

# CTCP Lọc hoá dầu Bình Sơn (BSR)

## Kỳ vọng cải thiện KQKD nhờ mùa cao điểm

Chuyên viên phân tích – Phạm Minh Hiếu  
hieupm@kbsec.com.vn

22/05/2023

**Doanh thu và LNST Quý 1/2023 giảm lần lượt 2.1% YoY và 29.9% YoY**

Trong Quý 1/2023, BSR ghi nhận doanh thu đạt 34,065 tỷ VNĐ (-2.1 % YoY) và LNST đạt 1,620 tỷ VNĐ (-29.9% YoY). Sản lượng tiêu thụ Quý 1/2023 của BSR tăng nhẹ 1.6% YoY, đạt 1,680 nghìn tấn. Giá bán trung bình giảm 7.2% chủ yếu do giá dầu thô Brent giảm 17.1% YoY xuống mức 73.43 USD/thùng. Trong giai đoạn này, các sản phẩm dầu Diesel và Jet A1 là động lực tăng trưởng doanh thu và LNST chủ yếu của BSR.

**Crack spread được kỳ vọng cải thiện trong mùa cao điểm cuối Quý 2 và Quý 3/2023**

Diễn biến crack spread trong Quý 1 và đầu Quý 2/2023 khá bất lợi cho KQKD của BSR. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức crack spread trên thế giới trong cuối Quý 2 và Quý 3/2023 có thể được cải thiện khi thị trường Trung Quốc và Mỹ bắt đầu bước vào mùa cao điểm tiêu thụ xăng dầu. Đối với riêng BSR, chúng tôi kỳ vọng crack spread dầu Diesel sẽ duy trì ở mức cao do tính đa dụng của sản phẩm khi có thể vừa sử dụng cho vận tải và công nghiệp, vừa có thể làm nhiên liệu chạy máy phát điện phục vụ nhu cầu tăng cao trong mùa hè tới tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cũng bày tỏ quan điểm thận trọng khi xét tới những rủi ro tới từ triển vọng nền kinh tế Mỹ.

**Kế hoạch hoãn bảo dưỡng nhà máy có thể giúp doanh thu và LNST tăng mạnh so với mức dự báo**

Nếu kế hoạch này diễn ra thành công, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 sẽ tăng thêm khoảng 19,000 tỷ đồng và LNST tăng khoảng 1,900 tỷ đồng so với dự báo hiện tại. Chúng tôi cho rằng kế hoạch dời bảo trì là phù hợp, giúp BSR có thể tận dụng cơ hội khi crack spread được kỳ vọng duy trì ở mức cao đến hết năm 2023.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 21,400 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá DCF, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BSR. Giá mục tiêu là 21,400 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 28.1% so với giá tại ngày 22/05/2023.

## Mua

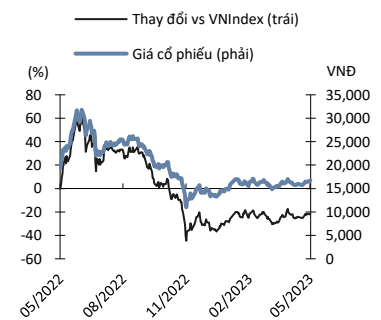
| Giá mục tiêu              | VND21,400 |
|---------------------------|-----------|
| Tổng mức sinh lời (%)     | 30.4%     |
| Giá hiện tại (22/05/2023) | VND16,700 |
| Giá mục tiêu thị trường   | VND19,355 |
| Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)  | 51,778    |

| Dữ liệu giao dịch                |                      |
|----------------------------------|----------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 10.0%                |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)         | 101.49               |
| Sở hữu nước ngoài (%)            | 0.0%                 |
| Cổ đông lớn                      | PetroVietnam (92.1%) |

| Biến động giá cổ phiếu |     |     |      |       |
|------------------------|-----|-----|------|-------|
| (%)                    | 1M  | 3M  | 6M   | 12M   |
| BSR                    | 2.5 | 2.4 | 52.3 | -13.8 |
| VNINDEX                | 1.1 | 0.7 | 13.0 | -9.0  |

### Dự phóng KQKD & định giá

| Năm tài chính      | 2021A   | 2022A   | 2023F   | 2024F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ VNĐ) | 101,080 | 167,124 | 114,770 | 116,997 |
| EBIT               | 6,511   | 14,673  | 7,036   | 7,169   |
| LN sau CĐTS        | 6,716   | 14,726  | 6,322   | 6,944   |
| EPS (VNĐ)          | 2,073   | 4,750   | 2,039   | 2,240   |
| Thay đổi EPS (%)   | -328.1  | 129.1   | -57.0   | 10.0    |
| P/E (x)            | 11.0    | 4.5     | 10.5    | 9.6     |
| EV/EBITDA (x)      | 7.4     | 3.1     | 4.8     | 3.4     |
| P/B (x)            | 1.9     | 1.3     | 1.1     | 1.0     |
| ROE (%)            | 17.8    | 28.7    | 10.8    | 10.5    |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0.7     | 2.0     | 2.3     | 2.3     |



