LNST	3.235	-1.209	4.654
% YoY	611%	-	-28%

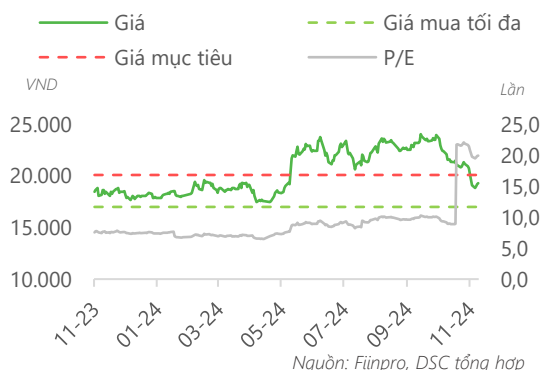
Đơn vị: tỷ VND

## Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) trực tiếp quản lý và vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Mỗi năm BSR chế biến được 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày. Hiện BSR đang đáp ứng 36% nhu cầu xăng dầu trong nước, song song với nhà máy lọc dầu Nghi Sơn với tỷ lệ cung ứng là 34%.

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Sản xuất và Khai thác dầu khí
Giá hiện tại:	19.292 VND
Vốn hóa:	59.815 tỷ VND
Số lượng CPLH:	3100,5 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	966 VND
P/E:	20,0 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	7,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



BSR

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn

DSC

## TÓM TẮT CẬP NHẬT

Sau 9 tháng đầu năm 2024, do mức lỗ bất ngờ của kỳ kinh doanh Q3/2024 nên BSR chỉ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lũy kế lần lượt đạt 87.059 tỷ và 674 tỷ, hoàn thành 91% kế hoạch doanh thu và 59% kế hoạch LNST dù mức kế hoạch đặt ra đã rất thận trọng. Kết quả này tương ứng cũng chỉ hoàn thành 69% dự phóng doanh thu và 10% dự phóng LNST của chúng tôi cho doanh nghiệp này trong năm 2024.

Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng giá dầu giảm sẽ tiếp tục khiến doanh thu và LNST lần lượt giảm 15% YoY và 28% YoY.

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu BSR, giữ nguyên mức định giá 20.100 VND/cổ phiếu (giá sau điều chỉnh cổ tức), tương ứng mức P/E dự phóng là 24 lần.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Tập trung nâng vốn cho dự án mở rộng NMLD

BSR đang trình phương án tăng vốn điều lệ lên 50.000 tỷ đồng bằng hình thức trả cổ phiếu, nhằm đáp ứng nguồn vốn chủ sở hữu cho dự án mở rộng NMLD Dung Quất.

Dự án đặt mục tiêu hoàn thành vào tháng 3/2028, kỳ vọng nâng công suất chế biến dầu thô của BSR lên 171.000 thùng/ngày, tương đương bổ sung thêm khoảng 15% công suất hiện tại.

### Giá dầu thô có xu hướng giảm dài hạn

Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ khó có cơ hội tăng thậm chí có xu hướng giảm trong dài hạn. Kết luận này dựa trên:

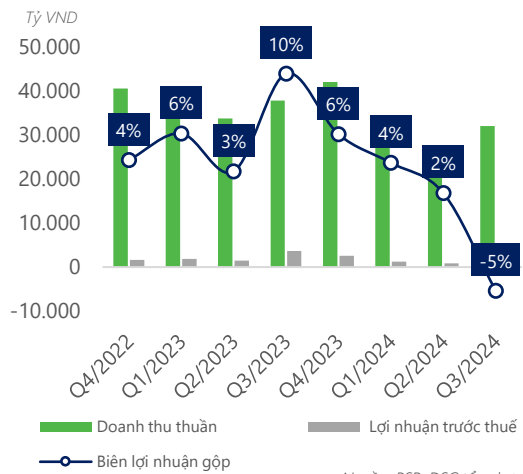
(1) OPEC+ sẽ dần nới lỏng nguồn cung dầu thô nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng hồi phục của thị trường quốc tế. Mức hồi phục dự kiến là 5,86 triệu thùng/ngày đến cuối 2025.

