

**CTCP DV HÀNG KHÔNG TASECO - AST**

**Khả quan**

**Bắt đầu một chương mới**

Giá mục tiêu (12M)

Dịch vụ tiêu dùng | CẬP NHẬT

**VND85.700**

Consensus\*: Mua:5 Giữ:01 Bán:0

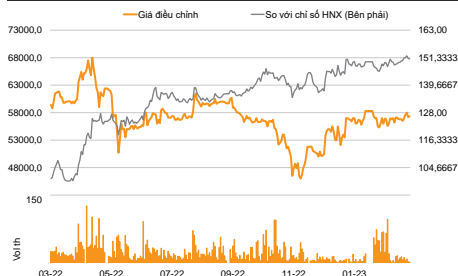
Giá mục tiêu / Consensus: 29,6%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Giảm dự phóng EPS 2023/2024 xuống 10,1%/5,6%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND85.700
Giá thị trường	VND56.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	68.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	56.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	868
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.574
Free float	11%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	111
P/B hiện tại (x)	6,53

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

CTCP Tập đoàn Taseco	51,0%
Quý PENM IV Germany GmbH & Co.KG	17,6%
Quý Stic Pan-Asia 4th Industry Growth Private Equity	10,0%
Khác	21,4%

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

- Trong Q4/22, AST ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng 18 tỷ đồng so với lỗ ròng 16 tỷ đồng trong Q4/21. LN ròng 2022 đạt 23 tỷ đồng, hoàn thành 77,2% dự phóng VND.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của AST tăng 931,6%/12,5% svck trong 2023-24 nhờ sản lượng khách quốc tế phục hồi.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 85.700 đ/cp.

**KQKD Q4/22: hồi phục mạnh mẽ nhờ dòng khách quốc tế**

Doanh thu Q4/22 tăng 674% nhờ sản lượng khách thông qua các cảng hàng không tăng 534% svck trong đó (1) khách nội địa tăng 407% svck, và (2) khách quốc tế tăng 60 lần svck, giúp LN ròng Q4/22 đạt 18 tỷ sv lỗ ròng 16 tỷ trong Q4/21, khiến LN ròng 2022 đạt 23,1 tỷ qua đó AST vẫn đủ điều kiện để tiếp tục niêm yết trên HSX. Hơn nữa, so sánh với quý trước, mặc dù sản lượng khách nội địa Q4/22 giảm 36,4% sv quý trước, sản lượng khách quốc tế Q4/22 tăng 8,2% sv quý trước, giúp doanh thu/lợi nhuận tăng 16,8%/39,6% sv quý trước, cho thấy kết quả kinh doanh của AST có độ tương quan cao với sự phục hồi của khách quốc tế.

**Triển vọng 2023-24: bước vào giai đoạn phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ**

Mới đây, Việt Nam đã được bổ sung vào danh sách các quốc gia thí điểm cho du lịch theo đoàn của Trung Quốc bắt đầu từ 15/03/2023. Trung Quốc chiếm thị phần khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam giai đoạn trước dịch (34%), do đó chúng tôi kỳ vọng vào triển vọng phục hồi mạnh mẽ của lượng khách quốc tế tới Việt Nam từ Q2/23, giúp tổng sản lượng khách quốc tế tăng 2.075% svck đạt 36,9 triệu trong năm 2023 (bằng 87,9% trước dịch), sau đó tiếp tục tăng 12,2% svck đạt 41,4 triệu khách trong năm 2024 (bằng 98,6% trước dịch). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa tăng 15,8%/7,3% đạt 100,7/108 triệu khách giai đoạn 2023-24 theo tốc độ hồi phục hiện tại. Do doanh thu mỗi cửa hàng của AST có độ tương quan cao với mức độ tăng trưởng sản lượng khách, đặc biệt khách quốc tế, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mỗi cửa hàng của AST tăng 168,6%/14,9% svck trong 2023-24, giúp doanh thu của AST tăng 169,5%/18,9% svck trong 2023-24. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên LN gộp trở lại mức trước dịch 54% giúp LN ròng của AST tăng 931,6%/12,5% svck trong 2023-24.

**Điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 10,1%/5,6%**

Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2023-24 do (1) giảm biên lợi nhuận gộp 2023-24 xuống 2 điểm% - 5 điểm% để phù hợp với cấu trúc chi phí năm 2022, (2) giảm lãi tiền gửi do AST phải đầu tư nhiều hơn để phục hồi hoạt động kinh doanh, và (3) giảm thu nhập từ VinaCS (suất ăn hàng không) do các hãng hàng không vẫn khó khăn.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 85.700 đ/cp**

Tiềm năng tăng giá gồm (1) chính sách visa giữa Trung Quốc và Việt nam hoàn toàn khôi phục, (2) số lượng cửa hàng mới và doanh thu mỗi cửa hàng tăng trưởng mạnh. Rủi ro tăng giá là việc mở rộng đến các nhà ga sân bay mới. Rủi ro giảm giá gồm (1) khôi phục chính sách visa giữa Việt Nam – Trung Quốc chậm hơn dự kiến, và (2)

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	154	604	1.627	1.935
Tăng trưởng DT thuần	(57,1%)	291,8%	169,5%	18,9%
Biên lợi nhuận gộp	27,9%	52,9%	54,0%	53,6%
Biên EBITDA	(62,9%)	11,2%	21,0%	22,1%
LN ròng (tỷ)	(118)	23	239	269
Tăng trưởng LN ròng	140,8%		931,6%	12,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	(2.623)	514	5.306	5.967
EPS điều chỉnh	(2.623)	514	5.306	5.967
BVPS	8.289	8.769	13.076	14.043
ROAE	(27,3%)	6,0%	48,6%	44,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Bắt đầu một chương mới

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 85.700 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu AST với giá mục tiêu không đổi so với báo cáo trước 85.700 đ/cp dựa trên việc (1) chúng tôi chuyển mô hình định giá DCF sang 2023, và (2) chúng tôi giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 10,1%-5,6%. Với tiềm năng tăng giá lớn, chúng tôi cho rằng tiềm năng rủi ro/lợi nhuận của AST hoàn toàn hấp dẫn để có thể tích lũy cổ phiếu bởi:

- Trong giai đoạn khó khăn, AST đã nắm lấy cơ hội để mở rộng chuỗi bán lẻ của mình, qua đó tăng số cửa hàng từ 92 trong 2019 lên 120 trong 2022 (+30,4%). Kết hợp với doanh thu trên mỗi cửa hàng phục hồi nhờ sản lượng khách phục hồi, đặc biệt là sản lượng khách quốc tế, LN ròng 2023 có thể vượt mức đỉnh đã thiết lập trong 2019.
- Dựa trên sự phục hồi của lưu lượng hành khách cùng chuỗi bán lẻ mở rộng, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của AST tăng 931,6%/12,5% svck trong 2023-24.

Tiềm năng tăng giá:

- Chính sách visa giữa Trung Quốc và Việt Nam được khôi phục hoàn toàn.
- Số lượng cửa hàng mới mở và doanh thu mỗi cửa hàng tăng trưởng mạnh mẽ.

Rủi ro tăng giá:

- Mở rộng hoạt động đến những nhà ga sân bay mới.

Rủi ro giảm giá:

- Chính sách visa khôi phục chậm hơn dự kiến.
- Cạnh tranh gia tăng từ mô hình bán hàng miễn thuế ở thành phố.

