

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

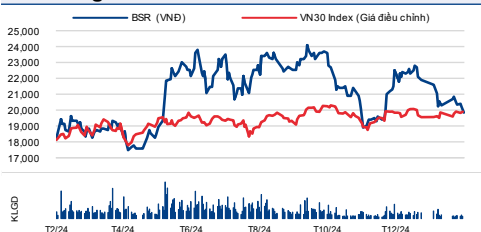
Giá mục tiêu: VNĐ17,200 (từ VNĐ19,200)

Tiềm năng tăng/giảm: -13.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/2/2025)	19,850
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,483-24,088
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	20,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	61,545
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,417
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)	1,503
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.52%
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	(9.36)	(1.24)	9.87
So với chỉ số	(12.0)	(3.73)	(0.40)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	309	1,042	(70.3)
2026F	281	996	(71.8)
2027F	464	1,136	(59.1)

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

Giảm giá mục tiêu do hạ giả định giá dầu Brent

- HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 10% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 17.200đ sau khi phân tích KQKD năm 2024 và những diễn biến về giá dầu và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm.
- Chúng tôi giảm lần lượt 21,8% và 11% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do nhận thấy sự phục hồi hạn chế của giá dầu cũng như của chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm. Sản lượng tiêu thụ năm 2025 dự kiến tăng trưởng 7,6% đạt 7,1 triệu tấn.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 64,9 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 13,4%, tương đương với P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 64,2 lần và 70,6 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2024

Lợi nhuận thuần năm 2024 giảm xuống 0,6 nghìn tỷ đồng, giảm 93% so với năm 2023 và thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường là 3,5 nghìn tỷ đồng (mặc dù cao hơn dự báo cho cả năm 2024 của HSC là 0,1 nghìn tỷ đồng). Lợi nhuận gộp trên mỗi tấn năm 2024 chỉ là 0,4 USD/thùng do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm yếu hơn vì nhu cầu từ Trung Quốc và châu Âu giảm, trong khi sản lượng tiêu thụ đạt 6,6 triệu tấn, giảm 12% so với năm trước do 48 ngày bảo trì lớn (năm 2023: không bảo trì).

Giảm giả định giá dầu Brent dù đã phục hồi nhẹ gần đây

Kể từ đầu Q1/2025 cho đến tháng 2/2025, giá dầu Brent đã đạt mức bình quân 78,6 USD/thùng, tăng 5% so với mức bình quân trong Q4/2024, do mức thuế quan sắp tới của Mỹ đối với các sản phẩm năng lượng từ Canada, Mexico và mức thuế quan đã có hiệu lực đối với các sản phẩm năng lượng của Trung Quốc, và các lệnh trừng phạt mới của Mỹ đối với các nhà sản xuất dầu của Nga. Trong khi đó, mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm Singapore Tapis 3:2:1 đã tăng 5% so với cùng kỳ.

Mặc dù giá dầu có những cải thiện gần đây nhưng HSC vẫn giảm lần lượt 8,7% và 0,9% dự báo giá dầu Brent (dựa trên ước tính của Bloomberg) cho năm 2025-2026, trong bối cảnh sản lượng toàn cầu tăng và nhu cầu ở Trung Quốc yếu. Mặc dù các yếu tố tạm thời đã giúp nâng giá giao ngay, chúng tôi dự kiến các yếu tố cơ bản sẽ vẫn bất lợi đối với giá dầu và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm trong tương lai.

HSC giảm lần lượt 21,8% và 11,0% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, do giảm bình quân 16% tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu – vì chúng tôi dự kiến chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm yếu hơn một chút cũng như giá dầu Brent sẽ giảm nhẹ – và tăng bình quân 4,8% giả định sản lượng tiêu thụ. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1,8 nghìn tỷ đồng do giả định sản lượng tiêu thụ đi ngang và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu là 2,3 USD/thùng.

