

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

Rủi ro sụt giảm biên lọc dầu

10/09/2024

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

Hoạt động kinh doanh 2Q2024 tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt bảo dưỡng lớn và biên lọc dầu suy yếu

Trong quý 2/2024, doanh thu của BSR sụt giảm 27.5% yoy chủ yếu do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng khiến sản lượng tiêu thụ giảm 22.1% yoy. Lợi nhuận gộp giảm mạnh 57.7% yoy do phát sinh chi phí đại tu trong khi crack spread diễn biến bất lợi vì nhu cầu tiêu thụ yếu.

Biên lọc dầu (crack spread) các sản phẩm đối mặt với áp lực giảm trong 2H2024

Crack spread trong nửa đầu 3Q2024 yếu hơn đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu do tình hình tiêu thụ ảm đạm tại thị trường Trung Quốc. Trong giai đoạn cuối năm 2024, chúng tôi chưa nhận thấy động lực đáng kể nào có thể đảo ngược tình thế cho thị trường xăng dầu trong khu vực.

Rủi ro giá dầu suy yếu mặc cho OPEC+ duy trì chính sách cắt giảm hiện tại tới cuối năm 2024

OPEC+ đã thống nhất hoãn lộ trình tăng sản lượng tới cuối tháng 11/2024 để chống đỡ đà giảm của giá dầu. Tuy nhiên, các dữ liệu kinh tế kém khả quan của Mỹ và Trung Quốc có thể gây áp lực giảm mạnh lên giá dầu thô. Chúng tôi tạm thời duy trì giả định mức giá cả năm 2024 đạt 83 USD/thùng và giảm về 80 USD/thùng trong năm 2025.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 24,400 VNĐ/cổ phiếu

Mặc dù việc chuyển niêm yết sang sàn HOSE sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn, BSR có thể sẽ phải đối mặt với áp lực suy giảm giá dầu và crack spread trong giai đoạn cuối năm 2024, đầu năm 2025. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho cổ phiếu BSR với mức giá mục tiêu là 24,400 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 5.2% so với giá đóng cửa 23,200 VNĐ/cổ phiếu ngày 10/09/2024. Định giá hiện tại của chúng tôi chưa bao gồm lợi ích nhận được từ dự án NCMR NMLD Dung Quất từ năm 2029. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 2.9%.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	24,400
Tăng/giảm (%)	5.2%
Giá hiện tại (10/09/2024)	VND 23,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 25,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	72.2/2.9

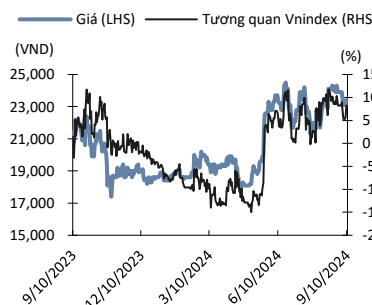
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	7.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	214.7/8.5
Sở hữu nước ngoài (%)	0.7%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.9	0.0	20.6	9.3
Tương đối	-2.7	1.8	19.0	7.2

Dự phóng KQKD & định giá

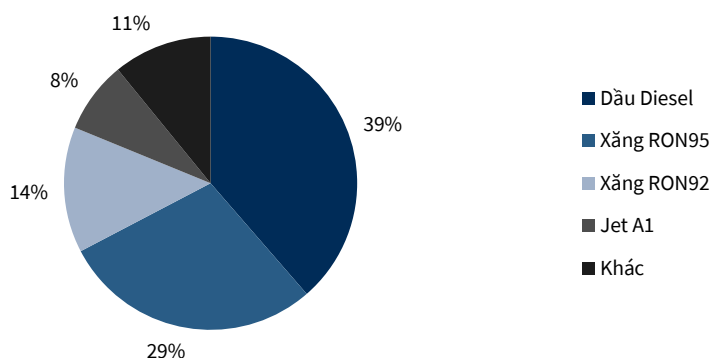
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	167,124	147,423	127,688	143,797
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	14,673	7,948	6,279	7,616
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	14,726	8,511	6,654	7,845
EPS (VND)	4,750	2,745	2,146	2,530
Tăng trưởng EPS (%)	129.1	-42.2	-22.0	18.0
P/E (x)	5.1	8.9	11.4	9.6
P/B (x)	1.5	1.3	1.3	1.2
ROE (%)	28.7	14.8	11.1	12.4
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8	2.9	2.9	2.9

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Lọc – Hóa dầu Bình Sơn (BSR) được thành lập năm 2008. Công ty là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6.5 triệu tấn dầu thô/năm. Công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam.

