

Công ty Cổ phần Lọc – Hóa dầu Bình Sơn (BSR)

**Trung lập
(Từ Khá quan)**

Giá hiện tại	VND20.005,0
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND24.061,0/17.473,0
Giá mục tiêu	VND22.200
Giá mục tiêu trước đó	VND28.400
Consensus	-21,8%
Tiềm năng tăng giá	11,0%
Tỷ suất cổ tức	2,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	13,3%

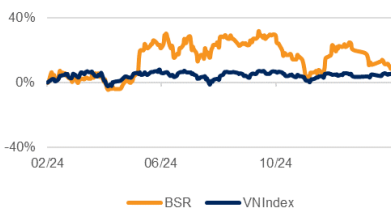
Triển vọng	Khá quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	2.416,6
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	2,8
Sở hữu NN (tr USD)	1.172,3
Số CP lưu hành (tr)	3.100,4
Số CP sau pha loãng (tr)	3.100,4

	BSR	Ngành	VNI
P/E trượt	99,0x	8,14x	12,6x
P/B hiện tại	1,1x	0,7x	1,6x
ROA	0,7%	1,8%	2,1%
ROE	1,1%	4,5%	13,0%

Dữ liệu ngày 18/02/2025

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1T	3T	12T
BSR	-8,1%	-1,5%	10,2%
VNIndex	2,8%	2,0%	6,0%

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam	92,1%
Khác	7,9%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu Nhà máy lọc dầu Dung Quất – nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy lọc dầu có công suất thiết kế ~6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Sau giai đoạn nâng cấp và mở rộng, công suất nhà máy lọc dầu sẽ tăng thêm 17% lên 7,6 triệu tấn mỗi năm.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyen thanh3@vndirect.com.vn

Phục hồi ngắn hạn, dài hạn tiềm ẩn rủi ro

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập với mức tăng giá 11,0% và tỷ suất cổ tức 2,5%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 22% trong khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ báo cáo lần trước.
- Mức giá mục tiêu thấp hơn phản ánh tác động kép từ việc hạ dự phóng EPS năm 2025-26 và giá định WACC cao hơn.
- Hệ số EV/EBITDA năm 2025 dự phóng là 13,7x, khá cao so với mức trung bình 7,1x của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng Q4/24 và cả năm 2024 giảm mạnh 103,7% svck, ghi nhận khoản lỗ 90 tỷ đồng do biên LN gộp giảm, xuất phát từ việc sụt giảm crack spread.
- Thu nhập tài chính ròng giảm 78,4% svck, xuống còn 130 tỷ đồng, tiếp tục gây áp lực lên lợi nhuận.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng trong năm 2025 tăng 204% svck, chủ yếu nhờ tổng sản lượng tiêu thụ tăng 8,2% khi hoạt động trở lại bình thường sau đợt bảo trì định kỳ năm 2024, cùng với tỷ suất LN lọc dầu tăng 5,1% svck.

Luận điểm đầu tư

Biến động crack spread vẫn là mối lo ngại chính

Mặc dù crack spread của dầu diesel và nhiên liệu máy bay có sự phục hồi nhẹ trong Q4/24, nhu cầu suy yếu trong đầu năm 2025 có thể gây áp lực lên tỷ suất LN lọc dầu. Chúng tôi dự phóng crack spread của xăng và nhiên liệu máy bay sẽ tiếp tục giảm trong Q1/25, có thể chạm đáy trong 1-2 quý tới do nhu cầu mùa cao điểm và xuất khẩu từ Trung Quốc giảm. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại về dài hạn các yếu tố bất lợi từ sự phát triển của xe điện và công suất lọc dầu mở rộng tại Trung Quốc và Trung Đông, có thể gây áp lực lên crack spread. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập do rủi ro crack spread biến động trong thời gian tới.

LN phục hồi năm 2025 nhờ sản lượng tăng và tỷ suất LN lọc dầu cải thiện

Chúng tôi dự phóng LN ròng của BSR tăng 204% svck trong năm 2025, chủ yếu nhờ tổng sản lượng tiêu thụ tăng 8,2% khi hoạt động trở lại bình thường sau đợt bảo trì định kỳ năm 2024. Ngoài ra, tỷ suất LN lọc dầu dự phóng tăng 5,1% svck, bù đắp cho mức giảm doanh thu 3,4% do giá dầu Brent giảm.

Niêm yết trên HOSE cải thiện thanh khoản và thu hút các nhà đầu tư tổ chức

BSR chính thức niêm yết trên HOSE vào ngày 17/01/2025 giúp nâng cao tính minh bạch, củng cố niềm tin nhà đầu tư và mở rộng khả năng tiếp cận vốn tổ chức. Động thái này góp phần tăng thanh khoản và hỗ trợ diễn biến giá cổ phiếu. Trong kỳ đánh giá năm 2026, BSR có thể được đưa vào VN30 khi cổ phiếu đang nằm trong top 22 vốn hoá thị trường lớn nhất. Nếu được đưa vào VN30, cổ phiếu sẽ thu hút dòng vốn đáng kể do có bốn quỹ ETF lớn theo dõi chỉ số này.

Tăng trưởng dài hạn gắn với dự án nâng cấp và mở rộng Dung Quất

Dự án mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ nâng công suất lọc dầu từ 148.000 lên 171.000 thùng/ngày. Dự án tập trung vào các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao như LPG và Jet A1, cùng với sản phẩm hóa dầu. Tuy nhiên, với crack spread vẫn còn biến động mạnh và BSR đã vận hành trên 110% công suất thiết kế, dự địa tăng sản lượng có phần hạn chế. Do đó, mức tăng công suất 17% (dự kiến vận hành năm 2028) sẽ là động lực tăng trưởng chính của BSR trong dài hạn.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	(11,8%)	(16,5%)	(3,4%)	(1,0%)
Tăng trưởng EPS	(42,2%)	(92,7%)	203,9%	15,0%
Biên lợi nhuận gộp	6,5%	0,4%	1,7%	2,0%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	0,5%	1,6%	1,9%
P/E (lần)	8,9	13,0	32,6	28,4
P/B luân phiên (lần)	1,0	0,0	0,0	0,0
ROAE	14,9%	1,1%	3,5%	4,1%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(47,5%)	(48,9%)	(41,2%)	(23,4%)

Tổng quan doanh nghiệp:

BSR sở hữu NMLD đầu tiên tại Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho đất nước

Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu NMLD Dung Quất – NMLD đầu tiên của Việt Nam, được khởi công xây dựng năm 2005 với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Trên thực tế BSR vẫn duy trì công suất vận hành cao trên 100% trong nhiều năm, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp các sản phẩm nhiên liệu cho đất nước.

