

# Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

## Biên lọc dầu có cơ hội hồi phục ngắn hạn

19/11/2024

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

**Hoạt động kinh doanh 3Q2024 bị tác động tiêu cực bởi giá dầu thô và biên lọc dầu suy giảm**

**Giảm giá định giá dầu thô trong các kịch bản do nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới có thể tạo ra nhiều biến động**

**Biên lọc dầu (crack spread) có khả năng hồi phục trong ngắn hạn sau khi tạo đáy vào tháng 9/2024**

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 22,000 VNĐ/cổ phiếu**

Trong Q3/2024, BSR ghi nhận doanh thu giảm 15.4% yoy và khoản lỗ gộp lớn nhất kể từ Q2/2020 (giai đoạn dịch Covid-19). Chúng tôi cho rằng có 2 nguyên nhân dẫn đến diễn biến lợi nhuận tiêu cực này: (1) giá dầu Brent giảm mạnh và (2) biên lọc dầu (crack spread) các sản phẩm trong 3Q2024 duy trì đà giảm.

Chúng tôi cho rằng nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới từ năm 2025 sẽ đem lại nhiều biến động cho thị trường dầu thô thế giới. Ảnh hưởng tiêu cực tới giá dầu là (1) chính sách khuyến khích khai thác dầu thô và (2) nguy cơ xảy ra chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Ảnh hưởng tích cực là khả năng các lệnh trừng phạt nhắm tới Iran. Chúng tôi hạ giá định mức giá dầu bình quân năm 2024/2025 về 80/75 USD/thùng.

Chúng tôi kỳ vọng crack spread các sản phẩm tại khu vực châu Á sẽ có cơ hội phục hồi trong ngắn hạn từ mức đáy tháng 9/2024 nhờ (1) tồn kho trong khu vực giảm xuống dưới mức trung bình (tính từ thời điểm Trung Quốc mở cửa kinh tế sau đại dịch) và (2) các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc cắt giảm sản lượng trong 4Q2024 và 1Q2025. Triển vọng crack spread trong dài hạn vẫn sẽ cần phụ thuộc vào khả năng hồi phục của nền kinh tế Trung Quốc sau khi các gói kích cầu được đưa ra.

Mức giá mục tiêu là 22,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 17% so với giá đóng cửa 18,800 VNĐ/cổ phiếu ngày 19/11/2024. Điều chỉnh giảm 10.9% giá mục tiêu do KQKD thấp hơn kỳ vọng nhưng nâng khuyến nghị lên mức MUA do thị giá giảm 19% kể từ báo cáo gần nhất về mức tương đối hấp dẫn. Định giá hiện tại chưa bao gồm lợi ích từ dự án NCMR NMLD Dung Quất. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 3.2%. 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.

## Mua thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 22,000</b>
Tăng/giảm (%)	17.0%
Giá hiện tại (19/11/2024)	VND 18,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 25,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	59.2/2.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	7.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	120.6/4.8
Sở hữu nước ngoài (%)	0.6%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

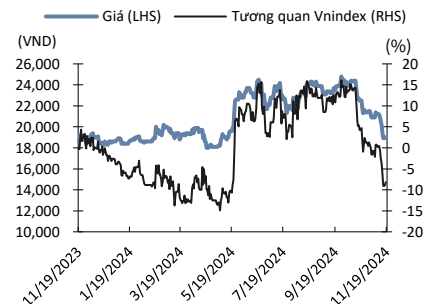
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-15.6	-21.2	-3.1	2.2
Tương đối	-10.2	-17.6	1.3	-8.4