Điểm nhấn đầu tư

Chuyển niêm yết sang sàn HOSE. Hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn

Dự kiến KQKD 2025 có thể tăng trưởng từ nền thấp. KQKD 2024 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt bão đường lớn kéo dài 48 ngày. Bắt từ năm 2025, NMLD Dung Quất sẽ hoạt động với công suất tối đa

Động lực tăng trưởng dài hạn từ dự án Nâng cấp – mở rộng NMLD Dung Quất. Dự kiến hoàn thành trong 3Q2028, giúp nâng công suất thêm 15.5%, tạo ra các sản phẩm chất lượng cao hơn và xử lý các nguồn đầu vào đa dạng hơn.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tham khảo báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

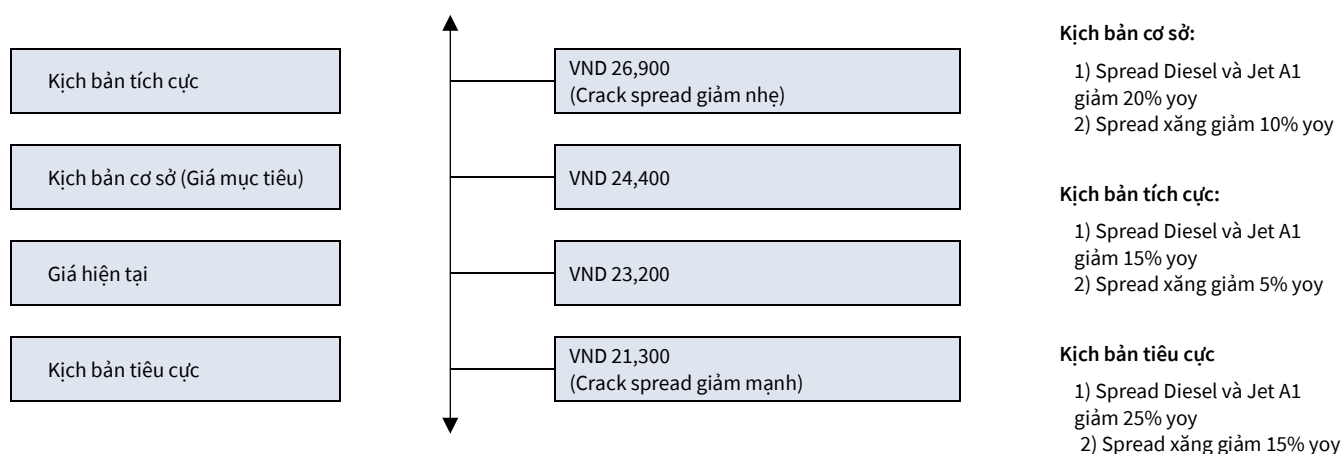
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	127,688	143,797	-1%	-1%	126,456	134,448	1%	7%
EBIT	6,279	7,616	-1%	-5%	5,777	6,838	8%	11%
LNST công ty mẹ	6,654	7,845	1%	-3%	5,998	6,890	11%	13%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh 2Q2024 tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt bảo dưỡng lớn và biên lọc dầu suy yếu

