

**BSR – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

(ngày 07/11/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	18.800
KLGD TB 10 ngày	8.678.682
Vốn hoá (tỷ đồng)	57.669
SL CPLH (triệu CP)	3.100
Giá mục tiêu	22.673
Upside	+21%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Phạm Hồng Mộng Thy  
[phmthy@vcbs.com.vn](mailto:phmthy@vcbs.com.vn)  
+84-2838208117 ext 640

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**CRACK SPREAD CÁC SẢN PHẨM LỘC DẦU ĐƯỢC DỰ BÁO VẪN Ở MỨC TỐT TRONG NĂM 2024 BÙ ĐÁP SỰ SỤT GIẢM SẢN LƯỢNG**

**DIỂM QUA KQKD Q3.2023**

KQKD Q3.2023 có sự phân hóa với doanh thu giảm nhẹ 5% yoy, LNST tăng trưởng mạnh đạt 3.260 tỷ đồng (+581% yoy). Động lực tăng trưởng lợi nhuận nhờ giá dầu thô, sản phẩm tăng, crack spread hồi phục. Lũy kế 9T.2023, DT và LNST giảm 17% yoy và 52% yoy, vượt 110% và 383% KH năm 2023.

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

- Crack spread các sản phẩm lọc dầu được dự báo vẫn ở mức tốt trong Q4 năm 2023 nhưng giảm so với mức nền cao Q3. Mặc dù giá dầu được dự báo tăng trong năm 2024 nhưng crack spread dự báo tương đương so với năm 2023. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu năm 2024 dự báo tương đương mức kế hoạch năm 2023. Năm 2024, thuế nhập khẩu xăng từ Hàn quốc giảm về mức 0% từ mức 5%. Điều này sẽ làm giá xăng của BSR khó cạnh tranh với xăng Hàn quốc, do đó BSR có thể sẽ phải hạ premium để đảm bảo sản lượng tiêu thụ. BSR sẽ dừng hoạt động 50 ngày để thực hiện bảo dưỡng định kỳ, do đó sản lượng tiêu thụ năm 2024 được dự báo tương đương mức kế hoạch năm 2023. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, với giả định giá dầu 70 USD/thùng, dự kiến doanh thu sẽ giảm 18.000 - 24.000 tỷ đồng, lợi nhuận giảm gần 1.000 tỷ tương ứng.**
- BSR có lợi thế tiêu thụ sản phẩm ở mức cao**
- Sản lượng khai thác dầu thô trong nước liên tục giảm với tốc độ 7% mỗi năm. Mở rộng, nâng cấp nhà máy sẽ nâng cao độ linh động lựa chọn dầu thô để chế biến, đảm bảo nguồn dầu thô cung cấp lâu dài và có hiệu quả là định hướng kinh doanh trong dài hạn.**

**ĐÁNH GIÁ**

Với giả định giá dầu Brent cho năm 2023 ở mức 84 USD/thùng, crack spread trung bình 14,2 USD/thùng. Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu 2023F 6% so với dự báo trước đó đạt 140.848 tỷ đồng (-16% yoy), LNST năm 2023F tăng 16% so với dự báo trước đó, đạt 8.077 tỷ đồng (-45% yoy).

Cho năm 2024F, giả định giá dầu Brent 86,5 USD/thùng, crack spread trung bình 15 USD/thùng và dự phóng doanh thu năm 2024 là 121.625 tỷ đồng (-14% yoy), LNST đạt 7.864 tỷ đồng (-3% yoy). Doanh thu năm 2024 được chúng tôi dự phóng giảm chủ yếu do sản lượng tiêu thụ năm 2024 dự phóng giảm 15% so với năm 2023 do BSR phải ngưng hoạt động 50 ngày để thực hiện bảo dưỡng định kỳ.

