

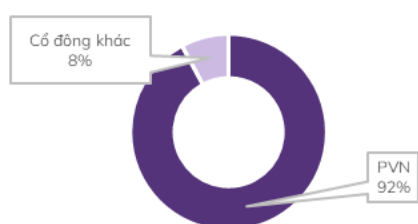
Lê Thị Kim Huê

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

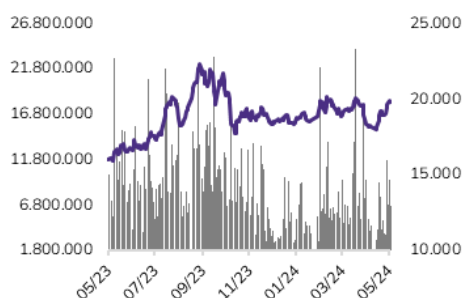
## THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Dầu khí
Ngày báo cáo	: 23/5/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 22.500
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 69.761
SLCPDLH (CP)	: 3.100.499.616

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



## DIỄN BIẾN GIÁ



## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2022A	2023A
Tăng trưởng DTT (%)	65%	-12%
Tăng trưởng LNST (%)	119%	-41,4%
Tăng trưởng LNST cổ đồng công ty mẹ (%)	65%	-12%
Biên LNG (%)	9,6%	6,6%
Biên LNST (%)	8,8%	5,8%
ROA (%)	18,7%	9,9%
ROE (%)	28,7%	15,0%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,17	0,19
EPS (VND/CP)	4.641	2.789
BVPS (VND/CP)	16.531	18.511

## Chuyển sàn sang HOSE và đề xuất tăng vốn lên 50.000 tỷ đồng

### Điểm chính của ĐHĐCĐ ngày 23/05/2024

- Năm 2023, KQKD của BSR vượt xa kế hoạch điều chỉnh nhưng vẫn sụt giảm mạnh svck.** Cụ thể:
  - ✓ Sản lượng sản xuất đạt 7.367.305 tấn (+5,1% svck) và hoàn thành 109% kế hoạch điều chỉnh. Sản lượng tiêu thụ đạt 7.340.677 tấn (+4,8% svck) và hoàn thành 108,5% kế hoạch điều chỉnh.
  - ✓ Tổng doanh thu đạt 150.116 tỷ đồng (-11,2% svck) và hoàn thành 103% kế hoạch điều chỉnh.
  - ✓ LNST đạt gần 8.593 tỷ đồng (-41,4% svck) nhưng hoàn thành 174% kế hoạch điều chỉnh.
- Nguyên nhân tác động tiêu cực tới KQKD 2023 của BSR:**
  - ✓ Năm 2023, nền kinh tế thế giới có dấu hiệu phục hồi nhưng thiếu động lực, chuỗi sản xuất công nghiệp và cung ứng bị gián đoạn, chủ nghĩa bảo hộ trở dậy, xung đột địa chính trị leo thang.
  - ✓ Thị trường dầu mỏ diễn biến phức tạp và biến động nhanh, mạnh và khó tiên đoán do sự tác động của việc cắt giảm nguồn cung từ OPEC+; tăng trưởng nguồn cung từ các nước ngoài OPEC+ và các thành viên OPEC+ nhưng không bị hạn ngạch như Mỹ, Brazil, Iran. Điều này là thách thức lớn cho BSR trong công tác dự báo và điều hành sản xuất.
  - ✓ Các điều kiện tài chính thắt chặt; việc thiếu hụt, gián đoạn nguồn cung các nguyên liệu, nhiên liệu đầu vào như platinum, nhôm, thép.... khiến các nhà máy sản xuất/chế tạo trên thế giới có thời gian sản xuất/chế tạo kéo dài hơn so với trước đây, thậm chí có nguy cơ phải đóng cửa. Những yếu tố này làm ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng toàn cầu, công tác giao hàng hóa/thực hiện dịch vụ gây phát sinh chi phí SXKD và rủi ro cho an toàn vận hành Nhà máy.
  - ✓ Nhưng bên cạnh đó, cũng có một số yếu tố thuận lợi, giúp BSR vượt xa kế hoạch: 1) Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước được duy trì ở mức cao; 2) Giá dầu thô tăng cao và khoảng cách giá giữa giá sản phẩm xăng và dầu thô (crack spread) mở rộng hơn nhiều so với kế hoạch.
- Tình hình HĐSXKD trong năm 2023 của BSR:**
  - ✓ Trong năm 2023, BSR đã tổ chức vận hành nhà máy an toàn, ổn định, liên tục và hiệu quả ở công suất tối ưu (công suất vận hành trung bình của Nhà máy và các phân xưởng công nghệ chính CDU/CCR/RFCC/PP tương ứng đạt là 111% và 110%/110%/101%/115% công suất thiết kế).
  - ✓ **Về cung cấp dầu thô**, năm 2023, BSR mua khoảng 7,97 triệu tấn dầu thô trong nước và nhập khẩu trong đó khối lượng dầu Việt Nam (Bạch Hổ, Đại Hùng, Tê Giác Trắng, Sư Tử Đen, Ruby, Chim Sáo, Rạng Đông,

