

# Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

## Kỳ vọng KQKD thuận lợi trong mùa cao điểm

03/06/2024

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

Hoạt động kinh doanh trong 1Q2024 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt bão đường lớn kéo dài 48 ngày

Crack spread xăng và nhiên liệu bay kỳ vọng hưởng lợi khi nhu cầu tăng cao từ cuối 2Q2024

Điều chỉnh kế hoạch phân bổ nguồn vốn cho dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất

Cập nhật tiến độ chuyển niêm yết lên sàn HOSE

Trong quý 1/2024, doanh thu của BSR sụt giảm 10.5% yoy chủ yếu do ảnh hưởng từ đợt bão đường khiến sản lượng tiêu thụ giảm 9.7% yoy. Lợi nhuận gộp giảm mạnh 39.4% yoy do chi phí cố định duy trì cao trong khi crack spread 2 sản phẩm chủ lực là dầu Diesel và JetA1 diễn biến bất lợi vì tình trạng dư thừa nguồn cung.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu di chuyển bằng đường bộ và hàng không tăng mạnh trong kỳ nghỉ lễ sắp tới sẽ hỗ trợ crack spread các loại xăng và nhiên liệu bay. American Automobile Association dự báo số lượng hành khách di chuyển bằng đường hàng không tại Mỹ trong kỳ nghỉ lễ Memorial Day có thể sẽ đạt mức cao nhất trong 20 năm trở lại đây.

BSR phải điều chỉnh tỷ lệ vốn chủ/vốn vay cho dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất từ mức 40/60 thành 3 kịch bản thay thế gồm 60/40, 70/30 và 80/20 do lãi suất cao và khó khăn trong việc tìm nguồn vay. Tổng mức đầu tư của dự án đạt khoảng 36.4 nghìn tỷ đồng. Dự án dự kiến sẽ được giải ngân trong giai đoạn 2025-2027 và có thể đi vào hoạt động trong năm 2028.

Công ty đang xem xét phương án giải thể công ty con BSR-BF để loại trừ kết quả kinh doanh ra khỏi báo cáo tài chính hợp nhất. Khoản nợ quá hạn của công ty BSR-BF chính là rào cản duy nhất khiến BSR liên tục phải đẩy lùi kế hoạch chuyển niêm yết lên sàn HOSE.

## Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	24,400
Tăng/giảm (%)	6.1%
Giá hiện tại (03/06/2024)	VND 23,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 23,600
Vốn hóa thị trường	71.3/2.8
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	7.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	152.3/6.1
Sở hữu nước ngoài (%)	0.7%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

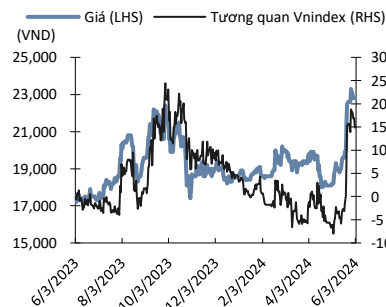
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	28.7	17.1	22.6	35.5
Tương đối	22.8	14.8	6.4	16.2

### Dự phóng KQKD & định giá

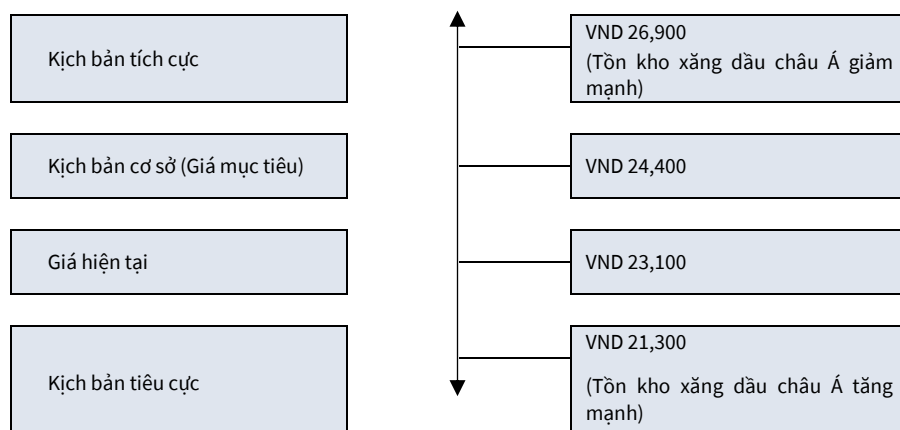
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	167,124	147,423	128,884	145,254
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	14,673	7,948	6,334	8,025
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	14,726	8,511	6,590	8,098
EPS (VND)	4,750	2,745	2,125	2,612
Tăng trưởng EPS (%)	129.1	-42.2	-23.0	23.0
P/E (x)	5.1	8.9	11.5	9.3
P/B (x)	1.5	1.3	1.3	1.2
ROE (%)	28.7	14.8	11.0	12.8
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8	2.9	2.9	2.9

