

CTCP Lọc hoá dầu Bình Sơn (BSR)

Động lực từ giá Crack spread duy trì ở mức cao

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

06/06/2022

Doanh thu và LNST Quý 1/2022 tăng trưởng mạnh 65.2% YoY và 25.1% YoY

Trong Quý 1/2022, BSR ghi nhận doanh thu thuần đạt 34,783 tỷ VNĐ (+65.2 % YoY) và LNST đạt 2,312 tỷ VNĐ (+25.1% YoY). Sản lượng tiêu thụ Quý 1/2022 của BSR đi ngang, đạt 1,594 nghìn tấn (+2.4% YoY). Tuy nhiên, giá bán của BSR đã ghi nhận đà tăng tích cực theo giá dầu Brent, kết thúc Quý 1/2022 giá Brent đạt trung bình 97.9 USD/thùng (+59.7% YoY) dẫn tới sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu của BSR.

Crack spread tiếp tục duy trì ở mức cao tác động trực tiếp tới doanh thu và lợi nhuận của BSR

Chúng tôi cho rằng crack spread sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao do căng thẳng từ chiến tranh Nga – Ukraine và áp lực cấm vận từ các nước phương Tây đã khiến nguồn cung dầu thô từ Nga sang các nhà máy lọc dầu châu Âu bị gián đoạn, dẫn tới việc thâm hụt nguồn cung các mặt hàng xăng dầu thành phẩm. Bên cạnh đó, một ông lớn trong ngành dầu khí nói chung và lọc hoá dầu nói riêng là Trung Quốc đang thực hiện chính sách “Zero-Covid”, kéo theo đó là nhu cầu và cả nguồn cung hạn chế từ các nhà máy lọc dầu của nước này. Do đó, chúng tôi tin rằng crack spread của các sản phẩm lọc dầu trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì mức cao cho tới hết năm 2022 khi tình trạng thiếu hụt công suất lọc dầu và nguồn cung dầu sản phẩm dần được giải quyết.

Dự án nâng cấp nhà máy đang được xem xét lại phương án đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2022 Dung Quất sẽ vận hành ổn định, với hiệu suất 108% trong năm 2022 do không phải thực hiện đại tu (BSR đại tu 3 năm/lần với khoảng thời gian 50 – 52 ngày, đợt gần nhất là năm 2020) và bù đắp sản lượng thiếu hụt do NMLD Nghi Sơn giảm công suất.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 38,200 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá DCF, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BSR. Giá mục tiêu là 38,200 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 38.4% so với giá tại ngày 03/06/2022.

Mua

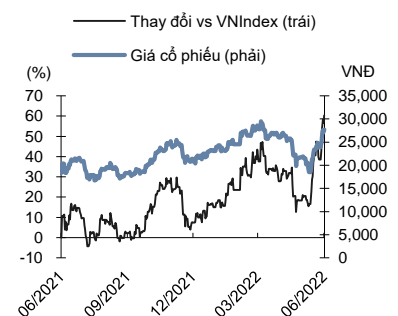
Giá mục tiêu	VNĐ 38,200
Tăng/giảm (%)	38.4%
Giá hiện tại (03/06/2022)	VNĐ27,600
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ31,850
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	85,574

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	7.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	217.33
Sở hữu nước ngoài (%)	0.0%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (92.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
BSR	24.9	-5.2	26.6	48.1
VNINDEX	32.5	9.2	45.6	56.8

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	57,959	101,079	148,917	116,418
EBIT	(3,046)	6,545	12,979	10,628
LN sau CĐTS	(2,819)	6,705	12,857	10,295
EPS (VNĐ)	(909)	2,162	4,147	3,320
Thay đổi EPS (%)	-201.2	-337.8	92.0	-20.0
P/E (x)	-10.7	10.5	9.2	11.5
EV/EBITDA (x)	-61.3	7.3	7.1	8.1
P/B (x)	1.0	1.9	2.5	2.2
ROE (%)	-9.2	17.8	26.9	19.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	2.6	3.9



