

Năm giữ

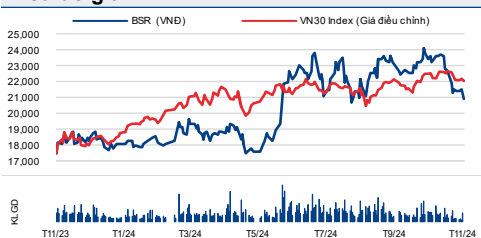
Giá mục tiêu: VNĐ19,000

Tiềm năng tăng/giảm: -9.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (1/11/2024)	20,900
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,483-24,088
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	64,800
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,561
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,100
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,441
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,507
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	78.7%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.1%
Tỷ lệ freefloat	4.24%
Cổ đông lớn	I - VN - overwrite nam (95.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-23A	12-24F	12-25F
DT thuần (tỷ đồng)	144,039	122,849	141,162
EBITDA đc (tỷ đồng)	8,892	6,694	7,903
LNTT (tỷ đồng)	8,037	4,723	5,889
LNT ĐC (tỷ đồng)	7,519	4,371	5,391
FCF (tỷ đồng)	17,631	3,046	3,137
EPS ĐC (đồng)	2,425	1,410	1,739
DPS (đồng)	700	700	700
BVPS (đồng)	18,256	18,966	20,005
T.trưởng EBITDA (%)	(47.3)	(24.7)	18.1
T.trưởng EPS ĐC (%)	(48.9)	(41.9)	23.3
Tăng trưởng DPS (%)	(30.0)	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	6.17	5.45	5.60
Tỷ suất LNTTT (%)	5.58	3.84	4.17
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.22	3.56	3.82
Tỷ lệ LN trả CT (%)	28.9	49.7	40.3
Nợ thuần/VCSH (%)	(41.9)	(45.7)	(45.4)
ROAE (%)	13.9	7.58	8.92
ROACE (%)	12.1	7.36	8.48
EV/doanh thu (lần)	0.27	0.29	0.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.36	5.37	4.35
P/E ĐC (lần)	8.62	14.8	12.0
P/B (lần)	1.14	1.10	1.04
Lợi suất cổ tức (%)	3.35	3.35	3.35

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

Lỗ bất thường do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm xuống

- BSR đã ghi nhận khoản lỗ thuần 1,2 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024 (so với lợi nhuận 3,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023 và 0,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024). Mặt bằng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm thấp trong khu vực rõ ràng đã làm giảm thu nhập trong kỳ.
- Theo đó, LNST 9 tháng đầu năm 2024 đã giảm xuống mức 0,7 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 89% so với cùng kỳ và chỉ đạt 16% dự báo cho cả năm 2024 của HSC cũng như chỉ hoàn thành 59% kế hoạch cả năm của Công ty.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 10,9 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2024

BSR đã công bố KQKD Q3/2024 đáng thất vọng và gây bất ngờ với lỗ thuần ở mức 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 xuống 0,7 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 89% so với cùng kỳ và chỉ đạt 16% dự báo cho cả năm 2024 của HSC cũng như chỉ hoàn thành 59% kế hoạch cả năm của Công ty.

Crack spread giảm, sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ

Lỗ thuần đáng kể trong Q3/2024 chủ yếu là do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm xuống (trong kỳ không có khoản lỗ bất thường/không thường xuyên nào đáng kể). 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 yếu hơn nhiều khi nhu cầu từ Trung Quốc và châu Âu giảm. Để tham khảo, mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm (crack spread) Singapore-Tapis 3:2:1 (đo lường lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu Singapore từ việc lọc 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 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.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/11.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q3/2024, BSR

Lỗ lớn do crack spread giảm

BSR	Q3/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T24	% so với cùng kỳ	% dự báo 2024 của HSC
Doanh thu	31,946	-15%	31%	87,059	-17%	71%
Giá vốn hàng bán	-33,415	-2%	40%	-86,775	-12%	
Lợi nhuận gộp	-1,470	-138%	-395%	284	-96%	
Chi phí BH&QL	-293	-6%	8%	-822	-23%	
Thu nhập tài chính	554	32%	-26%	1,820	7%	
Chi phí tài chính	-125	-61%	-9%	-520	-35%	
Thu nhập thuần khác	5	160%	13%	20	-15%	
LNST	-1,329	-137%	-258%	782	-89%	17%
LNST	-1,209	-137%	-257%	674	-89%	16%
Lợi nhuận thuần	-1,210	-137%	-255%	715	-89%	16%

Nguồn: BSR, HSC

Kế hoạch mở rộng với công suất bổ sung từ năm 2028

Trong tương lai, BSR có kế hoạch mở rộng công suất nhà máy lọc dầu thêm 16% lên 171 nghìn thùng/ngày từ 148 nghìn thùng/ngày – tương đương 7,5 triệu tấn mỗi năm từ 6,5 triệu tấn mỗi năm – với vốn đầu tư 1,26 tỷ USD, và dự kiến đi vào vận hành trong Q1/2028. Để đạt mục tiêu này, Công ty đã 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.

Trong dài hạn, công suất toàn cầu dự kiến sẽ tăng thêm 2,6 triệu - 4,9 triệu thùng/ngày (theo [EIA](#)) lên 106 triệu - 108 triệu thùng/ngày – cao hơn đáng kể so với nhu cầu dự kiến là 105 triệu thùng/ngày trong vòng bốn năm tới. Công suất lọc dầu mới của Trung Quốc có thể chiếm tới 1,1 triệu thùng/ngày trong công suất mới này.

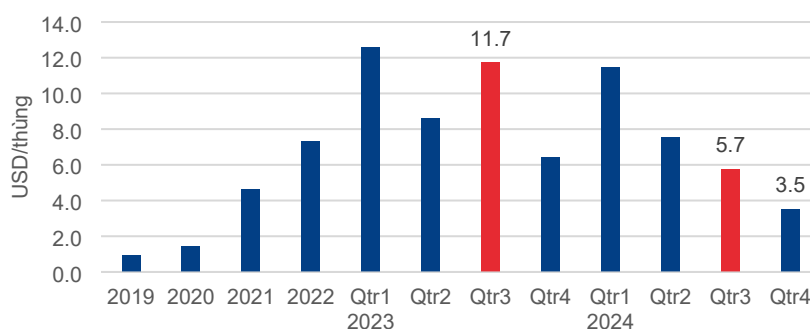
Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo

BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, cao hơn 0,6 lần độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 10,9 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu theo phương pháp DCF.

Triển vọng tăng giá cho cổ phiếu BSR có thể đến từ việc mở rộng HĐKD (dựa trên việc mở rộng công suất, dự kiến vào năm 2028) và khả năng niêm yết trên sàn HSX (quá trình đang diễn ra, dự kiến vào năm 2025). Trong khi đó, rủi ro giảm giá là do (1) nhu cầu đối với các sản phẩm dầu mỏ yếu hơn, dẫn đến xu hướng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm và (2) cạnh tranh trong nước mạnh hơn đối với sản phẩm polypropylene (đến từ Nhà máy lọc dầu Long Sơn mới, nhà máy này bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 10).

Biểu đồ 2: 3:2:1 crack spread Singapore-Tapis, BSR

Crack spread trong Q3/2024 đạt 5,7 USD/thùng so với 11,7 USD/thùng trong Q3/2023



Nguồn: Bloomberg

Bảng 3: Lợi nhuận gộp/tấn, BSR

...giảm xuống -0,86 triệu đồng/tấn trong Q3/2024

	Q3/23	Q3/23	Q3/24	% svck	% so với quý trước
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1772	1,226	1700	-4%	39%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	3,831	498	-1,470	-138%	-395%
Crack spread (triệu đồng/tấn)	2.16	0.41	-0.86	-140%	-313%

Nguồn: BSR, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	-	Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	-
Doanh thu	167,124	144,039	122,849	141,162	-	EBIT	14,673	6,723	4,445	5,499	-
Lợi nhuận gộp	16,096	8,134	5,649	6,883	-	Khấu hao	(2,192)	(2,169)	(2,249)	(2,404)	-
Chi phí BH&QL	(1,424)	(1,412)	(1,204)	(1,383)	-	Lãi vay thuần	827	1,286	254	362	-
Thu nhập khác	-	-	-	-	-	Thuế TNDN đã nộp	(890)	(597)	(366)	(531)	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-	Thay đổi vốn lưu động	(9,488)	9,782	1,050	(907)	-
EBIT	14,673	6,723	4,445	5,499	-	Khác	854	240	(458)	(535)	-
Lãi vay thuần	827	1,286	254	362	-	LCT thuần từ HKKD	7,088	18,018	6,559	5,585	-
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	-	Đầu tư TS dài hạn	(200)	(387)	(3,514)	(2,448)	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	-
LN không thường xuyên	86.1	28.6	24.4	28.1	-	Thanh lý	0	0	0	0	-
LNTT	15,586	8,037	4,723	5,889	-	Khác	2,896	(4,484)	1,860	(124)	-
Chi phí thuế TNDN	(916)	(556)	(374)	(525)	-	LCT thuần từ HĐĐT	2,695	(4,871)	(1,653)	(2,572)	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	56.5	37.4	21.7	26.8	-	Cổ tức trả cho CSH	(1,347)	(2,170)	(2,170)	(2,170)	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	-
Lợi nhuận thuần	14,726	7,519	4,371	5,391	-	Tăng/giảm nợ	(1,817)	1,000	2,069	(560)	-
Lợi nhuận thuần ĐC	14,726	7,519	4,371	5,391	-	Khác	(111)	1,147	106	687	-
EBITDA ĐC	16,865	8,892	6,694	7,903	-	LCT thuần từ HĐTC	(3,276)	(23.4)	4.58	(2,043)	-
EPS (đồng)	4,750	2,425	1,410	1,739	-	Tiền & tương đương tiền đầu kì	16,346	22,853	35,977	40,887	-
EPS ĐC (đồng)	4,750	2,425	1,410	1,739	-	LCT thuần trong kỳ	6,507	13,123	4,910	970	-
DPS (đồng)	1,000	700	700	700	-	Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	22,853	35,977	40,887	41,857	-
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	-	Dòng tiền tự do	6,887	17,631	3,046	3,137	-
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	-						
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	-	Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	-
Tiền & tương đương tiền	22,853	35,977	40,887	41,857	-	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	2,172	7,202	6,142	7,058	-	Tỷ suất LN gộp (%)	9.63	5.65	4.60	4.88	-
Phải thu khách hàng	16,553	14,404	12,285	14,116	-	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.1	6.17	5.45	5.60	-
Hàng tồn kho	16,809	14,404	12,285	14,116	-	Tỷ suất LNT (%)	8.81	5.22	3.56	3.82	-
Các tài sản ngắn hạn khác	83.9	85.9	73.3	84.2	-	Thuế TNDN hiện hành (%)	5.88	6.92	7.92	8.92	-
Tổng tài sản ngắn hạn	58,471	72,072	71,672	77,232	-	Tăng trưởng doanh thu (%)	65.3	(13.8)	(14.7)	14.9	-
TSCĐ hữu hình	18,075	16,064	17,172	17,475	-	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	91.2	(47.3)	(24.7)	18.1	-
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	119	(48.9)	(41.9)	23.3	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	-	Tăng trưởng EPS (%)	119	(48.9)	(41.9)	23.3	-
Đầu tư dài hạn	1,275	1,504	1,661	1,402	-	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	119	(48.9)	(41.9)	23.3	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	-	Tăng trưởng DPS (%)	233	(30.0)	0	0	-
Tài sản dài hạn khác	667	1,217	1,038	1,193	-	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.1	28.9	49.7	40.3	-
Tổng tài sản dài hạn	20,017	18,785	19,871	20,070	-						
Tổng cộng tài sản	78,488	90,857	91,543	97,302	-	Chỉ số lợi nhuận					
Nợ ngắn hạn	8,954	9,954	9,954	7,954	-	ROAE (%)	33.2	13.9	7.58	8.92	-
Phải trả người bán	14,836	12,963	11,056	12,705	-	ROACE (%)	31.8	12.1	7.36	8.48	-
Nợ ngắn hạn khác	791	7,202	6,142	7,058	-	Vòng quay tài sản (lần)	2.30	1.70	1.35	1.50	-
Tổng nợ ngắn hạn	26,015	32,431	29,125	29,982	-	Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.48	2.68	1.48	1.02	-
Nợ dài hạn	0	0	2,069	3,509	-	Số ngày tồn kho	40.6	38.7	38.3	38.4	-
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	14.7	12.5	14.4	-	Số ngày phải thu	40.0	38.7	38.3	38.4	-
Nợ dài hạn khác	1,272	1,873	1,597	1,835	-	Số ngày phải trả	35.9	34.8	34.4	34.5	-
Tổng nợ dài hạn	1,282	1,887	3,679	5,359	-						
Tổng nợ phải trả	27,298	34,319	32,803	35,341	-	Cơ cấu vốn					
Vốn chủ sở hữu	51,255	56,604	58,805	62,026	-	Nợ thuần*/VCSH (%)	(24.4)	(41.9)	(45.7)	(45.4)	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65.1)	(65.1)	(65.1)	(65.1)	-	Nợ/tài sản (%)	13.2	13.5	15.3	14.1	-
Tổng vốn chủ sở hữu	51,190	56,539	58,740	61,961	-	EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	-
Tổng nợ phải trả và VCSH	78,488	90,857	91,543	97,302	-	Nợ/EBITDA (lần)	0.61	1.38	2.09	1.74	-
BVPS (đ)	16,531	18,256	18,966	20,005	-	Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.25	2.22	2.46	2.58	-
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(13,899)	(26,022)	(28,863)	(30,394)	-	Định giá					

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