

# Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

## Lợi nhuận chuẩn bị phục hồi vào Q4

Chuyên viên phân tích Dầu Khí  
Nguyễn Vinh  
vinhn@kbsec.com.vn

27/07/2020

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 8,100 VND

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu BSR với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 8,100 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 chu kỳ. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá bán xăng sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

### Giá bán xăng trên đường phục hồi để lợi nhuận Q4 phục hồi

Giá bán xăng và dầu DO xuất xưởng nội địa đã tăng 48% và cho phép lợi nhuận của công ty cải thiện bất chấp quan điểm của chúng tôi về việc xu hướng sự phục hồi giá dầu sẽ đi ngang. BSR đã có lợi nhuận trong tháng 6 và sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng trở lại trong Q4 sau khi đại tu 2 tháng tại tháng 8 năm nay. BSR cũng đang nâng cấp cơ sở để tham gia vào thị trường hóa dầu. Chúng tôi tin rằng đây là bước đầu quan trọng và đánh dấu sự bắt đầu của việc sản lượng hóa dầu tăng, đặt biệt trong thời điểm nhập khẩu LNG sắp tới.

### Nâng cấp cơ sở vật chất sẽ được sẵn sàng năm 2022E và bắt đầu việc sản xuất phẩm hóa dầu

Việt Nam sẽ sản xuất sản phẩm hóa dầu khi các nhà máy đã hoàn thành năm 2023E. BSR cũng đang nâng cấp cơ sở vật chất để thêm tham gia sản phẩm hóa dầu. Chúng tôi tin tưởng rằng đây là bước đầu quan trọng và đánh dấu sự bắt đầu của sản lượng hóa dầu ngày càng gia tăng, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam cũng đã triển khai việc nhập khẩu LNG.

## MUA lần đầu

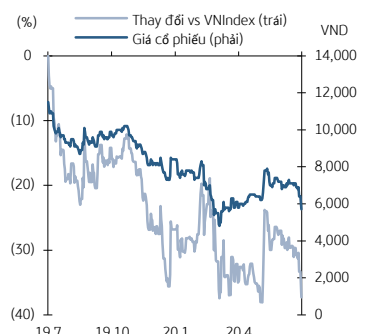
Giá mục tiêu	VND8,100
Tổng mức sinh lời (%)	37.3%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND5,900
Giá mục tiêu thị trường	VND6,000
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD789mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	7.9%
GTGD trung bình (3T)	USD1.25mn
Room khối ngoại (%)	7.9%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (92%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-20.8	-1.7	-32.1	-50.4
Tương đối	-14.1	-3.5	-14.3	-37.3

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	102,824	61,429	90,819	95,360
EBIT	2,869	(2,699)	4,063	4,497
LN sau CĐTS	2,914	(2,942)	3,355	3,705
EPS (VND)	940	(949)	1,082	1,195
Thay đổi EPS (%)	(22.3)	(201.0)	(214.0)	10.4
P/E (x)	6.3	(6.2)	5.5	4.9
EV/EBITDA (x)	3.1	(42.2)	2.9	3.1
P/B (x)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	8.9	(9.1)	10.4	10.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	0.0	2.7	6.8



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Lợi nhuận chuẩn bị phục hồi vào Q4

### Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR): Bắt đầu phục hồi vào Q4 và tham gia vào thị trường hóa dầu

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu BSR với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 8,100 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá bán xăng sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Giá bán xăng và dầu DO xuất xưởng nội địa đã tăng 48% và cho phép lợi nhuận của công ty cải thiện bất chấp quan điểm của chúng tôi về việc xu hướng sự phục hồi giá dầu sẽ đi ngang. BSR đã có lợi nhuận trong tháng 6 và sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng trở lại trong Q4 sau khi đại tu 2 tháng tại tháng 8 năm nay. BSR cũng đang nâng cấp cơ sở để tham gia vào thị trường hóa dầu. Chúng tôi tin rằng đây là bước đầu quan trọng và đánh dấu sự bắt đầu của việc sản lượng hóa dầu tăng, đặt biệt trong thời điểm nhập khẩu LNG sắp tới.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR là 17.5% trong năm 2021E và 2025E. Kết quả lợi nhuận sẽ tốt hơn trong 2021E và đạt 3,335 tỷ VND do 1) giá sản phẩm lọc dầu sẽ trở lại mức trước đại dịch và có lợi nhuận; và 2) hiệu suất hoạt động quay lại mức 110%. Chúng tôi cũng giả định quá trình nâng cấp và mở rộng NMLD với giá trị 1.8 tỷ USD trong năm 2023E bất chấp khó khăn về tài chính. Việc nâng cấp/mở rộng cho phép: 1) tăng tổng sản lượng lên 30%; 2) nâng cấp nhà máy sang chế độ lọc phức tạp (complex refining) từ chế độ lọc đơn giản (simple refining) và có thể sử dụng cả dầu thô chua và ngọt; và 3) tăng sản lượng sản phẩm hóa dầu có biên lợi nhuận cao.

**Bảng 1. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)**

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
<b>Chi phí vốn CSH</b>	kE	15.6%	$rf + (R_E * m)$
Beta có đòn bẩy	$\beta_E$	1.417	$\beta_A(1+(1-t)*D/E)$
Beta tài sản	$\beta_A$	1.221	Beta tài sản của BSR
<b>Giá định GTCC</b>			
ROE dài hạn	ROE	8.0%	ROE dài hạn
Tỷ lệ trả cổ tức	p	60.0%	Tỷ lệ chi trả cổ tức dài hạn
Tăng trưởng dài hạn	g	3.2%	$ROE * (1 - p)$
<b>Giá định</b>			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	20.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phần bù RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN thị trường 10 năm - LS phi RR
LS phi rủi ro	$r_f$	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
<b>GTCC theo % GTDN</b>		<b>87.7%</b>	
Hiện giá Cổ tức tương lai (Tỷ VND)		4,231	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		30,078	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		34,309	
<b>Tổng suất sinh lời</b>		<b>26.6%</b>	
Giá mục tiêu (VND)		8,100	
Cổ tức/cp (VND)		0	

Nguồn: KBSV

**Giá mục tiêu 12 tháng từ phương pháp giá mục tiêu giữa chu kỳ (mid-cycle) thay vì giá mục tiêu tăng trưởng toàn diện (fully-growth loaded)**

Định giá của chúng tôi dựa vào phương pháp cổ tức 3 giai đoạn (DDM) với dòng tiền dự phóng là cổ tức (dividend)/ tiền dùng mua lại cổ phiếu (stock buyback) và với lãi suất chiết khấu được xác định bởi mô hình CAPM (riêng PVD, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền tự do (DCF) do không có chính sách cổ tức rõ ràng). Chúng tôi lưu ý rằng định giá từ phương pháp DDM được gọi là định giá tăng trưởng toàn diện (fully-growth loaded). Thêm nữa, chúng tôi xác định hệ số P/B không tăng trưởng (P/B ex-growth) thông qua mô hình tăng trưởng Gordon  $[(ROE-g)/(COE-g)]$  với giá định  $g=0$  hoặc đơn giản là  $ROE/COE$ . Giá mục tiêu giữa chu kỳ (mid-cycle) tương đương trung bình của giá tăng trưởng toàn diện (fully-growth loaded) và giá không tăng trưởng (ex-growth).

