

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND16.100	VND27.300	3,11%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 06/02/2023

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

Consensus*: Mua:5 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 20,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 6,6%/2,2%
- Nâng dự phóng EPS 2025 lên 1,1%.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	32.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	116.693
Thị giá vốn (tỷ VND)	49.710
Free float (%)	7
P/E trượt (x)	3,45
P/B hiện tại (x)	0,98

Cơ cấu sở hữu

PVN	92,1%
Khác	7,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tỷ suất lọc dầu duy trì ở mức cao trong năm 2023

- Lợi nhuận (LN) ròng Q4/22 giảm 44% svck xuống 1.499 tỷ đồng do crack spread xăng giảm mạnh.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lọc dầu của BSR sẽ ở mức cao trong 2023 (-4,6 USD/thùng sv. năm 2022, nhưng cao hơn 6,8 USD/thùng sv. năm 2019).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 27.300 đ/cp.

LN Q4/22 tụt lùi do crack spread xăng giảm mạnh

Doanh thu (DT) Q4/22 tăng 17,2% svck lên 40.430 tỷ đồng nhờ giá bán trung bình cao hơn, đến từ việc giá dầu diesel và nhiên liệu bay tăng ~30% svck. Tuy nhiên, biên LN gộp Q4/22 giảm 4,8 điểm % svck do crack spread xăng giảm (crack spread xăng tại châu Á Q4/22: 7,6 USD/thùng; -51% svck) và tỷ suất LN hóa dầu thấp hơn. Trong Q4/22, BSR được hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất cao hơn, kết hợp với lượng tiền mặt ròng dồi dào giúp cho LN tài chính ròng tăng 171% svck lên 409 tỷ đồng. Kết quả, LN ròng Q4/22 giảm 44% svck xuống 1.499 tỷ đồng, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với LN ròng Q3/22 (+3,1 lần sv. quý trước). Cả năm 2022, DT tăng 65% svck lên 167.171 tỷ đồng và LN ròng tăng 115% svck lên 15.450 tỷ đồng, hoàn thành 94,2% dự phóng của chúng tôi.

Crack spread sẽ tiếp tục neo cao trong năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng crack spread xăng tại châu Á sẽ đạt trung bình ~13 USD/thùng (thấp hơn 24% sv. năm 2022 nhưng vẫn cao hơn 56% sv. năm 2019) nhờ nhu cầu tại Trung Quốc phục hồi giúp giảm bớt tình trạng dư thừa nguồn cung. Đối với crack spread dầu diesel, crack spread diesel sẽ bình ổn ở mức cao trong năm 2023, quanh 25 USD/thùng (thấp hơn 27% sv. năm 2022 nhưng vẫn cao hơn 82% sv. năm 2019) do tác động của: (1) lệnh cấm của EU đối với các sản phẩm lọc dầu từ Nga sẽ khiến thị trường tiếp tục bị thắt chặt, và (2) nguồn cung diesel gia tăng được thúc đẩy bởi mức tỷ suất LN lọc dầu cao.

Chúng tôi kỳ vọng LN năm 2023-24 sẽ duy trì ở mức cao

Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 6,6%/2,2% do áp dụng giá định giá dầu Brent 2023 thấp hơn là 85 USD/thùng (từ mức 90 USD/thùng) và giảm tỷ suất lọc dầu năm 2023-24 xuống 2,3%/2,8%. Chúng tôi ước tính LN ròng của BSR sẽ giảm 40,6% svck trong 2023 do đợt bảo dưỡng định kỳ và tỷ suất lọc dầu giảm, nhưng vẫn cao hơn 28% sv. trước khủng hoảng Ukraine. LN ròng dự kiến sẽ tăng trở lại trong năm 2024 với tốc độ tăng trưởng 17,6% svck.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27.300 đồng