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

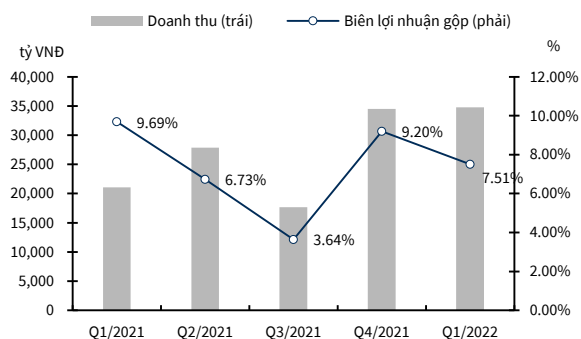
Doanh thu và LNST Quý 1/2022 tăng trưởng mạnh 65.2% YoY và 25.1% YoY

Trong Quý 1/2022, BSR ghi nhận doanh thu thuần đạt 34,783 tỷ VNĐ (+65.2 % YoY) và LNST đạt 2,312 tỷ VNĐ (+25.1% YoY). Sản lượng tiêu thụ Quý 1/2022 của BSR đi ngang, đạt 1,594 nghìn tấn (+2.4% YoY). Tuy nhiên, giá bán của BSR đã ghi nhận đà tăng tích cực theo giá dầu Brent, kết thúc Quý 1/2022 giá Brent đạt trung bình 97.9 USD/thùng (+59.7% YoY) dẫn tới sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu của BSR.

Biên lợi nhuận suy giảm nhẹ so với quý trước do ghi nhận dự phòng hàng tồn kho

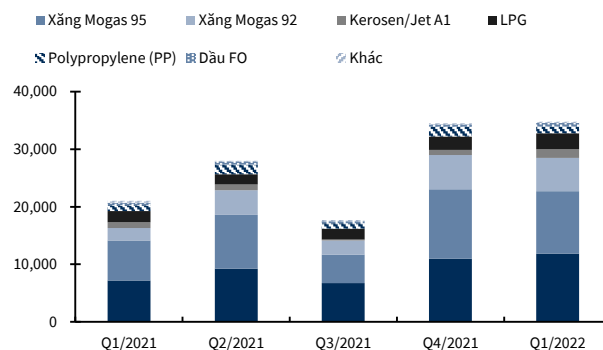
Biên lợi nhuận gộp Quý 1/2022 ghi nhận ở mức 7.5%, thấp hơn so với Quý trước và cùng kỳ. Chúng tôi nhận thấy rằng với đặc thù của một doanh nghiệp lọc hoá dầu, BSR thường mua dầu với tỷ lệ 80% hợp đồng kí trước và 20% mua trực tiếp trên thị trường. Điều này khiến cho biến động của giá dầu ảnh hưởng trực tiếp tới phần hàng tồn kho là nguyên vật liệu để sản xuất xăng dầu thành phẩm của BSR và điều này đã được thể hiện trong quá khứ ở Quý 1 và Quý 2/2020. Với Quý 1/2022, BSR đã trích hơn 1,900 tỷ dự phòng giảm giá cho phần dầu thô mua trực tiếp trên thị trường, dẫn tới việc kéo biên lợi nhuận gộp xuống mức thấp. Chúng tôi ước tính rằng, nếu loại trừ đi khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho này thì biên lợi nhuận gộp của BSR sẽ đạt khoảng 13%, một kết quả hợp lý trong bối cảnh crack spread và giá dầu duy trì ở mức cao hiện nay.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của BSR, 2021-2022 (tỷ đồng)



Nguồn: KBSV, BSR

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của BSR, 2021-2022 (tỷ đồng)