Hải Thạch) là 5,6 triệu tấn, khối lượng dầu thô nhập khẩu các loại (Azeri, WTI Midland, Kimanis, Bu Attifel, Rabi) là 2,14 triệu tấn. Nguyên liệu trung gian là 202 nghìn tấn.

- ✓ **Về tình hình tiêu thụ sản phẩm**, năm 2023, tổng sản lượng tiêu thụ tăng 4,8% svck và hoàn thành 108,5% kế hoạch điều chỉnh. Cụ thể một số sản phẩm chính như sau:
  - Đối với mặt hàng xăng dầu: Năm 2023, BSR ký kết hợp đồng term/miniterm với 22 khách hàng, tổng khối lượng xăng dầu BSR đã xuất bán ra thị trường trong năm là 6.684 nghìn tấn đã bao gồm các sản phẩm nhiên liệu quốc phòng là (Xăng Ron 83, Jet A1-K và Diesel Oil L- 62), vượt 8% so với kế hoạch điều chỉnh.
  - Đối với LPG: Tổng khối lượng LPG xuất bán trong năm 2023 là 475,1 nghìn tấn, vượt 9% so với kế hoạch điều chỉnh.
  - Đối với Polypropylene (PP): Trong năm 2023, tổng sản lượng PP tiêu thụ là 177,29 nghìn tấn, vượt 9% so với kế hoạch điều chỉnh.
- ✓ Khối lượng lưu kho tại Nhà máy tồn cuối năm 2023 là 279,7 nghìn tấn dầu thô và 110,67 nghìn tấn sản phẩm các loại.
- ✓ **Về tình hình đầu tư, năm 2023**, BSR đã tích cực triển khai các dự án đầu tư theo tiến độ được duyệt, tuy nhiên do các quy định pháp luật về đầu tư có xu hướng ngày càng chặt chẽ đòi hỏi BSR phải thực hiện thêm nhiều yêu cầu bổ sung dẫn đến tiến độ triển khai đầu tư Dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất (Dự án điều chỉnh) không đạt tiến độ theo kỳ vọng.
  - **Tổng giá trị đầu tư trong năm 2023** đạt 196,4 tỷ đồng, bằng 12% kế hoạch ban đầu & bằng 51% kế hoạch điều chỉnh, trong đó Dự án NCMR NMLD đạt trên 38 tỷ đồng (đạt 4% kế hoạch ban đầu & 45% kế hoạch điều chỉnh).
  - **Về tiến độ dự án NCMR NMLD Dung Quất:** Ngày 20/03/2024, Bộ Công Thương đã có Công văn số 1730/BCT-DKT về việc thông báo kết quả thẩm định Báo cáo nghiên cứu khả thi đầu tư xây dựng điều chỉnh Dự án Nâng cấp, mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất. Ngày 28/03/2024, HĐQT BSR đã ban hành Quyết định số 968/QĐ-BSR về việc phê duyệt điều chỉnh Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất. BSR đang tích cực triển khai các công việc tiếp theo của Dự án.
  - **Về công tác thu xếp vốn cho Dự án NCMR NMLD Dung Quất:** BSR đang báo cáo Tập đoàn Dầu khí Việt Nam xem xét, trình cấp thẩm quyền phê duyệt phương án **tăng vốn điều lệ của BSR từ 31 lên 50 nghìn tỷ** (từ nguồn vốn chủ sở hữu). Theo đó, sau khi được cấp thẩm quyền phê duyệt phương án tăng vốn điều lệ của BSR, BSR đảm bảo đủ nguồn vốn chủ từ 40%-60% Tổng mức đầu tư của dự án này. Phần vốn vay (dự kiến khoảng 40%- 60%) sẽ được thu xếp từ nguồn vay ECA, thương mại trong nước và quốc tế, trái phiếu xanh cũng như các nguồn vốn phù hợp, khả thi khác...

