

Vài nét về doanh nghiệp

BSR là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất, là công trình trọng điểm quốc gia có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày, công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu

23.483

Tiềm năng tăng giá

23%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xăng dầu
Thị giá (19/11/2024)	19.000
Biến động 1 năm	17,5 – 24,8
KLGD bình quân 52T	6.988.603
Vốn hóa (Tỷ đồng)	58.909
P/E	19,6
P/B	1,05
%NN sở hữu	0,7%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
BSR	-17%	-18%	2%
VNindex	-2%	1%	22%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	0%
Quý ngoại	0,53%

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Mộng Thy

phmthy@vcbs.com.vn +84-2838208117 ext 640

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

KỶ VỌNG CRACK SPREAD PHỤC HỒI VÀ SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ Ở MỨC CAO

DÁNH GIÁ: MUA

Giá cổ phiếu BSR đã có sự điều chỉnh giảm mạnh 24% từ mức đỉnh gần nhất trong hơn 1 tháng qua do diễn biến bất thường giá dầu thô và crack spread suy giảm đã tác động đến KQKD của doanh nghiệp. Với kỳ vọng tình hình kinh tế năm 2025 sẽ phục hồi và nhu cầu tiêu thụ xăng dầu cải thiện. Chúng tôi cho rằng năm 2025 diễn biến thị trường dầu thô và crack spread các sản phẩm sẽ duy trì ổn định hơn, góp phần cải thiện lợi nhuận BSR. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BSR với giá mục tiêu **23.483 đồng/cp (upside 23%)**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

- (1) Kỳ vọng Crack spread hồi phục trở lại từ mức nền thấp Quý 3 và duy trì ổn định trong năm 2025.
- (2) Công suất tăng trở lại trong năm 2025 sau khi NMLD Dung Quất đã hoàn thành bảo dưỡng định kỳ.
- (3) Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.
- (4) Kỳ vọng kế hoạch chuyển sản sẽ không bị trì hoãn.

Với kịch bản giá dầu trung bình năm 2024 ở mức 81 USD/thùng, chúng tôi dự báo DT và LNST lần lượt đạt 117.138 tỷ đồng (-21%) và 1.826 tỷ đồng (-78% YoY).

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo DT và LNST đạt 125.429 tỷ đồng (+7% YoY) và 2.946 tỷ đồng (+61% YoY) dựa trên kịch bản giá dầu năm 2025 ở mức 72 USD/thùng.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	167.124	147.423	117.138	125.429
LNST	14.669	8.455	1.826	2.946
Tăng trưởng DT	65%	-12%	-21%	7%
Tăng trưởng LNST	119%	-42%	-78%	61%
Nợ/TTS (%)	11%	13%	13%	13%
TS LN góp (%)	10%	7%	2%	3%
ROE – TTM (%)	29%	15%	3%	5%
EPS - TTM (đồng)	4.750	2.745	602	965

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q3.2024

TRONG Q3.2024, BIẾN ĐỘNG BẤT THƯỜNG GIÁ DẦU THÔ VÀ KHOẢNG CHÈNH LỆCH GIỮA GIÁ DẦU THÔ VÀ SẢN PHẨM (CRACK MARGIN) GIẢM SÂU, ĐẶC BIỆT XĂNG, ĐÃ KHIẾN KQKD CỦA BSR VỚI DOANH THU GIẢM MẠNH VÀ LNST ÂM.