Nguồn: KBSV, BSR

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 2021 của BSR

Tỷ VNĐ	Q1/2021	Q1/2022	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	21,049	34,783	65.2%	Doanh thu tăng mạnh nhờ đà tăng giá mạnh của giá bán trong khi tổng sản lượng đi ngang
Dầu Diesel	7,174	11,838	65.0%	Sản lượng giảm 5% YoY, tuy nhiên giá bán trung bình tăng 72% YoY
Xăng A95	6,962	10,845	55.8%	
Xăng A92 & E5	2,304	5,988	159.9%	Sản lượng tăng 58% YoY và giá bán trung bình tăng 64% YoY
Jet A1	972	1,462	50.4%	
Dầu nhiên liệu (FO)	435	656	50.7%	
LPG	1,941	2,779	43.1%	
Khác	1,260	1,214	-3.6%	
Lợi nhuận gộp	2,041	2,612	28.0%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	9.69%	7.51%		Biên lợi nhuận gộp giảm do BSR ghi nhận hơn 1,900 tỷ dự phòng hàng tồn kho trong Quý 1/2022
Chi phí SG&A	-261	-336	28.9%	Chi phí vận chuyển tăng do ảnh hưởng của giá dầu tăng
% SG&A / doanh thu	-1.24%	-0.97%		
LN từ HĐKD	1,780	2,275		
Thu nhập tài chính	200	356		
Chi phí tài chính	-132	-189	43.3%	Chi phí lãi vay tăng do thực hiện dự án nâng cấp nhà máy
LN trước thuế	1,849	2,463	33.2%	
LN sau thuế	1,848	2,312	25.1%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.78%	6.65%		
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	1,746	1,667	-4.5%	
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)	1,556	1,653	6.2%	
Dầu Diesel	626	596	-4.8%	
Xăng A95	480	461	-4.0%	
Xăng A92 & E5	159	252	58.3%	
Jet A1	80	70	-12.6%	
Dầu nhiên liệu (FO)	42	42	-2.1%	
LPG	128	135	5.1%	
Khác	40	98	144.6%	
Giá đầu vào trung bình (USD/thùng)				
Brent thế giới	61	98	59.7%	
Giá đầu thô đầu vào của BSR	62	101	61.8%	
Giá bán trung bình (USD/thùng)				
Dầu Diesel	68.8	118.9	72.8%	
Xăng A95	75.7	122.5	61.8%	
Xăng A92	73.1	119.8	63.9%	
Jet A1	68.0	116.8	71.8%	
Dầu nhiên liệu (FO)	67.4	103.3	53.3%	
LPG (USD/tấn)	662.3	902.0	36.2%	

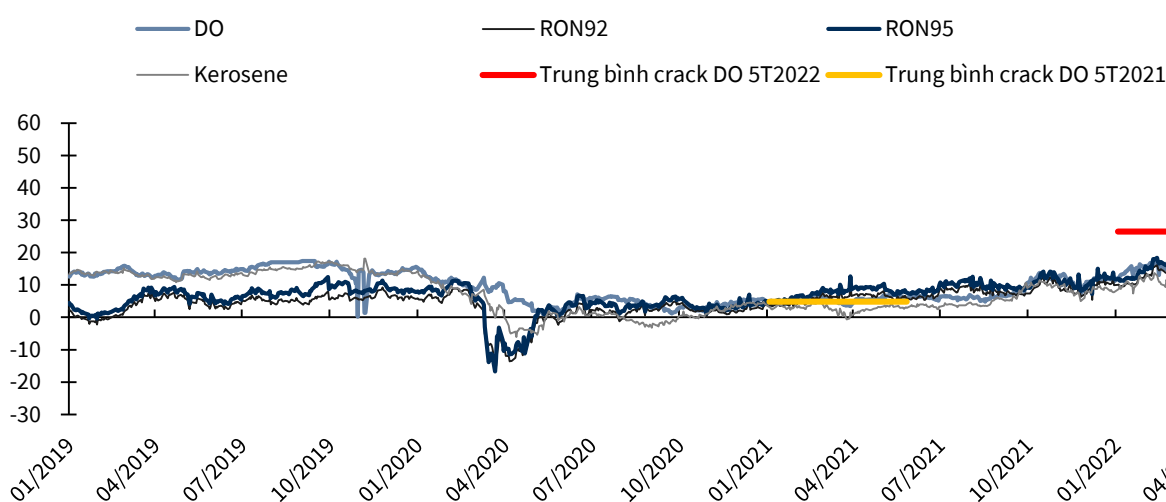
Nguồn: KBSV, BSR

Crack spread tiếp tục duy trì ở mức cao tác động trực tiếp tới doanh thu và lợi nhuận của BSR