Trong quý 2/2024, doanh thu của BSR sụt giảm 27.5% yoy chủ yếu do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng khiến sản lượng tiêu thụ giảm 22.1% yoy. Lợi nhuận gộp giảm mạnh 57.7% yoy do phát sinh chi phí đại tu trong khi crack spread 2 sản phẩm chủ lực là dầu Diesel và nhiên liệu bay (JetA1) diễn biến bất lợi vì nhu cầu tiêu thụ không đạt kỳ vọng. Biên lọc dầu (crack spread) bình quân các loại xăng tăng mạnh 15% yoy nhưng không đủ để bù đắp cho dầu Diesel và Jet A1.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	6M2023	6M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	33,669	24,424	-27.5%	67,735	55,113	-18.6%	Chủ yếu do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng 48 ngày từ giữa tháng 3 đến cuối tháng 4 khiến sản lượng tiêu thụ giảm khoảng 22% yoy.
Dầu Diesel	13,060	10,287	-21.2%	26,149	22,670	-13.3%	
Xăng A95	9,313	6,447	-30.8%	18,437	15,881	-13.9%	
Xăng A92	9,254	3,371	-63.6%	14,250	6,546	-54.1%	
Jet A1	2,323	2,110	-9.2%	5,135	4,805	-6.4%	
Dầu FO	668	501	-25.0%	1,030	823	-20.1%	
LPG	3,307	1,150	-65.2%	5,457	2,756	-49.5%	
Lợi nhuận gộp	1,178	498	-57.7%	3,249	1,754	-46.0%	Sản lượng tiêu thụ giảm nhưng chi phí cố định duy trì cao khiến BLNG thu hẹp 1.6%. Biên lọc dầu các sản phẩm chủ lực là Diesel và Jet A1 giảm lần lượt 15% và 11% yoy. Biên lọc dầu bình quân các loại xăng tăng 15% yoy.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>3.5%</i>	<i>2.0%</i>		<i>4.8%</i>	<i>3.2%</i>		
Thu nhập tài chính	469	746	59.1%	1,279	1,266	-1.0%	Khoản lãi 390 tỷ VND từ việc dừng hợp nhất công ty BSR-BF trong quý 2/2024
Chi phí tài chính	93	138	48.5%	484	394	-18.6%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0.0	0.0	N/A	Chủ yếu do chi phí lãi vay giảm 46% yoy
SG&A	334	270	-19.2%	748	529	-29.3%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,219	836	-31.4%	3,296	2,097	-36.4%	
Thu nhập khác	7	4	-39.6%	21.7	15.01	-30.8%	
Lợi nhuận trước thuế	1,226	840	-31.5%	3,317	2,112	-36.3%	
Lợi nhuận sau thuế	1,328	769	-42.1%	2,949	1,884	-36.1%	
LNST công ty mẹ	1,341	782	-41.7%	2,970	1,925	-35.2%	
<i>Biên LNST</i>	<i>4.0%</i>	<i>3.2%</i>		<i>4.4%</i>	<i>3.5%</i>		
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)	1,842	1,226	-33.4%	3,522	2,743	-22.1%	Kỳ bảo dưỡng tổng thể kéo dài 48 ngày từ giữa tháng 3. Đã hoàn thành trong 2Q2024
Dầu Diesel	738	538	-27.1%	1,415	1,175	-17.0%	
Xăng A95	458	306	-33.2%	884	748	-15.4%	
Xăng A92	285	156	-45.2%	517	302	-41.6%	
Jet A1	138	104	-24.8%	262	240	-8.4%	
Dầu FO	35	19	-45.7%	62	43	-30.6%	
LPG	122	67	-44.9%	236	156	-33.9%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	78	85	9.4%	80	83	3.8%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoàn thành bảo dưỡng trong 2Q2024

Trong 2Q2024, BSR đã chính thức hoàn thành đợt bảo dưỡng lớn. Từ năm 2025, BSR dự kiến sẽ hoạt động ổn định với mức công suất tối đa, từ đó tạo ra cơ hội tăng trưởng KQKD từ mức nền thấp năm 2024.