### Dự phóng KQKD & định giá

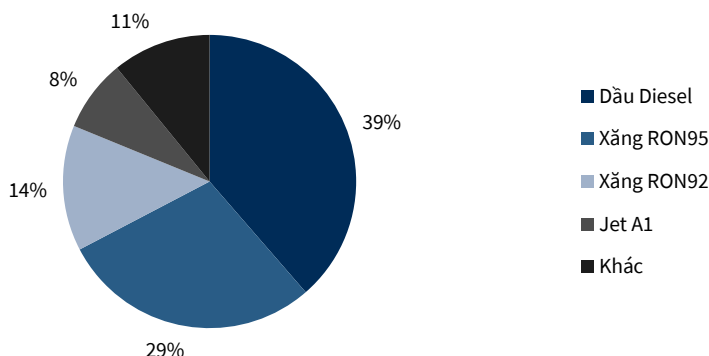
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	167,124	147,423	120,348	135,515
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	14,673	7,948	1,154	4,159
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	14,726	8,511	2,037	4,989
EPS (VND)	4,750	2,745	657	1,609
Tăng trưởng EPS (%)	129.1	-42.2	-76.0	145.0
P/E (x)	4.6	8.0	33.5	13.7
P/B (x)	1.3	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	28.7	14.8	3.6	8.3
Tỷ suất cổ tức (%)	2.0	3.2	3.2	3.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

### Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Lạc – 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 sẽ có cơ hội phục hồi trong ngắn hạn từ mức đáy tháng 9/2024 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](#)

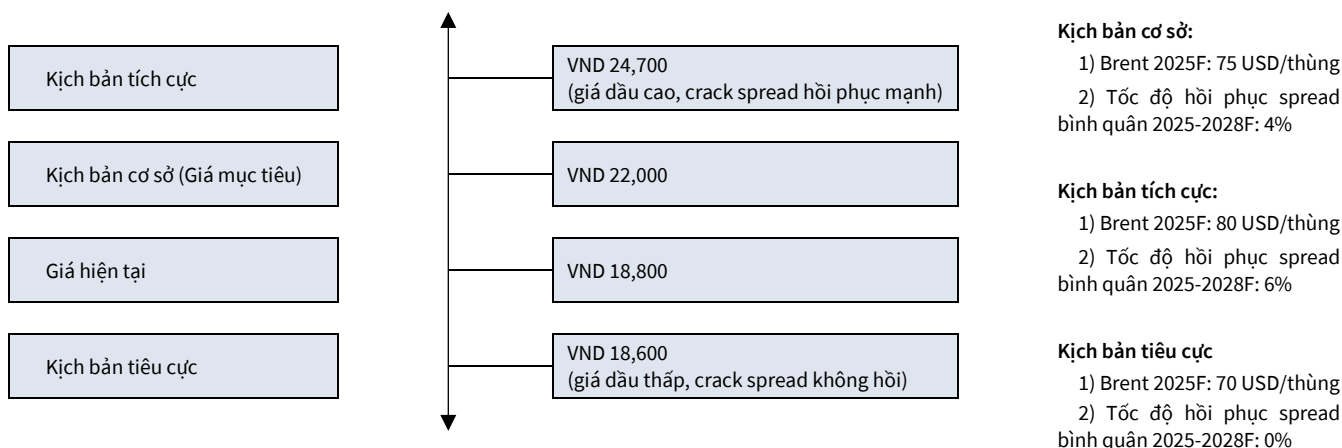
### Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	120,348	135,515	-6%	-6%	125,417	136,318	-4%	-1%
EBIT	1,154	4,159	-82%	-45%	5,210	6,119	-78%	-32%
LNST công ty mẹ	2,037	4,989	-69%	-36%	5,618	6,333	-64%	-21%

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



## Hoạt động kinh doanh

### Hoạt động kinh doanh 3Q2024 bị tác động tiêu cực bởi giá dầu thô và biên lọc dầu suy giảm

Trong Q3/2024, BSR ghi nhận doanh thu giảm 15.4% yoy và khoản lỗ gộp lớn nhất kể từ Q2/2020 (giai đoạn dịch Covid-19). Chúng tôi cho rằng có 2 nguyên nhân dẫn đến diễn biến lợi nhuận tiêu cực này: (1) giá dầu Brent bình quân giảm từ 84 USD/thùng trong tháng 7/2024 xuống 73 USD/thùng trong tháng 9/2024, khiến BSR phải bán tồn kho với giá thấp hơn đáng kể so với giá thành sản xuất và (2) biên lọc dầu (crack spread) diesel, xăng, và nhiên liệu bay JetA1 trong 3Q2024 duy trì đà giảm lần lượt 12.3%, 8.2% và 20% so với 2Q2024. Sản lượng tiêu thụ đã hồi phục về mức tương đương so với cùng kỳ năm ngoái do công ty đã hoàn thành bảo dưỡng lớn trong 2Q2024.