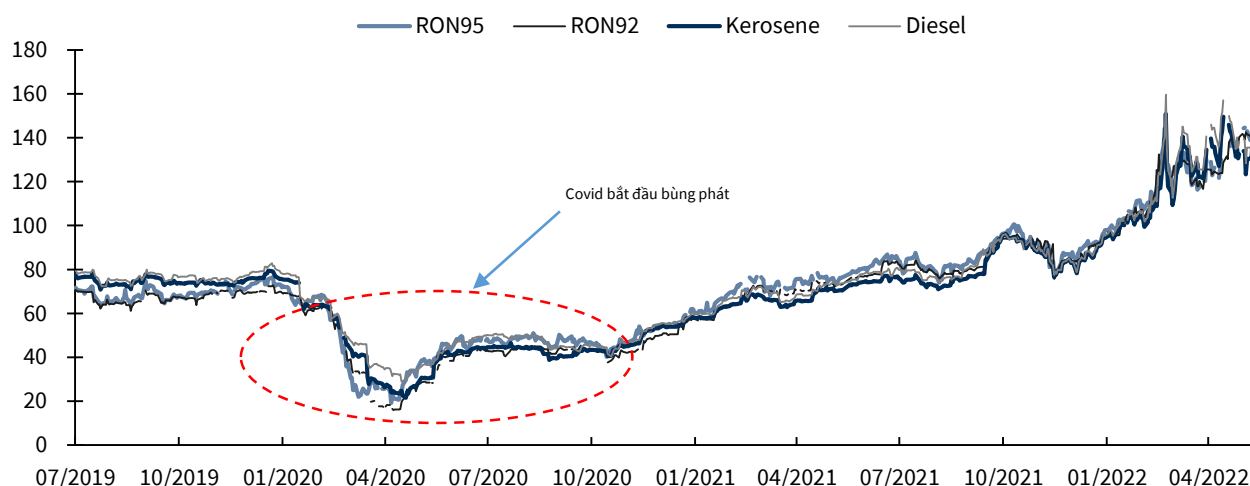
Chúng tôi nhận thấy rằng, crack spread – nhân tố chính tác động trực tiếp tới doanh thu và lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu như BSR đã có diễn biến giá tích cực trong nửa đầu năm 2022. Tính tới hết Quý 1/2022, crack spread của BSR với các sản phẩm chính như Diesel, xăng A92&95, LPG đã ghi nhận mức tăng đáng kể, đạt lần lượt 202%, 62-74%, 176% YoY. Chúng tôi cho rằng crack spread sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao do căng thẳng từ chiến tranh Nga – Ukraine và áp lực cấm vận từ các nước phương Tây đã khiến nguồn cung dầu thô từ Nga sang các nhà máy lọc dầu châu Âu bị gián đoạn, dẫn tới việc thâm hụt nguồn cung các mặt hàng xăng dầu thành phẩm. Cụ thể hơn, crack spread của sản phẩm Diesel trong 5 tháng đầu năm 2022 trung bình đạt 26.5 USD/thùng (+4.8x YoY).

Mặt khác, một ông lớn trong ngành dầu khí nói chung và lọc hoá dầu nói riêng là Trung Quốc đang thực hiện chính sách “Zero-Covid”, kéo theo đó là nhu cầu và cả nguồn cung hạn chế từ các nhà máy lọc dầu của nước này. Do đó, chúng tôi tin rằng crack spread của các sản phẩm lọc dầu trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì mức cao cho tới hết năm 2022 khi tình trạng thiếu hụt công suất lọc dầu và nguồn cung dầu sản phẩm dần được giải quyết.

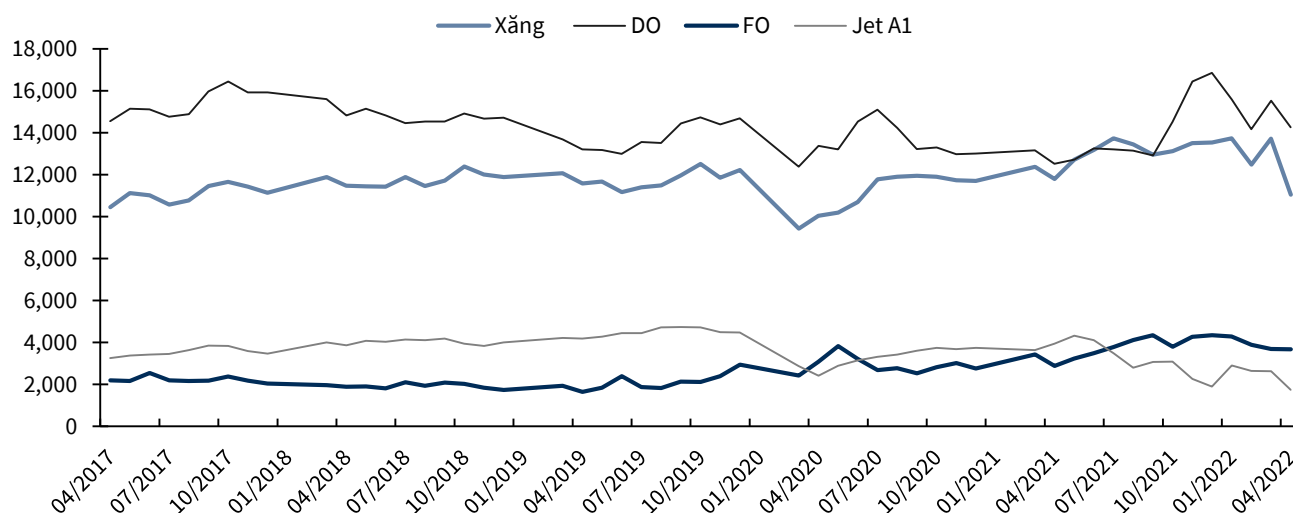
Biểu đồ 3. Crack spread các sản phẩm chính của BSR tiếp tục đà tăng ấn tượng (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Giá bán các sản phẩm lọc dầu tiếp tục tăng khi nguồn cung không đáp ứng đủ nhu cầu (USD/thùng)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Sản lượng lọc dầu của Trung Quốc bị cắt giảm do “Zero-Covid” (nghìn tấn)

