

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

Biên lọc dầu tiếp đà hồi phục ngắn hạn

07/02/2025

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

Hoạt động kinh doanh 4Q2024 có hồi phục nhưng vẫn yếu hơn đáng kể so với cùng kỳ

Trong Q4/2024, BSR đã ghi nhận lợi nhuận gộp đạt 152 tỷ (-94% yoy), tương đương với chỉ 8.3% kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi ước tính biên lọc dầu bình quân cho Diesel, xăng và Jet A1 tại châu Á hồi phục lần lượt 9.1%, 0.1% và 4.2% nhưng giá dầu thô lại suy giảm 5.0% so với Q3/2024.

Nhiều bất định trong triển vọng thị trường dầu thô toàn cầu năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các chính sách của Mỹ sẽ có tác động đa chiều đến cân đối cung - cầu dầu thô, dẫn đến biến động mạnh của giá dầu trong năm 2025, gây áp lực tiêu cực lên các nhà máy lọc dầu. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hiện giá định giá dầu bình quân năm 2025 ở mức 75 USD/thùng.

Biên lợi nhuận lọc dầu (crack spread) có thể tiếp tục hồi phục trong ngắn hạn, nhưng triển vọng dài hạn đối mặt với nhiều thách thức

Chúng tôi duy trì kỳ vọng crack spread các sản phẩm tại khu vực châu Á sẽ hồi phục trong 1Q2025, chủ yếu nhờ các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên, dư địa tăng không còn nhiều do tồn kho sản phẩm đã quay về mức trung bình 3 năm. Trong cả năm 2025, chúng tôi dự báo crack spread tại khu vực châu Á chỉ tăng nhẹ so với mức nền thấp của năm ngoái, chủ yếu do (1) biến động mạnh của giá dầu thô đầu vào và (2) triển vọng tiêu thụ xăng dầu tại Mỹ và Trung Quốc suy yếu bởi căng thẳng thương mại leo thang.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 21,600 VNĐ/cổ phiếu

Mức giá mục tiêu là 21,600 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 6.1% so với giá đóng cửa 20,350 VNĐ/cổ phiếu ngày 07/02/2025. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP do mức thị giá đã tăng 8.2% so với thời điểm tại báo cáo gần nhất. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 2.9%. Chúng tôi nhấn mạnh rằng (1) giá dầu thô và (2) biên lọc dầu vẫn sẽ là các yếu tố rủi ro có thay đổi đáng kể dự phóng KQKD của BSR trong thời gian tới.

Trung lập thay đổi

Giá mục tiêu	VND 21,600
Tăng/giảm (%)	6.1%
Giá hiện tại (07/02/2025)	VND 20,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 22,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	63.1/2.5

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	7.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	78.3/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

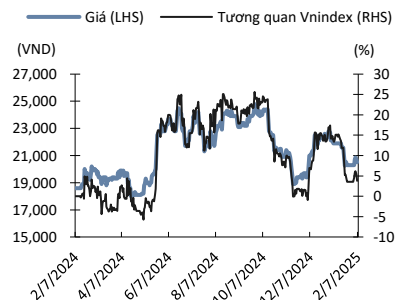
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.4	-3.8	-9.7	10.2
Tương đối	-8.4	-4.7	-14.3	4.1

Dự phóng KQKD & định giá

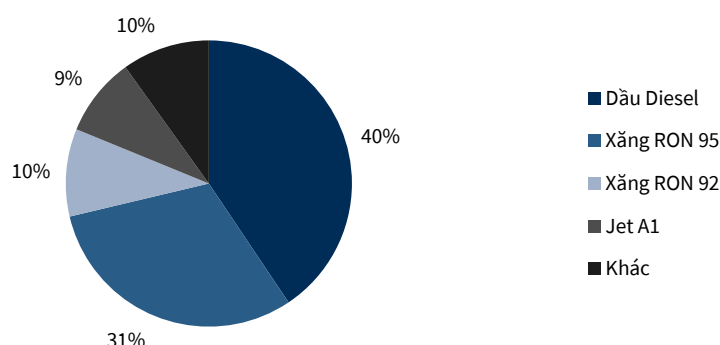
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	147,423	123,027	135,414	136,680
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	7,948	-778	1,511	2,790
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	8,511	625	2,802	3,800
EPS (VND)	2,745	202	904	1,226
Tăng trưởng EPS (%)	-42.2	-92.6	348.0	36.0
P/E (x)	7.9	106.9	23.9	17.6
P/B (x)	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	14.8	1.1	5.0	6.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.9	2.9	2.9	2.9

