

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ17,000 (giữ nguyên)

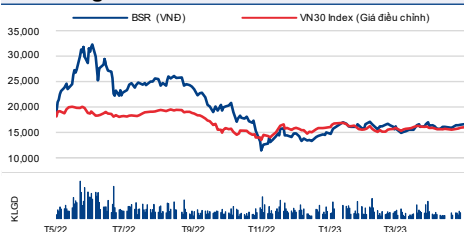
Tiềm năng tăng/giảm: 2.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/5/2023) 16,600

|                               |                              |
|-------------------------------|------------------------------|
| Mã Bloomberg                  | BSR VN                       |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)      | 11,500-32,295                |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)      | 16,533                       |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)     | 51,468                       |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)   | 2,194                        |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)       | 3,100                        |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 2,441                        |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)    | 2,440                        |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN      | 78.7%                        |
| Tỷ lệ sở hữu của NN           | 0.04%                        |
| Tỷ lệ freefloat               | 4.24%                        |
| Cổ đông lớn                   | - VN - overwrite nam (95.8%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | 1.84   | 5.06   | (9.14)  |
| So với chỉ số    | 1.13   | 2.36   | 3.83    |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch. lệch |
|---------------|-------|------------|------------|
| 2023F         | 2,656 | 2,304      | 15.3       |
| 2024F         | 2,251 | 2,465      | (8.7)      |
| 2025F         | 1,329 | 1,328      | 0.0        |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BSR sở hữu và vận hành Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên tại Việt Nam. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm và cung cấp 35% nhu cầu xăng dầu cho cả nước

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Vinh, CFA

Chuyên Viên, Ngành Năng Lượng

vinh.n@hsc.com.vn

+84 24 3823 3299 Ext. 107

Trương Thu Mỹ

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng

my.tt@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4806

## Triển vọng vẫn ảm đạm; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ với giá mục tiêu là 17.000đ. Chúng tôi tin rằng crack spread toàn cầu đã đạt đỉnh; trong khi đó, kế hoạch chuyển sang niêm yết trên sàn HSX sẽ gặp nhiều thách thức.
- Chúng tôi nâng 13,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 nhưng hạ 18,9% dự báo năm 2024 – chủ yếu do BSR lùi thời điểm đại tu nhà máy sang đầu năm 2024 từ Q2/2023 trước đó. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025.
- Giá cổ phiếu BSR đã tăng 5% trong 3 tháng vừa qua và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, cao hơn 0,8 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 5,8 lần (nhưng mức lợi suất cổ tức vẫn ở mức hấp dẫn là 9%). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PVS với PVS hơn trong thời điểm hiện tại.

## Sự kiện: Công bố lùi thời điểm đại tu nhà máy

Theo BLĐ cho biết gần đây, Công ty sẽ lùi thời điểm đại tu bảo dưỡng nhà máy lọc dầu Dung Quất sang đầu năm 2024 (từ Q2/2023) theo yêu cầu của Chính phủ nhằm ổn định nguồn cung sản phẩm xăng dầu trong nước (xảy ra tình trạng thiếu hụt trong năm 2022); điều này sẽ ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của Công ty trong năm 2023 và 2024.

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng crack spread toàn cầu đã đạt đỉnh – dựa trên tình hình nhu cầu toàn cầu suy yếu và nguồn cung xuất khẩu từ Trung Quốc gia tăng, và sát với quan điểm từ trước đến nay của chúng tôi – và chúng tôi nhận thấy khả năng phục hồi trong ngắn hạn là rất hạn chế.

## Tác động: Dự báo năm 2023-2024 mới

Sau khi đánh giá tác động từ kế hoạch lùi thời điểm đại tu bảo dưỡng của BSR, chúng tôi nâng 13,1% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023 và giảm 18,9% dự báo trong năm 2024, chủ yếu phản ánh điều chỉnh dự báo sản lượng tiêu thụ trong cả hai năm này – với tổng sản lượng được giữ nguyên. Trong khi đó, chúng tôi duy trì dự báo trong năm 2025.

Theo dự báo hiện tại, nhìn chung sát với dự báo của thị trường, lợi nhuận cốt lõi sẽ giảm trong cả 3 năm sắp tới.

## Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu BSR gần như đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, tăng lần lượt 2% và 5%. Theo đó, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, cao hơn 0,8 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong 2 năm qua là 5,8 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ và giá mục tiêu là 17.000đ/cp đối với BSR. Chúng tôi tin rằng crack spread toàn cầu đã đạt đỉnh do nguy cơ suy thoái kinh tế và tình hình cung cầu cân bằng hơn. Theo đó, triển vọng lợi nhuận của BSR sẽ kém tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi ưa thích cổ phiếu BSR nhờ mức lợi suất cổ tức hấp dẫn hiện tại là 9%. Cuối cùng, chúng tôi nghi ngờ về khả năng BSR có thể chuyển sang niêm yết trên sàn HSX (từ UPCoM) trước Q3/2023. BSR vẫn chưa đáp ứng ít nhất một tiêu chí liên quan đến dự nợ quá hạn tại công ty con theo quy định và vấn đề này không dễ để giải quyết.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/5.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-21A | 12-22A | 12-23F   | 12-24F  | 12-25F |
|---------------------------|--------|--------|----------|---------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 8,822  | 16,865 | 10,819 ▲ | 9,907 ▼ | 6,883  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 6,716  | 14,726 | 8,235 ▲  | 6,979 ▼ | 4,119  |
| EPS ĐC (đồng)             | 2,166  | 4,750  | 2,656 ▲  | 2,251 ▼ | 1,329  |
| DPS (đồng)                | 300    | 1,000  | 1,500    | 1,500   | 1,500  |
| BVPS (đồng)               | 12,117 | 16,531 | 18,187   | 18,938  | 18,767 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.20   | 2.23   | 2.32     | 2.18    | 3.36   |
| P/E ĐC (lần)              | 7.66   | 3.50   | 6.25     | 7.37    | 12.5   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 1.81   | 6.02   | 9.04     | 9.04    | 9.04   |
| P/B (lần)                 | 1.37   | 1.00   | 0.91     | 0.88    | 0.88   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 338    | 119    | (44.1)   | (15.3)  | (41.0) |
| ROAE (%)                  | 19.6   | 33.2   | 15.3     | 12.1    | 7.05   |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Tăng trưởng gặp nhiều thách thức nhưng được hỗ trợ nhờ lợi suất cổ tức cao

