

CTCP DV HÀNG KHÔNG TASECO (AST) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND47.900

Giá mục tiêu

VND85.700

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Dịch vụ tiêu dùng

Ngày 14/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

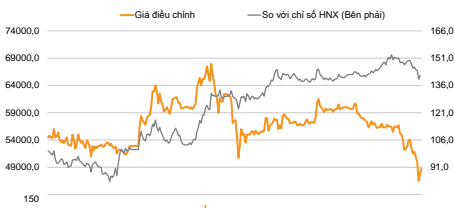
Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 23,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng EPS 2022 thêm 4,7%
- Giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 3,2%-2,7%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	68.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	46.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.476
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.151
Free float (%)	11
P/E trượt (x)	NA
P/B hiện tại (x)	5,88

Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập đoàn Taseco	51,0%
PENM IV Germany GmbH & Co.KG	17,6%
Quý Stic Pan-Asia 4th Industry Growth Private Equity	10,0%
Khác	21,40%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Vững mạnh hơn từ Q4/22

- AST ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng 13 tỷ trong Q3/22 sv lỗ ròng 40 tỷ Q3/21. LN ròng 9T22 đạt 5 tỷ, hoàn thành 18,3% dự phóng 2022 của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng đạt 30 tỷ trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ của 2021, và có thể tăng 7,9 lần svck trong năm 2023 đạt 266 tỷ đồng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 85.700 đồng/cp.

KQKD Q3/22: ghi nhận lợi nhuận dương nhờ thị trường nội địa phục hồi

Doanh thu Q3/22 tăng 96 lần svck, khiến doanh thu 9T22 tăng 207,1% svck nhờ (1) lượng khách qua các cảng hàng không tăng 73 lần svck, trong đó lượng khách nội địa tăng 87 lần svck và lượng khách quốc tế tăng 35 lần svck, (2) tổng số cửa hàng tăng 9,3% svck từ 108 cửa hàng lên 118 cửa hàng. Biên LN gộp Q3/22 đã quay về mức trước dịch và đạt 53,1%, giúp LN gộp Q3/22 đạt 98 tỷ (so với lỗ gộp 3 tỷ Q3/21). Tuy nhiên, chi phí bán hàng Q3/22 tăng mạnh 172,0% svck do chi phí nhân công và mặt bằng tăng để chuẩn bị cho phục hồi hoạt động. Kết quả là LN ròng Q3/22 đạt 13 tỷ (sv lỗ ròng 40 tỷ Q3/21). Trong 9T/22, AST ghi nhận LN ròng 5 tỷ (so với lỗ ròng 102 tỷ trong 9T21), phù hợp và hoàn thành 18,3% dự phóng 2022 của chúng tôi.

Hoạt động kinh doanh được củng cố hơn trong Q4/22

Với tiềm lực tài chính mạnh, AST sẽ nâng tổng số cửa hàng lên 120 trong năm 2022 từ 108 cửa hàng trong 2021. Cùng với việc du lịch quốc tế được cởi trói khi hầu hết các quốc gia đã dỡ bỏ hạn chế cho du khách, chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/22 tiếp tục đà phục hồi và đạt 25 tỷ, giúp LN ròng 2022 đạt 30 tỷ. Trong các năm tới, chúng tôi kỳ vọng tổng số cửa hàng có thể tăng trưởng kép 5,3% trong 2022-25. Với sự phục hồi của sản lượng khách trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng AST sẽ hưởng lợi với doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng trưởng kép 45,1% trong 2022-25. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu AST tăng trưởng kép 50,1% trong 2022-25. Kết quả là, LN ròng có thể tăng 7,9 lần svck đạt 266 tỷ trong năm 2023 nhờ khách quốc tế phục hồi mạnh, sau đó LN ròng có thể tăng trưởng kép 5,8% trong 2024-25.