Hình 1: BSR nằm ở phân khúc hạ nguồn trong chuỗi giá trị Dầu khí

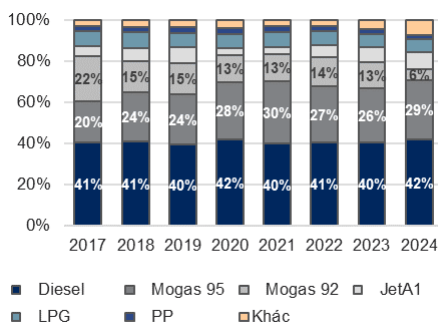


Source: RobecoSAM

Nguồn: RobecoSAM

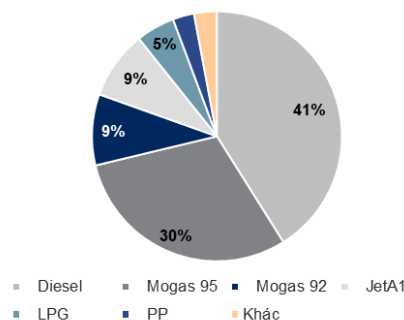
Hiện nay, sản lượng của BSR chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (bao gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG), chiếm 96-97% tổng sản lượng sản xuất và đóng góp khoảng 95% tổng doanh thu của BSR. Trong đó, Diesel, xăng Mogas 95 và xăng Mogas 92 là 3 sản phẩm chính của BSR, ước tính đáp ứng 30-35% tổng nhu cầu trong nước.

Hình 2: Tỷ trọng cơ cấu sản phẩm của BSR



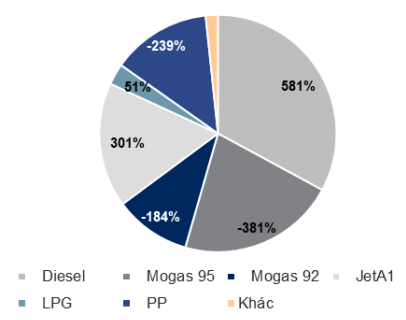
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Tỷ trọng LN gộp theo sản phẩm năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lỗ ròng kéo dài do crack spread thấp

Hình 5: KQKD Q4/24

tỷ đồng	Q4/24	% svck	2024	% svck	% sv dự phóng
Giá dầu Brent (USD/thùng)	74,0	-10,7%	79,9	-2,8%	99,8%
Sản lượng sản xuất ('000 tấn)	2.015	2,7%	6.492	-10,5%	101,7%
Công suất vận hành (%)	124%	3,3 điểm %	100%	-11,8 điểm %	101,7%
Doanh thu	35.968	-14,2%	123.027	-16,5%	99,0%
LN gộp	152	-94,3%	436	-95,5%	7,0%
Chi phí BH&QLDN	392	-34,1%	1.214	-26,6%	91,0%
LN tài chính thuần	130	-78,4%	1.431	-4,5%	96,8%
LNTT	(102)	-103,8%	680	-92,9%	10,7%
LN ròng	(90)	-103,7%	625	-92,8%	10,8%
Biên LN gộp	0,4%	-6,0 điểm %	0,4%	-6,3 điểm %	
Biên LN ròng	-0,3%	-6,0 điểm %	0,5%	-5,4 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q4/24 giảm do giá dầu thấp

Doanh thu Q4/24 giảm 14,2% svck, xuống còn 35.968 tỷ đồng, do giá dầu giảm (Brent: -10,7% svck), dù sản lượng sản xuất tăng nhẹ lên 2,02 triệu tấn, theo ước tính của chúng tôi. Sản lượng tiêu thụ tăng giúp công suất vận hành tăng 4,0 điểm % svck.

LN gộp giảm mạnh do crack spread các sản phẩm lọc dầu tầng trung

Biên LN gộp các mảng dầu diesel và Jet A1 (sản phẩm lọc dầu tầng trung) giảm lần lượt 7,9 điểm % và 7,2 điểm % svck, bởi crack spread Châu Á của diesel giảm 47% svck và nhiên liệu bay giảm 39% svck. Crack spread Châu Á của xăng tăng nhẹ 5% svck, nhưng việc giảm thuế nhập khẩu xăng từ 5% xuống 0% (theo Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN có hiệu lực từ ngày 01/01/2024) đã gây thêm áp lực lên biên LN gộp mảng xăng của BSR, dẫn đến biên LN xăng giảm 6 điểm % svck. Kết quả là, LN gộp Q4/24 giảm 94,3% svck, xuống còn 152 tỷ đồng, khiến biên LN gộp giảm 6 điểm % svck xuống còn 0,4%.

Thu nhập tài chính giảm ảnh hưởng đến LN Q4/24

Thu nhập tài chính ròng Q4/24 giảm 78,4% svck, xuống còn 130 tỷ đồng, chủ yếu do khoản lãi tỷ giá ròng 274 tỷ đồng trong Q4/23 chuyển thành lỗ tỷ giá ròng 106 tỷ đồng trong Q4/24. Lãi tiền gửi giảm 24% svck, xuống 321 tỷ đồng trong quý này. Do đó, việc giảm lợi nhuận tài chính ròng càng tạo áp lực lên LN, dẫn đến lỗ ròng 90 tỷ đồng, dù được bù đắp một phần bởi chi phí bán hàng và QLDN giảm 34,1% svck.

LN ròng 2024 đạt dưới mức kỳ vọng

Doanh thu 2024 giảm 16,5% svck, đạt 123.027 tỷ đồng, trong khi LN ròng giảm mạnh 92,8% svck, xuống còn 625 tỷ đồng. Kết quả này thấp hơn đáng kể sv dự phóng của chúng tôi, chỉ đạt 10,8% kế hoạch cả năm 2024. Nguyên nhân chính là biên LN gộp giảm mạnh, chịu áp lực lớn từ giá dầu thấp và crack spread lao dốc.

Kế hoạch đầu tư không gây áp lực lên sức khỏe tài chính của BSR

Tính đến cuối năm 2024, BSR đã tích lũy lượng tiền mặt lớn, đạt 43.017 tỷ đồng để phục vụ nhu cầu chi đầu tư trong tương lai. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ ròng/VCSH được duy trì ở mức rất an toàn (-49% vào cuối năm 2024). Do đó, chúng tôi đánh giá BSR có đủ năng lực tài chính để triển khai kế hoạch nâng cấp và mở rộng.

Hình 6: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và tương đương tiền	38.122	40.335	39.964	44.282	43.017
Số ngày phải thu khách hàng	31	31	38	32	27
Số ngày hàng tồn kho	38	36	42	43	42
Số ngày phải trả nhà cung cấp	36	28	24	30	34
Capex	-93	-54	-177	-118	-172
Khấu hao	573	561	555	552	553
Tài sản cố định	16.059	15.518	14.022	13.555	13.216
Nợ ròng/VCSH	-48%	-54%	-42%	-54%	-49%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2025-2026: Ngắn hạn phục hồi, dài hạn rủi ro tiềm ẩn