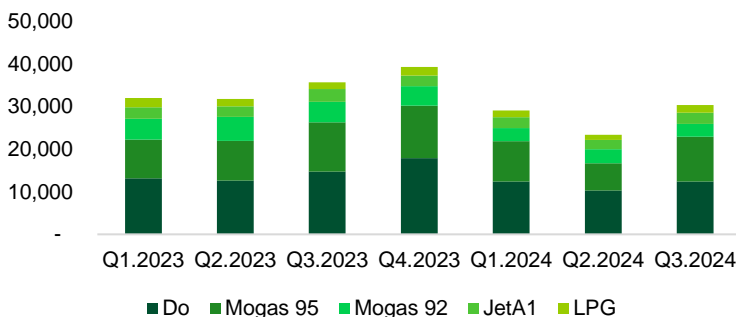
Tiêu chí	Q3.2024	% YoY	9T. 2024	%YOY	KH 2024 của BSR	% KH	2024F	Nguyên nhân
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	1.663	-13%	4.519	-17%	5.728	79%	6.242	Tình hình sản lượng dầu và các sản phẩm dầu đã ghi nhận mức tăng mạnh mẽ trong quý 3 so với quý trước do tình hình sản xuất và tiêu thụ tích cực trở lại sau giai đoạn thực hiện hoạt động BDTT lần 5 theo kế hoạch.
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1.966	11%	4.709	-11%	5.661	83%	6.242	
Doanh thu (tỷ đồng)	31.946	-15%	87.059	-17%	95.274	91%	117.138	Doanh thu giảm so với cùng kỳ chủ yếu do biến động giảm của giá dầu khiến giá bán các sản phẩm xăng dầu giảm tương ứng.
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	(1.209)	N/A	674	-89%	1.148	59%	1.826	Diễn biến thị trường dầu mỏ và crack spread các sản phẩm lọc dầu suy giảm đã gây bất lợi cho ngành công nghiệp lọc dầu. Crack spread TG bình quân ở mức 10,5 USD/thùng (-32% YoY) trong Q3 đối với xăng và 17,4 USD/thùng (-53% YoY) đối với dầu diesel. Sự điều chỉnh giảm do (1) giá dầu thô bất ngờ giảm mạnh (nguyên liệu đầu vào chính các sản phẩm lọc dầu) giảm từ 79,6 USD/thùng xuống mức thấp nhất 70,5 USD/thùng (ngày 10/09/2024) và (2) nhu cầu tiêu thụ yếu.
BLNG	-5%	-15đpt	0,3%	-6đpt			2%	BLNG giảm chủ yếu do khoảng chênh lệch giá sản phẩm và giá dầu thô giảm trong Quý 3/2024.

Ghi chú: (*) giá dầu thô = giá dầu Brent + Premium + các chi phí

(**) giá sản phẩm được tính trên cơ sở giá MOPS + Premium

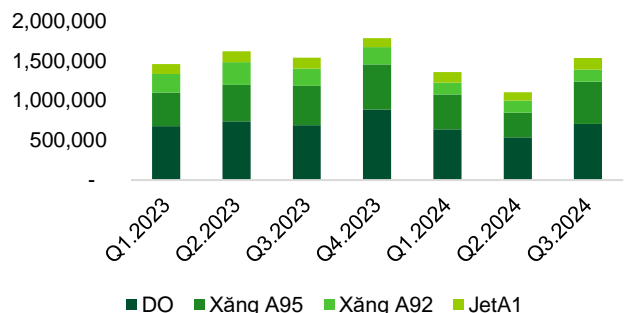
Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp và ước tính

Hình 1: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



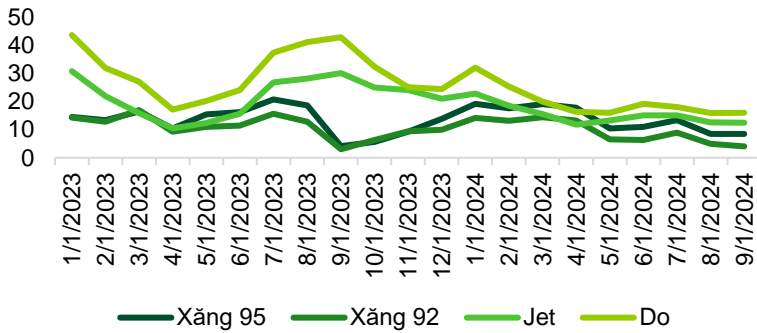
Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

Hình 2: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ (tấn)



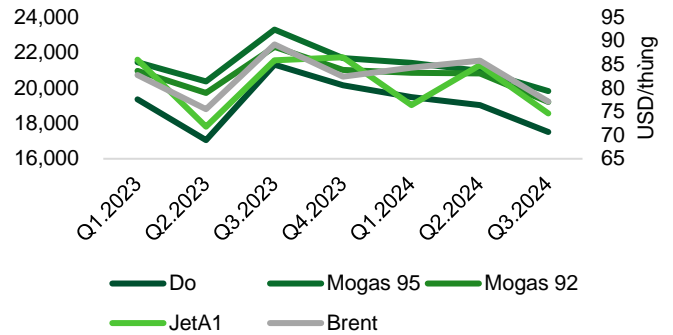
Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