(2) Trump tái đắc cử sẽ khả năng đẩy mạnh khai thác dầu đá phiến tại Mỹ. Việc này sẽ làm gia tăng nguồn cung từ đó làm giảm mức giá trung bình của dầu thô.

(3) Xung đột chính trị tại Trung Đông đang hạ nhiệt. Tuy nhiên chúng tôi vẫn lưu ý các xung đột tiềm tàng vẫn có thể xảy ra.

Như vậy, khả năng cao kết quả kinh doanh của BSR đã đi qua thời kỳ hoàng kim do mô hình kinh doanh của BSR chủ yếu hưởng lợi từ chênh lệch giá xăng dầu thành phẩm và giá dầu thô.

## KẾT QUẢ KINH DOANH



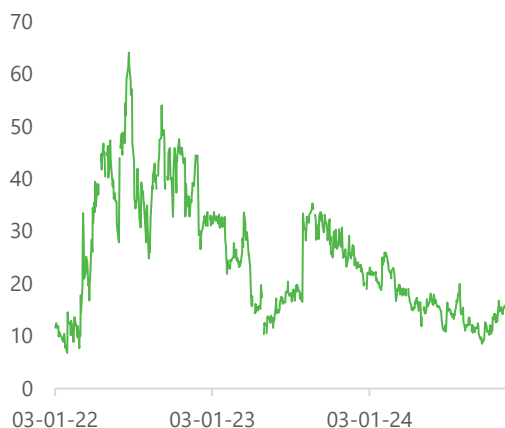
## ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

## Ghi nhận quý lỗ đầu tiên sau 4 năm

Trong Q3/2024, BSR ghi nhận doanh thu thuần đạt gần 31.946 tỷ (-15% YoY) đồng thời lợi nhuận ghi nhận lỗ ròng 1.209 tỷ. Nguyên nhân của khoản lỗ ròng tới từ việc Crack Spread (chênh lệch giá xăng dầu thành phẩm đầu ra và giá dầu thô đầu vào) giảm so với cùng kỳ năm trước khi giá dầu giảm, kéo tụt biên lợi nhuận gộp của BSR xuống mức -5%.

Như vậy dù sản lượng xăng dầu thành phẩm đã tăng 9% YoY nhờ tăng hiệu quả sau đợt bảo dưỡng tổng thể NMLD lần 5 của BSR, kết quả kinh doanh của BSR vẫn kém khả quan khi mô hình kinh doanh chịu ảnh hưởng nặng nề bởi biến động giá dầu thô.

## CRACK SPREAD GASOIL

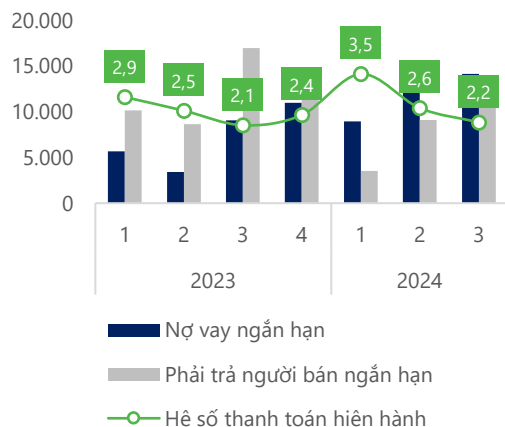


## Crack Spread sụt giảm

Chỉ số Crack Spread (chênh lệch giữa giá xăng dầu thành phẩm và giá dầu thô) là chỉ số thông dụng để đo lường hiệu quả lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu. Theo đó, chỉ số này đã giảm 35% YoY và chạm mức thấp nhất kể từ 2022 trong Q3/2024 trước những triển vọng không mấy khả quan trong diễn biến giá dầu.