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với BSR với giá mục tiêu là 17.000đ (tiềm năng tăng giá là 2%), sau khi điều chỉnh dự báo trong năm 2023-2024 (do trì hoãn lịch trình đại tu bảo dưỡng) trong khi dự báo lợi nhuận trong năm 2025 được giữ nguyên. Theo dự báo hiện tại, nhìn chung sát với dự báo của thị trường, lợi nhuận cốt lõi sẽ giảm trong cả 3 năm sắp tới. BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm cao hơn 0,8 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong 2 năm qua; về mặt tích cực, mức lợi suất cổ tức 9% là là yếu tố hấp dẫn nhất ở cổ phiếu BSR ở thời điểm hiện tại. Trong ngành Năng lượng, chúng tôi ưu thích cổ phiếu PVS và PVD hơn trong giai đoạn hiện tại.

### Q1/2023: Giảm 30% so với cùng kỳ và sát với dự báo

KQKD Q1/2023 của BSR sát với dự báo trước đây của chúng tôi với lợi nhuận thuần là 1,63 nghìn tỷ đồng (giảm 29,9% so với cùng kỳ nhưng tăng 8,7% so với quý trước) và doanh thu là 34,1 nghìn tỷ đồng (giảm 2,1% so với cùng kỳ và 15,4% so với quý trước), đạt lần lượt 27,7% và 22,4% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi.

Sau khi điều chỉnh khoản lãi thuần ước tính khoảng 269 tỷ đồng trong kỳ (bao gồm chi phí dự phòng hàng tồn kho là 414 tỷ đồng và lãi tỷ giá chưa thực hiện là 144 tỷ đồng), lợi nhuận cốt lõi trong Q1/2023 là 1,9 nghìn tỷ đồng, giảm 54,1% so với cùng kỳ so với mức nền cao trong Q1/2022 và đạt 26,1% dự báo cả năm của chúng tôi.

Sản lượng tiêu thụ sơ bộ trong Q1/2023 đạt 1,7 triệu tấn (tăng 6,6% so với cùng kỳ và 19,4% so với quý trước) sát với dự báo của chúng tôi và đạt 27,0% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi. Tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu trong Q1/2023 vào khoảng 10,0 USD/thùng, sát với dự báo của chúng tôi.

#### Bảng 1: KQKD Q1/2023, BSR

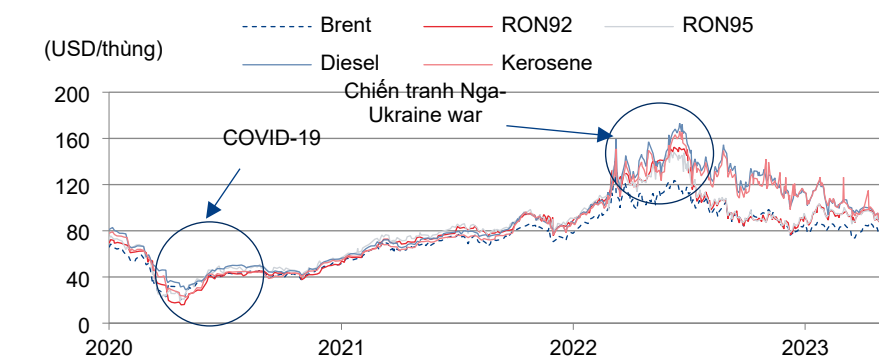
Lợi nhuận thuần Q1/2023 của BSR giảm 29,9% và gần sát với dự báo của chúng tôi

| Tỷ đồng                           | Q1/2023      | % so với cùng kỳ | % so với quý trước | % hoàn thành dự báo cũ của HSC |
|-----------------------------------|--------------|------------------|--------------------|--------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>            | 34,066       | -2.1%            | -15.4%             | 27.7%                          |
| Lợi nhuận gộp                     | 2,072        | -20.7%           | 20.0%              | 22.6%                          |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>            | <b>1,629</b> | <b>-29.9%</b>    | <b>8.7%</b>        | <b>22.4%</b>                   |
| Lãi/(lỗ) điều chỉnh               | 269          | -85.1%           | 39.2%              | N/m                            |
| <b>Lợi nhuận thuần điều chỉnh</b> | <b>1,899</b> | <b>-54.1%</b>    | <b>12.2%</b>       | <b>26.1%</b>                   |
| Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)    | 1,700        | 6.6%             | 19.4%              | 27.0%                          |