Chúng tôi tăng giá mục tiêu cho BSR thêm 3% lên 22.673 đồng/cp (+21% so với giá đóng cửa ngày 07/11/2023). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với BSR.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	101.080	167.124	140.848	121.625
+/- yoy (%)	74%	65%	-16%	-14%
LNST (Tỷ đồng)	6.684	14.669	8.077	7.864
+/- yoy (%)		119%	-45%	-3%
ROA (%)	11%	20%	10%	9%
ROE (%)	19%	33%	15%	13%
EPS (đồng)	2.166	4.750	2.617	2.447

## KẾT QUẢ KINH DOANH

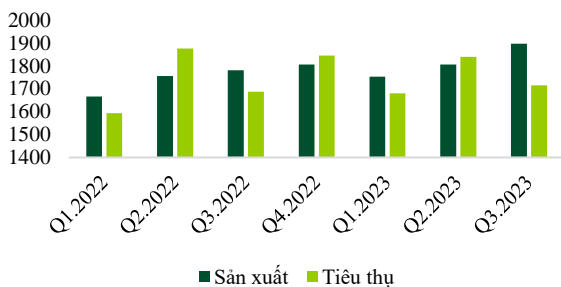
**KQKD Q3.2023 có sự phân hóa với doanh thu giảm nhẹ 5% yoy, LNST tăng trưởng mạnh đạt 3.260 tỷ đồng (+581% yoy). Động lực tăng trưởng lợi nhuận nhờ giá dầu thô, sản phẩm tăng, crack spread hồi phục. Lũy kế 9T.2023, DT và LNST giảm 17% yoy và 52% yoy, vượt 110% và 383% KH năm 2023.**

Chỉ tiêu	Q3.2023	9T.2023	KH 2023 của DN	Diễn giải
<b>Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)</b>	1.917	5.531	5624	BSR đã thực hiện chạy nhà máy ở mức cao 110% CSTK để đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong thời gian NSR ngừng hoạt động 55 ngày để bảo dưỡng.
+/-% yoy	8%	6%	98%	
<b>Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)</b>	1.772	5.294	5624	Mặc dù sản lượng sản xuất đạt tăng 6% yoy nhưng sản lượng tiêu thụ lại giảm 14% yoy. Chủ yếu do nhu cầu xăng Mogas 95 và DO chậm, tồn kho tăng cao. Lý do là vì các kho trên thị trường tồn rất cao do các nhà nhập khẩu tăng cường đưa hàng về Việt Nam nhằm đảm bảo nguồn cung trong nước trong giai đoạn NMLD Nghi Sơn bảo dưỡng, các kho của đầu mỗi cũng tăng cao trong khi tiêu thụ bán lẻ chậm. Đồng thời, kế hoạch nhận của BSR cũng bị ảnh hưởng do các khách hàng tăng cường giải phóng lượng lớn hàng tại Nghi Sơn để dừng máy thực hiện Bảo dưỡng tổng thể vào cuối tháng 8/2023. Các yếu tố trên ảnh hưởng trực tiếp đến kế hoạch điều động hàng của BSR và tồn kho tăng nhanh chóng.
+/-% yoy	-12%	-3%	94%	
<b>Crack spread TB (USD/thùng)</b>				Giá dầu Brent giảm 9% yoy nhưng lại tăng 18% qoq là nguyên nhân khiến crack spread có mức tăng cao trong quý 3/2023, neo theo sự gia tăng crack spread xăng và dầu diesel của Platts Singapore. Theo tính toán số liệu từ Bloomberg, crack spread dầu diesel trung bình đạt 24 USD/thùng (-34% YoY; +76% QoQ) và crack spread xăng trung bình đạt 16 USD/thùng (+96% YoY; +34% QoQ) trong quý 3.
<i>Mogas 95</i>	20	16,3	4,28	
<i>Mogas 92</i>	13,8	11,4	1,21	
<i>Jet A1</i>	24,9	18,6	20,74	
<i>DO</i>	22,1	15,5	18,55	
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	37.756	105.490	95.645	Doanh thu giảm nhẹ so với cùng kỳ mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm 14% yoy chủ yếu do giá bán các sản phẩm xăng dầu có mức phục hồi tốt nhưng vẫn thấp hơn mức nền cao năm 2022.
+/-% yoy	-4,6%	-17%	110%	
<b>Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)</b>	3.235	6.186	1.628	Lợi nhuận sau thuế Q3 có sự tăng mạnh chủ yếu do sự tăng vọt của crack spreads trong Q3 2023. Tuy nhiên LNST 9 tháng đầu năm vẫn giảm mạnh chủ yếu do sự sụt giảm của crack spreads so với mức nền cao cùng kỳ.
+/-% yoy	611%	-52%	380%	