**Bảng 2. KBSV – Phương pháp định giá**

Mô hình tăng trưởng Gordon	
Hệ số justified P/B	= $\frac{(ROE - g)}{(COE - g)}$
Mô hình không tăng trưởng (ex-growth)	
Hệ số P/B không tăng trưởng	= $\frac{ROE}{COE}$
Mô hình giữa chu kỳ (mid-cycle)	
Hệ số P/B giữa chu kỳ	= Trung bình: [Mô hình cổ tức & định giá ex-growth]

Nguồn: KBSV

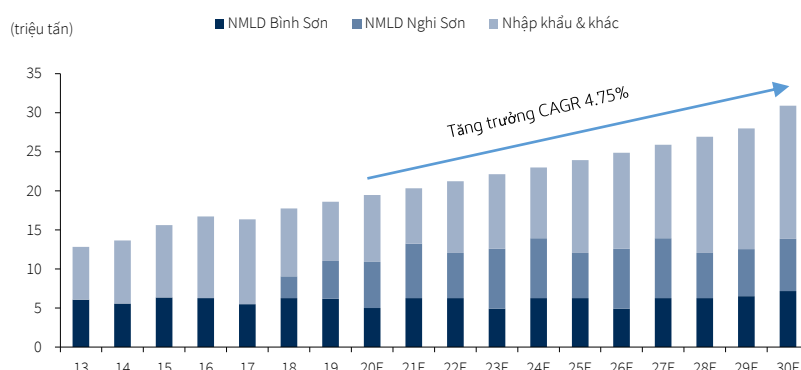
**Lỗ Q2 như dự tính dù đã hoàn nhập 500 tỷ VND dự phòng hàng tồn kho**

Lỗ Q2 2020 là 1,897 tỷ VND vs lợi nhuận Q2 2019 là 106 tỷ VND với doanh thu đạt 13,736 tỷ VND giảm 51% YoY. Lỗ Q2 chủ yếu do: 1) ảnh hưởng của đại dịch vẫn khiến nhu cầu sản phẩm lọc dầu thế giới thấp; và 2) sản lượng tiêu thụ nội địa vẫn thấp do Việt Nam giãn cách xã hội. Lỗ 1H 2020 là 4,245 tỷ VND vs LN 1H 2019 là 704 tỷ VND nhưng lỗ Q2 đã hẹp dần vì đã hoàn nhập 500 tỷ VND dự phòng hàng tồn kho Q1 do giá dầu đã tăng trở lại. Hơn nữa, ban lãnh đạo cũng cho biết tháng 6 công ty đã ghi nhận lợi nhuận dương và chứng tỏ KQKD trong 2H sẽ tiếp tục đà phục hồi.

**Giá xăng & dầu DO sẽ hỗ trợ hoạt động kinh doanh Q3 nhưng lợi nhuận chỉ thực trở lại vào Q4**

Nhu cầu xăng dầu thế giới phục hồi vào 2H và chúng tôi kỳ vọng LN Q3 của BSR là 605 tỷ đồng, tăng 0.7% YoY (vs lỗ Q2 là 1,898 tỷ VND). Dù vậy, KQKD Q3 sẽ tiếp tục kém do 2 tháng bảo trì vào tháng 8 với hiệu suất hoạt động của NMLD đạt 16%. Lợi nhuận chỉ đảo chiều vào Q4 với LN chúng tôi kỳ vọng là 684 tỷ VND (tăng 13% QoQ nhưng vẫn giảm 57.2% YoY. Do 1H đã lỗ quá lớn, lợi nhuận 2H dù có phục hồi nhưng vẫn không đủ khiến LN cả năm dương và chúng tôi ước tính BSR sẽ lỗ 2,957 tỷ VND cho cả năm 2020E.

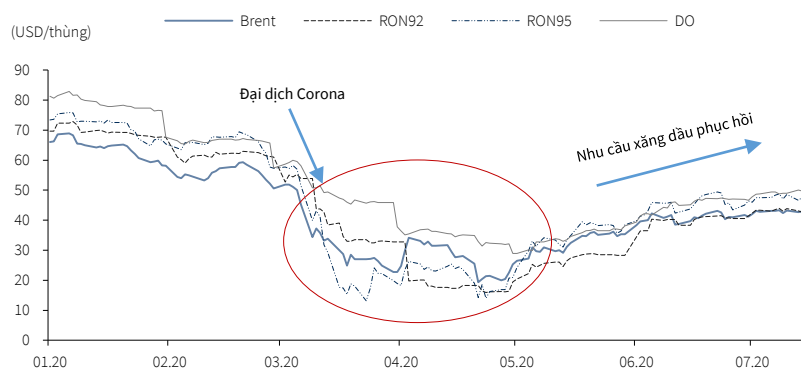
**Biểu đồ 1. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Dự phóng sản lượng lọc dầu, 2013-2030E (triệu tấn)**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

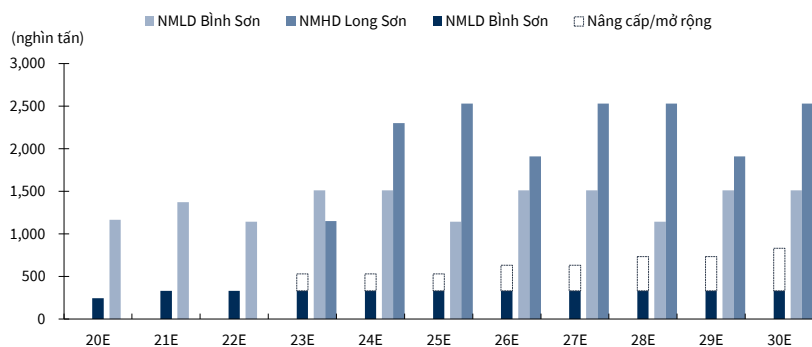
**Biểu đồ 2. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Giá xuất xưởng xăng RON92, RON95 & dầu DO, 1/2020-7/2020 (USD)**

Giá bán lọc hóa dầu = Trung bình 5, 10 hoặc 15 ngày giá thị trường Singapore (số lượng ngày tùy thuộc vào người mua hoặc hợp đồng) +



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 3. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Dự phóng sản lượng hóa dầu, 2013-2030E (nghìn tấn)**



NMLD = Nhà máy lọc dầu; NMHD = Nhà máy hóa dầu

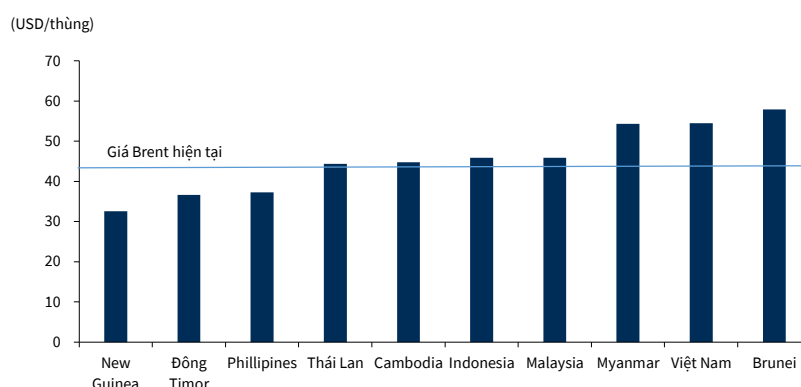
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Thượng nguồn vs hạ nguồn

Những công ty thượng nguồn bị ảnh hưởng nặng nề khi giá dầu thô dưới mức khai thác hòa vốn, khiến các dự án bị đình trệ và cắt giảm sản lượng

Chúng tôi kỳ vọng rằng việc giá dầu dưới mức hòa vốn 55 USD của Việt Nam sẽ ảnh hưởng nặng nề lên phân khúc thượng nguồn hơn hạ nguồn. Sản lượng khai thác của Việt Nam đã đạt đỉnh vào với dầu thô vào năm 2015 & khí tự nhiên vào năm 2018. Các dự án khả năng cao sẽ tục bị trì hoãn do chi phí khai thác của các mỏ “lớn tuổi” của Việt Nam khá là cao đặc biệt trong tình trạng giá dầu thấp như hiện tại, nên việc cắt giảm sản lượng khai thác diễn ra là điều tất yếu. Giá dầu thấp cũng khiến việc các khai thác ở các nước láng giềng bị đình trệ.