Nguồn: BSR, HSC

#### Biểu đồ 2: Giá bán các sản phẩm chính của BSR

Giá tham chiếu các sản phẩm chính của BSR đã đạt tới mức đỉnh vào giữa năm 2022



Nguồn: Bloomberg, HSC

## Triển vọng: 3 sự kiện chính

### Tri hoãn đại tu định kỳ và thông qua kế hoạch mở rộng

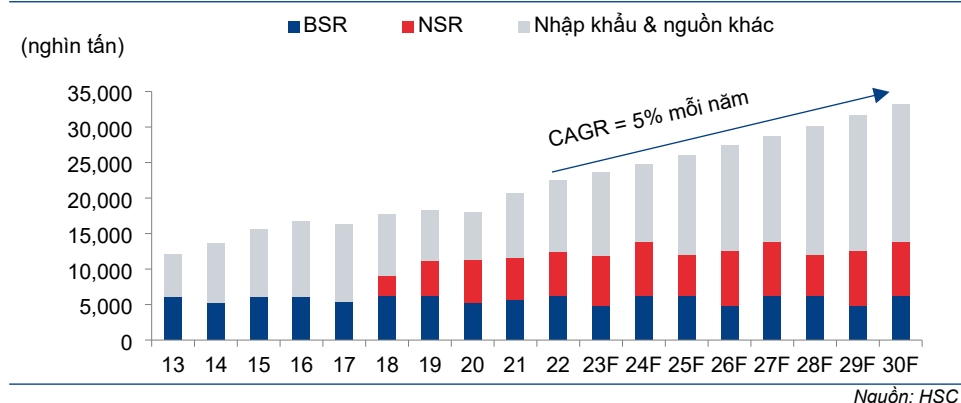
Trong ĐHCĐ, BSR xác nhận lùi thời điểm đại tu bảo dưỡng sang đầu năm 2024 từ Q2/2023. Do đó, chúng tôi nâng 12,1% dự báo sản lượng tiêu thụ lên 7,05 triệu tấn trong khi giảm 10,8% dự báo trong năm 2024 xuống 6,3 triệu tấn. Do đó, dự báo lợi nhuận trong năm 2023-2024 sẽ điều chỉnh tương ứng trong khi dự báo năm 2025 được giữ nguyên.

Ngoài ra, BSR cũng đã được thông qua kế hoạch đầu tư 1,3 tỷ USD (40% vốn CSH - 60% nợ vay) để nâng công suất sản xuất hiện tại lên 171.000 thùng/ngày (từ 148.000 thùng/ngày hiện tại). Thời gian xây dựng sẽ kéo dài khoảng 37 tháng và dự kiến vận hành thương mại vào Q1/2028. Chúng tôi không bao gồm kế hoạch mở rộng này vào mô hình dự báo do thiếu thông tin chi tiết về cơ cấu sản phẩm mới và sẽ phân tích thêm nếu nhận được thêm thông tin mới.

Lưu ý, theo mô hình dự báo ngành của chúng tôi, Việt Nam sẽ phải phụ thuộc đáng kể vào nhiên liệu nhập khẩu – nếu không mở rộng công suất mới – để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng với tốc độ CAGR 5% của cả nước. Do đó, kế hoạch mở rộng của BSR là cần thiết nhằm chiếm lĩnh thị phần và nắm bắt đà tăng trưởng.

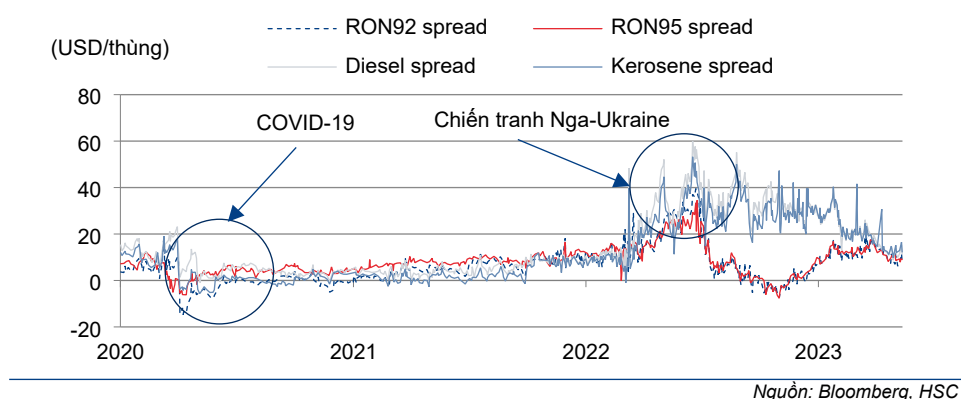
### Biểu đồ 3: Sản lượng xăng dầu sản xuất và tiêu thụ tại Việt Nam, 2013-2030

Chúng tôi dự báo nhu cầu sẽ tăng với CAGR là 5% từ năm 2022 đến 2030



### Biểu đồ 4: Crack spread của các sản phẩm dầu mỏ Châu Á

Crack spread đạt đỉnh năm 2022 và lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu có thể sẽ kiềm chế crack spread tăng



### Crack spread toàn cầu không tăng mạnh

Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên quan điểm crack spread toàn cầu đã đạt đỉnh do suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ tác động tới nhu cầu trong khi nguồn cung đến từ Trung Quốc gia tăng. Lưu ý, crack spread tăng sẽ tác động tích cực tới tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu (khả năng sinh lời trên mỗi thùng dầu tinh chế) của một nhà máy lọc dầu. Crack spread hiện bình quân ở mức 8,5 USD/thùng đối với xăng (tăng 8,9% so với

đầu năm nhưng giảm 68,2% so với cùng kỳ) và 11,2 USD/thùng đối với dầu diesel (giảm 60,1% so với đầu năm và 59,9% so với cùng kỳ).

