

**Công ty Cổ phần Lọc – Hóa dầu Bình Sơn - BSR**

**Khả quan**

**Lợi nhuận sẽ tích cực hơn trong nửa cuối năm**

Giá mục tiêu (12T)  
VND23.400

Dầu khí | CẬP NHẬT

Consensus\*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

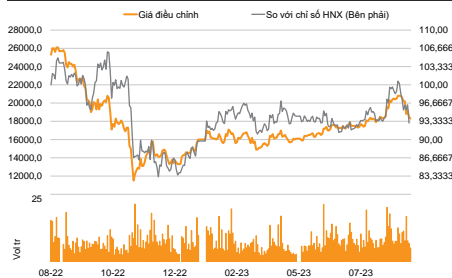
Giá mục tiêu / Consensus: 19,2%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Giảm dự phóng EPS năm 2023-25 xuống 7,3%/8,3%/7,2%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND22.600
Giá thị trường	VND18.300
Cao nhất 52 tuần (VND)	26.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.500
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	175.281
Thị giá vốn (tỷ VND)	56.342
Free float	8%
Tỷ suất cổ tức	3,78%
P/E trượt (x)	3,85
P/B hiện tại (x)	1,11

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

PVN	92,1%
Khác	7,9%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng 6T23 giảm 76,2% svck xuống 2.970 tỷ đồng do tỷ suất LN lọc dầu giảm mạnh, hoàn thành 37,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng vào LN nửa cuối năm sẽ tích cực hơn khi crack spread dầu diesel đang tăng trở lại do nhu cầu ngày càng tăng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 23.400 đồng/cp

**LN ròng Q2/23 giảm do crack spread sản phẩm lọc dầu sụt giảm mạnh**

Doanh thu Q2/23 giảm nhẹ 1,2% sv. quý trước xuống 33.669 tỷ đồng nhờ công suất vận hành cao hơn bù đắp một phần cho việc giá bán sản phẩm của BSR giảm mạnh. Trong khi đó, biên LN gộp Q2/23 giảm 2,6 điểm % sv. quý trước xuống 3,5% chủ yếu do crack spread diesel và nhiên liệu bay giảm mạnh (crack spread diesel châu Á giảm 43% sv. quý trước). Trong Q2/23, LN tài chính thuần là trợ lực chính hỗ trợ cho LN ròng của BSR, tăng 10 lần svck (và 3,6 lần sv. quý trước) nhờ: (1) thu nhập tiền gửi tăng gấp đôi svck lên 393 tỷ đồng và (2) lãi ròng tỷ giá đạt 280 tỷ đồng. Kết quả, LN ròng Q2/23 giảm 17,9% sv. quý trước xuống 1.339 tỷ đồng. Trong 6T23, LN ròng giảm 76% svck từ mức kỷ lục của 6T22 xuống 2.970 tỷ đồng, hoàn thành 37,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Thị trường diesel vẫn đang phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung**

Crack spread dầu diesel tham chiếu tại châu Á dường như đã chạm đáy trong tháng 5, và tăng lên mức hiện tại là 30 USD/thùng. Chúng tôi nhận thấy tình trạng thiếu hụt dầu diesel trên toàn cầu, đặc biệt là ở châu Âu, vẫn đang hiện hữu do nguồn cung dầu diesel bị hạn chế trong bối cảnh nhu cầu nhiên liệu phục vụ việc sưởi ấm sẽ ngày càng tăng khi các nước phương Tây bước vào mùa đông. Hơn nữa, hạn ngạch xuất khẩu diesel của Trung Quốc có thể bị hạn chế do nước này đang tăng cường chi tiêu cho cơ sở hạ tầng để hỗ trợ nền kinh tế, kéo theo nhu cầu nhiên liệu diesel tăng cao. Điều này sẽ hỗ trợ cho crack spread diesel duy trì ở mức cao trong phần còn lại của năm nay, đạt mức trung bình 23-18 USD/thùng trong năm 2023-24 và là tín hiệu tích cực cho các nhà máy lọc dầu.

**Chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm 2023 sẽ tích cực hơn**

Do diesel là sản phẩm chính của BSR, chiếm lần lượt 40%/39%/67% tổng sản lượng, DT và LN gộp của BSR, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trở lại của crack spread diesel sẽ tiếp tục hỗ trợ LN của công ty trong nửa cuối năm. Chúng tôi dự báo LN ròng nửa cuối 2023 sẽ tăng 46,6% so với 6T23 nhờ: (1) crack spread diesel tăng từ mức thấp trong Q2/23 (14,7 USD/thùng) lên 27/25 USD/thùng trong Q3-Q4/23, (2) công suất vận hành duy trì ở mức cao đạt 106% và (3) giá dầu ổn định ở mức cao sẽ giảm thiểu rủi ro giảm giá hàng tồn kho. Trong cả năm 2023, chúng tôi dự báo LN ròng sẽ giảm 50,3% so với con số kỷ lục của năm 2022, nhưng vẫn cao hơn 9,1% so với mức trước khủng hoảng (năm 2021).

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 23.400 đồng/cp**

Chúng tôi tăng nhẹ giá mục tiêu thêm 3,5% lên 23.400 đồng do tác động trái chiều của giá định WACC thấp hơn và dự phóng EPS năm 2023-25 thấp hơn. Động lực tăng giá tiềm năng là crack spread sản phẩm lọc dầu cao hơn kỳ vọng và tiềm năng chuyển niêm yết cổ phiếu lên HOSE trong nửa cuối năm 2023. Rủi ro giảm giá đến từ crack spread sản phẩm lọc dầu thấp hơn kỳ vọng và giá dầu tiếp tục giảm.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	101.080	167.124	137.421	111.153
Tăng trưởng DT thuần	74,4%	65,3%	(17,8%)	(19,1%)
Biên lợi nhuận gộp	7,6%	9,6%	6,1%	5,9%
Biên EBITDA	14,9%	19,1%	12,2%	12,1%
LN ròng (tỷ)	6.716	14.726	7.324	5.879
Tăng trưởng LN ròng		119,3%	(50,3%)	(19,7%)
Tăng trưởng LN cốt lõi		119,3%	(50,3%)	(19,7%)
EPS cơ bản	2.166	4.750	2.362	1.896
EPS điều chỉnh	2.166	4.750	2.362	1.896
BVPS	12.117	16.531	17.507	18.210
ROAE	19,6%	33,2%	13,9%	10,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Lợi nhuận sẽ tích cực hơn trong nửa cuối năm

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 23.400 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với BSR với giá mục tiêu theo phương pháp DCF cao hơn là 23.400 đồng/cp do tác động trái chiều của: (1) áp dụng giả định WACC thấp hơn (từ 16,2% xuống 14,3%) để phản ánh lãi suất phi rủi ro thấp hơn (từ 4% xuống 3%) và phần bù rủi ro thị trường thấp hơn (từ 11% xuống 10%) nhờ CDS Việt Nam cải thiện so với đầu năm, và (2) giảm dự phóng EPS năm 2023-25 xuống 7,3%/8,3%/7,2%.

### Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá tiềm năng là crack spread sản phẩm lọc dầu cao hơn kỳ vọng và tiềm năng chuyển niêm yết cổ phiếu lên HOSE trong nửa cuối năm 2023.
- Rủi ro giảm giá đến từ crack spread sản phẩm lọc dầu thấp hơn kỳ vọng và giá dầu tiếp tục giảm.

**Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF**

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	40.862
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	15.603
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	56.465
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	25.025
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(8.954)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	6
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	72.542
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	3.100
Giá trị cổ phiếu (đồng)	23.397
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>23.400</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)**