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

**Bảng 1. Tổng hợp KQKD Q1/2023 của BSR**

| Tỷ VNĐ                                    | Q1/2022       | Q1/2023       | YoY %         | Nhận xét  |
|---|---------------|---------------|---------------|---|
| <b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>                 | <b>34,783</b> | <b>34,066</b> | <b>-2.1%</b>  | <b>Doanh thu giảm chủ yếu do đà giảm mạnh của giá dầu thô từ mức nền cao cùng kỳ (-25% YoY)</b>   |
| Dầu Diesel                                | 11,838        | 13,088        | 10.6%         | Sản lượng tăng 13.6% YoY, giá bán trung bình chỉ giảm 5.6% YoY  |
| Jet A1                                    | 1,462         | 2,812         | 92.3%         | Sản lượng tiêu thụ tăng 76% YoY và giá bán trung bình tăng 6.3% YoY đến từ nhu cầu du lịch và vận chuyển hàng hóa qua đường hàng không tăng đột biến so với cùng kỳ   |
| Xăng A95                                  | 10,845        | 9,124         | -15.9%        | Giá bán trung bình các sản phẩm xăng dầu bị ảnh hưởng tiêu cực từ diễn biến giá dầu thô và áp lực thừa cung trên thị trường. Sản lượng sản xuất của nhà máy bị chững lại do thời tiết xấu tại khu vực Dung Quất gây ảnh hưởng đến việc nhập dầu thô |
| Xăng A92 & E5                             | 5,988         | 4,996         | -16.6%        |   |
| Dầu nhiên liệu (FO)                       | 656           | 362           | -44.8%        |   |
| LPG                                       | 2,779         | 2,150         | -22.6%        |   |
| Khác                                      | 1,214         | 1,534         | 26.3%         | Ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm nhiên liệu quốc phòng mới (RON 83, DO L-62, JET A1-K)  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>2,612</b>  | <b>2,072</b>  | <b>-20.7%</b> |   |
| Biên lợi nhuận gộp (%)                    | 7.51%         | 6.08%         |               | Crack spread của các sản phẩm trừ Jet A1 đều giảm so với cùng kỳ nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với thời kỳ trước dịch Covid bùng phát  |
| Chi phí SG&A                              | -336          | -414          | 23.0%         |   |
| % SG&A / doanh thu                        | -0.97%        | -1.21%        |               |   |
| LN từ HĐKD                                | 2,275         | 1,658         | -27.1%        |   |
| Thu nhập tài chính ròng                   | 167           | 172           | 3.0%          |   |
| <b>LN trước thuế</b>                      | <b>2,463</b>  | <b>1,843</b>  | <b>-25.2%</b> |   |
| <b>LN sau thuế</b>                        | <b>2,312</b>  | <b>1,621</b>  | <b>-29.9%</b> |   |
| Biên lợi nhuận ròng (%)                   | 6.65%         | 4.76%         |               |   |
| <b>Sản lượng sản xuất (triệu tấn)</b>     | <b>1,667</b>  | <b>1,754</b>  | <b>5.2%</b>   |   |
| <b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>     | <b>1,653</b>  | <b>1,680</b>  | <b>1.6%</b>   |   |
| Dầu Diesel                                | 596           | 677           | 13.6%         |   |
| Jet A1                                    | 70            | 124           | 76.0%         |   |
| Xăng A95                                  | 461           | 426           | -7.6%         |   |
| Xăng A92 & E5                             | 252           | 232           | -7.7%         |   |
| Dầu nhiên liệu (FO)                       | 42            | 27            | -34.9%        |   |
| LPG                                       | 135           | 115           | -15.1%        |   |
| Khác                                      | 98            | 80            | -18.6%        |   |
| <b>Giá đầu vào trung bình (USD/thùng)</b> |               |               |               |   |
| Brent thế giới                            | 98            | 73            | -25.0%        |   |
| Giá đầu thô đầu vào của BSR               | 101           | 96            | -4.4%         |   |
| <b>Giá bán trung bình (USD/thùng)</b>     |               |               |               |   |
| Dầu Diesel                                | 118.9         | 112.3         | -5.6%         |   |
| Jet A1                                    | 116.8         | 124.1         | 6.3%          |   |
| Xăng A95                                  | 122.5         | 108.6         | -11.3%        |   |
| Xăng A92                                  | 119.8         | 102.4         | -14.5%        |   |
| Dầu nhiên liệu (FO)                       | 179.8         | 140.8         | -21.7%        |   |
| LPG (USD/tấn)                             | 902.0         | 801.7         | -11.1%        |   |