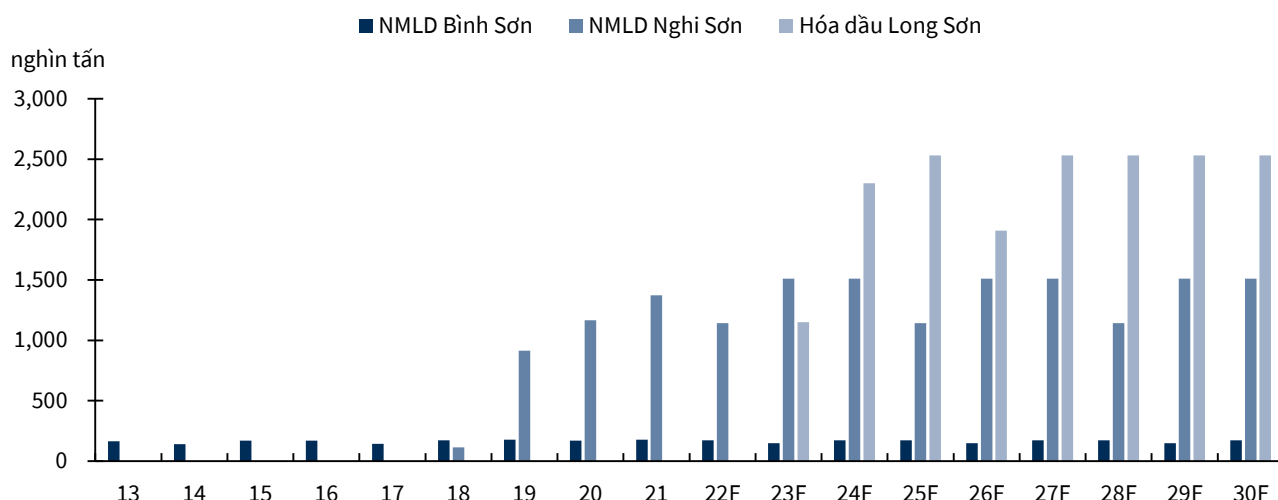
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự án nâng cấp nhà máy đang được xem xét lại phương án đầu tư

BSR đang thực hiện nghiên cứu tính khả thi của kế hoạch nâng cấp & mở rộng NMLD Dung Quất, BSR cho biết rằng kế hoạch sửa đổi này sẽ hạ tổng mức đầu tư toàn bộ dự án từ 1.8 tỷ USD xuống 1.2 tỷ USD. Doanh nghiệp cũng kì vọng việc nghiên cứu tính khả thi sẽ có kết quả trong 2H2022 và dự án Dung Quất mở rộng sẽ bắt đầu đi vào hoạt động vào năm 2026. Chúng tôi thấy rằng dự án này là điều tất yếu để BSR có thể gia nhập vào mảng hoá dầu – mảng hoạt động đem lại biên lợi nhuận cao hơn lọc dầu và còn rất non trẻ của Việt Nam.

