

Ngành : Dầu khí (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị

MUA

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (UpCom: BSR)  
Khẳng định vai trò thiết yếu

|                        |        |                                |            |                           |        |
|------------------------|--------|--------------------------------|------------|---------------------------|--------|
| Giá hiện tại:          | 20,500 | Ngày viết báo cáo:             | 09/08/2023 | Cơ cấu cổ đông            |        |
| Giá mục tiêu trước đây | 28,400 | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)      | 3,100      | Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 92.13% |
| Giá mục tiêu mới:      | 24,600 | Vốn hóa (tỷ đồng)              | 63,140     |                           |        |
| Tỷ suất cổ tức         | 3%     | Thanh khoản bình quân 6 tháng: | 7,817,978  |                           |        |
| Tiềm năng tăng giá     | 23%    | Sở hữu nước ngoài              | 0.4%       |                           |        |

Chuyên viên phân tích ngành:

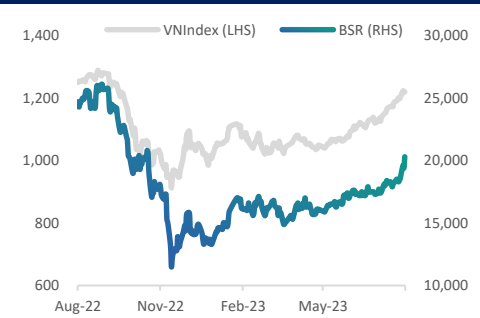
Dương Quang Minh  
(Dầu khí, điện)  
[minhdq@bsc.com.vn](mailto:minhdq@bsc.com.vn)

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

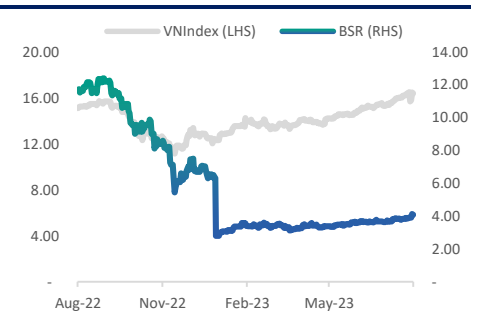
Lê Quốc Trung  
[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

Giá khuyến nghị: 24,200 VND  
Giá cắt lỗ: 19,800 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E CP và VN index



|         | 2021 | 2022 | 2023F | VN-Index |                 | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F   |
|---------|------|------|-------|----------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| PE (x)  | 10.7 | 3.8  | 8.4   | 14.6     | Doanh thu       | 101,079 | 167,124 | 145,795 | 140,225 |
| PB (x)  | 1.9  | 0.8  | 1.1   | 1.7      | Lợi nhuận gộp   | 7,733   | 16,096  | 7,705   | 6,582   |
| PS (x)  | 0.7  | 0.3  | 0.4   | 1.3      | NPATMI          | 6,705   | 14,726  | 7,567   | 7,211   |
| ROE (%) | 19.6 | 28.7 | 13.0  | 13       | EPS             | 2,162   | 4,750   | 2,440   | 2,326   |
| ROA (%) | 11.0 | 18.7 | 9.4   | 2        | Tăng trưởng EPS | -339%   | 120%    | -49%    | -5%     |

Định giá

- BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BSR với **giá mục tiêu mới 24,600 VND/CP** (tương đương upside 23.4% so với giá đóng cửa ngày 09/08/2023 là 20,500 VND/CP) dựa trên phương pháp P/E và P/B, với tỷ lệ 50%-50%.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo trong năm 2023, DTT và LNST của BSR lần lượt đạt **145,796 tỷ VND (-13% YoY)** và **7,567 tỷ VND (-49% YoY)**, EPS FW = **2,440 VND** với giả định (1) Giá dầu trung bình năm 2023 đạt 85 USD/thùng (-15% YoY); (2) Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm đạt 7.0 triệu tấn (+0.5% YoY); và (3) Crack spread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 15.5 USD/thùng (-18% YoY).

Quan điểm đầu tư

- **Giá dầu và crack spread phục hồi sẽ giúp cải thiện lợi nhuận cốt lõi của BSR** kể từ nửa cuối năm 2023.
- **Sản lượng tiếp tục duy trì ở mức tối đa**, do tình trạng gián đoạn hoạt động của NSRP tiếp diễn, và BSR đã hoãn lịch bảo dưỡng nhà máy tới năm sau
- **Lượng tiền gửi khổng lồ** (gần 30,000 tỷ VND) sẽ đóng góp khoảng 1,500-2,000 tỷ VND vào lợi nhuận tài chính của công ty mỗi năm.

Catalyst

- BSR sẽ tiến hành **chuyển sàn và niêm yết trên HOSE**, dự kiến thực hiện vào quý 4/2023.