### Kế hoạch niêm yết trên sàn HSX đối mặt với thách thức

Chúng tôi nghi ngờ về khả năng BSR có thể chuyển niêm yết từ sàn UPCoM sang HSX trong Q3/2023. Lưu ý, một tiêu chí quan trọng để niêm yết trên sàn HSX đối với một ứng viên là không có dư nợ quá hạn trong hơn 1 năm. Tuy nhiên, tổng dư nợ quá hạn (bao gồm cả lãi vay) của công ty con đang thua lỗ của BSR là CTCP Nhiên liệu sinh học dầu khí miền Trung Việt Nam (BSR-BF; tư nhân, BSR sở hữu toàn bộ cổ phần) là 60 triệu USD, tương đương 1,8% tổng tài sản của BSR và 8,8% tiền mặt thuần của BSR.

BLĐ đang chờ hướng dẫn tiếp theo từ HSX để lựa chọn BCTC công ty mẹ hoặc BCTC hợp nhất làm cơ sở cho tiêu chí này.

BSR-BF đã tạm dừng hoạt động do thiếu thanh khoản và chúng tôi cho rằng công ty con này khó có thể tạo ra dòng tiền trong ngắn hạn. Do đó, kế hoạch chuyển sang sàn HSX có thể sẽ bị trì hoãn nếu BCTC hợp nhất được lựa chọn làm cơ sở (nhiều khả năng xảy ra).

Lưu ý, chúng tôi tin rằng việc chuyển sang sàn HSX sẽ tạo điều kiện thuận lợi để PVN thoái 49% cổ phần trong tổng số 92,1% cổ phần PVN sở hữu như một phần của quá trình cổ phần hóa Công ty. Lợi ích CĐTTS bao gồm: (1) cải thiện thanh khoản giao dịch; (2) tiếp cận nhiều NĐT nước ngoài hơn để thoái vốn lớn; và (3) nâng cao tính minh bạch do các yêu cầu báo cáo chặt chẽ hơn.

### Bảng 5: Tiêu chí để BSR được chuyển niêm yết sang sàn HSX

Theo chúng tôi, BSR có thể chưa niêm yết được trên HSX trong năm nay

| Các tiêu chí về tài chính chủ chốt      | BSR có đủ điều kiện? |
|-----------------------------------------|----------------------|
| Vốn điều lệ tối thiểu                   | Có                   |
| Thời gian hoạt động dưới hình thức CTCP | Có                   |
| ROE gần nhất $\geq 5\%$                 | Có                   |
| 2 năm liên trước có lãi                 | Có                   |
| Không có lỗ lũy kế                      | Có                   |
| Không có nợ quá hạn trên 1 năm          | Không                |

Nguồn: HSC

### Dự báo lợi nhuận mới năm 2023-2024

HSC nâng 13,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 và hạ 18,9% dự báo trong năm 2024, chủ yếu do điều chỉnh sản lượng tiêu thụ do kế hoạch đại tu bảo dưỡng bị trì hoãn sang đầu năm 2024 từ Q2/2023. Theo dự báo trước đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ trong năm 2023 sẽ tăng trưởng 12,1% đạt 7,05 triệu tấn trong khi sản lượng tiêu thụ trong năm 2024 sẽ giảm 10,8% so với cùng kỳ xuống 6,3 triệu tấn. Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ trong năm 2025.

Chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu toàn cầu và châu Á sẽ duy trì ở mức tốt do nguồn cung hạn chế, nhưng tiềm năng tăng giá hiện tại bị hạn chế do nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu. Chúng tôi duy trì dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu trong giai đoạn dự báo (2023-2025).

Lợi nhuận cốt lõi trong năm 2023 (sau khi điều chỉnh 269 tỷ đồng lãi thuần trong Q1/2023) được dự báo sẽ giảm 41,5% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận cốt lõi trong năm 2024-2025, được dự báo sẽ giảm lần lượt 17,9% và 41,0% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trong năm 2022 bao gồm khoản lỗ thuần không thường xuyên tổng cộng 193 tỷ đồng (chủ yếu là khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho và lỗ tỷ giá). Chúng tôi đưa ra dự báo đối với các khoản mục không thường xuyên trong dự báo năm 2024 và 2025.

Dự báo lợi nhuận mới của chúng tôi hiện cao hơn bình quân 2,2% so với dự báo của thị trường nhưng chúng tôi cho rằng việc thị trường sẽ sớm điều chỉnh giảm dự báo.