Chúng tôi lưu ý rằng định giá của chúng tôi hiện tại chỉ bao gồm dự án nâng cấp nhà máy trị giá 300 triệu USD nhằm nâng cấp tiêu chuẩn khí thải của các sản phẩm lên mức EURO 5 theo yêu cầu của Quyết định số 49/2011/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, các loại xe ô tô sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới phải áp dụng tiêu chuẩn khí thải mức 5 – EURO 5 từ ngày 01/01/2022. Chúng tôi sẽ đưa các dự phóng về dự án mở rộng NMLD Dung Quất khi có đầy đủ các thông tin chi tiết hơn.

Biểu đồ 6. Sản lượng lọc hoá dầu của các NMLD lớn tại Việt Nam, 2013-2030F



Nguồn: BSR, NSR, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022: Điều chỉnh dự phóng cho sản lượng, doanh thu và LNST nhờ vào diễn biến giá tăng mạnh của crack spread

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của BSR thêm lần lượt 3.6% và 18.5%, lần lượt đạt 148,917 tỷ VNĐ (+ 47% YoY) và 12,857 tỷ VNĐ (+ 92% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu trung bình năm 2022 đạt 90 USD/thùng (+28.6% YoY).
- Hiệu suất hoạt động nhà máy đạt 106% CSTK.
- Sản lượng tiêu thụ đạt 6,892 nghìn tấn (+7.4% YoY), giảm so với báo cáo trước đây là 7,024 nghìn tấn (+9.5% YoY).
- Crack DO, xăng A95, 92 và Jet A1 lần lượt đạt 19.3 USD/thùng (+286% YoY), 25.5 USD/thùng (+51.8% YoY), 21.6 USD/thùng (+42% YoY) và 17.6 USD/thùng (+226% YoY) nhờ vào nhu cầu hồi phục và tình trạng thiếu hụt nguồn cung xăng dầu thành phẩm.

Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận sau thuế giảm 22% YoY và 20% YoY do vào kì đại tu lần 5

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của BSR vào 2023 sẽ đạt 116,418 tỷ VNĐ (-22% YoY) và 10,246 tỷ VNĐ (-20% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Giá dầu trung bình năm 2022 đạt 80 USD/thùng (-11% YoY).
- Hiệu suất hoạt động nhà máy đạt 90.9% CSTK do vào kì đại tu lần 5 với giả định thời gian đại tu là 52 ngày.
- Sản lượng tiêu thụ đạt 5,932 nghìn tấn (-14% YoY).
- Crack DO, xăng A95, 92 và Jet A1 lần lượt đạt 19.1 USD/thùng (-1% YoY), 24.8 USD/thùng (-3% YoY), 21.2 USD/thùng (-2% YoY) và 17.6 USD/thùng (+0% YoY) do giả định giá dầu giảm và nguồn cung xăng dầu thành phẩm được đảm bảo.

Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh BSR, 2022-2023

Tỷ VNĐ	2021	2022	2023	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	101,079	148,917	116,418	Doanh thu 2023 giảm do thực hiện đại tu lần 5 kéo dài 52 ngày
Dầu Diesel	34,097	58,320	45,268	
Xăng A95	33,403	41,909	33,114	
Xăng A92 & E5	15,382	20,396	15,455	
Jet A1	3,001	8,528	6,863	Sản lượng và giá bán tăng trong năm 2022 & 2023 nhờ kì vọng nối lại hoạt động hàng không
Dầu nhiên liệu (FO)	1,768	2,460	1,909	
LPG	7,939	11,240	8,892	
Khác	5,490	6,063	4,916	
Lợi nhuận gộp	7,732	14,727	11,995	
Biên lợi nhuận gộp (%)	7.65%	9.89%	10.30%	
Chi phí SG&A	(1,187)	(1,748)	(1,367)	
% SG&A / doanh thu	-1.17%	-1.17%	-1.17%	
LN từ HĐKD	6,545	12,979	10,628	
Thu nhập tài chính	1,017	1,096	1,474	Thu nhập tài chính năm 2023 cao hơn nhờ lượng tiền năm 2022 cao hơn
Chi phí tài chính	(619)	(639)	(751)	
LN trước thuế	6,978	13,470	11,385	
LN sau thuế	6,673	12,796	10,246	
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.60%	8.59%	8.80%	
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	6,413	6,890	5,909	
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)	6,423	6,892	5,932	
Dầu Diesel	2,547	2,916	2,501	
Xăng A95	1,950	1,791	1,562	
Xăng A92 & E5	884	872	729	
Jet A1	215	416	369	Sản lượng tăng mạnh trong năm 2022 & 2023 nhờ kì vọng nối lại hoạt động hàng không
Dầu nhiên liệu (FO)	156	172	148	
LPG	487	551	473	
Khác	184	174	150	
Giá đầu vào trung bình (USD/thùng)				
Brent thế giới	70	90	80	
Giá đầu thô đầu vào của BSR	72	96	86	
Giá bán trung bình (USD/thùng)				
Dầu Diesel	78.8	118.3	107.1	
Xăng A95	88.8	121.8	110.4	
Xăng A92	87.2	117.9	106.8	
Jet A1	77.4	113.9	103.2	
Dầu nhiên liệu (FO)	73.3	92.6	83.1	
LPG (USD/tấn)	702.6	883.2	812.5	