Rủi ro

- Giá dầu thô đầu vào biến động mạnh.
- Cạnh tranh tăng khi thuế nhập khẩu xăng giảm dần về 0% vào năm 2024.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong Q2/2023, Doanh thu thuần và LNST của BSR đạt lần lượt **33,669 tỷ VND (-36% YoY)** và **1,339 tỷ VND (-87% YoY)**. KQKD quý 2 của BSR kém khả quan so với cùng kỳ chủ yếu do biến động giá dầu thô (-37% YoY), cùng với việc crack spread của BSR giảm mạnh, chỉ bằng khoảng 1/3 so với mức đỉnh năm 2022.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

**Bảng 1: Cập nhật KQKD của BSR**

| (tỷ VND)               | Q2/2022       | Q2/2023       | % yoy       | 6M2022        | 6M2023        | % yoy       |
|------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>52,391</b> | <b>33,669</b> | <b>-36%</b> | <b>87,174</b> | <b>67,735</b> | <b>-22%</b> |
| Giá vốn                | -41,705       | -32,491       | -22%        | -73,877       | -64,486       | -13%        |
| <b>Lãi gộp</b>         | <b>10,686</b> | <b>1,178</b>  | <b>-89%</b> | <b>13,297</b> | <b>3,249</b>  | <b>-76%</b> |
| DT tài chính           | 292           | 715           | 145%        | 648           | 1,525         | 135%        |
| CP tài chính           | -255          | -93           | -64%        | -444          | -732          | 65%         |
| CP lãi vay             | -75           | -44           | -41%        | -161          | -157          | -3%         |
| Lãi từ CTLK            | 0             | 0             |             | 0             | 0             |             |
| CP bán hàng            | -192          | -176          | -8%         | -441          | -501          | 14%         |
| CP QLDN                | -96           | -158          | 64%         | -184          | -247          | 34%         |
| Lãi từ HĐKD            | 10,435        | 1,465         | -86%        | 12,877        | 3,294         | -74%        |
| TN khác, ròng          | 31            | 7             | -77%        | 53            | 22            | -59%        |
| LNTT                   | 10,466        | 1,472         | -86%        | 12,930        | 3,316         | -74%        |
| Thuế                   | -557          | -146          | -74%        | -708          | -368          | -48%        |
| <b>LNST</b>            | <b>9,910</b>  | <b>1,326</b>  | <b>-87%</b> | <b>12,222</b> | <b>2,947</b>  | <b>-76%</b> |
| CĐTS                   | -17           | -13           | -23%        | -29           | -21           | -26%        |
| LNST-CĐTS              | 9,927         | 1,339         | -87%        | 12,251        | 2,969         | -76%        |

| Chỉ số   |       |      |           |       |      |           |
|----------|-------|------|-----------|-------|------|-----------|
| Biên LNG | 20.4% | 3.5% | -16.9 bsp | 15.3% | 4.8% | -10.5 bsp |
| Biên LNR | 18.9% | 3.9% | -15.0 bsp | 14.0% | 4.4% | -9.7 bsp  |
| SG&A/DT  | 0.5%  | 1.0% | +0.4 bsp  | 0.7%  | 1.1% | +0.4 bsp  |

| Sản lượng |         |         |     |           |           |     |
|-----------|---------|---------|-----|-----------|-----------|-----|
| Diesel DO | 759,873 | 757,863 | 0%  | 1,355,614 | 1,434,735 | 6%  |
| MoBSR 95  | 516,896 | 476,589 | -8% | 977,833   | 902,246   | -8% |
| MoBSR 92  | 271,490 | 260,057 | -4% | 516,481   | 492,322   | -5% |
| JetA1     | 115,402 | 138,541 | 20% | 185,655   | 262,276   | 41% |
| LPG       | 122,746 | 128,234 | 4%  | 257,520   | 242,764   | -6% |

*Nguồn: BSR, BSC Research*

**Trong Q2/2023, Doanh thu thuần và LNST của BSR đạt lần lượt 33,669 tỷ VND (-36% YoY) và 1,339 tỷ VND (-87% YoY).** KQKD quý 2 của BSR kém khả quan so với cùng kỳ chủ yếu do biến động giá dầu thô (-37% YoY), cùng với việc crack spread của BSR giảm mạnh, chỉ bằng khoảng 1/3 so với mức đỉnh năm 2022.

**Lũy kế 6T2023, DTT của BSR đạt 67,735 tỷ VND (-22% yoy),** hoàn thành 71% kế hoạch doanh thu, và **LNST đạt 2,970 tỷ VND (-76% YoY),** hoàn thành 182% kế hoạch về lợi nhuận cả năm. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng giảm mạnh xuống dưới 5% do giá dầu biến động mạnh, và crack spread các sản phẩm xăng dầu giảm so với cùng kỳ. Do không phải tiến hành bảo dưỡng định kỳ, tổng sản lượng sản xuất của BSR trong 6 tháng đầu năm 2023 đạt 3.5 triệu tấn (+1.4% YoY).