**Biểu đồ 4. Dầu khí Đông Nam Á – Giá dầu khai thác hòa vốn, 2019 (USD/thùng)**



Nguồn: Tập đoàn Dầu Khí PetroVietnam, KBSV

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng dầu thô và khí tự nhiên sẽ tiếp tục giảm nhưng triển vọng sản lượng khí sẽ cải thiện đáng kể nếu các siêu dự án khí được chấp thuận

Chúng tôi dự phóng sản lượng dầu sẽ tiếp tục giảm khoảng 5% mỗi năm do 1) trữ lượng ngày càng khó khai thác; 2) triển vọng kém trong việc phát hiện mỏ khí mới; và 3) căng thẳng khu vực biển khiến việc tái khởi động mỏ Cá Rồng Đỏ sẽ không thể xảy ra trong thời gian sớm. Hơn nữa, việc chững lại giá dầu khiến việc cắt giảm sản lượng sẽ còn kéo dài hết năm nay. Sản lượng khí tự nhiên cũng đang có dấu hiệu giảm nhưng nếu các siêu dự án khí được chấp thuận sẽ khiến cho sản lượng khí tăng mạnh trong nhiều năm về sau. Chúng tôi dự phóng các mỏ khí lớn sẽ tiếp tục bị trì hoãn nhưng vẫn sẽ đi vào hoạt động.

**Bảng 3. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng sản xuất & tiêu thụ dầu thô, 2019-2030E (ngàn thùng/ngày, tỷ thùng, năm)**

Hiệu suất/Năm	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Sản xuất (ngàn thùng/ngày)	224	201	201	191	181	172	163	155	147	140	133	126
Tiêu thụ (ngàn thùng/ngày)	308	307	377	343	356	398	343	356	398	343	398	343
Trữ lượng (tỷ thùng)	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6
Trữ lượng/sản xuất (năm)	53	55	57	59	61	63	65	68	70	73	76	79

Nguồn: ENI, KBSV

**Bảng 4. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng sản xuất & tiêu thụ khí tự nhiên, 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)**

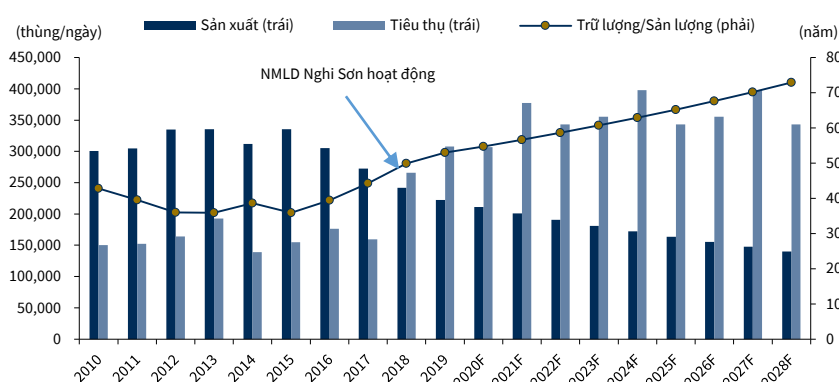
Hiệu suất/Năm	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Sản xuất (tỷ mét khối)	10.3	10.1	10.5	11.4	12.6	19.9	25.8	29.3	30.1	29.6	29.1	28.5
Tiêu thụ (tỷ mét khối)	10.3	10.1	14.3	18.3	19.5	26.8	39.6	57.1	59.4	60.2	61.1	66.6
Trữ lượng (tỷ mét khối)	718.0	707.9	697.4	686.0	673.4	653.5	627.8	598.5	568.4	538.8	509.7	481.2
Trữ lượng/sản xuất (năm)	70.0	70.2	66.5	60.0	53.5	32.9	24.4	20.5	18.9	18.2	17.5	16.9

Nguồn: ENI, KBSV

## Sản lượng dầu thô Việt Nam đã đạt đỉnh năm 2015

Các mỏ dầu lớn của Việt Nam đã lớn tuổi và sản lượng đã bắt đầu giảm từ năm 2015. Mỏ dầu lớn nhất được phát hiện là *Cá Rồng Đỏ* tại bể *Nam Côn Sơn* bên bờ phía Nam có sản lượng 30 nghìn thùng/ngày và 0.62 tỷ mét khối/năm. Việc khai thác mỏ này đã bắt đầu từ năm 2017 nhưng đã bị hủy bỏ vào tháng 3 2018. Việc này dẫn đến các hoạt động khai thác. E&P dần chậm lại và khiến phân khúc hạ nguồn ở Việt Nam không còn tiềm năng tăng trưởng (*sunset era*). Hơn nữa, các mỏ dầu của Việt Nam đã lớn tuổi nên việc khai thác trữ lượng còn lại đang rất khó khăn, việc này đồng thời dẫn đến tỷ lệ trữ lượng/sản lượng tăng mạnh trong nhiều năm qua.

**Biểu đồ 5. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất, tiêu thụ & tỷ lệ trữ lượng/sản xuất của dầu thô, 2010-2028E (thùng/ngày, năm)**



Lưu ý: Tiêu thụ quá khứ (2010-2019) = Sản xuất (P) + Nhập khẩu (M) - Xuất khẩu (X)

Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

## Sản lượng dầu thô các mỏ hiện tại liên tục giảm

**Bạch Hổ:** Từng là mỏ lớn nhất Việt Nam và hiện tại chỉ sản xuất khoảng 54.2 nghìn thùng/ngày, tương đương 27% tổng sản lượng Việt Nam. Trữ lượng đỉnh của mỏ này là 3.7 tỷ thùng dầu thô và sản lượng của mỏ cũng đã giảm dần từ 2006 sau 30 năm hoạt động. *Bạch Hổ* nằm ở bể *Cửu Long* thuộc bờ phía Nam đồng bằng sông Cửu Long và được khai thác bởi VietsovPetro (liên doanh giữa Việt Nam và Nga)

**Rạng Đông:** Mỏ nhỏ hơn với sản lượng 12-15 nghìn thùng/ngày, tương đương 6% tổng sản lượng. Sản lượng từng đạt 140,000 thùng dầu khi mỏ này hoạt động 20 năm trước đây. Mỏ này cũng nằm ở bể *Cửu Long* tại *Lô 15-2* và được vận hành bởi *JX Nippon Oil & Energy* với 46.5% sở hữu.

**Cụm mỏ Sư Tử:** Hiện tại đang là nguồn sản xuất dầu thô lớn nhất Việt Nam với sản lượng 70.3 nghìn thùng/ngày, tương đương 35% tổng sản lượng. Cụm mỏ này nằm ở *Lô 15-1* ở bể *Cửu Long* và vận hành bởi Cửu Long JOC. Các mỏ khí tại cụm này bao gồm *Sư Tử Đen*, *Sư Tử Vàng*, *Sư Tử Trắng* và *Sư Tử Nâu* với tổng trữ lượng của cụm mỏ này 2 tỷ thùng dầu.