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Quan điểm định giá



### Kịch bản cơ sở:

1) Tồn kho xăng dầu ngang mức 2023 (Crack spread xăng giảm 5% yoy, Diesel giảm 15% yoy)

### Kịch bản tích cực:

1) Tồn kho xăng dầu thấp hơn mức 2023 (Crack spread xăng tăng 5% yoy, Diesel giảm 5% yoy)

### Kịch bản tiêu cực

1) Tồn kho xăng dầu cao hơn mức 2023 (Crack spread xăng giảm 15% yoy, Diesel giảm 25% yoy)

## Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	121,832	141,885	128,884	145,254	5.8	2.4
EBIT	6,031	7,653	6,334	8,025	5.0	4.9
LNST công ty mẹ	6,845	8,290	6,590	8,098	(3.7)	-(2.3)

Nguồn: KBSV ước tính

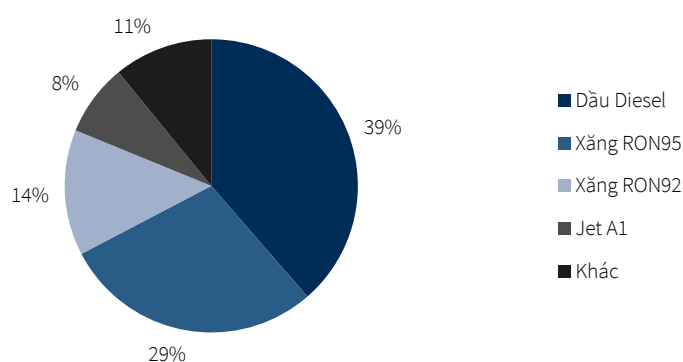
## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	128,884	145,254	127,189	132,766	1.3	9.4
EBIT	6,334	8,025	5,551	6,838	14.1	17.3
LNST công ty mẹ	6,590	8,098	5,823	6,890	13.1	17.5

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

## Cơ cấu doanh thu 2023



## 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 đầu thô/năm. Công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

