

Lĩnh vực hạ nguồn dầu khí: Nhiều hợp đồng sắp tới!

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 9 8925 9210

- HSC giảm lần lượt 5,3% và 2,2% giả định giá dầu Brent (dựa trên dữ liệu của Bloomberg) trong mô hình dự báo cho năm 2025-2026 do một số thành viên OPEC+ không tuân thủ mục tiêu cắt giảm sản lượng và nhu cầu dầu thô của Trung Quốc tăng yếu hơn kỳ vọng.
- Giá dầu giảm dự kiến sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận thuần của các công ty dầu khí hạ nguồn trong danh sách khuyến nghị của HSC. Theo đó, cho năm 2025, chúng tôi giảm mạnh 69% dự báo lợi nhuận thuần của BSR do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm, đồng thời giảm 5,2% dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của GAS (nhưng tăng 3,4% dự báo lợi nhuận thuần do dự kiến hoàn nhập dự phòng liên quan đến khung giá phân phối LNG).
- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với GAS, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực hạ nguồn dầu khí, nhờ khả năng hoàn nhập dự phòng (đi kèm với dòng tiền) trong năm 2025 khi khung giá phân phối LNG được phê duyệt. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với BSR sau khi chuyển thời điểm định giá sang năm 2025 bất chấp triển vọng yếu hơn của giá dầu Brent.

Phân tích KQKD Q3/2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026

Các công ty lĩnh vực hạ nguồn dầu khí trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD thấp hơn kỳ vọng trong Q3/2024. Lợi nhuận thuần của GAS chỉ thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên tăng chậm và các khoản dự phòng bổ sung do khung giá phân phối LNG chưa được phê duyệt. Đúng như dự báo, trong Q3/2024 giá dầu thô Brent giảm so với cùng kỳ và so với quý liền trước đã làm giá bán khí của GAS giảm xuống. Trong khi đó, BSR công bố khoản lỗ thuần Q3/2024 đáng thất vọng và gây bất ngờ là 1,2 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 3,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023 và 0,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024); theo đó, LNST 9 tháng đầu năm 2024 giảm xuống 0,7 nghìn tỷ đồng, giảm 89% so với cùng kỳ và chỉ đạt 16% dự báo cho cả năm 2024 của HSC.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận do giá dầu giảm

Đối với GAS, HSC giảm 13,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng tăng 3,4% dự báo cho năm 2025, chủ yếu do 1,6 nghìn tỷ đồng trích lập dự phòng liên quan đến khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện (dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi giảm lần lượt 3% và 5% cho hai năm kể trên). Chúng tôi kỳ vọng khoản dự phòng này sẽ được hoàn nhập trong năm 2025 khi Chính phủ phê duyệt khung giá phân phối LNG. So với bình quân dự báo thị trường, dự báo của HSC thấp hơn 7% cho năm 2024 nhưng cao hơn lần lượt 24% và 9% cho năm 2025-2026.

Đối với BSR, HSC giảm lần lượt 98,5% và 69,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 để phản ánh các yếu tố khiến Công ty không đạt được KQKD kỳ vọng trong Q3/2024 và triển vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm yếu trong Q4/2024 và trong năm 2025. Cho năm 2024-2025, chúng tôi cũng giảm lần lượt 82,3% và 58,0% do dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mỏng lọc dầu xuống 0,9 USD/thùng và 2,2 USD/thùng sau khi tỷ suất này thấp hơn dự kiến trong Q3/2024.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Nắm giữ) nhờ hoạt động ổn định và thị phần rất lớn trong lĩnh vực phân phối khí tự nhiên tại Việt Nam. Ngoài ra, chúng tôi còn kỳ vọng GAS sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc phân phối LNG. GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,2 lần. GAS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực hạ nguồn dầu khí.

Trong khi đó, HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với BSR nhưng tăng 1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 19.200đ nhờ tác động tích cực của các giả định định giá mới lớn hơn tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận do nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu dự báo giảm. BSR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/11.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
BSR	19,000	Nắm giữ	-	19,200	-	1.05	519	35.4	17.6	9.80	0	1.58
GAS	69,000	Mua vào	-	85,000	-	23.2	14.6	10.5	10.2	7.62	8.70	5.80

*Giá cổ phiếu tại ngày 18/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Phát huy tiềm năng ngành năng lượng Việt Nam	3
Tổng quan về ngành	3
Môi trường pháp lý: Một số cập nhật	4
Dự báo giá dầu	4
Chiến lược của công ty	5
Dự báo lợi nhuận mới	6
Định giá và khuyến nghị	6
 Báo cáo thành phần	
TCT Khí Việt Nam-CTCP (GAS)	9
CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)	17

Phát huy tiềm năng ngành năng lượng Việt Nam

Ngành dầu khí Việt Nam đang tăng tốc với những tiến triển mới trong các dự án dầu khí ngoài khơi, các cảng nhập khẩu LNG mới, cũng như công suất lọc dầu mới. GAS là lựa chọn ưa thích của HSC nhờ triển vọng lợi nhuận tăng trưởng trong năm 2025 khi khung giá phân phối LNG được phê duyệt. BSR đang phải đối mặt với nhiều khó khăn do tình trạng dư công suất lọc dầu trên toàn cầu và triển vọng giá dầu thô giảm xuống.

Tổng quan về ngành

Mỏ khí Lô B Ô Môn đang được phát triển trước ngày công bố FID

Sau một thời gian dài trì hoãn, dự án Lô B Ô Môn cuối cùng đã được phát triển trước ngày ra quyết định đầu tư cuối cùng (ngày công bố FID), đây là một dấu hiệu rất tích cực cho toàn bộ ngành dầu khí. Dự án khí Lô B Ô Môn, nằm ở khu vực ngoài khơi phía Tây Nam Việt Nam, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 5 tỷ m³ khí tự nhiên mỗi năm trong hơn 20 năm cho bốn nhà máy nhiệt điện với tổng công suất phát điện là 3,8 GW tại tỉnh Cần Thơ. Dự án dự kiến sẽ có dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2026. Sau khi thông báo về hợp đồng EPCI#1 (thiết kế, mua sắm, xây dựng và lắp đặt) được ký kết vào ngày 3/9, PVS đã bắt đầu thi công các giàn đầu giếng cho dự án Lô B Ô Môn từ ngày 18/9.

Bảng 1: Tóm tắt hợp đồng Lô B Ô Môn

Các công ty dịch vụ dầu khí hưởng lợi trực tiếp từ dự án này

Khối lượng công việc	Chi tiết	Hưởng lợi
Kế hoạch phát triển mỏ khí	Giếng khoan: 37 giàn đầu giếng & 861 giếng khai thác trong suốt thời gian của dự án Sản xuất khí: ~5 tỷ m ³ /năm trong giai đoạn ổn định Giai đoạn khai thác: từ cuối năm 2026 và kéo dài trên 20 năm	PVS: hưởng lợi từ hợp đồng EPCI#1 (trị giá 493 triệu USD) bao gồm việc thiết kế, xây dựng & lắp đặt một giàn xử lý trung tâm, giàn nhà ở & tháp đo. Hợp đồng EPCI#2 (trị giá 300 triệu USD) bao gồm việc chế tạo, lắp đặt giàn thu gom, giàn đầu giếng & hệ thống đường ống nội mô) PVD: có khả năng hưởng lợi từ các hợp đồng mảng giếng khoan từ năm 2026
Tiến độ phát triển dự án	Chiều dài 431,4km (330,7km ngoài khơi và 100,7km trên bờ)	PVS: có thể được hưởng lợi từ các hợp đồng đường ống ngoài khơi (dự án PC#3 trị giá khoảng 1 tỷ USD – chỉ cho việc mua sắm & xây dựng – đang trong quá trình đấu thầu. Đối với hợp đồng đường ống trên bờ (EPC#4), PVS đã nhận hợp đồng này với tổng giá trị chưa thực hiện là 254 triệu USD (100% giá trị hợp đồng)
Doanh thu bán khí	PVN là bên độc quyền mua & bán toàn bộ sản lượng cho các nhà máy điện trong nước (như Ô Môn I, II, III và IV)	GAS: có thể được hưởng lợi từ phí xử lý khí & giá cước vận chuyển khí

Nguồn: HSC thu thập

Bên cạnh Lô B Ô Môn, mỏ Lạc Đà Vàng và nhiều dự án khác cũng đang được khởi động. Đối với mỏ dầu Lạc Đà Vàng, giàn xử lý trung tâm dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ nửa cuối năm 2026. Tổng trữ lượng đã được kiểm chứng của mỏ này là 13 triệu thùng dầu quy đổi, với sản lượng khai thác cao nhất là 10-15 nghìn thùng/ngày (tương đương 6-8% tổng sản lượng dầu thô của Việt Nam năm 2023).

Chuyển dịch sang hóa dầu – thay thế nhiên liệu truyền thống – trong ngành lọc dầu

Nhà máy lọc dầu Long Sơn đã bắt đầu hoạt động vào tháng 10. Dự án có tổng vốn đầu tư 5,4 tỷ USD. Dự án Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn có thể sản xuất 1,6 triệu tấn olefin/năm. Các olefin này là nguyên liệu cơ bản để sản xuất hóa chất công nghiệp, polyme, nhựa và cao su tổng hợp. Sản phẩm chính của Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn là polyethylene mật độ cao (HDPE – 500 nghìn tấn/năm), polyethylene mật độ thấp tuyến tính (LLDPE – 500 nghìn tấn/năm) và polypropylene (PP – 400 nghìn tấn/năm). Các

sản phẩm PP của nhà máy lọc dầu này sẽ cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm PP của BSR (180 nghìn tấn/năm).

Các sản phẩm này đang nhắm mục tiêu vào nhu cầu trong nước đối với nhựa sử dụng trong bao bì, ô tô và các sản phẩm nhựa khác. Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn có một phân xưởng cracking để xử lý **naphtha** và **propane** để sản xuất ethylene nhập khẩu từ Qatar theo thỏa thuận cung cấp dài hạn. Do ethane rẻ hơn 40% so với naphtha và propane trong ba năm qua, nên nhà máy lọc dầu Long Sơn có kế hoạch mở rộng một dự án kho chứa ethane mới, dự kiến xây dựng trong ba năm và có kế hoạch nhập khẩu ethane từ Mỹ. Gần đây, công ty đã công bố sẽ đầu tư 700 triệu USD để sử dụng ethane đầu vào với ngày hoàn thành dự kiến vào cuối năm 2027 ([Vietnamnet](#)).

Nhà máy lọc dầu Dung Quất (BSR sở hữu 100% cổ phần) đang có kế hoạch mở rộng công suất xử lý dầu thô từ 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày với tổng vốn đầu tư 1,3 tỷ USD. Dự án sẽ khởi công xây dựng vào giữa năm 2025 và dự kiến đưa vào vận hành năm 2028. Kế hoạch mở rộng công suất của Nhà máy lọc dầu Dung Quất tập trung vào việc tăng công suất sản xuất và tiêu chuẩn môi trường cho các sản phẩm chủ chốt (dầu diesel, xăng).

Môi trường pháp lý: Một số cập nhật

Khung giá phân phối LNG

Theo Luật Giá mới năm 2023, khung giá phân phối khí thiên nhiên cho sản xuất điện do Bộ Công thương quy định. Cho đến nay, Chính phủ vẫn chưa quy định khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện mới sắp đi vào hoạt động. Trong KQKD của GAS, HSC cho rằng GAS đã đặt ra một khung giá tạm tính nhưng cũng trích lập dự phòng vì các nhà máy nhiệt điện chưa thể chuyển chi phí phân phối LNG sang EVN với tư cách là người mua duy nhất sản lượng điện của họ. Chúng tôi hy vọng Chính phủ sẽ sớm phê duyệt khung giá này để chuẩn bị cho việc vận hành thương mại của các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 lần lượt vào tháng 6 và tháng 9/2025.

Luật dầu khí mới khuyến khích phát triển các mỏ dầu khí cận biên

Chính phủ muốn sớm đẩy mạnh chỉ tiêu cho các mỏ khí chưa được khai thác để tuân thủ các cam kết về phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 của Hội nghị LHQ lần thứ 26 về biến đổi khí hậu (COP26), đồng thời cũng để hỗ trợ tăng trưởng GDP cho một năm chuyển đổi. Các mỏ khí lớn khác đang trong quá trình phát triển là mỏ Cá Voi Xanh (khoảng 9,7 tỷ m3/năm) và mỏ Kèn Bầu (khoảng 14,6 tỷ m3/năm).