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

(tỷ VND)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	37,756	31,946	-15.4%	105,491	87,059	-17.5%	Doanh thu Q3/2024 sụt giảm chủ yếu do giá dầu thô và biên lọc dầu giảm mạnh so với cùng kỳ.
Dầu Diesel	14,008	12,350	-11.8%	40,157	35,020	-12.8%	
Xăng A95	11,544	10,491	-9.1%	29,981	26,372	-12.0%	
Xăng A92	4,824	2,998	-37.9%	15,315	9,280	-39.4%	
Jet A1	3,119	2,619	-16.0%	8,254	7,424	-10.1%	
Dầu FO	974	256	-73.7%	1,776	1,079	-39.2%	
LPG	1,575	1,838	16.7%	5,449	4,594	-15.7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	3,831	-1,469	-138.3%	7,081	285	-96.0%	Trong 3Q2024, BSR ghi nhận khoản lỗ gộp do giá dầu Brent bình quân giảm từ 84 USD/thùng trong tháng 7/2024 xuống 73 USD/thùng trong tháng 9/2024. Biên lọc dầu Diesel, xăng và JetA1 ước tính giảm lần lượt 12.3%; 8.2% và 20.0% so với 2Q2024.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	10.1%	-4.6%		6.7%	0.3%		
Thu nhập tài chính	420	554	31.9%	1,699	1,820	7.1%	
Chi phí tài chính	319	125	-60.8%	803	519	-35.4%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	0	N/A	
SG&A	313	293	-6.4%	1,061	822	-22.5%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	3,619	-1,333	-136.8%	6,916	764	-89.0%	
Thu nhập khác	2	5	150.0%	23	20	-13.0%	
Lợi nhuận trước thuế	3,621	-1,328	-136.7%	6,939	784	-88.7%	
Lợi nhuận sau thuế	3,235	-1,209	-137.4%	6,184	675	-89.1%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	3,260	-1,210	-137.1%	6,230	715	-88.5%	
<i>Biên LNST</i>	8.6%	-3.8%		5.9%	0.8%		
<b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>	1,734	1,722	-0.7%	5,294	4,465	-15.7%	Sản lượng 9M2024 giảm do kỳ bảo dưỡng tổng thể kéo dài 48 ngày từ giữa tháng 3. Đã hoàn thành trong 2Q2024.
Dầu Diesel	689	706	2.5%	2,104	1,881	-10.6%	
Xăng A95	496	530	6.9%	1,380	1,278	-7.4%	
Xăng A92	217	156	-28.1%	734	458	-37.6%	
Jet A1	138	142	2.9%	400	382	-4.5%	
Dầu FO	32	37	16.9%	94	80	-14.5%	
LPG	120	107	-10.8%	356	263	-26.1%	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	86	78	-9.3%	82	82	0.1%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Giảm giá định giá dầu thô trong các kịch bản do nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới có thể tạo ra nhiều biến động

OPEC tiếp tục điều chỉnh hạ dự phóng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu năm 2025 từ 1.58% xuống còn 1.48% yoy chủ yếu do số liệu kinh tế của Trung Quốc chưa cải thiện đáng kể. Về phía cung, khối OPEC+ tiếp tục trì hoãn kế hoạch nới lỏng cắt giảm sản lượng nhằm hỗ trợ giá dầu trong bối cảnh cán cân cung cầu dầu thô năm 2025 kỳ vọng kém khả quan. Chúng tôi cho rằng nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới từ năm 2025 sẽ đem lại nhiều biến động cho thị trường dầu thô thế giới. Ảnh hưởng tiêu cực tới giá dầu gồm (1) chính sách khuyến khích khai thác dầu thô, làm tăng nguồn cung và (2) nguy cơ xảy ra chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, khiến triển vọng tiêu thụ toàn cầu bị tác động tiêu cực. Ảnh hưởng tích cực là khả năng các lệnh trừng phạt nhắm tới Iran làm suy giảm nguồn cung dầu. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hạ giá định mức giá dầu bình quân năm 2024/2025 từ 83/80 về 80/75 USD/thùng. Kịch bản tiêu cực cho năm 2024/2025 hiện ở mức 80/70 USD/thùng.