*Giá dầu thô được tính trên cơ sở giá dầu Brent + Premium + các chi phí khác*

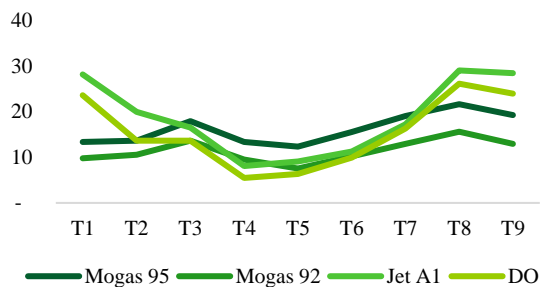
*Giá sản phẩm được tính trên cơ sở giá MOPS + Premium/Discount*

**Sản lượng sản xuất và tiêu thụ của BSR**



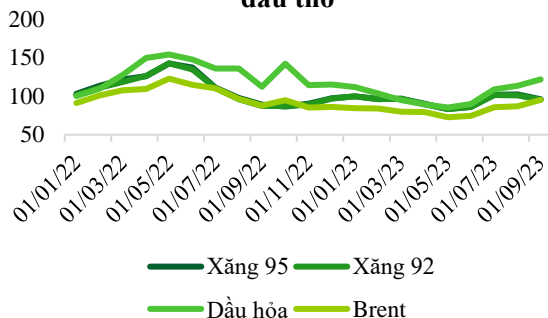
Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

**Diễn biến crack spread sản phẩm BSR**



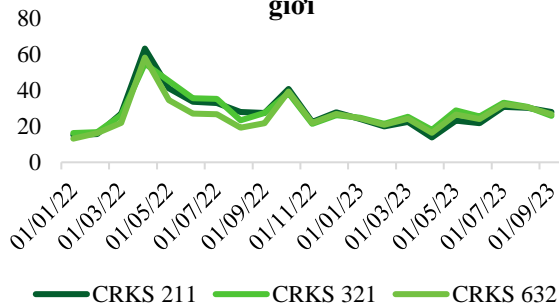
Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

**Biến động giá Platt xăng dầu và giá dầu thô**



Nguồn: Bloomberg, Bộ Công Thương, VCBS tổng hợp

**Biến động Cracksread xăng dầu Thế giới**



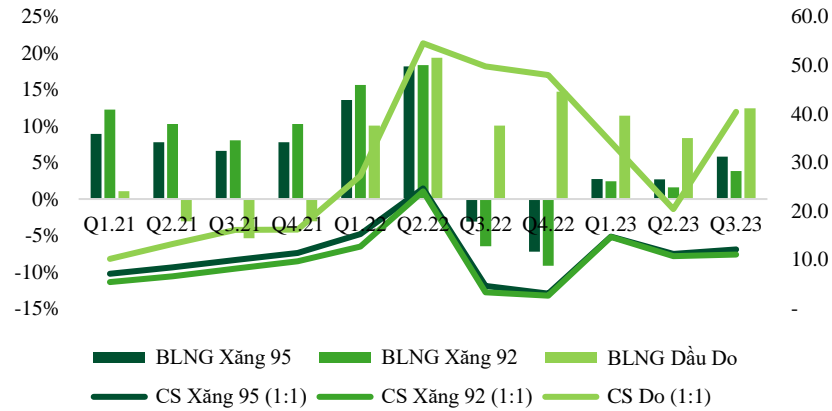
Nguồn: Bloomberg, Bộ Công Thương, VCBS ước tính

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Crack spread các sản phẩm lọc dầu được dự báo vẫn ở mức tốt trong Q4 năm 2023 nhưng giảm so với mức nền cao Q3. Mặc dù giá dầu được dự báo tăng trong năm 2024 nhưng crack spread dự báo tương đương so với năm 2023. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu năm 2024 dự báo tương đương mức kế hoạch năm 2023.**