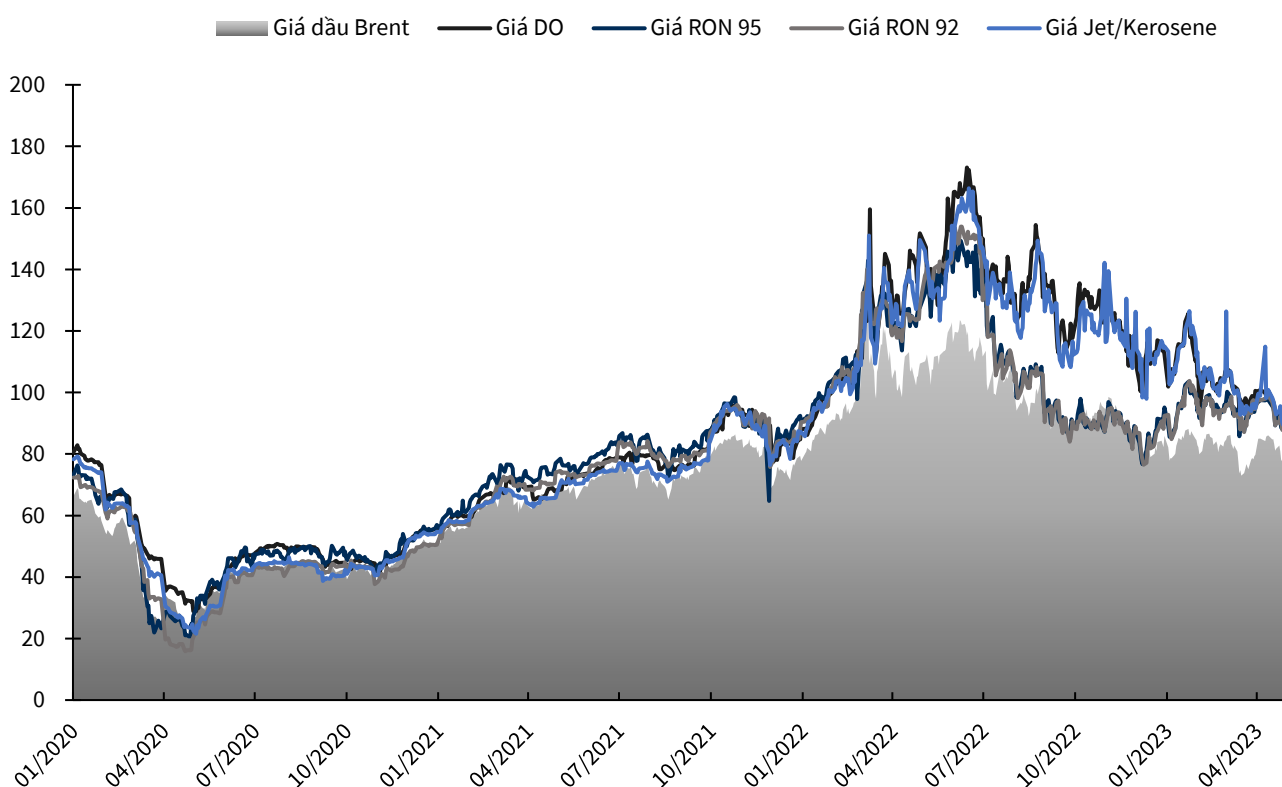
Nguồn: KBSV, BSR

**Kỳ vọng crack spread hồi phục khi bước vào mùa cao điểm tiêu thụ, nhưng vẫn tiềm ẩn quan ngại về rủi ro đến từ nền kinh tế Mỹ**

Trong Q1/2023, giá dầu thô và các sản phẩm lọc dầu đều có xu hướng giảm so với mức đỉnh đạt được vào năm 2022. Crack spread của dầu Diesel và Jet (2 sản phẩm chủ lực của BSR) cũng suy giảm nhưng vẫn duy trì ở mức cao do được hưởng lợi từ nhu cầu du lịch và vận tải tăng cao sau khi thị trường Trung Quốc mở cửa trở lại. Trong Q2/2023, crack spread đã thu hẹp đáng kể từ mức 16-20 USD/thùng xuống 8-12 USD/thùng do tình trạng thừa cung tạm thời tạo ra bởi hoạt động của các nhà máy lọc dầu tại Mỹ và Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng KQKD của BSR trong Q2/2023 sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi diễn biến này.