### Biên lợi dầu (crack spread) có khả năng hồi phục trong ngắn hạn sau khi tạo đáy vào tháng 9/2024

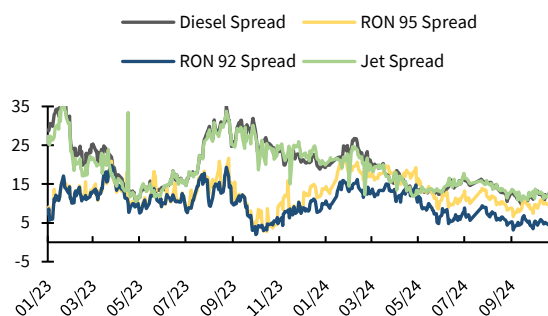
Chúng tôi kỳ vọng crack spread các sản phẩm tại khu vực châu Á sẽ có cơ hội phục hồi trong ngắn hạn từ mức đáy tháng 9/2024 nhờ (1) tồn kho trong khu vực giảm xuống dưới mức trung bình (tính từ thời điểm Trung Quốc mở cửa kinh tế sau đại dịch) và (2) các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc cắt giảm sản lượng trong 4Q2024 và 1Q2025. Triển vọng crack spread trong dài hạn vẫn sẽ cần phụ thuộc vào khả năng hồi phục của nền kinh tế Trung Quốc sau khi các gói kích cầu được đưa ra.

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



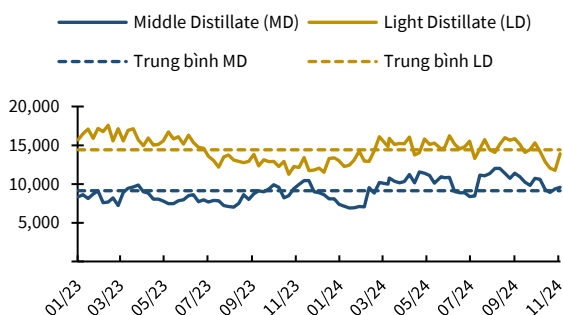
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