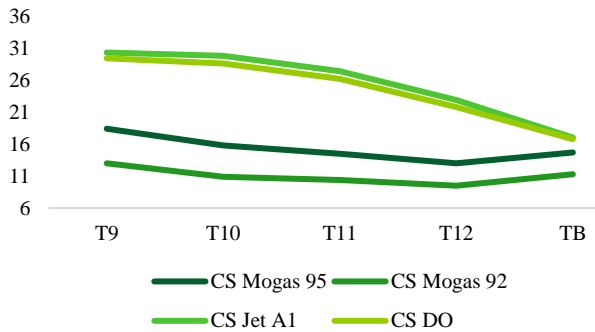
Cracksread được dự báo vẫn ở mức tốt trong Q4.2023 nhưng sẽ thấp hơn mức nền cao của Q3.23. Cracksread các sản phẩm của BSR thường thấp hơn cracksread Thế giới do giá mua dầu nội địa đầu vào của BSR thường cao hơn giá dầu Brent. Mặc dù là 1 trong 2 doanh nghiệp lọc hóa dầu lớn nhất ngành, nhưng BSR vẫn phải tham gia đấu thầu khi mua dầu thô nội địa. Công ty mua khoảng 72% từ nguồn trong nước, trong đó 30% từ mỏ Bạch Hổ. Cracksread Thế giới đã giảm từ mức trung bình 21 USD/thùng trong quý 3 về 14 USD/thùng. Theo dự báo của các tổ chức lớn như WM và Platts, cracksread trong quý 4 có thể sẽ dao động quanh mức hiện tại. Giá dầu cũng được dự báo sẽ duy trì ở mức nền cao quanh 90 USD/thùng trong quý 4 nhờ việc OPEC+ kéo dài thời gian cắt giảm sản lượng khiến nguồn cung thắt chặt, nhu cầu cao hơn khi kinh tế Trung Quốc phục hồi và căng thẳng địa chính trị khó lường ở Trung Đông. Tuy nhiên, giá dầu sẽ chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố bất định về kinh tế, địa chính trị nên sẽ còn biến động và khó dự báo trong năm tới.

## Tương quan Chênh lệch giá xăng RON 92/95 Do và giá dầu Brent và BLN Gộp các sản phẩm của BSR



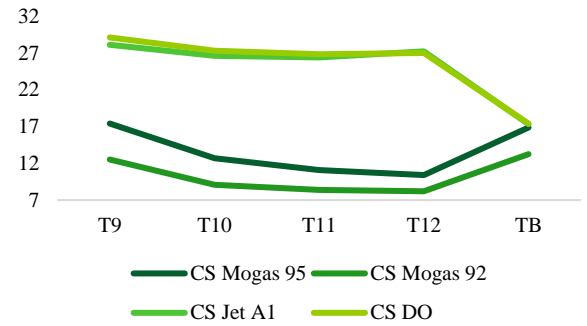
Nguồn: Bloomberg, Platts, BSR VCBS tổng hợp

### Dự báo crack spread của WM



Nguồn: WM, VCBS tổng hợp

### Dự báo crack spread của Platts



Nguồn: Platts, VCBS tổng hợp

**Mặc dù giá dầu được dự báo tăng trong năm 2024 nhưng crack spread dự báo tương đương so với năm 2023.** Năm 2024, thuế nhập khẩu xăng từ Hàn quốc giảm về mức 0% từ mức 5%. Điều này sẽ làm giá xăng của BSR khó cạnh tranh với xăng Hàn quốc, do đó BSR có thể sẽ phải hạ premium để đảm bảo sản lượng tiêu thụ. Một số tín hiệu lạc quan từ việc phục hồi của nền kinh tế lớn thứ hai Thế giới - Trung Quốc sẽ thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm xăng dầu gia tăng.

**Sản lượng tiêu thụ xăng dầu năm 2024 dự báo tương đương mức kế hoạch năm 2023.** Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ tạm thời ngừng hoạt động trong khoảng 50 ngày để tiến hành bảo dưỡng định kỳ, dự kiến diễn ra từ tháng 3 và 4 năm 2024. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, sau 4 lần thực hiện BDTT vào các năm 2011 (60 ngày), 2014 (54 ngày), 2017 (52 ngày), 2020 (51 ngày), thời gian thực hiện BDTT ngày càng được rút ngắn và lần BDTT lần 5, BSR cùng các nhà thầu phần đầu tiên độ dưới 50 ngày. Sau lần BDTT lần 5 này, NMLD Dung Quất sẽ nâng thời gian giữa các kỳ bảo dưỡng tổng thể là 4 năm - đồng bộ với dự án nâng cấp và mở rộng đang được triển khai. Nếu dừng hoạt động 50 ngày, dựa trên giá dầu 70 USD/thùng, BSR dự kiến doanh thu sẽ giảm 18.000 - 24.000 tỷ đồng, lợi nhuận giảm gần 1.000 tỷ.