Chúng tôi cho rằng diễn biến Crack Spread sẽ tiếp tục dao động ở mức thấp trước những câu chuyện xoay quanh thị trường dầu khí, bao gồm (1) OPEC+ nới lỏng nguồn cung; (2) Trump đẩy mạnh khai thác dầu đá phiến.

## THANH KHOẢN NGẮN HẠN

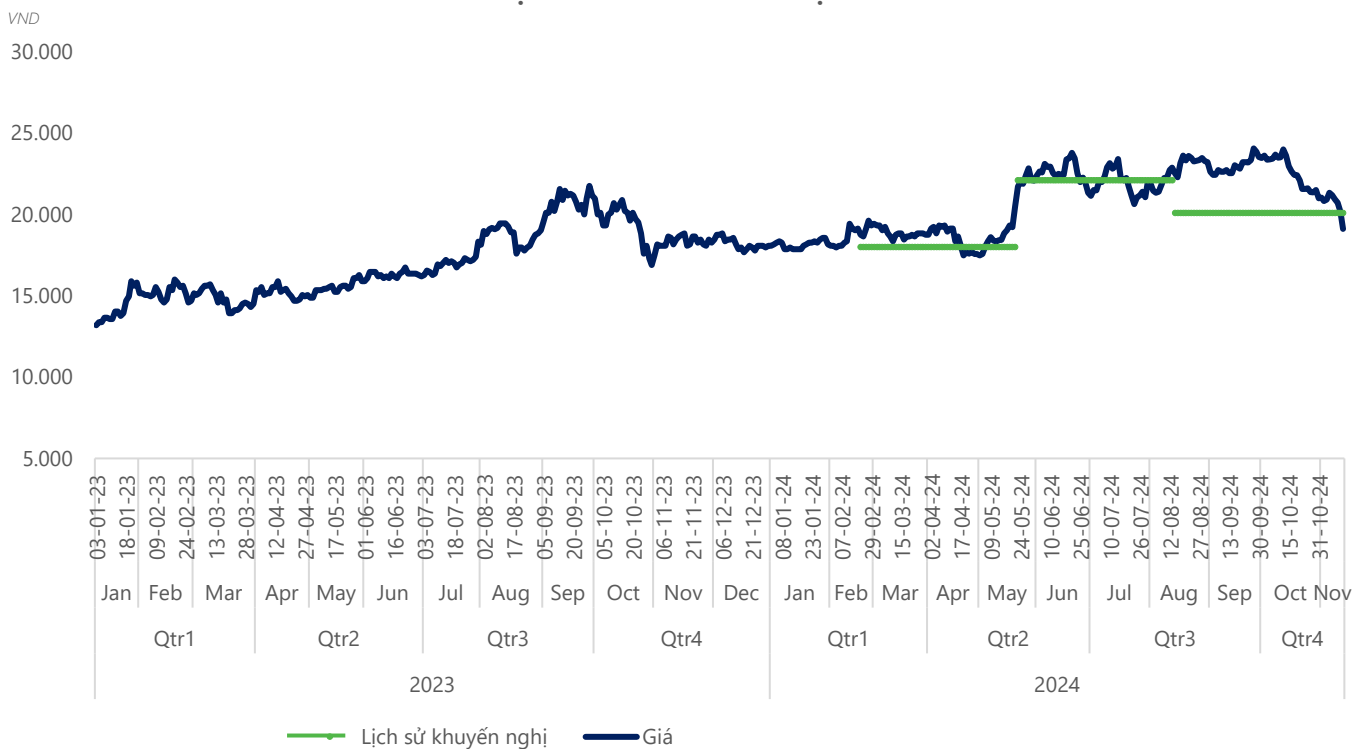


## Thanh khoản ổn định trong ngắn hạn

Khoản phải trả người bán tăng thêm 3.881 tỷ đồng trong Q3/2024, chủ yếu do khối lượng đơn hàng nhập khẩu gia tăng sau giai đoạn bảo dưỡng tổng thể. Điều này dẫn đến hệ số thanh toán hiện hành giảm nhẹ so với Q2 nhưng vẫn duy trì ở mức ổn định.