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

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho AST với giá mục tiêu không đổi 85.700 đ/cp dựa trên (1) chúng tôi chuyển mô hình dự phóng DCF về cuối 2022, và (2) chúng tôi tăng dự phóng EPS 2022 thêm 4,7% nhưng giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 3,2%-2,7%. Tiềm năng tăng giá gồm (1) khách quốc tế hồi phục mạnh, (2) số cửa hàng mở mới và doanh thu mỗi cửa hàng tăng trưởng mạnh. Rủi ro tăng giá là việc mở rộng kinh doanh đến các sân bay mới. Rủi ro giảm giá gồm (1) việc bị hủy niêm yết nếu LN ròng 2022 bị âm, (2) bất ổn từ chính sách zero-Covid của Trung Quốc, và (3) thị trường bán lẻ miễn thuế cạnh tranh hơn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	359	154	736	1.628
Tăng trưởng DT thuần	(68,5%)	(57,1%)	377,8%	121,1%
Biên lợi nhuận gộp	41,7%	27,9%	45,8%	57,7%
Biên EBITDA	(2,2%)	(62,9%)	10,4%	28,1%
LN ròng (tỷ)	(49)	(118)	30	266
Tăng trưởng LN ròng	(125,7%)	NA	NA	778,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	(1.089)	(2.623)	672	5.901
EPS điều chỉnh	(1.089)	(2.623)	672	5.901
BVPS	10.896	8.289	8.961	13.861
ROAE	(9,1%)	(27,3%)	7,8%	51,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

VỮNG MẠNH HƠN TỪ Q4/22

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

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho AST với giá mục tiêu không đổi 85.700 đ/cp dựa trên (1) chúng tôi chuyển mô hình dự phóng DCF về cuối 2022, và (2) chúng tôi tăng dự phóng EPS 2022 thêm 4,7% nhưng giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 3,2%-2,7%. Với tiềm năng tăng giá 78,9%, chúng tôi cho rằng tiềm năng lợi nhuận/rủi ro hoàn toàn hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu với tiềm năng tăng trưởng lớn như AST bởi:

- Sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam với tổng cộng 120 cửa hàng đến cuối năm 2022 phủ khắp các sân bay trọng điểm của Việt Nam.
- Bán lẻ tại sân bay cũng là một mô hình kinh doanh có khả năng sinh lời vượt trội nhờ độ nhạy về giá thấp trong hành vi tiêu dùng của khách du lịch.
- Hưởng lợi từ sự phục hồi của hàng không Việt Nam, đặc biệt là hàng không quốc tế khi hầu hết các quốc gia đã gỡ bỏ hạn chế nhập cảnh cho du khách. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của AST tăng lên 30 tỷ trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ trong năm 2021, và có thể tăng 7,9 lần svck đạt 266 tỷ trong năm 2023.
- AST có thể hưởng lợi trong môi trường đồng USD mạnh với phần lớn doanh thu bằng USD đến từ thị trường quốc tế. Công ty không có rủi ro với vay nợ bằng USD.

Tiềm năng tăng giá:

- Giao thông hàng không quốc tế phục hồi mạnh.
- Số cửa hàng mở mới và doanh thu mỗi cửa hàng tăng trưởng mạnh.

Rủi ro tăng giá:

- Mở rộng hoạt động kinh doanh đến những nhà ga, sân bay mới như nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, nhà ga T2 mở rộng ở Nội Bài và sân bay quốc tế Long Thành.

Rủi ro giảm giá:

- AST đã bị đưa vào diện cảnh báo kể từ năm 2021 do công ty ghi nhận lỗ ròng trong hai năm liên tiếp 2020-2021. Theo quy định của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, cổ phiếu sẽ bị chuyển niêm yết sang sàn UPCOM trong trường hợp lợi nhuận báo cáo âm trong năm 2022. Tuy nhiên, LN ròng 9T22 ghi nhận dương (5 tỷ) và KQKD Q4/22 có thể theo đà phục hồi mạnh mẽ, giúp AST ghi nhận lợi nhuận dương trong năm 2022, qua đó cổ phiếu vẫn sẽ ở lại HSX.
- Bất ổn từ chính sách zero-Covid của Trung Quốc có thể ảnh hưởng sự phục hồi hàng không quốc tế.
- Sự cạnh tranh ngày càng tăng từ cửa hàng miễn thuế ở thành phố. Lotte PK Duty Free, một công ty lớn trong lĩnh vực kinh doanh cửa hàng miễn thuế, đặt mục tiêu mở ba cửa hàng miễn thuế ở trung tâm thành phố Hà Nội, Đà Nẵng và TP.HCM. Tuy nhiên, công ty đã hoãn việc mở rộng này do Covid-19. Chúng tôi cho rằng Lotte có thể tiếp tục kế hoạch này trong thời gian tới nhờ sự phục hồi của du lịch nước ngoài.