Năm 2022, Quốc hội đã thông qua Luật Dầu khí mới cho phép các hợp đồng phân chia sản phẩm có thời hạn 30 năm và có thể kéo dài đến 35 năm đối với các dự án có ưu đãi đầu tư đặc biệt. Luật cũng quy định mức thuế suất thuế TNDN thấp hơn là 32% (so với 50% trước đó) và thuế suất thuế xuất khẩu dầu thô là 10% (so với 6-25% trước đó).

Thêm vào đó, các dự án có ưu đãi đầu tư đặc biệt có thể giúp giảm thuế suất thuế TNDN xuống 25% và thuế suất thuế xuất khẩu dầu thô xuống 5%. HSC kỳ vọng luật mới có thể hỗ trợ phát triển các mỏ dầu khí cận biên (được định nghĩa theo nghị định 45/2023/NĐ-CP là mỏ dầu khí có tỷ suất hoàn vốn nội tại cho toàn đời dự án tiệm cận dưới 10% tính theo USD) tại Việt Nam bằng cách chia sẻ cơ sở vật chất với các mỏ hiện có với mức cam kết vốn đầu tư và trách nhiệm tài chính thấp hơn.

Dự báo giá dầu

Giá dầu cũng dự báo giảm vào năm 2025. Giá dầu Brent giảm là do đồng USD mạnh lên, sản lượng sản xuất cao hơn so với cam kết tự nguyện, do các nước như Nga, Kazakhstan và Iraq đang sản xuất vượt hạn ngạch (theo [WSJ](#)). Giá dầu Brent có thể tiếp tục giảm do kỳ vọng Tổng thống đắc cử Mỹ cấp nhiều giấy phép khoan dầu đá phiến hơn.

Theo Bloomberg New Energy Finance (BNEF), chi phí hòa vốn sản xuất dầu đá phiến của Mỹ năm 2023 là khoảng 60 USD/thùng. Trên thị trường dầu thô, dầu đá phiến Mỹ hiện được coi là nhà sản xuất chi phối mới – một quốc gia có đủ công suất sản xuất và sự linh hoạt để điều chỉnh sản lượng nhằm tác động đến giá dầu. Ngoài ra, tăng trưởng sản lượng dầu thô dự kiến sẽ đến từ một số quốc gia ngoài OPEC+ như Canada, Brazil và Guyana.

Bảng 2: Dự báo giá dầu Brent*

Giá dầu Brent dự báo đạt 76,7 USD/thùng trong năm 2025, giảm 5,3% so với 2024

USD/thùng	Thực tế 2023	Dự báo mới		
		2024	2025	2026
Giá dầu Brent	82.6	81.0	76.7	75.0
Tăng/giảm so với năm trước		-2.0%	-5.3%	-2.2%
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent		82.0	79.0	-
Điều chỉnh		-1.2%	-2.9%	-

Ghi chú: Theo trung vị dự báo của thị trường.
Nguồn: Bloomberg

Dựa trên ước tính trung vị của Bloomberg, dự báo mới của HSC về giá dầu Brent lần lượt là 81,0 USD/thùng cho năm 2024 (giảm 1,2% so với giá định trước đó và giảm 2% so với năm 2023), 76,7 USD/thùng cho năm 2025 (giảm 2,9% so với giá định trước đó và giảm 5,3% so với dự báo cho năm 2024) và 75,0 USD/thùng cho năm 2026 (không đổi so với giá định trước đây và giảm 2,2% so với dự báo cho năm 2025)

Chiến lược của công ty

Với vị thế thống lĩnh trong ngành phân phối khí tự nhiên tại Việt Nam, **GAS** tiếp tục mở rộng sang mảng phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện và khách hàng công nghiệp. Công ty đã hoàn thành giai đoạn 1 của kho cảng tiếp nhận LNG Thị Vải vào năm 2023 với công suất 1 triệu tấn LNG/năm (tương đương 1,4 tỷ m3 khí tự nhiên). Kho cảng này cung cấp LNG để bù đắp sự thiếu hụt nguồn cung trong nước cho các nhà máy nhiệt điện phía Nam cũng như cho hai nhà máy nhiệt điện sắp tới (Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, dự kiến vận hành thương mại từ giữa năm 2025). Khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện vẫn chưa được Chính phủ phê duyệt vì cần phải tuân theo Luật Giá mới.

Nói thêm về hoạt động nhập khẩu LNG tại Việt Nam, tổng sản lượng khí tự nhiên trong nước năm 2023 chỉ đạt 7,2 tỷ m3 và giảm 5-7% mỗi năm từ các mỏ dầu khí hiện có. Khí tự nhiên trong nước chủ yếu được sử dụng để cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện gần đó. Trong 10 năm qua, nhu cầu điện của Việt Nam tăng với tốc độ bình quân 8,2%, cao gấp 1,37 lần tốc độ tăng trưởng GDP bình quân là 6,0%.

BSR đang tập trung vào việc mở rộng công suất sản xuất thêm 16%, từ 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày, dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2028. Trong quá trình chuẩn bị, Công ty đã đạt đến giai đoạn hoàn thành thiết kế cơ sở và đã ký thỏa thuận với các nhà cung cấp công nghệ để sử dụng trong quá trình lọc dầu. Không giống như GAS, BSR có vị thế thị trường yếu hơn và cần phải cạnh tranh với các nhà máy lọc dầu trong nước như Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Nhà máy lọc dầu Long Sơn, đồng thời cạnh tranh với các sản phẩm dầu mỏ nhập khẩu hoặc thậm chí là xăng dầu nhập lậu.

Bảng 3: Dự báo cũ và dự báo mới, GAS

Dự báo lợi nhuận thuần 2024 giảm do nâng dự báo chi phí dự phòng cho giá phân phối LNG tăng

Tỷ đồng	2023	Điều chỉnh		Dự báo lần đầu 2026	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025		2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	89,954	103,619	111,597	123,733	96,952	111,545	6.9%	0.0%
Lợi nhuận thuần	11,606	10,961	15,379	15,929	12,607	14,869	-13.1%	3.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(91)	(1,280)	1,280	-	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	11,697	12,241	14,099	15,929	12,607	14,869	-2.9%	-5.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo mới và dự báo cũ, BSR

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 giảm do crack spread thấp

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Điều chỉnh		Dự báo lần đầu 2026	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025		2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	147,423	101,330	110,763	107,997	112,881	125,706	-10.2%	-11.9%
Lợi nhuận thuần	8,650	113	1,665	1,366	7,630	5,430	-98.5%	-69.3%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới

Đối với GAS, HSC tăng 6,9% dự báo doanh thu cho năm nay nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2025. Chúng tôi cũng giảm lần lượt 3% và 5% dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi cho năm nay và năm sau, tuy nhiên, nếu tính đến dự báo mới có bao gồm các khoản dự phòng/hoàn nhập, chúng tôi giảm 13,1% dự báo cho năm nay và tăng 3,4% dự báo cho năm 2025.

Cụ thể, lợi nhuận thuần giảm trong năm 2024 là do dự phòng đáng kể các khoản phải thu, tương tự như dự phòng khung giá phân phối LNG, mà chúng tôi dự kiến sẽ được hoàn nhập trong năm 2025 khi Chính phủ phê duyệt khung giá. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 15,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%) nhờ đóng góp cao hơn của sản lượng tiêu thụ LNG.

Đối với BSR, HSC giảm lần lượt 10,2% và 11,9% dự báo doanh thu thuần và giảm lần lượt 98,5% và 69,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025. Lợi nhuận thuần giảm chủ yếu là do tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu dự kiến sẽ giảm trong tương lai do công suất lọc dầu dư thừa toàn cầu. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 1,4 nghìn tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ dự báo đi ngang so với năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các công ty do tính chất dài hạn của các dự án CSHT cơ bản của các công ty này. Đối với GAS, Công ty đang mở rộng sang mảng phân phối LNG bằng cách nhập khẩu LNG để bán cho các nhà máy nhiệt điện và khách hàng công nghiệp. Đối với BSR, nhà máy lọc dầu Dung Quất tiếp tục cung cấp hơn 30% nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước.

Chi tiết về các giả định của HSC:

- Duy trì giả định lãi suất phi rủi ro 4,0% nhưng giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% (từ 8,5%) cho cả GAS và BSR do giảm tiêu chuẩn nội bộ gần đây. Giữ nguyên hệ số beta (GAS: 1,0; BSR: 1,4).
- Do đó, giả định WACC đối với GAS và BSR lần lượt là 10,8% và 12,5% (so với 11,6% và 13,6% trong dự báo trước đó).
- Giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn của GAS là 3% trong khi giảm của BSR xuống mức 1% (từ 2% trước đó) do tình trạng dư cung trên thị trường lọc dầu toàn cầu.
- Thời kỳ tính toán trong mô hình DCF cho BSR được kéo dài đến năm 2032 để chuẩn bị cho việc nâng cấp công suất dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2028. Đối với GAS, giữ nguyên thời kỳ tính toán trong mô hình DCF là năm 2028.
- Chuyển cơ sở định giá cho mỗi công ty sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Dựa trên những giả định này, HSC tính toán ra giá trị hiện tại của giá trị dài hạn chiếm 74% giá trị doanh nghiệp của GAS và 48% giá trị doanh nghiệp của BSR (so với 74% và 45% trước đó) – tất cả đều được tính đến trước khi điều chỉnh cho nợ thuần – trong khi giá trị hiện tại của dòng tiền trong giai đoạn dự báo chiếm phần còn lại.

Bối cảnh định giá

Diễn biến của giá cổ phiếu gần đây

Giá cổ phiếu của GAS và BSR diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VN Index trong 3 tháng qua. HSC cho rằng điều này là do giá dầu thô giảm gần đây cũng như chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm.

Bảng 5: Diễn biến giá cổ phiếu GAS và BSR so với chỉ số VN Index

Giá cổ phiếu GAS và BSR trong 3 tháng và 12 tháng diễn biến kém khả quan hơn so với VN Index

	3 tháng	12 tháng
GAS	-8.2	-3.7
BSR	-18.8	5.2
VN Index	-3.8	9.5

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

So với các công ty cùng ngành trong khu vực (Bảng 6), GAS đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 thấp hơn 24% và P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 27%, trong khi có ROE (lợi nhuận trên vốn CSH) cao hơn. Trong khi đó, so với các công ty cùng ngành trong khu vực, BSR đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 cao hơn 39% và P/E dự phóng năm 2025 cao gấp 3,5 lần.