**Bảng 6: Điều chỉnh các giả định chính về lợi nhuận, BSR**

Do điều chỉnh sản lượng tiêu thụ, chúng tôi nâng 13.1% dự báo lợi nhuận năm 2023 và hạ 18,9% dự báo lợi nhuận năm 2024

| Tỷ đồng                                   | Dự báo mới |         |         | Dự báo cũ |         |         | Điều chỉnh |        |       |
|-------------------------------------------|------------|---------|---------|-----------|---------|---------|------------|--------|-------|
|                                           | 2023F      | 2024F   | 2025F   | 2023F     | 2024F   | 2025F   | 2023F      | 2024F  | 2025F |
| Doanh thu thuần                           | 137,319    | 110,482 | 120,872 | 122,766   | 123,698 | 120,872 | 11.9%      | -10.7% | 0.0%  |
| Lợi nhuận thuần                           | 8,235      | 6,979   | 4,119   | 7,284     | 8,611   | 4,121   | 13.1%      | -18.9% | 0.0%  |
| Lợi nhuận thuần điều chỉnh                | 8,505      | 6,979   | 4,119   | 7,284     | 8,611   | 4,121   | 16.8%      | -18.9% | 0.0%  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu (USD/thùng) | 9.9        | 10.4    | 6.5     | 9.9       | 10.4    | 6.5     | 0.0%       | 0.0%   | 0.0%  |
| Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)            | 7,055      | 6,295   | 7,055   | 6,295     | 7,055   | 7,055   | 12.1%      | -10.8% | 0.0%  |

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Dự báo mới và dự báo cũ lợi nhuận so với dự báo của Bloomberg, BSR**

Dự báo lợi nhuận mới của chúng tôi hiện cao hơn bình quân 2,2% so với dự báo của thị trường

| Tỷ đồng         | Dự báo mới |         |         | Dự báo của thị trường |         |         | Chênh lệch |        |       |
|-----------------|------------|---------|---------|-----------------------|---------|---------|------------|--------|-------|
|                 | 2023F      | 2024F   | 2025F   | 2023F                 | 2024F   | 2025F   | 2023F      | 2024F  | 2025F |
| Doanh thu thuần | 137,319    | 110,482 | 120,872 | 125,884               | 133,536 | 120,872 | 9.1%       | -17.3% | 0.0%  |
| Lợi nhuận thuần | 8,235      | 6,979   | 4,119   | 7,144                 | 7,643   | 4,119   | 15.3%      | -8.7%  | 0.0%  |

Nguồn: Bloomberg, HSC

**Bảng 8: Dự báo mới năm 2023-2025, BSR**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ giảm 34,6% trong 3 năm tới, từ mức nền cao trong năm 2022

| Tỷ đồng                                   | 2022A   | 2023F   | 2024F   | 2025F   | CAGR (2022-25) |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| Doanh thu thuần                           | 167,124 | 137,319 | 110,482 | 120,872 | -10.2%         |
| % tăng trưởng                             | 65.3%   | -17.8%  | -19.5%  | 9.4%    |                |
| Lợi nhuận thuần                           | 14,726  | 8,235   | 6,979   | 4,119   | -34.6%         |
| % tăng trưởng                             | 119.3%  | -44.1%  | -15.3%  | -41.0%  |                |
| Lợi nhuận thuần điều chỉnh                | 14,531  | 8,505   | 6,979   | 4,119   | -34.3%         |
| % tăng trưởng                             | 126.5%  | -41.5%  | -17.9%  | -41.0%  |                |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu (USD/thùng) | 14.4    | 9.9     | 10.4    | 6.5     | -23.1%         |
| % tăng trưởng                             | 68.8%   | -31.3%  | 5.3%    | -37.2%  |                |
| Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)            | 6,799   | 7,055   | 6,295   | 7,055   | 1.2%           |
| % tăng trưởng                             | 5.9%    | 3.8%    | -10.8%  | 12.1%   |                |

Nguồn: HSC

### Bảng CĐKT và dòng tiền

Chúng tôi cho rằng dòng tiền và lợi nhuận sẽ kém tích cực trong 3 năm tới do crack spread đã đạt đỉnh và hiệu suất hoạt động/hệ số hoạt động ổn định của nhà máy Dung Quất. Chúng tôi chỉ bao gồm trong mô hình dự báo dự án đầu tư lớn duy nhất để nâng cấp nhà máy BSR (trị giá 300 triệu USD) để các sản phẩm của Công ty đáp ứng tiêu chuẩn EURO 5 (từ EURO 3 hiện tại), cơ cấu vốn tài trợ cho dự án này bao gồm 30% lợi nhuận giữ lại và 70% nợ vay (theo kế hoạch của BLĐ).

Theo đó, sau khi bao gồm 70% nợ vay trong kế hoạch đầu tư 300 triệu USD, tổng dự nợ của BSR sẽ tăng lên 8 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. Lưu ý, chúng tôi chưa bao gồm kế hoạch mở rộng trị giá 1,3 tỷ USD vào mô hình dự báo do thiếu thông tin chi tiết.

Sau khi đầu tư 300 triệu USD, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ/vốn CSH của BSR sẽ duy trì ổn định ở mức bình quân khoảng 35,0% trong giai đoạn 2023-2025 nhờ dòng tiền hoạt động mạnh mẽ và lợi nhuận khả quan. BSR sẽ thanh toán dần nợ vay từ năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ chi trả cổ tức là 1.500đ/cp trong giai đoạn 2023-2025, tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức lần lượt là 63%, 54% và 111% và lợi suất cổ tức là 9,0% dựa trên thị giá hiện tại.

### HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ với giá mục tiêu là 17.000đ

#### Kết luận và phương pháp

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ với giá mục tiêu là 17.000đ dựa trên kỳ vọng crack spread nhiều khả năng đã đạt đỉnh và sẽ giao dịch quanh mức hiện tại.