Cập nhật tiến độ chuyển niêm yết lên sàn HOSE

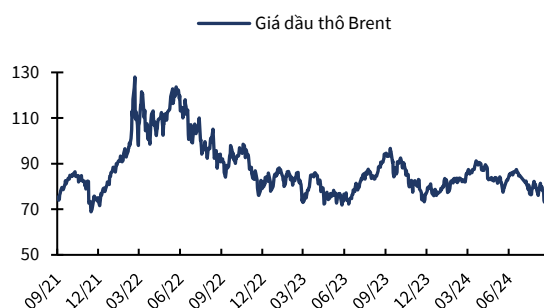
Vào tháng 8/2024, công ty đã chính thức nộp đơn niêm yết 3.1 tỷ cổ phiếu trên sàn HOSE. Khả năng BSR được chấp thuận niêm yết là rất cao do công ty đã đáp ứng đủ các điều kiện sau khi nộp đơn phá sản cho công ty con là BSR-BF. Chúng tôi cho rằng việc chuyển niêm yết sang sàn HOSE sẽ là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Biên lệch dầu (crack spread) các sản phẩm đối mặt với áp lực giảm trong 2H2024

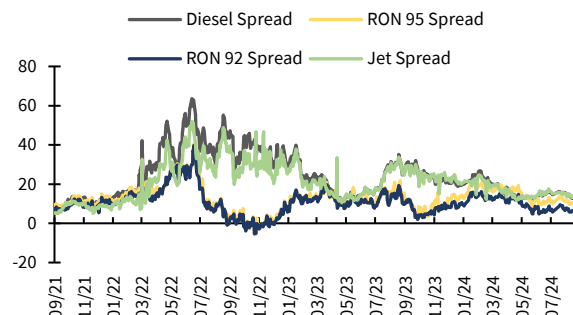
Bình quân từ đầu 3Q2024 tới nay, crack spread dầu Diesel, xăng RON95, RON92 và Jet A1 tại châu Á sụt giảm lần lượt 44%, 24%, 48% và 42% yoy. Crack spread năm 2024 yếu hơn đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu do tình hình tiêu thụ ảm đạm tại thị trường Trung Quốc, khiến tồn kho tại khu vực châu Á duy trì ở mức cao ngay trong mùa cao điểm (biểu đồ 4 và 5). Trong giai đoạn cuối năm 2024, chúng tôi chưa nhận thấy động lực đáng kể nào có thể đảo ngược tình thế cho thị trường xăng dầu trong khu vực. Chúng tôi điều chỉnh hạ giả định tăng trưởng crack spread dầu Diesel và Jet A1 từ mức -15% yoy thành -20% yoy cho năm 2024.

Rủi ro giá dầu suy yếu mặc cho OPEC+ duy trì chính sách cắt giảm hiện tại tới cuối năm 2024

Giá dầu thô suy yếu có thể khiến BSR phải trích lập giảm giá hàng tồn kho trong 2H2024. Trong báo cáo mới nhất, OPEC hiện đã điều chỉnh hạ dự phóng nhu cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu năm 2024 và 2025 lần lượt 6.0% và 3.5% yoy. Đợt điều chỉnh này chủ yếu đến từ việc các dữ liệu kinh tế của 2 nhà tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới là Mỹ và Trung Quốc đang cho thấy bức tranh kém khả quan. Về phía cung, OPEC+ đã thống nhất hoãn lộ trình tăng sản lượng tới cuối tháng 11/2024 để chống đỡ đà giảm của giá dầu. Tuy nhiên, việc bất ổn chính trị tại Libya đang có dấu hiệu cải thiện đã giải tỏa lo ngại thiếu hụt nguồn cung và gây áp lực giảm mạnh lên giá dầu thô trong ngắn hạn. Chúng tôi tạm thời duy trì giả định mức giá cả năm 2024 đạt 83 USD/thùng và giảm về 80 USD/thùng trong năm 2025.