- **Về KQKD Q1/2024**, tổng doanh thu đạt 31.231 tỷ đồng (-10,5% svck) và LNST đạt 1.115 tỷ đồng (-31,2% svck), hoàn thành 32,8% kế hoạch doanh thu và 97,1% kế hoạch LNST năm 2024. Trong Q1/2024, mặc dù giá dầu tăng 12% svck do căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông và nguồn cung của Nga bị ảnh hưởng khi các NMLD của nước này bị tấn công nhưng KQKD của BSR vẫn tụt lùi do:
  - Sản lượng sản xuất Q1/2024 của BSR đạt 1,57 triệu tấn (-10,5% svck và - 16% QoQ), sản lượng tiêu thụ đạt 1,52 triệu tấn (-8,4% svck và -22,7% QoQ). Nguyên nhân do BSR tạm dừng nhà máy để đại tu.
  - Crack spread thấp hơn svck mặc dù giá dầu thô tăng.
- **Kế hoạch năm 2024:**
  - ✓ **BSR lên kế hoạch năm 2024 thận trọng khi xác định khó khăn, thách thức vẫn hiện hữu:** 1) Căng thẳng địa chính trị tại nhiều nơi trên thế giới vẫn còn tiềm ẩn nhiều rủi ro và có thể gây gián đoạn nguồn cung như cuộc chiến giữa Israel và Hamas, cuộc chiến giữa Nga – Ukraine, căng thẳng tại biển đỏ vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt; 2) Diễn biến thị trường dầu thô và sản phẩm tiếp tục phức tạp và khó tiên đoán; 3) Nhiều quy định mới ban hành vẫn tồn tại các bất cập và chưa phù hợp với đặc thù của ngành công nghiệp lọc hóa dầu gây khó khăn cho hoạt động SXKD cũng như đầu tư của BSR; 4) Nhà máy sẽ thực hiện Bảo dưỡng tổng thể lần 5 (TA5) trong năm 2024 dẫn đến tổng sản lượng sản xuất và xuất bán thấp hơn các năm không có TA....
  - ✓ **Kế hoạch cụ thể:** sản lượng sản xuất năm 2024 đạt 5.727.735 tấn (-22,3% svck), sản lượng tiêu thụ đạt 5.660.644 tấn (-22,9% svck), tổng doanh thu đạt 95.274 tỷ đồng (-36,5% svck) và LNST đạt 1.148,2 tỷ đồng (-86,6% svck). Tổng nhu cầu vốn đầu tư năm 2024 là 1.337 tỷ đồng, trong đó vốn đầu tư XDCB là 994,3 tỷ đồng.
  - ✓ **Về phương án phân phối lợi nhuận năm 2023:** BSR sẽ chi trả cổ tức bằng tiền năm 2023 với tỷ lệ 3%.
  - ✓ ĐHCĐ cũng thông qua Đăng ký thủ tục **chuyển sàn niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)** khi đủ điều kiện. Quá trình này được khởi động từ vài năm nay nhưng vẫn gặp vướng mắc do liên quan đến các khoản nợ quá hạn của công ty con BSR- BF. Đến ngày 22/2/2024, BSR-BF đã nộp hồ sơ mở thủ tục phá sản lên Tòa án nhân dân tỉnh Quảng Ngãi. Chúng tôi cho rằng khi vấn đề liên quan đến BSR-BF được giải quyết thì việc chuyển sàn sang Hose của BSR sẽ diễn ra thuận lợi.
- **Một số thông tin thảo luận tại ĐHCĐ:**
  - ✓ **Về cơ cấu dầu thô đầu vào**, lãnh đạo BSR chia sẻ NMLD Dung Quất thiết kế 100% dầu trong nước. Nhưng sự suy giảm các năm gần đây, gần như toàn bộ lượng dầu thô trong nước được BSR bao tiêu, chiếm 70% công suất thiết kế. Phần còn lại và phần chênh sẽ được nhập khẩu từ quốc tế, với nguồn chủ yếu là Mỹ và các nước tại Tây Phi, Tây Á...