Bảng 6: So sánh với các công ty cùng ngành

GAS hiện giao dịch với mức giá rẻ hơn, trong khi BSR được giao dịch với mức giá cao hơn các công ty cùng ngành. Tính theo P/B năm 2025

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Các ông ty hạ nguồn trong khu vực									
GAIL Indian Ltd	ẤN ĐỘ	16,403	11.1	11.1	14.1	12.3	1.9	1.7	14.9
Tokyo Gas Co Ltd	JAPAN	9,715	-	-	10.6	16.1	1.0	0.9	5.7
Indraprastha Gas Ltd	ẤN ĐỘ	3,626	11.7	11.7	15.2	15.7	3.5	2.7	18.1
Petronas Gas Bhd	MALAYSIA	7,917	10.2	10.4	18.3	17.8	2.5	2.4	13.7
Gas Malaysia Bhd	MALAYSIA	1,110	7.1	7.1	12.2	12.2	3.3	3.1	24.4
Trung bình		7,754	10.0	10.1	14.1	14.8	2.4	2.2	15.4
PVGas* (GAS)	VIỆT NAM	6,424	10.2	7.6	15.1	10.8	2.6	2.4	23.9
Chênh lệch/chiết khấu		-17.1%	1%	-24%	7%	-27%	8%	11%	55%
Các công ty hạ nguồn trong khu vực (với hoạt động lọc hóa dầu)									
S-Oil Corp	HÀN QUỐC	4,809	-	-	53.7	9.4	0.8	0.7	7.3
SK Innovation Co Ltd	HÀN QUỐC	7,737	-	13.3	-	13.5	0.6	0.5	3.9
PetroChina Co Ltd	TRUNG QUỐC	204,447	3.5	3.3	9.1	9.2	1.0	0.9	10.5
SINOPEC CORP	TRUNG QUỐC	100,919	6.2	6.2	12.9	11.8	0.9	0.9	7.7
Thai Oil PCL	THÁI LAN	2,793	5.6	5.5	8.2	6.0	0.6	0.5	9.1
Trung bình		64,141	5.1	7.1	21.0	10.0	0.8	0.7	7.7
Bình Sơn Refinery* (BSR)	VIỆT NAM	2,318	17.6	9.8	N/m	44.6	1.0	1.0	2.9
Chênh lệch/chiết khấu			246%	39%	N/m	3.5x	35%	40%	-63%

Ghi chú: *điều chỉnh để phản ánh quỹ khen thưởng
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính (cho GAS và BSR)

Bảng 7: So sánh các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

GAS hiện giao dịch với mức rẻ hơn, trong khi BSR được giao dịch với mức cao hơn các công ty cùng ngành theo P/B năm 2025

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2024	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh (1) 2024	P/E điều chỉnh (1) 2025	P/B 2024	P/B 2025
BSR	2,318	17.6	9.8	N/m	44.6	1.0	1.0
PVD	512	6.9	5.9	15.0	10.1	0.8	0.8
GAS	638	24.0	47.2	14.7	12.0	1.2	1.2
PVT	6,368	10.2	7.6	15.1	10.8	2.6	2.4
BÌNH QUÂN (2)	2,459	14.7	17.6	N/m	19.4	1.4	1.3
GAS (cao hơn)/thấp hơn so với bình quân	159%	-30%	-57%	N/m	-44%	84%	79%
BSR (cao hơn)/thấp hơn so với bình quân	-6%	20%	-44%	N/m	130%	-28%	-24%

Ghi chú: (1) điều chỉnh để phản ánh quỹ khen thưởng; (2) Bình quân của các số liệu có sẵn.
 Nguồn: HSC ước tính

So với bình quân bốn cổ phiếu ngành Năng lượng-Dầu khí trong danh sách khuyến nghị của HSC (Bảng 7), BSR đang có P/E dự phóng năm 2025 cao hơn 130% trong khi GAS thấp hơn 44%.

Ngoài ra, xét P/E trượt dự phóng 1 năm, GAS hiện đang giao dịch ở mức 11,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 17,2 lần, còn BSR giao dịch ở mức 9,4 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,7 lần dựa trên ước tính thị trường (lưu ý, chúng tôi chỉ trình bày mức P/E bình quân thị trường do tác động của dự báo lỗ tại mức P/E điều chỉnh cho năm nay). BSR cũng đang có P/B trượt dự phóng một năm là 1,0 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá

- OPEC+ ngừng cắt giảm sản lượng trong năm nay. Đầu tháng 11, OPEC+ đã đồng ý trì hoãn kế hoạch tăng sản lượng dầu vào tháng 12 thêm một tháng do nhu cầu từ Trung Quốc giảm và nguồn cung từ các nước ngoài OPEC+ tăng.
- Israel có thể không nhắm mục tiêu vào các cơ sở sản xuất và xuất khẩu dầu thô của Iran.
- Sản lượng dầu thô thực tế cao hơn dự kiến, đặc biệt là từ các nước ngoài OPEC+ như Mỹ, Canada, Brazil và Guinea.
- Sự gia tăng trong việc cấp giấy phép khai thác dầu đá phiến dưới thời chính quyền sắp tới của Mỹ do Tổng thống đắc cử Donald Trump lãnh đạo, được hỗ trợ bởi khả năng Đảng Cộng hòa nắm quyền kiểm soát cả ba nhánh chính (nghĩa là Đảng Cộng hòa đồng thời nắm giữ chức tổng thống, Thượng viện và Hạ viện).

Tiềm năng tăng giá

- Xung đột Israel-Iran, Nga-Ukraine gia tăng.
- Gói kích thích kinh tế của Trung Quốc cao hơn dự kiến. Trung Quốc chiếm 20% mức tăng trưởng toàn cầu trong năm 2024 và 2025, giảm so với mức 70% trong năm 2023 (theo [IEA](#)).
- Chỉ số đồng đô la Mỹ (DXY) giảm.
- OPEC+ gia hạn cắt giảm sản lượng sang năm 2025, các nước thành viên không còn gian lận.

Mua vào (từ Nắm giữ)

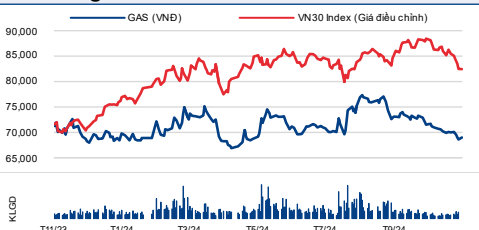
Giá mục tiêu: VNĐ85,000 (từ VNĐ78,431)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/11/2024)	69,000
Mã Bloomberg	GAS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	66,885-77,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	68,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	161,645
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,360
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,343
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	938
Slg CP NN được mua (tr.đv)	882
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.38%
Tỷ lệ freefloat	4.24%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (95.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.77)	(8.20)	(3.65)
So với chỉ số	3.24	(6.65)	(16.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,566	4,917	(7.1)
2025F	6,407	5,178	23.8
2026F	6,642	6,070	9.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GAS là doanh nghiệp độc quyền buôn bán/vận chuyển khí tự nhiên ở Việt Nam và sẽ hưởng lợi từ nhập khẩu LNG từ năm 2023

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 9 8925 9210

Nâng khuyến nghị lên Mua vào, nhờ triển vọng tăng trưởng trong năm 2025

- HSC nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Nắm giữ) và tăng giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 85.000đ sau khi phân tích KQKD Q3/2024 và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 16,8% và 1% dự báo EPS cho năm 2024-2025. Dự báo mới của chúng tôi (bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2026) cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng lần lượt 4,6%, 15,2% và 13% trong giai đoạn 2024-2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 17,2 lần. Tại giá mục tiêu mới, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá 23% và P/E dự phóng năm 2025 ở mức 13,3 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu sau khi công bố KQKD Q3/2024

Lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 2,5 nghìn tỷ đồng, thấp hơn một chút so với dự báo của HSC do sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên tang chậm, trong khi Công ty trích lập dự phòng bổ sung tổng cộng 430 tỷ đồng, mà theo HSC là do khung giá tồn trữ tái hóa và phân phối khí sau tái hóa cho LNG cho các nhà máy nhiệt điện (khung giá phân phối LNG) vẫn chưa được phê duyệt. Ngoài ra, giá dầu thô Brent bình quân trong Q3/2024 giảm 7% so với cùng kỳ và giảm 5% so với quý trước, làm giá bán khí của GAS giảm xuống.

Tác động: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025

HSC điều chỉnh giảm 13,1% nhưng tăng 3,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025. Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi sau khi đưa ra dự báo sản lượng vận chuyển vận chuyển khí tăng (tăng 8,4% nhưng giảm 3,6% so với dự báo cho năm 2024-2025 trước đó). Trong khi đó, chúng tôi hiện giả định GAS trích lập dự phòng 1,6 nghìn tỷ đồng trong năm nay – và một khoản hoàn nhập tương tự cho năm sau – do khung giá khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện chưa được phê duyệt. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2026 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 3,6% nhờ sản lượng vận chuyển khí tăng 10,3%. Loại trừ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 dự báo tăng trưởng 4,6% 15,2% và 13%.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi – cho thấy EPS có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới là 11% – thấp hơn 7,1% bình quân dự báo thị trường cho năm 2024 nhưng cao hơn dự báo thị trường cho năm 2025-2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,2 lần. GAS cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 10,8 lần, thấp hơn 27% so với bình quân các công ty cùng ngành ở châu Á ở mức 14,8 lần. HSC tăng 8% giá mục tiêu lên 85.000đ (tiềm năng tăng giá 23%) sau khi cập nhật dự báo lợi nhuận và thay đổi giả định định giá.

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Nắm giữ) nhờ tăng dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi trong 3 năm tới, tình hình HĐKD ổn định và thị phần của mảng phân phối khí tự nhiên tại Việt Nam rất lớn. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo GAS sẽ tiếp tục hưởng lợi từ hoạt động phân phối khí LNG khi Công ty đẩy mạnh công tác xây dựng các trạm tiếp nhận LNG trên khắp cả nước.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	20,822	15,933	16,068 ▼	21,398	21,967
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	14,798	11,606	10,961 ▼	15,379	15,929
EPS ĐC (đồng)	6,291	4,893	4,566 ▼	6,407	6,642
DPS (đồng)	2,561	3,100	6,000 ▲	4,000 ▼	4,000
BVPS (đồng)	31,274	27,887	26,215 ▼	28,779 ▼	31,579
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.13	9.96	10.2	7.62	7.46
P/E ĐC (lần)	11.0	14.1	15.1	10.8	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	3.71	4.49	8.70	5.80	5.80
P/B (lần)	2.21	2.47	2.63	2.40	2.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	72.5	(22.2)	(6.68)	40.3	3.67
ROAE (%)	26.7	18.7	17.5	23.9	22.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng

Lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2024 chỉ đạt 66% dự báo cho cả năm 2024 của HSC do trích lập dự phòng 1,2 nghìn tỷ đồng cho các khoản phải thu. Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng sẽ tăng lên 1,6 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024 và sẽ được hoàn nhập đầy đủ vào năm 2025 khi Chính phủ phê duyệt khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện. Chúng tôi điều chỉnh giảm 13,1% nhưng tăng 3,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 do giá dầu Brent giảm và việc trích lập dự phòng đã đề cập trước đó. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào dựa trên kỳ vọng hoàn nhập dự phòng trong năm 2025, lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 và vị thế thị trường vững chắc.

Trích lập dự phòng nợ xấu kéo giảm lợi nhuận thuần Q3/2024

Lợi nhuận thuần Q3/2024 tăng 6% so với cùng kỳ mặc dù trích lập dự phòng nợ xấu tăng lên 430 tỷ đồng do chi phí bán hàng & quản lý tăng 32% so với cùng kỳ. HSC cho rằng việc trích lập dự phòng này là do khung phân phối LNG chưa được phê duyệt. Cụ thể, GAS ghi nhận nợ xấu tăng ở các công ty phát điện sử dụng LNG như PV Power (Nhơn Trạch 2), GENCO3 (Phú Mỹ 3), MECO (Phú Mỹ 2.2). Cụ thể, do các nhà máy điện này chưa chuyển chi phí phân phối LNG sang EVN nên GAS phải trích lập dự phòng.

Loại trừ các khoản mục không thường xuyên thực tế/dự báo trong tất cả các giai đoạn, lợi nhuận cơ bản tăng 14% trong Q3/2024. Nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận thuần Q3/2024 tăng là do sản lượng tiêu thụ LPG cải thiện (tăng 22% so với cùng kỳ) trong khi sản lượng tiêu thụ khí thiên nhiên giảm 1%. Hơn nữa, giá dầu Brent bình quân trong Q3/2024 giảm 7% so với cùng kỳ và 5% so với quý trước, trong khi giá hợp đồng đối với LPG (bình quân của propan và butan) cũng có xu hướng giảm. Chi phí bán hàng & quản lý của HĐKD cốt lõi chỉ tăng 7% so với cùng kỳ lên 0,9 nghìn tỷ đồng.

Bảng 8: KQKD Q3/2024, GAS

Lợi nhuận "cốt lõi" tăng 14% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ
Doanh thu	22,126	25,252	14%	-16%	67,383	78,619	17%
Giá vốn hàng bán	-18,445	-21,070			-54,517	-65,009	
Lợi nhuận gộp	3,682	4,183	14%	-27%	12,867	13,610	6%
Chi phí BH&QL	-998	-1,317	32%	-24%	-2,913	-3,846	32%
Chi phí dự phòng	-170	-430	153%	-47%	-257	-1,248	386%
Khác	-828	-887	7%	-2%	-2,656	-2,598	-2%
Doanh thu	594	409	-31%	-8%	1,729	1,317	-24%
Giá vốn hàng bán	-278	-109	-61%	-53%	-449	-519	16%
Thu nhập từ công ty liên kết	9	12			18	25	
Thu nhập khác	1	25			23	26	
LNTT	3,009	3,204	6%	-24%	11,275	10,614	-6%
LNST	2,404	2,578	7%	-25%	9,017	8,538	-5%
Lợi nhuận thuần	2,377	2,522	6%	-24%	8,883	8,354	-6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-136	-344	153%	-47%	-206	-998	386%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	2,513	2,866	14%	-28%	9,089	9,353	3%

Nguồn: GAS, HSC ước tính

Trong 9 tháng đầu năm 2024, LNST đạt 8,4 nghìn tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ và bằng 66% dự báo cho cả năm của HSC do khoản trích lập dự phòng trước thuế 1,2 nghìn tỷ đồng (chúng tôi dự báo không trích lập dự phòng) và giá dầu Brent thấp hơn so với 9 tháng đầu năm 2023. Loại trừ các khoản mục không thường xuyên thực tế hoặc dự báo trong tất cả các giai đoạn, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng 3% so với cùng kỳ.