**BSR có lợi thế tiêu thụ sản phẩm ở mức cao** (Đã cập nhật trong báo cáo cập nhật ngày 02.08.2023)

**Sản lượng khai thác dầu thô trong nước liên tục giảm với tốc độ 7% mỗi năm. Mở rộng, nâng cấp nhà máy sẽ nâng cao độ linh động lựa chọn dầu thô để chế biến, đảm bảo nguồn dầu thô cung cấp lâu dài và có hiệu quả là định hướng kinh doanh trong dài hạn** (Đã cập nhật trong báo cáo cập nhật ngày 02.08.2023)

## ĐỊNH GIÁ

### MẢNG KINH DOANH XĂNG DẦU

EIA dự báo dầu Brent giao ngay trung bình là 84 USD/thùng (-16% yoy) trong năm 2023 và tăng nhẹ lên 86 USD/thùng trong năm 2024. Crack spread trong năm 2023 và 2024 của xăng RON 92, RON 95 được WM và Platts dự báo sẽ giảm khoảng 50% yoy, trong khi crack spread của diesel chỉ giảm ở mức 40% yoy do Diesel được dùng nhiều trong đa ngành như làm nhiên liệu cho các phương tiện vận tải và nguồn nhiên liệu cho máy phát điện diesel.

**Triển vọng Q4.2023.** Crack spread được dự báo vẫn ở mức tốt trong Q4.2023 nhưng sẽ thấp hơn mức nền cao của Q3.23 do nhu cầu về các sản phẩm xăng dầu được dự báo tăng nhẹ.

- + **Xăng:** Kỳ vọng nhu cầu trong Quý IV/2023 sẽ tăng 0,8 triệu thùng/ngày so với cùng kỳ năm ngoái. Nhìn chung, kỳ vọng mức tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước vào năm 2023 sẽ đạt 0,9 triệu thùng/ngày, khiến xăng trở thành nguồn đóng góp lớn thứ hai vào tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu trong năm nay.
- + **Diesel/gasoil:** Sự suy thoái trong sản xuất và lưu lượng container giảm ở Mỹ, Canada, châu Âu và Trung Quốc làm giảm hoạt động vận tải đường bộ và do đó làm giảm nhu cầu dầu gasoil/diesel trong 9 tháng đầu năm. Commodity Insights dự đoán nhu cầu gasoil/diesel toàn cầu sẽ tăng 0,5 triệu thùng/ngày trong Quý IV/2023.
- + **Jet:** S&P Commodity Insights kỳ vọng nhu cầu nhiên liệu máy bay/dầu hỏa sẽ tiếp tục vượt trội so với tất cả các sản phẩm khác trong quý 4. Nhu cầu hàng không nội địa cao hơn nhiều so với mức trước đại dịch. Mặt khác, hàng không quốc tế ở cả phân khúc kinh doanh và giải trí tiếp tục tụt hậu, đặc biệt là ở Trung Quốc và các thị trường châu Á trọng điểm khác. Platts kỳ vọng nhu cầu nhiên liệu máy bay/dầu hỏa sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong Quý IV/2023, với mức tăng trưởng trung bình hàng năm dự kiến là 1 triệu thùng/ngày vào năm 2023, khiến nhiên liệu máy bay/dầu hỏa trở thành nguồn đóng góp đáng kể nhất cho nhu cầu dầu toàn cầu.

**Triển vọng năm 2024.** Crack spread được dự báo tương đương năm 2023 mặc dù giá dầu và nhu cầu tăng do BSR có thể sẽ phải hạ premium để đảm bảo sản lượng tiêu thụ.

Giá dầu thô Brent giao ngay được EIA dự báo là 84 USD/thùng vào năm 2023 và 86,48 USD/thùng vào năm 2024.