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế			Cũ		Mới		% svck		% Δ		Comment
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	85	75	75	70	-6,3%	-6,7%	-11,8%	-6,7%	Thay đổi theo giá định mới nhất của chúng tôi		
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)	6.485	7.085	7.020	7.020	7.053	8,2%	0,5%	-0,9%	0,5%			
Công suất vận hành (%)	99,8%	109,0%	108,0%	108,0%	108,5%	8,2 điểm %	0,5 điểm %	-1,0 điểm %	0,5 điểm %			
Tỷ suất LN lọc dầu (USD/thùng)	3,6	7,5	7,1	3,8	3,4	5,1%	-10,9%	-49,0%	-51,9%	Chúng tôi giảm giá định biên lợi nhuận lọc dầu (GRM) 2025 xuống 47% do sự sụt giảm lần lượt 21%/11%/13% trong crack spread xăng/diesel/JetA1 tại châu Á so với báo cáo trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng GRM năm 2025 sẽ tăng so với cùng kỳ nhờ sự phục hồi của mảng LPG và hóa chất trong năm tới.		
Doanh thu thuần	123.027	137.065	124.065	118.882	117.710	-3,4%	-1,0%	-13,3%	-5,1%			
LN gộp	436	7.333	7.535	2.059	2.296	372,2%	11,5%	-71,9%	-69,5%			
Biên LN gộp (%)	0,4%	5,4%	6,1%	1,7%	2,0%	1,4 điểm %	0,2 điểm %	-3,6 điểm %	-4,1 điểm %	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (GM) FY25 sẽ tăng 1,4 điểm % so với cùng kỳ nhờ biên lợi nhuận lọc dầu (GRM) cao hơn và không phát sinh thêm chi phí bảo trì định kỳ.		
Chi phí bán hàng	652	926	824	678	647	3,9%	-4,5%	-26,8%	-21,4%			
Chi phí QLDN	562	582	550	594	589	5,8%	-1,0%	2,1%	7,0%			
EBIT	652	5.825	6.128	787	1.060	20,6%	34,7%	-86,5%	-82,7%			
LN thuần từ hoạt động tài chính	1.430	1.044	1.143	1.168	1.192	-18,4%	2,1%	11,8%	4,3%	Thu nhập tài chính ròng 2025 giảm 18,4% so với cùng kỳ, chủ yếu do không còn khoản thu nhập bất thường như trong FY24.		
Lợi nhuận khác	30	27	25	23	22	-24,8%	-2,9%	-16,4%	-12,3%			
LNTT	680	6.896	7.114	1.977	2.274	190,7%	15,0%	-71,3%	-68,0%			
LN ròng	625	6.248	6.445	1.901	2.186	204,1%	15,0%	-69,6%	-66,1%			
EPS (đồng)	202	2.015	2.079	613	705	203,9%	15,0%	-69,6%	-66,1%			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LN ròng năm 2025 dự kiến tăng mạnh nhờ sản lượng tăng và tỷ suất lọc dầu cải thiện

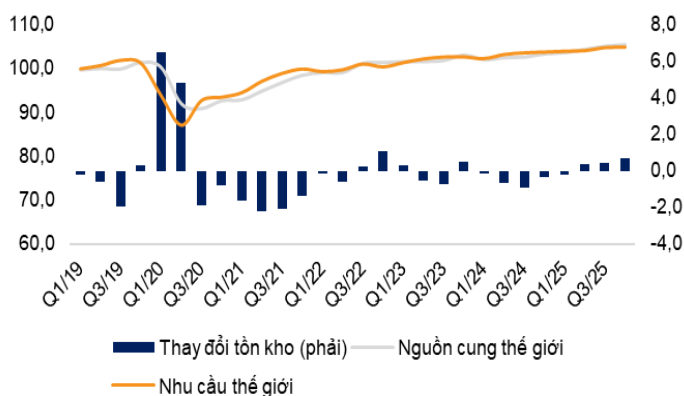
Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025 của BSR sẽ giảm nhẹ 3,4% svck do giá dầu Brent giảm 6,3%, bù trừ cho tổng sản lượng tiêu thụ tăng 8,2% svck, phục hồi từ mức thấp năm 2024 do bảo trì định kỳ. Về lợi nhuận, chúng tôi ước tính LN ròng năm 2025 sẽ tăng vọt 204% svck, nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi và tỷ suất LN lọc dầu tăng 5,1% svck.

Kỳ vọng giá dầu giảm trong năm 2025

Chúng tôi dự phóng giá dầu Brent trung bình ở mức 75 USD/thùng trong năm 2025, giảm từ 80 USD/thùng trong năm 2024 và 85 USD/thùng theo dự phóng trước đó, do nguồn cung vượt nhu cầu trong bối cảnh bất ổn kéo dài.

- Nguồn cung: Sản lượng ngoài OPEC, dẫn đầu bởi Mỹ, Brazil và Guyana, cùng với việc OPEC+ dần nới lỏng cắt giảm sản lượng vào giữa năm 2025, sẽ làm tăng đáng kể nguồn cung. Dự trữ dầu tăng cao cũng gây áp lực giảm giá.
- Nhu cầu: EIA dự báo nhu cầu tăng 1,5 triệu thùng/ngày trong năm 2025, được hỗ trợ bởi sự phục hồi kinh tế châu Á, nhưng bị bù trừ bởi tăng trưởng chậm hơn của OECD do các yếu tố nâng cao hiệu suất điện và xu hướng xe điện (EV).
- Rủi ro: Chính sách của Mỹ dưới thời Trump có thể thúc đẩy tăng trưởng nguồn cung thông qua gỡ bỏ quy định và mở rộng khai thác nhiên liệu hóa thạch. Trong khi, nỗ lực chấm dứt xung đột Ukraine-Nga có thể kéo giá dầu xuống thấp hơn, trong khi các rủi ro địa chính trị (ví dụ, Iran, lệnh trừng phạt Venezuela) có thể hỗ trợ giá dầu.

Hình 8: Cân bằng cung/cầu dự báo bởi EIA (đơn vị: triệu thùng/ngày)



Nguồn: EIA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Ảnh hưởng của chính sách Trump 2.0 lên giá dầu

Nguồn cung	Nhu cầu
<ul style="list-style-type: none"> ❌ Có thể tăng sản lượng dầu khí (O&G) và xuất khẩu LNG của Mỹ. ❌ Hướng đến kết thúc cuộc khủng hoảng Ukraine-Nga. ❌ Tăng ảnh hưởng lên các nước OPEC, đặc biệt là các nước Trung Đông. ✅ Tăng áp lực lên Iran. 	<ul style="list-style-type: none"> 👉 Nhu cầu có thể được cải thiện tại Mỹ do giá năng lượng thấp hơn. ❌ Chiến tranh thương mại với Trung Quốc → Nhu cầu dầu thô giảm.

