

# Khoan & DV Dầu khí (PVD)

## Kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2024

11/06/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
[hieupm@kbsec.com.vn](mailto:hieupm@kbsec.com.vn)

**Kết quả kinh doanh 1Q2024 cải thiện mạnh so với cùng kỳ**

Doanh thu 1Q2024 tăng mạnh 43.1% yoy. Mảng dịch vụ khoan tăng 27% yoy nhờ tăng giá cước 34% yoy và phát sinh thêm doanh thu từ giàn đi thuê. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 19.4% lên 25.7% chủ yếu nhờ giá cước tăng mạnh trong khi cấu phần chi phí khấu hao trong giá vốn ước giảm 11.0% yoy.

**Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng toàn cầu vẫn đang có xu hướng tăng mạnh**

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hiệu suất vẫn sẽ duy trì ở mức cao ít nhất trong 2 năm tới trong bối cảnh số giàn tự nâng trên 30 tuổi đang chiếm tới 32% tổng số giàn, trong khi số lượng đơn đặt hàng đóng mới/tổng số giàn (orderbook/fleet) chỉ chiếm 3.9% (năm 2014 đạt 31.1%). Giá cước thuê giàn tự nâng theo đó cũng được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong giai đoạn này.

**Điều chỉnh kế hoạch mua giàn khoan mới nhưng kỳ vọng vẫn có thể đi vào vận hành từ 1Q2025**

PVD có kế hoạch đầu tư 90 triệu USD cho 1 giàn tự nâng khoảng 10 năm tuổi dự kiến được đưa vào khai thác ngay từ đầu năm 2025. Hiện PVD đã phải chuyển mục tiêu sang một giàn khác do thời gian tái khởi động của mục tiêu ban đầu là quá dài, dẫn đến khó có thể đảm bảo đúng tiến độ cho khách hàng. Chúng tôi vẫn kỳ vọng PVD có thể đưa giàn khoan mới vào hoạt động trong 1Q2025.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 38,100 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PVD với mức giá mục tiêu là 38,100 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 18.7% so với giá đóng cửa 32,100 VND/cổ phiếu ngày 11/06/2024.

## Mua duy trì

|   |               |
|---|---------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>                       | <b>38,100</b> |
| Tăng/giảm (%)                             | 18.7%         |
| Giá hiện tại (11/06/2024)                 | VND 32,100    |
| Giá mục tiêu đồng thuận                   | VND 36,100    |
| Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD) | 17.7/0.7      |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |             |
|------------------------------------|-------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 46.1%       |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 200.3/8.0   |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 16.9%       |
| Cổ đông lớn                        | PVN (50.5%) |

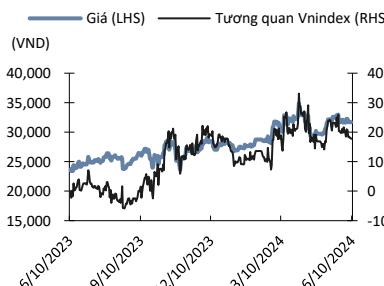
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|-----------|------|------|------|------|
| Tuyệt đối | -1.4 | 2.9  | 11.2 | 34.3 |
| Tương đối | -4.8 | -0.3 | -3.3 | 18.1 |