Dự báo giá dầu Brent	2023F	2024F
BOF	80 USD/thùng	90 USD/thùng
EIA	84,09 USD/thùng	86,48 USD/thùng
WorldBank	84 USD/thùng	
Fitch Solutions	98 USD/thùng	

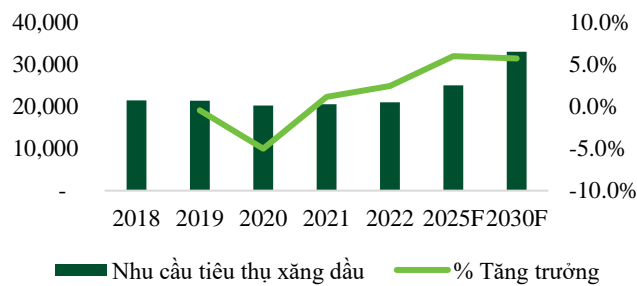
Nguồn: Bof, EIA, WB, VCBS tổng hợp

### Các kịch bản giá dầu năm 2024

Giá dầu	70	75	80	85	90	95
Crack spread (95,92, DO)	12,9	13,5	14,1	14,7	15,3	15,9
Doanh thu	99.851	106.457	113.063	119.670	126.276	132.883
LNST	7.235	7.426	7.617	7.807	7.998	8.189

**Về sản lượng phân phối: kinh tế mở cửa trở lại sau dịch, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu phục hồi.** Theo PVN, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước được dự báo tăng 25 triệu tấn/năm vào năm 2025 và 33 triệu tấn/năm vào năm 2023, đạt CAGR = 5.5%/năm. Với tình hình tiêu thụ đó, nguồn cung xăng dầu đến từ 2 NMLD trong nước là Dung Quất và Nghi Sơn chỉ đáp ứng được 65 – 70% nhu cầu. Điều này sẽ hỗ trợ doanh nghiệp tiêu thụ hết sản lượng sản xuất. Với giả định nhà máy sẽ hoạt động 107% công suất trong năm nay, chúng tôi ước sản lượng tiêu thụ năm 2023 là 7 triệu tấn (-2% yoy). Năm 2024 BSR sẽ ngưng hoạt động 50 ngày để thực hiện bảo dưỡng định kỳ, sản lượng sản xuất và dự kiến giảm khoảng 15%, với giả định nhà máy sẽ hoạt động 107% công suất những ngày còn lại thì sản lượng sản xuất vào khoảng 92% CSTK.

**Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu**



Nguồn: PVN, VCBS tổng hợp

Chỉ tiêu	2023F	2024F	Nhận định
Tổng sản lượng tiêu thụ (m <sup>3</sup> ,tấn)	7.012	5.928	Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ năm 2023-2024 ở mức 107% và 92% CSTK để phản ánh tiêu thụ xăng dầu ở mức cao để đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong nước. Do hoạt động bảo dưỡng tổng thể sẽ chuyển sang năm 2024, sản lượng sản xuất và kinh doanh năm 2024 dự kiến giảm khoảng 15%, với giả định nhà máy sẽ hoạt động 107% công suất những ngày còn lại thì sản lượng sản xuất vào khoảng 92% CSTK.
Doanh thu (tỷ đồng)	140.585	121.625	Chúng tôi dự phóng crack spread xăng RON 92, RON 95 trong năm 2023 và 2024 giảm 50% yoy do: (1) Nhu cầu tiêu thụ không tăng trưởng sau khi các áp lực về hạn chế nguồn cung giảm bớt như xung đột Nga - Ukraine và và số liệu kinh tế TQ phục hồi chậm so với dự báo. (2) Nguồn cung tăng trong khu vực, 2024- 2025 bắt đầu có các dự án lọc dầu lớn 1tr thùng/ngày đi vào hoạt động tại Ấn độ ảnh hưởng đến crack spread.  Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu so với dự báo trước đó 6% do giá dầu và giá các sản phẩm xăng dầu có mức tăng tốt hơn dự báo trước đó.

Biên LNGộp (%)	7,1%	7,2%	Chúng tôi cũng tăng dự phóng BLNG thêm 0,7 đơn vị phần trăm do crack spread có mức tăng tốt hơn dự báo trước đó do nguồn cung thắt chặt trong bối cảnh địa chính trị bất ổn và kinh tế Trung Quốc kể từ tháng 8 có dấu hiệu hồi phục.
----------------	------	------	---

## MẢNG LPG

Sản phẩm LPG của BSR được được bao tiêu 50% bởi các nhà phân phối lớn là PV GAS North, PV GAS South và PV GAS Trading, 50% còn lại được tổ chức đấu giá bán sản phẩm với kì hạn từ 6 tháng – 1 năm

Về sản lượng: Hoạt động kinh tế đã phục hồi sau dịch, đặc biệt là các chuỗi nhà hàng và du lịch. Hiện tại nguồn cung LPG trong nước chỉ mới đáp ứng được 40% nhu cầu tiêu thụ nội địa. Do đó chúng tôi dự báo sản phẩm LPG tại nhà máy lọc dầu Dung Quất vẫn được tiêu thụ hết trong năm 2023.