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

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

Điểm nhấn đầu tư

Biên lọc dầu hồi phục trong ngắn hạn. Crack spread các sản phẩm tại khu vực châu Á kỳ vọng tiếp đà hồi phục hồi trong 1Q2025 nhờ nguồn cung giảm.

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

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

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

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

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

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E
Doanh thu	123,027	135,414	2%	0%	125,625	125,723	-2%	8%
EBIT	-778	1,511	N/A	-64%	3,317	3,389	N/A	-55%
LNST công ty mẹ	625	2,802	-69%	-44%	3,625	3,664	-83%	-24%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 23,900 (crack spread hồi phục mạnh)		Kịch bản cơ sở: 1) Brent 2025F: 75 USD/thùng 2) Tốc độ hồi phục spread bình quân 2025-2029F: 5% Kịch bản tích cực: 1) Brent 2025F: 80 USD/thùng 2) Tốc độ hồi phục spread bình quân 2025-2029F: 10% Kịch bản tiêu cực: 1) Brent 2025F: 70 USD/thùng 2) Tốc độ hồi phục spread bình quân 2025-2029F: 0%
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 21,600		
Giá hiện tại	VND 20,650		
Kịch bản tiêu cực	VND 18,600 (crack spread không hồi phục)		

Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh 4Q2024 có hồi phục nhưng vẫn yếu hơn đáng kể so với cùng kỳ

Trong Q4/2024, BSR đã ghi nhận lợi nhuận gộp đạt 152 tỷ (-94% yoy), tương đương với chỉ 8.3% kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận cho Diesel, xăng và Jet A1 tại châu Á hồi phục lần lượt 9.1%, 0.1% và 4.2% nhưng giá dầu thô lại suy giảm 5.0% so với Q3/2024. Cho cả năm 2024, lợi nhuận gộp của BSR sụt giảm 95.5% yoy do (1) đợt bảo dưỡng trong 1Q và 2Q2024 khiến sản lượng giảm khoảng 14.4% yoy, (2) giá dầu Brent giảm 3.6% yoy và (3) biên lợi nhuận dầu bình quân cả năm cho Diesel, xăng và JetA1 châu Á ước tính giảm lần lượt 29.9%; 17.0% và 28.5% yoy.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	37,756	35,968	-4.7%	147,424	123,027	-16.5%	Doanh thu Q4/2024 sụt giảm chủ yếu do giá dầu thô và biên lợi nhuận dầu giảm so với cùng kỳ.
Dầu Diesel	12,350	14,910	20.7%	57,736	49,930	-13.5%	
Xăng A95	10,491	11,260	7.3%	42,239	37,632	-10.9%	
Xăng A92	2,998	3,126	4.3%	19,900	12,406	-37.7%	
Jet A1	2,619	3,103	18.5%	11,954	10,527	-11.9%	
Dầu FO	256	416	62.5%	1,893	1,495	-21.0%	
LPG	1,838	2,013	9.5%	7,451	6,607	-11.3%	
Lợi nhuận gộp	2,529	152	-94.0%	9,610	437	-95.5%	Trong 4Q2024, lợi nhuận gộp của BSR đã dương trở lại, nhưng chỉ đạt con số khiêm tốn 152 tỷ (-94% yoy). KQKD suy yếu so với cùng kỳ do giá dầu Brent bình quân giảm 10.5% yoy; biên lợi nhuận Diesel, xăng và JetA1 châu Á ước tính giảm lần lượt 35.8%; 9.2% và 38.2% yoy.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6.7%</i>	<i>0.4%</i>		<i>6.5%</i>	<i>0.4%</i>		
Thu nhập tài chính	959	410	-57.2%	2,658	2,230	-16.1%	
Chi phí tài chính	351	280	-20.2%	1,154	799	-30.8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	0	N/A	
SG&A	599	391	-34.7%	1,660	1,213	-26.9%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,538	-109	N/A	9,454	655	-93.1%	
Thu nhập khác	8	8	0.0%	31	28	-9.7%	
Lợi nhuận trước thuế	2,546	-101	N/A	9,485	683	-92.8%	
Lợi nhuận sau thuế	2,269	-89	N/A	8,453	586	-93.1%	
LNST công ty mẹ	2,279	-90	N/A	8,509	625	-92.7%	
<i>Biên LNST</i>	<i>6.0%</i>	<i>-0.3%</i>		<i>5.8%</i>	<i>0.5%</i>		
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn) (ước tính)	2,028	1,746	-13.9%	7,256	6,211	-14.4%	Sản lượng 2024 giảm do kỳ bảo dưỡng tổng thể kéo dài 48 ngày từ giữa tháng 3. Đã hoàn thành trong 2Q2024.
Dầu Diesel	886	732	-17.4%	2,990	2,613	-12.6%	
Xăng A95	567	514	-9.3%	1,947	1,792	-8.0%	
Xăng A92	219	204	-6.8%	953	662	-30.5%	
Jet A1	114	120	5.3%	514	502	-2.3%	
Dầu FO	35	31	-12.6%	129	111	-14.0%	
LPG	117	81	-30.8%	473	344	-27.3%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	74	-10.5%	83	80	-3.6%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Nhiều bất định trong triển vọng thị trường dầu thô toàn cầu năm 2025