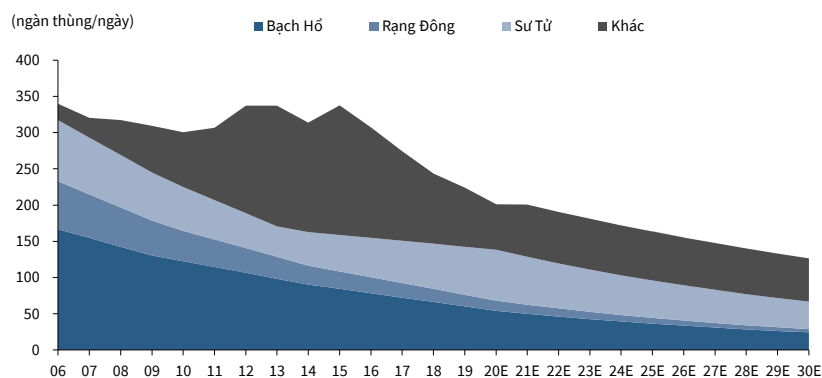
**Các mỏ khác:** Các mỏ khác ở Việt Nam có thể sản xuất ra khoảng 62.7 nghìn thùng/ngày, tương đương 31% tổng sản lượng. Những mỏ lớn bao gồm *Đại Hùng, Hồng Ngọc (Ruby)* và *Tê Giác Trắng* đã sản xuất hơn 20 năm. Đại Hùng nằm ở khu vực bờ phía Nam của bể *Nam Côn Sơn* và được vận hành bởi PVEP, trong khi *Tê Giác Trắng* nằm ở *Lô 16-1* tại bể *Cửu Long* và được vận hành bởi Hoàng Long JOC.

**Bảng 5. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng dầu thô theo mỏ, 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)**

Mỏ/năm (nghìn thùng/ngày)	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Bạch Hổ	167	155	143	131	123	114	106	98	90	84	78	72
Rạng Đông	66	60	54	48	42	38	34	30	26	24	22	20
Sư Tử	84	78	72	66	60	54	48	42	46	50	54	58
Khác	23	27	48	64	76	100	148	167	151	179	153	124
<b>Tổng sản lượng</b>	<b>340</b>	<b>321</b>	<b>317</b>	<b>309</b>	<b>301</b>	<b>307</b>	<b>337</b>	<b>337</b>	<b>314</b>	<b>338</b>	<b>307</b>	<b>274</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 6. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất dầu thô theo mỏ, 2006-2030E (nghìn thùng/ngày)**



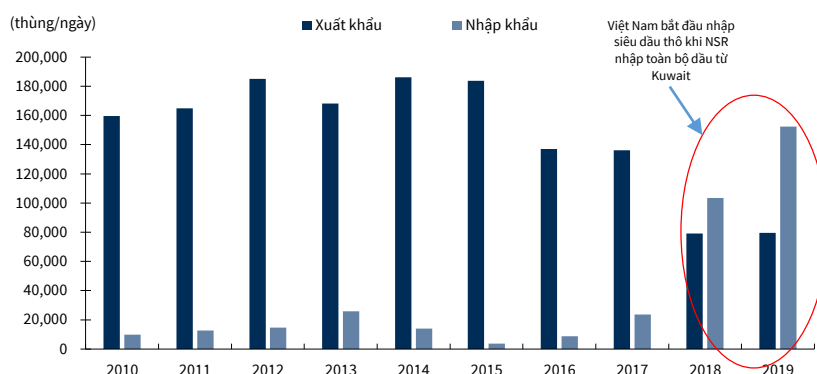
Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

## Việt Nam chính thức trở thành nước nhập siêu dầu thô

Việt Nam rõ ràng đã chính thức trở thành nước nhập thô dầu từ năm 2018 khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động với đầu vào từ Kuwait. Khác với NMLD Dung Quất của BSR sử dụng chủ yếu nguồn dầu nội địa, NMLD Nghi Sơn dùng toàn bộ dầu thô từ Kuwait. NMLD Dung Quất đã bắt đầu việc dùng dầu nhập khẩu trong năm nay và sẽ giảm việc sử dụng nguồn dầu nội địa.



**Biểu đồ 7. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng xuất khẩu & nhập khẩu dầu thô, 2010-2019 (thùng/ngày)**



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

### Sản lượng khí tự nhiên cũng đã bắt đầu giảm

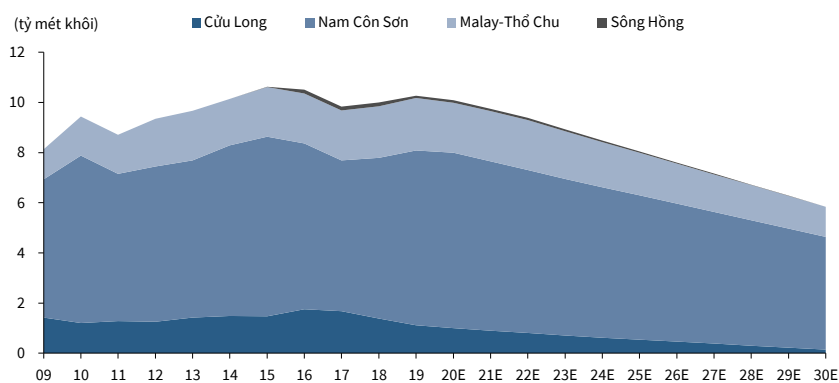
Các mỏ khí tự nhiên hiện tại cũng gặp tình trạng giảm sản lượng tương tự sau khi đạt đỉnh vào năm 2018. Chúng tôi ước tính sản lượng khí Việt Nam sẽ giảm phân nửa xuống 5.8 tỷ mét khối từ 10.1 tỷ mét khối cho đến năm 2030E nếu không có mở mới nào đi vào hoạt động. Nhu cầu điện ngày càng tăng – trong tình hình thời tiết bất lợi cho các nhà máy thủy điện – khiến Việt Nam tăng sản lượng khí tự nhiên trong những năm qua cho các nhà máy điện khí. Việc này dẫn đến các mỏ khí phải hoạt động quá công suất và sản lượng khí đã bắt đầu dấu hiệu đi xuống.