Hình 3: Diễn biến crack spread các sản phẩm xăng dầu TG



Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

Hình 4: Giá bán sản phẩm BSR



Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

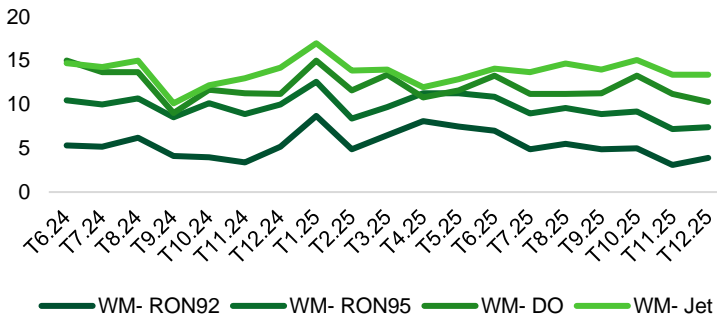
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Kỳ vọng Crack spread hồi phục trở lại từ mức nền thấp Quý 3 và duy trì ổn định trong năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng KQKD nửa đầu năm 2025 của BSR sẽ khả quan do sản lượng cao hơn khi Nhà máy Lộc dầu Dung Quất hoạt động với hiệu suất ở mức 114% và crack spread cải thiện từ mức nền thấp kể từ Quý 3.2024.

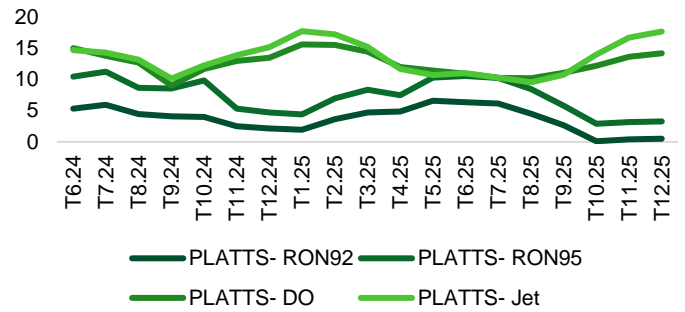
- **Giá dầu được kỳ vọng ít biến động mạnh:** Theo dự báo của Cơ quan Năng lượng quốc tế (EIA) trong báo cáo Triển vọng Năng lượng Ngắn hạn (STEO) tháng 10, việc xung đột địa chính trị leo thang đã làm tăng khả năng gián đoạn nguồn cung và biến động giá dầu. EIA kỳ vọng khả năng sản xuất dầu thô dư thừa đáng kể, có thể được đưa vào hoạt động trong trường hợp xảy ra gián đoạn và việc sản lượng ở Libya sẽ bắt đầu tăng trở lại từ tháng 10, sau những lần ngừng sản xuất gần đây. Trong STEO tháng 11, EIA cũng cho rằng những rủi ro địa chính trị đang diễn ra và việc dự trữ dầu toàn cầu giảm do việc cắt giảm sản lượng của OPEC+ sẽ gây áp lực tăng giá dầu trong vài tháng tới, với giá dầu thô Brent trung bình là 78 USD/thùng (b) trong quý đầu tiên của năm 2025 (1Q25). Tuy nhiên, sản lượng OPEC+ tăng và tăng trưởng nguồn cung từ các quốc gia ngoài OPEC+ sẽ vượt xa mức tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu, làm giảm giá dầu thô, xuống mức trung bình 74 USD/thùng vào nửa cuối năm 2025.
- **Crack spread phục hồi:** Chênh lệch giữa giá dầu thô và giá xăng dầu thành phẩm (Crack spread) là yếu tố dẫn đến lợi nhuận của BSR. Mà giá Platts xăng dầu biến động đồng pha với giá dầu thô, do đó Crack spread cũng biến động đồng pha với giá dầu. Theo đánh giá của WM và Platts thì crack spread năm 2024 tuy sẽ thấp hơn cùng kỳ nhưng crack spread sẽ cải thiện dần trong nửa đầu năm 2025, tăng 11-15% so với mức thấp của Q4.2024, phù hợp với dự báo biến động giá dầu trong STEO tháng 11 của EIA.
- **Chiến lược của công ty:** BSR đã tăng công suất vận hành, xuất bán nhanh sản phẩm và duy trì tồn kho ở mức hợp lý để giảm thiểu rủi ro, giảm giá hàng tồn kho, đẩy mạnh công tác bán hàng và áp dụng chính sách bán hàng linh hoạt để hạn chế ảnh hưởng trong trường hợp giá dầu điều chỉnh giảm.