Hình 1: Dòng tiền DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT	42	418	549	649	654	729	850	1.039	1.347	1.395
Trừ: thuế	0	56	110	130	131	146	170	208	270	280
EBIAT	42	362	439	519	523	583	679	831	1.077	1.116
Cộng: chi phí khấu hao	34	39	44	50	56	63	70	79	88	98
Trừ: CAPEX	43	41	44	48	52	57	63	70	79	88
Trừ: thay đổi vốn lưu động	127	55	18	19	78	30	37	49	68	23
Dòng tiền tự do (FCFF)	-94	305	421	502	448	558	649	790	1.018	1.103
Giá trị hiện tại của FCFF	-94	270	331	350	277	306	315	340	388	373
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	2.856									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giả định đầu vào mô hình DCF

Giả định đầu vào	
Chi phí VCSH	14,6%
Chi phí nợ	7,1%
Giá trị 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 mô hình DCF

Đơn vị	tỷ đồng, trừ giá mục tiêu
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	2.856
Giá trị tới hạn	10.410
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	3.518
Giá trị doanh nghiệp	6.375
Trừ: tổng nợ	47,1
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	2.614
Cộng: tiền và tương đương tiền	142
Giá trị VCSH	3.855
Số lượng cổ phiếu lưu hành	45.000.000
Giá mục tiêu CP	85.678
Giá mục tiêu làm tròn	85.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	Giá		P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nguyên tệ	Vốn hóa tr USD	2021	2022	CAGR (%)	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Công ty dịch vụ hàng không niêm yết trong khu vực													
CTCP Dịch vụ HK Sân bay TSN	SAS VN	22.400	146,2	25,1	NA	-12,0	2,2	NA	198,1	NA	8,6	N	
CTCP Dịch vụ Sân bay QT Cam Ranh CIA VN		9.000	8,4	NA	NA	NA	0,8	NA	NA	NA	-14,4	N	
CTCP Dịch vụ HK Sân bay Đà Nẵng	MAS VN	39.800	9,0	NA	NA	NA	7,3	NA	154,7	NA	-40,3	N	
Atlas Air Worldwide Holdings	AAWW US	88	2.201,4	NA	5,2	NA	NA	0,7	4,1	4,1	19,5	15,	
Xiamen Interna-A	600897 CH	17	793,7	17,7	17,7	-13,8	1,3	1,3	NA	6,7	6,3	7,	
<i>Trung vị</i>				21,4	11,5		1,8	1,0	154,7	5,4	6,3	11,	
<i>Trung bình</i>				21,4	11,5		2,9	1,0	119,0	5,4	-4,1	11,	
CTCP Dịch vụ HK Taseco	AST VN	47.900	97,8	NA	81,0	218,4	5,7	5,4	NA	46,7	-27,2	7,	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu Bloomberge ngày 11/11/2022

KQKD Q3/22: ghi nhận lợi nhuận dương nhờ thị trường nội địa phục hồi

Hình 5: Tổng hợp KQKD Q3/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

Tổng quan KQKD Q3/22	Q3/22	Q3/21	% svck	% sv quý trước	9T22	9T21	% svck phóng	sv dự 2022	Nhận xét
Doanh thu	185	17	967,6%	37,5%	387	126	207,1%	54,3%	Doanh thu Q3/22 tăng 96 lần svck, giúp doanh thu 9T22 tăng 207,1% svck nhờ: - Tổng sản lượng khách qua các cảng hàng không tăng 73 lần svck trong đó sản lượng khách nội địa tăng 87 lần svck trong khi sản lượng khách quốc tế tăng 35 lần svck. - Tổng số cửa hàng tăng 9,3% svck từ 108 cửa hàng lên 118 cửa hàng do AST đã mua lại 51% cổ phần của CTCP Dịch vụ Hà Linh từ tháng 7/2022, với 6 cửa hàng ở Nội Bài, Đà Nẵng, Phú Quốc, đồng thời AST cũng đã đàm phán để thuê lại được 4 điểm bán khác.
Lợi nhuận gộp	98	(3)	NA	36,8%	201	24	741,2%	67,3%	Lợi nhuận gộp Q3/22 ghi nhận số dương nhờ doanh thu tăng trưởng cao bù đắp các chi phí cố định. Lợi nhuận gộp Q3/22 tăng 36,8% sv quý trước cho thấy hoạt động của AST đang trên đà hồi phục mạnh mẽ.
Biên LN gộp	53,1%	-19,2%	+72,3 điểm%	-0,3 điểm%	52,0%	19,0%	+33,0 điểm%		
Doanh thu tài chính	3	2	58,4%	42,4%	6	7	-15,2%	29,2%	
Chi phí tài chính	1	1	-40,7%	-56,4%	3	2	9,4%	49,8%	
Chi phí bán hàng	50	18	172,0%	73,0%	110	66	65,8%	58,0%	Chi phí bán hàng Q3/22 tăng 172,0% svck chủ yếu do tăng chi phí nhân viên và chi phí mặt bằng để phục vụ cho kế hoạch phục hồi kinh doanh sắp tới.
Chi phí QLDN	33	16	109,1%	27,6%	83	58	41,9%	90,5%	
Lợi nhuận từ cty liên kết	1	(7)	NA	NA	(3)	(16)	NA		
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	(4)	NA	-2,6%	3	(8)	NA	47,7%	
LN ròng	13	(40)	NA	-7,1%	5	(102)	NA	18,3%	Phù hợp với dự phóng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