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua – có khả năng do NĐT chốt lời sau khi Công ty niêm yết trên HSX gần đây – BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 64,2 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. BSR cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 điều chỉnh cao hơn 4,9 lần so với các công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,374	1,443	3,332 ▼	3,258 ▼	3,890
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,650	625	1,302 ▼	1,216 ▼	1,784
EPS ĐC (đồng)	2,679	90.9	309 ▼	281 ▼	464
DPS (đồng)	698	0	0 ▼	0 ▼	0
BVPS (đồng)	18,511	17,900	18,320	18,712	19,288
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.35	33.5	14.4	14.0	11.2
P/E ĐC (lần)	7.41	218	64.2	70.6	42.7
Lợi suất cổ tức (%)	3.52	0	0	0	0
P/B (lần)	1.07	1.11	1.08	1.06	1.03
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.6)	240	(8.99)	65.1
ROAE (%)	15.9	1.11	2.32	2.12	3.03

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

Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm yếu bất chấp sự phục hồi ngắn hạn

HSC hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) đồng thời giảm 10% giá mục tiêu dựa trên ước tính mới và điều chỉnh giả định định giá. Mặc dù KQKD năm 2024 kém khả quan nhưng chúng tôi kỳ vọng KQKD của BSR sẽ phục hồi nhẹ do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm phục hồi và sản lượng tiêu thụ đang tăng. HSC giảm lần lượt 21,8% và 11,0% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025/2026.

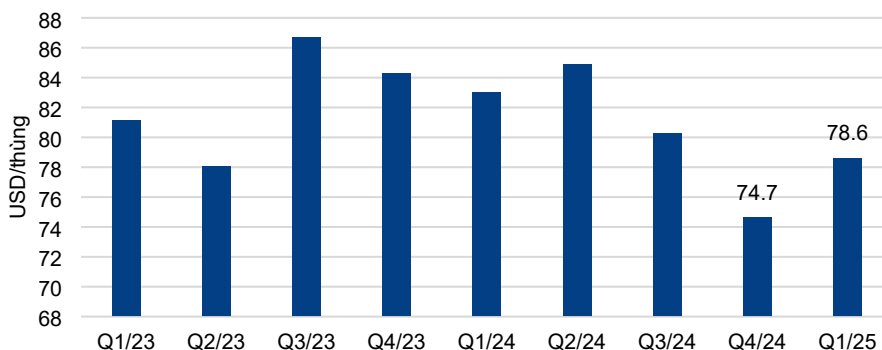
Tóm tắt KQKD năm 2024: Lợi nhuận yếu do chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm thấp

Lợi nhuận thuần năm 2024 giảm xuống 0,6 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 93% so với năm 2023 và thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường là 3,5 nghìn tỷ đồng (nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với dự báo cho cả năm 2024 của HSC là 0,1 nghìn tỷ đồng). Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu trong năm 2024 giảm mạnh xuống 0,4 USD/thùng (so với 7,4 USD/thùng năm 2023); sản lượng tiêu thụ năm 2024 giảm 12% xuống 6,6 triệu tấn do 48 ngày bảo trì định kỳ lớn (năm 2023: không bảo trì). KQKD trong kỳ bị kéo giảm do nhu cầu thấp hơn từ Trung Quốc và châu Âu và tác động của công suất mới 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 7,5 USD/thùng trong năm 2024, giảm 23% so với năm 2023.

Biểu đồ 1: Giá dầu Brent bình quân theo quý

Từ đầu Q1/2025 đến nay giá dầu Brent bình quân đạt 78,6 USD/thùng, tăng 5% so với bình quân Q4/2024



Ghi chú: dữ liệu Q1/25 tính theo bình quân tính đến 6/2
Nguồn: Bloomberg

Tiền mặt thuần tại thời điểm cuối năm 2024 đạt 13,1 nghìn tỷ đồng (4.200đ/cp), trên tổng nợ là 15,9 nghìn tỷ đồng và tiền mặt (không bao gồm đầu tư ngắn hạn) là 29 nghìn tỷ đồng, thấp hơn dự báo của HSC là 20,7 nghìn tỷ đồng tiền mặt thuần. Nếu chúng tôi tiếp tục tính đến 14 nghìn tỷ đồng đầu tư ngắn hạn vào tiền gửi có kỳ hạn, thì tiền mặt thuần trên mỗi cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2024 đạt 8.762đ.

Từ đầu quý đến nay: Giá dầu Brent và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đang phục hồi

Giá dầu Brent ở mức 74,90 USD/thùng vào ngày 6/2 nhưng bình quân đạt mức 78,64 USD/thùng trong Q1/2025 cho đến nay, tăng 5% so với mức bình quân 74,67 USD/thùng trong Q4/2024. Nguyên nhân chính khiến giá dầu Brent bình quân phục hồi trong quý đầu tiên là do các cuộc thảo luận về thuế quan của Mỹ đối với các sản phẩm năng lượng từ Canada, Mexico và Trung Quốc cũng như các lệnh trừng phạt mới của Mỹ đối với các nhà sản xuất dầu của Nga. Về dài hạn, HSC nhận thấy BSR có mối tương quan chặt chẽ với giá dầu Brent (Bảng 2).