**Hoạt động kinh doanh 1Q2024 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt bảo dưỡng lớn kéo dài 48 ngày**

Trong quý 1/2024, doanh thu của BSR sụt giảm 10.5% yoy chủ yếu do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng khiến sản lượng tiêu thụ giảm 9.7% yoy. Lợi nhuận gộp giảm mạnh 39.4% yoy do chi phí cố định duy trì cao trong khi crack spread 2 sản phẩm chủ lực là dầu Diesel và nhiên liệu bay (JetA1) diễn biến bất lợi vì tình trạng dư thừa nguồn cung. Crack spread xăng A95 tăng mạnh 35% yoy nhưng không đủ để bù đắp cho dầu Diesel và Jet A1.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>34,066</b>	<b>30,503</b>	<b>-10.5%</b>	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 10% yoy.
Dầu Diesel	13,089	12,383	-5.4%	
Xăng A95	9,124	9,434	3.4%	
Xăng A92 & E5	4,863	3,037	-37.5%	
Jet A1	2,812	2,695	-4.2%	
Dầu FO	362	322	-11.0%	
LPG	2,150	1,606	-25.3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,072</b>	<b>1,256</b>	<b>-39.4%</b>	Sản lượng tiêu thụ giảm nhưng chi phí cố định duy trì cao khiến BLNG thu hẹp 2%. Crack spread 2 sản phẩm chủ lực là Diesel và Jet A1 giảm lần lượt 19% và 14% yoy.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6.1%</i>	<i>4.1%</i>		
Thu nhập tài chính	810	520	-35.8%	Chủ yếu do lãi chênh lệch tỷ giá giảm 61.8% yoy
Chi phí tài chính	639	256	-59.9%	Chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá giảm 62.3% yoy
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	
SG&A	414	259	-37.4%	
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1,829</b>	<b>1,261</b>	<b>-31.1%</b>	
Thu nhập khác	14	11	-16.9%	
<b>Lợi nhuận trước thuế (LNST)</b>	<b>1,843</b>	<b>1,271</b>	<b>-31.0%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.4%</i>	<i>4.2%</i>		
<b>Lợi nhuận sau thuế (LNST)</b>	<b>1,621</b>	<b>1,115</b>	<b>-31.2%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>4.8%</i>	<i>3.7%</i>		
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	<b>1,629</b>	<b>1,144</b>	<b>-29.8%</b>	
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	1,754	1,570	-10.5%	
<b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>	<b>1,680</b>	<b>1,517</b>	<b>-9.7%</b>	Kỳ bảo dưỡng tổng thể kéo dài 48 ngày từ giữa tháng 3
Dầu Diesel	677	637	-5.9%	
Xăng A95	426	442	3.8%	
Xăng A92	232	146	-37.2%	
Jet A1	124	136	9.9%	
Dầu FO	27	24	-11.1%	
LPG	115	89	-22.3%	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	<b>82.1</b>	<b>82.0</b>	<b>-0.1%</b>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Crack spread dầu Diesel đối mặt với áp lực giảm do dư thừa nguồn cung trong ngắn hạn**

Tình hình thị trường dầu Diesel đang diễn biến kém tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi trong báo cáo gần nhất. Chúng tôi cho rằng trong ngắn và trung hạn, crack spread dầu Diesel sẽ phải đối mặt với rủi ro kép gồm (1) Nhu cầu nhập khẩu yếu từ thị trường EU và Trung Quốc do hoạt động công nghiệp yếu hơn kỳ vọng và (2) Nguồn cung dư thừa từ khu vực Trung Đông và châu Mỹ do các nhà máy đồng loạt hoạt động trở lại sau kỳ bảo dưỡng.

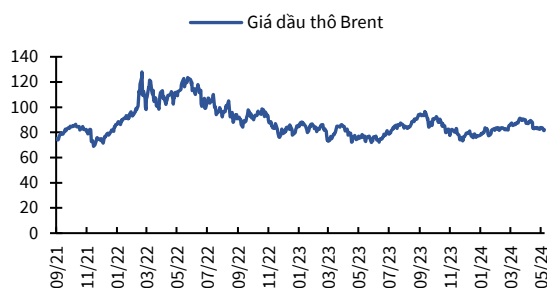
**Crack spread xăng và nhiên liệu bay kỳ vọng hưởng lợi khi nhu cầu tăng cao từ cuối 2Q2024**

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu di chuyển bằng đường bộ và hàng không tăng mạnh trong kỳ nghỉ lễ sắp tới sẽ hỗ trợ crack spread các loại xăng và nhiên liệu bay. American Automobile Association dự báo số lượng hành khách di chuyển bằng đường hàng không tại Mỹ trong kỳ nghỉ lễ Memorial Day có thể sẽ đạt mức cao nhất trong 20 năm trở lại đây, qua đó báo hiệu điểm khởi đầu của mùa cao điểm năm 2024.