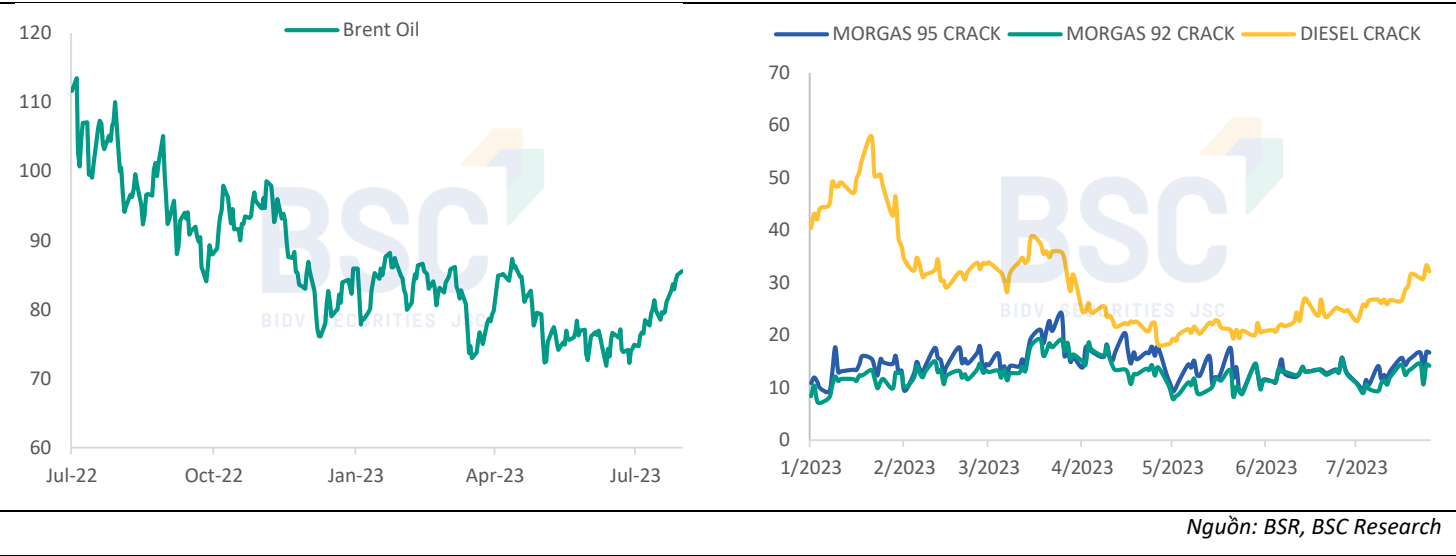
Tại thời điểm cuối quý 2/2023, tổng tài sản của BSR đạt 75,042 tỷ VND, giảm 4.4% YTD. Trong đó, các khoản tiền gửi và đầu tư tài chính ngắn hạn 29,230 tỷ VND, tăng hơn 4,000 tỷ VND so với đầu năm.

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

**Giá dầu và crack spread phục hồi sẽ giúp cải thiện lợi nhuận cốt lõi của BSR kể từ nửa cuối năm 2023**

Giá dầu thô có xu hướng tạo đáy kể từ cuối tháng 6 và đạt trên 80 USD/thùng. Mặc dù đã có những thời điểm giảm về sát mức 70 USD/thùng, kể từ cuối tháng 6, việc nguồn cung tiếp tục bị thắt chặt bởi nhóm OPEC+, và sự cố ngừng sản xuất ở một số nước đã khiến giá dầu hồi phục trở lại. Bên cạnh đó, crack spread một số sản phẩm như dầu Diesel, Xăng A92 hay Xăng A95 tại thị trường Singapore cũng ghi nhận phục hồi trở lại kể từ tháng 7 (xem hình). Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu có xu hướng tăng dần về cuối năm, chúng tôi cho rằng giá dầu và crack spread sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền cao trong giai đoạn nửa cuối năm 2023. Vì vậy, BSR được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng phục hồi này, với dự báo crack spread trung bình 6 tháng cuối năm đạt 17.6 USD (tăng 31.6% so với 1H2023). Kết hợp cùng lượng hàng tồn kho giá vốn thấp trong nửa đầu năm, **BSC dự báo biên lợi nhuận gộp của BSR sẽ được cải thiện lên 5.8%** (tăng 1 điểm % so với 1H2023).