**Bảng 6. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng khí theo bể (giả định không có mỏ mới), 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)**

Bể/năm (tỷ mét khối)	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Cửu Long	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
Nam Côn Sơn	7.0	7.0	6.8	6.5	6.3	6.0	5.8	5.5	5.3	5.0	4.8	4.5
Malay-Thổ Chu	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
Sông Hồng	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Tổng sản lượng khí</b>	<b>10.3</b>	<b>10.1</b>	<b>9.7</b>	<b>9.4</b>	<b>8.9</b>	<b>8.5</b>	<b>8.0</b>	<b>7.6</b>	<b>7.2</b>	<b>6.7</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 8. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí tự nhiên theo bể (giả định không có mỏ mới), 2009-2030E (tỷ mét khối)**



Nguồn: PV Gas, Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

**Nhưng tình hình có thể thay đổi rất nhiều nếu các siêu dự án khí được chấp thuận**

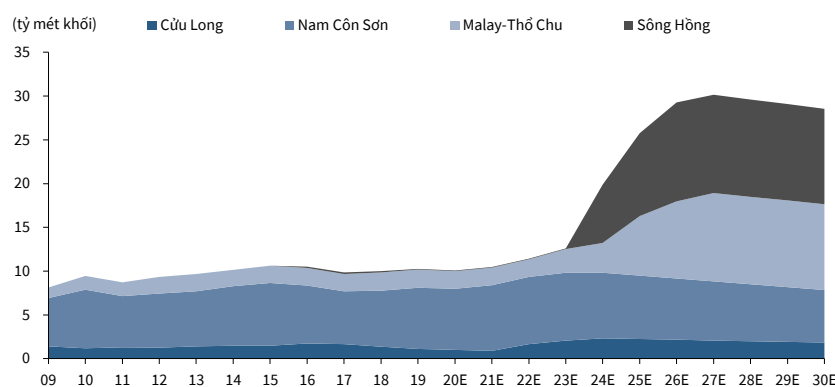
Các siêu sự án *Cá Voi Xanh* & *Lô B* vẫn chưa được duyệt và việc thêm các mỏ mới có thể khiến sản lượng tăng gấp ba lần lên 28.5 tỷ mét khối cho đến năm 2030E. Tiềm năng từ các mỏ khí này khổng lồ và có thể bắt đầu nhiều thập kỷ với sản lượng tăng mạnh.

**Bảng 7. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng khí theo bể (giả định có mỏ mới), 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)**

Bể/năm (tỷ mét khối)	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Cửu Long	1.1	1.0	0.9	1.7	2.1	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
Nam Côn Sơn	7.0	7.0	7.5	7.7	7.8	7.5	7.3	7.0	6.8	6.5	6.3	6.0
Malay-Thổ Chu	2.1	2.0	2.0	2.0	2.7	3.4	6.8	8.8	10.1	10.0	9.9	9.8
Sông Hồng	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	6.7	9.5	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9
<b>Tổng sản lượng khí</b>	<b>10.3</b>	<b>10.1</b>	<b>10.5</b>	<b>11.4</b>	<b>12.6</b>	<b>19.9</b>	<b>25.8</b>	<b>29.3</b>	<b>30.1</b>	<b>29.6</b>	<b>29.1</b>	<b>28.5</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 9. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí tự nhiên theo bể (giả định có mỏ mới), 2009-2030E (tỷ mét khối)**



Nguồn: PV Gas, Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

**Thời điểm các mỏ khí mới đi vào hoạt động vẫn không xác định rõ do liên tục bị trì hoãn**

Các dự án này đã được đề bạt từ năm 2015 nhưng vẫn chưa có kết quả cụ thể và chúng tôi cho rằng các dự án khí sẽ tiếp tục bị đình trệ. Tuy nhiên, các dự án sẽ tiếp tục được thông qua do tình trạng thiếu sản lượng đầu vào cho các nhà máy điện Việt Nam nhưng vẫn trễ ít nhất một đến hai năm.

**Cá Voi Xanh:** Mỏ này được dự đoán sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2023 nhưng chúng tôi cho rằng *Cá Voi Xanh* chỉ thực sự có thể đi vào hoạt động năm 2024E. Siêu mỏ này có trữ lượng xác định khoảng 150 tỷ mét khối với khả năng tạo ra 9.7 tỷ mét khối khí mỗi năm. *Cá Voi Xanh* nằm ở khu vực bể Sông Hồng ở bờ phía Đông Bắc và Exxon Mobil là chủ thầu cũng như là nhà đầu tư chính của dự án này.

**Lô B:** Mỏ lớn thứ hai Việt Nam nằm ở bể *Malay-Thổ Chu* bên bờ Tây Nam và có thể hoạt động vào năm 2025E, trễ hai năm tiến độ. Mỏ này có trữ lượng được xác định là 176 tỷ mét khối và chỉ tạo 7 tỷ mét khối khí/năm. *Lô B* là dự án được quản lý chủ yếu bởi các đơn vị nội địa Tập đoàn dầu khí PetroVietnam (sở hữu 42.9%), PVEP (26.8%), Moeco (22.5%) và PTTEP (7.7%).

**Sao Vàng-Đại Nguyệt:** Đại Nguyệt là mỏ đầu tiên sẽ đi vào hoạt động vào Q4 2020 và chúng tôi cũng kỳ vọng Sao Vàng sẽ đi vào hoạt động đúng tiến độ vào năm 2022E. Cụm mỏ này có trữ lượng 16 tỷ mét khối và có thể tạo ra 1.5 tỷ mét khối mỗi năm. *Sao Vàng-Đại Nguyệt* nằm ở bể *Nam Côn Sơn* bên bờ phía Nam và được vận hành bởi Idemitsu Kosan (Nhật Bản).

**Sử Tử Trắng – giai đoạn 2:** Mỏ này nằm ở bể *Cửu Long* sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2021E hoặc đầu năm 2022E bất chấp việc xây dựng đang bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Giai đoạn 2 sẽ có sản lượng đạt 1.7 tỷ mét khối/năm

**Nam Du-U Minh:** Mỏ này nằm ở bể *Malay-Thổ Chu* với sản lượng đạt 1.6 tỷ mét khối/năm với kế hoạch đi vào hoạt động dự tính năm 2023E. Mỏ này được vận hành bởi Mitra Energy, công ty con của Jadeston Energy.

**Những siêu dự án có thể giúp phân khúc thượng nguồn phục hồi trở lại nhưng còn quá sớm để đặt niềm tin vào sự chuyển mình của ngành**

Các dự án khí tự nhiên đi vào hoạt động có thể giúp các công ty khai thác thượng nguồn E&P như PVS và PVD hưởng lợi nhưng vẫn còn quá sớm để tự tin vào sự phục hồi của ngành. Những vấn đề liên quan rất phức tạp và liên quan đến việc căng thẳng khu vực biển. Cũng trong thời gian hiện tại, sự cạnh tranh gay gắt và giá dầu thấp sẽ khiến biên lợi nhuận của PVS và PVD ngày càng eo hẹp. Những hợp đồng tiềm năng chủ yếu đến từ những mỏ bé hơn *Cá Voi Xanh & Lô B* gồm: *Sao Vàng-Đại Nguyệt, Sử Tử Trắng giai đoạn 2 & Nam Du Minh*. Nhưng các siêu dự án *Cá Voi Xanh & Lô B* có khả năng cao sẽ tiếp tục bị đình trệ và không thể đi hoạt động đúng tiến độ. Những dự án khai thác có thể nhìn thấy trong ngắn hạn: liên quan đến Đại Nguyệt & Sử Tử Trắng giai đoạn 2.