Về giá bán: Giá LPG tại Việt Nam được tính theo giá LPG thế giới - công bố hàng tháng bởi Saudi Aramco. Giá LPG được Wood Mackenzie dự báo giảm trong năm 2023, đạt trung bình 680 USD/MT do (1) Giá dầu được dự báo giảm trong năm và (2) Khủng hoảng năng lượng ở Châu Âu và các nước phát triển. Chúng tôi dự báo giá bán LPG của BSR năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 671 USD/MT và 689 USD/MT.

## MẢNG PROPYLENE VÀ HẠT NHỰA PP

BSR cung cấp trung bình 180 – 200 nghìn tấn/năm Propylene và hạt nhựa PP, chỉ đáp ứng 20% nhu cầu tiêu thụ hạt nhựa trong nước, sản lượng hạt nhựa PP còn lại bao gồm 20% đến từ NMLD Nghi Sơn và 60% nhập khẩu. Khách hàng bao tiêu toàn bộ sản lượng tiêu thụ sản phẩm hạt nhựa của BSR gồm 6 khách hàng. Trong đó Công ty cổ phần nhựa An Phát Xanh (AAA), Công ty cổ phần nhựa OPEC (OPEC Plastic) là hai khách hàng lớn, chiếm khoảng 65% sản lượng Polypropylene và hạt nhựa PP của BSR. Giá bán Propylene được ICSC dự báo đạt trung bình 977 USD/MT trong năm 2023.

## Tổng hợp định giá

FCFF	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	14.999	9.613	8.311	10.744	9.571
Trừ: Capex	(198)	(199)	(200)	(231)	(438)
Cộng: Lãi vay sau thuế	593	431	351	271	191
Dòng tiền	<b>15.394</b>	<b>9.844</b>	<b>8.462</b>	<b>10.784</b>	<b>9.324</b>

FCFE	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	14.999	9.613	8.311	10.744	9.571
Trừ: Capex	(198)	(199)	(200)	(231)	(438)
Cộng: Vay nợ	(3.072)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)



<b>Dòng tiền</b>	<b>11.729</b>	<b>8.414</b>	<b>7.111</b>	<b>9.514</b>	<b>8.133</b>
------------------	---------------	--------------	--------------	--------------	--------------

### Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
<b>FCFF</b>	23.267	50%
<b>FCFE</b>	22.079	50%
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>22.673 đồng/cp</b>	

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho năm 2023 của BSR là **22.673 đồng/cổ phiếu** (upside 21% so với giá đóng cửa ngày 07/11/2023).

## THÔNG TIN KHÁC

### Thời gian chuyển sàn kéo dài hơn dự kiến sang năm 2024

Tiến trình niêm yết vẫn gặp vướng mắc do chưa có quy định cụ thể và hướng dẫn về tiêu chí liên quan đến các khoản nợ quá hạn tại công ty con của BSR (BSR-BF). Công ty vẫn đang chờ cuộc họp với Ủy ban Chứng khoán để xin thêm hướng dẫn cũng như giải pháp tháo gỡ nút thắt này. Do đó, kế hoạch chuyển sàn sẽ kéo dài hơn kế hoạch ban đầu và chuyển sang năm 2024 dù công ty đang cố gắng hết sức để có thể chuyển niêm yết trong thời gian sớm nhất. Nếu niêm yết thành công, đây sẽ là thông tin tích cực đối với cổ phiếu BSR trong trung và dài hạn khi có thể thu hút thêm sự chú ý từ các quỹ đầu tư nước ngoài.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

