

Giảm tỷ trọng

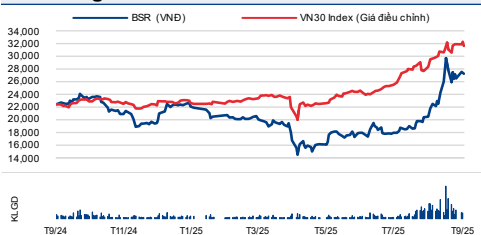
Giá mục tiêu: VNĐ23,500

Tiềm năng tăng/giảm: -13.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/9/2025)	27,250
Mã Bloomberg	BSR.VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,550-29,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,383
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	84,489
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,200
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)	1,508
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.36%
Tỷ lệ freefloat	0%
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	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	123,027	120,760	117,325
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,498	3,921	3,916
LNTT (tỷ đồng)	736	2,964	2,899
LNT ĐC (tỷ đồng)	287	2,039	1,987
FCF (tỷ đồng)	397	110	2,671
EPS ĐC (đồng)	92.7	658	641
DPS (đồng)	0	0	0
BVPS (đồng)	17,902	18,671	19,422
T.trưởng EBITDA (%)	(85.6)	162	(0.12)
T.trưởng EPS ĐC (%)	(92.7)	278	(2.19)
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.22	3.25	3.34
Tỷ suất LNTTT (%)	0.60	2.45	2.47
Tỷ suất LNT ĐC (%)	0.51	1.97	1.99
Tỷ lệ LN trả CT (%)	0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	(21.6)	(19.9)	(26.1)
ROAE (%)	1.12	4.20	3.95
ROACE (%)	(1.26)	2.90	2.71
EV/doanh thu (lần)	0.58	0.59	0.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	47.6	18.1	17.1
P/E ĐC (lần)	294	41.4	42.5
P/B (lần)	1.52	1.46	1.40
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0

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

Cuộc họp với các chuyên viên phân tích; mở rộng dự án đúng tiến độ

- BSR đang triển khai đúng kế hoạch việc mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất và tái khởi động BSR-SF để sản xuất ethanol phục vụ pha chế xăng cho thị trường trong nước.
- BLĐ dự kiến phát hành cổ phiếu thường tỷ lệ 61,5% và nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên mức 10% so với mức 7,9% hiện tại. Bên cạnh đó, một dự thảo quy định mới đề cập đến việc bắt buộc sử dụng xăng pha ethanol, yếu tố này sẽ hỗ trợ BSR khôi phục công ty con kinh doanh nhiên liệu sinh học.
- BSR đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 ở mức 37,9 lần, cao hơn 174% so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) ở mức 23.500đ (rủi ro giảm giá 13,8%), tương đương P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 35,7 lần và 36,7 lần.

Sự kiện: Cuộc họp với các chuyên viên phân tích

BSR đã tổ chức cuộc họp với các chuyên viên phân tích, công bố các thông tin mới liên quan đến kế hoạch mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất, huy động vốn và chiến lược phát triển.

- Mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất** Công ty hiện đang trong quá trình nâng cấp cơ sở hạ tầng, với tổng vốn đầu tư dự kiến 1,3 tỷ USD sẽ được giải ngân dần trong giai đoạn 2026–2028, và hợp đồng EPC dự kiến được ký trong năm 2026. Rủi ro đối với lợi nhuận từ kế hoạch mở rộng công suất vẫn còn, nếu BSR không thể đồng bộ chính xác tiến độ của đợt bảo trì lớn tiếp theo (dự kiến vào năm 2028) với kế hoạch nâng công suất (cũng vào năm 2028).
- Kế hoạch huy động vốn:** Công ty dự kiến phát hành cổ phiếu thường để tăng vốn điều lệ phục vụ dự án mở rộng nhà máy lọc dầu. Về dài hạn, BSR vẫn có kế hoạch tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược nhằm nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên ít nhất là mức 10% so với mức 7,88% hiện tại.
- Tái khởi động công ty con BSR-BF:** BSR đang trong quá trình khôi phục hoạt động của BSR-BF để sản xuất ethanol phục vụ pha chế xăng trong nước. Điều này diễn ra trong bối cảnh một dự thảo quy định mới cho thị trường xăng dầu có thể sẽ yêu cầu toàn bộ xăng bán ra phải được pha ethanol (E10 – xăng pha 10% ethanol). Trước đó, BSR-BF đã tiến hành thủ tục phá sản nhưng công ty con này có thể hồi sinh nếu các ngân hàng và cổ đông đạt được thỏa thuận trong vòng hai năm kể từ khi bắt đầu quy trình phá sản.
- Chiến lược:** Liên quan đến đề xuất mới về tổ hợp lọc hóa dầu và năng lượng tại Dung Quất, Bộ Công Thương hiện đang trong quá trình thiết kế dự án. Nếu có thể tham gia, BLĐ BSR kỳ vọng Công ty sẽ đóng vai trò tiên phong trong sáng kiến này. BSR cũng cho rằng kế hoạch dự trữ xăng dầu quốc gia được nêu trong Nghị quyết 70 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tài chính của Công ty, nếu BSR phải thực hiện nghĩa vụ cung ứng cho nhiệm vụ dự trữ quốc gia.

Duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu và dự báo

Giá cổ phiếu BSR đã giảm 9% so với báo cáo gần nhất của HSC (ngày 25/8), sát với dự báo. BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng năm 2025 ở mức 37,9 lần, cao hơn 174% so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 13,8%, tương đương P/E dự phóng 2025-2026 lần lượt là 35,7 lần và 36,7 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/9.