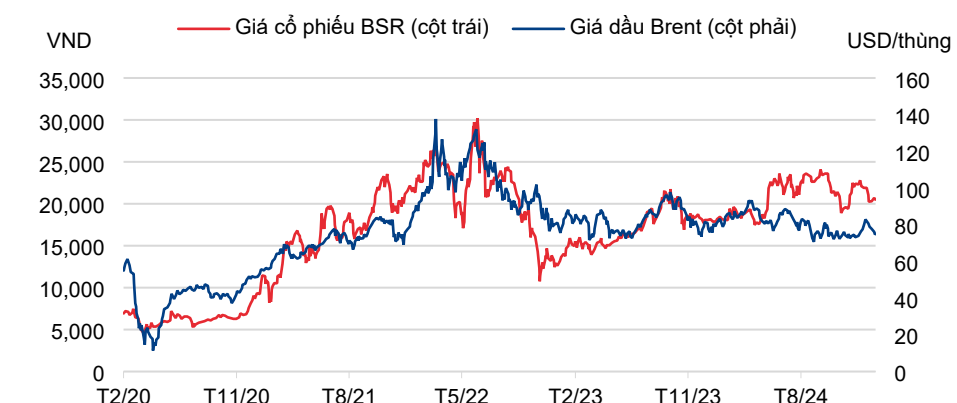
Dự báo giá dầu Brent mới

Mặc dù giá dầu gần đây có sự phục hồi ngắn hạn nhưng HSC dự kiến giá dầu sẽ suy yếu trong năm 2025 do các yếu tố sau: căng thẳng thương mại gia tăng (có thể sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu dầu thô), khả năng đạt được thỏa thuận hòa bình cho xung đột Ukraine (điều này có thể làm giảm giá dầu do giảm bớt rủi ro địa chính trị và tăng nguồn cung dầu từ Nga ra thị trường toàn cầu) và sản lượng gia tăng từ các nhà sản xuất dầu lớn.

Dựa trên ước tính trung vị của Bloomberg, chúng tôi điều chỉnh dự báo giá dầu Brent như sau: 73,7 USD/thùng cho năm 2025 (giảm 4,0% so với giả định trước đó, thấp hơn 8,7% so với năm 2024), 73,0 USD/thùng cho năm 2026 (giảm 2,7% so với giả định trước đó và thấp hơn 0,9% so với dự báo năm 2025) và đi ngang ở mức 73,0 USD/thùng cho năm 2027 (giảm 2,7% so với giả định trước đó).

Biểu đồ 2: So sánh giá dầu Brent và giá cổ phiếu BSR

Giá dầu Brent và giá cổ phiếu BSR có mối tương quan chặt chẽ



Nguồn: Bloomberg

Bảng 3: Dự báo giá dầu Brent *

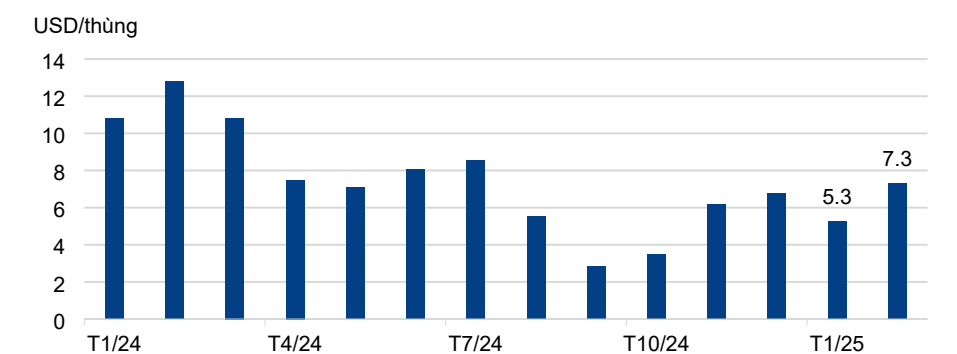
Dự báo giá dầu bình quân năm 2025 là 73,7 USD/thùng, giảm 9% so với cùng kỳ và 4% so với dự báo cũ của HSC

USD/thùng	2024	2025	2026	2027
	Thực tế	Dự báo mới		
Giá dầu Brent	80.7	73.7	73.0	73.0
Tăng trưởng	-2.3%	-8.7%	-0.9%	0.0%
Điều chỉnh	-0.4%	-4.0%	-2.7%	-2.7%
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent	81.0	76.8	75.0	75.0
Tăng trưởng	-1.9%	-5.2%	-2.3%	0.0%