**Bảng 8. Dầu khí Việt Nam – Các dự án khai thác khí, 2018-2025E (USD)**

Dự án	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<i>Sao Vàng Đại Nguyệt</i>		EPC + FSO + JUs (600 triệu USD)						
<i>Sử Tử Trắng gđ 2</i>			EPC + FSO (500 triệu USD)					
<i>Nam Du - U Minh</i>			EPC + FSO (850 triệu USD)					
<i>Cá Voi Xanh</i>			(Ước tính tổng giá trị đầu tư = 10 tỷ USD)					
<i>Lô B - Ô Môn</i>					EPC + FSO + 1 tender barge + 1 JUs (1.2 tỷ USD)			
<i>Cá Rồng Đỏ</i>	Dừng hoạt động							

EPC = Hợp đồng xây dựng EPC; FSO = Tàu FSO; JU = giàn tự nâng jack-up

Lưu ý: Dự án *Cá Rồng Đỏ* đã bị hủy bỏ do căng thẳng vùng biển

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

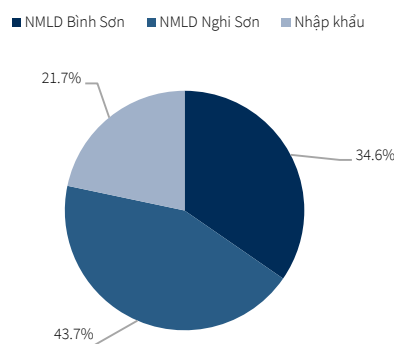
## Phân khúc hạ nguồn vẫn là điểm sáng của ngành dầu khí Việt Nam

Chúng tôi tin rằng phân khúc hạ nguồn vẫn tiếp tục là điểm sáng của ngành dầu khí Việt Nam do nhu cầu từ ngành công nghiệp và tiêu dùng. Nhưng ngành còn non trẻ và dữ liệu về ngành còn khá ít. Quan trọng, ngành khá là cô đặc và được thống trị chỉ bởi vài doanh nghiệp. BSR và NSR sẽ được hưởng lợi từ việc nhu cầu tiêu dùng ngày càng gia tăng với sản phẩm chính là xăng và nhu cầu cho mảng sản xuất với sản phẩm chính là dầu DO. Cả nhà máy trên đều được kỳ vọng có thể nắm bắt được nhu cầu từ mảng công nghiệp vì Việt Nam đã bắt đầu sản xuất sản phẩm hóa dầu. PLX có vị thế độc quyền trong phân khúc phân phối bán lẻ xăng dầu, với việc sở hữu hệ thống cửa hàng xăng dầu lớn nhất và trải dài cả nước. Với độ phủ trên khắp cả nước, PLX sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng lên cho sản phẩm xăng dầu do Việt Nam đang dần thu hẹp chênh lệch giữa sản lượng sản tiêu thụ trên đầu người so với những nước lân cận là Thái Lan & Indonesia.

## BSR & NSR hiển nhiên chia sẻ toàn thị trường lọc dầu cùng với nhập khẩu

BSR và NSR lần lượt chiếm 35% & 44% thị phần và Việt Nam sẽ nhập khẩu 22% sản lượng. Sản lượng sản phẩm lọc dầu nội địa không đáp ứng được phần lớn nhu cầu cho đến khi NMLD thứ 2 của Việt Nam là Nghi Sơn đi vào hoạt động. BSR hiện tại vẫn tập trung vào sản phẩm lọc dầu như khí LPG, xăng, dầu DO, dầu hỏa kerosene, dầu FO và một phần nhỏ hạt PP. Sản phẩm lọc dầu của NSR là khí LPG, xăng, dầu DO, dầu hỏa và dầu FO, trong khi sản phẩm hóa dầu là hạt PP, dung môi paraxylene và benzene.

**Biểu đồ 10. Dầu khí Việt Nam – Thị phần thị trường lọc dầu, 2020E (%)**

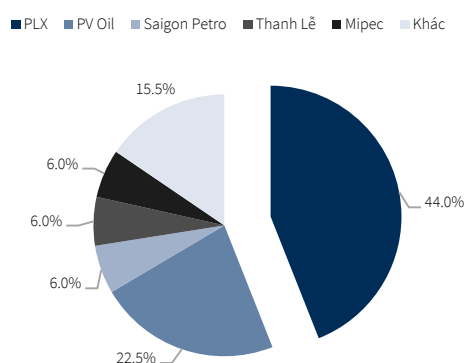


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## PLX sở hữu hệ thống cây xăng lớn Việt Nam

PLX kiểm soát 44% thị phần bán lẻ xăng dầu với hệ thống cây xăng trải dài cả nước. PV Oil xếp thứ hai với 23% thị phần và cũng là công ty xăng còn lại hoạt động trên toàn cả nước. Những đối thủ cạnh tranh ở từng khu vực gồm Saigon Petro tập trung vào khu vực Duyên hải Nam Trung Bộ và Tây Nam Bộ; Thanh Lễ hoạt động ở tỉnh Bình Dương, nơi chứa nhiều con đường quốc lộ quan trọng của Việt Nam; và Mipec cây xăng quân đội hoạt động chủ yếu ở phía Bắc Việt Nam.

**Biểu đồ 11. Dầu khí Việt Nam – Thị phần thị trường bán lẻ xăng, 2020E (%)**

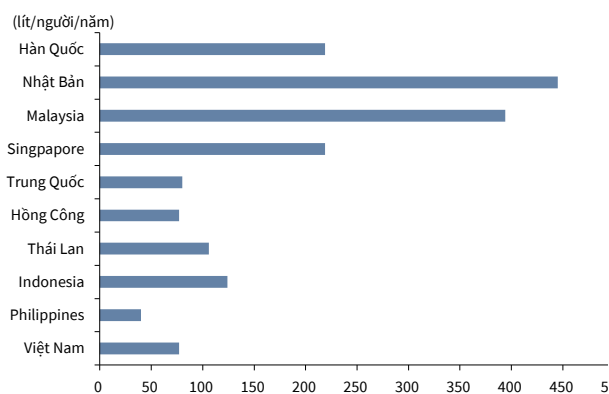


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người hàng năm của Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng

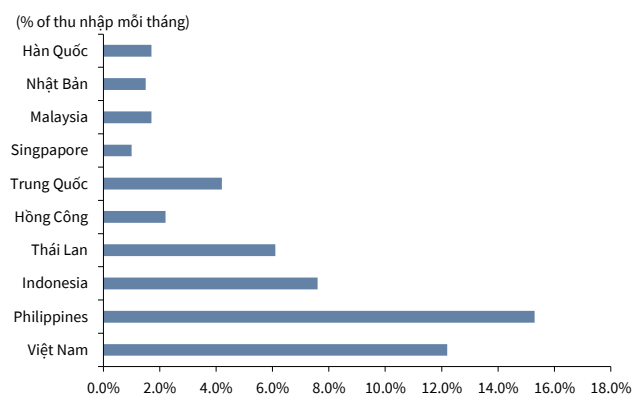
Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người chỉ đạt 77 lít năm 2019 so với mức 106 lít của Thái Lan và 124 lít của Indonesia. Một phần sự chênh lệch có thể được giải thích thông qua chi phí xăng dầu trên mức thu nhập giữa các nước, với Việt Nam cần 12% thu nhập hàng tháng để tiêu thụ 40 lít xăng vs mức 6% của Thái Lan và 8% của Indonesia. Điều này cho thấy mức thu nhập ngày càng tăng của Việt Nam có thể thu hẹp khoảng cách tiêu thụ xăng dầu so với các nước Đông Nam Á.