Nguồn: KBSV, BSR

Định giá

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu mới là 38,200 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi nâng định giá của BSR thêm 3.8% bằng phương pháp FCFE, phản ánh tiềm năng tăng giá cao hơn của crack spread và ảnh hưởng tích cực đến doanh thu cũng như LNST của BSR. Giá mục tiêu mới được chúng tôi đưa ra là 38,200 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 38.4% so với giá đóng cửa 27,600 VNĐ/cổ phiếu ngày 03/06/2022.

Biểu đồ 7. Mô hình DCF của BSR

Lãi suất phi rủi ro	3.00%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Phần bù rủi ro vốn VSH	10.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)	60,987
Beta	1.50	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2021-2025 (PV)	43,059
Chi phí vốn CSH	18.0%	Tổng giá trị hiện tại	104,046
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	28,022
Thuế suất	20%	Trừ: Nợ gộp	-13,583
Chi phí nợ sau thuế	5.6%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-66
Tỷ trọng vốn CSH	70%	Giá trị VCSH	118,419
Chi phí vốn bình quân	14.3%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100.5
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	38,200
		Giá hiện tại (02/06/2022)	27,700
		Upside	38.4%
		Tỷ suất cổ tức	2.6%
		Tổng mức sinh lời	41.0%

Nguồn: KBSV

Rủi ro

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

Chúng tôi thấy rằng, giá dầu giảm mạnh sẽ khiến giá trị hàng tồn kho giảm khi BSR cần phải tăng cường trích lập dự phòng hàng tồn kho và lợi nhuận gộp âm. Chu kỳ sản xuất của BSR là khoảng 15 ngày trong khi số ngày tồn kho là khoảng 30 ngày. Trong Quý 1/2020, BSR đã lỗ 2,332 tỷ VNĐ do dịch COVID-19 ảnh hưởng đến giá sản phẩm và nhu cầu của nhà máy lọc dầu và khiến giá dầu giảm hơn 30%. Thêm vào đó, công ty đã thực hiện trích dự phòng hơn 1,900 tỷ dự phòng giảm giá hàng tồn kho khiến biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng. Chúng tôi cho rằng đây là một rủi ro cần được lưu ý khi đầu tư vào BSR trong bối cảnh thị trường dầu mỏ thế giới đang có những diễn biến phức tạp và khó lường.

Rủi ro về dự án đầu tư mở rộng được khởi động

Như chúng tôi đã đề cập, BSR có kế hoạch mở rộng và nâng cấp NMLD Dung Quất từ CSTK 6.5 triệu tấn/năm lên 8.5 triệu tấn/năm và đầu vào có thể xử lý được cả dầu thô chua thay vì chỉ dầu thô ngọt như hiện nay. Tuy nhiên, việc huy động vốn để làm dự án là một thách thức với BSR do PVN không bảo lãnh khoản vay cho dự án này của BSR. Chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình do thiếu thông tin chi tiết, tuy nhiên nếu BSR có thể tìm được nguồn vốn và bắt đầu khởi động dự án này, đây sẽ là điều tích cực với BSR và là rủi ro tăng giá với dự phóng của chúng tôi.