Giá dầu Brent tăng mạnh lên mức 82 USD/thùng trong nửa đầu tháng 1/2025, sau khi Mỹ áp đặt lệnh trừng phạt bổ sung đối với các tàu chở dầu của Nga. Tuy nhiên, giá dầu nhanh chóng giảm về 75 USD/thùng do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng tiêu thụ dầu thô toàn cầu. Trong khi đó, cuộc họp gần đây nhất của OPEC+ giữ nguyên chính sách hiện tại, giống kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các chính sách của Mỹ sẽ có tác động đa chiều đến cân đối cung - cầu dầu thô, dẫn đến biến động mạnh của giá dầu trong năm 2025, gây áp lực tiêu cực lên các nhà máy lọc dầu. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hiện giả định giá dầu bình quân năm 2025 ở mức 75 USD/thùng.

Biên lợi nhuận lọc dầu (crack spread) có thể tiếp tục hồi phục trong ngắn hạn, nhưng triển vọng dài hạn đối mặt với nhiều thách thức

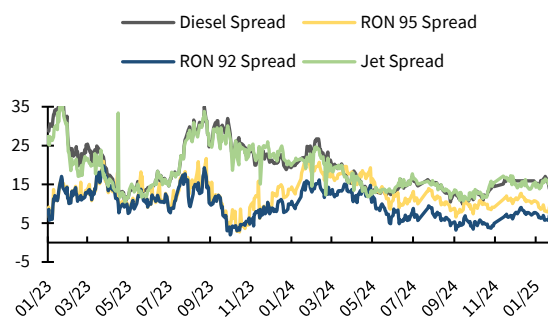
Chúng tôi duy trì kỳ vọng crack spread các sản phẩm tại khu vực châu Á sẽ hồi phục trong 1Q2025, chủ yếu nhờ các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên, dư địa tăng không còn nhiều do tồn kho sản phẩm đã quay về mức trung bình 3 năm. Trong cả năm 2025, chúng tôi dự báo crack spread tại khu vực châu Á chỉ tăng nhẹ so với mức nền thấp của năm ngoái, chủ yếu do (1) biến động mạnh của giá dầu thô đầu vào và (2) triển vọng tiêu thụ xăng dầu tại Mỹ và Trung Quốc suy yếu bởi căng thẳng thương mại leo thang.