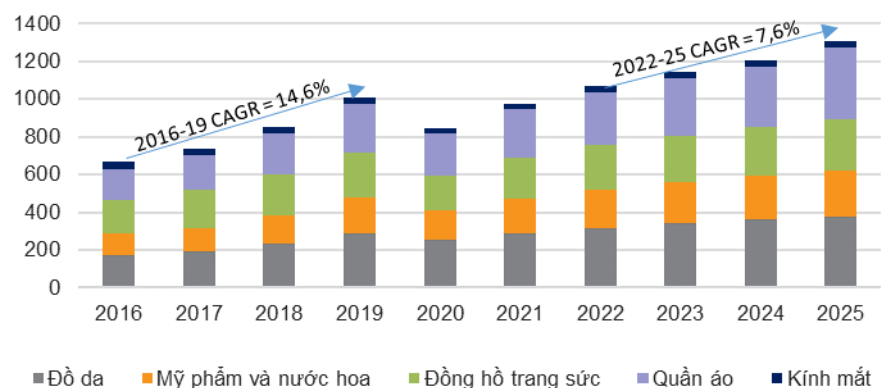
Triển vọng 2022-24: tăng trưởng lợi nhuận tới từ mở rộng chuỗi bán lẻ và doanh thu trên mỗi cửa hàng phục hồi

Duy trì mở rộng trong thời điểm khó khăn

Trong thời điểm khó khăn, AST đã nắm bắt cơ hội để mở rộng chuỗi bán lẻ bằng việc :

- Trong tháng 7/2022, AST đã mua lại 51% cổ phần của CTCP Dịch vụ Hà Linh, công ty đang vận hành 6 cửa hàng bách hóa lưu niệm và F&B ở sân bay Nội Bài, Đà Nẵng, Phú Quốc.
- AST cũng đã đàm phán và nhận thêm được 4 điểm bán khác trong năm.

Hình 6: Thị trường hàng hóa xa xỉ 2016-25 (đơn vị: tr USD)

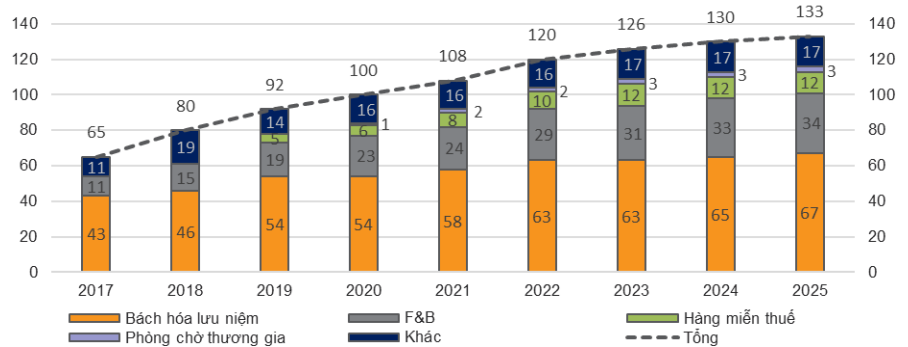


*CAGR=tăng trưởng kép
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Statista