### Dự phóng KQKD & định giá

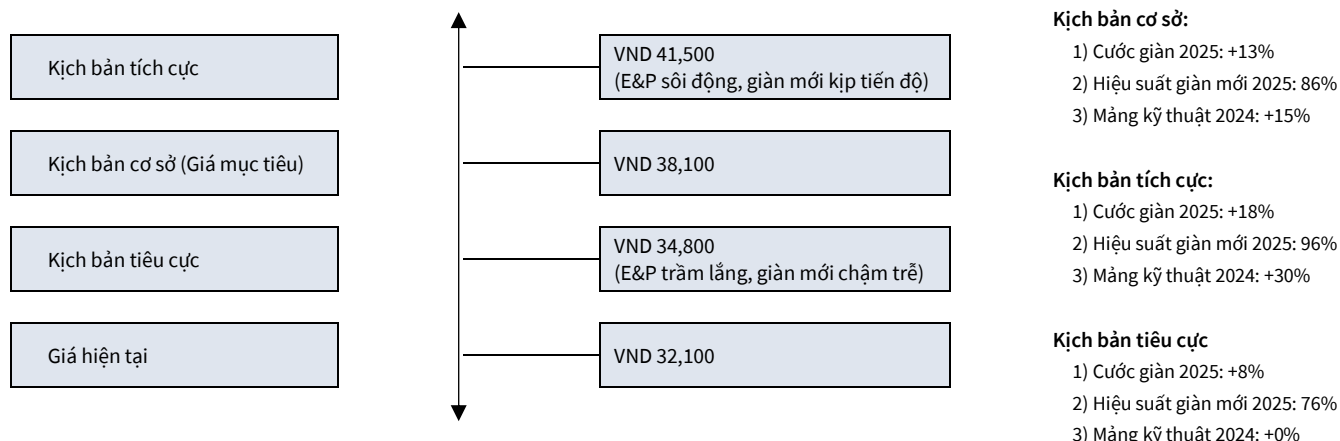
| FY-end                               | 2022    | 2023  | 2024F | 2025F |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|
| Doanh số thuần (tỷ VND)              | 5,432   | 5,812 | 7,069 | 8,402 |
| Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)            | 30      | 907   | 1,421 | 2,089 |
| Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND) | -103    | 579   | 908   | 1,454 |
| EPS (VND)                            | -250    | 803   | 1,632 | 2,614 |
| Tăng trưởng EPS (%)                  | 594     | -421  | 103   | 60    |
| P/E (x)                              | -127.20 | 39.60 | 19.49 | 12.17 |
| P/B (x)                              | 1.27    | 1.20  | 1.15  | 1.08  |
| ROE (%)                              | -1.1    | 3.6   | 5.8   | 8.8   |
| Tỷ suất cổ tức (%)                   | 0.0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Quan điểm định giá



## Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

| (tỷ VND, %)     | Dự phóng kỳ trước |       | Dự phóng điều chỉnh |       | Thay đổi |       |
|-----------------|-------------------|-------|---------------------|-------|----------|-------|
|                 | 2024E             | 2025E | 2024E               | 2025E | 2024E    | 2025E |
| Doanh thu       | 6,895             | 8,280 | 7,069               | 8,402 | 2.5      | 1.5   |
| EBIT            | 1,345             | 2,018 | 1,406               | 2,067 | 4.5      | 2.4   |
| LNST công ty mẹ | 928               | 1,426 | 908                 | 1,454 | (2.2)    | 1.9   |

Nguồn: KBSV ước tính

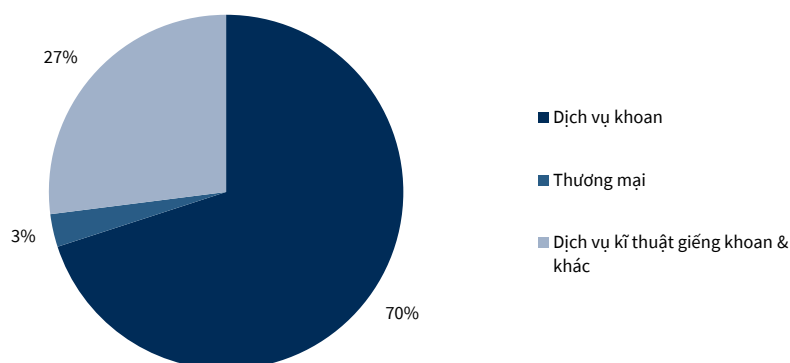
## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

| (tỷ VND, %)     | Dự phóng của KBSV |       | Dự phóng đồng thuận |       | Chênh lệch |       |
|-----------------|-------------------|-------|---------------------|-------|------------|-------|
|                 | 2024E             | 2025E | 2024E               | 2025E | 2024E      | 2025E |
| Doanh thu       | 7,069             | 8,402 | 7,605               | 8,863 | (7.0)      | (5.2) |
| EBIT            | 1,406             | 2,067 | 1,258               | 2,137 | 11.8       | (3.2) |
| LNST công ty mẹ | 908               | 1,454 | 907                 | 1,564 | 0.1        | (7.0) |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

## Cơ cấu doanh thu 2023



TCT Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD) được thành lập vào năm 2001. Tổng Công ty hoạt động trong lĩnh vực cung cấp giàn khoan và dịch vụ kỹ thuật khoan phục vụ hoạt động tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí trong và ngoài nước. Sở hữu 05 giàn khoan biển, 01 giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) và 01 giàn khoan đất liền, PVD hiện đang nắm giữ khoảng 70% thị phần khoan tại Việt Nam.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