**Hình 1: Giá dầu thô và Crack spread các sản phẩm xăng dầu có xu hướng tăng trở lại kể từ tháng 7**



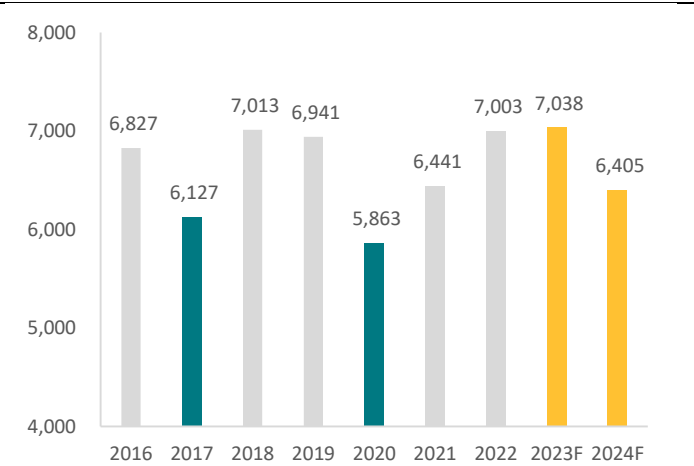
**Sản lượng tiếp tục duy trì ở mức tối đa, do tình trạng gián đoạn hoạt động của NSRP tiếp diễn, và BSR đã hoãn lịch bảo dưỡng nhà máy tới năm sau.**

**BSR đã dời lịch bảo dưỡng tổng thể nhà máy sang Q1/2024.** Theo kế hoạch ban đầu, BSR sẽ tiến hành bảo dưỡng định kỳ trong năm 2023 (chu kỳ 3 năm 1 lần). Tuy nhiên, trong bối cảnh nhà máy lọc dầu Nghi Sơn thông báo sẽ dừng hoạt động từ ngày 25/8/2023, BSR đã lên kế hoạch hoãn lịch bảo dưỡng sang đầu năm sau, để đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong nước. Trong quá khứ, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đã nhiều lần phải gián đoạn, hoặc giảm công suất hoạt động vì nhiều lý do khác nhau. Chúng tôi cho rằng phương án này của BSR là tương đối hợp lý, giúp BSR có thể cải thiện doanh thu và lợi nhuận khi crack spread được kỳ vọng tiếp tục duy trì khả quan, đồng thời góp phần giúp bình ổn thị trường xăng dầu nội địa. Vì vậy, BSC kỳ vọng nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ tiếp tục hoạt động ổn định trong nửa cuối năm, và **tổng sản lượng tiêu thụ của BSR sẽ đạt mức tương đương cùng kỳ, khoảng 7 triệu tấn** (+13% so với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo gần nhất), và tương ứng với hiệu suất hoạt động 110%. Cho năm 2024, BSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ của BSR sẽ đạt 6.4 triệu tấn (-9% YoY), do phải tiến hành bảo dưỡng nhà máy bù cho năm trước.

Hình 2: Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đã liên tục gặp sự cố trong nhiều năm

| Thời gian | Kéo dài   | Trạng thái     |
|-----------|-----------|----------------|
| 08-2023   | 55 ngày   | Dừng hoạt động |
| 01-2023   | ~10 ngày  | Giảm công suất |
| 01-2022   | ~80 ngày  | Giảm công suất |
| 08-2021   | ~100 ngày | Giảm công suất |
| 01-2019   | N/A       | Giảm công suất |

Hình 3: Sản lượng tiêu thụ của BSR năm 2023 dự kiến đạt 7 triệu tấn



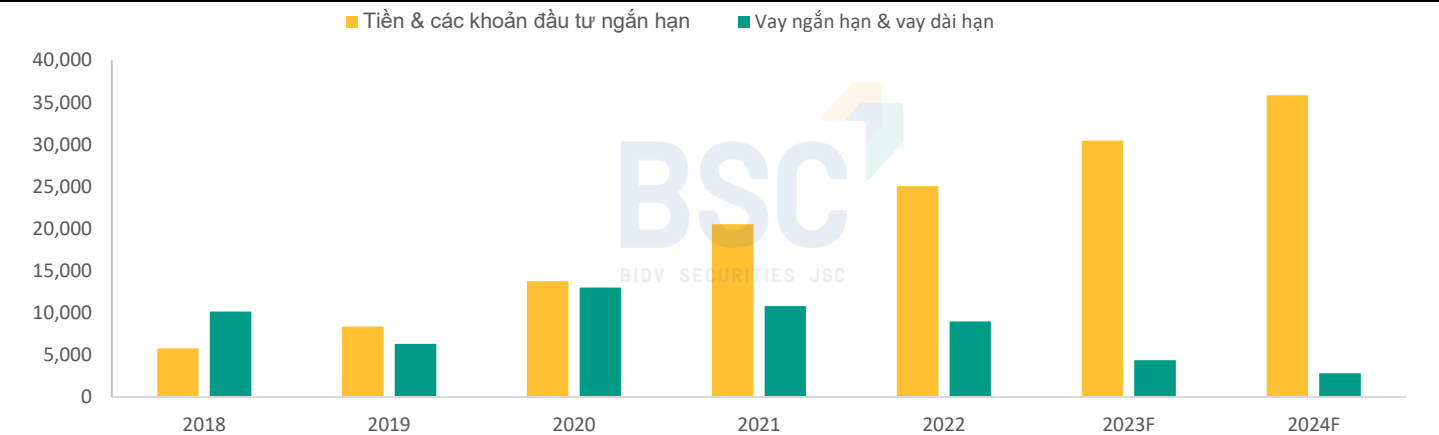
Nguồn: BSR, BSC Research

Lượng tiền gửi khổng lồ (gần 30,000 tỷ VND) sẽ đóng góp tích cực vào lợi nhuận tài chính của công ty mỗi năm.