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2030	2035	CAGR 22-35
<b>DT thuần</b>	<b>137.421</b>	<b>111.153</b>	<b>123.949</b>	<b>117.120</b>	<b>130.948</b>	<b>151.419</b>	<b>-0,8%</b>
% svck	-17,8%	-19,1%	11,5%	-5,5%	4,5%	2,4%	
COGS & OPEX	(130.499)	(105.658)	(117.309)	(110.010)	(124.532)	(143.999)	
EBIT	6.923	5.496	6.639	7.110	6.416	7.420	
<i>Biên LN hoạt động KD</i>	5,0%	4,9%	5,4%	6,1%	4,9%	4,9%	
<i>Thuế khả dụng</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBIT * (1-mức thuế)	6.230	4.946	5.976	6.399	5.775	6.678	
+ Chi phí khấu hao	2.269	2.245	2.274	2.275	3.545	3.895	
% doanh thu	1,7%	2,0%	1,8%	1,9%	2,7%	2,6%	
- CapEx	(1.666)	(3.147)	(7.778)	(7.883)	(336)	(388)	
% doanh thu	-1,2%	-2,8%	-6,3%	-6,7%	-0,3%	-0,3%	
+ Thay đổi vốn lưu động	2.428	307	(1.509)	930	1.013	701	
% doanh thu	1,8%	0,3%	-1,2%	0,8%	0,8%	0,5%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.215	1.037	863	748	859	769	
% doanh thu	0,9%	0,9%	0,7%	0,6%	0,7%	0,5%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	10.477	5.388	(176)	2.469	10.856	11.654	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	10,0%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>16,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	51.255
Nợ	8.954
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	10,0%
<b>WACC</b>	<b>14,3%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các công ty trong ngành lọc hóa dầu

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		
		Nội tệ	Nội tệ		tr.USD	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024		
Thai Oil	TOP TB	52	NA	3.303	9	8,6	9,8	9,8	0,7	0,7	8,3%	8,1%	3,4%	3,6%	4,5%	4,8%	
IRPC	IRPC TB	2	NA	1.343	29	12,4	9,8	7,4	0,6	0,6	2,4%	4,9%	0,9%	2,1%	3,3%	3,7%	
Star Petroleum Refining	SPRC TB	9	NA	1.109	9	7,2	4,0	3,8	0,9	0,9	10,2%	12,5%	5,5%	8,0%	5,8%	6,4%	
PTT Global Chemical	PTTGC TB	36	NA	4.637	17	10,0	10,4	7,8	0,5	0,5	2,2%	5,2%	1,2%	2,1%	2,8%	4,6%	
GS Holdings Corp	078930 KS	37.900	NA	2.631	3	2,4	4,5	4,3	0,3	0,2	9,6%	10,2%	4,6%	4,9%	6,2%	6,4%	
S-Oil Corp	010950 KS	72.900	NA	6.133	8	6,2	5,3	4,6	0,9	0,9	11,7%	14,6%	5,1%	6,8%	3,4%	4,2%	
Bharat Petroleum	BPCL IN	346	NA	9.067	5	7,2	4,9	5,8	1,1	1,0	22,9%	16,3%	9,1%	5,5%	7,3%	5,6%	
Hindustan Petroleum	HPCL IN	260	NA	4.448	4	4,6	6,2	6,3	1,0	0,9	29,3%	19,6%	4,2%	5,5%	8,3%	6,7%	
<i>Trung bình</i>						11	7,3	6,9	6,2	0,8	0,7	12,1%	11,4%	4,3%	4,8%	5,2%	5,3%
<b>Lọc hóa dầu Bình Sơn</b>																	
	<b>BSR VN</b>	<b>18.300</b>	<b>23.400</b>	<b>2.367</b>	<b>8</b>	<b>9,7</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>13,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 23/08/2023)