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



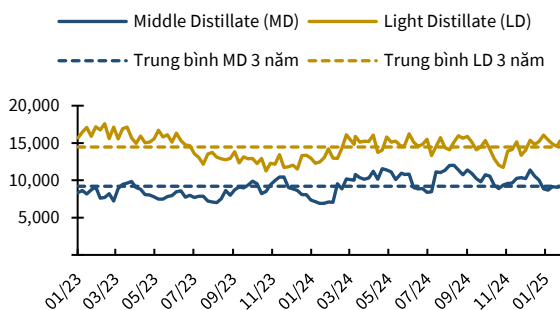
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



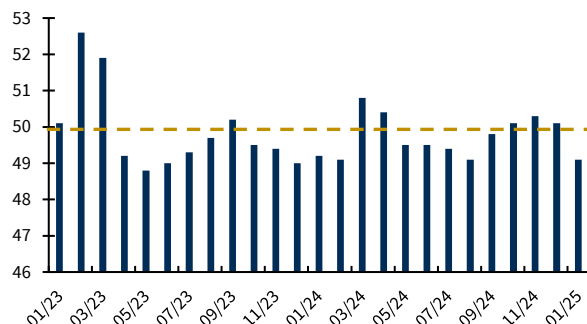
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	123,027	135,414	10.1%	136,680	0.9%	Doanh thu năm 2024 suy giảm chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực từ đợt bảo dưỡng lớn kéo dài 48 ngày. Doanh thu năm 2025 hồi phục từ mức nền thấp do nhà máy hoạt động bình thường trở lại.
Dầu Diesel	49,930	55,678	11.5%	56,574	1.6%	
Xăng A95	37,632	41,587	10.5%	42,311	1.7%	
Xăng A92	12,406	14,717	18.6%	14,514	-1.4%	
Jet A1	10,527	11,248	6.8%	11,584	3.0%	
Dầu FO	1,495	1,581	5.8%	1,380	-12.7%	
LPG	6,607	6,236	-5.6%	6,116	-1.9%	
Lợi nhuận gộp	436	2,848	553.2%	4,139	45.3%	LNG năm 2025 hồi phục từ nền thấp nhờ nhà máy hoạt động ổn định. Giả định biên lọc dầu bình quân hồi phục với CARG 2025-2029 đạt 5% trong kịch bản cơ sở.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>0.4%</i>	<i>2.1%</i>		<i>3.0%</i>		
Thu nhập tài chính	2,230	2,437	9.3%	2,460	0.9%	
Chi phí tài chính	800	873	9.1%	1,069	22.5%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	N/A	
SG&A	1,214	1,337	10.1%	1,349	0.9%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	652	3,075	371.6%	4,181	36.0%	
Thu nhập khác	28	28	0.0%	28	0.0%	
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	680	3,103	356.3%	4,209	35.6%	
<i>Biên LNNT</i>	<i>0.6%</i>	<i>2.3%</i>		<i>3.1%</i>		
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	585	2,793	377.2%	3,788	35.6%	
<i>Biên LNST</i>	<i>0.5%</i>	<i>2.1%</i>		<i>2.8%</i>		
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	625	2,802	348.0%	3,800	35.6%	
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn) (ước tính)	6,211	7,410	19.3%	7,410	0.0%	Sản lượng giảm mạnh trong năm 2024 do kỳ bảo dưỡng lớn. Hồi phục từ năm 2025 do nhà máy vận hành ổn định.
Dầu Diesel	2,613	3,128	19.7%	3,143	0.5%	
Xăng A95	1,792	2,168	21.0%	2,183	0.7%	
Xăng A92	662	779	17.7%	764	-1.9%	
Jet A1	502	619	23.3%	634	2.4%	
Dầu FO	111	118	6.3%	103	-12.7%	
LPG	344	413	20.1%	405	-1.9%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	75	-6.3%	75	0.0%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 21,600 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 mức giá mục tiêu cho cổ phiếu BSR là 21,600 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 6.1% so với giá đóng cửa 20,350VNĐ/cổ phiếu ngày 07/02/2025. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP do mức thị giá đã tăng 8.2% so với thời điểm tại báo cáo gần nhất. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 2.9%.