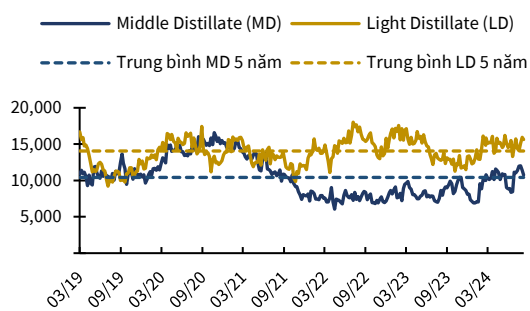
Biểu đồ 2. Diễn biến giá dầu thô Brent (USD/thùng)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Crack spread một số sản phẩm chính (USD/thùng)

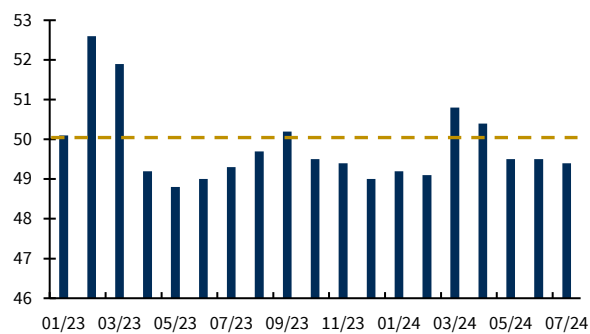
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tồn kho Middle Distillate (Diesel, FO, JetA1) và Light Distillate (xăng A95, 92) tại châu Á (nghìn thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. PMI sản xuất của Trung Quốc kể từ thời điểm mở cửa kinh tế sau đại dịch



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	147,423	127,688	-13.4%	143,797	12.6%	Doanh thu năm 2024 suy giảm chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực từ đợt bảo dưỡng lớn kéo dài 48 ngày. Doanh thu năm 2025 hồi phục từ mức nền thấp do nhà máy hoạt động bình thường trở lại.
Dầu Diesel	57,736	51,944	-10.0%	58,477	12.6%	
Xăng A95	42,239	36,830	-12.8%	41,648	13.1%	
Xăng A92	19,900	15,858	-20.3%	17,646	11.3%	
Jet A1	11,954	10,693	-10.5%	12,441	16.3%	
Dầu FO	1,893	1,306	-31.0%	1,271	-2.7%	
LPG	7,451	5,715	-23.3%	6,460	13.0%	LNG năm 2024 suy giảm do bảo dưỡng lớn và điều chỉnh giá định tăng trưởng crack spread Diesel và Jet A1 từ -15% yoy thành -20% yoy dựa trên tình hình thực tế trong 6M2024 và triển vọng tiêu thụ nội địa kém lạc quan tại Trung Quốc. LNG năm 2025 hồi phục từ nền thấp nhờ nhà máy hoạt động ổn định. Tuy nhiên, giá định crack spread bình quân các sản phẩm giảm 10% yoy.
Lợi nhuận gộp	9,608	7,561	-21.3%	9,059	19.8%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6.5%</i>	<i>5.9%</i>		<i>6.3%</i>		
Thu nhập tài chính	2,659	2,127	-20.0%	2,127	0.0%	
Chi phí tài chính	1,154	1,048	-9.2%	1,069	2.0%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	N/A	
SG&A	1,660	1,282	-22.8%	1,443	12.6%	Sản lượng giảm mạnh trong năm 2024 do kỳ bảo dưỡng lớn. Hồi phục từ năm 2025 do nhà máy vận hành ổn định.
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	9,453	7,358	-22.2%	8,674	17.9%	
Thu nhập khác	32	0	-100%	0	N/A	
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	9,486	7,358	-22.4%	8,674	17.9%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>6.4%</i>	<i>5.8%</i>		<i>6.0%</i>		
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	8,455	6,622	-21.7%	7,807	17.9%	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.7%</i>	<i>5.2%</i>		<i>5.4%</i>		
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	8,511	6,654	-21.8%	7,845	17.9%	
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	7,256	6,390	-11.9%	7,445	16.5%	
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)	2,990	2,726	-8.8%	3,170	16.3%	
Dầu Diesel	1,947	1,744	-10.4%	2,048	17.4%	
Xăng A95	953	784	-17.7%	906	15.6%	
Xăng A92	514	469	-8.8%	562	19.8%	
Jet A1	129	89	-31.0%	89	0.0%	
Dầu FO	473	370	-21.8%	431	16.5%	
LPG	83	83	0.0%	80	-3.6%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	147,423	127,688	-13.4%	143,797	12.6%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 24,400 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/B để đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho cổ phiếu BSR với mức giá mục tiêu là 24,400 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 5.2% so với giá đóng cửa 23,200 VNĐ/cổ phiếu ngày 10/09/2024. Mức P/B mục tiêu là 1.29x được chọn theo trung bình P/B của BSR trong 5 năm. Định giá hiện tại của chúng tôi chưa bao gồm lợi ích nhận được từ dự án Nâng cấp-Mở rộng NMLD Dung Quất (dự kiến hoàn thành trong 3Q2028). Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 3%.