Dù LN có thể đã đạt đỉnh trong năm 2022, chúng tôi vẫn ưa thích BSR vì mức định giá hấp dẫn (3,2 lần EV/EBITDA năm 2023), vị thế tiền mặt dồi dào và kỳ vọng crack spread duy trì ở mức cao. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27.300 đồng, dựa trên tỷ trọng tương đương của EV/EBITDA mục tiêu 2023 là 6,5x và P/B mục tiêu 2023 là 1,5 lần. Động lực tăng giá là crack spread cao hơn. Rủi ro giảm giá là crack spread thấp hơn dự kiến, giá dầu giảm và thời gian bảo dưỡng kéo dài hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	101.080	167.171	120.393	131.876
Tăng trưởng DT thuần	74,4%	65,4%	(28,0%)	9,5%
Biên lợi nhuận gộp	7,6%	9,5%	8,2%	8,8%
Biên EBITDA	14,9%	18,8%	16,3%	17,6%
LN ròng (tỷ)	6.716	14.450	8.581	10.089
Tăng trưởng LN ròng		115,2%	(40,6%)	17,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi		115,2%	(40,6%)	17,6%
EPS cơ bản	2.166	4.661	2.768	3.254
EPS điều chỉnh	2.166	4.661	2.768	3.254
BVPS	12.117	16.443	18.339	20.595
ROAE	19,6%	32,6%	15,9%	16,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TỶ SUẤT LỌC DẦU DUY TRÌ Ở MỨC CAO TRONG NĂM 2023

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 27.300 đồng/cp

Chúng tôi ưa thích BSR vì:

- Crack spread (khoảng chênh lệch giữa giá xăng dầu thành phẩm và giá dầu thô) các sản phẩm lọc dầu được dự báo sẽ duy trì ở mức cao do cuộc khủng hoảng địa chính trị tại Ukraine kéo dài, là tín hiệu tốt đối với các nhà máy lọc dầu như BSR trong một vài năm tới.
- BSR duy trì công suất vận hành cao trên 100% trong nhiều năm, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho đất nước.
- Đáng chú ý, BSR sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh với vị thế tiền mặt ròng dồi dào hơn 16.000 tỷ đồng vào cuối năm 2022 (tương đương ~5.200 đ/cp), điều này sẽ giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao.

Do đó, dù LN có thể đã đạt đỉnh trong năm 2022, chúng tôi tin rằng BSR vẫn là một lựa chọn đầu tư hấp dẫn nhờ mức định giá hấp dẫn (3,2 lần EV/EBITDA năm 2023), vị thế tiền mặt dồi dào, và kỳ vọng crack spread sẽ duy trì ở mức cao so với mức trước khủng hoảng Ukraine. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27.300 đồng/cp, dựa trên tỷ trọng tương đương của EV/EBITDA mục tiêu 2023 là 6,5x và P/B mục tiêu 2023 là 1,5 lần.

Hình 1: Giá mục tiêu

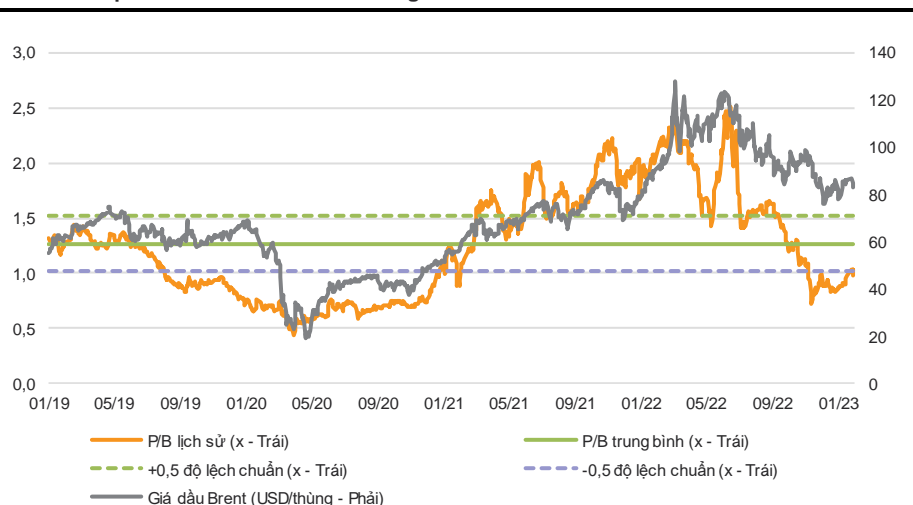
Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
EV/EBITDA mục tiêu 2023 là 6,5x	27.916	50%	13.958
P/B mục tiêu 2023 là 1,5x	26.592	50%	13.296
Giá mục tiêu			27.254
Giá mục tiêu (làm tròn)			27.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và Rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá là crack spread cao hơn khả năng niêm yết cổ phiếu lên sàn chứng khoán chính thức trong năm 2023.
- Rủi ro giảm giá đến từ crack spread thấp hơn dự kiến, giá dầu giảm và thời gian bảo dưỡng kéo dài hơn dự kiến do các vấn đề kỹ thuật vì điều đó sẽ làm giảm công suất vận hành của BSR trong năm 2023.