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

Biểu đồ 4: Chênh lệch giá dầu thô – dầu sản phẩm 3:2:1 của Singapore

...hồi phục chậm lên mức 7,3 USD/thùng trong T2/2025



Nguồn: Bloomberg

Trong khi đó, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm Singapore Tapis 3:2:1 đang phục hồi – tăng 38% so với mức bình quân trong tháng 1/2025, chủ yếu do giá dầu Brent tăng, cao hơn. Một yếu tố quan trọng khác góp phần vào sự phục hồi này là việc đóng cửa một số nhà máy lọc dầu tư nhân nhỏ ở Trung Quốc. Các nhà máy lọc dầu nhỏ độc lập này trước đây là những khách hàng tiêu thụ đáng kể dầu thô ESPO của Nga, nhờ khoảng cách vận chuyển ngắn giữa vùng Viễn Đông của Nga đến tỉnh Sơn Đông của Trung Quốc. Tuy nhiên, các lệnh trừng phạt gần đây của Mỹ đối với các nhà sản xuất dầu của Nga đã khiến các nhà máy lọc dầu này gặp khó khăn hơn trong việc tiếp tục sử dụng dầu thô từ Nga. Một lý do khác khiến chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm tăng là do chính phủ Trung Quốc đã giảm 4% mức hoàn thuế VAT đối với xuất khẩu các sản phẩm dầu, có hiệu lực từ tháng 12/2024.

Việc bảo trì định kỳ phù hợp với kế hoạch mở rộng công suất năm 2028

Trong năm 2024, BSR đã thực hiện đợt bảo trì định kỳ lớn trong 48 ngày (hoàn thành vào tháng 5) với tổng chi phí là 1,7 nghìn tỷ đồng (năm 2023: không bảo trì). Với lần bảo trì này, công ty đã giãn thời gian giữa các lần bảo trì theo kế hoạch từ 3 năm lên 3,5 năm để phù hợp với kế hoạch mở rộng công suất nhà máy lọc dầu Dung Quất, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2028.

Giảm dự báo cho năm 2025-2026; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

HSC giảm lần lượt 21,8% và 11,0% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu và tăng 4,8% giả định sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu sẽ đạt 1,8 USD/thùng mỗi năm trong năm 2025-2026 – giảm bình quân 11,6% so với dự báo trước đó ở mức lần lượt là 2,2 USD và 1,9 USD/thùng – do triển vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm suy yếu và giá dầu Brent giảm. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1,8 nghìn tỷ đồng do giả định sản lượng tiêu thụ đi ngang và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu là 2,3 USD/thùng.

Bảng 5: Dự báo mới và dự báo cũ, BSR

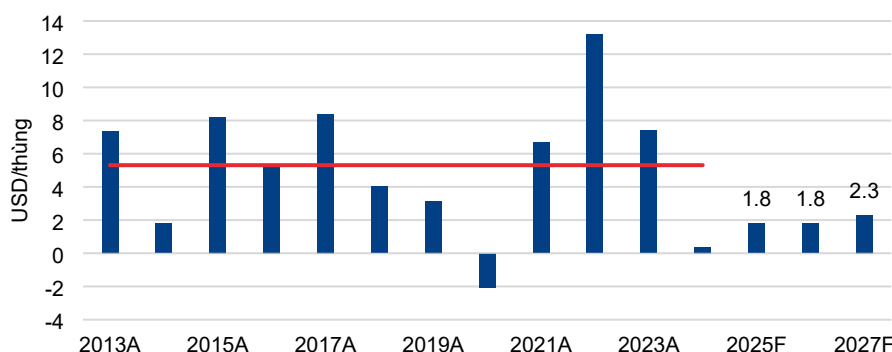
Điều chỉnh hạ lần lượt 21,8% và 11% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do hạ giả định tỷ suất lợi nhuận mảng lọc dầu

	Thực tế	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2024	2025	2026	
Doanh thu thuần	123,027	126,835	125,729	128,238	101,330	110,763	107,997	21.4%	14.5%	16.4%	
Lợi nhuận thuần	625	1,302	1,216	1,784	113	1,665	1,366	453.4%	-21.8%	-11.0%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng)	0.4	1.8	1.8	2.3	0.9	2.2	1.9	-59.1%	-15.6%	-7.5%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6,600	7,101	7,101	7,101	5,868	6,778	6,778	12.5%	4.8%	4.8%	
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng)	0	0	0	0	0	300	300	N/m	-100.0%	-100.0%	
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	-16.5%	3.1%	-0.9%	2.0%	-17.6%	9.3%	-2.5%				
Lợi nhuận thuần	-92.8%	108.2%	-6.6%	46.8%	-81.9%	1373.4%	-18.0%				
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu	-95.0%	401.7%	-3.6%	28.9%	144.5%	143.1%	-12.0%				
Sản lượng tiêu thụ	-10.0%	7.6%	0.0%	0.0%	-11.1%	15.5%	0.0%				
Cổ tức bằng tiền mặt	-100.0%	N/m	N/m	N/m	N/m	N/m	0.0%				