Chúng tôi tóm tắt phương pháp định giá và giả định cơ sở trong Bảng 9-11. Chúng tôi giữ nguyên các giả định chính bao gồm: lãi suất phi rủi ro là 5,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,0%, beta là 1,4 và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Giả định WACC của chúng tôi được giữ nguyên ở mức 14,3%. Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 12.

**Bảng 9: Mô hình FCFF, BSR**

| Tỷ đồng                                    | 2023F         | 2024F        | 2025F        | 2026F         | 2027F        |
|--------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>EBIT</b>                                | 9,400         | 8,263        | 5,188        | 16,010        | 4,486        |
| Thuế trên EBIT @ 20.0%                     | (1,880)       | (1,653)      | (1,038)      | (3,202)       | (897)        |
| <b>NOPAT</b>                               | <b>7,520</b>  | <b>6,610</b> | <b>4,150</b> | <b>12,808</b> | <b>3,589</b> |
| Khấu hao                                   | 2,169         | 2,248        | 2,356        | 2,183         | 2,200        |
| Thay đổi nguồn vốn                         | 10,115        | 1,330        | (515)        | 10            | 555          |
| Chi phí đầu tư cơ bản                      | (387)         | (3,514)      | (2,448)      | (1,325)       | (1,265)      |
| Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác | (3,683)       | (3,301)      | (2,380)      | (5,731)       | (2,102)      |
| <b>UFCF</b>                                | <b>15,734</b> | <b>3,373</b> | <b>1,163</b> | <b>7,946</b>  | <b>2,976</b> |
| Chiết khấu                                 | 1.09          | 1.25         | 1.42         | 1.63          | 1.86         |
| <b>Giá trị hiện tại của UFCF</b>           | <b>14,447</b> | <b>2,708</b> | <b>817</b>   | <b>4,883</b>  | <b>1,600</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Giả định WACC, BSR**

|                        |              |
|------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro    | 5.0%         |
| Beta                   | 1.40         |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | 8.0%         |
| <b>Chi phí vốn CSH</b> | <b>16.2%</b> |
| Chi phí nợ trước thuế  | 10.0%        |
| Thuế suất              | 20.0%        |
| <b>Chi phí nợ</b>      | <b>8.0%</b>  |
| Tỷ trọng vốn CSH       | 76.9%        |
| Tỷ trọng nợ            | 23.1%        |
| <b>WACC</b>            | <b>14.3%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Tính toán giá mục tiêu, BSR**

|                                                  |               |
|--------------------------------------------------|---------------|
| <b>Tỷ đồng</b>                                   | <b>2.0%</b>   |
| <b>Tốc độ tăng trưởng dài hạn</b>                | <b>2.0%</b>   |
| EV/EBITDA                                        | 1.2x          |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn             | 13,263        |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai         | 24,456        |
| <b>Giá trị hiện tại của DN</b>                   | <b>37,719</b> |
| Cộng: Tiền                                       | 25,025        |
| Trừ: Tổng nợ                                     | (9,954)       |
| Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số                | 65            |
| <b>Giá trị vốn CSH</b>                           | <b>52,855</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu) | 3,100         |
| <b>Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng</b>            | <b>17,000</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Phân tích độ nhạy với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, BSR**

|                     |      | Tốc độ tăng trưởng dài hạn |               |               |               |               |
|---------------------|------|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                     |      | 1.0%                       | 1.5%          | 2.0%          | 2.5%          | 3.0%          |
| Lãi suất phi rủi ro | 4.0% | 17,100                     | 17,400        | <b>17,600</b> | 17,800        | 18,100        |
|                     | 4.5% | 16,900                     | 17,100        | <b>17,300</b> | 17,500        | 17,800        |
|                     | 5.0% | <b>16,700</b>              | <b>16,900</b> | <b>17,000</b> | <b>17,300</b> | <b>17,500</b> |
|                     | 5.5% | 16,500                     | 16,600        | <b>16,800</b> | 17,000        | 17,200        |
|                     | 6.0% | 16,300                     | 16,400        | <b>16,600</b> | 16,800        | 16,900        |

Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

BSR đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 là 6,2 lần và P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, cao hơn 0,8 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong 2 năm qua là 6,8 lần. Định giá của BSR đang thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực trong khi khả năng sinh lời tốt hơn (Bảng 15).

**Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR**

BSR đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 6,6 lần (dự báo của thị trường là 6,8 lần)...



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR**

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 5,8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Bảng 15: So sánh BSR và các công ty cùng ngành**

BSR hiện đang giao dịch rẻ hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực

| Tên                              | Vốn hóa<br>(triệu USD) | EV/EBITDA<br>2023 | EV/EBITDA<br>2024 | P/E<br>2023 | P/E<br>2024 | P/B<br>2023 | P/B<br>2024  | ROE<br>2023  | ROE<br>2024 |
|----------------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Lọc hóa dầu Bình Sơn</b>      | <b>2,181</b>           | <b>2.29</b>       | <b>2.15</b>       | <b>6.22</b> | <b>7.3</b>  | <b>0.91</b> | <b>0.87</b>  | <b>15.6</b>  | <b>12.7</b> |
| S-Oil Corp                       | 6,015                  | 4.43              | 4.23              | 6.01        | 5.72        | 0.88        | 0.81         | 15.64        | 14.88       |
| SK Innovation                    | 12,254                 | 7.60              | 5.81              | 14.41       | 8.42        | 0.76        | 0.70         | 5.44         | 8.63        |
| PetroChina                       | 189,137                | 3.84              | 3.87              | 6.31        | 6.60        | 0.60        | 0.57         | 9.88         | 8.55        |
| Sinopec                          | 102,954                | 5.07              | 4.75              | 7.08        | 6.72        | 0.67        | 0.64         | 9.57         | 9.54        |
| Thai Oil PCL                     | 3,105                  | 8.94              | 9.31              | 7.72        | 7.74        | 0.65        | 0.62         | 8.72         | 7.91        |
| Exxon Mobil                      | 427,707                | 5.60              | 5.90              | 10.56       | 11.35       | 2.10        | 1.96         | 19.59        | 17.32       |
| Chevron Corp                     | 295,981                | 5.68              | 5.77              | 11.01       | 10.90       | 1.82        | 1.76         | 16.41        | 16.11       |
| Shell PLC                        | 204,609                | 3.53              | 3.69              | 6.19        | 6.35        | 1.00        | 0.90         | 15.49        | 13.08       |
| BP PLC                           | 106,164                | 3.15              | 3.36              | 6.06        | 6.16        | 1.37        | 1.23         | 23.92        | 19.25       |
| <b>Bình quân</b>                 | <b>5.01</b>            | <b>4.88</b>       | <b>8.16</b>       | <b>7.73</b> | <b>1.08</b> | <b>1.01</b> | <b>14.03</b> | <b>12.80</b> | <b>5.01</b> |
| <b>Bình quân (không gồm BSR)</b> | <b>5.31</b>            | <b>5.19</b>       | <b>8.37</b>       | <b>7.77</b> | <b>1.09</b> | <b>1.02</b> | <b>13.85</b> | <b>12.81</b> | <b>5.31</b> |

Nguồn: Bloomberg, HSC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-21A       | 12-22A        | 12-23F        | 12-24F       | 12-25F       |
|-------------------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 101,080      | 167,124       | 137,319       | 110,482      | 120,872      |
| Lợi nhuận gộp                       | 7,699        | 16,096        | 10,298        | 8,985        | 5,978        |
| Chi phí BH&QL                       | (1,188)      | (1,424)       | (1,648)       | (1,326)      | (1,450)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -             | -             | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -             | -             | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>6,511</b> | <b>14,673</b> | <b>8,650</b>  | <b>7,659</b> | <b>4,527</b> |
| Lãi vay thuần                       | 396          | 827           | 89.3          | (169)        | (83.5)       |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0            | 0             | 0             | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -             | -             | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 34.0         | 86.1          | 63.9          | 51.4         | 56.3         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>6,941</b> | <b>15,586</b> | <b>8,803</b>  | <b>7,541</b> | <b>4,500</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (257)        | (916)         | (609)         | (597)        | (401)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 32.0         | 56.5          | 41.0          | 34.7         | 20.5         |
| LNST không thường xuyên             | -            | -             | -             | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>6,716</b> | <b>14,726</b> | <b>8,235</b>  | <b>6,979</b> | <b>4,119</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>6,716</b> | <b>14,726</b> | <b>8,235</b>  | <b>6,979</b> | <b>4,119</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>8,822</b> | <b>16,865</b> | <b>10,819</b> | <b>9,907</b> | <b>6,883</b> |
| EPS (đồng)                          | 2,166        | 4,750         | 2,656         | 2,251        | 1,329        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 2,166        | 4,750         | 2,656         | 2,251        | 1,329        |
| DPS (đồng)                          | 300          | 1,000         | 1,500         | 1,500        | 1,500        |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 3,100        | 3,100         | 3,100         | 3,100        | 3,100        |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 3,100        | 3,100         | 3,100         | 3,100        | 3,100        |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 3,100        | 3,100         | 3,100         | 3,100        | 3,100        |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-21A        | 12-22A        | 12-23F        | 12-24F        | 12-25F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 16,346        | 22,853        | 36,367        | 41,911        | 39,793        |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 4,190         | 2,172         | 6,866         | 5,524         | 6,044         |
| Phải thu khách hàng             | 13,601        | 16,553        | 13,732        | 11,048        | 12,087        |
| Hàng tồn kho                    | 10,358        | 16,809        | 13,732        | 11,048        | 12,087        |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 50.4          | 83.9          | 81.9          | 65.9          | 72.1          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>44,544</b> | <b>58,471</b> | <b>70,779</b> | <b>69,598</b> | <b>70,084</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 20,136        | 18,075        | 16,057        | 16,827        | 16,790        |
| TSCĐ vô hình                    | -             | -             | -             | -             | -             |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 1,206         | 1,275         | 1,511         | 2,006         | 2,136         |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tài sản dài hạn khác            | 910           | 667           | 1,161         | 934           | 1,022         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>22,251</b> | <b>20,017</b> | <b>18,728</b> | <b>19,767</b> | <b>19,948</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>66,796</b> | <b>78,488</b> | <b>89,507</b> | <b>89,365</b> | <b>90,031</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 9,829         | 8,954         | 9,954         | 9,954         | 7,954         |
| Phải trả người bán              | 9,450         | 14,836        | 12,359        | 9,943         | 10,879        |
| Nợ ngắn hạn khác                | 6,000         | 791           | 6,866         | 5,524         | 6,044         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>26,940</b> | <b>26,015</b> | <b>31,383</b> | <b>27,195</b> | <b>26,816</b> |
| Nợ dài hạn                      | 943           | 0             | 0             | 2,069         | 3,509         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 10.3          | 10.3          | 14.0          | 11.2          | 12.3          |
| Nợ dài hạn khác                 | 1,338         | 1,272         | 1,785         | 1,436         | 1,571         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>2,291</b>  | <b>1,282</b>  | <b>1,799</b>  | <b>3,517</b>  | <b>5,093</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>29,232</b> | <b>27,298</b> | <b>33,182</b> | <b>30,712</b> | <b>31,909</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 37,570        | 51,255        | 56,390        | 58,719        | 58,187        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | (5.91)        | (65.1)        | (65.1)        | (65.1)        | (65.1)        |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>37,564</b> | <b>51,190</b> | <b>56,325</b> | <b>58,654</b> | <b>58,122</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>66,796</b> | <b>78,488</b> | <b>89,507</b> | <b>89,365</b> | <b>90,031</b> |
| BVPS (đ)                        | 12,117        | 16,531        | 18,187        | 18,938        | 18,767        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | (5,574)       | (13,899)      | (26,413)      | (29,888)      | (28,330)      |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-21A         | 12-22A         | 12-23F         | 12-24F         | 12-25F         |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 6,511          | 14,673         | 8,650          | 7,659          | 4,527          |
| Khấu hao                                   | (2,311)        | (2,192)        | (2,169)        | (2,248)        | (2,356)        |
| Lãi vay thuần                              | 396            | 827            | 89.3           | (169)          | (83.5)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (303)          | (890)          | (648)          | (588)          | (405)          |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (1,089)        | (9,488)        | 10,115         | 1,330          | (515)          |
| Khác                                       | 1,949          | 854            | (3,677)        | (3,335)        | (2,420)        |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>8,972</b>   | <b>7,088</b>   | <b>16,012</b>  | <b>6,592</b>   | <b>2,855</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (175)          | (200)          | (387)          | (3,514)        | (2,448)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Thanh lý                                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Khác                                       | (2,604)        | 2,896          | (4,169)        | 2,085          | 175            |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(2,779)</b> | <b>2,695</b>   | <b>(4,556)</b> | <b>(1,428)</b> | <b>(2,274)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (502)          | (1,347)        | (3,100)        | (4,651)        | (4,651)        |
| Thu từ phát hành CP                        | 2,403          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | (2,220)        | (1,817)        | 1,000          | 2,069          | (560)          |
| Khác                                       | (2,321)        | (111)          | 4,158          | 2,962          | 2,511          |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(2,640)</b> | <b>(3,276)</b> | <b>2,057</b>   | <b>380</b>     | <b>(2,699)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 12,793         | 16,346         | 22,853         | 36,367         | 41,911         |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>3,553</b>   | <b>6,507</b>   | <b>13,514</b>  | <b>5,544</b>   | <b>(2,118)</b> |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>16,346</b>  | <b>22,853</b>  | <b>36,367</b>  | <b>41,911</b>  | <b>39,793</b>  |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>8,797</b>   | <b>6,887</b>   | <b>15,625</b>  | <b>3,079</b>   | <b>407</b>     |