## LN ròng Q2/23 giảm so với quý trước do crack spread sản phẩm lọc dầu sụt giảm mạnh

Hình 6: Tổng quan KQKD Q2/23 và 6T23

Tỷ đồng	Q2/22	Q1/23	Q2/23	% svck	% sv. quý trước	6T22	6T23	% svck	% sv. dự phóng 2023	Nhận định
Giá dầu Brent (USD/thùng)	112	82	78	-30,6%	-5,4%	105	80	-23,8%		
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	1.756	1.754	1.806	2,8%	3,0%	3.423	3.560	4,0%		
Công suất vận hành (%)	108%	108%	111%	3,1 điểm%	3,2 điểm%	105%	110%	4,2 điểm%		
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>52.391</b>	<b>34.066</b>	<b>33.669</b>	<b>-35,7%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>87.174</b>	<b>67.735</b>	<b>-22,3%</b>	<b>49,8%</b>	Doanh thu Q2/23 giảm nhẹ 1,2% sv. quý trước do công suất vận hành cao hơn giúp bù đắp một phần cho việc giá bán sản phẩm của BSR giảm. So với cùng kỳ năm trước, DT Q2/23 giảm 35,7% so với mức kỷ lục của Q2/22
<b>LN gộp</b>	<b>10.898</b>	<b>2.072</b>	<b>1.178</b>	<b>-89,2%</b>	<b>-43,2%</b>	<b>13.510</b>	<b>3.249</b>	<b>-75,9%</b>	<b>35,0%</b>	
Biên LN gộp (%)	20,8%	6,1%	3,5%	-17,3 điểm%	-2,6 điểm%	15,5%	4,8%	-10,7 điểm%		Biên LN gộp Q2/23 giảm 2,6 điểm % sv. quý trước chủ yếu do crack spread dầu diesel và nhiên liệu bay giảm mạnh (crack spread diesel châu Á Q2/23: -43% sv. quý trước)
Chi phí bán hàng	(192)	(325)	(176)	-8,2%	-45,9%	(441)	(501)	13,8%	53,1%	
Chi phí QLDN	(96)	(89)	(158)	64,5%	78,6%	(184)	(247)	34,3%	51,0%	
EBIT	10.610	1.658	843	-92,1%	-49,1%	12.885	2.501	-80,6%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	60	173	622	944,6%	260,0%	226	794	251,2%	89,8%	LN tài chính thuần là yếu tố hỗ trợ chính cho LN ròng Q2/23. Trong đó, LN tài chính ròng Q2/23 tăng 10 lần svck (và 3,6 lần sv. quý trước) nhờ: (1) thu nhập tiền gửi tăng gấp đôi svck (và +6% sv. quý trước) lên 393 tỷ đồng và (2) lãi ròng tỷ giá đạt 280 tỷ đồng so với khoản lỗ ròng tỷ giá 35 tỷ đồng trong Q2/22 (cũng như khoản lỗ ròng tỷ giá 85 tỷ đồng trong Q1/23)
Doanh thu tài chính	314	570	715	127,5%	25,3%	670	1.285	91,7%		
Chi phí tài chính	(255)	(398)	(93)	-63,5%	-76,6%	(444)	(491)	10,5%		
Lợi nhuận khác	31	14	7	-76,8%	-49,8%	53	22	-58,7%		
LNTT	10.701	1.845	1.472	-86,2%	-20,2%	13.164	3.317	-74,8%		
<b>LN ròng</b>	<b>10.149</b>	<b>1.631</b>	<b>1.339</b>	<b>-86,8%</b>	<b>-17,9%</b>	<b>12.473</b>	<b>2.970</b>	<b>-76,2%</b>	<b>37,6%</b>	Thấp hơn so với kỳ vọng

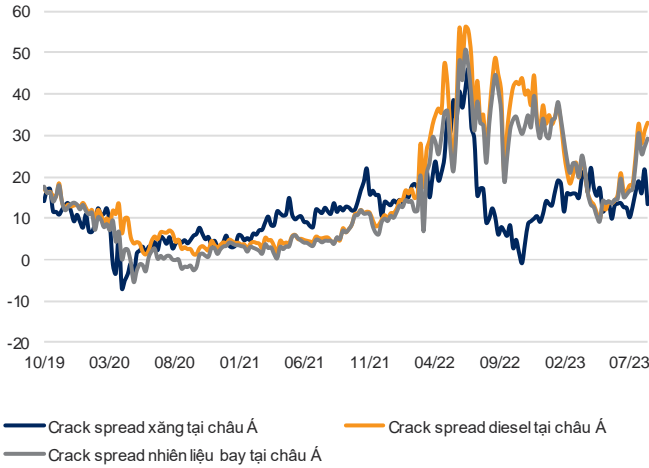
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Thị trường dầu diesel toàn cầu vẫn đang phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung, là tín hiệu tích cực cho các nhà máy lọc dầu trong thời gian tới