Đây là các nguồn dầu tương đối phổ biến, đủ để Dung Quất đảm bảo nguồn cung.

- ✓ **Về KQKD Q2/2024**, lãnh đạo BSR kỳ vọng KQKD Q2/2024 sẽ tốt nhờ crack spread sẽ tăng từ tháng 6, ở mức trung bình cao. Giá dầu thô vẫn đang cao so với kế hoạch. NMLD Dung Quất mất gần một nửa thời gian trong Q2 để dừng máy, tháng 5 đã chạy lại, crack spread đang cải thiện, nhưng giá dầu có xu hướng đáy và dự báo sẽ phục hồi từ tháng 6 trở đi.
- ✓ **Về tiến độ Dự án NCMR NMLD Dung Quất**, dự kiến tháng 6 sẽ đóng gói thầu thiết kế kỹ thuật tổng thể - gói quan trọng để chuẩn bị hồ sơ mời thầu triển khai hợp đồng EPC. Dự án bắt đầu được triển khai vào Q2/2024. Năm nay sẽ chủ yếu tập trung giải ngân, số tiền khoảng 1,300 tỷ đồng. Phần lớn triển khai vào các gói thầu thiết kế, san lấp mặt bằng, cao điểm giải ngân là 2025.
- ✓ **Về lộ trình thoái vốn của PVN**, lãnh đạo BSR chia sẻ tỷ lệ sở hữu của PVN theo quyết định của Nhà nước là trên 50%. Thậm chí theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ năm 2019, việc thoái vốn của PVN phải là dưới 50%. Tuy nhiên, do tình hình Covid và yếu tố địa chính trị nên kế hoạch thay đổi. Hiện nay, có chỉ đạo PVN phải giữ nguyên tỷ lệ để đảm bảo sự chi phối, ít nhất đến năm 2025. Trong thời gian tới, BSR sẽ tiếp tục thực hiện tái cấu trúc theo chỉ đạo của cổ đông lớn.
- ✓ **Về việc thu hẹp đầu mối kinh doanh**, Với việc nhiều đơn vị đầu mối bị thu giấy phép năm qua, BSR đã lập tức kích hoạt quản trị rủi ro. Quý 2/2024, các đầu mối có nguy cơ cao đều thay đổi cơ chế hợp đồng, yêu cầu giao trả tiền trước hoặc có giải pháp phòng bị. Nhìn chung, có thể khẳng định BSR không có rủi ro về nợ xấu. Đây cũng là một trong những vấn đề có thể gây ảnh hưởng. Nếu một đầu mối không tốt, BSR phải chuyển sang đầu mối khác. Nhưng do nhu cầu xăng dầu trong nước vốn rất lớn, việc này không gây ảnh hưởng.