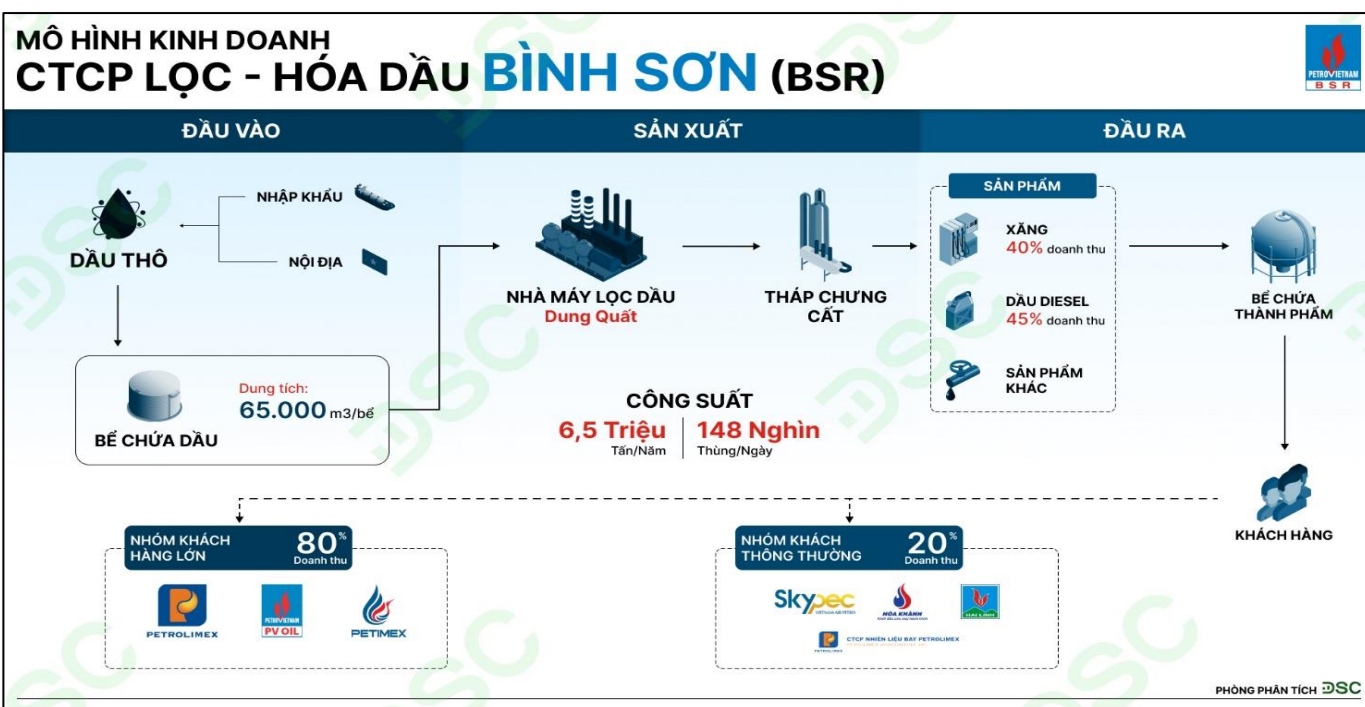
Bên cạnh đó, BSR đã không còn ghi nhận khoản nợ vay quá hạn 1.127 tỷ đồng do không còn thực hiện hợp nhất báo cáo tài chính với BSR - BF. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng BSR có thể được niêm yết trên HOSE trong năm 2025.

## LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



\*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

## MÔ HÌNH KINH DOANH



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>THEO DÕI</b>	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
<b>BÁN</b>	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>CHỐT LỜI</b>	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Phan Duy Thành

Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn