

Năm giữ

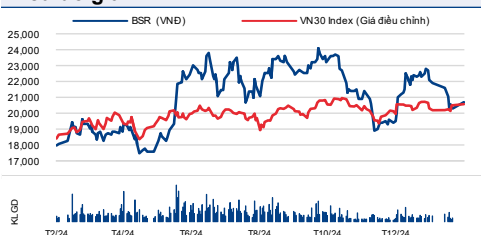
Giá mục tiêu: VNĐ19,200

Tiềm năng tăng/giảm: -7.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/2/2025)	20,700
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,483-24,088
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	20,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	64,180
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,559
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-23A	12-24F	12-25F
DT thuần (tỷ đồng)	147,423	101,330	110,763
EBITDA đc (tỷ đồng)	10,374	2,178	3,996
LNTT (tỷ đồng)	9,639	125	1,841
LNT ĐC (tỷ đồng)	8,306	(230)	1,321
FCF (tỷ đồng)	11,486	6,735	309
EPS ĐC (đồng)	2,679	(74.2)	426
DPS (đồng)	698	0	300
BVPS (đồng)	18,511	18,548	18,785
T.trưởng EBITDA (%)	(38.5)	(79.0)	83.5
T.trưởng EPS ĐC (%)	(41.3)	(98.7)	1,367
Tăng trưởng DPS (%)	60.8	(100)	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.04	2.15	3.61
Tỷ suất LNTT (%)	6.54	0.12	1.66
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.87	0.11	1.50
Tỷ lệ LN trả CT (%)	25.0	0	55.9
Nợ thuần/VCSH (%)	(7.70)	(33.1)	(30.8)
ROAE (%)	15.9	0.20	2.88
ROACE (%)	14.7	(0.12)	2.63
EV/doanh thu (lần)	0.39	0.43	0.40
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.61	20.0	11.1
P/E ĐC (lần)	7.73	N/a	48.6
P/B (lần)	1.12	1.12	1.10
Lợi suất cổ tức (%)	3.37	0	1.45

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 28 3823 3299 Ext. 190

Q4/2024: Lỗ thuần nhưng tốt hơn dự báo

- BSR ghi nhận lỗ thuần 90 tỷ đồng trong Q4/2024, thấp hơn nhiều so với lợi nhuận thuần 2,4 nghìn tỷ đồng trong Q4/2023 nhưng vẫn cải thiện đáng kể so với lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024. Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm thấp trong khu vực rõ ràng đã ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD trong kỳ.
- Theo đó, lợi nhuận thuần cả năm 2024 giảm xuống 0,6 nghìn tỷ đồng, giảm 93% so với năm 2023, thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường là 3,5 nghìn tỷ đồng nhưng vượt cao hơn dự báo cho cả năm 2024 của HSC ở mức 0,1 nghìn tỷ đồng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 48,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 43,3 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2024

BSR công bố mức lỗ thuần 90 tỷ đồng trong Q4/2024, tốt hơn dự báo của HSC, thấp hơn nhiều so với lợi nhuận thuần 2,4 nghìn tỷ đồng đạt được trong Q4/2023 nhưng tốt hơn đáng kể so với lỗ thuần 1,2 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024. Theo đó, lợi nhuận thuần cả năm 2024 giảm xuống 0,6 nghìn tỷ đồng, giảm 93% so với năm 2023, thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường là 3,5 nghìn tỷ đồng nhưng vượt mạnh dự báo cho cả năm 2024 của HSC ở mức 0,1 nghìn tỷ đồng. Lưu ý, chúng tôi cho rằng dự báo năm 2024 của mình khác biệt đáng kể so với dự báo thị trường do ước tính lợi nhuận gộp trên mỗi tấn thấp hơn và quan điểm kém tích cực hơn của chúng tôi đối với ngành lọc dầu.

Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm vẫn ở mức thấp

So với Q3/2024, mức lỗ Q4/2024 thấp hơn chủ yếu là do giá dầu thô phục hồi vào đầu tháng 1/2025. Trước đó, HSC dự kiến LNTT năm 2024 có thể đạt 1 nghìn tỷ đồng (so với LNTT thực hiện là 680 tỷ đồng) do định giá hàng tồn kho Q4/2024 dựa trên giá bình quân 30 ngày trước đó (từ 20/12 đến 20/1). Lợi nhuận gộp trên mỗi tấn trong Q4/2024 là 0,08 triệu đồng (so với 1,23 triệu đồng trong Q4/2023 và lỗ 0,86 triệu đồng trong Q3/2024), bất chấp chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm yếu hơn do nhu cầu từ Trung Quốc và châu Âu giảm.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/2.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4/2024 và cả năm 2024, BSR

Lợi nhuận thuần giảm 93% do crack spread thấp

Tỷ đồng	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	Tăng trưởng
Doanh thu	35,968	-14%	13%	123,027	-17%
Giá vốn hàng bán	-35,816	-9%	7%	-122,591	-11%
Lợi nhuận gộp	152	-94%	N/m	436	-96%
Chi phí BH&QL	-392	-35%	34%	-1,214	-27%
Thu nhập tài chính	410	-57%	-26%	2,230	-16%
Chi phí tài chính	-280	-20%	123%	-800	-31%
Thu nhập thuần khác	8	-5%	59%	28	-26%
LNTT	-102	-104%	-92%	680	-93%
LNST	-89	-104%	-93%	585	-93%
Lợi nhuận thuần	-90	-104%	-93%	625	-93%

Nguồn: BSR

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy công suất mới đến từ nhà máy lọc dầu Al-Zour 615.000 thùng/ngày của Kuwait và nhà máy lọc dầu Dangote 650.000 thùng/ngày của Nigeria. Để tham khảo, mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm 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 5,4 USD/thùng trong Q4/2024, giảm 17% so với cùng kỳ. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ Q4/2024 đạt 1,8 triệu tấn (giảm 12% so với cùng kỳ nhưng tăng 6% so với quý trước).

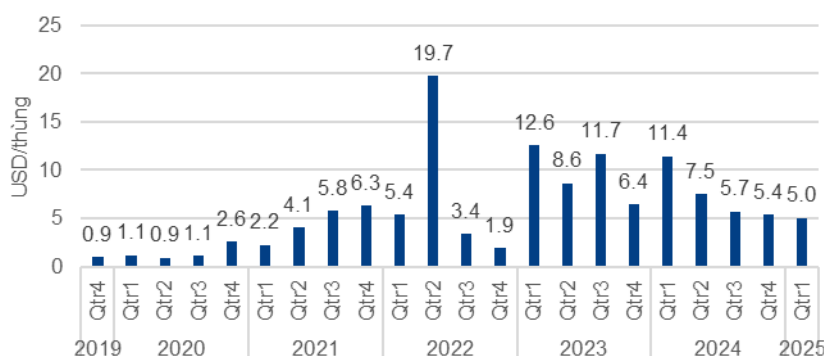
Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua và giảm 6% trong 3 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 48,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 43,3 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).

Khả năng tăng giá của cổ phiếu BSR có thể đến từ việc mở rộng HĐKD (nhờ mở rộng công suất, dự kiến vào năm 2028) và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm tăng lên. Trong khi đó, rủi ro giảm giá là do (1) nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu 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, bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 10/2024).

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

Crack spread trong Q4/2024 ổn định ở mức 5,4USD/thùng



Nguồn: Bloomberg

Bảng 3: Lợi nhuận gộp/tấn, BSR

Lợi nhuận gộp/tấn giảm 95% so với cùng kỳ, trong khi sản lượng giảm 10% so với cùng kỳ

	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1,800	-12%	6%	6,600	-10%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	152	N/m	-110%	436	-96%
Crack spread (triệu đồng/tấn)	0.08	N/m	-110%	0.07	-95%

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	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 HD/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)	0.30	0.39	0.43	0.40	0.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	2.98	5.61	20.0	11.1	12.1
P/E (lần)	4.36	7.42	566	38.5	47.0
P/E ĐC (lần)	4.46	7.73	N/a	48.6	62.8
P/B (lần)	1.25	1.12	1.12	1.10	1.09
Lợi suất cổ tức (%)	2.10	3.37	0	1.45	1.45

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