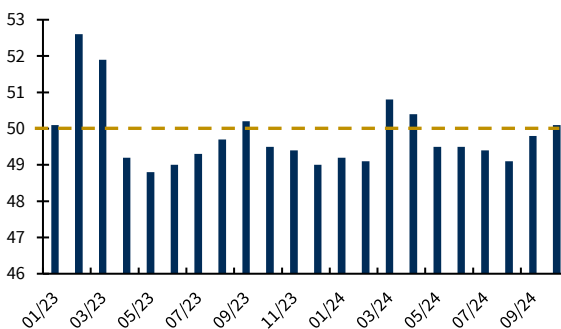
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**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)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>147,423</b>	<b>120,348</b>	<b>-18.4%</b>	<b>135,515</b>	<b>12.6%</b>	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	57,736	49,386	-14.5%	55,678	12.7%	
Xăng A95	42,239	36,736	-13.0%	41,587	13.2%	
Xăng A92	19,900	13,306	-33.1%	14,717	10.6%	
Jet A1	11,954	9,739	-18.5%	11,248	15.5%	
Dầu FO	1,893	1,610	-15.0%	1,581	-1.8%	
LPG	7,451	5,607	-24.7%	6,236	11.2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>9,608</b>	<b>2,354</b>	<b>-75.5%</b>	<b>5,510</b>	<b>134.1%</b>	Giảm 68% LNG dự phóng so với báo cáo gần nhất do KQKD 3Q2024 tiêu cực hơn kỳ vọng. Dự báo KQKD 4Q2024 cải thiện nhờ (1) giải quyết hết phần tồn kho giá cao và (2) biên lọc dầu có dấu hiệu hồi phục sau khi các nhà máy lọc dầu Trung Quốc giảm công suất. LNG năm 2025 hồi phục từ nền thấp nhờ nhà máy hoạt động ổn định. Giá định biên lọc dầu bình quân hồi phục với CARG 2024-2028F đạt 4% trong kịch bản cơ sở.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6.5%</i>	<i>2.0%</i>		<i>4.1%</i>		
Thu nhập tài chính	2,659	2,166	-18.5%	2,439	12.6%	
Chi phí tài chính	1,154	1,063	-7.9%	1,072	0.8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	N/A	0	N/A	
SG&A	1,660	1,200	-27.7%	1,351	12.6%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>9,453</b>	<b>2,257</b>	<b>-76.1%</b>	<b>5,526</b>	<b>144.8%</b>	
Thu nhập khác	32	0	-100%	0	N/A	
<b>Lợi nhuận trước thuế (LNST)</b>	<b>9,486</b>	<b>2,257</b>	<b>-76.2%</b>	<b>5,526</b>	<b>144.8%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>6.4%</i>	<i>1.9%</i>		<i>4.1%</i>		
<b>Lợi nhuận sau thuế (LNST)</b>	<b>8,455</b>	<b>2,031</b>	<b>-76.0%</b>	<b>4,973</b>	<b>144.9%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.7%</i>	<i>1.7%</i>		<i>3.7%</i>		
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	<b>8,511</b>	<b>2,037</b>	<b>-76.1%</b>	<b>4,989</b>	<b>144.9%</b>	
<b>Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)</b>	<b>7,256</b>	<b>6,211</b>	<b>-14.4%</b>	<b>7,448</b>	<b>19.9%</b>	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	2,990	2,613	-12.6%	3,128	19.7%	
Xăng A95	1,947	1,792	-8.0%	2,166	20.9%	
Xăng A92	953	662	-30.5%	787	18.9%	
Jet A1	514	502	-2.3%	618	23.1%	
Dầu FO	129	111	-14.0%	118	6.3%	
LPG	473	344	-27.3%	413	20.1%	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	<b>83</b>	<b>80</b>	<b>-3.6%</b>	<b>75</b>	<b>-6.3%</b>	Giảm giá đỉnh giá dầu Brent năm 2024 và 2025 từ 83 và 80 USD/thùng xuống lần lượt 80 và 75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 22,000 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 22,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 17% so với giá đóng cửa 18,800VNĐ/cổ phiếu ngày 19/11/2024. Mức giá mục tiêu hiện tại thấp hơn 10.9% so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh giảm mạnh LNST năm 2024/2025F lần lượt 69.3%/36.4%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu BSR do mức thị giá đã giảm 19% kể từ báo cáo gần nhất về mức tương đối hấp dẫn. Định giá hiện tại của chúng tôi chưa bao gồm lợi ích nhận được từ dự án Nâng cấp-Mở rộng NMLD Dung Quất (dự kiến hoàn thành trong 3Q2028). Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 3.2%.

**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)	31,345
Phần bù rủi ro	7.9%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	5,557
Beta	1.44	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>36,902</b>
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	31,666
Thuế suất	10.0%	Trừ: Nợ gộp	-5,102
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>13.2%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTS	-124
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>63,342</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100.5
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>20,400</b>

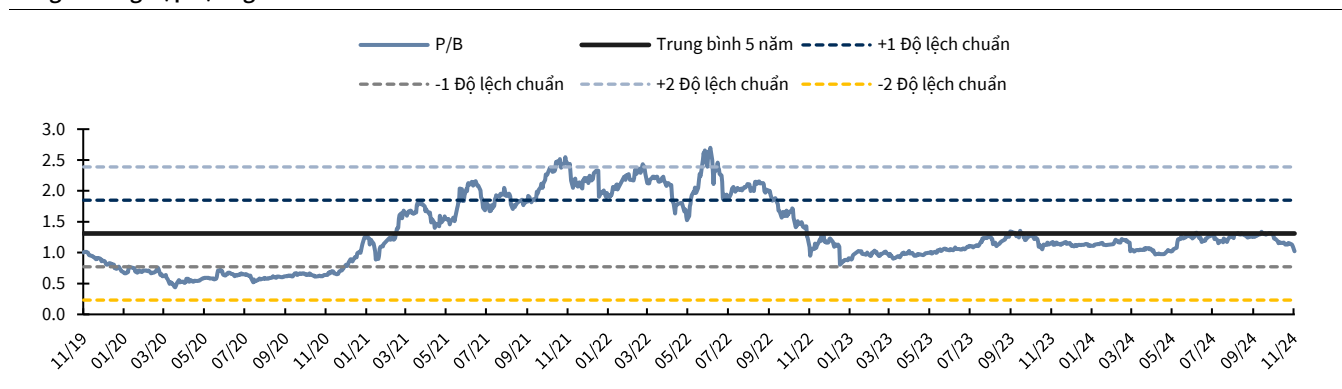
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 8. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	20,400	50%	10,200
P/B (1.29x)	23,646	50%	11,823
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>22,000</b>
Giá hiện tại (19/11/2024)			18,800
Upside			17.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 9. Tổng hợp định giá**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