Chúng tôi lưu ý rằng trong khi chờ Chính phủ phê duyệt khung giá phân phối LNG, chi phí dự phòng đã tăng lên 1,25 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024 (khoản trích lập dự phòng này được dự báo sẽ tăng lên 1,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024).

Lưu ý, các khoản trích lập dự phòng này chỉ mang tính tạm thời và kỳ vọng sẽ được hoàn nhập trong năm 2025 sau khi khung giá này được phê duyệt.

HSC dự báo trích lập dự phòng đến cuối năm 2024 – và dự báo hoàn nhập dự phòng trong năm 2025 – dựa trên giá phân phối LNG tạm thời cho các nhà máy phát điện ở mức 2,2 USD/MMBTU. Điều này phù hợp với KQKD nửa đầu năm 2024, khi Công ty nhập khẩu 260.000 tấn LNG và trích lập dự phòng 0,8 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi chưa xét đến trường hợp lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo nếu khung giá phân phối LNG được phê duyệt cao hơn mức trích lập dự phòng (có nghĩa là khung giá cao hơn giá tạm tính ở mức 2,2 USD/MMBTU). Chúng tôi trình bày bảng phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với khung giá LNG trong Bảng 10: trong trường hợp khung giá phân phối LNG đạt mức 3 USD/MMBTU, giá mục tiêu có thể sẽ là 91.800đ.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024-2025, HSC điều chỉnh giảm 13,1% và tăng 3,4% dự báo lợi nhuận thuần. Mặc dù sản lượng tiêu thụ khí thiên nhiên năm 2024 dự kiến tăng (đã được thảo luận chi tiết hơn trong phần khác), chúng tôi phản ánh trích lập dự phòng 1,6 nghìn tỷ đồng đối với khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện, điều này rõ ràng sẽ kéo giảm lợi nhuận thuần của Công ty. Cho năm 2025, sẽ có khoản hoàn nhập dự phòng 1,6 nghìn tỷ đồng đã dự báo trong năm 2024. Loại trừ tác động của việc trích lập hay hoàn nhập dự phòng, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi cho năm 2024 dự kiến tăng trưởng 4,6%.

Dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi năm 2024-2025 được điều chỉnh chủ yếu do điều chỉnh lần lượt dự báo sản lượng khí ở mức 268 triệu MMBTU và 289 triệu MMBTU trong hai năm, lần lượt cao hơn 8,4% và thấp hơn 3,6% so với dự báo trước đó của HSC.

Bảng 9: Dự báo mới và dự báo cũ, GAS

Hạ 13,1% dự báo lợi nhuận năm 2024 và nâng 3,4% năm 2025

Tỷ đồng	Thực tế	Điều chỉnh		Dự báo lần đầu	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	89,954	103,619	111,597	123,733	96,952	111,545	6.9%	0.0%
Lợi nhuận gộp	16,925	18,975	21,195	23,803	18,771	22,166	1.1%	-4.4%
Lợi nhuận thuần	11,606	10,961	15,379	15,929	12,607	14,869	-13.1%	3.4%
Lợi nhuận "cốt lõi"	11,697	12,241	14,099	15,929	12,607	14,869	-2.9%	-5.2%
Sản lượng khí đầu ra (tỷ mét khối)	270	268	289	319	247	300	8.4%	-3.6%
Giá bán bình quân (USD/MMBTU)	13.1	15.6	15.0	14.8	15.6	14.5	0.0%	3.1%
Sản lượng LNG (MMBTUmn)	2.7	15.2	21.6	38.8	11.9	28.2	27.4%	-23.4%
Chi phí phân phối LNG (USD/MMBTU)	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	-3.1%	-3.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Tăng trưởng theo dự báo mới, GAS

Dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 40,3% trong năm 2025 một phần nhờ hoàn nhập dự phòng

	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	15.2%	7.7%	10.9%
Lợi nhuận gộp	12.1%	11.7%	12.3%
Lợi nhuận thuần	-5.6%	40.3%	3.6%
Lợi nhuận "cốt lõi"	4.6%	15.2%	13.0%
Sản lượng khí đầu ra (tỷ mét khối)	-0.8%	8.0%	10.3%
Giá bán bình quân (USD/MMBTU)	19.2%	-3.9%	-1.0%
Sản lượng LNG (MMBTUmn)	471.4%	42.0%	79.6%
Chi phí phân phối LNG (USD/MMBTU)	-1.2%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Các kho cảng nhập khẩu LNG

Cảng Hải Linh LNG dự kiến đi vào hoạt động từ Q4/2024

	Công suất (triệu tấn/năm)	Nhà đầu tư	Chi phí đầu tư (triệu USD)	Thời gian đi vào hoạt động dự kiến
Kho LNG Thị Vải	1	GAS	262	2023 (*)
Kho LNG Hải Linh	3.4	Hải Linh, AG&P	500	2024 (*)
Kho LNG Hải Phòng giai đoạn 1	0.7	ITECO	118	2026
Kho LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1	3.6	GAS, AES	1400	2023-25
Kho LNG Tây Nam (FSRU/trên bờ) tại Cà Mau, Kiên Giang	1-3	GAS	N/a	2022-25
Cơ sở LNG Đông Nam (dự kiến tại Tiền Giang)	4-6	N/a	N/a	2022-25
FSRU Thái Bình	0.2-0.5	GAS	N/a	2026-30
Tổng cộng	13.9-18.2			

Nguồn: HSC

Đối với mảng kinh doanh khí LNG, HSC dự báo GAS sẽ bán một lượng tương đương 0,4 tỷ m3 khí thiên nhiên trong năm 2024 (hoặc 285.000 tấn khí LNG – 14,8 triệu MMBTU) – cao hơn 471% so với năm 2023 và 27,4% so với dự báo trước đó – sau khi Công ty đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ bằng cách vận chuyển bằng tàu hỏa cho các nhà máy nhiệt điện và khách hàng công nghiệp tại miền Bắc. Trong 6 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ LNG ước đạt 13,9 triệu MMBTU, tăng 271% so với cùng kỳ và so với mức nền thấp do kho cảng LNG Thị Vải chỉ bắt đầu vận hành từ Q4/2023.

Tuy nhiên, HSC giảm 23,4% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2025 do GAS có đối thủ cạnh tranh mới – kho cảng LNG Hải Linh, với công suất 3,4 triệu tấn/năm và dự kiến đi vào hoạt động trong Q4/2024 (Bảng 11).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với doanh thu đạt 123,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10,9%) nhờ sản lượng tiêu thụ khí tăng 10%, và lợi nhuận thuần đạt 15,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%) nhờ mức đóng góp cao hơn của sản lượng tiêu thụ LNG.

Dự báo Q4/2024

Dựa trên dự báo mới cho năm 2024 và KQKD 9 tháng đầu năm 2024, HSC dự báo doanh thu thuần Q4/2024 đạt 25 nghìn tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước, và lợi nhuận thuần đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ nhưng tăng 3% so với quý trước. Lợi nhuận thuần cao hơn một chút so với quý trước là do tăng dự báo sản lượng tiêu thụ khí thiên nhiên cho các nhà máy nhiệt điện trong Q4 do yếu tố mùa vụ KQKD Q4/2024 dự kiến sẽ có khoản trích lập dự phòng sau thuế 344 tỷ đồng; không bao gồm các khoản mục bất thường/không thường xuyên trong tất cả các giai đoạn, lợi nhuận Q4/2024 dự báo giảm 11% so với cùng kỳ và giảm 19% so với quý trước.

Bảng 12: Dự báo Q4/2024, GAS

Lợi nhuận thuần Q4/2024 ước đạt 2,3 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Doanh thu	22,571	25,252	25,000	11%	-1%
Lợi nhuận thuần	2,723	2,522	2,606	-4%	3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	115	-344	281.6	145%	-182%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	2,608	2,866	2,325	-11%	-19%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Định giá DCF, GAS

Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay là 43,8 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	14,324	20,009	20,711	22,206	23,302
Thuế suất 20.0%	(2,865)	(4,002)	(4,142)	(4,441)	(4,660)
EBIT sau thuế	11,459	16,007	16,569	17,765	18,642
Khấu hao	2,734	2,899	2,928	3,104	3,290
Thay đổi vốn lưu động	(2,790)	(1,644)	(2,264)	(2,887)	(3,052)
Chi phí đầu tư cơ bản	(2,131)	(3,106)	(4,183)	(4,434)	(4,700)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(783)	(992)	(1,016)	(1,082)	(1,140)
UFCF	8,490	13,164	12,035	12,465	13,040
Chiết khấu	1.00	1.00	1.11	1.23	1.36
Giá trị hiện tại của UFCF	8,490	13,164	10,861	10,151	9,581
Tổng UFCF		43,757			

Nguồn: HSC ước tính

Tăng 8% giá mục tiêu lên 85.000đ, nâng khuyến nghị lên Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 8% giá mục tiêu lên 85.000đ, đa phần do lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 23%, với P/E dự phóng năm 2025 là 13,3 lần. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào và duy trì quan điểm về triển vọng tích cực đối với Công ty trong dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng phân phối khí.

Bảng 14: Tính toán giá mục tiêu, GAS

Giá mục tiêu mới 85.000đ với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
EV/EBITDA	6.5x
Giá trị hiện tại của DN	170,080
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	43,757
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	126,323
Cộng: Tiền	37,087
Trừ: Tổng nợ	(6,875)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,250)
Giá trị vốn CSH	199,042
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,343
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	85,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Giả định WACC, GAS

WACC là 10,8%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Chi phí vốn CSH	11.5%
Chi phí nợ trước thuế	10.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ	8.0%
Tỷ trọng vốn CSH	80.0%
Tỷ trọng nợ	20.0%
WACC	10.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, GAS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	84,400	88,300	92,600	97,600	103,500
	3.5%	81,300	84,700	88,600	93,000	98,200
	4.0%	78,400	81,500	85,000	88,900	93,500
	4.5%	75,800	78,600	81,700	85,300	89,300
	5.0%	73,400	75,900	78,700	81,900	85,500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, GAS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định chi phí phân phối LNG là 2,2 USD/MMBTU

Đồng		1.00	1.50	2.20	3.00	4.00
Chi phí phân phối LNG (USD/MMBTU)						
Giá mục tiêu		74,800	79,000	85,000	91,800	100,300

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá GAS và giảm giả định WACC xuống 10,8% từ mức 11,6% trong dự báo trước đó, sau khi áp dụng phân bổ rủi ro vốn CSH 7,5% (theo tiêu chuẩn nội bộ) thay vì mức 8,5% trước đó.

Các giả định định giá và ước tính được trình bày trong Bảng 13-15.

Ngoài ra, bảng 16-17 thể hiện ảnh hưởng của các giả định chính đến giá mục tiêu

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,2 lần (Biểu đồ 18-19). Giá cổ phiếu đã giảm mạnh kể từ đầu năm 2023, có thể do giá dầu Brent giảm và sản lượng tiêu thụ trong năm đi ngang/đáng thất vọng. HSC kỳ vọng tình hình sẽ ổn định/cải thiện trong thời gian tới.