- Trong tháng 9/2022, AST đã chính thức mở thêm 2 cửa hàng miễn thuế ở nhà ga T2 – Tân Sơn Nhất. Đây là sự hiện diện đầu tiên trong mảng bán hàng miễn thuế của AST ở Tân Sơn Nhất, sân bay sôi động nhất Việt Nam, giúp nâng tổng số cửa hàng miễn thuế từ 8 lên 10. Đáng chú ý, bán lẻ miễn thuế là mảng kinh doanh nhiều tiềm năng nhất trong lĩnh vực bán lẻ sân bay trong những năm tới, theo quan điểm của chúng tôi. Theo Nghiên cứu thị trường của Adroit, thị trường bán lẻ miễn thuế toàn cầu dự kiến sẽ đạt giá trị 112,75 tỷ USD vào năm 2025, tương ứng với mức tăng trưởng kép 6,5% trong giai đoạn 2022-25. Du lịch nước ngoài ngày càng tăng tại Việt Nam là khía cạnh quan trọng thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường bán lẻ hàng miễn thuế. Theo Statista, doanh thu hàng xa xỉ của Việt Nam trong giai đoạn 2016-19 tăng trưởng kép 14,6% và có thể tăng trưởng kép 7,6% trong năm 2022-25 từ mức cao trong năm 2021. Đây là điểm tích cực cho triển vọng bán lẻ hàng miễn thuế của Việt Nam trong những năm tới.

Kết quả, AST sẽ nâng tổng số cửa hàng lên 120 trong năm 2022 từ 108 cửa hàng trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng tăng trưởng kép 5,3% giai đoạn 2022-25.

Hình 7: Dự phóng số lượng cửa hàng của AST theo phân khúc đến năm 2025

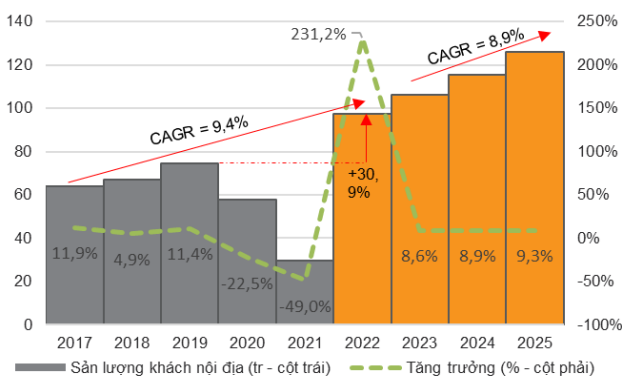


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu bán lẻ trên mỗi cửa hàng phục hồi theo lưu lượng khách

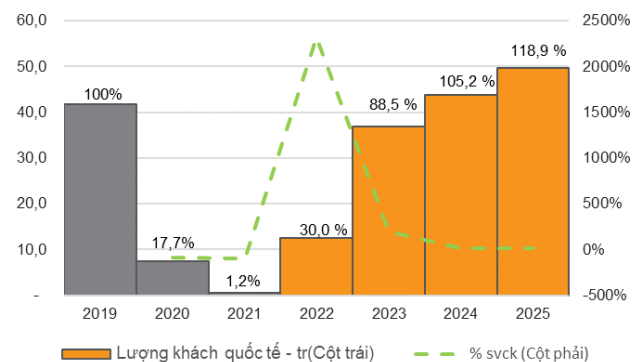
Hầu hết các quốc gia đã gỡ bỏ hạn chế đối với du khách và điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu du lịch quốc tế. Sản lượng khách quốc tế tăng 35 lần svck trong Q3/22, phục hồi về mức 49,8% trước dịch. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ nới lỏng hạn chế kể từ Q2/23. Do đó, lượng khách quốc tế có thể phục hồi về mức 84,0% trong Q2/23 và 105,3% trong Q4/23 so với trước dịch, giúp sản lượng khách quốc tế tăng 195% trong năm 2023. Ngoài ra, sản lượng khách nội địa được dự báo tăng 231% svck trong năm 2022 (cao hơn 30,9% so với mức trước dịch) và tăng trưởng kép 8,9% trong 2023-25.

Hình 8: Dự báo sản lượng khách nội địa trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

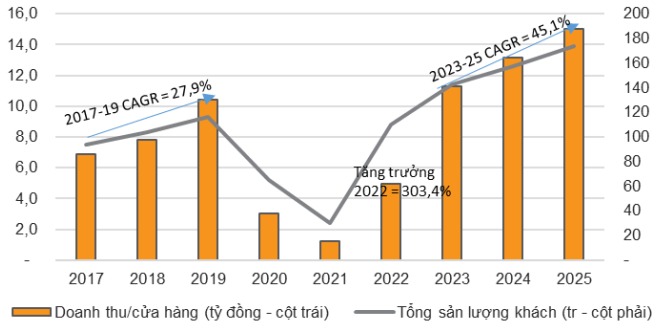
Hình 9: Dự báo sản lượng khách quốc tế trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