Crack spread dầu diesel tại châu Á dường như đã chạm đáy trong tháng 5, và tăng lên mức hiện tại là 30 USD/thùng. Chúng tôi nhận thấy tình trạng thiếu hụt dầu diesel trên toàn cầu, đặc biệt là ở châu Âu, vẫn đang hiện hữu do nguồn cung dầu diesel bị hạn chế trong bối cảnh nhu cầu nhiên liệu phục vụ việc sưởi ấm sẽ ngày càng tăng khi các nước phương Tây bước vào mùa đông. Theo Wood Mackenzie, triển vọng nguồn cung dầu diesel ở châu Âu rất eo hẹp, do sản lượng dầu diesel thu được dự kiến sẽ thấp hơn từ việc lọc các loại dầu thô nhẹ hơn, sự chuyển đổi dịch sang sản xuất nhiên liệu máy bay và các nhà máy lọc dầu dừng hoạt động ngoài kế hoạch. Hơn nữa, hạn ngạch xuất khẩu dầu diesel của Trung Quốc có thể bị hạn chế do nước này đang tăng cường chi tiêu cho cơ sở hạ tầng để hỗ trợ nền kinh tế, kéo theo nhu cầu nhiên liệu diesel tăng cao. Điều này sẽ hỗ trợ cho crack spread diesel duy trì ở mức cao trong phần

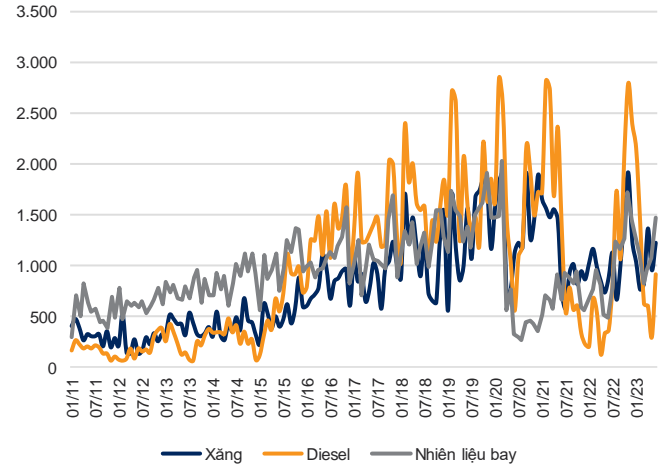
còn lại của năm nay, và đây sẽ là tín hiệu tích cực đối với các nhà máy lọc dầu trong thời gian tới.

**Hình 7: Crack spreads sản phẩm lọc dầu tại châu Á. Crack spread diesel đã tăng mạnh kể từ vùng đáy trong tháng 5 (USD/thùng)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

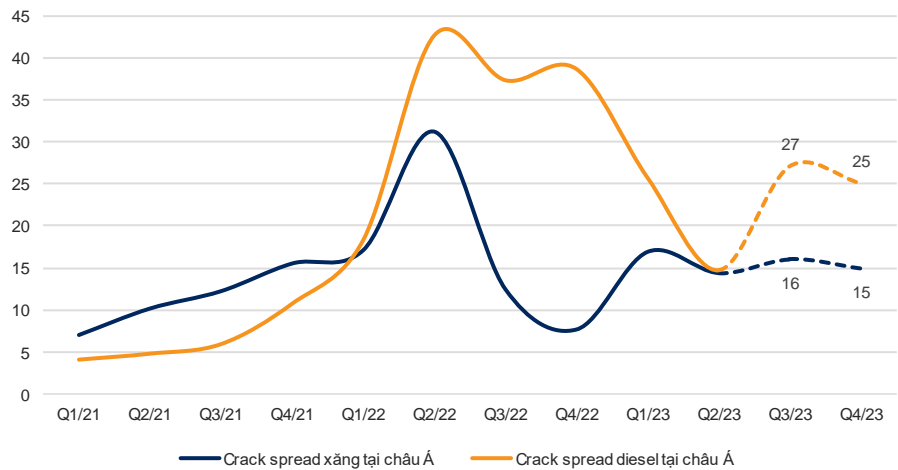
**Hình 8: xuất khẩu sản phẩm lọc dầu của Trung Quốc tăng mạnh vào đầu năm 2023 trước khi giảm trở lại vào tháng 3/2023 (nghìn tấn)**