**Hình 1: Dòng tiền FCFF của AST (Đơn vị: tỷ đồng)**

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>EBIT</b>	<b>313</b>	<b>395</b>	<b>460</b>	<b>500</b>	<b>551</b>
Trừ: thuế	35	79	92	100	110
<b>EBIAT</b>	<b>278</b>	<b>316</b>	<b>368</b>	<b>400</b>	<b>441</b>
Cộng: chi phí khấu hao	29	32	36	40	44
Trừ: CAPEX	36	36	37	39	41
Trừ: thay đổi vốn lưu động	(82)	(25)	(26)	11	(25)
<b>Dòng tiền FCFF</b>	<b>354</b>	<b>337</b>	<b>392</b>	<b>389</b>	<b>468</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>354</b>	<b>299</b>	<b>308</b>	<b>271</b>	<b>289</b>
<b>Tổng giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>1.521</b>				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Giá định đầu vào của mô hình**

Giá trị đầu vào	
Chi phí VCSH	14,6%
Chi phí vay	7,2%
D/(D+E) mục tiêu	20,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	12,8%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Định giá DCF**

Đơn vị	Tỷ đồng trừ giá mục tiêu
<b>Tổng giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>1.521</b>
Giá trị tới hạn	4.421
<b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b>	<b>2.730</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>4.252</b>
Trừ: tổng nợ	38
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	432
Cộng: tiền và tương đương tiền	73
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>3.854</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	45.000.000
Giá cổ phiếu	85.652
<b>Giá cổ phiếu làm tròn</b>	<b>85.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (lần)	Tăng trưởng	P/B (lần)	EV/EBITDA (lần)	ROE (%)				
		Nội tệ	tr.USD	2023	2024 EPS 3 năm (%)	2023	2024	2023	2024			
<b>Bán lẻ hàng không</b>												
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	SAS VN	27.000	151	NA	NA	(49,5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Atlas Air Worldwide Holdings	AAWW US	114	2.858	8,2	9,9	NA	0,8	0,8	5,4	5,8	12,2	10,0
Xiamen Interna-A	600897 CH	17	748	102,3	16,4	(27,2)	1,3	1,3	18,3	6,8	1,3	8,1
<i>Trung bình</i>				55,2	13,1		1,1	1,0	11,9	6,3	6,8	9,1
<i>Trung vị</i>				4,4	6,4		1,0	0,9	4,1	4,9	19,7	14,0
<b>CTCP Dịch vụ Hàng không</b>												
Taseco	AST VN	56.500	109	10,6	9,5	241,0	4,3	4,0	7,6	6,1	48,6	44,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DỮ LIỆU BLOOMBERG NGÀY 10/03/2023

## KQKD Q4/22: hồi phục mạnh mẽ nhờ dòng khách quốc tế

**Hình 5: KQKD Q4 và cả năm 2022**

	Q4/22	Q4/21	%svck	%svqt	2022	2021	%svck phóng 2022	Sv dự Đánh giá
<b>Tổng sản lượng hành khách</b>	<b>24,0</b>	<b>3,8</b>	<b>533,9%</b>	<b>-30,0%</b>	<b>99,0</b>	<b>30,0</b>	<b>229,8%</b>	<b>89,9%</b>
- Quốc tế (tr)	5,3	0,1	6062,8%	8,2%	12,0	0,5	2221,1%	96,0%
- Nội địa (tr)	18,7	3,7	406,6%	-36,4%	87,0	29,5	194,9%	89,1%
<b>Doanh thu</b>	<b>216</b>	<b>28</b>	<b>674,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>604</b>	<b>154</b>	<b>291,8%</b>	<b>82,0%</b>
Lợi nhuận gộp	118	14	766,8%	20,3%	319	43	643,5%	94,8%
Biên LN gộp	54,6%	48,8%	+5,8 điểm%	+1,5 điểm%	52,9%	27,9%	+25,0 điểm%	
Doanh thu tài chính	4	2	69,3%	41,9%	10	10	3,6%	47,0%
Chi phí tài chính	1	1	119,1%	76,0%	4	3	32,7%	78,6%
Chi phí bán hàng	54	8	584,4%	7,7%	164	74	120,9%	73,5%
Chi phí QLDN	39	18	115,8%	15,9%	121	76	59,3%	129,0%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	0	-6	NA	-156,6%	-3	-22	NA	
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	-2	NA	171,5%	11	-10	NA	118,4%
<b>LN ròng</b>	<b>18</b>	<b>-16</b>	<b>NA</b>	<b>39,6%</b>	<b>23</b>	<b>-118</b>	<b>NA</b>	<b>77,2%</b>