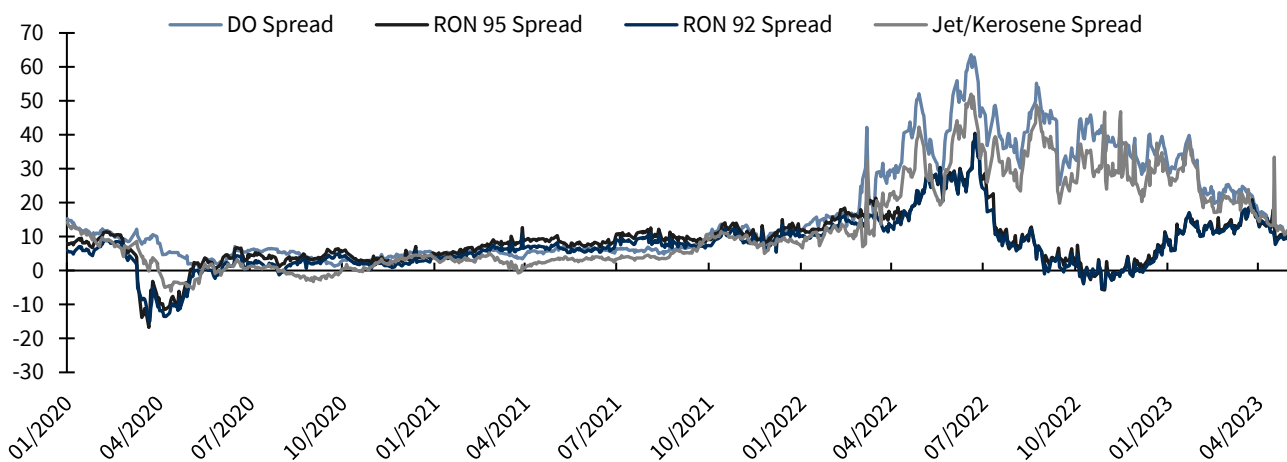
Một mặt, chúng tôi kỳ vọng crack spread trong cuối Q2 và Q3/2023 sẽ được cải thiện nhờ (1) Hành động cắt giảm quota xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu của Chính phủ Trung Quốc nhằm phục vụ nhu cầu nội địa dự kiến tăng vọt trong mùa cao điểm tới; và (2) Thị trường Mỹ cũng bắt đầu bước vào mùa lái xe cao điểm mùa hè. Đối với riêng BSR, chúng tôi kỳ vọng crack spread dầu Diesel sẽ duy trì ở mức cao do khả năng chuyển đổi công dụng sang làm nhiên liệu chạy máy phát điện trong điều kiện hàng loạt thủy điện và nhiệt điện bị suy giảm công suất do thiếu nước và thiếu than. Tuy nhiên cũng phải lưu ý rằng crack spread có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dấu hiệu cho thấy nền kinh tế Mỹ đang tăng trưởng chậm lại khi chỉ số American Trucking Association (ATA) Tonnage chỉ ra rằng số lượng xe tải vận chuyển hàng đã chạm mức thấp nhất từ T8/2021. Do vậy, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng với triển vọng crack spread trong giai đoạn tới.

**Biểu đồ 1. Giá dầu thô và các sản phẩm lọc dầu giảm từ mức đỉnh cuối năm 2022 (USD/thùng)**



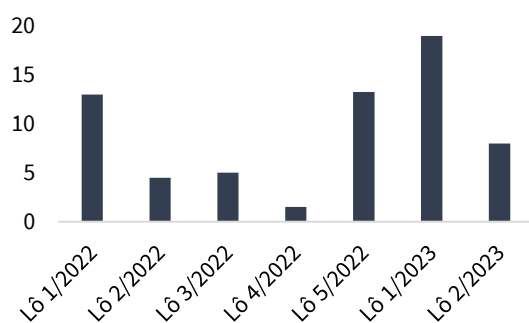
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Crack spread suy giảm từ mức đỉnh cuối năm 2022 (USD/thùng)



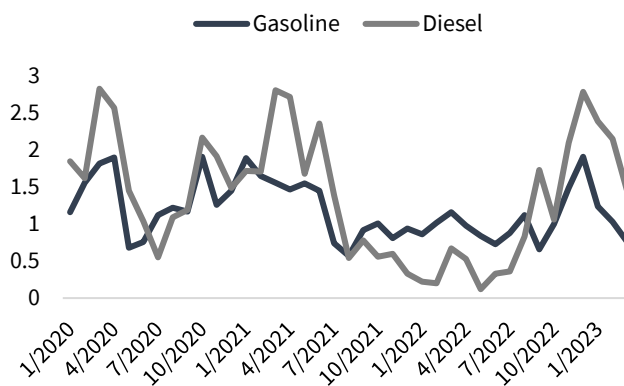
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Chính phủ Trung Quốc cắt giảm quota xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu cho lô thứ 2/2023 (Triệu tấn)



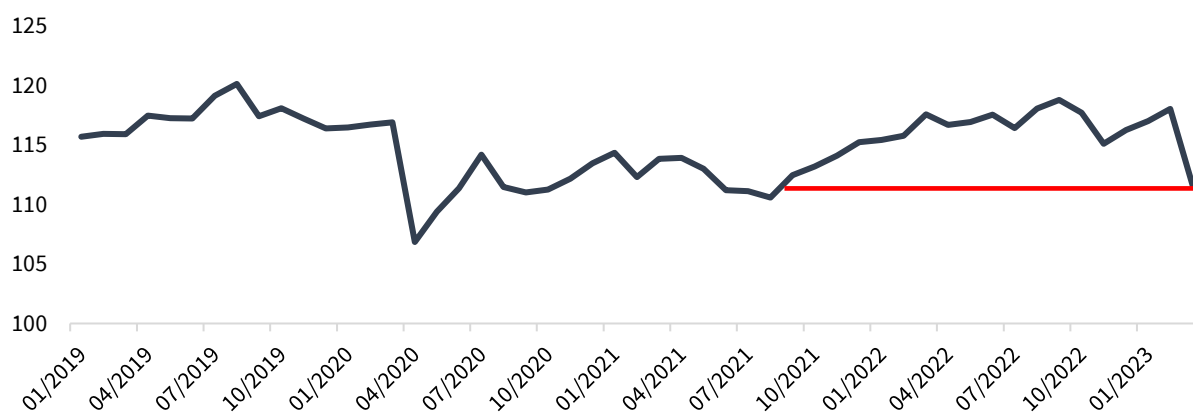
Nguồn: Reuters, KBSV

Biểu đồ 4. Sản lượng xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu của Trung Quốc sụt giảm trước khi bước vào mùa cao điểm 2023 (Triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. ATA's Tonnage Index chạm mức thấp nhất kể từ T8/2021, báo hiệu rủi ro suy giảm của nền kinh tế Mỹ