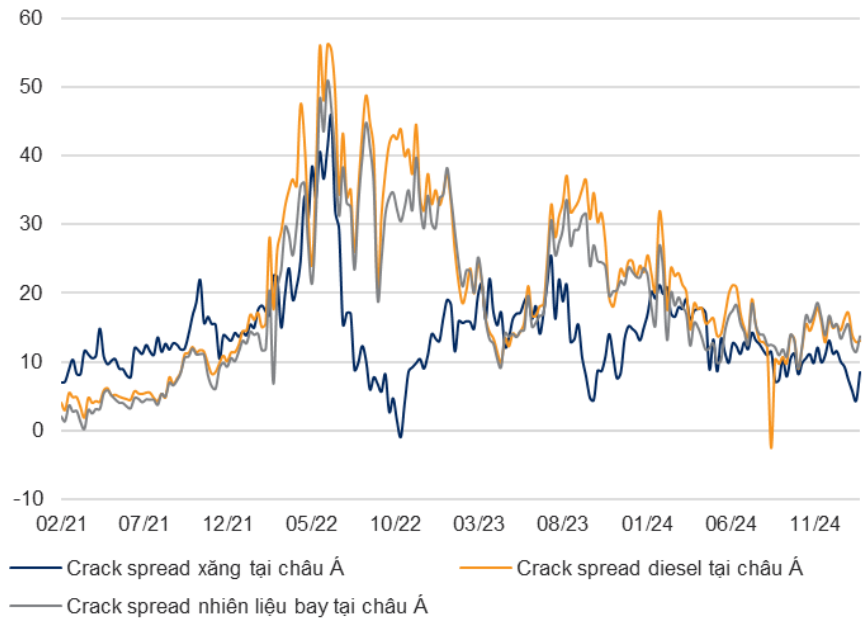
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Crack spread phục hồi ngắn hạn, đối mặt áp lực trong dài hạn

Phục hồi ngắn hạn nhờ nhu cầu cao trong mùa cao điểm

Trong Q4/24, crack spread của dầu diesel và nhiên liệu máy bay tăng nhẹ so với quý trước, chủ yếu do nhu cầu cầu sưởi ấm mùa đông tăng mạnh và lượng khách du lịch cuối năm tăng cao. Ngoài ra, gián đoạn nguồn cung do sự cố tại các nhà máy lọc dầu và bảo trì định kỳ ở các khu vực trọng điểm như Đông Bắc Á và Bờ Tây Hoa Kỳ cũng góp phần hỗ trợ đà tăng này. Ngược lại, crack spread của xăng tiếp tục giảm do hoạt động lái xe theo mùa giảm và tồn kho xăng ở mức cao tạo áp lực lên tỷ suất LN lọc dầu.

Hình 10: Crack Spread sản phẩm lọc dầu Châu Á(USD/bbl)

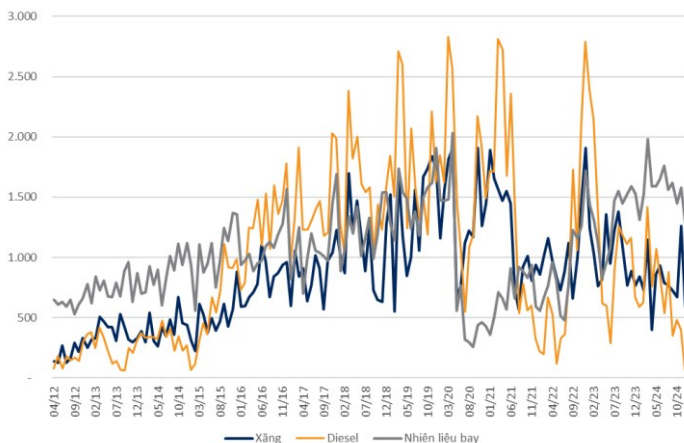


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

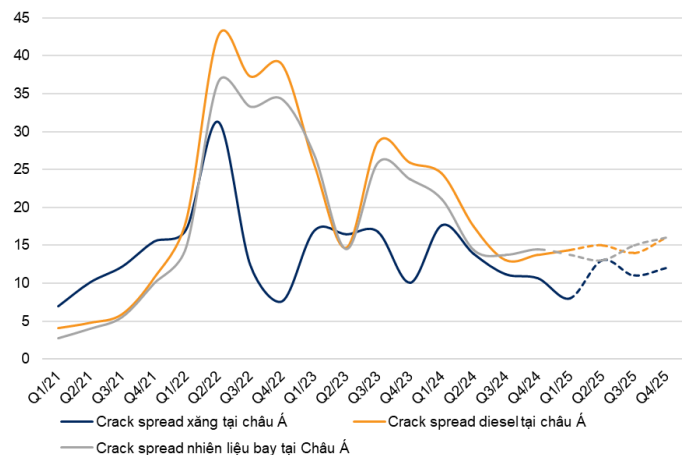
Khi nhu cầu mùa cao điểm giảm, crack spread đã yếu đi đôi chút vào đầu tháng 2. Trong Q1/25, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận xăng và nhiên liệu bay sẽ tiếp tục xu hướng giảm, lần lượt giảm 15% và 3% sv quý trước. Trong khi đó, biên lợi nhuận dầu diesel có khả năng phục hồi 6% sv quý trước khi nhu cầu ổn định trở lại sau mùa đông.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng crack spread của diesel đã phục hồi từ mức thấp. Crack spread xăng và nhiên liệu máy bay có thể chạm đáy trong một đến hai quý tới, được hỗ trợ bởi nhu cầu theo mùa cải thiện từ mùa lái xe ở phương Tây và hoạt động du lịch hàng không vào mùa hè. Ngoài ra, xuất khẩu sản phẩm lọc dầu giảm từ Trung Quốc có thể giúp giảm bớt áp lực dư cung. Theo OilChem, xuất khẩu sản phẩm xăng dầu của Trung Quốc dự kiến đạt 3,17 triệu tấn trong tháng 2, giảm 0,14 triệu tấn so với kế hoạch xuất khẩu tháng 1. Đáng chú ý, xuất khẩu xăng dự kiến giảm 14,29% so với tháng trước, xuống còn 0,54 triệu tấn, điều này có thể hỗ trợ phần nào cho tỷ suất lọc dầu trong khu vực.

Hình 11: Sản lượng sản phẩm lọc dầu Trung Quốc('000 tấn)



Hình 12: Dự báo crack spread sản phẩm lọc dầu Châu Á (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự phóng crack spread trung bình trong năm 2025 giảm svck do nhu cầu suy yếu của các sản phẩm lọc dầu. Đối với xăng và dầu diesel, chúng tôi ước tính crack sẽ giảm 7-14% svck, phản ánh triển vọng nhu cầu kém tích cực, đặc biệt là tại Trung Quốc, nơi việc gia tăng sử dụng xe điện đang làm giảm sự phụ thuộc vào nhiên liệu truyền thống.

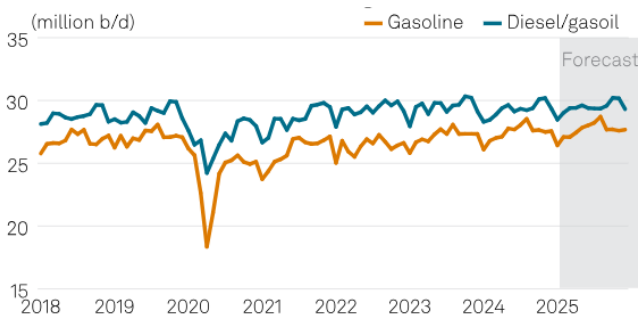
Đối với nhiên liệu bay, Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) cũng dự báo biên lợi nhuận nhiên liệu bay sẽ giảm mạnh trong năm 2025, có thể xuống mức thấp nhất là 12 USD/thùng. Nguyên nhân là do nhu cầu đi lại bằng đường hàng không toàn cầu dần ổn định sau giai đoạn phục hồi mạnh hậu đại dịch. Bên cạnh đó, việc gia tăng sử dụng nhiên liệu sinh học pha trộn trong ngành hàng không dự kiến sẽ tạo thêm áp lực giảm đối với nhu cầu nhiên liệu bay, góp phần khiến crack spread giảm.