**OPEC+ duy trì chính sách cắt giảm hiện tại tới 3Q2024**

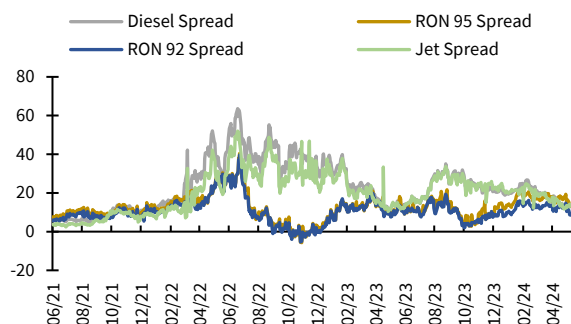
OPEC+ đã quyết định gia hạn lượng cắt giảm 2.2 triệu thùng/ngày đến hết 3Q2024 (tháng 9/2024). Sau đó, lượng 2.2 triệu thùng/ngày sẽ dần được bơm trở lại thị trường trong vòng 12 tháng tiếp theo. Chúng tôi cho rằng quyết định của OPEC+ nghiêng về hướng trung lập và có vẻ đang nhắm tới mục đích tăng tính cơ động cho chính sách của cả khối. Mặc dù đã có kế hoạch nới lỏng lượng cắt giảm từ 4Q2024 nhưng các nước OPEC+ vẫn để ngỏ khả năng tăng/giảm tốc độ nới lỏng tùy theo diễn biến thực tế của thị trường. Hiện KBSV vẫn duy trì giả định giá dầu Brent đạt trung bình 83 USD/thùng trong năm 2024.

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



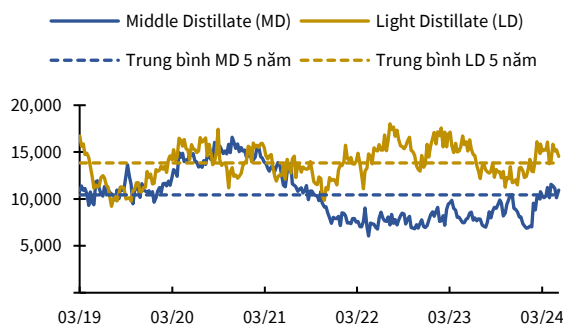
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



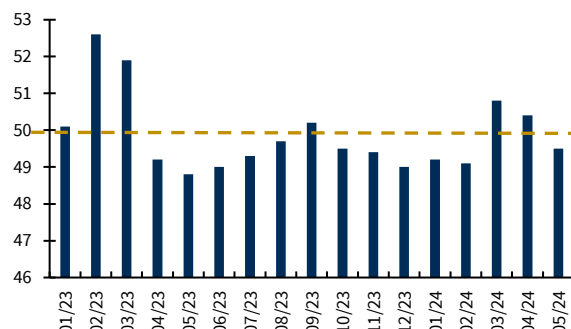
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**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

**Nâng công suất hoạt động tối đa sau khi hoàn thành đợt bảo dưỡng lớn lần thứ 5**

Đợt bảo dưỡng lớn lần thứ 5 đã kết thúc vào cuối tháng 4/2024 và nhà máy lọc dầu Dung Quất đã có thể vận hành trở lại trong tháng 5/2024. BSR cho biết công ty hiện có thể đẩy công suất lọc dầu tối đa lên mức 114% công suất thiết kế (cstk). Theo đó, chúng tôi điều chỉnh nâng giả định công suất lọc dầu từ 107% lên 114% cstk (tương đương 7.4 triệu tấn dầu thô/năm) cho giai đoạn 2024-2027.

**Điều chỉnh kế hoạch phân bổ nguồn vốn cho dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất**

BSR phải điều chỉnh tỷ lệ vốn chủ/vốn vay cho dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất từ mức 40/60 thành 3 kịch bản thay thế gồm 60/40, 70/30 và 80/20 do lãi suất cao và khó khăn trong việc tìm nguồn vay. Chúng tôi tạm thời sử dụng kịch bản vốn chủ/vốn vay ở mức 60/40 để dự báo cơ cấu nguồn vốn cho doanh nghiệp. Tổng mức đầu tư của dự án đạt khoảng 36.4 nghìn tỷ đồng. Dự án dự kiến sẽ được giải ngân trong giai đoạn 2025-2027 và có thể đi vào hoạt động trong năm 2028.