Hình 5: Dự báo crack spread của WM



Nguồn: WM, VCBS tổng hợp

Hình 6: Dự báo crack spread của Platts



Nguồn: Platts, VCBS tổng hợp

Công suất tăng trở lại trong năm 2025 sau khi NMLD Dung Quất đã hoàn thành bảo dưỡng định kỳ

Sản lượng năm 2024 sẽ giảm đi tương ứng 50 ngày công suất. **Sau bảo dưỡng, nhà máy đã được nâng công suất lên 114% CSTK.** Doanh nghiệp sẽ vận hành linh hoạt đảm bảo hiệu quả tối ưu và sẵn kịch bản nhập dầu thô để vận hành nhà máy với công suất tối đa (114% CSTK) nhằm tối đa hóa lợi nhuận khi giá dầu thô và crack spread có sự cải thiện.

BSR đã nghiên cứu và áp dụng thành công việc tăng sản lượng các sản phẩm có giá trị cao (như ADO, Jet - A1, PP) và tăng tỷ lệ sản phẩm xăng Mogas 95/Mogas 92 từ 40%/60% theo thiết kế ban đầu lên trên 70%/30%. Tiếp tục triển khai các giải pháp cải tiến để tăng tỷ lệ xăng Mogas 95, để tối ưu cơ cấu sản phẩm.

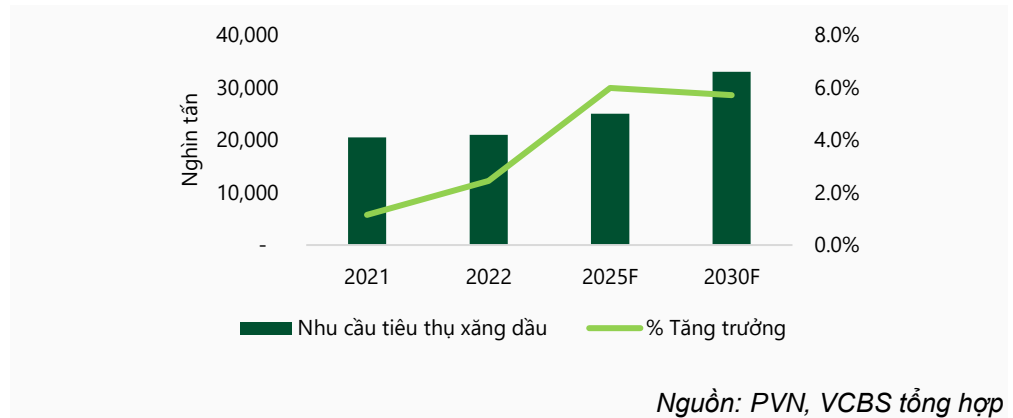
Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.

Nguồn cung nội địa từ hai nhà máy lọc dầu là Dung Quất và Nghi Sơn đáp ứng khoảng 60% - 70% nhu cầu tiêu dùng nhu cầu xăng, dầu trong nước mỗi năm. Tổng khối lượng xăng dầu từ 02 Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất và Nhà máy Lọc hóa dầu (NMLHD) Nghi Sơn cung cấp cho thị trường bình quân khoảng 16-18 triệu m3/năm, chiếm khoảng 60-70% tổng nhu cầu tiêu thụ trong nước, phần còn lại các đầu mối cân đối nhập khẩu từ nước ngoài.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng, việc chuyển dịch xu hướng từ xe máy sang ô tô sẽ kích thích tiêu thụ xăng nhiều hơn. Đây là động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu. Xu hướng này sẽ tiếp tục được thúc đẩy bởi số lượng phương tiện tăng đáng kể, đặc biệt là ô tô, vốn tiêu thụ nhiều xăng dầu hơn xe máy. Số lượng ô tô và xe máy được dự báo tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 18% đối với ô tô và 6% đối với xe máy trong giai đoạn 2023 - 2028. Ngoài ra, sản xuất công nghiệp gia tăng cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu xăng dầu, đặc biệt là dầu nhiên liệu và dầu diesel sử dụng trong vận tải và máy móc.

Ngày 28/3/2024, BSR đã phê duyệt điều chỉnh Dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất và bắt đầu được triển khai vào quý 2/2024. Cao điểm giải ngân xây dựng vào năm 2025 với tiến độ thực hiện dự án dự kiến là 37 tháng kể từ ngày ký Hợp đồng EPC và đưa dự án vào vận hành vào Quý 3 năm 2028. Sau khi hoàn thành và đưa dự án vào hoạt động, NMLD Dung Quất sẽ giúp nâng công suất chế biến dầu thô thêm 15% so với hiện tại, đảm bảo sản phẩm lọc dầu đầu ra đạt chuẩn Euro III -IV.