### Kết quả kinh doanh 1Q2024 cải thiện mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1Q2024 tăng mạnh 43.1% yoy. Mảng dịch vụ khoan tăng 27% yoy nhờ tăng giá cước 34% yoy và phát sinh thêm doanh thu từ giàn đi thuê. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 19.4% lên 25.7% chủ yếu nhờ giá cước tăng mạnh trong khi cấu phần chi phí khấu hao trong giá vốn ước giảm 11.0% yoy. Tuy nhiên, ảnh hưởng tiêu cực từ tỷ giá đến KQKD của PVD trong 1Q2024 là lớn hơn so với kỳ vọng.

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

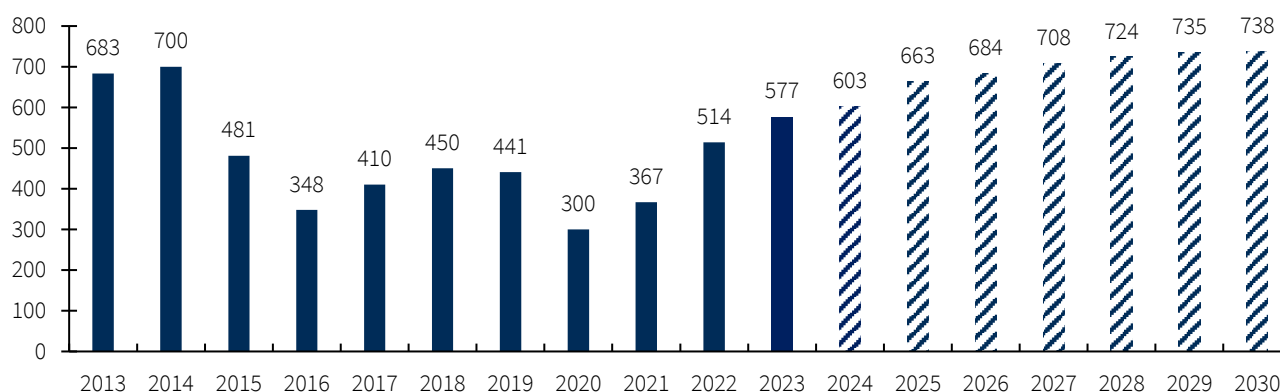
| (tỷ VNĐ)  | Q1/2023      | Q1/2024      | +/-%YoY       | 3M2023       | 3M2024       | +/-%YoY       | Chú thích  |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--|
| <b>Doanh thu</b>                                    | <b>1,227</b> | <b>1,756</b> | <b>43.1%</b>  | <b>1,227</b> | <b>1,756</b> | <b>43.1%</b>  |  |
| Dịch vụ khoan                                       | 915          | 1,162        | 27.0%         | 915          | 1,162        | 27.0%         | Cước thuê giàn khoan JU tăng khoảng 34% yoy, các giàn hoạt động tối đa công suất, phát sinh doanh thu từ giàn đi thuê. |
| Thương mại  | 37           | 219          | 491.9%        | 37           | 219          | 491.9%        |  |
| Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác        | 275          | 375          | 36.4%         | 275          | 375          | 36.4%         |  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                                | <b>238</b>   | <b>450</b>   | <b>89.2%</b>  | <b>238</b>   | <b>450</b>   | <b>89.2%</b>  |  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                           | <i>19.4%</i> | <i>25.7%</i> |               | <i>19.4%</i> | <i>25.7%</i> |               |  |
| <i>Dịch vụ khoan</i>                                | <i>14.0%</i> | <i>32.0%</i> |               | <i>14.0%</i> | <i>32.0%</i> |               | BLNG tăng mạnh do giá cước tăng mạnh trong khi chi phí khấu hao giảm 11% yoy, chi phí vận hành không thay đổi đáng kể. |
| <i>Thương mại</i>                                   | <i>5.0%</i>  | <i>6.0%</i>  |               | <i>5.0%</i>  | <i>6.0%</i>  |               |  |
| <i>Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác</i> | <i>39.0%</i> | <i>17.0%</i> |               | <i>39.0%</i> | <i>17.0%</i> |               |  |
| Thu nhập tài chính                                  | 48           | 27           | -42.6%        | 48           | 27           | -42.6%        | Lãi chênh lệch tỷ giá giảm 29.6% yoy.  |
| Chi phí tài chính                                   | 99           | 123          | 24.6%         | 99           | 123          | 24.6%         | Lỗ chênh lệch tỷ giá tăng 80.2% yoy.   |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK                         | 3.9          | -9.9         | -353.8%       | 3.9          | -9.9         | -353.8%       | Khối lượng công việc liên doanh giảm so với cùng kỳ.   |
| SG&A  | 113          | 118          | 4.3%          | 112.8        | 117.6        | 4.3%          |  |
| <b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>              | <b>78</b>    | <b>227</b>   | <b>190.7%</b> | <b>78</b>    | <b>227</b>   | <b>190.7%</b> |  |
| Thu nhập khác                                       | -15          | -13          | -18.8%        | -15          | -13          | -18.8%        |  |
| Lợi nhuận trước thuế                                | 63           | 215          | 242.0%        | 63           | 215          | 242.0%        |  |
| Lợi nhuận sau thuế                                  | 52           | 149          | 183.9%        | 52           | 149          | 183.9%        |  |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                              | <b>66</b>    | <b>158</b>   | <b>139.6%</b> | <b>66</b>    | <b>158</b>   | <b>139.6%</b> |  |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Nhu cầu thuê giàn khoan tự nâng kỳ vọng vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong dài hạn