Nguồn: BSR, HSC

Biểu đồ 6: Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu, BSR

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu sẽ hồi phục lên mức 1,8 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn nhiều so với bình quân trong cả giai đoạn 2013-2024 ở mức 5,3 USD/thùng



Nguồn: HSC ước tính

Độ nhạy đối với giá dầu Brent

HSC cũng thực hiện phân tích độ nhạy của dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đối với giá dầu Brent (Bảng 7). Giả định chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm cũng như sản lượng tiêu thụ không thay đổi, giá dầu giảm 5 USD/thùng từ 73,7 USD (dự báo hiện tại cho năm 2025) xuống 68,7 USD/thùng cho thấy lợi nhuận thuần giảm xuống 614 tỷ đồng do ghi nhận thêm các khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá dầu Brent, BSR

Theo dự báo mới năm 2025 của HSC, nếu giá dầu Brent giảm về mức 68,7 USD/thùng, thì lợi nhuận thuần năm 2025 ước tính sẽ giảm xuống 614 tỷ đồng

	Giá thấp		Kịch bản cơ sở	Giá cao	
Giá định giá dầu Brent (USD/thùng)	63.7	68.7	73.7	78.7	83.7
So với kịch bản cơ sở	-14%	-7%	0%	7%	14%
Giá trị hàng tồn kho (tỷ đồng)	12,683	12,683	12,683	12,683	12,683
Thay đổi hàng tồn kho sau thuế (tỷ đồng)	-1,377	-688	0	710	1,377
Lợi nhuận thuần 2025 (tỷ đồng)	-75	614	1,302	2,012	2,679
So với kịch bản cơ sở	(1,377)	(688)	0	710	1,377

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Danh mục kế hoạch vốn đầu tư List, BSR

Chi phí vốn đầu tư cho các dự án hóa dầu trong dài hạn khá lớn

Dự án	Thời gian triển khai dự án	Chi phí đầu tư sơ bộ (triệu USD)
Hóa dầu Long Sơn	2036-45	13,000
Hóa dầu Dung Quất	2027-36	4,360
Nhà máy lọc dầu Dung Quất mở rộng	2023-28	1,490
Bổ sung thêm một bồn chứa dầu thô	2023-25	21
Cải tạo 02 bồn chứa nước và hai bồn chứa sản phẩm lọc hóa dầu	2023-26	7
Trung tâm R&D và tổ hợp văn phòng tại Đà Nẵng	2023-26	20
Đầu tư Trụ sở chính tại Thành phố Quảng Ngãi	2018-25	21
Đầu tư Trạm biến áp 110KV tại Dung Quất	2023-26	15
Tổng cộng		18,934

Nguồn: BSR

Bảng CĐKT và dòng tiền

HSC kỳ vọng dòng tiền và lợi nhuận của BSR sẽ cải thiện trong ba năm tới nhờ chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đang phục hồi và công suất hoạt động ổn định tại nhà máy lọc dầu Dung Quất sau khi hoàn tất đợt bảo trì lớn trong năm 2024. Lưu ý, chúng tôi vẫn chưa đưa kế hoạch mở rộng trị giá 1,5 tỷ USD vào mô hình dự báo do vẫn chờ thông tin chi tiết chính thức được công bố. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ

thuần/vốn CSH của BSR sẽ duy trì ổn định ở mức bình quân -23,7% – vị thế tiền mặt thuần – trong giai đoạn 2025-2027 nhờ dòng tiền HĐKD mạnh mẽ và lợi nhuận tích cực.