Nguồn: BLOOMBERG, CIMB, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, chúng tôi dự báo crack spread diesel Châu Á sẽ tăng từ mức thấp của Q2/23 lên mức lần lượt là 27/25 USD/thùng trong hai quý tới, theo đó crack spread dầu diesel trung bình năm 2023 sẽ đạt 23 USD/thùng. Cùng với việc công suất vận hành nhà máy đạt mức cao là 106% trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi dự báo LN ròng nửa cuối 2023 sẽ tăng 46,6% so với nửa đầu năm.

**Hình 9: Chúng tôi kỳ vọng crack spread diesel sẽ tăng từ mức đáy trong Q2/23, tiếp tục là động lực chính hỗ trợ cho LN của BSR trong thời gian tới (USD/thùng)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi vẫn kỳ vọng việc niêm yết cổ phiếu lên HOSE trong năm nay sẽ là động lực tăng giá tiềm năng cho BSR trong thời gian tới**

Trong ĐHCĐ thường niên năm 2023, BSR đã được cổ đông thông qua việc niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong Q3/22. Công ty đã đáp ứng 8/9 điều kiện để được niêm yết cổ phiếu trên HOSE, ngoại trừ tiêu chí liên quan đến các khoản nợ quá hạn. Hiện công ty Nhiên liệu Sinh học Miền Trung (BSR-BF), công ty con của BSR, đang có khoản nợ quá

hạn gần 1.100 tỷ đồng (chỉ tương đương 1,5% tổng tài sản của BSR), làm ảnh hưởng đến báo cáo tài chính (BCTC) hợp nhất của BSR. Đáng chú ý, theo quy định hiện hành, không có hướng dẫn cụ thể về việc xem xét áp dụng tiêu chí này đối với BCTC công ty mẹ hay BCTC hợp nhất. Vì vậy, BSR đang 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 niêm yết cổ phiếu trên HOSE sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của công ty cũng như khả năng tiếp cận các nhà đầu tư lớn (cả trong và ngoài nước). Và theo quan điểm của chúng tôi, đây sẽ là một động lực tăng giá tiềm năng đối với cổ phiếu BSR trong thời gian tới.

Hình 10: BSR đáp ứng 8/9 tiêu chí để niêm yết cổ phiếu trên HOSE

STT	Tiêu chí	Tình trạng
1	Vốn điều lệ >= 30 tỷ	Đạt
2	Được sự chấp thuận của ĐHCĐ	Đạt
3	Thời gian niêm yết trên UPCOM tối thiểu 2 năm	Đạt
4	ROE > 5% trong năm liền trước và HĐKD của 2 năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi	Đạt
5	Tổ chức đăng ký niêm yết có tối thiểu 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 cổ đông không phải cổ đông lớn nắm giữ	*
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 CTCK tư vấn hồ sơ đăng ký niêm yết	Đạt
9	Không có nợ quá hạn trên 1 năm	Chưa đáp ứng

\* Không áp dụng đối với DN Nhà nước cổ phần hóa  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