Giá dầu giao động quanh mức 83 USD/thùng như trong 5 tháng đầu năm 2024 vẫn sẽ là yếu tố kích thích hoạt động khai thác thượng nguồn và nhu cầu thuê giàn khoan. International Energy Forum và S&P Global dự báo tổng vốn đầu tư thượng nguồn dầu khí toàn cầu có thể đạt 4.6% CARG 2023-2028F. Trong 1Q2024, chúng tôi nhận thấy đã có rủi ro xuất hiện khi Saudi Aramco quyết định hoãn kế hoạch nâng công suất thêm 1 triệu thùng dầu/ngày và tạm hoãn hợp đồng thuê 18 giàn tự nâng trong 12 tháng tới nhằm chuyển hướng đầu tư sang mảng khai thác khí. Chúng tôi cho rằng tác động của quyết định này lên PVD là không lớn do (1) đa phần các giàn tự nâng kể trên có khả năng chuyển đổi giữa khai thác dầu và khí để phù hợp với kế hoạch điều chỉnh của Saudi Aramco và (2) các hợp đồng thuê giàn chỉ bị hoãn tạm thời trong giai đoạn 12 tháng và vẫn có thể được tiếp tục thực hiện khi khối OPEC+ nâng công suất trở lại sau thời điểm chính sách cắt giảm sản lượng hết hiệu lực.

Biểu đồ 2. Dự phóng Capex đầu tư vào thượng nguồn dầu khí toàn cầu (tỷ USD)

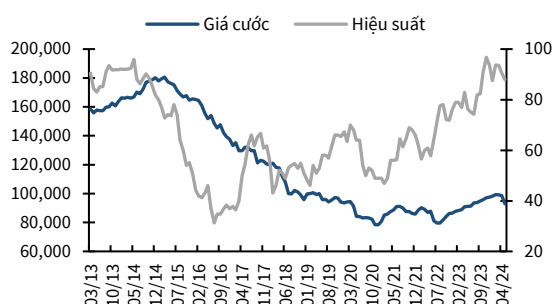


Nguồn: IEF, S&P Global, KBSV

### Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng toàn cầu vẫn đang có xu hướng tăng mạnh

Theo số liệu của Bloomberg, chúng tôi ước tính hiệu suất hoạt động của các giàn tự nâng loại IC 350+ trong 5 tháng đầu năm 2024 đạt trung bình 90.7%, tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2023 ở mức 78.8%, và đang tiến gần tới mức 92.9% của giai đoạn đỉnh năm 2014. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hiệu suất vẫn sẽ duy trì ở mức cao ít nhất trong 2 năm tới trong bối cảnh số giàn tự nâng trên 30 tuổi đang chiếm tới 32% tổng số giàn, trong khi số lượng đơn đặt hàng đóng mới/tổng số giàn (orderbook/fleet) chỉ chiếm 3.9% (năm 2014 đạt 31.1%). Giá cước thuê giàn tự nâng theo đó cũng được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong giai đoạn này.