Nguồn: American Trucking Association, Bloomberg, KBSV

### Dự án nâng cấp mở rộng (NCRM) nhà máy được chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư

Theo chủ trương đầu tư mới được điều chỉnh, dự án sẽ có tổng vốn đầu tư 1,257 tỷ USD, tương đương 31,235 tỷ đồng. Sau khi trừ thuế VAT được hoàn và các chi phí đã thực hiện, tổng vốn cần cân đối nguồn còn 27,299 tỷ đồng. Cơ cấu vốn chủ sở hữu/vốn vay là 40/60, nghĩa là BSR phải thu xếp 16,379 tỷ đồng vốn vay và 10,920 tỷ đồng vốn chủ sở hữu cho dự án. Dự án sẽ được triển khai hợp đồng EPC 37 tháng và nhà máy được kỳ vọng có thể vận hành Quý I năm 2028. Sau khi hoàn thành, công suất chế biến của nhà máy sẽ tăng 15.5% lên mức 171,000 thùng dầu thô/ngày, tương đương với 7.5 triệu tấn dầu thô/năm. Hơn nữa, dự án sẽ giúp các sản phẩm của BSR đáp ứng tiêu chuẩn EURO V, phù hợp với yêu cầu của Chính phủ về giảm phát thải. Nhà máy sau NCRM có khả năng xử lý các loại dầu thô nặng và chua, đảm bảo nguồn dầu thô cung cấp lâu dài và giảm mạnh chi phí đầu vào cho BSR. Chúng tôi đánh giá dự án sẽ là động lực then chốt giúp BSR có thể nâng hiệu quả hoạt động và duy trì khả năng cạnh tranh trong khu vực về dài hạn.

### Kế hoạch giãn chu kỳ bảo dưỡng nhà máy có thể giúp tăng LNST năm 2023

BSR có kế hoạch dời bảo dưỡng tổng thể (TA5) từ Q3/2023 sang Q1/2024, từ đó giãn chu kỳ bảo dưỡng nhà máy từ 3 năm lên 3.5 năm. Nếu kế hoạch này có thể diễn ra, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 sẽ tăng thêm khoảng 19,000 tỷ đồng và LNST tăng khoảng 1,900 tỷ đồng so với dự báo với giả định giá dầu thô ở mức 80 USD/thùng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch dời TA5 là phù hợp, giúp BSR có thể tận dụng cơ hội khi crack spread được kỳ vọng duy trì ở mức cao đến hết năm 2023. Tuy nhiên, việc dời thời gian TA5 sẽ cần chấp thuận của nhiều bên nên chúng tôi chưa phản ánh yếu tố này trong dự báo. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm thông tin khi công ty có thông báo rõ ràng hơn.

**Bảng 2. Điều chỉnh dự phóng nếu kế hoạch hoãn bảo trì diễn ra thành công**

| Tỷ VND                         | 2023F Không hoãn bảo trì | 2023F Hoãn bảo trì | % Thay đổi |
|--------------------------------|--------------------------|--------------------|------------|
| Doanh thu (tỷ VNĐ)             | 114,770                  | 133,932            | 17%        |
| Lợi nhuận gộp                  | 8,014                    | 10,140             | 27%        |
| LN trước thuế                  | 6,803                    | 8,937              | 31%        |
| LN sau thuế                    | 6,123                    | 8,043              | 31%        |
| Giá dầu giả định (USD/thùng)   | 80                       | 80                 |            |
| Chu kỳ bảo trì (năm/lần)       | 3                        | 3.5                |            |
| Hiệu suất                      | 92.5%                    | 107.9%             |            |
| Sản lượng sản xuất (triệu tấn) | 6,018                    | 7,014              | 17%        |
| Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn) | 6,018                    | 7,023              | 17%        |