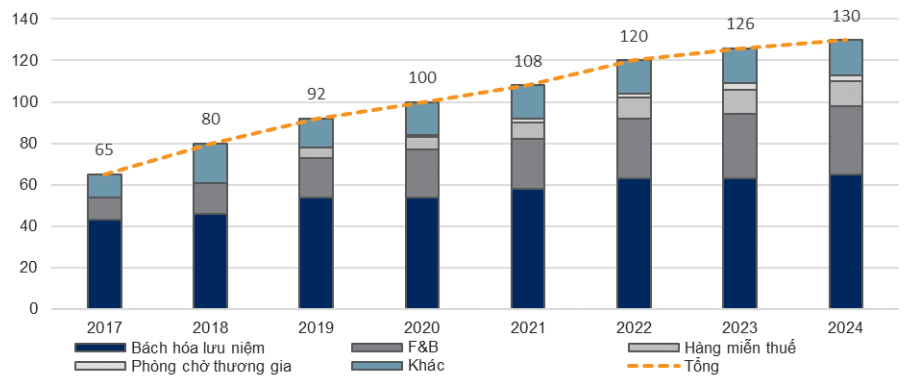
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2023-24: bước vào giai đoạn phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ

### Số lượng cửa hàng trong chuỗi bán lẻ đã vượt thời điểm trước dịch

Trong giai đoạn khó khăn, AST đã chớp lấy cơ hội để mở rộng chuỗi bán lẻ, qua đó nâng tổng số cửa hàng từ 92 trong năm 2019 lên 120 trong năm 2022 (+30,4%). Cần lưu ý rằng ngành bán lẻ hàng không có rào cản gia nhập cao, đặc biệt ở các sân bay lớn do hạn chế về mặt bằng, do đó việc có thể mở rộng chuỗi bán lẻ là yếu tố hỗ trợ mạnh của AST trong thời gian tới. Khả năng mở rộng chuỗi của AST còn có sự hỗ trợ từ công ty mẹ là Tập đoàn AST với sở hữu 40% cổ phần ở nhà ga quốc tế Đà Nẵng, do đó mang lại lợi thế cho AST khi đàm phán thuê mặt bằng ở đây. Trong ngắn hạn, do mặt bằng vẫn còn hạn chế, chúng tôi cho rằng khả năng mở rộng của AST có thể chậm lại và số lượng cửa hàng có thể tăng 5,0%/3,2% svck trong 2023-24.

**Hình 7: Số lượng cửa hàng hiện tại của AST đã cao hơn 30,4% so với trước dịch và có thể tăng 5,0%/3,2% svck trong 2023-24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

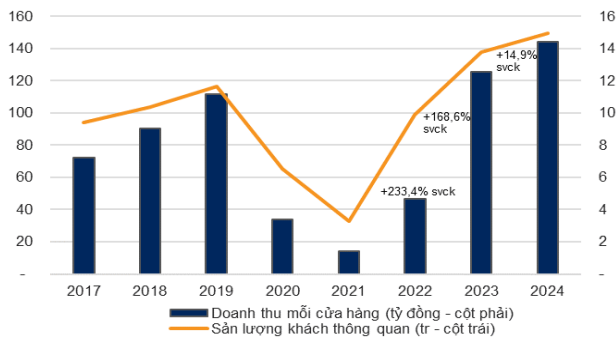
Dài hạn hơn, AST có nhiều cơ hội để mở rộng hoạt động đến các nhà ga sân bay mới. Một số dự án trọng điểm như:

- Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đã được khởi công vào tháng 12/2022 và có thể vận hành vào năm 2024, sẽ tăng tổng công suất của Tân Sơn Nhất từ 30tr khách/năm lên 50tr khách/năm.
- Dự án mở rộng nhà ga T2 Nội Bài, được kỳ vọng sẽ khởi công trong Q4/2023 và hoàn thành trong Q3/2025, sẽ tăng công suất của Nội Bài từ 25tr khách/năm lên 30tr khách/năm.
- Sân bay quốc tế Long Thành đã được khởi công giai đoạn 1 trong tháng 12/2020 và có thể hoàn thành trong năm 2026. Long Thành giai đoạn 1 có thể phục vụ 25tr khách/năm.