**Biểu đồ 3. Hiệu suất hoạt động (trái - %) và cước thuê giàn tự nâng loại IC 350+ (phải - USD/ngày)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Điều chỉnh kế hoạch mua giàn khoan mới nhưng kỳ vọng vẫn có thể đi vào vận hành từ 1Q2025**

PVD có kế hoạch đầu tư 90 triệu USD cho 1 giàn tự nâng khoảng 10 năm tuổi dự kiến được đưa vào khai thác ngay từ đầu năm 2025 với mức cước cho thuê khoảng 120,000 USD/ngày. Hiện PVD đã phải chuyển mục tiêu sang một giàn khác do thời gian tái khởi động của mục tiêu ban đầu là quá dài, dẫn đến khó có thể đảm bảo đúng tiến độ cho khách hàng. Chúng tôi vẫn kỳ vọng PVD có thể đưa giàn khoan mới vào hoạt động trong 1Q2025. Ngoài ra, PVD cũng có kế hoạch mua thêm một giàn khoan nữa dưới hình thức liên doanh để phục vụ cho dự án Lô B Ô Môn, nhưng các thông tin chi tiết vẫn chưa được công ty tiết lộ.

**Hoạt động E&P nội địa bùng nổ từ năm 2024, giúp thúc đẩy tăng trưởng mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan cho PVD**

Chúng tôi vẫn kỳ vọng năm 2024 sẽ là một năm bản lề đánh dấu sự hồi phục của hoạt động khai thác thượng nguồn (E&P) nội địa sau 10 năm trầm lắng. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo cập nhật trước đây, hiện đang có ít nhất 10 dự án nội địa đang đi đến giai đoạn khoan hoặc đấu thầu khoan trong năm 2024. Nhìn xa hơn tới giai đoạn 2025-2027, các dự án Lô B Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng với tổng Capex khoảng 7 tỷ USD sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD.

**Biểu đồ 4. So sánh tỷ lệ đơn hàng đóng mới/tổng số giàn tự nâng giữa năm 2014 và 2024**

|                                     | 04/2014 | 05/2024 | Mức thay đổi |
|-------------------------------------|---------|---------|--------------|
| Tổng số giàn có sẵn trên thị trường | 453     | 433     | -20          |
| Số đơn hàng đóng mới                | 141     | 17      | -124         |
| % Đơn hàng/tổng số giàn             | 31.1%   | 3.9%    | -27.2%       |

Nguồn: S&P Global Petrodata, KBSV

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 5. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VNĐ)  | 2023         | 2024F        | +/-%YoY      | 2025F        | +/-%YoY      | Chú thích  |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| <b>Doanh thu</b>                                    | <b>5,812</b> | <b>7,069</b> | <b>21.6%</b> | <b>8,402</b> | <b>18.9%</b> |  |
| Dịch vụ khoan                                       | 4,038        | 4,921        | 21.9%        | 6,123        | 24.4%        | Tăng 17% yoy giá cước bình quân, bổ sung giàn thuê ngoài.  |
| Thương mại  | 154          | 336          | 118.0%       | 285          | -15.0%       |  |
| Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác        | 1,576        | 1,812        | 15.0%        | 1,994        | 10.0%        | Kỳ vọng hoạt động E&P nội địa hồi phục từ năm 2024.  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                                | <b>1,301</b> | <b>1,935</b> | <b>48.8%</b> | <b>2,606</b> | <b>34.7%</b> |  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                           | <i>22.4%</i> | <i>27.4%</i> |              | <i>31.0%</i> |              |  |
| <i>Dịch vụ khoan</i>                                | <i>21.2%</i> | <i>28.5%</i> |              | <i>34.2%</i> |              | Do tăng cước phí trong khi chi phí vận hành không thay đổi đáng kể.  |
| <i>Thương mại</i>                                   | <i>5.2%</i>  | <i>6.0%</i>  |              | <i>5.0%</i>  |              |  |
| <i>Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác</i> | <i>28.3%</i> | <i>28.3%</i> |              | <i>25.0%</i> |              |  |
| Thu nhập tài chính                                  | 134          | 121          | -9.7%        | 123          | 1.7%         | Điều chỉnh giảm 9.7% so với báo cáo gần nhất theo KQKD 1Q2024 và lo ngại về vấn đề tỷ giá                              |
| Chi phí tài chính                                   | 392          | 459          | 17.1%        | 445          | -3.1%        | Điều chỉnh tăng 17.1% so với báo cáo gần nhất theo KQKD 1Q2024 và lo ngại về vấn đề tỷ giá                             |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK                         | 66           | 59           | -10.7%       | 59           | 0.0%         | Điều chỉnh giảm 10.7% so với báo cáo gần nhất theo KQKD 1Q2024. Kỳ vọng hoạt động liên doanh có thể hồi phục từ 3Q2024 |
| SG&A  | 544          | 529          | -2.8%        | 539          | 1.9%         | Điều chỉnh giảm 8.4% so với báo cáo gần nhất theo KQKD 1Q2024.   |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>               | <b>565</b>   | <b>1,127</b> | <b>99.6%</b> | <b>1,804</b> | <b>60.1%</b> |  |
| Thu nhập khác                                       | -64          | 0            | -100.0%      | 0            | N/A          |  |
| Lợi nhuận trước thuế                                | 656          | 1,127        | 71.8%        | 1,806        | 60.2%        |  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                           | <b>541</b>   | <b>902</b>   | <b>66.9%</b> | <b>1,445</b> | <b>60.2%</b> | Giảm 2.1% so với báo cáo gần nhất chủ yếu do tác động của lỗ tỷ giá và lỗ từ liên doanh trong 1Q2024                   |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                              | <b>579</b>   | <b>908</b>   | <b>56.7%</b> | <b>1,454</b> | <b>60.1%</b> |  |
| <i>Biên LNST</i>                                    | <i>10.0%</i> | <i>12.8%</i> |              | <i>17.3%</i> |              |  |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 38,100 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PVD với mức giá mục tiêu là 38,100 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 18.7% so với giá đóng cửa 32,100 VND/cổ phiếu ngày 11/06/2024.