## BSR – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	167,124	147,423	120,348	135,515	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	78,488	86,454	80,443	88,235
Giá vốn hàng bán	-151,027	-137,815	-117,994	-130,005	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	58,471	68,546	63,335	63,193
Lãi gộp	16,097	9,608	2,354	5,510	Tiền và tương đương tiền	22,853	17,001	14,456	19,584
Thu nhập tài chính	1,750	2,659	2,166	2,439	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,172	21,122	17,210	19,379
Chi phí tài chính	-923	-1,154	-1,063	-1,072	Các khoản phải thu	16,553	14,999	17,244	12,475
Trong đó: Chi phí lãi vay	-253	-288	-341	-259	Hàng tồn kho, ròng	16,809	15,352	14,353	11,683
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	20,017	17,908	17,108	25,042
Chi phí bán hàng	-909	-1,034	-689	-776	Phải thu dài hạn	534	549	549	549
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-515	-626	-511	-575	Tài sản cố định	18,075	16,059	15,259	23,193
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	15,500	9,453	2,257	5,526	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	23,445	28,418
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	2	3	4	Nợ ngắn hạn	26,015	28,439	21,945	22,918
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	15,586	9,485	2,257	5,526	Phải trả người bán	14,836	14,617	14,607	9,839
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-916	-1,031	-226	-553	Người mua trả tiền trước	38	247	247	247
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	14,669	8,455	2,031	4,973	Vay ngắn hạn	8,954	10,970	4,486	10,227
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-57	-57	-6	-16	Nợ dài hạn	1,282	884	1,500	5,500
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	14,726	8,511	2,037	4,989	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	616	4,616
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	51,190	57,131	56,998	59,817
					Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
					Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Lãi chưa phân phối	14,652	16,202	16,075	18,910
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	5,598	10,048	10,048	10,048
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-65	-124	-130	-146
<b>Chỉ số hoạt động</b>					<b>Chỉ số chính</b>				
	2022	2023	2024F	2025F	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.6%	6.5%	2.0%	4.1%	<b>Chỉ số định giá</b>				
Tỷ suất EBITDA	10.1%	6.9%	2.9%	5.2%	P/E	4.6	8.0	33.5	13.7
Tỷ suất EBIT	8.8%	5.4%	1.0%	3.1%	P/E pha loãng	4.6	8.0	33.5	13.7
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9.3%	6.4%	1.9%	4.1%	P/B	1.3	1.2	1.2	1.1
Tỷ suất lãi hoạt động KD	9.3%	6.4%	1.9%	4.1%	P/S	0.4	0.5	0.6	0.5
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.8%	5.7%	1.7%	3.7%	P/Tangible Book	1.3	1.2	1.2	1.1
					P/Cash Flow	9.6	5.8	21.9	6.5
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	3.2	6.1	16.8	9.1
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	3.7	7.8	50.9	15.2
					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
					ROE%	28.7%	14.8%	3.6%	8.3%
					ROA%	18.7%	9.8%	2.5%	5.6%
					ROIC%	38.0%	15.3%	2.4%	7.4%
					<b>Cấu trúc tài chính</b>				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.0	1.3	1.4	1.7
					Tỷ suất thanh toán nhanh	1.6	1.9	2.2	2.2
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.3	2.4	2.9	2.8
					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	0.1
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.1	0.2
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.4
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.5
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
					<b>Chỉ số hoạt động</b>				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	11.1	9.3	7.5	9.1
					Hệ số quay vòng HTK	11.1	8.6	7.9	10.0
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	13.8	10.0	8.2	11.1

## KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET 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

quannnd@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

anhhd@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

### 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](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:	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.