Tại thời điểm cuối quý 2/2023, các khoản tiền gửi và đầu tư tài chính ngắn hạn của BSR đạt 29,230 tỷ VND, tăng hơn 4,000 tỷ VND so với đầu năm. Bên cạnh đó, công ty cũng giảm mạnh dư nợ cho vay xuống chỉ còn 3,400 tỷ VND, và không còn nợ vay dài hạn kể từ 2022 đến nay. Với lượng tiền gửi lớn, và không còn nợ vay dài hạn, **ước tính năm 2023 BSR có thể thu về trên 2,000 tỷ VND lợi nhuận tài chính**, chiếm khoảng 26% tổng lợi nhuận trước thuế của công ty.

Ngoài ra, **lượng tiền mặt dồi dào sẽ góp phần giúp BSR thực hiện kế hoạch nâng cấp và mở rộng quy mô/công suất nhà máy trong trung và dài hạn**. Theo chủ trương đầu tư mới được điều chỉnh, dự án sẽ có tổng vốn đầu tư 31,235 tỷ VND, với cơ cấu vốn chủ sở hữu/vốn vay là 40/60. 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, tổng công suất chế biến của nhà máy sẽ tăng lên 171,000 thùng/ngày (tương đương với 7.5 triệu tấn/năm), và các sản phẩm đáp ứng tiêu chuẩn EURO V, phù hợp với yêu cầu của Chính phủ về giảm phát thải.

Hình 4: BSR đã chuyển sang vị thế tiền mặt ròng, với lượng tiền mặt khổng lồ, và không còn nợ vay dài hạn



Nguồn: BSR, BSC Research

BSR sẽ chuyển sàn sang HOSE trong thời gian tới, từ đó mở ra triển vọng cải thiện thanh khoản và thu hút thêm nhà đầu tư.

BSR đã có kế hoạch chuyển sàn để được niêm yết cổ phiếu trên HOSE, và đã được thông qua trong kỳ ĐHĐCĐ mới đây. Tính tới nay, **BSR đã đáp ứng 8/9 điều kiện, ngoại trừ tiêu chí "Không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm"**. Trong đó, công ty Nhiên liệu Sinh học Miền Trung (BSR-BF) – công ty con của BSR đang có các khoản vay quá hạn thanh toán với một số ngân hàng, và đang chờ Tòa án nhân dân Quảng Ngãi tiến hành xét xử. Ban lãnh đạo BSR cho biết, công ty đang nỗ lực phối hợp với các cơ quan có thẩm quyền để đánh giá và giải quyết vướng mắc này. Trong trường hợp được chấp thuận, việc cổ phiếu BSR được niêm yết trên HOSE sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của công ty, và tăng khả năng tiếp cận các nhà đầu tư lớn (cả trong và ngoài nước).

**Bảng: BSR đã đáp ứng 8/9 tiêu chí để niêm yết cổ phiếu trên HOSE**

| STT                      | Tiêu chí                                                                                                 | Tình trạng                                                       |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 1                        | Vốn điều lệ (từ 30 tỷ trở lên)                                                                           | Đạt                                                              |
| 2                        | Được ĐHĐCĐ chấp thuận thông qua                                                                          | Đạt                                                              |
| 3                        | Thời gian niêm yết trên sàn UPCOM (tối thiểu 2 năm)                                                      | Đạt                                                              |
| 4                        | Kết quả kinh doanh 2 năm gần nhất có lãi, và ROE năm gần nhất trên 5%                                    | Đạt                                                              |
| 5                        | Có tối thiểu 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 cổ đông (không phải cổ đông lớn) nắm giữ | Đạt (do không áp dụng đối với doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa) |
| 6                        | Cam kết của cổ đông nội bộ về nắm giữ cổ phiếu                                                           | Đạt                                                              |
| 7                        | Không bị xử lý vi phạm trong thời hạn 2 năm tính đến thời điểm đăng ký niêm yết                          | Đạt                                                              |
| 8                        | Có Công ty chứng khoán tư vấn hồ sơ đăng ký niêm yết                                                     | Đạt                                                              |
| 9                        | Không có nợ quá hạn trên 1 năm                                                                           | Chưa đáp ứng                                                     |
| Nguồn: BSR, BSC Research |                                                                                                          |                                                                  |

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự phóng DTT và LNST công ty mẹ năm 2023 của BSR lần lượt đạt **145,795 tỷ VND (-13% YoY)** và **7,567 tỷ VND (-49% YoY)**, tương đương EPS FW = **2,440 VND/CP** dựa trên các giả định:

- Giá dầu trung bình năm 2023 đạt 85 USD/thùng (-15% YoY)
- Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm dầu khí ước đạt 7.0 triệu tấn (+0.5% YoY), tương đương với hiệu suất hoạt động đạt 110% công suất thiết kế.
- Crack spread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 15.5 USD/thùng (-18% YoY).