| Các chỉ số tài chính      | 12-21A | 12-22A | 12-23F | 12-24F | 12-25F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 7.62   | 9.63   | 7.50   | 8.13   | 4.95   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 8.73   | 10.1   | 7.88   | 8.97   | 5.69   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 6.64   | 8.81   | 6.00   | 6.32   | 3.41   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 3.70   | 5.88   | 6.92   | 7.92   | 8.92   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 74.4   | 65.3   | (17.8) | (19.5) | 9.40   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 1,886  | 91.2   | (35.8) | (8.43) | (30.5) |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 338    | 119    | (44.1) | (15.3) | (41.0) |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 338    | 119    | (44.1) | (15.3) | (41.0) |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 338    | 119    | (44.1) | (15.3) | (41.0) |
| Tăng trưởng DPS (%)       | nm     | 233    | 50.0   | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 13.9   | 21.1   | 56.5   | 66.6   | 113    |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 19.6   | 33.2   | 15.3   | 12.1   | 7.05   |
| ROACE (%)                 | 17.3   | 31.8   | 15.6   | 12.7   | 7.22   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 1.65   | 2.30   | 1.63   | 1.24   | 1.35   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 1.38   | 0.48   | 1.85   | 0.86   | 0.63   |
| Số ngày tồn kho           | 40.5   | 40.6   | 39.5   | 39.7   | 38.4   |
| Số ngày phải thu          | 53.2   | 40.0   | 39.5   | 39.7   | 38.4   |
| Số ngày phải trả          | 36.9   | 35.9   | 35.5   | 35.8   | 34.6   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | (10.4) | (24.4) | (42.9) | (47.9) | (45.4) |
| Nợ/tài sản (%)            | 18.6   | 13.2   | 13.6   | 15.4   | 14.9   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | N/a    | N/a    | 45.3   | 54.2   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.41   | 0.61   | 1.12   | 1.39   | 1.95   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.65   | 2.25   | 2.26   | 2.56   | 2.61   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 0.45   | 0.22   | 0.18   | 0.20   | 0.19   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.20   | 2.23   | 2.32   | 2.18   | 3.36   |
| P/E (lần)                 | 7.66   | 3.50   | 6.25   | 7.37   | 12.5   |
| P/E ĐC (lần)              | 7.66   | 3.50   | 6.25   | 7.37   | 12.5   |
| P/B (lần)                 | 1.37   | 1.00   | 0.91   | 0.88   | 0.88   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 1.81   | 6.02   | 9.04   | 9.04   | 9.04   |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)