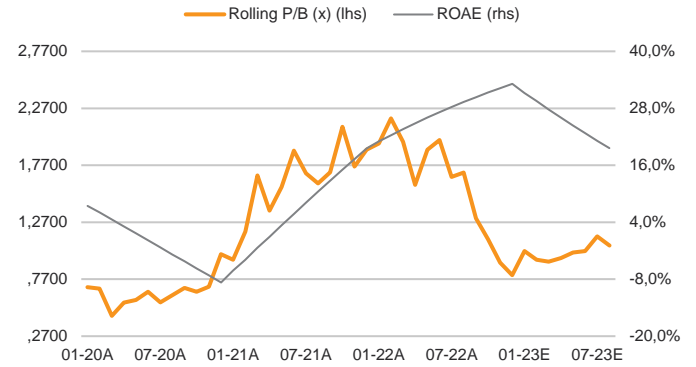
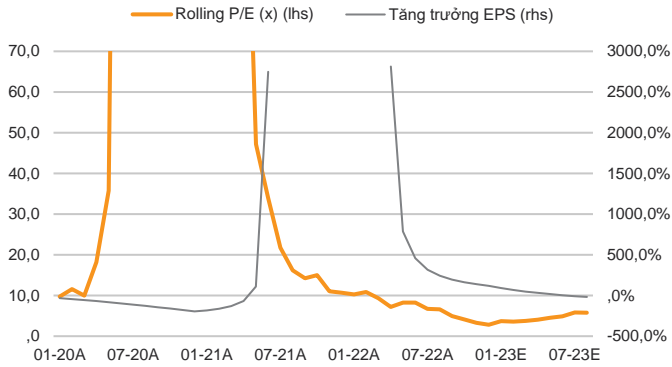
### Chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2023-25 do tác động của việc hạ giá định tỷ suất LN lọc dầu và nâng giá định LN tài chính thuần