Nguồn: KBSV, BSR

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh BSR, 2023-2024**

| Tỷ VNĐ                                    | 2022           | 2023F          | 2024F          | Nhận xét  |
|---|----------------|----------------|----------------|---|
| <b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>                 | <b>167,124</b> | <b>114,770</b> | <b>116,997</b> | <b>Doanh thu 2023 giảm do (1) Kỳ vọng giá dầu thô giảm 20.7% YoY kéo giảm giá các sản phẩm lọc dầu; (2) Thực hiện đại tu lần 5 kéo dài 52 ngày. Ước tính hiệu suất thực tế đạt 92.5% với giá định nhà máy hoạt động 108% công suất trong những ngày còn lại</b> |
| Dầu Diesel                                | 66,717         | 44,694         | 44,949         |   |
| Xăng A95                                  | 47,523         | 33,020         | 33,787         |   |
| Xăng A92 & E5                             | 24,759         | 16,958         | 16,838         |   |
| Jet A1                                    | 11,372         | 7,720          | 8,064          |   |
| Dầu nhiên liệu (FO)                       | 2,419          | 1,694          | 1,734          |   |
| LPG                                       | 9,293          | 6,749          | 7,060          |   |
| Khác                                      | 5,041          | 3,936          | 4,565          |   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>16,097</b>  | <b>8,014</b>   | <b>8,166</b>   | <b>Crack spread năm 2023 suy giảm nhưng vẫn duy trì ở mức cao khoảng 12-17 USD/thùng<br/>Giá định chi phí bảo dưỡng định kỳ 700 tỷ/1 lần</b>  |
| Biên lợi nhuận gộp (%)                    | 9.63%          | 6.98%          | 6.98%          |   |
| Chi phí SG&A                              | (1,424)        | (978)          | (997)          |   |
| LN từ HĐKD                                | 14,673         | 7,036          | 7,169          |   |
| Thu nhập tài chính                        | 1,750          | 1,314          | 1,836          |   |
| Chi phí tài chính                         | (923)          | (1,633)        | (1,384)        |   |
| <b>LN trước thuế</b>                      | <b>15,586</b>  | <b>6,803</b>   | <b>7,707</b>   |   |
| <b>LN sau thuế</b>                        | <b>14,669</b>  | <b>6,123</b>   | <b>6,936</b>   | <b>Từ năm 2023, BSR bị áp mức thuế suất 10% từ mức ưu đãi 5%</b>  |
| Biên lợi nhuận ròng (%)                   | 8.78%          | 5.34%          | 5.93%          |   |
| <b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>     | <b>7,004</b>   | <b>6,018</b>   | <b>7,033</b>   |   |
| Dầu Diesel                                | 2,838          | 2,429          | 2,827          |   |
| Xăng A95                                  | 1,899          | 1,651          | 1,953          |   |
| Xăng A92 & E5                             | 1,010          | 848            | 968            |   |
| Jet A1                                    | 452            | 400            | 480            |   |
| Dầu nhiên liệu (FO)                       | 141            | 121            | 141            |   |
| LPG                                       | 477            | 409            | 477            |   |
| Khác                                      | 187            | 160            | 187            |   |
| <b>Giá đầu vào trung bình (USD/thùng)</b> |                |                |                |   |
| Brent thế giới                            | 101            | 80             | 70             | <b>Yếu tố tích cực: (1) Động thái hỗ trợ giá của OPEC+ và Nga và (2) Nhu cầu từ thị trường Trung Quốc<br/>Yếu tố tiêu cực: Lo ngại về tình hình kinh tế Mỹ</b>  |
| Giá đầu thô đầu vào của BSR               | 104            | 88             | 77             |   |
| <b>Giá bán trung bình (USD/thùng)</b>     |                |                |                |   |
| Dầu Diesel                                | 132.7          | 104.9          | 92.5           |   |
| Xăng A95                                  | 127.5          | 103.2          | 90.5           |   |
| Xăng A92                                  | 120.6          | 99.4           | 87.4           |   |
| Jet A1                                    | 136.8          | 105.6          | 93.3           |   |
| Dầu nhiên liệu (FO)                       | 108.7          | 91.8           | 81.3           |   |
| LPG (USD/tấn)                             | 825.5          | 704.2          | 641.5          |   |

Nguồn: KBSV, BSR

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 21,400 VNĐ/cổ phiếu**

Chúng tôi cập nhật định giá của BSR bằng phương pháp FCFE. Định giá đã phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi đối với diễn biến crack spread trong giai đoạn tới. Giá mục tiêu được chúng tôi đưa ra là 21,400 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 28.1% so với giá đóng cửa 16,700 VNĐ/cổ phiếu ngày 22/05/2023.

**Biểu đồ 7. Mô hình DCF của BSR**

|                              |              |  |               |
|------------------------------|--------------|--|---------------|
| Lãi suất phi rủi ro          | 5.00%        | Tăng trưởng dài hạn                              | 2%            |
| Phần bù rủi ro vốn VSH       | 8.08%        | Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)        | 24,289        |
| Beta                         | 1.09         | Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2027 (PV)   | 18,051        |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>       | <b>13.8%</b> | <b>Tổng giá trị hiện tại</b>                     | <b>42,340</b> |
| Lãi suất bình quân           | 7.0%         | Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn                     | 33,794        |
| Thuế suất                    | 20%          | Trừ: Nợ gộp                                      | -9,757        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b>   | <b>5.6%</b>  | Trừ: Lợi ích CĐTS                                | -95           |
| Tỷ trọng vốn CSH             | 70%          | <b>Giá trị VCSH</b>                              | <b>66,282</b> |
| <b>Chi phí vốn bình quân</b> | <b>11.3%</b> | Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu) | 3,100.5       |
|                              |              | <b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>               | <b>21,400</b> |
|                              |              | Giá hiện tại (22/05/2023)                        | 16,700        |
|                              |              | <b>Upside</b>                                    | <b>28.1%</b>  |
|                              |              | Tỷ suất cổ tức                                   | 2.3%          |
|                              |              | <b>Tổng mức sinh lời</b>                         | <b>30.4%</b>  |