Hình 7: Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước



Kỳ vọng kế hoạch chuyển sản sẽ không bị trì hoãn

BSR đã công bố Báo cáo tài chính bán niên được soát xét. Báo cáo tài chính của BSR-BF được chấm dứt hợp nhất vào báo cáo tài chính hợp nhất giữa niên độ của Công ty. Điều này đồng nghĩa với việc BSR giải quyết được tiêu chí: các khoản nợ quá hạn và đủ điều kiện niêm yết trên HOSE.

Khoản nợ quá hạn của CTCP Nhiên liệu sinh học dầu khí miền Trung Việt Nam (BSR-BF) là vướng mắc cuối cùng trong lộ trình niêm yết cổ phiếu BSR đã được giải quyết. **Ngày 21/08/2024, BSR đã nộp hồ sơ đăng ký niêm yết 3,1 tỷ cổ phiếu BSR lên HSX.** Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch chuyển sản sẽ không bị trì hoãn.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
Giá dầu (USD/thùng)	82	81	-1%	72	-11%	Trong STEO tháng 11, EIA dự báo giá dầu Brent năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 81 USD/thùng và 76 USD/thùng. Với quan điểm thận trọng, VCBS giả định giá dầu Brent năm 2025 đạt 72 USD/thùng trong mô hình định giá (-11% YoY).
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	7.340	6.242	-15%	7.410	19%	Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ năm 2024-2025 ở mức 96% và 114% CSTK để phản ánh tiêu thụ xăng dầu ở mức cao để đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong nước. Do hoạt động bảo dưỡng tổng thể đã diễn ra trong năm 2024, sản lượng sản xuất và kinh doanh năm 2024 dự kiến giảm khoảng 15%, với giả định nhà máy sẽ hoạt động 114% công suất những ngày còn lại thì sản lượng sản xuất vào khoảng 96% CSTK. (Sau bảo dưỡng, nhà máy đã được nâng công suất lên 114% CSTK)
Crack spread (USD/thùng)	15,8	11,4	-28%	11,1	-3%	Crack spread biến động theo diễn biến giá dầu thô, tuy nhiên hệ số crack spread phụ thuộc vào nhu cầu sử dụng các sản phẩm từ lọc hóa dầu. Do đó, việc dự phóng hệ số crack spread có nhiều yếu tố sẽ ảnh hưởng đến sai số dự báo. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo crack spread 2025 giảm nhẹ so năm 2024.
Doanh thu (tỷ đồng)	147.423	117.138	-21%	125.429	7%	Doanh thu năm 2025 giảm nhẹ so với cùng kỳ dù sản lượng đã tăng trở lại sau khi BSR đã hoàn tất bảo dưỡng định kỳ nhưng giá dầu cùng giá bán sản phẩm xăng dầu được dự báo giảm so với cùng kỳ.
LNST (tỷ đồng)	8.455	1.826	-78%	2.946	61%	Crack spread của các sản phẩm xăng dầu đã bắt đầu hồi phục kể từ đầu quý 4. Với kỳ vọng thời điểm cuối năm thường là giai đoạn cao

					<p>điểm của ngành hàng không và mùa lễ hội lớn trong năm sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ đối với xăng máy bay (Jet A1) và sản phẩm dầu Diesel (DO). Do đó chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp trong quý 4 của công ty sẽ cải thiện.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng LNST trong năm 2025 cải thiện so với cùng kỳ do giá dầu giảm liên tục trong quý 3 khiến giá bán các sản phẩm xăng dầu giảm tương ứng, tác động kém tích cực đến KQKD của doanh nghiệp trong năm 2024. Chúng tôi giả định những điều này sẽ được khắc phục trong năm 2025, giá dầu được dự báo biến động ổn định hơn trong năm 2025 giúp crack spread duy trì ổn định sẽ góp phần cải thiện LNST của doanh nghiệp trong năm 2025.</p>
--	--	--	--	--	---

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **23.483 đồng/cp**, dựa trên phương pháp chiết khấu FCFF và FCFE với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 12% theo CAPM (Rf = 2,5%, Risk premium = 8,5%, beta = 1)

Chi phí vay = 6%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 11%

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
FCFF	23.778	50%
FCFE	23.189	50%
Giá trị hợp lý	23.483 đồng/cp	

Định giá bằng FCFE:

FCFE: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	1.866	2.991	3.137	3.112	4.091
Chi phí phi tiền mặt	2.151	2.151	2.154	2.162	2.086
Đầu tư TSCĐ	-73	-91	-102	-98	-95
Đầu tư Vốn lưu động	1.051	166	-600	-72	1.957
Vay nợ ròng	219	358	743	452	450
FCFF	5.215	5.574	5.332	5.556	8.489
NPV giai đoạn 2024-2028F					21.283
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn					50.150
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng					464
Giá trị VCSH					71.896
Số lượng CPLH (tr.cp)					3.100
Định giá					23.189

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	1.866	2.991	3.137	3.112	4.091
Chi phí phi tiền mặt	2.151	2.151	2.154	2.162	2.086
Lãi vay sau thuế	273	279	259	259	277
Đầu tư TSCĐ	-73	-91	-102	-98	-95

Đầu tư Vốn lưu động	1.051	166	-600	-72	1.957
FCFF	5.269	5.495	4.847	5.363	8.315
NPV giai đoạn 2024-2028F					21.591
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn					62.860
Tổng giá trị doanh nghiệp					84.450
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng					464
Vay nợ ròng					11.189
Giá trị VCSH					73.725
Số lượng CPLH (tr.cp)					3.100
Định giá					23.778

RỦI RO ĐẦU TƯ

Thị trường dầu mỏ biến động và rủi ro bị giảm giá hàng tồn kho khi giá dầu đột ngột giảm mạnh

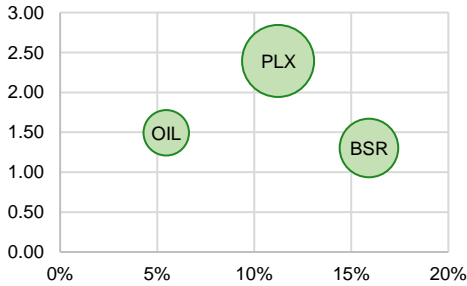
Giá dầu thô được tính trên cơ sở giá dầu Brent + premium + các chi phí khác. BSR mua dầu thô trong nước (Bạch Hổ, Đại Hùng, Rạng Đông, Hải Thạch, Ruby, Chim Sáo, Sư tử Đen) và nhập khẩu (Bu Attifel, Rabi, Azeri, WTI,..) với tổng lượng dầu thô khoảng 7,2-7,5 triệu tấn dầu thô các loại. BSR hiện đang đàm phán với các nhà cung cấp dầu thô nhập khẩu để mua dài hạn 3 – 5 năm, góp phần đảm bảo an toàn nguồn dầu thô cho NMLD Dung Quất. Ngoài ra, việc gia tăng nhập khẩu dầu thô cũng khiến BSR đối mặt rủi ro biến động tỷ giá ngoại tệ. Do là doanh nghiệp nhà nước chi phối, BSR không thể chủ động sử dụng các công cụ hedging để giảm thiểu rủi ro biến động tỷ giá.

Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu

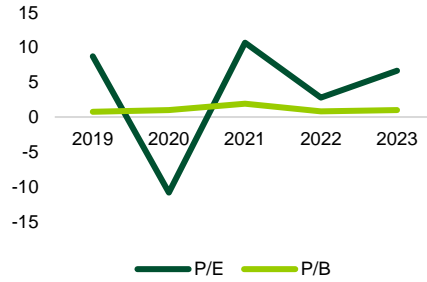
Theo Nghị định số 156/2017/NĐ-CP, thuế nhập khẩu xăng khu vực Thương mại Tự do Asean (AFTA) sẽ được giảm xuống còn 5% trong 2023, và 0% trong 2024. Việc giảm thuế suất nhập khẩu sẽ khiến cho BSR trong các năm tới sẽ không còn duy trì được lợi thế giá thấp khi cạnh tranh với các mặt hàng xăng nhập khẩu.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

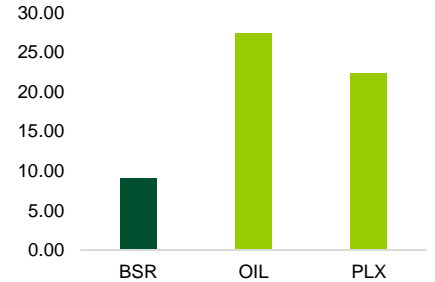
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