Hình 2: P/B lịch sử của BSR và diễn biến giá dầu Brent



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các công ty trong ngành lọc hóa dầu

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa tr.USD	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)	
		Nội tệ	Nội tệ		2023	2024		2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
		Thai Oil	TOP TB		57,0	NA		3.857	3,6	9,2	5,3	8,9	0,8	0,8	24,3%	8,2%	8,7%
IRPC	IRPC TB	3,0	NA	1.869	274,5	14,0	6,8	7,2	0,7	0,7	1,8%	5,4%	0,6%	2,5%	3,2%	3,8%	
Star Petroleum Refining	SPRC TB	11,1	NA	1.458	4,9	7,3	3,5	4,0	1,2	1,1	25,0%	16,0%	13,7%	9,4%	10,6%	6,9%	
PTT Global Chemical	PTTGC TB	49,5	NA	6.761	NA	10,9	9,6	7,2	0,7	0,7	-2,0%	6,0%	-0,6%	2,7%	2,7%	4,2%	
GS Holdings Corp	078930 KS	43.150	NA	3.252	1,6	2,0	3,4	4,4	0,3	0,3	20,9%	14,4%	8,0%	5,5%	5,0%	5,0%	
S-Oil Corp	010950 KS	86.900	NA	7.935	6,0	6,8	4,0	4,4	1,0	1,0	18,2%	14,2%	7,5%	6,4%	5,1%	4,6%	
Bharat Petroleum	BPCL IN	328	NA	8.658	39,3	8,3	13,3	7,4	1,3	1,2	6,0%	16,0%	-1,0%	4,4%	2,7%	4,6%	
Hindustan Petroleum	HPCL IN	226	NA	3.899	NA	5,0	NA	8,3	1,1	1,2	-17,9%	17,1%	-7,7%	4,4%	2,8%	6,4%	
<i>Trung bình</i>					55,0	7,9	6,6	6,5	0,9	0,9	9,5%	12,2%	3,6%	4,8%	5,1%	5,0%	
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	16.100	27.300	2.129	5,8	4,9	-14,8%	3,1	2,7	0,9	0,8	15,9%	16,7%	10,6%	11,3%	3,1%	4,3%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 03/02/2022)

LN Q4/22 tụt lùi do crack spread xăng giảm mạnh

Hình 4: Tổng quan KQKD Q4/22 và năm 2022

Tỷ đồng	Q4/21	Q4/22	% svck	2021	2022	% svck	% sv. dự phóng 2022	Nhận định
Giá dầu Brent (USD/thùng)	79,7	88,6	11,3%	71,0	99,0	39,6%		
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	1.630	1.755	7,7%	6.530	6.960	6,6%		
Công suất vận hành (%)	100%	108%	7,7 điểm%	100%	107%	6,6 điểm%		
Doanh thu thuần	34.492	40.430	17,2%	101.080	167.171	65,4%	106,9%	DT Q4/22 tăng 17,2% svck lên 40.430 tỷ đồng chủ yếu nhờ giá bán bình quân cao hơn, đóng góp bởi giá dầu diesel và nhiên liệu bay tăng khoảng 30% svck trong khi giá xăng đi ngang so với cùng kỳ
LN gộp	3.141	1.727	-45,0%	7.699	15.890	106,4%	94,1%	Biên LN gộp Q4/22 giảm 4,8 điểm % svck do crack spread xăng giảm và biên LN hóa dầu thấp, điều này làm át tác động tích cực của việc crack nhiên liệu bay và dầu diesel cao hơn svck
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>9,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>-4,8 điểm%</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>1,9 điểm%</i>		
Chi phí bán hàng	(224)	(320)	42,9%	(781)	(917)	17,4%	97,8%	
Chi phí QLDN	(155)	(225)	45,1%	(407)	(504)	23,8%	92,0%	
EBIT	2.762	1.182	-57,2%	6.511	14.470	122,2%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	56	409	634,7%	396	743	87,9%	120,5%	LN tài chính thuần Q4/22 tăng 7,3 lần svck nhờ thu nhập tiền gửi tăng gấp đôi svck (lên 297 tỷ đồng) và lãi tỷ giá ròng tăng 4,8 lần svck (lên 181 tỷ đồng)
Doanh thu tài chính	239	648	171,3%	1.015	1.664	63,9%		
Chi phí tài chính	(183)	(239)	30,4%	(619)	(920)	48,6%		
Lợi nhuận khác	24	29	20,6%	34	86	152,0%		
LNTT	2.842	1.621	-43,0%	6.941	15.299	120,4%	95,3%	
LN ròng	2.695	1.499	-44,4%	6.716	14.450	115,2%	94,2%	LN ròng 2022 thấp hơn một chút so với dự phóng của chúng tôi chủ yếu là do biên LN lọc dầu thấp hơn kỳ vọng