Nguồn: KBSV

## Rủi ro

**Giá dầu thấp/cao hơn dự báo dẫn tới biến động về KQKD**

Giá dầu thô giảm mạnh có thể tác động tiêu cực tới KQKD của BSR theo 2 hướng (1) Làm giảm giá các sản phẩm lọc dầu đầu ra của BSR và (2) Làm giảm giá trị hàng tồn kho, khiến công ty phải trích lập dự phòng, làm suy giảm biên lợi nhuận gộp. Trong Q1/2023, giá dầu thô giảm 17.1% YoY xuống mức 73.43 USD/thùng, ngay lập tức đã kéo giá các sản phẩm lọc dầu trừ Jet A1 và Diesel giảm khoảng 10-15% YoY. Công ty cũng đã phải trích lập 413 tỷ đồng cho dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Đầu Q2/2023, OPEC + bất ngờ cắt giảm sản lượng thêm 1.15 triệu thùng dầu thô/ngày, đẩy giá dầu lên mức 85 USD/thùng. Nhưng chỉ sau đó 1 tháng, giá dầu thô đã rơi trở lại mức 73 USD/thùng sau khi thị trường quan ngại về sự suy yếu của kinh tế Mỹ và vấn đề nợ công của nước này. Chúng tôi cho rằng đây là một rủi ro cần được lưu ý khi đầu tư vào BSR trong bối cảnh thị trường dầu mỏ thế giới đang có những diễn biến phức tạp và khó lường.

## PHỤ LỤC

## BSR – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021A - 2024E

| <b>Báo cáo Kết quả HĐKD</b>                  |         |          |          |          | <b>Bảng cân đối kế toán</b>        |        |        |        |        |
|--|---------|----------|----------|----------|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (TỶ VNĐ)                                     | 2021    | 2022     | 2023F    | 2024F    | (TỶ VNĐ)                           | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  |
| Doanh số thuần                               | 101,080 | 167,124  | 114,770  | 116,997  | <b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>           | 66,785 | 78,488 | 82,935 | 86,670 |
| Giá vốn hàng bán                             | -93,381 | -151,027 | -106,756 | -108,831 | TÀI SẢN NGẮN HẠN                   | 44,548 | 58,471 | 63,320 | 67,151 |
| Lãi gộp                                      | 7,699   | 16,097   | 8,014    | 8,166    | Tiền và tương đương tiền           | 16,346 | 22,853 | 31,835 | 43,527 |
| Thu nhập tài chính                           | 1,015   | 1,750    | 1,314    | 1,772    | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn      | 4,190  | 2,172  | 2,281  | 2,395  |
| Chi phí tài chính                            | -619    | -923     | -1,445   | -1,348   | Các khoản phải thu                 | 13,645 | 16,553 | 15,722 | 11,059 |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                    | -407    | -253     | -1,445   | -1,348   | Hàng tồn kho, ròng                 | 10,317 | 16,809 | 13,747 | 9,810  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015) | 0       | 0        | 0        | 0        | TÀI SẢN DÀI HẠN                    | 22,237 | 20,017 | 19,615 | 19,519 |
| Chi phí bán hàng                             | -781    | -909     | -624     | -636     | Phải thu dài hạn                   | 534    | 534    | 534    | 534    |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                 | -407    | -515     | -354     | -361     | Tài sản cố định                    | 20,137 | 18,075 | 15,951 | 14,100 |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh             | 6,907   | 15,500   | 6,905    | 7,593    | Tài sản dở dang dài hạn            | 1,205  | 1,275  | 2,997  | 4,752  |
| Thu nhập khác                                | 35      | 87       | 87       | 87       | Đầu tư dài hạn                     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Chi phí khác                                 | 1       | 1        | 1        | 1        | Lợi thế thương mại                 | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Thu nhập khác, ròng                          | 34      | 86       | 86       | 86       | <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>                 | 29,232 | 27,298 | 24,736 | 20,623 |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh               | 0       | 1        | 2        | 3        | Nợ ngắn hạn                        | 26,941 | 26,015 | 22,421 | 17,255 |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                     | 6,941   | 15,586   | 6,991    | 7,679    | Phải trả người bán                 | 9,450  | 14,836 | 11,634 | 8,174  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp           | -257    | -916     | -699     | -768     | Người mua trả tiền trước           | 2      | 38     | 10     | 12     |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                      | 6,684   | 14,669   | 6,292    | 6,911    | Vay ngắn hạn                       | 9,829  | 8,954  | 8,724  | 7,010  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                 | -32     | -57      | -30      | -33      | Nợ dài hạn                         | 2,291  | 1,282  | 2,315  | 3,368  |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ         | 6,716   | 14,726   | 6,322    | 6,944    | Phải trả nhà cung cấp dài hạn      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|  |         |          |          |          | Người mua trả tiền trước dài hạn   | 0      | 0      | 0      | 0      |
|  |         |          |          |          | Doanh thu chưa thực hiện           | 0      | 0      | 0      | 0      |
|  |         |          |          |          | Vay dài hạn                        | 943    | 0      | 1,033  | 2,086  |
|  |         |          |          |          | <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>              | 31,065 | 37,553 | 51,190 | 58,199 |
|  |         |          |          |          | Vốn góp                            | 31,005 | 31,005 | 31,005 | 31,005 |
|  |         |          |          |          | Thặng dư vốn cổ phần               | 0      | 0      | 0      | 0      |
|  |         |          |          |          | Lãi chưa phân phối                 | 6,551  | 14,652 | 21,689 | 29,571 |
|  |         |          |          |          | Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác | 2      | 5,598  | 5,600  | 5,599  |
|  |         |          |          |          | Lợi ích cổ đông không kiểm soát    | -5     | -65    | -95    | -128   |