### Đánh giá của ABS Research

- Theo kế hoạch của BSR, doanh thu năm 2024 là 95.274 tỷ đồng, LNST là 1.148,2 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi ước tính EPS và BVPS của công ty trong năm 2024 là 370 đồng/cổ phiếu & 18.581 đồng/cổ phiếu, P/E & P/B 2024F ở mức 53,7x lần & 1,1 lần.
- **Chúng tôi cho rằng kế hoạch LNST năm 2024 mà BSR đưa ra là quá thấp và Công ty có thể vượt xa kế hoạch đề ra. Chúng tôi đánh giá triển vọng của BSR trong thời gian tới sẽ khả quan do:**
  - ✓ Giá dầu vẫn neo cao do những yếu tố căng thẳng địa chính trị gây ra, sẽ tiếp tục hỗ trợ Crack spread duy trì tích cực trong năm 2024.
  - ✓ Công việc đại tu NMLD Dung Quất kết thúc là cơ sở để BSR tăng công suất hoạt động của nhà máy.
  - ✓ Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam được dự báo có tốc độ tăng trưởng kép 5,5%/năm trong giai đoạn 2022-2030.
  - ✓ Dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR thời gian tới. Ngày 28/3/2024, BSR đã phê duyệt điều chỉnh Dự án nâng cấp

mở rộng NMLD Dung Quất với tiến độ thực hiện dự án dự kiến là 37 tháng kể từ ngày ký Hợp đồng EPC và đưa dự án vào vận hành trong năm 2028. Sau khi hoàn thành và đưa dự án vào hoạt động, NMLD Dung Quất sẽ giúp nâng công suất chế biến dầu thô thêm 15% so với hiện tại.

- ✓ Bên cạnh đó, yếu tố chuyển sàn từ Upcom sang Hose cũng là động lực hỗ trợ giao dịch cổ phiếu BSR.
- ✓ Chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu năm 2024 của BSR đạt 119.610 tỷ đồng (-18,9% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 7.155 tỷ đồng (-17,3% svck). EPS và BVPS 2024F lần lượt là 2.326 đ/cp & 20.471 đ/cp, tương ứng P/E & P/B lần lượt đạt 8,56 lần & 0,97 lần.

### KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2024 CỦA BSR

Chỉ tiêu	ĐVT	TH 2023	KH 2024	%YOY
Sản lượng điện sản xuất	tấn	7.367.305	5.727.735	-22,3%
Sản lượng tiêu thụ	tấn	7.340.677	5.660.644	-22,9%
Tổng doanh thu	tỷ đồng	150.116	95.274	-36,5%
LNST	tỷ đồng	8.592,6	1.148,2	-86,6%

*Nguồn: BSR, ABS Research*

# Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

## Khuyến nghị cổ phiếu

<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

# Thông tin liên hệ

## Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

## Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

**Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT**

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

### Dầu khí, Điện

**Lê Thị Kim Huệ - Phó Giám đốc**

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

**PTKT và Chiến lược thị trường**

**Đặng Xuân Lưu – Giám đốc**

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

### Vĩ mô, Tài chính

**Trần Xuân Bách - Chuyên viên**

Email: [bach.tranxuan@abs.vn](mailto:bach.tranxuan@abs.vn)

**PTKT và Chiến lược thị trường**

**Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc**

Email: [trung.dothanh@abs.vn](mailto:trung.dothanh@abs.vn)

### Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

**Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên**

Email: [thao.nphuong@abs.vn](mailto:thao.nphuong@abs.vn)

**Bất động sản, Xây dựng, VLXD**

**Phạm Hồng Trường – Chuyên viên**

Email: [truong.phamhong@abs.vn](mailto:truong.phamhong@abs.vn)

### Hàng công nghiệp, Công nghệ & Viễn thông

**Bùi Minh Anh - Chuyên viên**

Email: [anh.buiminh@abs.vn](mailto:anh.buiminh@abs.vn)