Biểu đồ 7. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	28,957
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	17,083
Beta	1.44	Tổng giá trị hiện tại	46,040
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	39,982
Thuế suất	10.0%	Trừ: Nợ gộp	-11,099
Chi phí vốn bình quân	12.8%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-124
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	74,799
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100.5
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	24,100

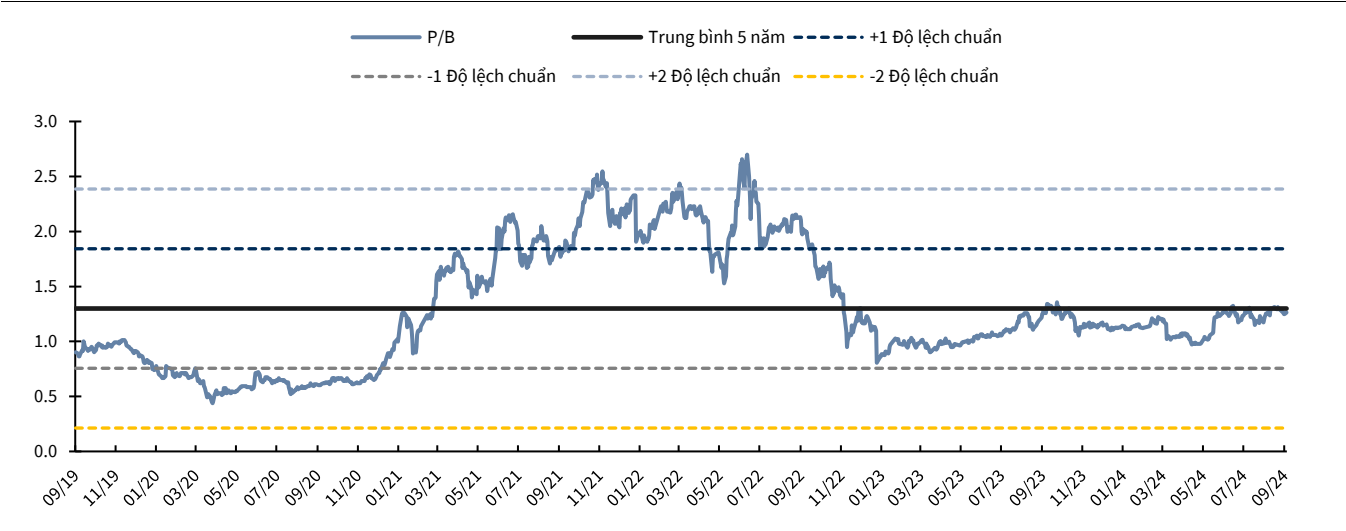
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 8. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	24,100	50%	12,050
P/B (1.29x)	24,718	50%	12,359
Giá mục tiêu (làm tròn)			24,400
Giá hiện tại (10/09/2024)			23,200
Upside			5.2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 9. Tổng hợp định giá