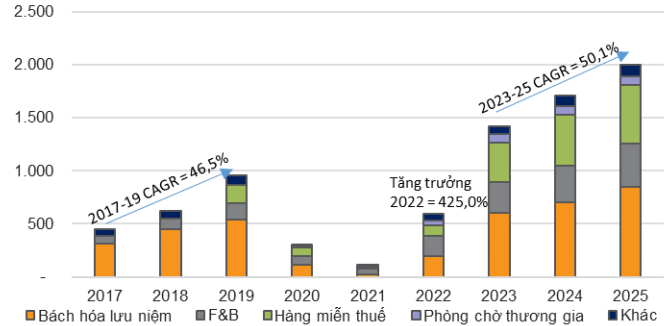
Doanh thu trên mỗi cửa hàng của AST có độ tương quan cao với tăng trưởng sản lượng khách, đặc biệt khách quốc tế. Với sự phục hồi mạnh mẽ của sản lượng khách trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng AST hưởng lợi với việc doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng 303,4% svck trong năm 2022 và tăng trưởng kép 45,1% trong 2022-25.

Hình 10: Tăng trưởng trên mỗi cửa hàng có độ tương quan cao với tăng trưởng sản lượng khách



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

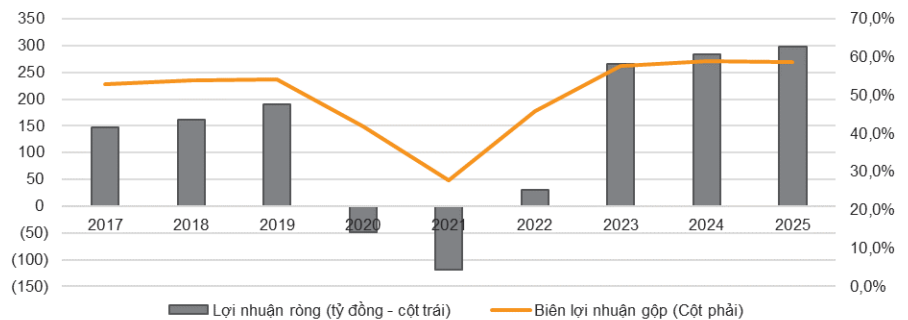
Hình 11: Doanh thu bán lẻ của AST có thể tăng 425% svck trong năm 2022 và tăng trưởng kép 50,1% trong 2022-25 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kết hợp với việc liên tục mở rộng cửa hàng trong thời điểm khó khăn, chúng tôi kỳ vọng AST có thể nắm bắt sự phục hồi của ngành hàng không những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ của AST có thể tăng 425% svck trong năm 2022 và tăng trưởng kép 50,1% trong 2022-25.

Hình 12: Dự phóng biên LN gộp và LN ròng của AST đến năm 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kết quả là, lợi nhuận gộp có thể phục hồi và vượt mức trước dịch trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng có thể đạt 30 tỷ trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ của 2021, sau đó LN ròng có thể tăng 7,9 lần svck đạt 266 tỷ trong năm 2023 khi hàng không quốc tế phục hồi mạnh. Tăng trưởng có thể chậm lại xuống 6,8% svck trong năm 2024 từ mức cao của 2023.

Thay đổi dự phóng 2022-24

Chúng tôi thay đổi dự phóng KQKD của AST giai đoạn 2022-24 như sau:

- Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng khách quốc tế 2022 thêm 2,8% theo đà phục hồi hiện tại. Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách quốc tế 2023-24 xuống 5,9%-4,8% do chính sách zero-Covid của Trung Quốc có thể ảnh hưởng đến đà phục hồi của lượng khách quốc tế.
- Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng khách nội địa 2022-24 thêm 27,2%-20,1% để phản ánh sự phục hồi ngoạn mục của hàng không nội địa.

- Chúng tôi nâng dự phóng số lượng cửa hàng 2022-24 thêm 5,3%-4,8% để phản ánh việc mở rộng chuỗi cửa hàng của AST gần đây.
- Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu 2022 thêm 3,2% và giảm dự phóng doanh thu 2023-24 thêm 4,3%-3,7% do (1) tăng dự phóng số lượng cửa hàng, (2) giảm dự phóng doanh thu trên mỗi cửa hàng do giảm dự phóng sản lượng khách quốc tế.