Do đó, chúng tôi dự phóng crack spread trung bình của xăng/dầu diesel/nhiên liệu bay tại châu Á sẽ giảm xuống còn 11,5 USD/thùng, 15,5 USD/thùng và 15,0 USD/thùng trong năm 2025, so với mức 13,45 USD/thùng, 16,6 USD/thùng và 15,6 USD/thùng trong năm 2024.

Triển vọng crack spread trung/dài hạn âm ảm do nhu cầu giảm

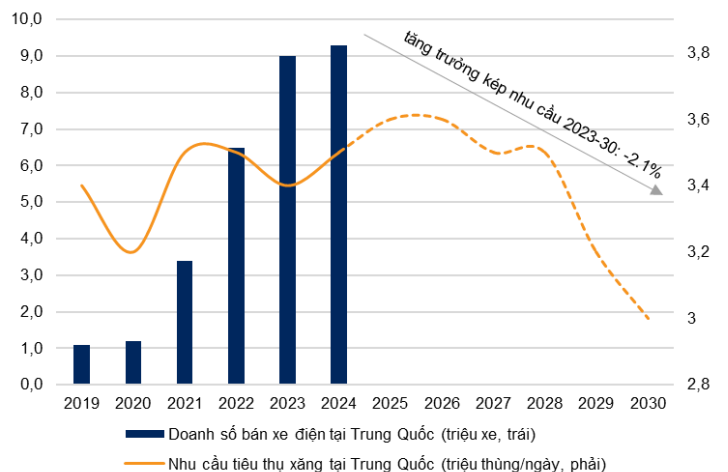
Trong thời gian tới, crack spread được dự báo sẽ giảm dần trong trung hạn khi lợi nhuận lọc dầu bước vào chu kỳ suy giảm. Nguyên nhân chính là nhu cầu xăng suy yếu do sự gia tăng của xe điện (EV) tại các thị trường trọng điểm như Trung Quốc, cùng với việc mở rộng công suất lọc dầu từ các dự án quy mô lớn tại Trung Quốc và Trung Đông. Theo S&P Global, nhu cầu xăng toàn cầu dự kiến sẽ đạt đỉnh ở mức 28 triệu thùng/ngày vào năm 2025, trong khi nhu cầu xăng và dầu diesel tại Trung Quốc sẽ đạt đỉnh lần lượt vào năm 2025 và 2027. Các chính sách của chính phủ nhằm thúc đẩy xe điện và nhiên liệu sạch đang tái định hình xu hướng tiêu thụ nhiên liệu đường bộ trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng sự mất cân bằng này sẽ tạo áp lực lên crack spreads trong trung/dài hạn.

Hình 13: Nhu cầu nhiên liệu đường bộ toàn cầu bắt đầu chững lại



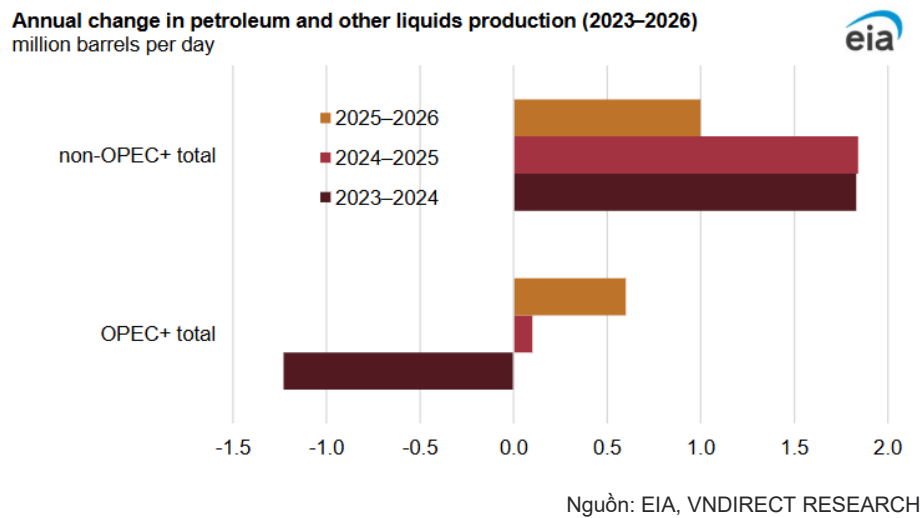
Nguồn: S&P Global Commodity insight

Hình 14: IEA dự báo nhu cầu xăng tại Trung Quốc sẽ sụt giảm mạnh sau năm 2025 do sự gia tăng nhanh chóng của xe điện và phát triển hạ tầng



Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Sản lượng ngoài OPEC+ dự kiến sẽ tăng đều đặn



Niêm yết trên HOSE mở ra cơ hội vào VN30

Ngày 17/01/2025, BSR chính thức niêm yết hơn 3,1 tỷ cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Chúng tôi kỳ vọng việc niêm yết trên sàn giao dịch chính sẽ giúp nâng cao tính minh bạch của doanh nghiệp và cải thiện khả năng tiếp cận các nhà đầu tư lớn, thu hút dòng vốn từ thị trường chứng khoán. Điều này xuất phát từ kỳ vọng của nhà đầu tư rằng các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE sẽ hoạt động hiệu quả và bền vững hơn, đồng thời thông tin về công ty sẽ minh bạch hơn nhờ các tiêu chuẩn niêm yết khắt khe.

Trong các kỳ rà soát năm 2026, BSR có thể có cơ hội được đưa vào rổ VN30 do đáp ứng hầu hết các tiêu chí và có vốn hóa thị trường đứng thứ 22 so với các cổ phiếu hiện tại trong VN30. Khoảng cách vốn hóa giữa BSR và nhóm top 19/20 là 13,5% (theo ước tính của chúng tôi, dữ liệu tính đến cuối ngày 14/02/2025).

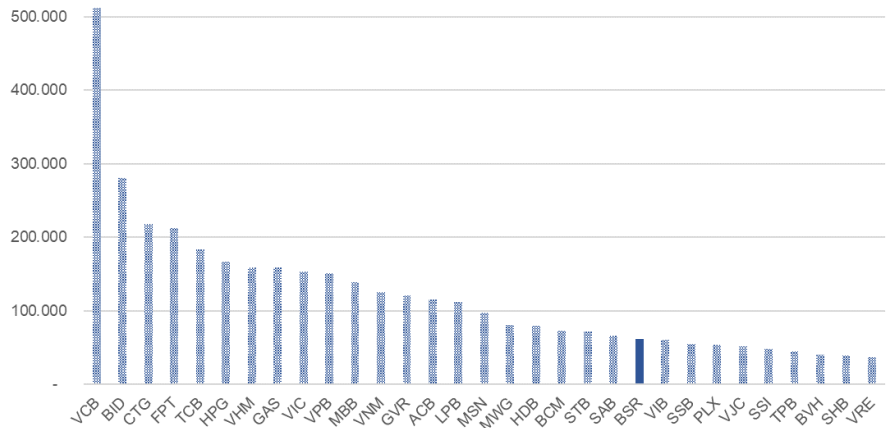
Trong số các quỹ ETF trên thị trường, hiện có bốn quỹ sử dụng VN30 Index làm chỉ số tham chiếu, gồm DCVFMVN30 ETF, SSIAM VN30 ETF, KIM Growth VN30 ETF và MAFM VN30. Do đó, nếu BSR thực sự được thêm vào rổ VN30, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu BSR sẽ thu hút dòng vốn đáng kể từ các quỹ này.