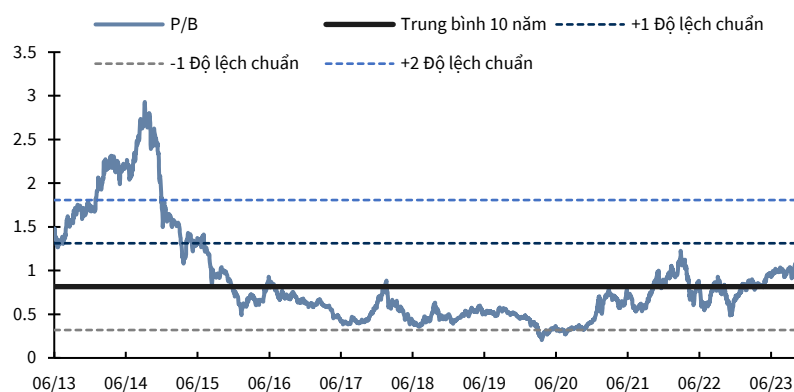
**Bảng 6. Giá định mô hình định giá FCFF**

|                              |             |  |               |
|------------------------------|-------------|--|---------------|
| Lãi suất phi rủi ro          | 4.7%        | Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)    | 14,355        |
| Phân bù rủi ro               | 7.6%        | Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028        | 7,326         |
| Beta                         | 0.69        | <b>Tổng giá trị hiện tại</b>                     | <b>21,681</b> |
| Lãi suất bình quân           | 7.5%        | Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn                     | 3,648         |
| Thuế suất                    | 20.0%       | Trừ: Nợ gộp                                      | -3,919        |
| <b>Chi phí vốn bình quân</b> | <b>9.1%</b> | Trừ: Lợi ích CĐTS                                | -231          |
| Tăng trưởng dài hạn          | 1.5%        | <b>Giá trị VCSH</b>                              | <b>21,179</b> |
|                              |             | Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu) | 556.30        |
|                              |             | <b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VND)</b>               | <b>38,100</b> |
|                              |             | Giá hiện tại (11/06/2024)                        | 32,100        |
|                              |             | Upside   | 18.7%         |

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**P/B trung bình của PVD bị ảnh hưởng tiêu cực bởi khủng hoảng ngành dầu khí toàn cầu trong giai đoạn 2015-2022. Chúng tôi kỳ vọng mức P/B hợp lý cho PVD sẽ được đánh giá lại khi ngành dầu khí đang trở lại chu kỳ tăng trưởng giống như giai đoạn 2013-2014.**