## Doanh thu trên mỗi cửa hàng phục hồi cùng lưu lượng đường không

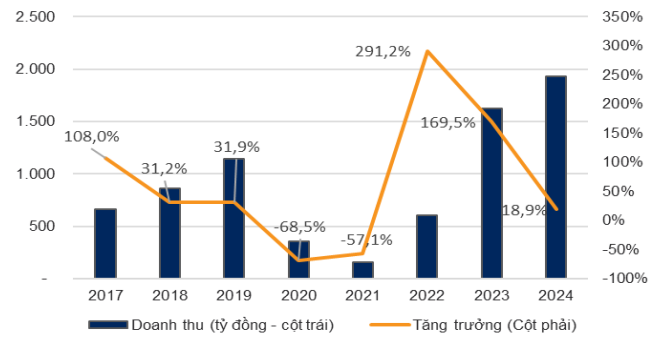
Trong 2 tháng đầu năm 2023, tổng sản lượng khách thông qua các cảng hàng không Việt Nam tăng 91,5% svck đạt 19,5tr khách, trong đó khách quốc tế tăng 1.959% svck đạt 4,7tr khách trong khi khách nội địa tăng 48,0% svck đạt 14,8tr khách. Mới đây, Việt Nam đã được bổ sung vào danh sách các quốc gia thí điểm cho du lịch theo đoàn của Trung Quốc bắt đầu từ 15/03/2023. Trung Quốc chiếm thị phần khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam giai đoạn trước dịch (34%), do đó chúng tôi kỳ vọng vào triển vọng phục hồi mạnh mẽ của lượng khách quốc tế tới Việt Nam từ Q2/23, giúp tổng sản lượng khách quốc tế tăng 2.075% svck đạt 36,9 tr trong năm 2023 (bằng 87,9% trước dịch), sau đó tiếp tục tăng 12,2% svck đạt 41,4 tr khách trong năm 2024 (bằng 98,6% trước dịch). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa tăng 15,8%/7,3% đạt 100,7/108 tr khách giai đoạn 2023-24 theo tốc độ hồi phục hiện tại.

**Hình 6: Doanh thu mỗi cửa hàng của AST có độ tương quan cao với tăng trưởng khách quốc tế**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 7: Doanh thu của AST có thể tăng 169,5%/18,9% svck trong 2023-24**



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu mỗi cửa hàng của AST có độ tương quan cao với mức độ tăng trưởng sản lượng khách, đặc biệt khách quốc tế (trong Q4/2022, mặc dù lượng khách nội địa giảm 36,4% svck, doanh thu/LN ròng của AST vẫn tăng 16,8%/39,6% sv quý trước nhờ khách quốc tế tăng 8,2% sv quý trước). Theo sự phục hồi của sản lượng khách, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mỗi cửa hàng của AST tăng 168,6%/14,9% svck trong 2023-24, giúp doanh thu của AST tăng 169,5%/18,9% svck trong 2023-24. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên LN gộp trở lại mức trước dịch 54% giúp LN ròng của AST tăng 931,6%/12,5% svck trong 2023-24.

**Hình 8: Dự phóng biên LN gộp và LN ròng của AST 2023-24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Điều chỉnh dự phóng