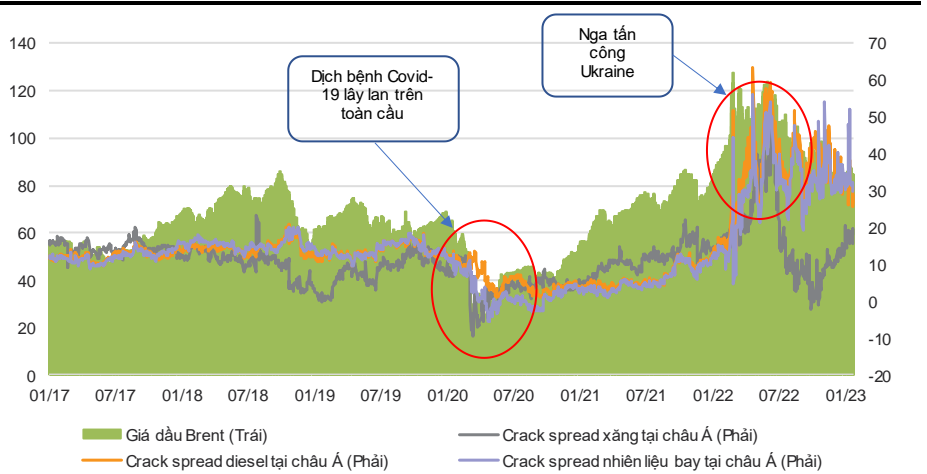
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng năm 2023-24: LN sẽ giảm trong năm 2023 từ mức kỷ lục của năm 2022, nhưng vẫn duy trì ở mức cao

Crack spread xăng đang tăng trở lại trong đầu năm 2023, là tín hiệu tốt đối với BSR trong những quý tới

Đầu năm 2023, crack spread xăng tại châu Á (chỉ số tham chiếu của chúng tôi) đã tăng đáng kể lên mức 18 USD/thùng từ vùng giá âm vào tháng 10/2022 nhờ nhu cầu tại Trung Quốc phục hồi sau khi quốc gia này mở cửa trở lại. Bên cạnh đó, mức tồn kho thấp tại Mỹ có thể kéo theo nhu cầu nhập khẩu cao hơn từ các quốc gia châu Á, qua đó hỗ trợ crack spread xăng tại châu Á trong ngắn hạn. Đây sẽ là tín hiệu tốt cho BSR trong một vài quý sắp tới. Chúng tôi kỳ vọng crack spread xăng tại châu Á sẽ đạt mức trung bình khoảng 13 USD/thùng (thấp hơn 24% so với mức nền cao năm 2022 nhưng vẫn cao hơn 56% so với năm 2019).