Hình 16: Những yêu cầu của chỉ số VN30

Tiêu chí	Mô tả
Yêu cầu thanh khoản	- Cổ phiếu phải có tổng khối lượng giao dịch vượt 300.000 cổ phiếu. - Cổ phiếu phải có tổng giá trị giao dịch vượt 30 tỷ đồng.
Yêu cầu lợi nhuận	Cổ phiếu có lợi nhuận sau thuế âm sẽ bị loại. Chỉ những cổ phiếu có báo cáo tài chính đã kiểm toán xác nhận lợi nhuận sau thuế dương mới được xem xét.
Xếp hạng lựa chọn cổ phiếu	Các cổ phiếu còn lại được xếp hạng theo vốn hóa điều chỉnh theo tỷ lệ free-float theo thứ tự giảm dần. Nếu hai cổ phiếu có cùng vốn hóa, cổ phiếu có giá trị giao dịch cao hơn sẽ được ưu tiên.
Yêu cầu về vốn hóa Thị trường	Cổ phiếu nằm trong top 20 về vốn hóa luôn được đưa vào VN30. Cổ phiếu trong vị trí từ 21 đến 40 về vốn hóa được xem xét để đưa vào. Nếu một cổ phiếu đã nằm trong VN30, nó sẽ được ưu tiên hơn so với các cổ phiếu mới, miễn là vẫn nằm trong top 21-40.

Nguồn: HOSE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Vốn hóa thị trường hiện tại của BSR và VN30 (đơn vị: nghìn tỷ đồng, dữ liệu tính đến ngày 14/02/2026)



Nguồn: FiinproX, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật về dự án nâng cấp và mở rộng

Tính đến ngày 6/2/2025, dự án mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, do Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) quản lý, đã đạt được các mốc quan trọng:

- Thiết kế kỹ thuật đầu vào (FEED): Hợp đồng FEED điều chỉnh hiện đã hoàn thành 4 tháng trong tổng thời gian 7 tháng dự kiến.
- Hợp đồng cấp phép công nghệ: BSR đã hoàn tất các hợp đồng với các nhà cấp phép công nghệ, bao gồm Axens (Pháp), UOP và Merichem (Mỹ), KT Tech (Ý) và Worley Nederland B.V (Hà Lan).
- Tài trợ dự án: HSBC đã được chỉ định làm ngân hàng điều phối cho các khoản vay từ tổ chức tín dụng xuất khẩu (ECA). Thêm vào đó, vào ngày 25/11/2024, BSR đã ký hợp đồng tư vấn tài chính với PVcomBank để thu xếp nguồn vốn cho dự án.

Trong năm 2025, BSR sẽ tập trung hoàn thiện phê duyệt FEED, hoàn thiện hồ sơ thầu EPC, chọn nhà thầu EPC và khởi động công tác chuẩn bị mặt bằng. Các nỗ lực này phù hợp với chiến lược của Việt Nam nhằm nâng cao tự chủ năng lượng và giảm phụ thuộc vào nhập khẩu nhiên liệu.

Mục tiêu của dự án mở rộng là tăng công suất của nhà máy lọc dầu từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày, đảm bảo sản phẩm đạt tiêu chuẩn Euro 5 và tuân thủ các quy định về môi trường. Dự án dự kiến sẽ hoàn thành và bắt đầu vận hành vào năm 2028.

Hình 18: Dự án nâng cấp và mở rộng

	Hiện nay	Sau khi nâng cấp mở rộng
Vốn đầu tư (tỷ USD)		1,5
Công suất thiết kế (thùng/ngày)	148.000	171.000
Nguồn nguyên liệu	Dầu thô ngọt, nhẹ (chủ yếu từ mỏ Bạch Hổ và các mỏ lân cận)	Các loại dầu thô chua hơn (với hàm lượng lưu huỳnh trong khoảng 0,12 - 0,34% khối lượng)
Sản phẩm	Chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG)	Gia tăng tỷ trọng sản phẩm hóa dầu và các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao như LPG, JetA1
Chất lượng sản phẩm	EURO II, EURO III	EURO V
Cơ cấu vốn		60% VCSH and 40% vốn vay
Thời gian triển khai		2024-28

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 22.200 đồng/cp

Giá mục tiêu (TP) của chúng tôi ở mức 22.200 đồng, được xác định dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp định giá DCF và P/B mục tiêu năm 2025 là 1,3x, tương đương với mức P/B trung bình 5 năm. Chúng tôi tin rằng BSR xứng đáng với mức P/B cao hơn trung bình khu vực do: 1) Tỷ lệ sử dụng công suất vượt trội (>105%) so với mức trung bình của các công ty cùng ngành (~98-100%); 2) Tình hình tài chính vững mạnh với tỷ lệ nợ ròng/VCSH ở mức -49%, giúp BSR có khả năng thực hiện dự án nâng cấp và mở rộng quy mô lớn.

Định giá DCF bị ảnh hưởng bởi: 1) Dự phóng EPS năm 2025-26 thấp hơn; 2) Việc cập nhật mô hình DCF sang năm 2025; và 3) Mức WACC cao hơn, tăng từ 11,6% lên 12,4% do chúng tôi nâng tỷ lệ lợi suất phi rủi ro từ 2,66% lên 3% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm vào cuối năm 2024) và tăng phần bù rủi ro VCSH từ 7,8% lên 8,35% theo mô hình [Damodaran](#) vào tháng 1/2025.

Hình 19: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
P/B mục tiêu 2025 là 1,3 x	21.895	50%	10.947
DCF	22.478	50%	11.239
Giá mục tiêu			22.186
Giá mục tiêu (làm tròn)			22.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
DT thuần	118.882	117.710	120.458	115.179	140.889	142.093	143.064	143.944	144.741	145.463
% svck	-3,4%	-1,0%	2,3%	-4,4%	22,3%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
COGS & OPEX	(118.095)	(116.651)	(115.053)	(110.787)	(135.656)	(137.345)	(138.284)	(139.135)	(139.905)	(140.602)
EBIT	787	1.060	5.406	4.392	5.233	4.748	4.780	4.810	4.836	4.861
<i>Biên LN hoạt động KD</i>	0,7%	0,9%	4,5%	3,8%	3,7%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
<i>Thuế khả dụng</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT* (1-mức thuế)	708	954	4.865	3.952	4.710	4.273	4.302	4.329	4.353	4.374
+ Chi phí khấu hao	2.295	2.308	2.353	4.264	4.317	4.282	4.095	4.120	4.143	4.164
% doanh thu	1,9%	2,0%	2,0%	3,7%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
- CapEx	(5.969)	(9.790)	(13.779)	(10.155)	(1.019)	(1.028)	(1.035)	(1.041)	(1.047)	(873)
% doanh thu	-5,0%	-8,3%	-11,4%	-8,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
+ Thay đổi vốn lưu động	120	(1.457)	1.101	473	(473)	1.787	922	1.039	1.556	1.475
% doanh thu	0,1%	-1,2%	0,9%	0,4%	-0,3%	1,3%	0,6%	0,7%	1,1%	1,0%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.190	1.214	1.213	328	610	865	1.145	1.152	1.158	1.164
% doanh thu	1,0%	1,0%	1,0%	0,3%	0,4%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Dòng tiền tự do (UFCF)	(1.655)	(6.772)	(4.247)	(1.138)	8.144	10.179	9.429	9.599	10.163	10.304