Cho năm 2024, BSC dự báo doanh thu và LNST công ty mẹ của BSR lần lượt đạt 140,225 tỷ VND (-4% YoY) và 7,211 tỷ VND (-5% YoY), EPS FW = 2,326 VND/CP với giả định:

- Giá dầu trung bình năm 2024 đạt 90 USD/thùng (+6% YoY)
- Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm dầu khí ước đạt 6.4 triệu tấn (-9% YoY) do lịch bảo dưỡng định kỳ của BSR chuyển sang năm 2024
- Crack spread các sản phẩm xăng dầu chính của BSR đạt trung bình 14.6 USD/thùng.

Bảng 3: Dự phóng KQKD của BSR

| Đv: Tỷ VND      | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 101,079 | 167,124 | 145,795 | 140,225 |
| Lợi nhuận gộp   | 7,733   | 16,096  | 7,705   | 6,582   |
| Biên LN gộp     | 7.7%    | 9.6%    | 5.3%    | 4.7%    |
| CP bán hàng     | (781)   | (909)   | (961)   | (924)   |
| CP QLDN         | (406)   | (515)   | (534)   | (514)   |
| EBIT            | 7,384   | 15,839  | 8,741   | 8,219   |
| DT tài chính    | 1,017   | 1,750   | 2,503   | 3,035   |
| CP tài chính    | (619)   | (923)   | (289)   | (151)   |
| Thu nhập khác   | 34      | 86      | 77      | 66      |
| LNTT            | 6,977   | 15,586  | 8,501   | 8,093   |
| LNST            | 6,673   | 14,669  | 7,651   | 7,284   |
| Biên LNST       | 6.6%    | 8.8%    | 5.2%    | 5.2%    |
| CĐTS            | 31      | 56      | 84      | 73      |
| LNST-CĐTS       | 6,705   | 14,726  | 7,567   | 7,211   |
| EPS             | 2,162   | 4,750   | 2,440   | 2,326   |

Nguồn: BSR, BSC Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

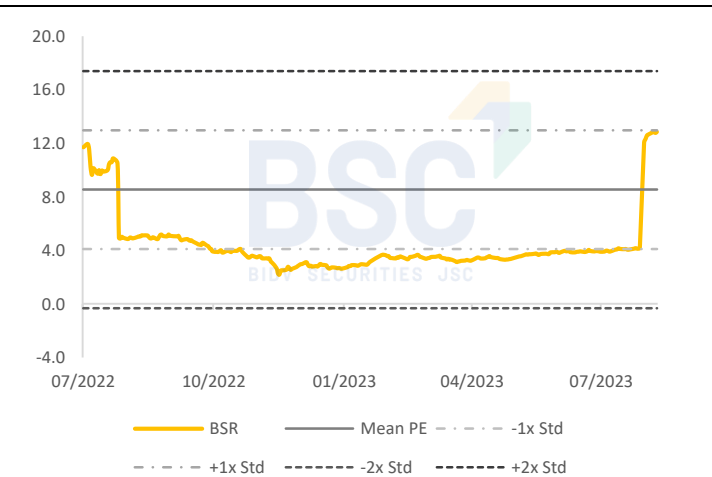
Bằng phương pháp định giá P/E (P/E mục tiêu 10x) và P/B (P/B mục tiêu 1.3x) với tỷ lệ 50%-50%, BSC đưa ra mức giá mục tiêu mới đối với BSR là **24,600 VND/CP (upside 23.4%** so với giá đóng cửa ngày 09/08/2023 là 20,500 VND/CP). Mặc dù giảm giá mục tiêu so với báo cáo gần nhất, nhưng chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **MUA** đối với BSR, do giá cổ phiếu đã giảm mạnh gần 40% kể từ đỉnh, phần nào phản ánh triển vọng lợi nhuận kém tích cực hơn trong năm 2023, và đang được định giá rẻ hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của BSR trong giai đoạn tới, nhờ giá dầu và crack spread duy trì ở mức nền cao, triển vọng chuyển sản sang HOSE và tiềm năng mở rộng công suất trong trung và dài hạn. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thô biến động mạnh làm ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của BSR, và rủi ro cạnh tranh gia tăng khi thuế nhập khẩu xăng giảm dần về 0% vào năm 2024.