Hình 5: Crack spread xăng đang tăng trở lại trong đầu năm 2023 từ vùng giá âm trong tháng 10/2022 (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Đối với crack spread dầu diesel, chúng tôi cho rằng crack spread diesel sẽ duy trì ở mức cao trong những quý đầu năm 2023 sau đó hạ nhiệt dần về cuối năm và bình ổn ở mức cao trong năm 2023 (đạt trung bình 25 USD/thùng, thấp hơn 27% so với mức kỷ lục của năm 2022 nhưng vẫn cao hơn 82% so với năm 2019) nhờ tác động trái chiều của: (1) lệnh cấm của EU đối với các sản phẩm lọc dầu từ Nga sẽ giữ cho thị trường tiếp tục bị thắt chặt, và (2) nguồn cung dầu diesel tăng thêm được thúc đẩy bởi tỷ suất lợi nhuận cao và việc Trung Quốc xuất khẩu dầu diesel trở lại. Crack spread dầu diesel duy trì ở mức cao tiếp tục là động lực hỗ trợ chính cho tỷ suất LN lọc dầu của BSR trong năm 2023.

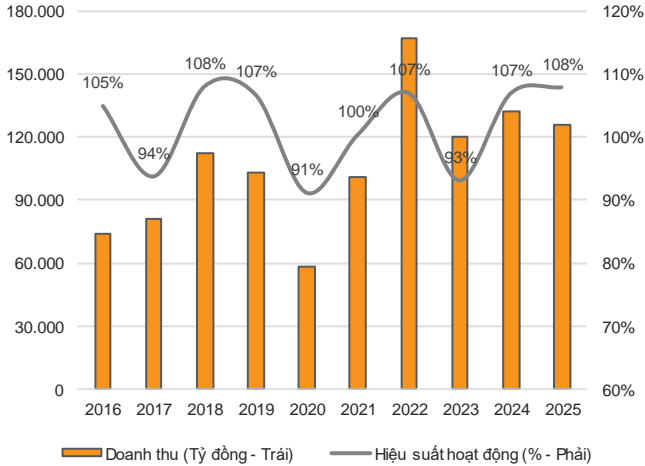
Nhìn chung, trong năm 2023-24, chúng tôi tin rằng thị trường dầu xăng dầu thành phẩm sẽ tiếp tục bị thắt chặt do cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine kéo dài, đặc biệt là tại châu Âu, qua đó giúp cho crack spread các sản phẩm xăng dầu duy trì ở mức cao so với mức trước khủng hoảng Ukraine (mặc dù sẽ giảm đáng kể từ mức kỷ lục của năm 2022).

LN sẽ giảm trong năm 2023 từ mức kỷ lục của năm 2022

Trong năm 2023, BSR sẽ bước vào giai đoạn bảo dưỡng định kỳ, trong thời gian đó công ty sẽ đóng cửa hoàn toàn nhà máy lọc dầu trong khoảng 50 ngày. Do đó, KQKD sẽ bị ảnh hưởng bởi công suất vận hành thấp hơn và chi phí phát sinh trong thời gian bảo dưỡng. Cùng với kỳ vọng tỷ suất lọc dầu thấp hơn, chúng tôi ước tính LN ròng của BSR sẽ giảm 40,6% svck từ mức kỷ lục của năm 2022, nhưng vẫn cao hơn trước khủng hoảng Ukraine (cao hơn 28% so với LN ròng năm 2021). Theo ước tính của chúng tôi, LN sẽ tăng trở lại trong

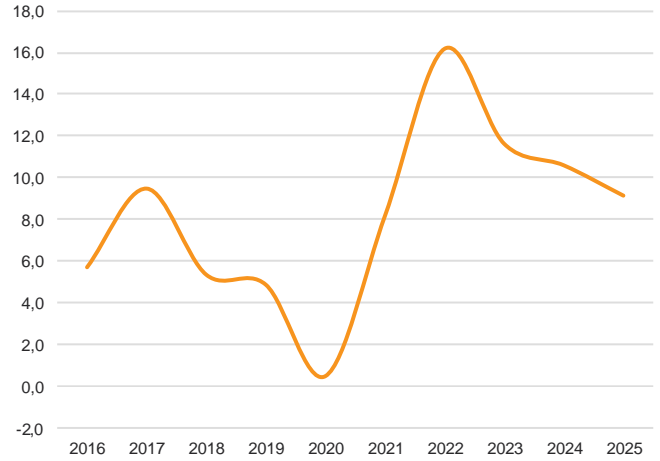
năm 2024 với tốc độ tăng trưởng là 17,6% svck nhờ công suất vận hành cao hơn sau đợt bảo dưỡng định kỳ.