**Biểu đồ 12. Dầu khí Châu Á – Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người theo nước, 2019 (lít/người/năm)**



Nguồn: Global Petrol Prices, KBSV

**Biểu đồ 13. Dầu khí Châu Á – Phần trăm thu nhập để tiêu thụ 40 lít xăng, 2019 (% thu nhập mỗi tháng)**

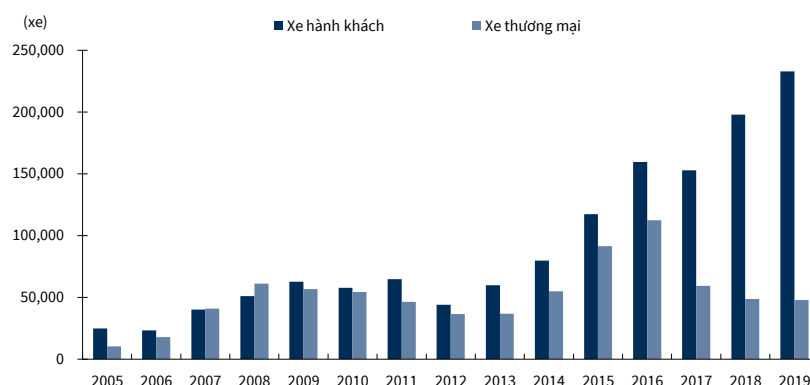


Nguồn: Global Petrol Prices, KBSV

**Sản lượng tiêu thụ ô tô tiếp tục tăng sẽ đảm bảo duy trì tăng trưởng cho NMLD và những công ty điều hành trạm xăng**

Việt Nam không phải là thị trường lớn với doanh số bán ô tô chỉ hơn 200,000 xe/năm. Tuy nhiên, doanh số bán hàng năm đã tăng trong những năm qua và có thể được hưởng lợi nhiều từ Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - EU (EVFTA) chính thức có hiệu lực vào tháng 8. Hiệp định này sẽ giảm dần mức thuế 70% đối với xe từ EU và giảm dần thuế nhập khẩu xe về 0 sau 10 năm. Chính phủ vẫn chưa đưa ra lộ trình cụ thể về việc cắt giảm thuế quan sẽ được 1) giảm theo mức 7% -9% mỗi năm hay 2) cắt giảm diễn ra trong chu kỳ 2-3 năm đối với tỷ lệ phần trăm cắt giảm là 15% -30 %. Việc giảm thuế từ EVFTA có thể khiến doanh thu bán xe ô tô tăng mạnh tương tự như thời điểm Việt Nam giảm thuế xuống 50% từ 60% tại 2015 và xuống 40% vào năm 2016 cho những xe nhập khẩu từ Đông Nam Á như hiệp định CEPT của Khu vực Mậu dịch Tự do ASEAN.

**Biểu đồ 14. Ô tô Việt Nam- Xe hành khách & xe thương mại, 2005-2019 (số lượng xe đã bán)**



Nguồn: Hiệp hội Các sản xuất Ô tô Việt Nam VAMA, KBSV

**Việt Nam sẽ bắt tay sản xuất sản phẩm hóa dầu từ năm 2023E**

Việt Nam sẽ bắt đầu sản xuất trong nước các sản phẩm hóa dầu khi nhà máy Lọc hóa dầu Long Sơn hoàn thành xây dựng vào năm 2023E. Nhập khẩu phần lớn vẫn được sử dụng để đáp ứng nhu cầu nội địa và việc mở rộng sản xuất sang lĩnh vực hóa dầu sẽ mở ra một thị trường mới cho các nhà máy lọc dầu Việt Nam. Nhà máy Hóa dầu Long Sơn sẽ chủ yếu tập trung vào sản xuất polypropylene, ethylene và thuộc sở hữu của Tập đoàn Xi măng Thái Lan.

**Bảng 9. Dầu khí Việt Nam – Kế hoạch xây dựng NMLD, 2009-2023E (nghìn thùng/ngày)**

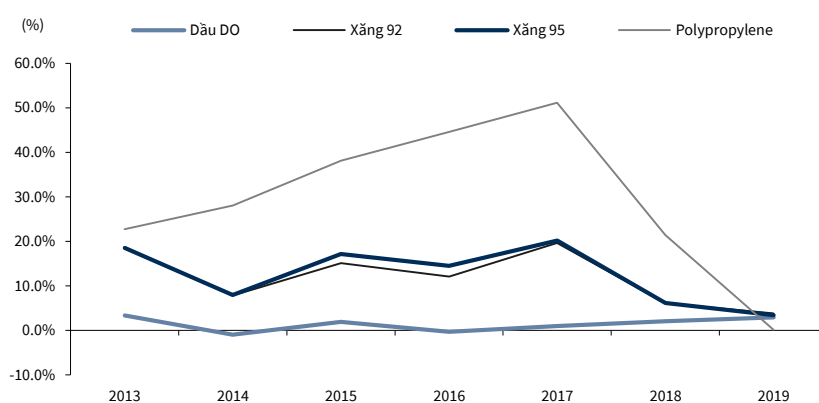
Địa điểm	Nhà máy lọc hóa dầu	Công suất (thùng/ngày)	Tình trạng	Ngày khởi công	Nhà đầu tư chính	Lưu ý
Quảng Ngãi	Dung Quất	148,000	Hoạt động	2009	PetroVietnam (PVN)	Đang tìm vốn để mở rộng
Thanh Hóa	Nghi Sơn	200,000	Hoạt động	2018	PetroVietnam, Kuwait Petroleum, Idemitsu Kosan, Mitsui	
Bà Rịa-Vũng Tàu	Long Sơn	na	Đang xây dựng	2023	Siam Cement Group	Chủ yếu hóa dầu
Khánh Hòa	Nam Vân Phong	200,000	Hủy bỏ		Petrolimex	Chuyển thành cảng LNG
Phú Yên	Vũng Rô	160,000	Hủy bỏ		Vung Ro Petroleum Limited	
Bình Định	Nhơn Hội	400,000	Hủy bỏ		PTT, Audi Aramco	

Nguồn: KBSV

## BSR bắt đầu chuyển hướng đầu tư sang lĩnh vực hóa dầu

Các cơ sở mới dự kiến bắt đầu hoạt động thương mại vào năm 2023E và tăng sản lượng polypropylene khiêm tốn hiện tại của BSR lên 30%. Chúng tôi thực sự tin rằng bước đầu này quan trọng và đánh dấu sự khởi đầu của việc tăng sản lượng hóa dầu trong lúc Việt Nam cũng đầu tư vào các dự án khí LNG. Mặc dù chỉ chiếm 2,5% tổng sản lượng, lợi nhuận gộp của hạt PP vẫn đạt trung bình 16% tổng lợi nhuận gộp của BSR trong năm 2018 và 2019. Trong quá khứ, biên lợi nhuận cao của sản phẩm hóa dầu cũng cao hơn nhiều so với sản phẩm lọc dầu.

**Biểu đồ 15. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Biên gộp của các sản phẩm lọc hóa dầu, 2013-2019 (%)**

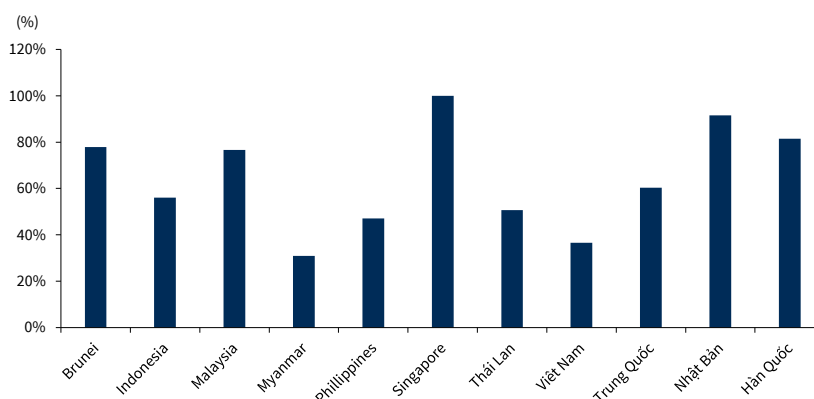


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Tỷ lệ đô thị hóa thấp sẽ thúc đẩy nhu cầu sản phẩm hóa dầu trong vài thập kỷ tới

Tỷ lệ đô thị hóa thấp càng cho thấy sự cần thiết của các nhà sản xuất hóa dầu trong nước nhằm đáp ứng nhu cầu xây dựng lẫn nhu cầu tiêu dùng. Hiện tại, Việt Nam nhập khẩu gần như toàn bộ nhu cầu sản phẩm hóa dầu. Quan trọng, Việt Nam cũng đã bắt đầu nhập khẩu LNG và có thể trong tương lai sẽ cung cấp nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy hóa dầu.