Bảng 4: Định giá cổ phiếu BSR

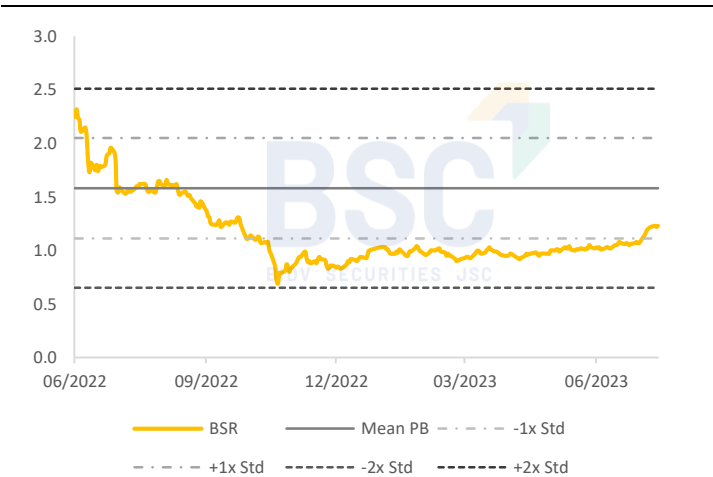
| Phương pháp                  | Định giá (VND/CP) | Tỷ trọng (%) | Giá bình quân |
|------------------------------|-------------------|--------------|---------------|
| P/E với P/E mục tiêu 10x     | 24,404            | 50%          | 12,202        |
| P/B với P/B mục tiêu 1.3x    | 24,699            | 50%          | 12,350        |
| <b>Giá mục tiêu (VND/CP)</b> |                   |              | <b>24,600</b> |
| Tỷ suất cổ tức               |                   |              | 3%            |
| Giá đóng cửa ngày 09/08/2023 |                   |              | 20,500        |
| <b>Upside</b>                |                   |              | <b>23.4%</b>  |

Nguồn: BSC Research

Stock PE



Stock PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

|                      | 2021    | 2022     | 2023F    | 2024F    |                      | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  |
|----------------------|---------|----------|----------|----------|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần      | 101,079 | 167,124  | 145,795  | 140,225  | (Lãi)/LN TT          | 6,977  | 15,586 | 8,501  | 8,093  |
| Giá vốn hàng bán     | -93,347 | -151,027 | -138,091 | -133,643 | Khấu hao             | 2,309  | 2,192  | 2,045  | 2,056  |
| Lợi nhuận gộp        | 7,733   | 16,096   | 7,705    | 6,582    | Thay đổi VLĐ         | -236   | -9,571 | -419   | -3,039 |
| Chi phí bán hàng     | -781    | -909     | -961     | -924     | Điều chỉnh khác      | -580   | -1,119 | -753   | -771   |
| Chi phí QLDN         | -406    | -515     | -534     | -514     | LCTT từ HĐ KD        | 8,471  | 7,088  | 9,374  | 6,339  |
| Lãi/lỗ HĐKD          | 6,546   | 14,673   | 6,210    | 5,144    |                      |        |        |        |        |
| Doanh thu tài chính  | 1,017   | 1,750    | 2,503    | 3,035    | Tiền chi mua TSCĐ    | -62    | -220   | -66    | -67    |
| Chi phí tài chính    | -619    | -923     | -289     | -151     | Tiền từ đầu tư khác  | -2,715 | 2,915  | 595    | 670    |
| Chi phí lãi vay      | -407    | -253     | -241     | -126     | LCTT từ HĐ Đầu tư    | -2,778 | 2,695  | 530    | 603    |
| Lợi nhuận từ CTLĐ/LK | 0       | 0        | 0        | 0        |                      |        |        |        |        |
| Lãi/lỗ khác          | 34      | 86       | 77       | 66       | Tiền chi trả cổ tức  | -2     | -1,347 | 0      | 0      |
| Lợi nhuận trước thuế | 6,977   | 15,586   | 8,501    | 8,093    | Vay ròng             | -2,138 | -1,918 | -4,581 | -1,569 |
| Thuế thu nhập DN     | -304    | -916     | -850     | -809     | Tiền thu khác        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| LN sau thuế          | 6,673   | 14,669   | 7,651    | 7,284    | LCTT từ HĐ Tài chính | -2,140 | -3,265 | -4,581 | -1,569 |
| CĐTS                 | -31     | -56      | -84      | -73      |                      |        |        |        |        |
| LNST - CĐTS          | 6,705   | 14,726   | 7,567    | 7,211    | Dòng tiền đầu kỳ     | 12,793 | 16,346 | 22,853 | 28,176 |
| EBITDA               | 9,694   | 18,097   | 10,787   | 10,275   | Tiền trong kì        | 3,553  | 6,518  | 5,323  | 5,373  |
| EPS                  | 2,162   | 4,750    | 2,440    | 2,326    | Dòng tiền cuối kỳ    | 16,346 | 22,853 | 28,176 | 33,549 |