Về dài hạn (đến năm 2045, Bảng 8), BSR có kế hoạch đầu tư chủ yếu vào các dự án hóa dầu với tổng vốn đầu tư là 19 tỷ USD. Do nhu cầu vốn đầu tư lớn, chúng tôi dự kiến BSR sẽ hạn chế chi trả cổ tức tiền mặt trong những năm tới, thay vào đó có thể tập trung vào cổ tức bằng cổ phiếu. Theo đó, HSC giảm dự báo cổ tức tiền mặt xuống 0đ trong năm 2025-2026 (so với dự báo trước đó là 300đ mỗi năm) và dự báo cổ tức tiền mặt trong năm 2027 cũng là 0đ. Tại thời điểm cuối năm 2024, lợi nhuận chưa phân phối lũy kế của BSR đạt 11,8 nghìn tỷ đồng – thấp hơn đáng kể so với yêu cầu 21,8 nghìn tỷ đồng vốn CSH để tài trợ cho kế hoạch mở rộng công suất nhà máy lọc dầu sắp tới vào năm 2028.

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 10% giá mục tiêu xuống 17.200đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 10% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 17.200đ, do giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 cũng như quan điểm kém tích cực của chúng tôi về triển vọng giá dầu thô và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 13,4%, tương đương với P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 64,2 lần và 70,6 lần.

Những giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% và beta 1,4 (tất cả đều không thay đổi). Chúng tôi hiện giả định thuế suất thuế TNDN là 10% (giảm từ mức 20% trước đó vì BSR được hưởng thuế suất ưu đãi 10% cho đến năm 2039). Theo đó, giả định WACC là 12,6% (tăng nhẹ từ mức 12,5% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 1%.
- Giữ nguyên thời điểm định giá là cuối năm 2025.

Lưu ý, HSC ước tính giá trị vốn CSH mới là 53,5 nghìn tỷ đồng, giảm 10% so với ước tính trước đó, bao gồm giá trị hiện tại của doanh nghiệp là 26,3 nghìn tỷ đồng (chiếm 49% tổng định giá, tăng so với mức 41% trong định giá trước đó) và tiền mặt thuần là 27,2 nghìn tỷ đồng (tương đương 8.762đ/cp – chiếm 51% tổng định giá, giảm so với mức 59% trước đó).

So với định giá trước đó, giá trị hiện tại của doanh nghiệp tăng 7% (trong đó giá trị hiện tại của dòng tiền tăng 17%; giá trị hiện tại của giá trị dài hạn giảm 4%) trong khi tiền mặt thuần giảm 22%. Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn hiện chiếm 43% giá trị hiện tại của doanh nghiệp, giảm so với mức 48% trước đó.

Bảng 9: Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp, BSR

Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay đạt 14,9 nghìn tỷ tính đến năm 2032

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
EBIT	1,745	1,666	2,310	4,298	5,235	5,549	4,841	6,197
Thuế suất 20.0%	(175)	(167)	(231)	(430)	(524)	(555)	(484)	(620)
EBIT sau thuế	1,571	1,499	2,079	3,868	4,712	4,994	4,357	5,577
Khấu hao	2,221	2,221	2,221	1,650	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	973	105	(237)	1,536	(1,475)	(241)	1,402	(1,898)
Chi phí đầu tư cơ bản	(2,401)	(1,292)	(1,225)	(1,162)	(1,104)	(1,048)	(996)	0
Quỹ khen thưởng	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(251)	(202)	(236)	(304)	(278)	(289)	(247)	(329)
Dòng tiền tự do trước nợ vay.	1,769	1,988	2,257	5,245	1,512	3,072	4,173	3,006
Hệ số chiết khấu	1.00	1.13	1.27	1.43	1.61	1.81	2.04	2.30
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,769	1,765	1,779	3,670	939	1,695	2,043	1,307
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền	14,967							

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Giả định WACC, BSR

WACC là 12,6%

	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	10.0%
Chi phí nợ	5.4%
Tỷ trọng vốn CSH	76.9%
Tỷ trọng nợ	23.1%
WACC	12.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Tính toán giá mục tiêu, BSR

Giá mục tiêu mới là VND17,200

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	4.2x
Giá trị hiện tại của DN	26,314
Giá trị hiện tại của dòng tiền	14,967
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,348
Cộng: Tiền	43,017
Trừ: Tổng nợ	(15,857)
Giá trị vốn CSH	53,475
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	17,200

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Phân tích độ nhạy, BSR

Kịch bản cơ sở giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% 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%	17,100	17,400	17,800	18,300	18,800
	3.5%	16,900	17,200	17,500	17,900	18,500
	4.0%	16,600	16,900	17,200	17,600	18,100
	4.5%	16,400	16,700	17,000	17,300	17,800
	5.0%	16,200	16,500	16,800	17,100	17,500