**Cập nhật kế hoạch chia cổ tức và tăng vốn**

BSR có kế hoạch tăng vốn từ 31 lên 50 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025 nhằm phục vụ cho đại dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu. Cổ tức tiền mặt cho năm 2023 đạt 700 đồng/cổ phiếu (sát với dự phóng của chúng tôi)

**Cập nhật tiến độ chuyển niêm yết lên sàn HOSE**

Công ty đang xem xét phương án giải thể công ty con BSR-BF để loại trừ kết quả kinh doanh ra khỏi báo cáo tài chính hợp nhất. Khoản nợ quá hạn của công ty BSR-BF chính là rào cản duy nhất khiến BSR liên tục phải đẩy lùi kế hoạch chuyển niêm yết lên sàn HOSE.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>147,423</b>	<b>128,884</b>	<b>-12.6%</b>	<b>145,254</b>	<b>12.7%</b>	Doanh thu năm 2024 suy giảm chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực từ đợt bảo dưỡng lớn kéo dài 48 ngày. Nâng công suất tối đa từ 107% lên mức 114% công suất thiết kế so với báo cáo gần nhất.
Dầu Diesel	57,736	51,249	-11.2%	57,694	12.6%	
Xăng A95	42,239	38,019	-10.0%	43,008	13.1%	
Xăng A92	19,900	16,386	-17.7%	18,301	11.7%	
Jet A1	11,954	10,693	-10.5%	12,476	16.7%	
Dầu FO	1,893	1,308	-30.9%	1,264	-3.4%	
LPG	7,451	5,846	-21.5%	6,594	12.8%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>9,608</b>	<b>7,785</b>	<b>-19.0%</b>	<b>9,660</b>	<b>24.1%</b>	LNG năm 2024 suy giảm do bảo dưỡng lớn và giả định crack spread Diesel, xăng và Jet A1 giảm khoảng 5-15% yoy. Nâng LNG thêm 5% so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh tăng công suất tối đa.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.0%</i>		<i>6.7%</i>		
Thu nhập tài chính	2,659	2,127	-20.0%	2,127	0.0%	Giảm 21.6% so với báo cáo gần nhất để phù hợp với tình hình thu nhập tài chính thực tế của doanh nghiệp trong 1Q2024
Chi phí tài chính	1,154	1,174	1.7%	1,198	2.0%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	N/A	
SG&A	1,660	1,451	-12.6%	1,635	12.7%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>9,453</b>	<b>7,287</b>	<b>-22.9%</b>	<b>8,954</b>	<b>22.9%</b>	
Thu nhập khác	32	0	-100%	0	N/A	
<b>Lợi nhuận trước thuế (LNTT)</b>	<b>9,486</b>	<b>7,287</b>	<b>-23.2%</b>	<b>8,954</b>	<b>22.9%</b>	
<i>Biên LNTT</i>	<i>6.4%</i>	<i>5.7%</i>		<i>6.2%</i>		
<b>Lợi nhuận sau thuế (LNST)</b>	<b>8,455</b>	<b>6,558</b>	<b>-22.4%</b>	<b>8,059</b>	<b>22.9%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.7%</i>	<i>5.1%</i>		<i>5.5%</i>		
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	<b>8,511</b>	<b>6,590</b>	<b>-22.6%</b>	<b>8,098</b>	<b>22.9%</b>	Giảm 3.7% so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh giảm thu nhập tài chính
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	7,150	6,357	-11.1%	7,410	16.6%	
<b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>	<b>7,256</b>	<b>6,390</b>	<b>-11.9%</b>	<b>7,445</b>	<b>16.5%</b>	Sản lượng giảm mạnh trong năm 2024 do kỳ bảo dưỡng lớn.
Dầu Diesel	2,990	2,726	-8.8%	3,170	16.3%	
Xăng A95	1,947	1,744	-10.4%	2,048	17.4%	
Xăng A92	953	784	-17.7%	906	15.6%	
Jet A1	514	469	-8.8%	562	19.8%	
Dầu FO	129	89	-31.0%	89	0.0%	
LPG	473	370	-21.8%	431	16.5%	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>0.0%</b>	<b>80</b>	<b>-3.6%</b>	

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 6.1% so với giá đóng cửa 23,000 VNĐ/cổ phiếu ngày 03/06/2024. Mức P/B mục tiêu là 1.29x được chọn theo trung bình P/B của BSR trong 5 năm.