Hình 6: Hiệu suất vận hành sẽ giảm xuống 93% trong năm 2023 do đợt bảo dưỡng nhà máy định kỳ (trong khoảng 50 ngày)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Chúng tôi cho rằng tỷ suất LN lọc dầu của BSR đã đạt đỉnh trong năm 2022, nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao do cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine kéo dài (USD/thùng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

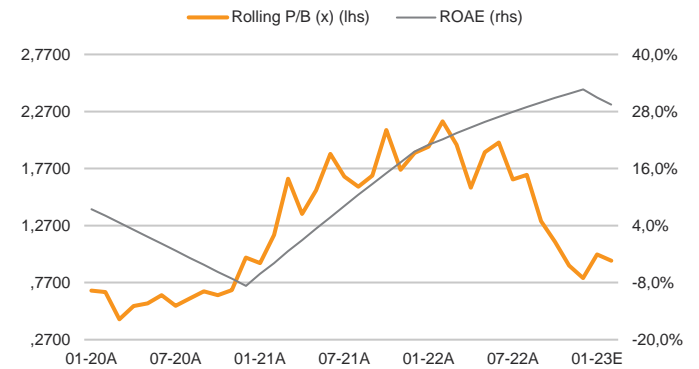
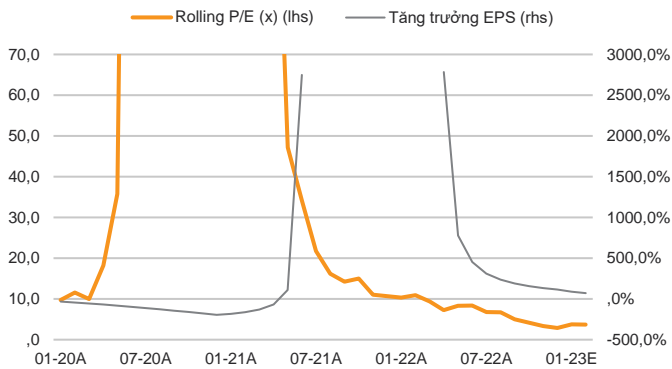
Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 6,6%/2,2% do áp dụng giả định giá dầu Brent năm 2023 mới và giả định tỷ suất LN lọc dầu năm 2023-24 thấp hơn

Hình 8: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	90	85	-5,6%	80	80	0,0%	75	75	0,0%	Chúng tôi hạ giả định giá dầu Brent năm 2023 xuống 85 USD/thùng do dự trữ dầu thô toàn cầu gia tăng, gây áp lực giảm giá lên dầu thô (theo EIA)
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	6.058	6.058	0,0%	6.955	6.955	0,0%	7.020	7.020	0,0%	
Công suất vận hành (%)	93,2%	93,2%	0,0 điểm %	107,0%	107,0%	0,0 điểm %	108,0%	108,0%	0,0 điểm %	
Tỷ suất LN lọc dầu (USD/thùng)	11,9	11,7	-2,3%	10,9	10,6	-2,8%	9,6	9,5	-1,1%	Chúng tôi giảm giả định tỷ suất LN lọc dầu trong năm 2023-24 xuống 2,3%/2,8% vì chúng tôi điều chỉnh giảm giả định crack spread xăng dầu do lo ngại về việc nền kinh tế suy thoái sẽ tác động đến nhu cầu tiêu thụ xăng
Doanh thu thuần	125.681	120.393	-4,2%	133.470	131.876	-1,2%	127.033	126.021	-0,8%	
LN gộp	10.603	9.843	-7,2%	11.909	11.620	-2,4%	10.393	10.321	-0,7%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-0,3 điểm%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>-0,1 điểm%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,2%</i>	<i>0,0 điểm%</i>	
Chi phí bán hàng	863	836	-3,1%	858	857	-0,1%	844	847	0,3%	
Chi phí QLDN	440	424	-3,7%	467	464	-0,7%	445	443	-0,3%	
EBIT	9.300	8.583	-7,7%	10.583	10.299	-2,7%	9.104	9.030	-0,8%	
Doanh thu tài chính	1.383	1.434	3,7%	1.509	1.529	1,3%	1.482	1.580	6,7%	
Chi phí tài chính	494	506	2,4%	655	643	-1,8%	771	691	-10,4%	
Lợi nhuận khác	24	23	-2,9%	25	25	0,8%	24	24	0,9%	
LNTT	10.214	9.534	-6,6%	11.462	11.210	-2,2%	9.839	9.944	1,1%	
LN ròng	9.192	8.581	-6,6%	10.316	10.089	-2,2%	8.855	8.950	1,1%	
EPS (đồng)	2.965	2.768	-6,6%	3.327	3.254	-2,2%	2.856	2.887	1,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	167.171	120.393	131.876
Giá vốn hàng bán	(151.281)	(110.550)	(120.256)
Chi phí quản lý DN	(504)	(424)	(464)
Chi phí bán hàng	(917)	(836)	(857)
LN hoạt động thuần	14.470	8.583	10.299
EBITDA thuần	30.360	18.426	21.919
Chi phí khấu hao	(15.890)	(9.843)	(11.620)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	14.470	8.583	10.299
Thu nhập lãi	1.664	1.434	1.529
Chi phí tài chính	(920)	(506)	(643)
Thu nhập ròng khác	86	23	25
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	15.299	9.534	11.210
Thuế	(905)	(953)	(1.121)
Lợi ích cổ đông thiểu số	56	0	0
LN ròng	14.450	8.581	10.089
Thu nhập trên vốn	14.450	8.581	10.089
Cổ tức phổ thông	(420)	(1.550)	(2.170)
LN giữ lại	14.031	7.031	7.919