Biểu đồ 7. Giả định mô hình định giá FCFF (tỷ VND)

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	36,874
Phân bù rủi ro	7.9%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2025-2029	3,042
Beta	1.44	Tổng giá trị hiện tại	39,916
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	49,550
Thuế suất	10.0%	Trừ: Nợ gộp	-27,053
Chi phí vốn bình quân	13.2%	Trừ: Lợi ích CĐT	24
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	62,437
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100.5
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	20,100

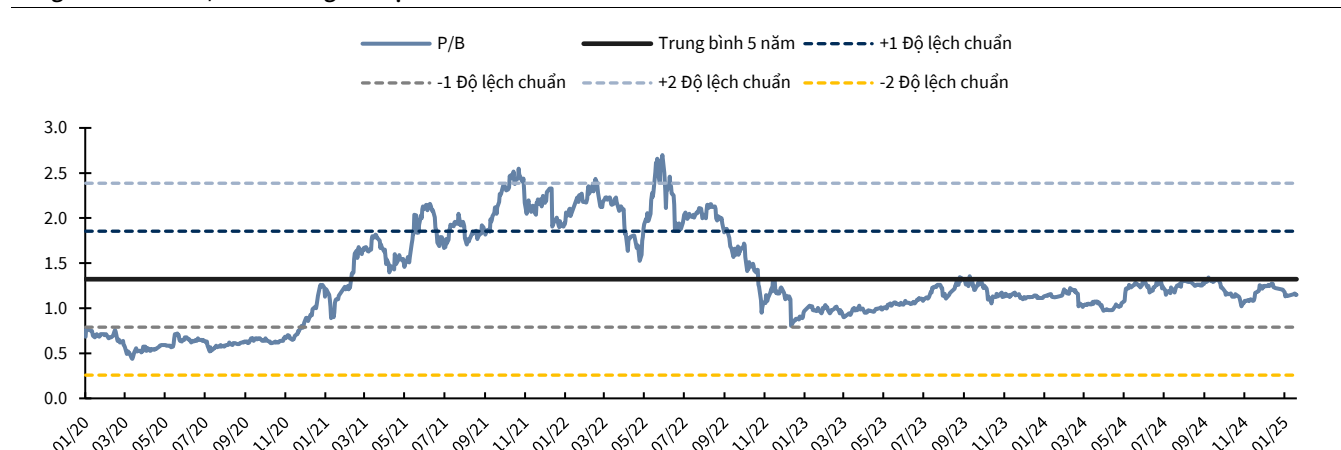
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 8. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá dự phóng (VNĐ)	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng (VNĐ)
FCFF	20,100	50%	10,050
P/B (1.29x)	23,094	50%	11,547
Giá mục tiêu (làm tròn)			21,600
Giá hiện tại (07/02/2025)			20,350
Upside			6.1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 9. Diễn biến P/B của BSR giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

BSR – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2023A – 2026F

Báo cáo Kết quả HKQD				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	147,423	123,027	135,414	136,680
Giá vốn hàng bán	-137,815	-122,591	-132,566	-132,541
Lãi gộp	9,608	436	2,848	4,139
Thu nhập tài chính	2,659	2,230	2,437	2,460
Chi phí tài chính	-1,154	-800	-873	-1,069
Trong đó: Chi phí lãi vay	-288	-261	-331	-522
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-1,034	-652	-718	-724
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-626	-562	-619	-625
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	9,453	652	3,075	4,181
Thu nhập khác	32	30	30	30
Chi phí khác	0	2	2	2
Thu nhập khác, ròng	32	28	28	28
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2	3	4	5
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	9,485	680	3,103	4,209
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,031	-95	-310	-421
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	8,455	585	2,793	3,788
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-57	-40	-9	-12
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	8,511	625	2,802	3,800