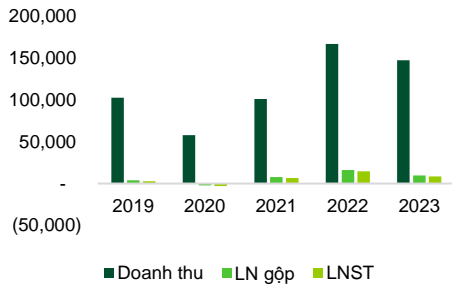


P/E ngành

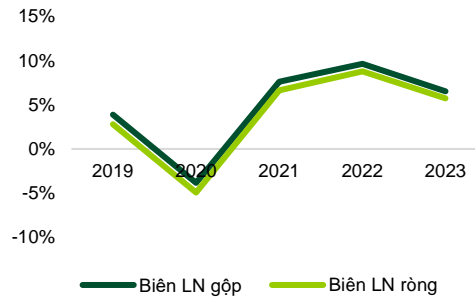


KẾT QUẢ KINH DOANH

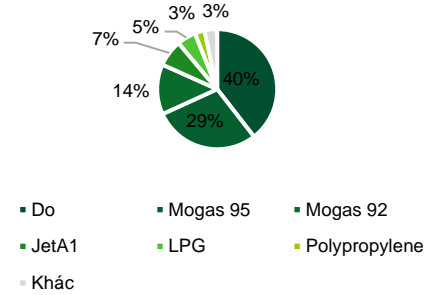
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

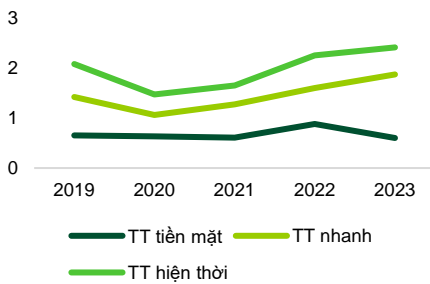


Cơ cấu doanh thu

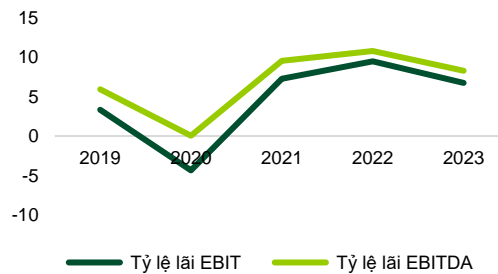


SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

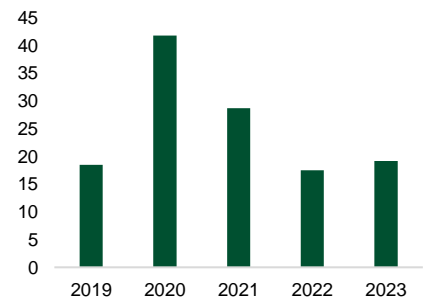
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ vay/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	167,124	147,423	117,138	125,429	126,459
- Giá vốn hàng bán	151,027	137,815	115,202	122,155	122,759
Lợi nhuận gộp	16,096	9,608	1,937	3,274	3,700
- Chi phí bán hàng	909	1,034	859	929	883
- Chi phí quản lí DN	515	626	463	501	488
Lợi nhuận HĐKD	15,500	9,454	2,083	3,342	3,896
- (Lỗ) / lợi CTLK	-	-	-	-	-
- Lợi nhuận khác	86	32	32	32	32
EBIT	15,839	9,773	2,359	3,624	4,187
- Chi phí lãi vay	253	288	307	313	323
LNTT	15,586	9,486	2,051	3,310	3,864
- Thuế TNDN	916	1,031	226	364	773
LNST	14,669	8,455	1,826	2,946	3,091
- Lợi ích CĐTS	(56)	(57)	(41)	(45)	(46)
LNST CĐ CT Mẹ	14,726	8,511	1,866	2,991	3,137
EPS (đ)	4,750	2,745	602	965	1,012
EBITDA	18,031	12,044	4,510	5,774	6,341
Tăng trưởng	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	65%	-12%	-21%	7%	1%
LN HĐKD	124%	-39%	-78%	60%	17%
LN TT	125%	-39%	-78%	61%	17%
LNST	119%	-42%	-78%	61%	5%
EBIT	116%	-38%	-76%	54%	16%
EPS	129%	-42%	-78%	60%	5%
Tổng tài sản	18%	10%	-4%	4%	4%
Nợ vay	-7%	7%	-10%	4%	4%
VCSH	0%	0%	0%	0%	0%
Khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất LNG	10%	7%	2%	3%	3%
Tỷ suất LNST	9%	6%	2%	2%	2%
ROE DuPont	8%	12%	13%	15%	16%
ROA DuPont	19%	10%	2%	3%	3%
Tỷ suất EBIT	9%	7%	2%	3%	3%
LNTT / LNST	106%	112%	112%	112%	125%
LNTT / EBIT	98%	97%	87%	91%	92%
Vòng quay TTS	213%	170%	141%	145%	140%
Đòn bẩy tài chính	35%	34%	32%	32%	32%
ROIC	24.4%	12.4%	2.7%	4.2%	4.2%
Hiệu quả hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Số ngày tồn kho	40.6	41.1	42.5	39.3	41.4
Số ngày phải thu	37.3	38.4	41.6	41.4	41.4
Số ngày phải trả	37.0	43.0	44.1	43.4	43.9
Luân chuyển tiền	67.6	68.6	69.6	70.6	71.6
COGS/Hàng tồn kho	9.0	8.9	8.6	9.3	8.8
An toàn tài chính	2022	2023	2024F	2025F	2026F
TT hiện hành	2.2	2.4	2.7	2.7	2.8
TT nhanh	1.6	1.9	2.1	2.2	2.3
TT tiền mặt	1.0	1.3	1.6	1.7	1.8
Nợ / Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Nợ / Vốn sử dụng	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Nợ / Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Khả năng TT lãi vay	62.7	34.0	7.7	11.6	13.0