So với các công ty hạ nguồn cùng ngành trong khu vực (Bảng 20), GAS có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 10,8 lần, thấp hơn 27% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 14,8 lần. Lưu ý, những công ty này có mô hình kinh doanh khá tương đồng với GAS, bao gồm mảng vận chuyển khí tự nhiên, phân phối LPG, LNG và khí tự nhiên. Dĩ nhiên, chúng tôi xem BSR là công ty đối thủ của GAS tại thị trường trong nước, vì cả hai đều là công ty dầu khí hạ nguồn. Tuy nhiên, vì BSR là công ty lọc dầu thuần túy nên chúng tôi không đưa công ty này vào Bảng 20.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, GAS

GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, so với bình quân là 17,2 lần (từ T1/2023)



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với bình quân P/E, GAS

thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với P/E bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: So sánh các công ty hạ nguồn trong khu vực, GAS

P/E của GAS thấp hơn các công ty cùng ngành 27%

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025
GAIL India Ltd	ẤN ĐỘ	16,403	11.1	11.1	14.1	12.3	1.9	1.7
Tokyo Gas Co Ltd	NHẬT BẢN	9,715	-	-	10.6	16.1	1.0	0.9
Indraprastha Gas Ltd	ẤN ĐỘ	3,626	11.7	11.7	15.2	15.7	3.5	2.7
Petronas Gas Bhd	MALAYSIA	7,917	10.2	10.4	18.3	17.8	2.5	2.4
Gas Malaysia Bhd	MALAYSIA	1,110	7.1	7.1	12.2	12.2	3.3	3.1
Bình quân (5 công ty)		7,754	10.0	10.1	14.1	14.8	2.4	2.2
PetroVietnam Gas* (GAS)	VIỆT NAM	6,424	10.2	7.6	15.1	10.8	2.6	2.4
GAS (Chênh lệch so với bình quân)		-17.1%	1%	-24%	7%	-27%	8%	11%

Ghi chú: * điều chỉnh để phản ánh quỹ khen thưởng.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính (đối với GAS)

Bảng 21: So sánh các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị, GAS

P/E của GAS năm 2025 cũng thấp hơn một chút so với bình quân các công ty cùng ngành

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E điều chỉnh*		P/B	
		2024	2025	2024	2025	2024	2025
BSR	2,318	17.6	9.8	N/m	44.6	1.0	1.0
PVD	512	6.9	5.9	15.0	10.1	0.8	0.8
PVS	638	24.0	47.2	14.7	12.0	1.2	1.2
GAS	6,368	10.2	7.6	15.1	10.8	2.6	2.4
Bình quân (tổng)	2,459	14.7	17.6	N/m	19.4	1.4	1.3
<i>GAS (so với bình quân).</i>	159%	-30%	-57%	N/m	-44%	84%	79%
Trung bình trừ BSR	2,506	13.7	20.2	14.9	11.0	1.6	1.4
Trung bình trừ GAS và BSR	575	15.5	26.6	14.9	11.1	1.0	1.0
<i>GAS so với trung bình trừ GAS và BSR</i>	10.1x	-34%	-71%	2%	-2%	154%	147%

Ghi chú: * điều chỉnh để phản ánh quỹ khen thưởng.
Nguồn: HSC ước tính

Sau cùng, trong Bảng 21, chúng tôi so sánh GAS với các công ty năng lượng và dầu khí trong danh sách khuyến nghị, bao gồm công ty hạ nguồn BSR cũng như các công ty thượng nguồn như PVD (Mua vào, giá mục tiêu 34.000đ) và PVS (Mua vào, giá mục tiêu 35.000đ). Theo đó, GAS có P/E dự phóng năm 2025 là 10,8 lần, đang giao dịch với mức chiết khấu 47% so với bình quân các công ty cùng ngành. Nếu loại trừ chính GAS và BSR – với các hệ số cực kỳ cao, dựa trên dự báo lợi nhuận năm 2025 thấp – ra khỏi danh sách các công ty cùng ngành, GAS đang giao dịch với mức chiết khấu 2% so với bình quân của các công ty trong nhóm (cụ thể là PVS và PVD).

Lưu ý, HSC hiện ưa thích cổ phiếu của các công ty thượng nguồn PVS và PVD (khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu) dựa trên triển vọng rõ nét hơn ở các mảng kinh doanh chính của hai công ty này. Đối với PVS, mảng EPC của Công ty sẽ hưởng lợi từ tổng vốn đầu tư cao hơn tại các dự án dầu khí trong nước như Lô B Ô Môn, cũng như tổng vốn đầu tư cao hơn tại các dự án năng lượng gió ngoài khơi tại các thị trường khác như Đài Loan hoặc Ba Lan. Đối với PVD, Công ty dự kiến sẽ hưởng lợi từ nhu cầu khoan nước nông ngày càng tăng ở Đông Nam Á, trong khi những diễn biến tích cực ở thị trường trong nước (như dự án Lô B Ô Môn) có thể thúc đẩy nhu cầu về dịch vụ khoan và hỗ trợ khoan.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	100,724	89,954	103,619	111,597	123,733
Lợi nhuận gộp	21,315	16,925	18,975	21,195	23,803
Chi phí BH&QL	(3,515)	(4,019)	(5,641)	(2,696)	(4,764)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	17,799	12,906	13,334	18,498	19,039
Lãi vay thuần	897	1,686	589	1,057	1,215
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	31.8	26.7	26.7	26.7	26.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	78.4	20.4	31.1	33.5	37.1
LN TT	18,806	14,640	13,980	19,616	20,318
Chi phí thuế TNDN	(3,740)	(2,846)	(2,796)	(3,923)	(4,064)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(268)	(187)	(224)	(314)	(325)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	14,798	11,606	10,961	15,379	15,929
Lợi nhuận thuần ĐC	14,448	11,238	10,593	15,011	15,561
EBITDA ĐC	20,822	15,933	16,068	21,398	21,967
EPS (đồng)	7,732	5,513	4,725	6,565	6,800
EPS ĐC (đồng)	6,291	4,893	4,566	6,407	6,642
DPS (đồng)	2,561	3,100	6,000	4,000	4,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,914	2,105	2,320	2,343	2,343
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,914	2,297	2,343	2,343	2,343
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,297	2,297	2,343	2,343	2,343

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	10,549	5,669	3,929	6,513	5,644
Đầu tư ngắn hạn	23,726	35,085	33,158	35,711	39,595
Phải thu khách hàng	16,191	16,865	19,945	22,039	25,055
Hàng tồn kho	4,102	3,945	4,248	4,575	5,073
Các tài sản ngắn hạn khác	1,082	654	1,140	1,228	1,361
Tổng tài sản ngắn hạn	55,652	62,218	62,421	70,066	76,727
TSCĐ hữu hình	16,370	19,532	20,710	20,917	22,172
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	36.3	31.7	32.4	33.0	33.7
Đầu tư dài hạn	5,978	1,781	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	396	388	400	412	424
Tài sản dài hạn khác	4,231	3,804	3,419	3,683	4,083
Tổng tài sản dài hạn	27,011	25,537	24,561	25,044	26,713
Tổng cộng tài sản	82,663	87,754	86,982	95,110	103,440
Nợ ngắn hạn	45.0	1,605	1,605	1,605	1,605
Phả trả người bán	6,652	7,138	8,015	8,409	9,076
Nợ ngắn hạn khác	4,789	5,459	5,181	5,580	6,187
Tổng nợ ngắn hạn	12,488	14,972	15,941	16,821	18,229
Nợ dài hạn	6,038	4,271	5,271	6,271	6,271
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	253	280	311	335	371
Nợ dài hạn khác	2,710	2,934	2,798	3,013	3,341
Tổng nợ dài hạn	9,001	7,484	8,379	9,618	9,983
Tổng nợ phải trả	21,489	22,456	24,320	26,440	28,211
Vốn chủ sở hữu	59,858	64,049	61,413	67,420	73,979
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,316	1,250	1,250	1,250	1,250
Tổng vốn chủ sở hữu	61,174	65,299	62,662	68,670	75,229
Tổng nợ phải trả và VCSH	82,663	87,754	86,982	95,110	103,440
BVPS (đ)	31,274	27,887	26,215	28,779	31,579
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(4,466)	206	2,946	1,363	2,232

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	17,799	12,906	13,334	18,498	19,039
Khấu hao	(3,023)	(3,027)	(2,734)	(2,899)	(2,928)
Lãi vay thuần	897	1,686	589	1,057	1,215
Thuế TNDN đã nộp	(3,711)	(2,805)	(2,828)	(3,907)	(4,039)
Thay đổi vốn lưu động	(3,696)	686	(2,790)	(1,644)	(2,264)
Khác	(286)	353	(926)	(820)	(803)
LCT thuần từ HĐKD	12,792	13,827	9,180	14,633	14,468
Đầu tư TS dài hạn	(2,401)	(1,992)	(2,131)	(3,106)	(4,183)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	2,666	(9,257)	4,901	33.2	(1,141)
LCT thuần từ HĐĐT	265	(11,249)	2,770	(3,073)	(5,324)
Cổ tức trả cho CSH	(5,882)	(7,120)	(14,056)	(9,371)	(9,371)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	3,617
Tăng/giảm nợ	(1,912)	(208)	1,000	1,000	0
Khác	(13.9)	(131)	(633)	(605)	(4,260)
LCT thuần từ HĐTC	(7,808)	(7,459)	(13,689)	(8,976)	(10,013)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,300	10,549	5,669	3,929	6,513
LCT thuần trong kỳ	5,249	(4,880)	(1,740)	2,583	(869)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	10,549	5,669	3,929	6,513	5,644
Dòng tiền tự do	10,391	11,835	7,049	11,526	10,285

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	21.2	18.8	18.3	19.0	19.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	17.7	15.5	19.2	17.8
Tỷ suất LNT (%)	14.7	12.9	10.6	13.8	12.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	19.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	27.5	(10.7)	15.2	7.70	10.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	54.8	(23.5)	0.85	33.2	2.66
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	72.5	(22.2)	(5.74)	41.7	3.67
Tăng trưởng EPS (%)	70.6	(28.7)	(14.3)	38.9	3.58
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	72.5	(22.2)	(6.68)	40.3	3.67
Tăng trưởng DPS (%)	0.30	21.0	93.6	(33.3)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	33.1	56.2	127	60.9	58.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	26.7	18.7	17.5	23.9	22.5
ROACE (%)	26.9	18.1	18.5	24.8	23.3
Vòng quay tài sản (lần)	1.25	1.06	1.19	1.23	1.25
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.72	1.07	0.69	0.79	0.76
Số ngày tồn kho	18.9	19.7	18.3	18.5	18.5
Số ngày phải thu	74.4	84.3	86.0	89.0	91.5
Số ngày phải trả	30.6	35.7	34.6	34.0	33.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(6.00)	1.34	6.48	3.68	4.69
Nợ/tài sản (%)	8.42	7.44	9.10	9.45	8.81
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.33	0.41	0.49	0.42	0.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.46	4.16	3.92	4.17	4.21
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.27	1.76	1.59	1.46	1.32
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.13	9.96	10.2	7.62	7.46
P/E (lần)	8.92	12.5	14.6	10.5	10.1
P/E ĐC (lần)	11.0	14.1	15.1	10.8	10.4
P/B (lần)	2.21	2.47	2.63	2.40	2.19
Lợi suất cổ tức (%)	3.71	4.49	8.70	5.80	5.80

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ19,000)

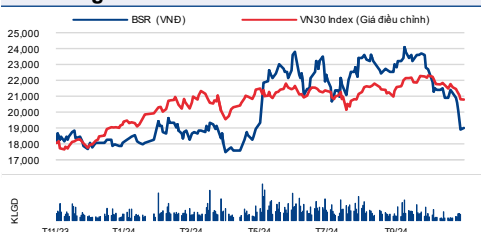
Tiềm năng tăng/giảm: 1.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/11/2024) 19,000

Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,483-24,088
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	58,909
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,318
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,100
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,519
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,499
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.67%
Tỷ lệ freefloat	7.87%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(15.6)	(18.8)	5.17
So với chỉ số	(9.41)	(17.5)	(8.63)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	(74.2)	1,879	(104.0)
2025F	426	2,093	(79.6)
2026F	330	1,888	(82.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BSR sở hữu và vận hành Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên tại Việt Nam. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm và cung cấp 35% nhu cầu xăng dầu cho cả nước

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 9 8925 9210

Dầu “chua”

- HSC giữ nguyên khuyến nghị Năm giữ đối với BSR nhưng tăng 1% giá mục tiêu lên 19.200đ sau khi phân tích KQKD Q3/2024 và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi giảm lần lượt 98,5% và 69,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo giảm 99% cho năm nay nhưng tăng trưởng 13,7 lần trong năm sau (dựa trên mức nền thấp). Công ty dự kiến không có kế hoạch mở rộng công suất trong giai đoạn dự báo.
- BSR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Tại giá mục tiêu theo phương pháp DCF tương đương với mức P/B dự phóng năm 2025 là 1,02 lần (P/E dự phóng năm 2025 là 45 lần).