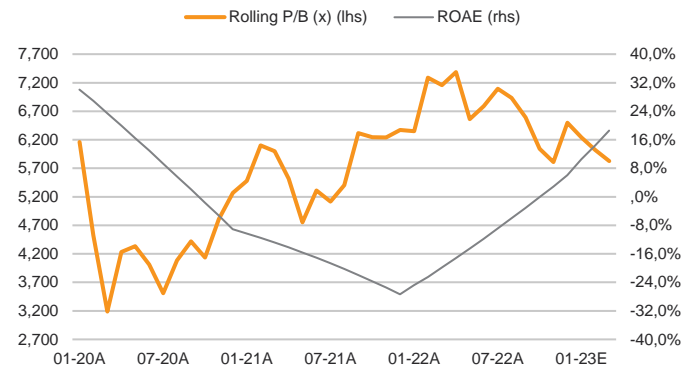
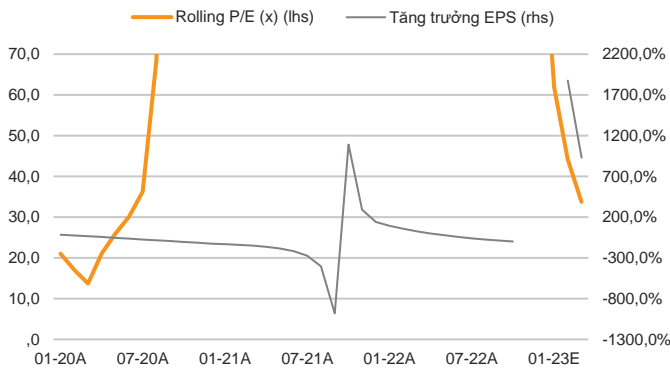
Hình 9: Điều chỉnh dự phóng