|                          | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F   |                    | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tiền và tương đương tiền | 16,346  | 22,853  | 28,176  | 33,549  | KN thanh toán      |       |       |       |       |
| Đầu tư ngắn hạn          | 4,190   | 2,172   | 2,172   | 2,172   | Hổ TT ngắn hạn     | 1.52  | 2.14  | 2.81  | 5.84  |
| Phải thu ngắn hạn        | 13,645  | 16,553  | 18,478  | 13,205  | Hổ TT nhanh        | 1.17  | 1.53  | 2.18  | 4.80  |
| Tồn kho                  | 10,317  | 16,809  | 14,194  | 10,810  |                    |       |       |       |       |
| TS ngắn hạn khác         | 51      | 84      | 662     | 1,024   | Cơ cấu vốn         |       |       |       |       |
| TS ngắn hạn              | 44,548  | 58,471  | 63,683  | 60,760  | Hổ Nợ/TTS          | 44%   | 35%   | 28%   | 14%   |
| TS hữu hình              | 47,447  | 47,551  | 47,642  | 47,729  | Hổ Nợ/VCSH         | 78%   | 53%   | 39%   | 16%   |
| Khấu hao                 | -27,528 | -29,666 | -31,813 | -33,969 |                    |       |       |       |       |
| TS dở dang dài hạn       | 1,205   | 1,275   | 1,300   | 1,326   | Năng lực hoạt động |       |       |       |       |
| Đầu tư dài hạn           | 10      | 10      | 10      | 10      | Số ngày HTK        | 36.59 | 32.78 | 81.95 | 68.29 |
| TS dài hạn khác          | 352     | 123     | 93      | 88      | Số ngày phải thu   | 37.71 | 32.05 | 42.73 | 26.71 |
| TS dài hạn               | 22,237  | 20,017  | 17,916  | 15,832  | Số ngày phải trả   | 31.45 | 28.14 | 40.20 | 26.80 |
| Tổng TS                  | 66,785  | 78,488  | 81,598  | 76,591  | CCC                | 42.85 | 36.69 | 84.48 | 68.20 |
| Phải trả ngắn hạn        | 9,450   | 14,836  | 15,003  | 4,123   |                    |       |       |       |       |
| Vay ngắn hạn             | 9,829   | 8,954   | 4,374   | 2,805   | Tỉ suất lợi nhuận  |       |       |       |       |
| Nợ ngắn hạn khác         | 7,661   | 2,225   | 2,005   | 2,124   | Lợi nhuận gộp      | 8%    | 10%   | 5%    | 5%    |
| Tổng Nợ ngắn hạn         | 26,941  | 26,015  | 21,382  | 9,052   | Lợi nhuận LNST     | 7%    | 9%    | 5%    | 5%    |
| Vay dài hạn              | 943     | 0       | 0       | 0       | ROE                | 18%   | 29%   | 13%   | 11%   |
| Nợ dài hạn khác          | 1,349   | 1,282   | 1,310   | 1,349   | ROA                | 10%   | 19%   | 9%    | 10%   |
| Tổng Nợ dài hạn          | 2,291   | 1,282   | 1,310   | 1,349   |                    |       |       |       |       |
| Tổng Nợ                  | 29,232  | 27,298  | 22,692  | 10,401  | Định Giá           |       |       |       |       |
| Vốn góp                  | 31,005  | 31,005  | 31,005  | 31,005  | PE                 | 10.70 | 5.26  | 8.40  | 8.81  |
| Thặng dư vốn cổ phần     | 0       | 0       | 0       | 0       | PB                 | 1.90  | 1.52  | 1.08  | 0.96  |
| LN chưa phân phối        | 6,551   | 14,652  | 22,246  | 29,473  |                    |       |       |       |       |
| Vốn chủ khác             | 3       | 5,599   | 5,655   | 5,711   | Tăng trưởng        |       |       |       |       |
| Cổ đông thiểu số         | -5      | -65     | 0       | 0       | Tăng trưởng DTT    | 74%   | 65%   | -13%  | -4%   |
| Tổng Vốn chủ sở hữu      | 37,553  | 51,190  | 58,906  | 66,190  | Tăng trưởng EBIT   | -393% | 114%  | -45%  | -6%   |
| Tổng nguồn vốn           | 66,785  | 78,488  | 81,598  | 76,591  | Tăng trưởng LN TT  | -345% | 123%  | -45%  | -5%   |
| Số CP lưu hành (triệu)   | 3,100   | 3,100   | 3,100   | 3,100   | Tăng trưởng EPS    | N/A   | 120%  | -49%  | -5%   |

Nguồn: BSR, BSC Research

## **Khuyến cáo sử dụng**

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