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

BSR công bố KQKD Q3/2024 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng, với lỗ thuần 1,2 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận 3,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023 và 0,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024). Theo đó, LNST 9 tháng đầu năm 2024 giảm 89% so với cùng kỳ xuống 0,7 nghìn tỷ đồng và hoàn thành chỉ 16% dự báo cho cả năm 2024 (đạt 59% KHKD cho cả năm Công ty đề ra).

HSC cho rằng khoản lỗ trong Q3/2024 là do thị trường dầu thô và các sản phẩm dầu mỏ kém tích cực. Tình hình dự kiến sẽ tồi tệ hơn: Số lượng giấy phép khoan dự kiến sẽ tăng tại Mỹ và sản lượng dầu thô tăng thêm ở các nước không thuộc OPEC+ như Canada, Brazil và Guyana sẽ giữ giá dầu thô ở mức thấp. Đối với chênh lệch giá crack (chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm), chúng tôi nhận thấy công suất lọc dầu toàn cầu sẽ tăng thêm 2,6-4,9 triệu thùng/ngày trong 4 năm tới, chủ yếu từ Ấn Độ và Trung Quốc. Phần công suất bổ sung này dự kiến sẽ lớn hơn mức tăng về nhu cầu.

Tác động: Giảm dự báo EPS năm 2024 do chênh lệch giá crack giảm

HSC giảm lần lượt 98,5% và 69,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 để phản ánh KQKD Q3/2024 và các xu hướng cơ bản kém tích cực (đặc biệt là mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm trong Q4/2024 và năm 2025). Chúng tôi giảm 82,3% và 58% dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu năm 2024-2025 và giảm nhẹ 4% dự báo sản lượng tiêu thụ cho mỗi năm. Đáng lưu ý, dự báo của chúng tôi hiện chỉ bằng 21% kế hoạch của Công ty và thấp hơn nhiều so với dự báo thị trường. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, cho thấy lợi nhuận thuần đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, giảm 18% so với dự báo cho năm 2025. Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy EPS có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là -50%.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ và tăng 1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 19.200đ. Giá mục tiêu mới phản ánh nhu cầu đối với các sản phẩm dầu mỏ giảm và việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 và kéo dài thời gian định giá theo phương pháp DCF đến năm 2032. Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Trong khi đó, BSR đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 ở mức 9,8 lần, cao hơn 39% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực mặc dù lợi nhuận thấp hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	16,865	10,374	2,178 ▼	3,996 ▼	3,528
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	14,726	8,650	113 ▼	1,665 ▼	1,366
EPS ĐC (đồng)	4,642	2,679	(74.2) ▼	426 ▼	330
DPS (đồng)	434	698	0 ▼	300 ▼	300
BVPS (đồng)	16,531	18,511	18,548	18,785 ▼	18,925
EV/EBITDA ĐC (lần)	2.67	5.10	17.6	9.80	10.6
P/E ĐC (lần)	4.09	7.09	N/a	44.6	57.6
Lợi suất cổ tức (%)	2.29	3.68	0	1.58	1.58
P/B (lần)	1.15	1.03	1.02	1.01	1.00
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	124	(42.3)	(103)	674	(22.6)
ROAE (%)	33.2	15.9	0.20	2.88	2.34

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm dự báo lợi nhuận do mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm

BSR ghi nhận lỗ bất ngờ 1,2 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024, chủ yếu do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm do nhu cầu các sản phẩm dầu mỏ tại châu Á giảm. Triển vọng đối với thị trường dầu thô và mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm vẫn còn kém do hoạt động sản xuất tăng trên toàn cầu khi các công ty dầu đá phiến Mỹ hoạt động như nhà sản xuất chi phối mới. HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 chủ yếu do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm có xu hướng giảm, do mức độ cạnh tranh ngày càng cao tại thị trường trong nước và quốc tế. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với BSR với giá mục tiêu mới là 19.200đ (tiềm năng tăng giá 1%), BSR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Đánh giá KQKD Q3/2024: Lợi nhuận thấp hơn dự báo do crack spread giảm

BSR công bố KQKD Q3/2024 đáng thất vọng và đáng ngạc nhiên, với lỗ thuần 1,2 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận 3,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023 và 0,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024). Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm dẫn đến lỗ thuần lớn trong Q3/2024 (không có khoản lỗ bất thường/không thường xuyên nào đáng kể trong kỳ).

Lợi nhuận gộp trên mỗi tấn trong kỳ giảm xuống mức -0,86 triệu đồng (so với +2,16 triệu đồng trong Q3/2023 và +0,41 triệu đồng trong Q2/2024) do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm mạnh khi nhu cầu từ Trung Quốc và châu Âu giảm. Để tham khảo, mức crack spread Singapore-Tapis 3:2:1 (đo lường lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu Singapore trong việc chuyển đổi dầu thô Tapis thành xăng và dầu diesel) chỉ là 5,7 USD/thùng trong Q3/2024, giảm 51% so với cùng kỳ.

Trong khi đó, sản lượng bán hàng trong Q3/2024 đạt 1,7 triệu tấn (giảm 4% so với cùng kỳ nhưng tăng 39% so với quý trước) sau khi BSR hoàn thành 48 ngày bảo trì định kỳ trong Q2/2024.

Theo đó, LNST 9 tháng đầu năm 2024 giảm 89% so với cùng kỳ xuống 0,7 nghìn tỷ đồng và hoàn thành chỉ 16% dự báo cũ cho cả năm 2024 (và đạt 59% KHKD cho cả năm Công ty đề ra).

Bảng 22: KQKD Q3/2024, BSR

Lợi nhuận thuần 9 từ đầu năm đạt 16% dự báo cả năm của HSC

BSR	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ
Doanh thu	37,756	24,424	31,946	-15%	31%	105,491	87,059	-17%
Giá vốn hàng bán	-33,925	-23,925	-33,415	-2%	40%	-98,411	-86,775	-12%
Lợi nhuận gộp	3,831	498	-1,470	-138%	-395%	7,080	284	-96%
Chi phí BH&QL	-313	-270	-293	-6%	8%	-1,061	-822	-23%
Thu nhập tài chính	420	746	554	32%	-26%	1,700	1,820	7%
Chi phí tài chính	-319	-138	-125	-61%	-9%	-803	-520	-35%
Thu nhập thuần khác	2	4	5	160%	13%	24	20	-15%
LNST	3,620	840	-1,329	-137%	-258%	6,939	782	-89%
Lợi nhuận thuần	3,260	782	-1,210	-137%	-255%	6,233	715	-89%

Nguồn: HSC ước tính

Triển vọng: Giá dầu và chênh lệch giá crack giảm

Giá dầu thô được dự báo giảm trong năm 2025. Giá dầu Brent giảm sau khi đồng USD mạnh lên và sản lượng sản xuất tăng cao hơn mức cam kết, do các nước như Nga, Kazakhstan, và Iraq sản xuất lượng dầu cao hơn hạn ngạch cho phép (theo [WSJ](#)). Giá dầu Brent tiếp tục giảm là do có kỳ vọng có nhiều giấy phép khoan dầu đá phiến tại Mỹ do tổng thống đắc cử Donald Trump cấp.

Theo Bloomberg New Energy Finance (BNEF), chi phí hòa vốn trong sản xuất dầu đá phiến năm 2023 ở mức khoảng 60 USD/thùng. Trên thị trường dầu thô, dầu đá phiến Mỹ hiện được coi là nhà sản xuất chi phối mới – nước có đủ công suất sản xuất và

sự linh hoạt để điều chỉnh sản lượng nhằm tác động đến giá dầu. Hơn nữa, sản lượng dầu thô tăng được dự báo do hoạt động sản xuất tăng ở các nước ngoài OPEC+ như Canada, Brazil và Guyana.

HSC đưa ra dự báo mới cho giá dầu Brent ở mức 81 USD/thùng trong năm 2024 (giảm 1,2% so với giả định trước đó, và giảm 2% so với năm 2023), 76,7 USD/thùng cho năm 2025 (giảm 2,9% so với giả định trước đó, và giảm 5,3% so với dự báo cho năm 2024), và 75 USD/thùng cho năm 2026 (so với giả định trước đó ở mức 0%, và giảm 2,2% so với dự báo cho năm 2025), dựa trên ước tính bình quân của Bloomberg.

Bảng 23: Dự báo giá dầu brent*, BSR

Giá dầu brent dự báo đạt 76,7 USD/thùng trong năm 2025, giảm 5,3% so với 2024

USD/thùng	Thực tế 2023	Dự báo mới		
		2024	USD/thùng	2023
Giá dầu brent	82.6	81.0	76.7	75.0
Tăng/giảm so với năm trước		-2.0%	-5.3%	-2.2%
Dự báo cũ				
Giá dầu brent	82.0	79.0		-
Điều chỉnh	-1.2%	-2.9%		-

Ghi chú: trung vị theo dự báo của Bloomberg.
Nguồn: Bloomberg

HSC đưa ra dự báo mới cho giá dầu Brent ở mức 81 USD/thùng trong năm 2024 (giảm 1,2% so với giả định trước đó, và giảm 2% so với năm 2023), 76,7 USD/thùng cho năm 2025 (giảm 2,9% so với giả định trước đó, và giảm 5,3% so với dự báo cho năm 2024), và 75 USD/thùng cho năm 2026 (so với giả định trước đó ở mức 0%, và giảm 2,2% so với dự báo cho năm 2025), dựa trên ước tính bình quân của Bloomberg.

Hơn nữa, trong dài hạn, công suất lọc dầu toàn cầu dự kiến tăng 2,6-4,9 triệu thùng/ngày lên 106-108 triệu thùng ngày (theo EIA) – cao hơn nhiều so với nhu cầu được dự báo ở mức 105 triệu thùng/ngày trong 4 năm tới. Công suất lọc dầu mới của Trung Quốc có thể đóng góp lên đến 1,1 triệu thùng/ngày vào công suất chung mới, tương đương 22% tổng công suất tăng thêm.

Tại Việt Nam, nhà máy lọc Long Sơn bắt đầu vận hành từ tháng 9/2024. Mặc dù là nhà máy lọc hóa dầu, chúng tôi dự báo Công ty sẽ cạnh tranh trực tiếp với nhà máy lọc dầu Dung Quất về sản lượng polypropylen trong nước (Long Sơn - 400.000 tấn/năm; Dung Quất - khoảng 180.000 tấn/năm).

Mức crack spread Singapore-Tapis 3:2:1 bình quân hàng quý của dầu Brent được thể hiện trong Biểu đồ 25-26.

Bảng 24: Tóm tắt các dự án lọc dầu đến năm 2028 của một số quốc gia

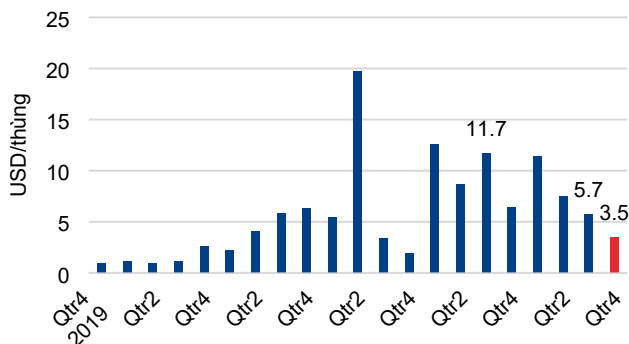
Trung Quốc chiếm 22% công suất mới

Vị trí nhà máy lọc dầu	Công suất chưng cất dầu thô ước tính (thùng/ngày)	Tỷ trọng
Ấn Độ	2,417,000	49%
Trung Quốc	1,110,000	22%
Các nước khác	1,407,000	29%
Tổng	4,934,000	100%

Nguồn: EIA

Biểu đồ 25: Crack spread 3:2:1 bình quân của Singapore theo quý

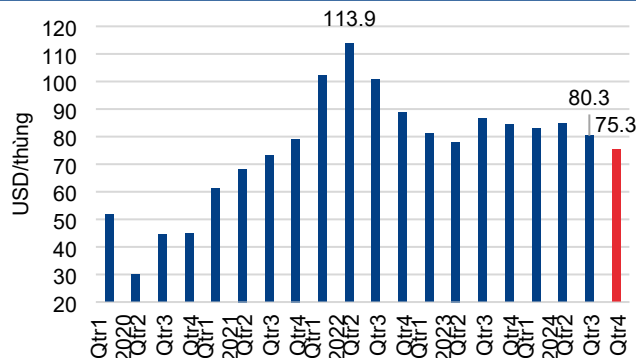
Trung bình quý 4/2024 là 3,5 USD/thùng, thấp hơn quý 3



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 26: Giá dầu Brent bình quân theo quý

Giá trung bình quý 4/2024 thấp hơn 6% so với trung bình quý 3



Nguồn: HSC ước tính

Giảm dự báo lợi nhuận 2024-2025

HSC giảm 98,5% và 69,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 khoản lỗ không thường xuyên trong Q3/2024 và mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm dự kiến giảm trong Q4/2024 và năm 2025. Chúng tôi giảm lần lượt 82,3% và 58% tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu năm 2024-2025 xuống 0,9 USD/thùng và 2,2 USD/thùng sau khi đánh giá những xu hướng dẫn đến KQKD Q3/2024 kém tích cực. Trong khi đó, chúng tôi cũng giảm nhẹ 3,9% giả định sản lượng tiêu thụ cho từng năm 2024-2025 xuống 5,9 triệu tấn và 68 triệu tấn, cũng như đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với doanh thu 108 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần 1,4 nghìn tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ) dựa trên mức lợi nhuận gộp mảng lọc dầu ở mức 1,9 USD/thùng (giảm 12% so với dự báo cho năm 2025) và sản lượng tiêu thụ đạt 6,8 triệu tấn (đi ngang so với dự báo cho năm 2025).