Hình 11: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Công suất vận hành (%)	107,0%	108,0%	1,0 điểm%	93,2%	93,2%	0,0 điểm%	108,0%	108,0%	0,0 điểm%	
Tỷ suất LN lọc dầu (USD/thùng)	9,5	9,0	-5,6%	9,1	8,4	-7,9%	7,7	7,4	-4,9%	Chúng tôi giảm giá định tỷ suất LN lọc dầu 2023-25 xuống 5,6%/7,9%/4,9% do tác động trái chiều của: (1) crack spread xăng và biên LN hóa dầu thấp hơn kỳ vọng trong 6T23 và (2) giá định crack spread dầu diesel năm 2023-25 cao hơn 17,3%/5,9%/7,1%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>136.040</b>	<b>137.421</b>	<b>1,0%</b>	<b>111.962</b>	<b>111.153</b>	<b>-0,7%</b>	<b>124.504</b>	<b>123.949</b>	<b>-0,4%</b>	
LN gộp	9.296	8.365	-10,0%	7.377	6.613	-10,4%	8.446	7.913	-6,3%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>-0,7 điểm%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,9%</i>	<i>-0,6 điểm%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-0,4 điểm%</i>	
Chi phí bán hàng	945	954	1,0%	728	722	-0,7%	837	833	-0,4%	
Chi phí QLDN	483	488	1,0%	398	395	-0,7%	442	440	-0,4%	
EBIT	7.868	6.923	-12,0%	6.252	5.496	-12,1%	7.166	6.639	-7,4%	
LN thuần từ hoạt động tài chính	885	1.189	34,3%	850	1.015	19,4%	895	839	-6,3%	Chúng tôi tăng đáng kể giá định LN tài chính ròng năm 2023-24 để phản ánh thu nhập tiền gửi cao hơn kỳ vọng trong 6T23. Đáng chú ý, BSR đã nâng số dư tiền mặt ròng lên mức 25.813 tỷ đồng vào cuối Q2/23 (+61% sv. đầu năm), điều này có thể hỗ trợ cho thu nhập tiền gửi của BSR trong thời gian tới
Lợi nhuận khác	26	26	1,0%	22	21	-0,7%	24	24	-0,4%	
LNTT	8.779	8.138	-7,3%	7.124	6.532	-8,3%	8.086	7.502	-7,2%	
<b>LN ròng</b>	<b>7.901</b>	<b>7.324</b>	<b>-7,3%</b>	<b>6.411</b>	<b>5.879</b>	<b>-8,3%</b>	<b>7.277</b>	<b>6.752</b>	<b>-7,2%</b>	
EPS (đồng)	2.548	2.362	-7,3%	2.068	1.896	-8,3%	2.347	2.178	-7,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	167.124	137.421	111.153
Giá vốn hàng bán	(151.027)	(129.056)	(104.540)
Chi phí quản lý DN	(515)	(488)	(395)
Chi phí bán hàng	(909)	(954)	(722)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>14.673</b>	<b>6.923</b>	<b>5.496</b>
EBITDA thuần	30.769	15.288	12.109
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(16.096)</b>	<b>(8.365)</b>	<b>(6.613)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>14.673</b>	<b>6.923</b>	<b>5.496</b>
Thu nhập lãi	1.750	2.020	1.576
Chi phí tài chính	(923)	(831)	(560)
Thu nhập ròng khác	86	26	21
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>15.586</b>	<b>8.138</b>	<b>6.532</b>
Thuế	(916)	(814)	(653)
Lợi ích cổ đông thiểu số	56	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>14.726</b>	<b>7.324</b>	<b>5.879</b>
Thu nhập trên vốn	14.726	7.324	5.879
Cổ tức phổ thông	(1.347)	(2.170)	(2.170)
<b>LN giữ lại</b>	<b>13.379</b>	<b>5.154</b>	<b>3.709</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	22.853	25.570	27.498
Đầu tư ngắn hạn	2.172	4.345	4.779
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.553	13.930	12.181
Hàng tồn kho	16.809	13.082	12.029
Các tài sản ngắn hạn khác	84	69	56
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>58.471</b>	<b>56.996</b>	<b>56.543</b>
Tài sản cố định	18.075	17.472	18.374
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	1.931	1.845	1.778
<b>Tổng tài sản</b>	<b>78.488</b>	<b>76.324</b>	<b>76.705</b>
Vay & nợ ngắn hạn	8.954	6.665	5.751
Phải trả người bán	14.836	11.295	9.136
Nợ ngắn hạn khác	2.225	1.830	1.480
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26.015</b>	<b>19.790</b>	<b>16.367</b>
Vay & nợ dài hạn	0	1.000	2.588
Các khoản phải trả khác	1.282	1.321	1.360
Vốn điều lệ và	31.005	31.005	31.005
LN giữ lại	14.652	17.678	19.856
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>51.255</b>	<b>54.281</b>	<b>56.460</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65)	(68)	(71)
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>78.488</b>	<b>76.324</b>	<b>76.705</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>15.586</b>	<b>8.138</b>	<b>6.532</b>
Khấu hao	2.192	2.269	2.245
Thuế đã nộp	(918)	(814)	(653)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.330)	(2.006)	(1.427)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(8.454)</b>	<b>2.428</b>	<b>307</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>7.077</b>	<b>10.016</b>	<b>7.005</b>
Đầu tư TSCĐ	(220)	(1.666)	(3.147)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.915	(2.172)	(434)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>2.695</b>	<b>(3.839)</b>	<b>(3.582)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(1.918)	(1.290)	675
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.347)	(2.170)	(2.170)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(3.265)</b>	<b>(3.460)</b>	<b>(1.496)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	16.346	22.853	25.570
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>6.507</b>	<b>2.717</b>	<b>1.927</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	22.853	25.570	27.498

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	8,8%	5,3%	5,3%
Vòng quay TS	2,30	1,78	1,45
ROAA	20,3%	9,5%	7,7%
Đòn bẩy tài chính	1,64	1,47	1,38
ROAE	33,2%	13,9%	10,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	36,2	37,0	40,1
Số ngày nắm giữ HTK	40,6	37,0	42,1
Số ngày phải trả tiền bán	35,9	31,9	32,0
Vòng quay TSCĐ	8,75	7,73	6,20
ROIC	24,5%	11,8%	9,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,9	3,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	2,2	2,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,5	2,0
Vòng quay tiền	40,9	42,1	50,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (voy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	65,3%	(17,8%)	(19,1%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	125,4%	(52,8%)	(20,6%)
Tăng trưởng LN ròng	119,3%	(50,3%)	(19,7%)
Tăng trưởng EPS	119,3%	(50,3%)	(19,7%)

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. 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. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, 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 này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, 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 VNDIRECT.

---

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>