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Chi phí vốn cổ phần

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí VCSH	13,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: WACC và giả định tăng trưởng dài hạn

Ty đồng	
VCSH	57.255
Nợ	10.970
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	10,0%
WACC	12,4%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

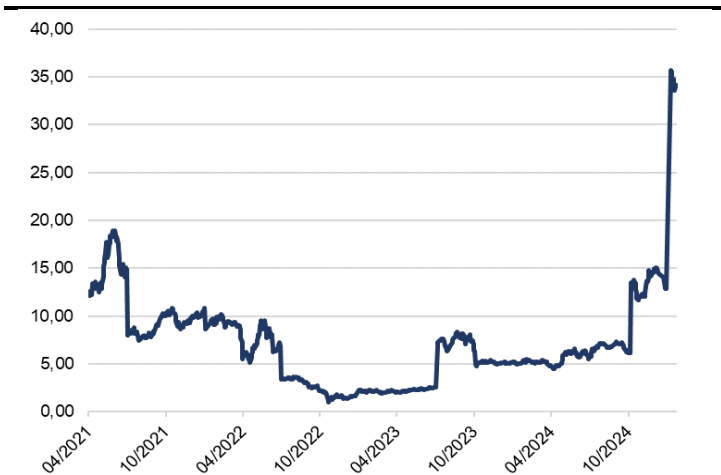
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	WACC (%)				
		Cơ sở				
		11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
0,0%		23.588	22.524	21.555	20.671	19.862
0,5%		24.094	22.969	21.948	21.020	20.172
1,0%	Cơ sở	24.649	23.455	22.478	21.398	20.507
1,5%		25.260	23.988	22.843	21.809	20.870
2,0%		25.935	24.575	23.355	22.257	21.265

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: EV/EBITDA từ năm 2021



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: P/B từ năm 2021



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: So sánh các công ty trong ngành lọc hoá dầu

Công ty	Mã	Vốn hóa tr USD	Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x) TTM	EV/EBITDA (x)			P/B (x) Hiện tại	ROE (%) 2024	ROA (%) 2024	Nợ ròng/VCSH	
			2024	2025		2024	TTM	2024					
Thai Oil	TOP TB	1.723	30,3	8,4	5,8	4,7	8,5	7,6	0,4	0,3	6,9%	3,1%	81,0%
IRPC	IRPC TB	624,3	83,7	198,8	N/A	N/A	23,0	8,4	0,3	0,3	-1,1%	-0,1%	88,6%
Star Petroleum Refining	SPRC TB	668,8	374,1	16,2	N/A	7,4	2378,3	4,9	0,6	0,6	8,3%	4,0%	30,0%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	2.635	-2779,9	124,1	N/A	N/A	10,7	9,3	0,3	0,3	-6,6%	-2,6%	82,3%
GS Holdings Corp	078930 KS	2.622	32,4	18,6	6,9	4,9	3,8	3,6	0,3	0,3	6,0%	3,1%	50,2%
S-Oil Corp	010950 KS	4.696	493,1	18,0	N/A	10,0	14,0	6,9	0,8	0,7	8,2%	3,0%	42,6%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	7.689	-58,5	50,8	4,2	10,1	11,3	8,5	1,4	1,2	14,1%	6,0%	130,2%
<i>Trung bình</i>			<i>-260,7</i>	<i>62,1</i>	<i>5,6</i>	<i>7,4</i>	<i>349,9</i>	<i>7,0</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>5,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>72,1%</i>
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	2.439	204,0	15,0	99,0	31,0	24,2	13,7	1,1	1,2	3,8%	2,5%	-48,9%

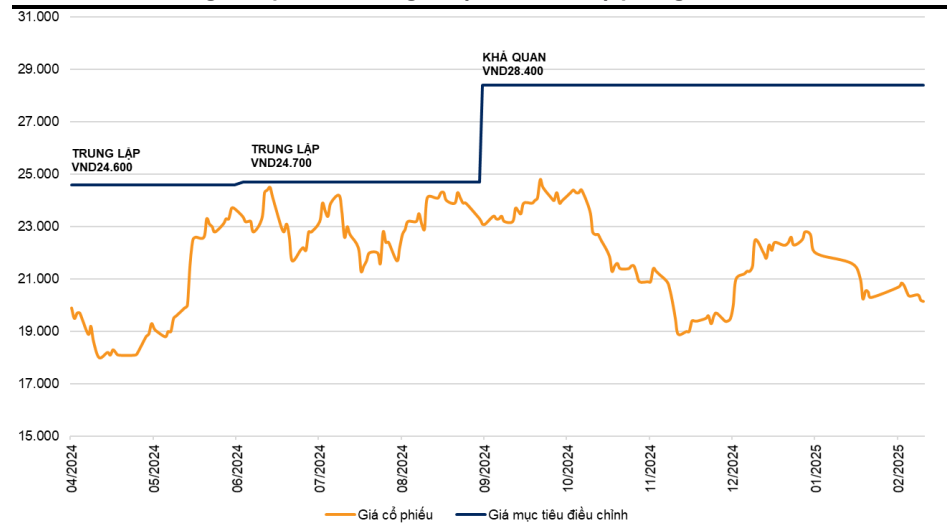
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (Dữ liệu ngày 17/02/2025)

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá đến từ việc vào VN30.
- Rủi ro giảm giá bao gồm crack spread thấp hơn dự kiến cũng như sự sụt giảm của giá dầu.

Diễn biến giá cổ phiếu

Hình 26: Diễn biến giá cổ phiếu so với giá mục tiêu theo dự phóng của VND



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo kết quả HĐKD							
(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	57.959	101.080	167.124	147.423	123.027	118.882	117.710
Giá vốn hàng bán	(60.184)	(93.381)	(151.027)	(137.815)	(122.591)	(116.823)	(115.415)
Lợi nhuận gộp	(2.225)	7.699	16.096	9.608	436	2.059	2.296
Chi phí QLDN	(269)	(407)	(515)	(626)	(562)	(594)	(589)
Chi phí bán hàng	(552)	(781)	(909)	(1.034)	(652)	(678)	(647)
Lợi nhuận hoạt động	(3.046)	6.511	14.673	7.948	(778)	787	1.060
EBITDA thuần	(494)	8.822	16.865	10.217	1.443	3.082	3.367
Chi phí khấu hao	(2.552)	(2.311)	(2.192)	(2.269)	(2.221)	(2.295)	(2.308)
LN hoạt động trước thuế và	(3.046)	6.511	14.673	7.948	(778)	787	1.060
Thu nhập tài chính	666	1.015	1.750	2.658	2.230	2.093	2.078
Chi phí tài chính	(498)	(619)	(923)	(1.154)	(800)	(926)	(886)
Thu nhập ròng khác	25	34	86	32	28	23	22
Thu nhập từ công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	(2.852)	6.941	15.586	9.484	680	1.977	2.274
Thuế	(2)	(303)	(890)	(1.011)	(85)	(198)	(227)
Lợi nhuận ròng	(2.819)	6.716	14.726	8.510	625	1.901	2.186
LN ròng sau điều chỉnh	(2.819)	6.716	14.726	8.510	625	1.901	2.186