Chúng tôi không phản ánh các khoản mục không thường xuyên/bất thường vào mô hình dự báo giai đoạn 2024-2026.

Dự báo mới cho năm 2025-2026 thấp hơn 89% so với bình quân dự báo thị trường. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng hơn dự báo của thị trường khi dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và 2026 do nhận thấy triển vọng giá dầu thô và nhu cầu sản phẩm dầu mỏ kém khả quan.

Bảng 27: Dự báo lợi nhuận, BSR

Giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu năm 2024-2025 lần lượt là 82,3% và 58,0%

Tỷ đồng	Thực tế	Điều chỉnh		Dự báo lần đầu	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	147,423	101,330	110,763	107,997	112,881	125,706	-10.2%	-11.9%
Lợi nhuận gộp	9,760	921	2,663	2,343	9,343	7,097	-90.1%	-62.5%
Lợi nhuận thuần	8,650	113	1,665	1,366	7,630	5,430	-98.5%	-69.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng)	7.4	0.9	2.2	1.9	4.9	5.2	-82.3%	-58.0%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7,333	5,868	6,778	6,778	6,108	7,055	-3.9%	-3.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Tăng trưởng theo dự báo mới, BSR

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng 13,7 lần từ mức nền thấp năm 2024

	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	-31.3%	9.3%	-2.5%
Lợi nhuận gộp	-90.6%	189.2%	-12.0%
Lợi nhuận thuần	-98.7%	1367.1%	-18.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng)	-88.2%	150.3%	-12.0%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	-20.0%	15.5%	0.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

HSC dự báo dòng tiền và lợi nhuận sẽ yếu hơn trong 3 năm tới có thể do mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm thấp, mặc dù công suất hoạt động/tỷ lệ hiệu quả của nhà máy lọc dầu Dung Quốc ổn định. Lưu ý rằng chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch mở rộng nhà máy với 1,3 tỷ USD vào mô hình dự báo do tính chất dài hạn của dự án, nhưng chúng tôi được biết BSR có kế hoạch nâng cao công suất lọc dầu thêm 16% lên 171.000 thùng/ngày từ mức 148.000 thùng/ngày – tương đương với mức 7,5 triệu tấn mỗi năm (từ mức 6,5 triệu tấn/năm) – với tổng vốn đầu tư 1,26 tỷ USD và dự kiến vận hành vào Q1/2028. Để đạt được điều này, công ty đã đạt đến giai đoạn thiết kế kỹ thuật tổng thể và giấy phép cho việc mở rộng công suất.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của BSR dự kiến đạt sẽ ổn định ở mức bình quân -32,6% trong giai đoạn 2024-2026 (dự báo năm 2024: -33,1%, dựa trên tiền mặt 31,6 nghìn tỷ đồng, nợ 11 nghìn tỷ đồng, và vốn CSH 11 nghìn tỷ đồng) nhờ dòng tiền hoạt động ổn định và lợi nhuận tích cực trong năm 2025-2026. ROAE được dự báo ở mức 0,2%, 2,9%, và 2,3% trong giai đoạn 2024-2026 (năm 2023: 15,9%) – thấp hơn nhiều hơn chi phí vốn của BSR.

Mặc dù BSR tiếp tục nắm giữ nhiều tiền mặt (chiếm hơn một nửa định giá, theo dự báo của chúng tôi), Công ty được dự báo sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2024 nhưng sẽ trả cổ tức cho năm 2025-2026, với tỷ lệ 300đ/cp mỗi năm, cho thấy **tỷ lệ chi trả cổ tức** lần lượt là 0%, 55,9% và 68,1%. Dựa trên dự báo DPS và thị cổ phiếu hiện tại, lợi suất cổ tức dự kiến là 0% cho năm 2024 và 1,5% mỗi năm cho năm 2025 và 2026.

Duy trì khuyến nghị Nắm giữ, nhưng tăng nhẹ giá mục tiêu lên 19.200đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ và tăng 1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 19.200đ. Giá mục tiêu mới phản ánh việc giảm mạnh dự báo lợi nhuận dựa trên nhu cầu yếu hơn dự kiến đối với các sản phẩm dầu mỏ. Nhu cầu thấp được bù trừ bởi ước tính WACC thấp hơn và việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Phương pháp định giá và các giả định cơ bản được thể hiện trong Bảng 29-31. Những nội dung được thay đổi trong mô hình dự báo lợi nhuận:

- Chúng tôi giảm 99% và 69% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 và 2025. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2026 cho thấy lợi nhuận thuần giảm 18% so với cùng kỳ.
- Phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh giảm xuống 7,5% (từ mức 8,5%) và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% (từ 2%), trong khi hệ số beta được giữ nguyên ở mức 1,4 lần. Theo đó, giả định WACC ở mức 12,5%, thấp hơn giả định trước đó ở mức 13,6%.
- HSC lùi thời gian định giá theo phương pháp DCF đến năm 2032, thay vì năm 2028 như trước đây. Tuy nhiên, chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch mở rộng công suất nhà máy vào mô hình dự báo lợi nhuận cho đến khi Công ty đưa ra quyết định cuối cùng.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 32.

Đáng chú ý, giá trị vốn chủ sở hữu mới là 59,6 nghìn tỷ đồng, tăng 1% so với dự báo trước đó, bao gồm giá trị hiện tại cổ định (PV) là 24,7 nghìn tỷ đồng (chiếm 41% định giá, so với 36% trong định giá trước đó) và tiền mặt thuần là 34,9 nghìn tỷ đồng (hoặc 11.246đ tiền mặt cho mỗi cổ phiếu – chiếm 59% định giá của chúng tôi, giảm so với mức 64% trước đó) – chúng tôi nhấn mạnh rằng BSR đang giữ rất nhiều tiền mặt! So với định giá trước đó, giá trị hiện tại cổ định tăng 15% (giá trị hiện tại của dòng tiền – tăng 8,6%; giá trị hiện tại của giá trị dài hạn – tăng 22%) trong khi lượng tiền mặt thuần giảm 7%.

Đáng lưu ý, giá trị dài hạn tăng 22% so với dự báo trước đó (chiếm 48% giá trị hiện tại cổ định, so với 45% trước đó) – mặc dù được lùi bốn năm trong mô hình định giá mới và dài hơn theo phương pháp DCF của chúng tôi – là kết quả của một dự báo rất thận trọng trước đây thay vì dự báo tích cực hiện nay, theo quan điểm của chúng tôi.

Bảng 29: Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp, BSR

Tổng dòng tiền tự do cho doanh nghiệp đạt 12,7 nghìn tỷ đồng, cho giai đoạn dự báo đến năm 2028

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F	FY31F	FY32F
EBIT	455	2,153	1,846	1,775	3,755	4,020	3,529	4,567	4,849
Thuế suất 20.0%	(91)	(431)	(369)	(355)	(751)	(804)	(706)	(913)	(970)
EBIT sau thuế	364	1,722	1,477	1,420	3,004	3,216	2,823	3,654	3,879
Khấu hao	2,250	2,418	2,243	2,120	2,003	1,894	1,791	1,695	1,604
Thay đổi vốn lưu động	8,610	(468)	137	622	(837)	(111)	660	(888)	(117)
Chi phí đầu tư cơ bản	(3,453)	(2,401)	(1,292)	(1,225)	(1,162)	(1,104)	(1,048)	(996)	(1,604)
Quỹ khen thưởng	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(177)	(241)	(212)	(198)	(305)	(308)	(272)	(332)	(336)
UFCF	7,250	687	2,010	2,395	2,359	3,244	3,611	2,789	3,082
Chiết khấu	1.00	1.00	1.12	1.27	1.42	1.60	1.80	2.03	2.28
Giá trị hiện tại của UCFF	7,250	687	1,787	1,893	1,657	2,025	2,004	1,376	1,351
Tổng UFCF		12,780							

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: Tính toán giá mục tiêu, BSR

Giá mục tiêu mới là 19.200đ

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	4,2 lần
Giá trị hiện tại của DN	24,658
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	12,780
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,878
Cộng: Tiền	45,835
Trừ: Tổng nợ	(10,970)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	125
Giá trị vốn CSH	59,647
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	19,200

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 31: Giả định WACC, BSR

Phần bù rủi ro vốn CSH giảm 1% xuống 7,5%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.4
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Chi phí vốn CSH	14.8%
Chi phí nợ trước thuế	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ	4.8%
Tỷ trọng vốn CSH	76.9%
Tỷ trọng nợ	23.1%
WACC	12.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, BSR

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	19,100	19,400	19,800	20,300	20,900
	3.5%	18,800	19,100	19,500	20,000	20,500
	4.0%	18,600	18,900	19,200	19,600	20,100
	4.5%	18,400	18,700	19,000	19,300	19,800
	5.0%	18,200	18,400	18,700	19,100	19,500

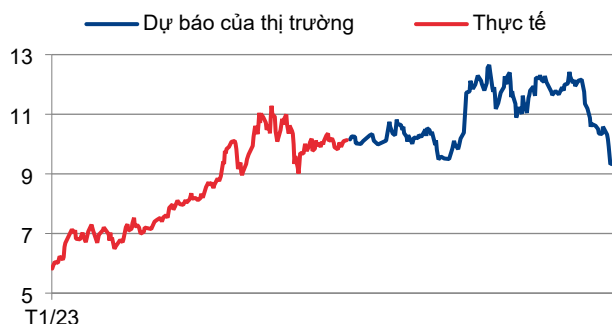
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 9,4 lần, chỉ thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 (Biểu đồ 33-34). Đáng lưu ý, HSC chỉ sử dụng dữ liệu thị trường từ năm 2024 do tác động của dự báo lỗ ở mức P/E điều chỉnh cho năm nay (chúng tôi cũng cảnh báo rằng dự báo cho năm 2025-2026 thấp hơn nhiều so với dự báo thị trường). BSR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (Biểu đồ 35-36c).