Chỉ số hoạt động				
	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.5%	0.4%	2.1%	3.0%
Tỷ suất EBITDA	6.9%	1.2%	3.0%	4.2%
Tỷ suất EBIT	5.4%	-0.6%	1.1%	2.0%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.4%	0.6%	2.3%	3.1%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	6.4%	0.5%	2.3%	3.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.7%	0.5%	2.1%	2.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	9,486	680	3,103	4,209
Khấu hao TSCĐ	2,269	2,221	2,552	2,881
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2,315	-2,031	0	0
Chi phí lãi vay	288	261	331	522
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	9,728	1,131	5,986	7,612
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	1,848	2,270	57	-116
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,305	-236	3,978	2
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	604	-627	-4,632	92
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	36	-1,604	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-1,833	-1,014	-641	-943
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	11,672	-95	4,748	6,647
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-230	-521	-5,635	-7,137
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	2	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-29,789	-24,492	-24,499	-24,508
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	10,840	31,607	23,093	24,363
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,303	1,410	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-17,874	7,990	-7,041	-7,270
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	95,396	105,386	26,954	28,491
Tiền trả các khoản đi vay	-93,407	-99,372	-17,373	-25,877
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-2,164	-2,166	-2,170	-2,170
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-175	3,848	7,411	444
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-6,377	11,742	5,118	-179
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	22,853	17,001	28,995	34,113
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	17,001	28,995	34,113	33,934

Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	86,454	88,446	95,073	99,409
TÀI SẢN NGẮN HẠN	68,546	71,632	74,130	74,210
Tiền và tương đương tiền	17,001	28,995	34,113	33,934
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	15,437	15,582
Các khoản phải thu	14,999	12,523	12,466	12,582
Hàng tồn kho, ròng	15,352	15,891	11,913	11,911
TÀI SẢN DÀI HẠN	17,908	16,814	20,943	25,199
Phải thu dài hạn	549	549	549	549
Tài sản cố định	16,059	13,216	17,345	21,601
Tài sản dở dang dài hạn	1,211	1,353	1,353	1,353
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	29,322	32,914	39,478	42,184
Nợ ngắn hạn	28,439	32,049	36,260	37,288
Phải trả người bán	14,617	14,463	9,831	9,923
Người mua trả tiền trước	247	82	82	82
Vay ngắn hạn	10,970	15,857	24,700	25,636
Nợ dài hạn	884	865	3,218	4,896
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	2,353	4,031
VỐN CHỦ SỞ HỮU	57,131	55,532	56,164	57,794
Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	16,202	11,820	12,321	13,773
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	10,048	12,674	12,814	13,004
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-124	33	24	12

Chỉ số chính				
(x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	7.9	106.9	23.9	17.6
P/E pha loãng	7.9	106.9	23.9	17.6
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2
P/S	0.5	0.5	0.5	0.5
P/Tangible Book	1.2	1.2	1.2	1.2
P/Cash Flow	5.7	-705.0	14.1	10.1
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	6.0	37.3	14.8	11.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	7.7	-69.2	39.7	22.5

Hiệu quả quản lý				
ROE	14.8%	1.1%	5.0%	6.6%
ROA	9.8%	0.7%	2.9%	3.8%
ROIC	15.3%	-1.8%	3.1%	5.2%

Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.3	1.3	1.4	1.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.9	1.7	1.7	1.7
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	2.2	2.0	2.0
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.1
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.3	0.4	0.4
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.3	0.3
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.6	0.6	0.6
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.4	0.4	0.4
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.6	0.7	0.7
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.4	0.4	0.4

Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.3	8.9	10.8	10.9
Hệ số quay vòng HTK	8.6	7.9	9.5	11.1
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	10.0	8.5	11.2	13.8

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

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

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

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

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. 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, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.