**Biểu đồ 16. Châu Á – Tỷ lệ đô thị hóa, 2019 (%)**



Nguồn: World Bank

## Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2019E-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	102,824	61,429	90,819	95,360
Giá vốn hàng bán	98,851	63,288	85,692	89,759
Lãi gộp	3,973	(1,859)	5,127	5,601
Doanh thu tài chính	537	627	473	473
Chi phí tài chính	416	828	989	1,051
Gồm: Chi phí lãi vay	360	355	386	449
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	714	667	908	954
Chi phí quản lý DN	389	173	156	150
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	2,990	(2,901)	3,547	3,919
Thu nhập khác	69	35	54	56
Chi phí khác	4	2	3	4
Lãi/(lỗ) khác	65	33	50	53
Lãi/(lỗ) trước thuế	3,054	(2,868)	3,598	3,972
Thuế doanh nghiệp	181	89	225	249
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,873	(2,957)	3,372	3,723
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(41)	(15)	17	19
Lợi nhuận sau CĐTS	2,914	(2,942)	3,355	3,705

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	(8.2)	(40.3)	47.8	5.0
Tăng trưởng EBIT	(27.4)	(194.1)	(250.5)	10.7
Tăng trưởng EBITDA	(21.5)	(110.7)	nm	5.2
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(19.2)	(201.0)	(214.0)	10.4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3.9	(3.0)	5.6	5.9
Tỷ suất EBITDA	5.2	(0.9)	7.3	7.3
Tỷ suất EBIT	2.8	(4.4)	4.5	4.7
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	3.0	(4.7)	4.0	4.2
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.8	(4.8)	3.7	3.9

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	2,873	(2,957)	3,372	3,723
Khấu hao TSCĐ	2,513	2,227	2,593	2,505
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(340)	(352)	(351)	(351)
Thay đổi vốn lưu động	1,166	(6,508)	(527)	(4,755)
(T)/G phải thu	(1,019)	1,954	(2,565)	(556)
(T)/G hàng tồn kho	711	(4,787)	(173)	(4,683)
(T)/G TS ngắn hạn khác	27	(87)	(41)	(9)
(T)/G khoản phải trả	205	(4,034)	1,214	267
(T)/G chi phí trả trước	(9)	2	2	1
(T)/G nợ ngắn hạn khác	1,252	443	1,037	225
Điều chỉnh khác HĐKD	2,916	(3,912)	(448)	1,544
Lưu chuyển tiền HĐKD	4,937	(6,178)	5,320	1,368
Đầu tư ngắn hạn	0	2	(1)	(2)
Đầu tư tài sản cố định	(13)	(884)	(960)	(2,580)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	0	0	0	0
Tài sản khác	77	(48)	(95)	(21)
Điều chỉnh khác HĐĐT	(7)	435	546	546
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	57	(495)	(511)	(2,057)
Dòng tiền tự do	4,924	(7,062)	4,360	(1,213)
T/(G) vay dài hạn	(2,123)	(221)	590	1,574
T/(G) vay ngắn hạn	(1,710)	2,511	0	650
Nợ phải trả khác	3	645	620	134
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0
Có tức đã trả	(508)	0	(496)	(1,240)
Trừ: thay đổi vốn CSH	311	(136)	0	0
Điều chỉnh khác HĐTC	1,623	(1,495)	(428)	(440)
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(2,404)	1,302	286	678
Lưu chuyển tiền trong kỳ	2,590	(5,371)	5,095	(12)
Tiền đầu kỳ	5,762	8,352	2,982	8,077
Tiền cuối kỳ	8,352	2,982	8,077	8,065

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tổng tài sản	53,584	49,930	56,268	61,602
Tài sản ngắn hạn	26,896	24,198	31,840	37,028
Tiền & tương đương tiền	8,352	2,982	8,077	8,065
Đầu tư ngắn hạn	4	2	3	5
Khoản phải thu	9,972	7,774	10,106	10,612
Hàng tồn kho	8,515	13,302	13,475	18,158
Tài sản ngắn hạn khác	52	138	180	189
Tài sản dài hạn	26,688	25,732	24,428	24,574
Khoản phải thu dài hạn	534	777	1,011	1,061
Tài sản cố định	24,848	24,568	22,649	22,759
BDS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	1,026	58	344	309
Đầu tư dài hạn	10	11	11	11
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	271	318	413	434
Nợ phải trả	19,530	18,970	22,432	25,283
Nợ ngắn hạn	12,916	11,932	14,185	15,327
Phải trả người bán	8,674	4,640	5,854	6,121
KH trả tiền trước	4	6	8	9
Vay ngắn hạn	1,106	3,617	3,617	4,267
Khoản dự trữ đặc biệt	120	215	215	215
Nợ ngắn hạn khác	3,012	3,455	4,492	4,716
Nợ dài hạn	6,614	7,037	8,247	9,955
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	5,192	4,971	5,561	7,135
Nợ dài hạn khác	1,422	2,066	2,686	2,820
Vốn chủ sở hữu	34,054	30,960	33,836	36,320
Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	2,975	(95)	2,781	5,264
Vốn và quỹ khác	3	3	3	3
Lợi ích cổ đông thiểu số	71	48	48	48
Tổng nợ & vốn	53,584	49,930	56,268	61,602

Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	6.3	(6.2)	5.5	4.9
P/E pha loãng	6.3	(6.2)	5.5	4.9
P/B	0.5	0.6	0.5	0.5
P/S	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.4	(32.3)	2.7	2.6
EV/EBIT	6.4	(6.8)	4.5	4.1
Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	0.0	2.7	6.8
Lãi cơ bản/cp (EPS)	940	(949)	1,082	1,195
Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	10,983	9,986	10,913	11,714
Doanh thu/cp (SPS)	33,164	19,813	29,292	30,756
Cổ tức/cp (DPS)	164	0	160	400
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	17.4	0.0	14.8	33.5
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	8.9	-9.1	10.4	10.6
ROA	5.5	-5.7	6.3	6.3
ROIC	8.1	-8.3	11.0	11.7
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	57.4	61.3	66.3	69.6
Vay ròng/Vốn CSH	(6.0)	18.1	3.3	9.2
TS thanh toán hiện thời	2.1	2.0	2.2	2.4
TS khả năng trả lãi vay	8.0	(7.6)	10.5	10.0
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	1.9	1.2	1.7	1.6
Hệ số vòng quay phải thu	10.9	6.9	10.2	9.2
Hệ số vòng quay HTK	11.6	5.6	6.8	6.0
Hệ số vòng quay phải trả	12.0	9.2	17.3	15.9

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV



## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhdt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công**

congt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền**

huyenntt@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh**

vinhn@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Marketing Research**

**Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin**

shin.sy@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, 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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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.