PHỤ LỤC

BSR – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021A - 2023E

Báo cáo Kết quả HKDK					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F	(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	57,959	101,079	148,917	116,418	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	55,895	66,785	82,637	90,992
Giá vốn hàng bán	-60,184	-93,347	-134,190	-104,423	TÀI SẢN NGẮN HẠN	29,997	44,548	62,694	73,044
Lãi gộp	-2,225	7,732	14,727	11,995	Tiền và tương đương tiền	12,793	16,346	23,622	30,932
Thu nhập tài chính	666	1,017	1,096	1,474	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	958	4,190	4,400	4,620
Chi phí tài chính	-498	-619	-639	-751	Các khoản phải thu	7,814	13,645	15,504	14,991
Trong đó: Chi phí lãi vay	-325	-407	-639	-751	Hàng tồn kho, ròng	8,387	10,317	15,809	14,305
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	25,898	22,237	19,943	17,948
Chi phí bán hàng	-552	-781	-1,150	-899	Phải thu dài hạn	534	534	534	534
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-269	-406	-598	-468	Tài sản cố định	22,376	20,137	17,843	15,848
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	-2,878	6,943	13,436	11,351	Tài sản dở dang dài hạn	1,102	1,205	1,205	1,205
Thu nhập khác	26	28	28	28	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	1	-6	-6	-6	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	25	34	34	34	NỢ PHẢI TRẢ	24,830	29,232	35,003	37,456
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	20,407	26,941	31,421	32,615
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	-2,853	6,977	13,470	11,385	Phải trả người bán	7,005	9,450	12,240	12,439
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-6	-304	-674	-1,139	Người mua trả tiền trước	4	2	4	5
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	-2,858	6,673	12,796	10,246	Vay ngắn hạn	9,969	9,829	11,349	12,457
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-39	-31	-61	-49	Nợ dài hạn	4,423	2,291	3,582	4,841
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	-2,819	6,705	12,857	10,295	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
	2020	2021	2022F	2023F	Vay dài hạn	3,022	943	2,234	3,493
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-3.8%	7.7%	9.9%	10.3%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	31,065	37,553	47,634	53,536
Tỷ suất EBITDA	-0.9%	8.8%	10.3%	10.9%	Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Tỷ suất EBIT	-5.3%	6.5%	8.7%	9.1%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	-4.9%	6.9%	9.1%	9.8%	Lãi chưa phân phối	28	6,551	16,692	22,643
Tỷ suất lãi hoạt động KD	-5.0%	6.9%	9.0%	9.8%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	3	2	3	3
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-4.9%	6.6%	8.6%	8.8%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	29	-5	-66	-115
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					Chỉ số chính				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F	(x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	-2,852	6,977	13,470	11,385	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,552	2,309	2,321	2,064	P/E	-10.7	10.5	9.2	11.5
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-858	-858	-858	-858	P/E pha loãng	-10.7	10.5	9.2	11.5
Chi phí lãi vay	325	407	639	751	P/B	1.0	1.9	2.5	2.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	-425	8,835	15,572	13,342	P/S	0.5	0.7	0.8	1.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	2,183	-6,031	-1,859	513	P/Tangible Book	1.0	1.9	2.5	2.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	127	-1,925	-5,492	1,504	P/Cash Flow	70.7	8.3	12.1	9.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	586	6,741	2,790	199	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	-61.3	7.3	7.1	8.1
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-1,600	1,519	67	67	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	-10.0	9.9	8.4	9.7
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-433	-654	-1,324	-2,584					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	425	8,471	9,754	13,041	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-173	-62	-2,234	-3,493	ROE%	-9.2%	17.8%	26.9%	19.1%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	0	0	0	ROA%	-5.1%	10.0%	15.5%	11.3%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-954	-6,698	-1,000	-1,000	ROIC%	-9.3%	19.6%	33.3%	26.6%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0	3,466	517	517	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.8	0.9	1.1
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.1	1.3	1.4	1.6
Cổ tức và tiền lãi nhận được	371	516	516	516	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.5	1.7	2.0	2.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-753	-2,778	-2,188	-3,447	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	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	0.1	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	0.3	0.3	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	40,530	87,252	2,811	2,367	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-35,758	-89,390	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.7	0.7	0.7	0.6
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.4
Cổ tức đã trả	-2	-2	-3,101	-4,651	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.8	0.8	0.7	0.7
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.4
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	4,770	-2,140	-290	-2,284	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	4,442	3,553	7,276	7,310	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.5	9.4	10.2	7.6
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	8,352	12,793	16,346	23,622	Hệ số quay vòng HTK	7.1	10.0	0.1	0.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	12,792	16,346	23,622	30,932	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	8.2	12.3	13.7	9.4

Nguồn: BSR, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

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

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
ngaphb@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
huynd1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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