**Biểu đồ 7. Diễn biến P/B của PVD giai đoạn 2013-2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

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

| Báo cáo Kết quả HKKD<br>(Tỷ VNĐ)                                |        |        |        |        | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VNĐ)      |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |                                       | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
| Doanh số thuần  | 5,432  | 5,812  | 7,069  | 8,402  | <b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>              | 20,704 | 21,650 | 23,394 | 23,183 |
| Giá vốn hàng bán  | -4,854 | -4,511 | -5,134 | -5,796 | <b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>               | 5,646  | 6,954  | 7,488  | 8,194  |
| Lãi gộp   | 577    | 1,301  | 1,935  | 2,606  | Tiền và tương đương tiền              | 2,079  | 2,256  | 2,370  | 2,445  |
| Thu nhập tài chính  | 118    | 134    | 121    | 123    | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn         | 424    | 1,278  | 1,278  | 1,278  |
| Chi phí tài chính   | -313   | -392   | -459   | -443   | Các khoản phải thu                    | 2,163  | 2,340  | 2,731  | 3,246  |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                       | -168   | -251   | -294   | -283   | Hàng tồn kho, ròng                    | 909    | 1,000  | 1,041  | 1,175  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                    | 45     | 66     | 59     | 59     | <b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>                | 15,058 | 14,696 | 15,906 | 14,989 |
| Chi phí bán hàng  | -18    | -24    | -29    | -34    | Phải thu dài hạn                      | 19     | 104    | 104    | 104    |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                    | -493   | -520   | -500   | -505   | Tài sản cố định                       | 13,567 | 13,115 | 14,325 | 13,408 |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                                | -84    | 565    | 1,127  | 1,806  | Tài sản dở dang dài hạn               | 8      | 7      | 7      | 7      |
| Thu nhập khác   | 5      | 91     | 0      | 0      | Đầu tư dài hạn                        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Chi phí khác  | 60     | -155   | 0      | 0      | Lợi thế thương mại                    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Thu nhập khác, ròng   | -55    | 246    | 0      | 0      | <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>                    | 6,626  | 6,756  | 7,881  | 6,677  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                                  | 0      | 0      | 0      | 0      | Nợ ngắn hạn                           | 2,868  | 3,176  | 3,173  | 2,948  |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế  | -139   | 811    | 1,127  | 1,806  | Phải trả người bán                    | 568    | 567    | 1,026  | 1,220  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                              | -16    | 16     | -225   | -361   | Người mua trả tiền trước              | 86     | 263    | 73     | 80     |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế   | -155   | 541    | 902    | 1,445  | Vay ngắn hạn                          | 835    | 553    | 580    | 125    |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                    | -52    | -39    | -6     | -9     | Nợ dài hạn                            | 3,757  | 3,580  | 4,708  | 3,729  |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ                            | -103   | 579    | 908    | 1,454  | 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                           | 3,000  | 2,788  | 3,916  | 2,937  |
|   |        |        |        |        | <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>                 | 14,079 | 14,894 | 15,513 | 16,506 |
|   |        |        |        |        | Vốn góp                               | 5,563  | 5,563  | 5,563  | 5,563  |
|   |        |        |        |        | Thặng dư vốn cổ phần                  | 2,434  | 2,434  | 2,434  | 2,434  |
|   |        |        |        |        | Lãi chưa phân phối                    | 436    | 691    | 1,316  | 2,318  |
|   |        |        |        |        | Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác    | 5,438  | 5,990  | 5,990  | 5,990  |
|   |        |        |        |        | Lợi ích cổ đông không kiểm soát       | 229    | 237    | 231    | 222    |
|   |        |        |        |        |                                       |        |        |        |        |
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        | <b>Chỉ số chính</b>                   |        |        |        |        |
|   |        |        |        |        | (x, %, VNĐ)                           |        |        |        |        |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp   | 10.6%  | 22.4%  | 27.4%  | 31.0%  | Chỉ số định giá                       |        |        |        |        |
| Tỷ suất EBITDA  | 15.0%  | 30.4%  | 37.1%  | 39.3%  | P/E                                   | -127.2 | 39.6   | 19.5   | 12.2   |
| Tỷ suất EBIT  | 0.6%   | 15.6%  | 20.1%  | 24.9%  | P/E pha loãng                         | -127.2 | 39.6   | 19.5   | 12.2   |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                    | -2.6%  | 11.3%  | 15.9%  | 21.5%  | P/B                                   | 1.3    | 1.2    | 1.2    | 1.1    |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD  | -1.5%  | 9.7%   | 15.9%  | 21.5%  | P/S                                   | 3.3    | 3.0    | 2.5    | 2.1    |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần   | -2.9%  | 9.3%   | 12.8%  | 17.2%  | P/Tangible Book                       | 1.3    | 1.2    | 1.2    | 1.1    |
|   |        |        |        |        | P/Cash Flow                           | -210.6 | 11.3   | 10.8   | 7.9    |
|   |        |        |        |        | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 24.2   | 10.8   | 7.7    | 5.6    |