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

BSR – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HKQD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	167,124	147,423	127,688	143,797	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	78,488	86,454	89,864	92,602
Giá vốn hàng bán	-151,027	-137,815	-120,127	-134,738	TÀI SẢN NGẮN HẠN	58,471	68,546	72,963	67,748
Lãi gộp	16,097	9,608	7,561	9,059	Tiền và tương đương tiền	22,853	17,001	18,781	21,291
Thu nhập tài chính	1,750	2,659	2,127	2,127	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,172	21,122	21,122	21,122
Chi phí tài chính	-923	-1,154	-1,048	-1,069	Các khoản phải thu	16,553	14,999	18,296	13,237
Trong đó: Chi phí lãi vay	-253	-288	-294	-299	Hàng tồn kho, ròng	16,809	15,352	14,613	12,108
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	20,017	17,908	16,901	24,854
Chi phí bán hàng	-909	-1,034	-740	-833	Phải thu dài hạn	534	549	549	549
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-515	-626	-542	-610	Tài sản cố định	18,075	16,059	15,052	23,005
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	15,500	9,453	7,358	8,674	Tài sản dở dang dài hạn	1,275	1,211	1,211	1,211
Thu nhập khác	87	32	0	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	1	0	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	86	32	0	0	NỢ PHẢI TRẢ	27,298	29,322	30,332	29,852
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	2	3	4	Nợ ngắn hạn	26,015	28,439	28,928	24,456
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	15,586	9,485	7,358	8,674	Phải trả người bán	14,836	14,617	15,497	10,440
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-916	-1,031	-736	-867	Người mua trả tiền trước	38	247	247	247
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	14,669	8,455	6,622	7,807	Vay ngắn hạn	8,954	10,970	10,579	11,164
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-57	-57	-32	-38	Nợ dài hạn	1,282	884	1,404	5,396
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	14,726	8,511	6,654	7,845	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	0	0	520	4,512
Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	51,190	57,131	59,532	62,750
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.6%	6.5%	5.9%	6.3%	Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Tỷ suất EBITDA	10.1%	6.9%	6.8%	7.3%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất EBIT	8.8%	5.4%	4.9%	5.3%	Lãi chưa phân phối	14,652	16,202	18,635	21,892
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9.3%	6.4%	5.8%	6.0%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	5,598	10,048	10,048	10,047
Tỷ suất lãi hoạt động KD	9.3%	6.4%	5.8%	6.0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-65	-124	-156	-194
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.8%	5.7%	5.2%	5.4%					
					Chỉ số chính				
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2022	2023	2024F	2025F	(x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	15,586	9,486	7,358	8,674	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,192	2,269	2,420	2,919	P/E	5.1	8.9	11.4	9.6
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,102	-2,315	0	0	P/E pha loãng	5.1	8.9	11.4	9.6
Chi phí lãi vay	253	288	294	299	P/B	1.5	1.3	1.3	1.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	16,929	9,728	10,072	11,892	P/S	0.5	0.5	0.6	0.5
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-2,943	1,848	-3,297	5,059	P/Tangible Book	1.5	1.3	1.3	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-6,577	1,305	739	2,505	P/Cash Flow	10.5	6.5	10.3	5.7
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	883	604	880	-5,057	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	3.6	6.8	7.8	6.6
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	184	36	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	4.1	8.7	10.8	9.2
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-1,373	-1,833	-1,030	-1,166					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	7,088	11,672	7,364	13,233	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-220	-230	-1,555	-10,788	ROE%	28.7%	14.8%	11.1%	12.4%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	1	0	0	ROA%	18.7%	9.8%	7.4%	8.4%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-7,826	-29,789	-32,116	-32,551	ROIC%	38.0%	15.3%	11.9%	13.1%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	9,843	10,840	29,789	29,789	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.0	1.3	1.4	1.7
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.6	1.9	2.0	2.3
Cổ tức và tiền lãi nhận được	897	1,303	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.3	2.4	2.5	2.8
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	2,695	-17,874	-3,542	-13,130	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.1
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	77,969	95,396	520	4,785	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-79,886	-93,407	-392	-208	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.4
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Cổ tức đã trả	-1,347	-2,164	-2,170	-2,170	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.5
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-3,265	-175	-2,042	2,407	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	6,518	-6,377	1,780	2,510	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	11.1	9.3	7.7	9.1
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	16,346	22,853	17,001	18,781	Hệ số quay vòng HTK	11.1	8.6	8.0	10.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,853	17,001	18,781	21,291	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	13.8	10.0	8.5	11.1

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

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

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Dầu khí & Hóa Chất

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

Khoí phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

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

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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