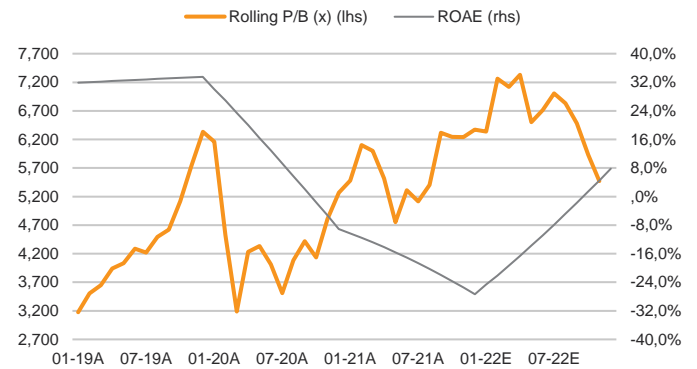
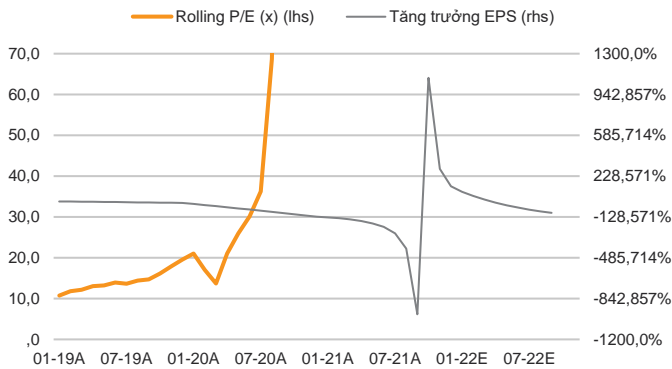
Dựa trên những thay đổi trên, chúng tôi tăng dự phóng EPS 2022 thêm 4,7% và giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 3,2%-2,7%.

Hình 13: Thay đổi dự phóng 2022-24

	2021	2022			2023			2024		
		Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi
Tổng sản lượng khách (tr)	30,0	89,0	110,1	23,7%	128,2	142,9	11,4%	139,9	157,1	12,3%
- Quốc tế (tr)	0,5	12,2	12,5	2,8%	39,2	36,9	-5,9%	43,8	41,7	-4,8%
- Nội địa (tr)	29,5	76,9	97,6	27,0%	89,0	106,0	19,1%	96,1	115,4	20,1%
Số lượng cửa hàng	108	114	120	5,3%	120	126	5,0%	124	130	4,8%
- Bách hóa lưu niệm	58	58	63	8,6%	58	63	8,6%	60	65	8,3%
- F&B	24	26	29	11,5%	28	31	10,7%	30	33	10,0%
- Hàng miễn thuế	8	10	10	0,0%	12	12	0,0%	12	12	0,0%
- Phòng chờ thương gia	2	3	2	-33,3%	4	3	-25,0%	4	3	-25,0%
- Khác	16	17	16	-5,9%	18	17	-5,6%	18	17	-5,6%
Doanh thu/cửa hàng (tỷ đồng)	1,4	5,1	5,1	0,5%	13,4	12,3	-8,3%	15,4	14,3	-7,0%
- Bách hóa lưu niệm	0,4	3,1	3,0	-1,6%	10,2	9,6	-6,2%	11,4	10,8	-5,1%
- F&B	1,6	6,1	6,7	9,4%	8,9	9,3	4,9%	9,9	10,5	6,4%
- Hàng miễn thuế	6,8	11,1	10,3	-7,4%	36,5	31,5	-13,8%	45,0	39,5	-12,2%
- Phòng chờ thương gia	7,6	15,2	22,5	48,4%	23,4	24,8	6,1%	26,7	29,8	11,4%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	154	714	736	3,2%	1.701	1.628	-4,3%	1.995	1.921	-3,7%
- Bách hóa lưu niệm	22	180	192	6,9%	591	602	1,9%	685	705	2,8%
- F&B	37	158	193	22,0%	249	290	16,1%	296	346	17,0%
- Hàng miễn thuế	54	111	103	-7,4%	438	377	-13,8%	540	475	-12,2%
- Phòng chờ thương gia	15	45	45	-1,0%	94	74	-20,4%	107	89	-16,4%
- Khác	25	219	203	-7,3%	329	285	-13,6%	367	306	-16,6%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	43	299	337	12,9%	939	906	-3,6%	1.110	1.133	2,1%
Biên LN gộp	27,9%	41,9%	45,8%	+3,9 điểm%	55,2%	55,6%	+0,4 điểm%	55,6%	59,0%	+3,4 điểm%
Chi phí bán hàng (tỷ đồng)	74	189	223	17,6%	375	388	3,6%	424	441	4,2%
Chi phí QLDN (tỷ đồng)	76	91	94	2,8%	201	193	-4,0%	234	226	-3,5%
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	10	22	21	-0,2%	46	46	-0,4%	64	64	-0,4%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	3	5	5	1,1%	8	8	-1,8%	11	10	-2,9%
Lợi nhuận từ công ty liên kết (tỷ đồng)	(22)	(1)	(0)	-70,1%	19	16	-14,1%	25	23	-5,6%
LN ròng (tỷ đồng)	(118)	29	30	4,7%	274	266	-3,2%	294	284	-3,3%
EPS (VND)	(2.623)	642	672	4,7%	6.094	5.901	-3,2%	6.534	6.319	-2,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	154	736	1.628
Giá vốn hàng bán	(111)	(399)	(689)
Chi phí quản lý DN	(76)	(94)	(193)
Chi phí bán hàng	(74)	(223)	(388)
LN hoạt động thuần	(107)	21	358
EBITDA thuần	(78)	55	397
Chi phí khấu hao	(29)	(34)	(39)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(107)	21	358
Thu nhập lãi	10	21	46
Chi phí tài chính	(3)	(5)	(8)
Thu nhập ròng khác	(6)	2	2
TN từ các Cty LK & LD	(22)	(0)	16
LN trước thuế	(128)	39	415
Thuế	(0)	0	(56)
Lợi ích cổ đông thiểu số	10	(9)	(93)
LN ròng	(118)	30	266
Thu nhập trên vốn	(118)	30	266
Cổ tức phổ thông	0	0	(45)
LN giữ lại	(118)	30	221