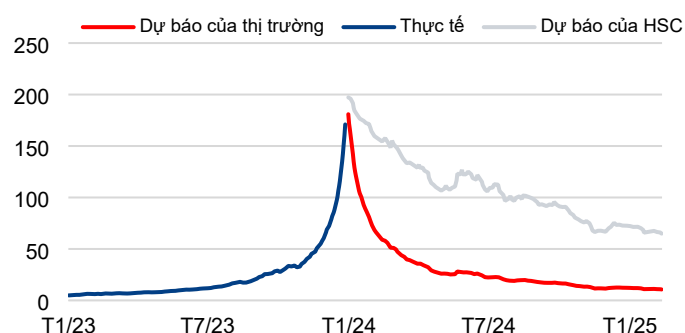
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 64,2 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Trong khi đó, BSR có P/E dự phóng năm 2025 điều chỉnh ở mức 63,8 lần, cao hơn 491% so với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC, cho thấy định giá khá đắt đỏ. Tuy nhiên, tiền mặt thuần trên mỗi cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2024 ước tính đạt 8.762đ, có thể giúp hạn chế rủi ro giảm giá.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR

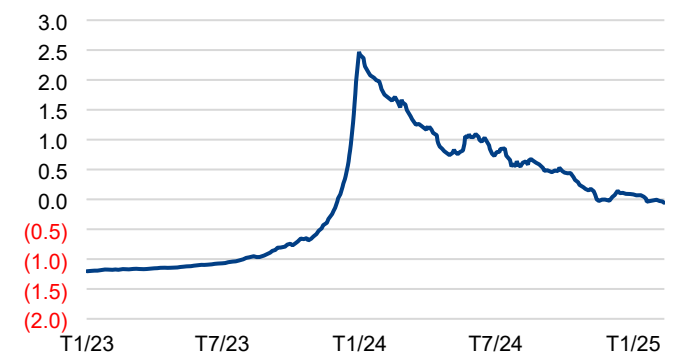
P/E trượt dự phóng 1 năm là 64,2 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR

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



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: So sánh các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

BSR hiện giao dịch cao hơn 491% so với các công ty cùng ngành. Tính theo P/B năm 2025

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E 2025 điều chỉnh	P/E 2026 điều chỉnh	P/B 2025
PVD	513	5.9	4.3	10.1	8.4	0.8
GAS	6,136	7.3	7.2	10.3	10.0	2.3
PVT	638	47.0	28.5	12.0	9.3	1.2
Bình quân không bao gồm BSR	2,429	20.1	13.3	10.8	9.3	1.4
BSR	2,417	14.3	14.0	63.8	70.6	1.1
<i>BSR so với các công ty cùng ngành</i>	<i>-1%</i>	<i>-29%</i>	<i>5%</i>	<i>491%</i>	<i>661%</i>	<i>-24%</i>