**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)	28,718
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	17,161
Beta	1.44	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>45,879</b>
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	39,758
Thuế suất	10.0%	Trừ: Nợ gộp	-11,065
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>12.8%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTS	-124
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>74,448</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100.5
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>24,000</b>

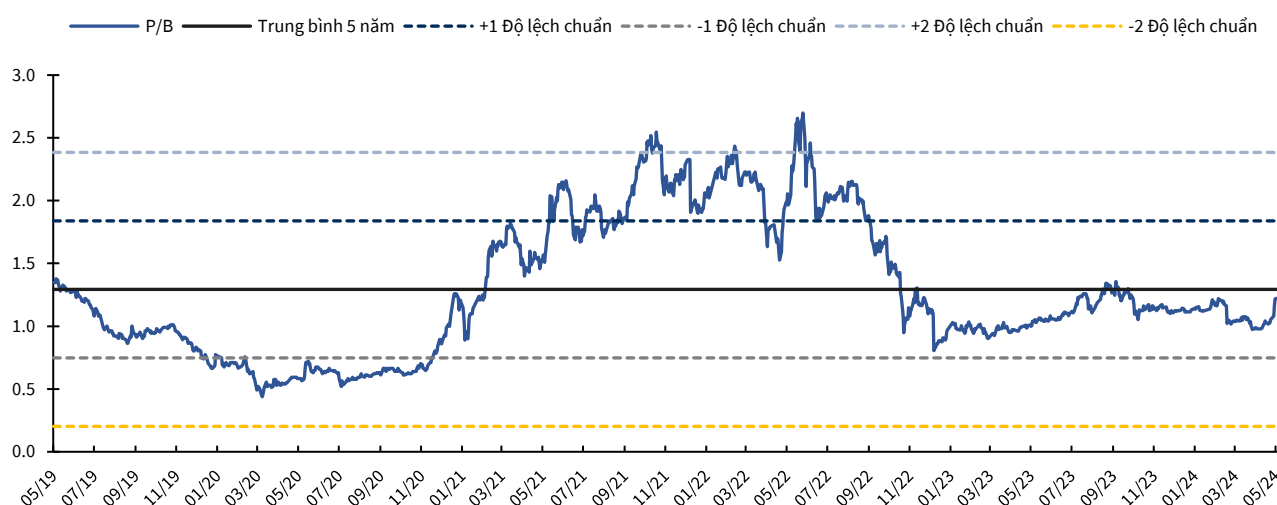
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 8. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	24,000	50%	12,000
P/B (1.29x)	24,700	50%	12,350
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>24,400</b>
Giá hiện tại (03/06/2024)			23,000
Upside			6.1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 9. Tổng hợp định giá**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**PHỤ LỤC**