Bảng 1: Cơ cấu cổ đông

Cổ đông	Cổ phần (%)	Số lượng cổ đông
Trong nước	99.40	26,371
Cá nhân	7.10	26,322
Tổ chức	92.30	49
Nước ngoài	0.60	136
Cá nhân	0.07	112
Tổ chức	0.53	24

Nguồn: BSR

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	120,760	117,325	121,089
Lợi nhuận gộp	9,760	491	2,883	2,845	3,601
Chi phí BH&QL	(1,656)	(1,213)	(1,183)	(1,150)	(1,187)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,104	(722)	1,700	1,695	2,415
Lãi vay thuần	1,498	1,430	1,264	1,204	1,237
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	37.8	27.9	(0.14)	(0.14)	(0.15)
LNTT	9,639	736	2,964	2,899	3,651
Chi phí thuế TNDN	(1,047)	(145)	(593)	(580)	(730)
Lợi ích cổ đông thiểu số	57.2	40.0	11.9	11.6	14.6
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,650	631	2,383	2,330	2,936
Lợi nhuận thuần ĐC	8,306	287	2,039	1,987	2,591
EBITDA ĐC	10,374	1,498	3,921	3,916	4,636
EPS (đồng)	2,790	204	768	752	947
EPS ĐC (đồng)	2,679	92.7	658	641	836
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	17,001	28,995	28,768	33,656	37,445
Đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	16,906	16,425	16,952
Phải thu khách hàng	14,955	12,457	12,317	11,967	12,351
Hàng tồn kho	15,531	15,891	15,578	15,135	15,620
Các tài sản ngắn hạn khác	72.7	150	72.0	70.0	72.2
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	71,516	73,642	77,253	82,441
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	2,303	1,021	992	1,023
Tổng tài sản dài hạn	17,914	16,871	15,769	14,811	13,847
Tổng cộng tài sản	86,595	88,387	89,411	92,064	96,288
Nợ ngắn hạn	10,970	15,857	13,857	13,857	13,857
Phải trả người bán	14,616	14,473	12,076	11,732	12,109
Nợ ngắn hạn khác	995	483	604	587	605
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	31,984	28,468	28,053	28,508
Nợ dài hạn	0	0	1,440	2,223	3,007
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	0	12.3	11.9	12.3
Nợ dài hạn khác	874	865	1,570	1,525	1,574
Tổng nợ dài hạn	884	865	3,022	3,760	4,593
Tổng nợ phải trả	29,326	32,849	31,491	31,813	33,101
Vốn chủ sở hữu	57,393	55,506	57,888	60,219	63,155
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	32.3	32.3	32.3	32.3
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	55,538	57,921	60,251	63,187
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,595	88,387	89,411	92,064	96,288
BVPS (đ)	18,511	17,902	18,671	19,422	20,369
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(6,030)	(13,138)	(13,472)	(17,576)	(20,582)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,104	(722)	1,700	1,695	2,415
Khấu hao	(2,270)	(2,221)	(2,221)	(2,221)	(2,221)
Lãi vay thuần	1,498	1,430	1,264	1,204	1,237
Thuế TNDN đã nộp	(1,037)	(145)	(635)	(579)	(732)
Thay đổi vốn lưu động	3,284	716	(1,040)	397	(435)
Khác	(660)	(1,888)	572	550	539
LCT thuần từ HKKD	11,673	(80.5)	2,511	3,963	3,671
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)	7,512	(767)	1,195	188
LCT thuần từ HĐĐT	(17,874)	7,990	(3,168)	(96.5)	(1,037)
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	(801)	991	238	372
LCT thuần từ HĐTC	348	4,085	431	1,022	1,155
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	28,995	28,768	33,656
LCT thuần trong kỳ	(5,852)	11,994	(227)	4,888	3,789
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	17,001	28,995	28,768	33,656	37,445
Dòng tiền tự do	11,486	397	110	2,671	2,446

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	0.40	2.39	2.42	2.97
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.04	1.22	3.25	3.34	3.83
Tỷ suất LNT (%)	5.87	0.51	1.97	1.99	2.42
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	19.7	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.8)	(16.5)	(1.84)	(2.84)	3.21
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(38.5)	(85.6)	162	(0.12)	18.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	609	(2.56)	30.4
Tăng trưởng EPS (%)	(41.3)	(92.7)	278	(2.19)	26.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	609	(2.56)	30.4
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	1.12	4.20	3.95	4.76
ROACE (%)	14.7	(1.26)	2.90	2.71	3.66
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.41	1.36	1.29	1.29
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.44	0.11	1.48	2.34	1.52
Số ngày tồn kho	41.2	47.3	48.2	48.3	48.5
Số ngày phải thu	39.7	37.1	38.1	38.2	38.4
Số ngày phải trả	38.8	43.1	37.4	37.4	37.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.70)	(21.6)	(19.9)	(26.1)	(29.5)
Nợ/tài sản (%)	14.5	19.2	19.3	19.5	19.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.21	11.3	4.39	4.59	4.06
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.24	2.59	2.75	2.89
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.53	0.58	0.59	0.57	0.53
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.56	47.6	18.1	17.1	13.8
P/E (lần)	9.77	134	35.5	36.3	28.8
P/E ĐC (lần)	10.2	294	41.4	42.5	32.6
P/B (lần)	1.47	1.52	1.46	1.40	1.34
Lợi suất cổ tức (%)	2.56	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