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	9	142	314
Đầu tư ngắn hạn	149	179	409
Các khoản phải thu ngắn hạn	84	27	60
Hàng tồn kho	28	66	146
Các tài sản ngắn hạn khác	12	8	17
Tổng tài sản ngắn hạn	282	422	946
Tài sản cố định	117	125	127
Tổng đầu tư	57	57	73
Tài sản dài hạn khác	47	40	42
Tổng tài sản	503	644	1.188
Vay & nợ ngắn hạn	45	44	98
Phải trả người bán	22	36	79
Nợ ngắn hạn khác	20	110	244
Tổng nợ ngắn hạn	87	190	421
Vay & nợ dài hạn	3	3	3
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	450	450	450
LN giữ lại	(77)	(47)	174
Vốn chủ sở hữu	373	403	624
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	48	141
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	503	644	1.188

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	(128)	39	415
Khấu hao	29	34	39
Thuế đã nộp	(0)	0	(56)
Các khoản điều chỉnh khác	46	(31)	(230)
Thay đổi VLD	7	127	55
LC tiền thuần HĐKD	(47)	170	223
Đầu tư TSCĐ	(20)	(43)	(41)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	22	0	(16)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	10	7	(2)
LC tiền từ HĐĐT	12	(35)	(59)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3	(1)	54
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(45)
LC tiền thuần HĐTC	3	(1)	9
Tiền & tương đương tiền đầu kì	40	9	142
LC tiền thuần trong năm	(32)	133	172
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8	142	314

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	(76,6%)	4,1%	16,3%
Vòng quay TS	0,27	1,28	1,78
ROAA	(20,9%)	5,3%	29,0%
Đòn bẩy tài chính	1,31	1,48	1,78
ROAE	(27,3%)	7,8%	51,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	53,7	5,4	5,4
Số ngày nắm giữ HTK	92,8	60,4	77,4
Số ngày phải trả tiền bán	73,7	32,7	41,8
Vòng quay TSCĐ	1,27	6,08	12,88
ROIC	(25,6%)	6,1%	30,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,2	2,2	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	2,9	1,9	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,8	1,7	1,7
Vòng quay tiền	72,9	33,2	41,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(57,1%)	377,8%	121,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	63,9%		1.593,0%
Tăng trưởng LN ròng	140,8%		778,2%
Tăng trưởng EPS	140,8%		778,2%

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 Hình được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các Hình tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

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

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

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: 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

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