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

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)</b>					<b>Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)</b>				
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh số thuần</b>	167,124	147,423	128,884	145,254	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	78,488	86,454	89,932	92,813
Giá vốn hàng bán	-151,027	-137,815	-121,099	-135,594	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	58,471	68,546	73,028	67,954
Lãi gộp	16,097	9,608	7,785	9,660	Tiền và tương đương tiền	22,853	17,001	18,559	21,290
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	-1,174	-1,198	Các khoản phải thu	16,553	14,999	18,467	13,371
Trong đó: Chi phí lãi vay	-253	-288	-294	-299	Hàng tồn kho, ròng	16,809	15,352	14,731	12,185
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	20,017	17,908	16,904	24,859
Chi phí bán hàng	-909	-1,034	-904	-1,019	Phải thu dài hạn	534	549	549	549
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-515	-626	-547	-616	Tài sản cố định	18,075	16,059	15,055	23,010
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	15,500	9,453	7,287	8,954	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	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	27,298	29,322	30,444	29,933
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	2	3	4	Nợ ngắn hạn	26,015	28,439	29,040	24,537
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>15,586</b>	<b>9,485</b>	<b>7,287</b>	<b>8,954</b>	Phải trả người bán	14,836	14,617	15,643	10,546
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-916	-1,031	-729	-895	Người mua trả tiền trước	38	247	247	247
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>14,669</b>	<b>8,455</b>	<b>6,558</b>	<b>8,059</b>	Vay ngắn hạn	8,954	10,970	10,545	11,139
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-57	-57	-32	-39	Nợ dài hạn	1,282	884	1,404	5,396
<b>Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>14,726</b>	<b>8,511</b>	<b>6,590</b>	<b>8,098</b>	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
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>51,190</b>	<b>57,131</b>	<b>59,488</b>	<b>62,880</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.6%	6.5%	6.0%	6.7%	Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Tỷ suất EBITDA	10.1%	6.9%	6.8%	7.5%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất EBIT	8.8%	5.4%	4.9%	5.5%	Lãi chưa phân phối	14,652	16,202	18,591	22,023
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9.3%	6.4%	5.7%	6.2%	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%	5.7%	6.2%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-65	-124	-156	-195
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.8%	5.7%	5.1%	5.6%					
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>Chỉ số chính (x, %, VNĐ)</b>				
Lãi trước thuế	15,586	9,486	7,287	8,954	<b>Chỉ số định giá</b>				
Khấu hao TSCĐ	2,192	2,269	2,421	2,920	P/E	5.1	8.9	11.5	9.3
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,102	-2,315	0	0	P/E pha loãng	5.1	8.9	11.5	9.3
Chi phí lãi vay	253	288	294	299	P/B	1.5	1.3	1.3	1.2
<b>Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động</b>	<b>16,929</b>	<b>9,728</b>	<b>10,002</b>	<b>12,173</b>	P/S	0.5	0.5	0.6	0.5
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-2,943	1,848	-3,468	5,096	P/Tangible Book	1.5	1.3	1.3	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-6,577	1,305	621	2,546	P/Cash Flow	10.5	6.5	10.6	5.6
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	883	604	1,026	-5,097	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	3.6	6.8	7.8	6.4
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	184	36	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	4.1	8.7	10.7	8.7
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-1,373	-1,833	-1,023	-1,194					
<b>Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh</b>	<b>7,088</b>	<b>11,672</b>	<b>7,158</b>	<b>13,524</b>	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-220	-230	-1,558	-10,791	ROE%	28.7%	14.8%	11.0%	12.8%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	1	0	0	ROA%	18.7%	9.8%	7.3%	8.7%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-7,826	-29,789	-29,789	-29,789	ROIC%	38.0%	15.3%	12.0%	13.8%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	9,843	10,840	29,789	29,789					
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tiền thu từ việc bán các khoản 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
Có tức và tiền lãi nhận được	897	1,303	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.6	1.9	2.0	2.3
<b>Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư</b>	<b>2,695</b>	<b>-17,874</b>	<b>-3,525</b>	<b>-13,209</b>	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.3	2.4	2.5	2.8
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.1
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	77,969	95,396	520	4,794	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền trả các khoản đi vay	-79,886	-93,407	-425	-208	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.4
Có tức đã trả	-1,347	-2,164	-2,170	-2,170	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính</b>	<b>-3,265</b>	<b>-175</b>	<b>-2,075</b>	<b>2,416</b>	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	6,518	-6,377	1,558	2,731	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	16,346	22,853	17,001	18,559	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	11.1	9.3	7.7	9.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,853	17,001	18,559	21,290	Hệ số quay vòng HTK	11.1	8.6	8.1	10.1
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	13.8	10.0	8.5	11.1



## KHỐI 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

**Khối 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**  
tienss@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&amp;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.