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	22.853	29.080	33.246
Đầu tư ngắn hạn	2.172	3.258	3.910
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.324	14.843	16.259
Hàng tồn kho	16.349	15.144	13.838
Các tài sản ngắn hạn khác	80	58	63
Tổng tài sản ngắn hạn	57.779	62.383	67.316
Tài sản cố định	18.075	18.851	25.690
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	1.932	1.846	1.779
Tổng tài sản	77.796	83.090	94.795
Vay & nợ ngắn hạn	8.954	7.289	5.601
Phải trả người bán	10.004	9.895	10.839
Nợ ngắn hạn khác	6.641	6.028	6.603
Tổng nợ ngắn hạn	25.600	23.212	23.042
Vay & nợ dài hạn	0	1.822	6.721
Các khoản phải trả khác	1.281	1.320	1.359
Vốn điều lệ và	31.005	31.005	31.005
LN giữ lại	14.376	20.256	27.252
Vốn chủ sở hữu	50.980	56.860	63.856
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65)	(124)	(183)
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	77.796	83.090	94.795

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	15.299	9.534	11.210
Khấu hao	2.193	2.261	2.236
Thuế đã nộp	(918)	(953)	(1.121)
Các khoản điều chỉnh khác	(865)	(1.085)	(876)
Thay đổi VLĐ	(9.656)	1.275	2.116
LC tiền thuần HKKD	6.053	11.031	13.566
Đầu tư TSCĐ	(123)	(3.037)	(9.075)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.915	(1.086)	(652)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	2.792	(4.123)	(9.727)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(1.918)	157	3.210
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(420)	(1.550)	(2.170)
LC tiền thuần HĐTC	(2.337)	(1.393)	1.040
Tiền & tương đương tiền đầu kì	16.346	22.853	29.080
LC tiền thuần trong năm	6.507	5.515	4.878
Tiền & tương đương tiền cuối kì	22.853	28.368	33.958

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	8,6%	7,1%	7,7%
Vòng quay TS	2,31	1,50	1,48
ROAA	20,0%	10,7%	11,3%
Đòn bẩy tài chính	1,63	1,49	1,47
ROAE	32,6%	15,9%	16,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	35,6	45,0	45,1
Số ngày nắm giữ HTK	39,4	50,0	42,1
Số ngày phải trả tiền bán	24,1	32,7	33,0
Vòng quay TSCĐ	8,75	6,52	5,92
ROIC	24,1%	13,0%	13,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,3	2,7	2,9
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	2,0	2,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,4	1,6
Vòng quay tiền	51,0	62,3	54,2
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	65,4%	(28,0%)	9,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	122,2%	(40,7%)	20,0%
Tăng trưởng LN ròng	115,2%	(40,6%)	17,6%
Tăng trưởng EPS	115,2%	(40,6%)	17,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>