	2022	2023			2024			Nhận xét
		Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	
<b>Tổng sản lượng khách</b>	<b>99,0</b>	<b>142,9</b>	<b>137,6</b>	<b>-3,7%</b>	<b>157,1</b>	<b>149,4</b>	<b>-4,9%</b>	
-Quốc tế (tr)	12,0	36,9	36,9	0,1%	41,7	41,4	-0,7%	
-Nội địa (tr)	87,0	106,0	100,7	-5,0%	115,4	108,0	-6,4%	Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách nội địa 2023-24 xuống 5,0%-6,4% do tăng trưởng sản lượng theo quý gần đây có dấu hiệu giảm.
Tổng số cửa hàng	120	126	126	0,0%	130	130	0,0%	
Doanh thu trên cửa hàng (tỷ đồng/cửa hàng)	4,668	12,3	12,5	1,9%	14,3	14,4	0,7%	
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>604</b>	<b>1.628</b>	<b>1.627</b>	<b>-0,1%</b>	<b>1.921</b>	<b>1.935</b>	<b>0,7%</b>	Doanh thu 2023-24 của AST giữ nguyên do có độ tương quan cao với sản lượng khách quốc tế.
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	319	906	878	-3,1%	1.133	1.036	-8,5%	
Biên LN gộp	53%	56%	54%	-2 điểm%	59%	54%	-5 điểm%	Chúng tôi giảm dự phóng biên LN gộp 2023-24 xuống 2 điểm% - 5 điểm% để phù hợp với cấu trúc chi phí của năm 2022.
Chi phí bán hàng (tỷ đồng)	164	388	394	1,6%	441	443	0,6%	
Chi phí QLDN (tỷ đồng)	121	193	193	0,2%	226	228	0,8%	
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	10	46	15	-66,5%	64	19	-69,6%	Chúng tôi giảm lãi tiền gửi do AST phải đầu tư nhiều hơn để phục hồi hoạt động kinh doanh.
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	4	8	5	-33,6%	10	7	-27,4%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết (tỷ đồng)	(3)	16	7	-54,4%	23	11	-53,4%	Chúng tôi giảm thu nhập từ VinaCS (suất ăn hàng không) do các hãng hàng không vẫn còn đối mặt với nhiều khó khăn.
<b>LN ròng (tỷ đồng)</b>	<b>23</b>	<b>266</b>	<b>239</b>	<b>-10,1%</b>	<b>284</b>	<b>269</b>	<b>-5,6%</b>	
<b>EPS (VND)</b>	<b>514</b>	<b>5.901</b>	<b>5.306</b>	<b>-10,1%</b>	<b>6.319</b>	<b>5.967</b>	<b>-5,6%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	604	1.627	1.935
Giá vốn hàng bán	(284)	(749)	(899)
Chi phí quản lý DN	(121)	(193)	(228)
Chi phí bán hàng	(164)	(394)	(443)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>34</b>	<b>290</b>	<b>365</b>
EBITDA thuần	60	319	398
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(25)</b>	<b>(29)</b>	<b>(32)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>34</b>	<b>290</b>	<b>365</b>
Thu nhập lãi	10	15	19
Chi phí tài chính	(4)	(5)	(7)
Thu nhập ròng khác	2	2	2
TN từ các Cty LK & LD	(3)	7	11
<b>LN trước thuế</b>	<b>39</b>	<b>310</b>	<b>391</b>
Thuế	(5)	(35)	(79)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(11)	(36)	(43)
<b>LN ròng</b>	<b>23</b>	<b>239</b>	<b>269</b>
Thu nhập trên vốn	23	239	269
Cổ tức phổ thông	0	(45)	(225)
<b>LN giữ lại</b>	<b>23</b>	<b>194</b>	<b>44</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	73	196	233
Đầu tư ngắn hạn	143	178	190
Các khoản phải thu ngắn hạn	66	178	212
Hàng tồn kho	54	144	172
Các tài sản ngắn hạn khác	14	38	45
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>350</b>	<b>735</b>	<b>852</b>
Tài sản cố định	112	119	123
Tổng đầu tư	62	69	80
Tài sản dài hạn khác	55	82	96
<b>Tổng tài sản</b>	<b>579</b>	<b>1.005</b>	<b>1.150</b>
Vay & nợ ngắn hạn	31	83	98
Phải trả người bán	40	107	127
Nợ ngắn hạn khác	45	122	145
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>116</b>	<b>311</b>	<b>370</b>
Vay & nợ dài hạn	8	8	8
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	450	450	450
LN giữ lại	(55)	138	182
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>395</b>	<b>588</b>	<b>632</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	61	97	140
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>579</b>	<b>1.005</b>	<b>1.150</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>39,2</b>	<b>310,2</b>	<b>390,6</b>
Khấu hao	37,4	28,8	32,3
Thuế đã nộp	(4,1)	(34,9)	(79,3)
Các khoản điều chỉnh khác	(6,4)	(35,3)	(11,1)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>25,7</b>	<b>(82,4)</b>	<b>(24,8)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>91,9</b>	<b>186,4</b>	<b>307,6</b>
Đầu tư TSCĐ	(18,3)	(35,7)	(35,7)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0,5	0,0	0,0
Các khoản khác	(3,8)	(7,3)	(10,7)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0,0	(27,0)	(14,6)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(21,6)</b>	<b>(69,9)</b>	<b>(61,0)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3,5	0,0	0,0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0,0	0,0	0,0
Tiền vay ròng nhận được	(9,6)	52,0	15,7
Dòng tiền từ HĐTC khác	0,0	0,0	0,0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0,0	(45,0)	(225,0)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(6,1)</b>	<b>7,0</b>	<b>(209,3)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,7	72,8	196,3
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>64,2</b>	<b>123,4</b>	<b>37,2</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	72,9	196,3	233,5

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	3,8%	14,7%	13,9%
Vòng quay TS	1,12	2,05	1,80
ROAA	4,3%	30,2%	24,9%
Đòn bẩy tài chính	1,41	1,61	1,77
ROAE	6,0%	48,6%	44,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	14,0	14,0	14,0
Số ngày nắm giữ HTK	68,8	70,4	70,0
Số ngày phải trả tiền bán	51,0	52,2	51,9
Vòng quay TSCĐ	5,27	14,04	16,00
ROIC	4,7%	30,8%	30,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,0	2,4	2,3
Khả năng thanh toán nhanh	2,6	1,9	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,9	1,2	1,1
Vòng quay tiền	31,8	32,2	32,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	291,8%	169,5%	18,9%
Tăng trưởng LN từ HKĐK		746,6%	25,8%
Tăng trưởng LN ròng		931,6%	12,5%
Tăng trưởng EPS		931,6%	12,5%

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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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