| <b>Chỉ số hoạt động</b>      |      |       |       |       |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|
|                              | 2021 | 2022  | 2023F | 2024F |
| -                            |      |       |       |       |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp        | 7.6% | 9.6%  | 7.0%  | 7.0%  |
| Tỷ suất EBITDA               | 8.7% | 10.1% | 8.1%  | 7.8%  |
| Tỷ suất EBIT                 | 6.4% | 8.8%  | 6.1%  | 6.1%  |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế | 6.9% | 9.3%  | 6.1%  | 6.6%  |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD     | 6.8% | 9.3%  | 6.0%  | 6.5%  |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần      | 6.6% | 8.8%  | 5.5%  | 5.9%  |

| <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>                               |         |         |        |        |
|---|---------|---------|--------|--------|
| (TỶ VNĐ)  | 2021    | 2022    | 2023F  | 2024F  |
| Lãi trước thuế  | 6,941   | 15,586  | 6,991  | 7,679  |
| Khấu hao TSCĐ   | 2,311   | 2,192   | 2,286  | 2,008  |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                    | -856    | -1,102  | -1,102 | -1,102 |
| Chi phí lãi vay   | 407     | 253     | 1,445  | 1,348  |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                      | 8,803   | 16,929  | 9,620  | 9,933  |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                                  | -5,752  | -2,943  | 831    | 4,663  |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho  | -1,968  | -6,577  | 3,062  | 3,937  |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                                  | 7,053   | 883     | -3,202 | -3,460 |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                   | 1,551   | 184     | 184    | 184    |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác           | -701    | -1,373  | -1,972 | -2,527 |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh    | 8,972   | 7,088   | 8,523  | 12,730 |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác            | -63     | -220    | -1,722 | -1,755 |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                                | -6,696  | -7,826  | -7,826 | -7,826 |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ            | 3,465   | 9,843   | 9,843  | 9,843  |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                                | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được                                    | 516     | 897     | 897    | 897    |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                     | -2,779  | 2,695   | 1,206  | 1,173  |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                      | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Tiền thu được các khoản đi vay                                  | 87,252  | 77,969  | 803    | -661   |
| Tiền trả các khoản đi vay                                       | -89,390 | -79,886 | 0      | 0      |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính                       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Cổ tức đã trả   | -502    | -1,347  | -1,550 | -1,550 |
| Tiền lãi đã nhận  | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                       | -2,640  | -3,265  | -747   | -2,211 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                                  | 3,553   | 6,518   | 8,982  | 11,692 |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                                 | 12,793  | 16,346  | 22,853 | 31,835 |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                                | 16,346  | 22,853  | 31,835 | 43,527 |

| <b>Chỉ số chính</b>                   |       |       |       |       |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (x, %, VNĐ)                           |       |       |       |       |
| <b>Chỉ số định giá</b>                |       |       |       |       |
| P/E                                   | 11.0  | 4.5   | 10.5  | 9.6   |
| P/E pha loãng                         | 11.0  | 4.5   | 10.5  | 9.6   |
| P/B                                   | 1.9   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| P/S                                   | 0.7   | 0.4   | 0.6   | 0.6   |
| P/Tangible Book                       | 1.9   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| P/Cash Flow                           | 7.9   | 9.4   | 7.8   | 5.2   |
| Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 7.4   | 3.1   | 4.8   | 3.4   |
| Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | 10.0  | 3.6   | 6.3   | 4.4   |
| <b>Hiệu quả quản lý</b>               |       |       |       |       |
| ROE%                                  | 17.8% | 28.7% | 10.8% | 10.5% |
| ROA%                                  | 10.0% | 18.7% | 7.6%  | 8.0%  |
| ROIC%                                 | 19.5% | 38.0% | 18.8% | 21.8% |
| <b>Cấu trúc tài chính</b>             |       |       |       |       |
| Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 0.8   | 1.0   | 1.5   | 2.7   |
| Tỷ suất thanh toán nhanh              | 1.3   | 1.6   | 2.2   | 3.3   |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 1.7   | 2.3   | 2.8   | 3.9   |
| Vốn vay dài hạn/Vốn CSH               | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản          | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.1   |
| Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.9   | 0.7   | 0.4   | 0.3   |
| Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.9   | 0.7   | 0.5   | 0.4   |
| Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| <b>Chỉ số hoạt động</b>               |       |       |       |       |
| Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 9.4   | 11.1  | 7.1   | 8.7   |
| Hệ số quay vòng HTK                   | 10.0  | 11.1  | 7.0   | 9.2   |
| Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 12.3  | 13.8  | 8.7   | 11.8  |

Nguồn: BSR, KBSV



## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anh1d@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Uyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
anh1tp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Nắm giữ:                  | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