Bảng cân đối kế toán							
(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền & tương đương tiền	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	22.819	22.176
Đầu tư tài chính ngắn hạn	958	4.190	2.172	21.122	14.022	11.919	10.131
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.851	13.601	16.553	14.999	12.523	11.725	11.932
Hàng tồn kho	8.399	10.358	16.809	15.352	15.891	12.803	12.964
Tài sản ngắn hạn khác	46	50	84	73	201	194	192
Tổng tài sản ngắn hạn	30.047	44.544	58.471	68.546	71.632	59.459	57.396
Tài sản cố định	22.376	20.136	18.075	16.059	13.216	16.890	24.372
Tổng đầu tư	10	10	10	10	10	9	9
Tài sản dài hạn khác	3.490	2.105	1.931	1.839	3.589	3.340	3.127
Tổng tài sản dài hạn	55.923	66.796	78.488	86.453	88.446	79.698	84.904
	0	0	0	0	0	0	0
Nợ vay ngắn hạn	9.969	9.829	8.954	10.970	15.857	8.954	10.506
Phải trả người bán	6.966	9.450	14.836	14.617	14.463	10.748	9.675
Phải trả ngắn hạn khác	3.490	7.661	2.225	2.851	1.730	1.672	1.655
Tổng phải trả ngắn hạn	20.424	26.940	26.015	28.439	32.049	21.374	21.836
Nợ vay dài hạn	3.022	943	0	0	0	3.581	9.456
Phải trả dài hạn khác	1.401	1.349	1.282	884	865	891	917
Vốn điều lệ	31.005	31.005	31.005	31.005	31.005	31.005	31.005
Lợi nhuận giữ lại	38	6.562	14.652	16.202	11.820	10.198	9.094
Vốn chủ sở hữu	31.075	37.564	51.190	57.131	55.532	53.852	52.694
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	(6)	(65)	(124)	33	(25)	(79)
Tổng nợ và VCSH	55.923	66.796	78.488	86.453	88.446	79.698	84.904

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ							
(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lợi nhuận trước thuế	(2.852)	6.941	15.586	9.486	680	1.977	2.274
Khấu hao	2.552	2.311	2.192	2.269	2.221	2.295	2.308
Thuế đã nộp	(58)	(193)	(918)	(887)	(523)	(198)	(227)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	1.295	884	(8.454)	3.792	(197)	120	(1.457)
Lưu chuyển tiền thuần từ Hi	425	8.972	7.088	11.672	(95)	1.529	323
Đầu tư tài sản cố định	(173)	(63)	(220)	(230)	(521)	(5.969)	(9.790)
Thu từ TL, nhượng bán tài sản	4	0	0	1	2	0	0
Các khoản khác	(583)	(2.715)	2.915	(17.646)	8.509	3.135	2.948
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ Hi	(753)	(2.779)	2.695	(17.874)	7.990	(2.834)	(6.842)
Thu từ phát hành CP, nhận góp	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.772	(2.138)	(1.918)	1.989	6.013	(3.321)	7.427
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2)	(502)	(1.347)	(2.164)	(2.166)	(1.550)	(1.550)
Lưu chuyển tiền thuần từ Hi	4.770	(2.640)	(3.265)	(175)	3.848	(4.872)	5.876
Tiền & tương đương tiền đầu	8.352	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	22.819
Lưu chuyển tiền thuần trong k	4.442	3.553	6.518	(6.377)	11.742	(6.176)	(642)
Tiền & tương đương tiền cu	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	22.819	22.176

Chỉ số tài chính							
Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	(909,2)	2.165,9	4.749,5	2.744,6	201,7	613,0	705,1
Price Earnings	(25,8)	7,2	4,0	7,3	7,3	32,6	28,4
PEG 1 năm	7,6	6,0	(9,5)	(7,9)	3,6	217,2	14,8
EV/EBIT	(23,6)	5,6	2,9	4,5	(46,0)	50,6	46,9
EV/EBITDA	(145,7)	4,2	2,6	3,5	24,8	13,7	14,7
P/S	1,3	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,5
P/B	2,3	1,3	1,2	1,1	0,1	1,2	1,2
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,0%	2,3%	3,5%	47,6%	2,5%	2,5%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-0,1%	7,5%	9,1%	25,4%	346,3%	81,6%	70,9%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	-43,6%	74,4%	65,3%	-11,8%	-16,5%	-3,4%	-1,0%
Tăng trưởng LN gộp	-156,0%	-446,0%	109,1%	-40,3%	-95,5%	371,9%	11,5%
Tăng trưởng LN ròng	-196,7%	-338,2%	119,3%	-42,2%	-92,7%	203,9%	15,0%
Tăng trưởng EPS	-196,7%	-338,2%	119,3%	-42,2%	-92,7%	203,9%	15,0%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	NM	7,6%	9,6%	6,5%	0,4%	1,7%	2,0%
Biên EBITDA	-0,9%	8,7%	10,1%	6,9%	1,2%	2,6%	2,9%
Biên LN hoạt động	-5,0%	6,8%	9,3%	6,4%	0,5%	1,6%	1,9%
Biên LN ròng	-4,9%	6,6%	8,8%	5,8%	0,5%	1,6%	1,9%
ROAA	-5,2%	10,9%	20,3%	10,3%	0,7%	2,3%	2,7%
ROAE	-8,7%	19,6%	33,2%	15,7%	1,1%	3,5%	4,1%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	(9,4)	16,0	58,0	27,6	(3,0)	1,8	2,2
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	(1,0)	18,8	35,7	19,8	1,8	0,5	0,3
Nợ vay / Vốn	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Nợ vay / VCSH	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4
Nợ vay ròng / VCSH	(0,0)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,2)
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,6	2,3	1,8	1,4	1,4	1,4
Vòng quay khoản phải thu	6,5	9,4	11,1	9,3	8,9	9,8	10,0
Số ngày phải thu	56,1	38,7	32,9	39,1	40,8	37,2	36,7
Vòng quay khoản phải trả	9,3	11,6	13,0	9,3	8,5	9,0	11,3
Số ngày phải trả	39,4	31,4	28,1	39,4	43,1	40,5	32,2
Vòng quay hàng tồn kho	7,2	10,0	11,1	8,6	7,8	8,1	9,0
Số ngày tồn kho	50,9	36,7	32,8	42,6	46,5	44,8	40,7
Hệ số thanh toán hiện hành	1,5	1,7	2,2	2,4	2,2	2,8	2,6
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,6	1,9	1,7	2,2	2,0

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: hang.nguyenthanh3@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>