### Thị trường dầu mỏ biến động và rủi ro bị giảm giá hàng tồn kho khi giá dầu đột ngột giảm mạnh

Giá dầu thô được tính trên cơ sở giá dầu Brent + premium + các chi phí khác. BSR mua dầu thô trong nước (Bạch Hổ, Đại Hùng, Rạng Đông, Hải Thạch, Ruby, Chim Sáo, Sư tử Đen) và nhập khẩu (Bu Attifel, Rabi, Azeri, WTI,..) với tổng lượng dầu thô khoảng 7,2-7,5 triệu tấn dầu thô các loại. BSR hiện đang đàm phán với các nhà cung cấp dầu thô nhập khẩu để mua dài hạn 3 – 5 năm, góp phần đảm bảo an toàn nguồn dầu thô cho NMLD Dung Quất. Ngoài ra, việc gia tăng nhập khẩu dầu thô cũng khiến BSR đối mặt rủi ro biến động tỷ giá ngoại tệ. Do là doanh nghiệp nhà nước chi phối, BSR không thể chủ động sử dụng các công cụ hedging để giảm thiểu rủi ro biến động tỷ giá.

### Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu

Theo Nghị định số 156/2017/NĐ-CP, thuế nhập khẩu xăng khu vực Thương mại Tự do Asean (AFTA) sẽ được giảm xuống còn 5% trong 2023, và 0% trong 2024. Việc giảm thuế suất nhập khẩu sẽ khiến cho BSR trong các năm tới sẽ không còn duy trì được lợi thế bán giá thấp khi cạnh tranh với các mặt hàng xăng nhập khẩu.

<b>BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	32.412	39.895	46.076	54.659	61.863
Các khoản đầu tư ngắn hạn	2.172	2.172	2.172	2.172	2.172
Các khoản phải thu	16.417	14.705	14.882	15.112	14.940
Hàng tồn kho	14.234	12.258	12.775	13.430	12.871
Tài sản ngắn hạn khác	84	65	69	74	69
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>65.319</b>	<b>69.095</b>	<b>75.974</b>	<b>85.447</b>	<b>91.916</b>
Phải thu dài hạn	830	581	585	678	616
Tài sản cố định	17.217	15.076	12.925	10.795	8.882
Các khoản đầu tư dài hạn	10	10	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	419	296	259	331	296
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>18.476</b>	<b>15.963</b>	<b>13.779</b>	<b>11.814</b>	<b>9.805</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>83.795</b>	<b>85.058</b>	<b>89.753</b>	<b>97.261</b>	<b>101.721</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>27.049</b>	<b>22.041</b>	<b>20.622</b>	<b>21.504</b>	<b>19.478</b>
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>27.067</b>	<b>22.053</b>	<b>20.634</b>	<b>21.518</b>	<b>19.491</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>56.728</b>	<b>63.005</b>	<b>69.119</b>	<b>75.743</b>	<b>82.230</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>83.795</b>	<b>85.058</b>	<b>89.753</b>	<b>97.261</b>	<b>101.721</b>
<b>BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>140.848</b>	<b>121.625</b>	<b>126.416</b>	<b>132.891</b>	<b>127.367</b>
GVHB	130.836	112.634	118.223	124.321	119.375
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.012</b>	<b>8.991</b>	<b>8.193</b>	<b>8.570</b>	<b>7.992</b>
Chi phí SG&A	1.617	1.287	1.289	1.429	1.339
<b>THU NHẬP HOẠT ĐỘNG</b>	<b>8.395</b>	<b>7.704</b>	<b>6.905</b>	<b>7.141</b>	<b>6.654</b>
Doanh thu tài chính	894	1.154	1.355	1.576	1.813
Chi phí tài chính	742	538	438	338	238
<b>LNTT</b>	<b>8.548</b>	<b>8.320</b>	<b>7.821</b>	<b>8.379</b>	<b>8.229</b>
<b>LNST</b>	<b>8.077</b>	<b>7.864</b>	<b>7.382</b>	<b>7.915</b>	<b>7.772</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	37	36	34	36	36
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>8.114</b>	<b>7.900</b>	<b>7.415</b>	<b>7.952</b>	<b>7.808</b>
<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	14.999	9.613	8.311	10.744	9.571
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(198)	(199)	(200)	(231)	(438)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(5.242)	(1.930)	(1.930)	(1.930)	(1.930)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>9.558</b>	<b>7.484</b>	<b>6.181</b>	<b>8.583</b>	<b>7.203</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	22.853	32.412	39.895	46.076	54.659
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	32.412	39.895	46.076	54.659	61.863

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Mộng Thy**

Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu

phmthy@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>