Cân đối kế toán	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản					
+ Tiền	22,853	17,001	19,892	24,779	29,368
+ ĐTTTC ngắn hạn	2,172	21,122	21,122	21,122	21,122
+ Phải thu	16,553	14,955	12,812	13,688	13,797
+ Hàng tồn kho	16,809	15,531	13,403	13,138	13,939
+ Khác	84	73	71	72	72
Tài sản ngắn hạn	58,471	68,681	67,299	72,798	78,298
+ Phải thu dài hạn	534	549	549	549	549
+ Tài sản cố định	19,350	17,267	15,188	13,128	11,077
+ Khấu hao lũy kế	(30,318)	(32,581)	(34,732)	(36,883)	(39,037)
+ ĐTTTC dài hạn	10	10	10	10	10
+ Khác	123	89	89	89	89
Tài sản dài hạn	20,017	17,914	15,836	13,776	11,724
Tổng Tài sản	78,488	86,595	83,135	86,574	90,023
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	16,957	17,358	14,138	14,915	15,226
+ Vay ngắn hạn	8,954	10,970	11,189	11,547	12,291
+ Khác	104	114	44	70	73
Nợ ngắn hạn	26,015	28,442	25,371	26,532	27,590
+ Vay dài hạn	-	-	-	-	-
+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	1,282	884	884	884	884
Tổng nợ	27,298	29,326	26,255	27,416	28,474
+ Vốn điều lệ	-	-	-	-	-
+ Cổ phiếu ưu đãi	-	1	2	3	4
+ Thặng dư	-	-	-	-	-
+ LN giữ lại	-	-	-	-	-
+ Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	51,255	57,393	57,046	59,368	61,805
Tổng nguồn vốn	78,488	86,595	83,135	86,574	90,023
Lưu chuyển tiền	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	16,346	22,853	17,001	19,892	24,779
LNST	15,586	9,639	1,866	2,991	3,137
+ Khấu hao lũy kế	2,192	2,270	2,151	2,151	2,154
+ Điều chỉnh	(2,236)	(4,048)	(153)	(89)	(116)
+ Thay đổi VLD	(8,454)	3,812	1,051	166	(600)
Tiền từ HĐKD	7,088	11,673	4,916	5,218	4,575
+ Thanh lý TSCĐ	0	1	-	-	-
+ Mua sắm TSCĐ	(220)	(230)	(73)	(91)	(102)
+ Đầu tư ròng	2,017	(18,949)	-	-	-
+ Khác	897	1,303	-	-	-
Tiền từ HĐĐT	2,695	(17,874)	(73)	(91)	(102)
+ Cổ tức đã trả	(1,347)	(2,166)	(2,170)	(598)	(627)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-	-
+ Nợ ngắn hạn	-	-	219	358	743
+ Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
+ Khác	(1,918)	1,989	-	-	-
Tiền từ HĐTC	(3,265)	(177)	(1,951)	(240)	116
Lưu chuyển tiền	6,518	(6,377)	2,891	4,887	4,589
Tiền cuối năm	22,853	17,001	19,892	24,779	29,368

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị Chi tiết

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới

BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích

phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>