Nguồn: HSC ước tính
Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá của cổ phiếu BSR có thể đến từ việc sản lượng tiêu thụ tăng từ việc mở rộng công suất (dự kiến vào năm 2028) và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm mạnh hơn do thuế quan hoặc lệnh trừng phạt bổ sung của Mỹ đối với các sản phẩm dầu mỏ. Trong khi đó, rủi ro giảm giá có thể đến từ (1) nhu cầu đối với các sản phẩm dầu mỏ yếu hơn do HĐKD sản xuất yếu hơn, dẫn đến xu hướng giảm trong chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm và (2) cạnh tranh trong nước tăng lên đối với sản phẩm polypropylene (đến từ Nhà máy lọc dầu Long Sơn mới, bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 10/2024).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	147,423	123,027	126,835	125,729	128,238
Lợi nhuận gộp	9,760	436	2,354	2,269	2,926
Chi phí BH&QL	(1,656)	(1,214)	(1,243)	(1,232)	(1,257)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,104	(778)	1,111	1,037	1,669
Lãi vay thuần	1,498	1,430	328	307	304
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	37.8	27.9	(0.15)	(0.15)	(0.15)
LN TT	9,639	680	1,439	1,344	1,973
Chi phí thuế TNDN	(1,047)	(94.8)	(144)	(134)	(197)
Lợi ích cổ đông thiểu số	57.2	40.0	6.48	6.05	8.88
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,650	625	1,302	1,216	1,784
Lợi nhuận thuần ĐC	8,306	282	958	872	1,440
EBITDA ĐC	10,374	1,443	3,332	3,258	3,890
EPS (đồng)	2,790	202	420	392	576
EPS ĐC (đồng)	2,679	90.9	309	281	464
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	17,001	28,995	28,852	32,028	35,027
Đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	17,757	17,602	17,953
Phải thu khách hàng	14,955	12,523	12,683	12,573	12,824
Hàng tồn kho	15,531	15,891	12,683	12,573	12,824
Các tài sản ngắn hạn khác	72.7	201	75.7	75.0	76.5
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	71,632	72,051	74,851	78,705
TSCĐ hữu hình	16,071	13,216	13,396	12,467	11,471
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,195	1,352	1,352	1,352	1,352
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	648	2,246	1,072	1,063	1,084
Tổng tài sản dài hạn	17,914	16,814	15,820	14,882	13,907
Tổng cộng tài sản	86,595	88,447	87,871	89,733	92,612
Nợ ngắn hạn	10,970	15,857	13,857	13,857	13,857
Phải trả người bán	14,616	14,463	11,415	11,316	11,541
Nợ ngắn hạn khác	995	512	634	629	641
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	32,049	27,935	27,812	28,091
Nợ dài hạn	0	0	1,440	2,223	3,007
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	0	12.9	12.8	13.1
Nợ dài hạn khác	874	865	1,649	1,634	1,667
Tổng nợ dài hạn	884	865	3,102	3,871	4,687
Tổng nợ phải trả	29,326	32,914	31,037	31,683	32,778
Vốn chủ sở hữu	57,393	55,500	56,802	58,017	59,802
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	32.6	32.6	32.6	32.6
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	55,532	56,834	58,050	59,834
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,595	88,446	87,871	89,733	92,612
BVPS (đ)	18,511	17,900	18,320	18,712	19,288
Nợ thuần/(tiền mặt)	(6,030)	(13,139)	(13,555)	(15,949)	(18,164)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,104	(778)	1,111	1,037	1,669
Khấu hao	(2,270)	(2,221)	(2,221)	(2,221)	(2,221)
Lãi vay thuần	1,498	1,430	328	307	304
Thuế TNDN đã nộp	(1,037)	(95.4)	(188)	(134)	(198)
Thay đổi vốn lưu động	3,284	664	973	105	(237)
Khác	(660)	(1,847)	(327)	(322)	(355)
LCT thuần từ HKKD	11,673	(95.5)	3,484	2,585	2,762
Đầu tư TS dài hạn	(187)	478	(2,401)	(1,292)	(1,225)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(17,687)	7,511	(1,657)	913	411
LCT thuần từ HĐĐT	(17,874)	7,989	(4,058)	(379)	(814)
Cổ tức trả cho CSH	(2,166)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,016	4,886	(560)	783	783
Khác	498	(785)	990	188	268
LCT thuần từ HĐTC	348	4,101	430	971	1,051
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	28,995	28,852	32,028
LCT thuần trong kỳ	(5,852)	11,994	(144)	3,177	2,999
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	17,001	28,995	28,852	32,028	35,027
Dòng tiền tự do	11,486	382	1,083	1,293	1,537

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.62	0.35	1.86	1.81	2.28
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.04	1.17	2.63	2.59	3.03
Tỷ suất LNT (%)	5.87	0.51	1.03	0.97	1.39
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	13.9	10.00	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.8)	(16.5)	3.09	(0.87)	2.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(38.5)	(86.1)	131	(2.22)	19.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(42.3)	(96.6)	240	(8.99)	65.1
Tăng trưởng EPS (%)	(41.3)	(92.8)	108	(6.62)	46.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.6)	240	(8.99)	65.1
Tăng trưởng DPS (%)	60.8	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	25.0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.9	1.11	2.32	2.12	3.03
ROACE (%)	14.7	(1.36)	1.91	1.70	2.64
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.41	1.44	1.42	1.41
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.44	0.12	3.13	2.49	1.65
Số ngày tồn kho	41.2	47.3	37.2	37.2	37.4
Số ngày phải thu	39.7	37.3	37.2	37.2	37.4
Số ngày phải trả	38.8	43.1	33.5	33.5	33.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.70)	(21.6)	(20.3)	(24.0)	(26.9)
Nợ/tài sản (%)	14.5	19.2	19.7	20.2	20.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.21	11.8	5.20	5.55	4.86
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.24	2.58	2.69	2.80
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.38	0.39	0.38	0.36	0.34
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.35	33.5	14.4	14.0	11.2
P/E (lần)	7.12	98.4	47.3	50.6	34.5
P/E ĐC (lần)	7.41	218	64.2	70.6	42.7
P/B (lần)	1.07	1.11	1.08	1.06	1.03
Lợi suất cổ tức (%)	3.52	0	0	0	0

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