|   |        |        |        |        | Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | 655.1  | 20.9   | 14.1   | 8.9    |
|   |        |        |        |        |                                       |        |        |        |        |
| <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>                               |        |        |        |        | <b>Hiệu quả quản lý</b>               |        |        |        |        |
| (Tỷ VNĐ)  |        |        |        |        | ROE%                                  | -1.1%  | 3.6%   | 5.8%   | 8.8%   |
| Lãi trước thuế  | -139   | 656    | 1,127  | 1,806  | ROA%                                  | -0.8%  | 2.5%   | 3.9%   | 6.2%   |
| Khấu hao TSCĐ   | 783    | 857    | 1,198  | 1,211  | ROIC%                                 | 0.2%   | 5.4%   | 7.7%   | 11.7%  |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                    | -100   | 0      | 0      | 0      | <b>Cấu trúc tài chính</b>             |        |        |        |        |
| Chi phí lãi vay   | 168    | 251    | 294    | 283    | Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 0.9    | 1.1    | 1.2    | 1.3    |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                      | 945    | 1,664  | 2,619  | 3,300  | Tỷ suất thanh toán nhanh              | 1.6    | 1.9    | 2.0    | 2.4    |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                                  | -357   | -222   | -391   | -515   | Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 2.0    | 2.2    | 2.4    | 2.8    |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho  | -132   | -61    | -41    | -134   | Vốn vay dài hạn/Vốn CSH               | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.2    |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                                  | -440   | 315    | 459    | 194    | Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản          | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.1    |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                   | 32     | 64     | 0      | 0      | Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.1    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác           | -133   | -185   | -1,008 | -608   | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh    | -84    | 1,573  | 1,638  | 2,237  | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác            | -155   | -868   | -2,407 | -294   | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                       | 1      | -146   | 0      | 0      | Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                                | -787   | 0      | -1,235 | -1,235 | Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ            | 1,907  | -1,890 | 1,235  | 1,235  | <b>Chỉ số hoạt động</b>               |        |        |        |        |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                                | 0      | 1,063  | 0      | 0      | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 2.7    | 2.6    | 2.8    | 2.8    |
| Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác | 0      | 0      | 0      | 0      | Hệ số quay vòng HTK                   | 5.8    | 4.7    | 4.9    | 4.9    |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được                                    | 243    | 0      | 0      | 0      | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 8.1    | 10.2   | 8.9    | 7.5    |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                     | 1,208  | 105    | -2,678 | -728   |                                       |        |        |        |        |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                       | 0      | -590   | 0      | 0      |                                       |        |        |        |        |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                      | 0      | 0      | 0      | 0      |                                       |        |        |        |        |
| Tiền thu được các khoản đi vay                                  | 76     | 0      | 1,712  | 0      |                                       |        |        |        |        |
| Tiền trả các khoản đi vay                                       | -311   | 22     | -558   | -1,434 |                                       |        |        |        |        |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính                       | 0      | -609   | 0      | 0      |                                       |        |        |        |        |
| Cổ tức đã trả   | -3     | 0      | 0      | 0      |                                       |        |        |        |        |
| Tiền lãi đã nhận  | 0      | -3     | 0      | 0      |                                       |        |        |        |        |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                       | -238   | 0      | 1,154  | -1,434 |                                       |        |        |        |        |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                                  | 886    | 116    | 114    | 75     |                                       |        |        |        |        |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                                 | 1,131  | 2,079  | 2,256  | 2,370  |                                       |        |        |        |        |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                                | 2,079  | 2,256  | 2,370  | 2,445  |                                       |        |        |        |        |



## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

### **Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

### **Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

### **Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

### **Dầu khí & Hóa Chất**

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

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

**Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Hỗ trợ**

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.