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR

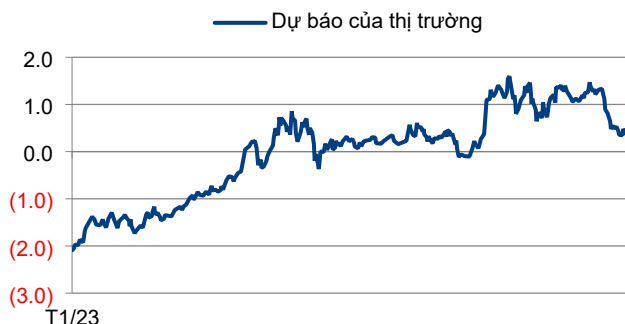
P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 34: Độ lệch chuẩn so với bình quân P/E, BSR

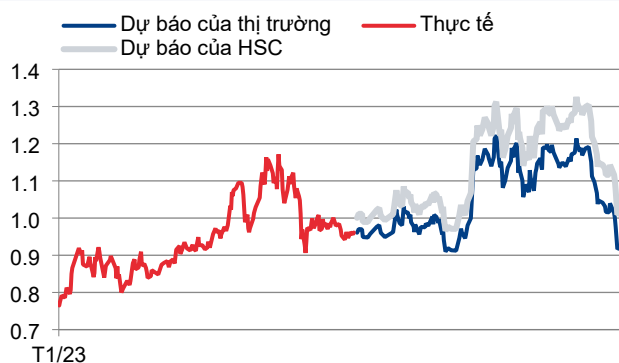
... thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 35: P/B trượt dự phóng 1 năm, BSR

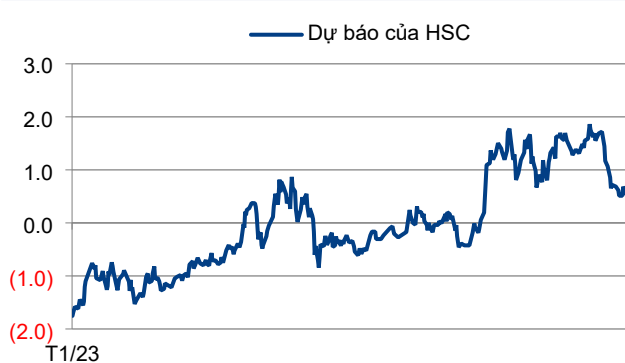
BSR hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 36: Độ lệch chuẩn so với bình quân, BSR

... thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: So sánh các công ty hạ nguồn trong khu vực (với hoạt động lọc hóa dầu), BSR

BSR được dự báo giao dịch với P/E 2025 là 44,6 lần, chênh lệch rất lớn so với các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE 2025
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	
S-Oil Corp	HÀN QUỐC	4,809	N/a	N/a	53.7	9.4	0.8	0.7	7.3
SK Innovation Co Ltd	HÀN QUỐC	7,737	N/a	13.3	N/a	13.5	0.6	0.5	3.9
PetroChina Co Ltd	TRUNG QUỐC	204,447	3.5	3.3	9.1	9.2	1.0	0.9	10.5
SINOPEC CORP	TRUNG QUỐC	100,919	6.2	6.2	12.9	11.8	0.9	0.9	7.7
Thai Oil PCL	THÁI LAN	2,793	5.6	5.5	8.2	6.0	0.6	0.5	9.1
Trung bình		64,141	5.1	7.1	21.0	10.0	0.8	0.7	7.7
Bình Sơn Refinery* (BSR)	VIỆT NAM	2,318	17.6	9.8	N/m	44.6	1.0	1.0	2.9
Chênh lệch so với bình quân			246%	39%	N/m	347%	35%	40%	-63%

Ghi chú: (1) Bình quân của các số liệu có sẵn; (2) điều chỉnh để phản ánh quỹ khen thưởng.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 38: So sánh các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị, BSR

Tính theo P/B năm 2025, BSR được giao dịch với mức giá cao hơn các công ty cùng ngành

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E adj. (2)		P/B		ROE 2025
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	
BSR	2,318	17.6	9.8	N/m	44.6	1.0	1.0	2.9
PVD	522	6.9	5.9	15.0	10.1	0.8	0.8	8.0%
GAS	6,424	10.2	7.6	15.1	10.8	2.6	2.4	23.9%
PVT	688	24.0	47.2	14.7	12.0	1.2	1.2	10.0%
BÌNH QUÂN (1)	2,523	14.7	17.6	14.9	19.4	1.4	1.3	11.2%
BSR so với bình quân	-6%	20%	-44%	N/m	130%	-28%	-24%	-74%
Bình quân so với BSR	2,506	13.7	20.2	14.9	11.0	1.6	1.4	13.9%
BSR so với bình quân	-8%	28%	-52%	N/m	3.0x	-35%	-30%	-74%

Ghi chú: (1) Bình quân của các số liệu có sẵn; (2) điều chỉnh để phản ánh quỹ khen thưởng.
Nguồn: HSC ước tính

So với các công ty lọc dầu khác trong khu vực, BSR giao dịch với định giá cao hơn ở tất cả các chỉ số định giá quan trọng nhưng lại có lợi nhuận thấp hơn nhiều (bằng chứng là ROE thấp hơn) (Bảng 37).

Cuối cùng, trong Bảng 38, chúng tôi so sánh BSR với tất cả các công ty dầu khí Việt Nam trong danh sách khuyến nghị. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng điều chỉnh năm 2025 là 44,6 lần, cao hơn 130% so với bình quân của các công ty trong danh sách khuyến nghị.

HSC hiện ưa thích cổ phiếu của các công ty thượng nguồn dựa trên triển vọng rõ nét hơn ở các mảng kinh doanh chính. Đối với PVS, mảng EPC của Công ty sẽ hưởng lợi từ tổng vốn đầu tư cao hơn tại các dự án dầu khí trong nước như Lô B Ô Môn, cũng như tổng vốn đầu tư cao hơn tại các dự án năng lượng gió ngoài khơi tại các thị trường khác như Đài Loan hoặc Ba Lan. Đối với PVD, Công ty dự kiến sẽ hưởng lợi từ nhu cầu khoan nước nông ngày càng tăng ở Đông Nam Á, trong khi những diễn biến tích cực ở thị trường trong nước (như dự án Lô B Ô Môn) có thể thúc đẩy nhu cầu về dịch vụ khoan và hỗ trợ khoan.

Rủi ro KQKD cao hơn dự báo: Chuyển sàn sang niêm yết tại HSX

Cổ đông thiểu số của BSR sẽ nhận được những lợi ích sau: (1) thanh khoản giao dịch tốt hơn (2) tiếp cận nhiều NĐT NN hơn để bán được lượng cổ phần lớn và (3) tăng cường tính minh bạch khi được yêu cầu báo cáo chặt chẽ hơn. Bất chấp những lợi ích này, HSC xem đây là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu đã được phản ánh vào giá nhiều, sau khi đã tăng 25% trong tháng 5/2024 (trước khi điều chỉnh trong tháng 10-11/2024 do quá trình niêm yết có phần chậm trễ). Nguyên nhân chính dẫn đến việc niêm yết trên sàn HSX chậm trễ là do chờ hoàn tất quá trình cổ phần hóa BSR. Công ty kỳ vọng hoàn thành trong năm 2024.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	167,124	147,423	101,330	110,763	107,997
Lợi nhuận gộp	16,096	9,760	921	2,663	2,343
Chi phí BH&QL	(1,424)	(1,656)	(993)	(1,085)	(1,058)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	14,673	8,104	(72.2)	1,577	1,285
Lãi vay thuần	827	1,498	178	242	204
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	86.1	37.8	20.1	22.0	21.5
LN TT	15,586	9,639	125	1,841	1,510
Chi phí thuế TNDN	(916)	(1,047)	(12.5)	(184)	(151)
Lợi ích cổ đông thiểu số	56.5	57.2	0.56	8.28	6.80
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	14,726	8,650	113	1,665	1,366
Lợi nhuận thuần ĐC	14,392	8,306	(230)	1,321	1,022
EBITDA ĐC	16,865	10,374	2,178	3,996	3,528
EPS (đồng)	4,750	2,790	36.6	537	441
EPS ĐC (đồng)	4,642	2,679	(74.2)	426	330
DPS (đồng)	434	698	0	300	300
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	22,853	17,001	31,649	30,143	32,812
Đầu tư ngắn hạn	2,172	21,122	14,186	15,507	15,120
Phải thu khách hàng	16,553	14,955	10,133	11,076	10,800
Hàng tồn kho	16,809	15,531	10,133	11,076	10,800
Các tài sản ngắn hạn khác	83.9	72.7	60.4	66.1	64.4
Tổng tài sản ngắn hạn	58,471	68,681	66,161	67,869	69,595
TSCĐ hữu hình	18,075	16,071	17,275	17,257	16,306
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,275	1,195	1,195	1,195	1,195
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	667	648	856	936	913
Tổng tài sản dài hạn	20,017	17,914	19,326	19,389	18,414
Tổng cộng tài sản	78,488	86,595	85,488	87,258	88,009
Nợ ngắn hạn	8,954	10,970	10,970	8,970	8,970
Phải trả người bán	14,836	14,616	9,120	9,969	9,720
Nợ ngắn hạn khác	791	995	5,067	5,538	5,400
Tổng nợ ngắn hạn	26,015	28,442	26,778	26,249	25,818
Nợ dài hạn	0	0	0	1,440	2,223
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	10.3	10.3	11.3	11.0
Nợ dài hạn khác	1,272	874	1,317	1,440	1,404
Tổng nợ dài hạn	1,282	884	1,328	2,891	3,638
Tổng nợ phải trả	27,298	29,326	28,105	29,141	29,456
Vốn chủ sở hữu	51,255	57,393	57,507	58,242	58,677
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65.1)	(125)	(125)	(125)	(125)
Tổng vốn chủ sở hữu	51,190	57,269	57,382	58,117	58,553
Tổng nợ phải trả và VCSH	78,488	86,595	85,488	87,258	88,009
BVPS (đ)	16,531	18,511	18,548	18,785	18,925
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(13,899)	(6,030)	(20,678)	(19,733)	(21,618)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	14,673	8,104	(72.2)	1,577	1,285
Khấu hao	(2,192)	(2,270)	(2,250)	(2,418)	(2,243)
Lãi vay thuần	827	1,498	178	242	204
Thuế TNDN đã nộp	(890)	(1,037)	(48.5)	(187)	(150)
Thay đổi vốn lưu động	(9,488)	3,284	8,610	(468)	137
Khác	854	(660)	(221)	(318)	(292)
LCT thuần từ HKKD	7,088	11,673	10,188	2,710	2,887
Đầu tư TS dài hạn	(200)	(187)	(3,453)	(2,401)	(1,292)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	2,896	(17,687)	7,329	(684)	1,044
LCT thuần từ HĐĐT	2,695	(17,874)	3,875	(3,085)	(248)
Cổ tức trả cho CSH	(1,347)	(2,166)	0	(930)	(930)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,817)	2,016	0	(560)	783
Khác	(111)	498	584	360	177
LCT thuần từ HĐTC	(3,276)	348	584	(1,130)	29.8
Tiền & tương đương tiền đầu kì	16,346	22,853	17,001	31,649	30,143
LCT thuần trong kỳ	6,507	(5,852)	14,648	(1,505)	2,669
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	22,853	17,001	31,649	30,143	32,812
Dòng tiền tự do	6,887	11,486	6,735	309	1,595

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.63	6.62	0.91	2.40	2.17
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.1	7.04	2.15	3.61	3.27
Tỷ suất LNT (%)	8.81	5.87	0.11	1.50	1.26
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.88	10.9	10.0	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	65.3	(11.8)	(31.3)	9.31	(2.50)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	91.2	(38.5)	(79.0)	83.5	(11.7)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	124	(42.3)	(103)	674	(22.6)
Tăng trưởng EPS (%)	119	(41.3)	(98.7)	1,367	(18.0)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	124	(42.3)	(103)	674	(22.6)
Tăng trưởng DPS (%)	168	60.8	(100)	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	9.15	25.0	0	55.9	68.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	33.2	15.9	0.20	2.88	2.34
ROACE (%)	31.8	14.7	(0.12)	2.63	2.09
Vòng quay tài sản (lần)	2.30	1.79	1.18	1.28	1.23
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.48	1.44	(141)	1.72	2.25
Số ngày tồn kho	40.6	41.2	36.8	37.4	37.3
Số ngày phải thu	40.0	39.7	36.8	37.4	37.3
Số ngày phải trả	35.9	38.8	33.2	33.7	33.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(24.4)	(7.70)	(33.1)	(30.8)	(33.9)
Nợ/tài sản (%)	13.2	14.5	14.7	14.0	14.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.61	1.21	5.78	3.05	3.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.25	2.41	2.47	2.59	2.70
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.27	0.36	0.38	0.35	0.35
EV/EBITDA ĐC (lần)	2.67	5.10	17.6	9.80	10.6
P/E (lần)	4.00	6.81	519	35.4	43.1
P/E ĐC (lần)	4.09	7.09	N/a	44.6	57.6
P/B (lần)	1.15	1.03	1.02	1.01	1.00
Lợi suất cổ tức (%)	2.29	3.68	0	1.58	1.58

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn