

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (GAS) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND111.000

Giá mục tiêu

VND140.200

Tỷ suất cổ tức

3,6%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiện ích

Ngày 07/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:8 Giữ:2 Bán:0

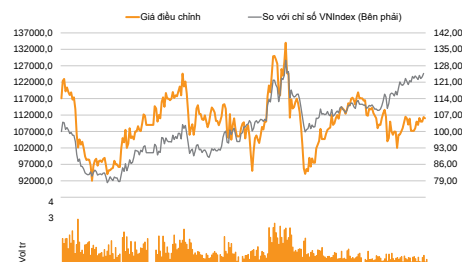
Giá mục tiêu/Consensus: 1,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 2,6%/2,4%

➢ Giảm giá mục tiêu xuống 6,9%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	134.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	92.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	46.922
Thị giá vốn (tỷ VND)	213.214
Free float (%)	4
P/E trượt (x)	15,7
P/B hiện tại (x)	4,16

Cơ cấu sở hữu

PVN	95,8%
Khác	4,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Ưu điểm đến từ vị thế tiền mặt ròng dồi dào

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/22 tăng trưởng 25,3% svck lên 3.029 tỷ đồng. LN ròng 9T22 tăng 72,1% svck, hoàn thành 81,4% dự phóng của chúng tôi.
- GAS là một lựa chọn tốt trong giai đoạn bất ổn nhờ có số dư tiền mặt ròng lớn (14.100 đồng/cp) và vị thế vượt trội trong lĩnh vực phân phối khí.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 140.200 đ/cp.

Q3/22 tiếp tục tăng trưởng nhờ giá dầu tăng và sản lượng khí phục hồi

GAS công bố doanh thu Q3/22 tăng trưởng 31,2% svck lên 24.319 tỷ đồng nhờ giá dầu tăng (dầu Brent: +33% svck) và sản lượng tiêu thụ khí khô phục hồi (+12% svck từ mức thấp trong Q3/21). Chi phí bán hàng & QLDN tăng 29,6% svck lên 814 tỷ đồng và chi phí tài chính tăng 53% svck do lỗ chênh lệch tỷ giá cao hơn, dẫn đến LN tài chính thuần Q3/22 giảm 14,3% svck xuống 254 tỷ đồng. Kết quả, LN ròng Q3/22 tăng 25,3% svck lên 3.029 tỷ đồng. Trong 9T22, DT của GAS tăng 33,8% svck lên 78.672 tỷ đồng và LN ròng tăng 72,1% svck lên 11.544 tỷ đồng, hoàn thành 81,4% dự phóng năm 2022 của chúng tôi.

Tiến độ kho cảng LNG Thị Vải có thể bị trì hoãn do giá LNG tăng cao

Dù dự kiến hoàn thành xây dựng trong Q4/22, chúng tôi cho rằng hoạt động của kho cảng LNG Thị Vải có thể bị trì hoãn do cuộc khủng hoảng năng lượng hiện nay. Giá LNG cao có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh và tiến độ của các nhà máy điện NT3&4 (khách hàng chính của kho cảng LNG Thị Vải). Do đó, chúng tôi kỳ vọng GAS có thể bắt đầu cung cấp LNG từ nửa cuối năm 2023 thay vì cuối năm nay. Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng khí khô của GAS năm 2022 sẽ phục hồi 9,9% svck từ mức thấp của năm 2021, sau đó đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7,2% trong năm 2023-24.

Rủi ro thấp đối với đà tăng lãi suất và biến động tỷ giá

GAS là một trong những DN giàu tiền mặt nhất TTCK với số dư tiền mặt ròng 27.017 tỷ đồng vào cuối Q3/22. Chúng tôi ước tính rằng khi lãi suất tăng mỗi 1%, GAS có thể ghi nhận thêm 224 tỷ đồng LN tài chính thuần, tương đương 1,2% LNTT. Do đó, chúng tôi cho rằng môi trường lãi suất tăng có thể đem lại lợi ích cho GAS trong ngắn hạn, hỗ trợ cho KQKD của công ty. Hơn nữa, việc giá bán khí được tính theo đồng USD có thể giúp GAS bù đắp hoàn toàn cho khoản lỗ tỷ giá do đánh giá lại các khoản nợ vốn lưu động bằng USD.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 140.200 đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng EPS 2023-24 giảm nhẹ 2,6%/2,4% do giả định sản lượng khí khô thấp hơn và LN tài chính thuần cao hơn. Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi giảm 6,9% xuống 140.200 đồng do: (1) giảm dự phóng EPS 2023-24, (2) lãi suất phi rủi ro tăng từ 3% lên 4%, và (3) chuyển mô hình định giá DCF sang cuối năm 2022. Nhìn chung, chúng tôi vẫn cho rằng GAS là một lựa chọn đầu tư tốt nhờ vào tình hình tài chính vững mạnh và môi trường giá dầu cao. Rủi ro giảm là sản lượng khí khô cũng như giá dầu thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	78.992	99.857	105.448	105.494
Tăng trưởng DT thuần	23,2%	26,4%	5,6%	0,0%
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	20,6%	19,4%	18,8%
Biên EBITDA	18,5%	22,5%	21,8%	21,8%
LN ròng (tỷ)	8.673	14.168	14.009	13.561
Tăng trưởng LN ròng	10,4%	63,4%	(1,1%)	(3,2%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	10,7%	64,9%	(1,1%)	(3,2%)
EPS cơ bản	4.531	7.403	7.319	7.085
EPS điều chỉnh	4.427	7.298	7.215	6.981
BVPS	26.696	30.024	32.742	36.005
ROAE	17,4%	26,1%	23,3%	20,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

ƯU ĐIỂM ĐẾN TỪ VỊ THẾ TIỀN MẶT RÒNG DỒI DÀO

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 140.200 đồng/cp

Chúng tôi cho rằng GAS vẫn là một lựa chọn đầu tư hấp dẫn trong giai đoạn bất ổn hiện nay vì: (1) số dư tiền mặt ròng dồi dào ~27.000 tỷ đồng vào cuối Q3/22 và rủi ro ở mức tối thiểu trước biến động tỷ giá, (2) vị thế thống trị của công ty trong một ngành có rào cản gia nhập cao tại Việt Nam như phân phối khí; và (3) môi trường giá dầu duy trì ở mức cao (trên 80 USD/thùng) dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2024, điều này sẽ hỗ trợ cho biên LN gộp của GAS duy trì quanh mức 19% trong năm 2023-24.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá là sản lượng tiêu thụ khí khô cao hơn.
- Rủi ro giảm là sản lượng khí khô cũng như giá dầu thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi chuyển mô hình định giá DCF sang cuối năm 2022 và điều chỉnh giảm dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 2,6%/2,4% do giả định về sản lượng khí khô thấp hơn. Chúng tôi cũng nâng lãi suất phi rủi ro lên 4% từ mức 3% trước đó để phản ánh môi trường lãi suất đang tăng lên. Theo đó, giá mục tiêu 1 năm theo phương pháp DCF của chúng tôi là 140.200 đồng (thấp hơn 6,9% so với trước đó), mang lại mức tăng giá tiềm năng 30% (bao gồm tỷ suất cổ tức 3,6%).

Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp định giá DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	169.679
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	72.571
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	242.251
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	30.100
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(2.981)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(1.098)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	268.271
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.914
Giá trị cổ phiếu (đồng)	140.166
Giá mục tiêu (đồng)	140.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Mô hình định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	12/22	12/23	12/24	12/25	12/30	12/35	CAGR 21-35
DT thuần	99.857	105.448	105.494	112.357	149.605	177.519	6,0%
% svck	26,4%	5,6%	0,0%	6,5%	4,7%	2,8%	
COGS & OPEX	(82.641)	(88.581)	(89.313)	(96.312)	(127.449)	(151.229)	
EBIT	17.216	16.868	16.181	16.046	22.156	26.290	6,9%
Biên LN hoạt động KD	17,2%	16,0%	15,3%	14,3%	14,8%	14,8%	
Thuế k hà dụng	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	
EBIT * (1-mức thuế)	20.659	20.241	19.417	19.255	26.587	31.548	6,8%
+ Chi phí khấu hao	4.054	4.712	5.302	5.015	7.779	9.231	
% doanh thu	4,1%	4,5%	5,0%	4,5%	5,2%	5,2%	
- CapEx	(5.020)	(7.951)	(7.622)	(7.927)	(4.908)	(3.739)	
% doanh thu	-5,0%	-7,5%	-7,2%	-7,1%	-3,3%	-2,1%	
+ Thay đổi vốn lưu động	(1.028)	(582)	(26)	(601)	(598)	(702)	
% doanh thu	-1,0%	-0,6%	0,0%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	808	954	1.071	1.200	2.304	2.734	
% doanh thu	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,5%	1,5%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	19.473	17.375	18.142	16.941	31.164	39.072	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	14,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC và Tăng trưởng dài hạn

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	80%
Nợ	20%
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	12,8%
Tăng trưởng dài hạn	1,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành phân phối khí

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		tr.USD	2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023
PTT PLC	PTT TB	KKN	36	NA	27.519	8,7	8,6			1,0	0,9	10,8%	10,4%	4,3%	4,3%
China Gas Holdings	384 HK	KKN	8	NA	5.364	5,3	4,5			0,6	0,6	12,2%	12,8%	5,1%	5,4%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	KKN	17	NA	7.127	18,8	17,7			2,5	2,5	13,7%	14,2%	9,8%	10,0%
Gail India	GAIL IN	KKN	91	NA	7.233	6,5	6,5			0,9	0,8	13,7%	12,7%	13,0%	11,2%
Toho Gas Ltd	9533 JP	KKN	2.626	NA	1.869	16,2	15,8			NA	NA	NA	NA	NA	NA
Perusahaan Gas Negara	PGAS IJ	KKN	1.945	NA	2.995	7,7	7,7			1,1	1,1	14,0%	13,0%	5,3%	5,1%
Oil & Natural Gas Corp	ONGC IN	KKN	138	NA	21.010	3,4	3,4			0,6	0,5	17,9%	15,7%	8,1%	7,9%
Trung bình							9,5	9,2		1,1	1,1	13,7%	13,1%	7,6%	7,3%
PV GAS	GAS VN	Khả Quan	111.000	140.200	8.549	15,0	15,2	16,1%	3,7	3,4	26,1%	23,3%	17,5%	16,1%	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 04/11)

Q3/22 tiếp tục tăng trưởng nhờ giá dầu tăng và sản lượng khí phục hồi

Hình 6: Tổng quan KQKD Q3/22 và 9T22

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/21	Q3/22	% svck	9T21	9T22	% svck	% sv dự phóng 2022	Nhận định
Giá dầu Brent (USD/thùng)	73,2	97,7	33,4%	68,0	102,5	50,8%		Mặc dù đã tạo đỉnh vào giữa năm 2022, giá dầu Brent vẫn ở mức cao trong Q3/22 do cuộc khủng hoảng Nga - Ukraine kéo dài
Giá LPG CP (USD/tấn)	647,5	676,7	4,5%	582,8	776,9	33,3%		
Sản lượng khí khô (tỷ m3)	1,5	1,7	12,3%	5,6	5,7	3,4%	68,4%	Sản lượng tiêu thụ khí khô trong Q3/22 phục hồi từ mức thấp của Q3/21. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi vẫn khá chậm do sản lượng thủy điện vẫn ở mức cao trong Q3/22, hạn chế dự địa huy động nguồn điện khí
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	495,1	543,6	9,8%	1.518,0	1.560,0	2,8%	77,9%	
Doanh thu thuần	18.543	24.329	31,2%	58.815	78.672	33,8%	76,9%	Doanh thu Q3/22 tăng 31,2% svck nhờ cả giá dầu tham chiếu và sản lượng tiêu thụ khí khô đều tăng
Lợi nhuận gộp	3.407	4.397	29,0%	10.459	16.446	57,2%	78,8%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,1%</i>	<i>-0,3 điểm %</i>	<i>17,8%</i>	<i>20,9%</i>	<i>3,1 điểm %</i>		
Chi phí bán hàng	(468)	(616)	31,5%	(1.493)	(1.758)	17,7%		Chi phí bán hàng Q3/22 tăng 31,5% svck do chi phí vận tải tăng theo đà tăng giá nhiên liệu
Chi phí QLDN	(160)	(198)	24,0%	(951)	(724)	-23,8%		
EBIT	2.779	3.583	28,9%	8.015	13.963	74,2%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	296	254	-14,3%	595	590	-0,8%		LN tài chính thuần giảm 14,3% svck do lỗ tỷ giá cao hơn (+3,5 lần svck) lấn át tác động của mức tăng thu nhập từ tiền gửi (+14,4% svck)
Doanh thu tài chính	416	437	5,1%	883	1.078	22,1%		
Chi phí tài chính	(120)	(183)	53,1%	(289)	(488)	69,1%		
LNTT	3.084	3.851	24,9%	8.654	14.633	69,1%		
LN ròng	2.417	3.029	25,3%	6.709	11.544	72,1%	81,4%	Phù hợp so với kỳ vọng

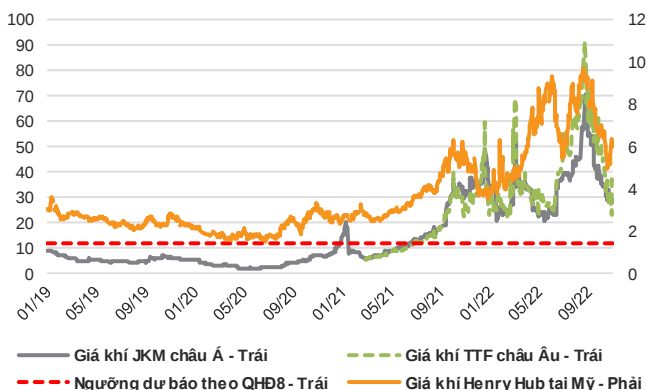
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2022-24: LN năm 2023-24 có thể giảm nhẹ từ mức cao của năm 2022

Tiến độ kho cảng LNG Thị Vải có thể bị trì hoãn do giá LNG tăng cao

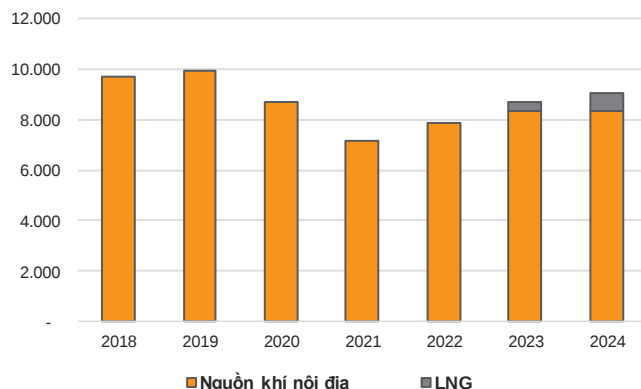
Kho cảng LNG Thị Vải dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng vào Q4/22, là dự án LNG đầu tiên đi vào hoạt động tại Việt Nam. Tuy nhiên, do giá LNG toàn cầu vẫn ở mức rất cao do cuộc khủng hoảng Nga – Ukraine kéo dài, chúng tôi cho rằng GAS có thể sẽ trì hoãn kế hoạch cung cấp LNG sang nửa sau của năm 2023 thay vì cuối năm nay. Về dài hạn, chúng tôi vẫn tin rằng giá LNG sẽ giảm về vùng giá hợp lý, và kho cảng LNG Thị Vải sẽ đóng góp đáng kể vào hoạt động kinh doanh của GAS từ năm 2025 khi các nhà máy nhiệt điện NT3&4 đi vào hoạt động. Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ khí khô của GAS năm 2022 sẽ phục hồi 9,9% svck từ mức thấp của năm 2021, sau đó đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7,2% trong năm 2023-24 nhờ huy động điện khí phục hồi khi hiện tượng La Nina có khả năng sẽ kết thúc vào năm 2023.

Hình 7: Giá LNG toàn cầu tăng cao sẽ ảnh hưởng đến tiến độ của các dự án LNG tại Việt Nam (Đơn vị: USD/triệu btu)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng kho cảng LNG Thị Vải sẽ đóng góp vào HKKD của GAS từ nửa cuối 2023 trở đi (Đơn vị: triệu m3)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

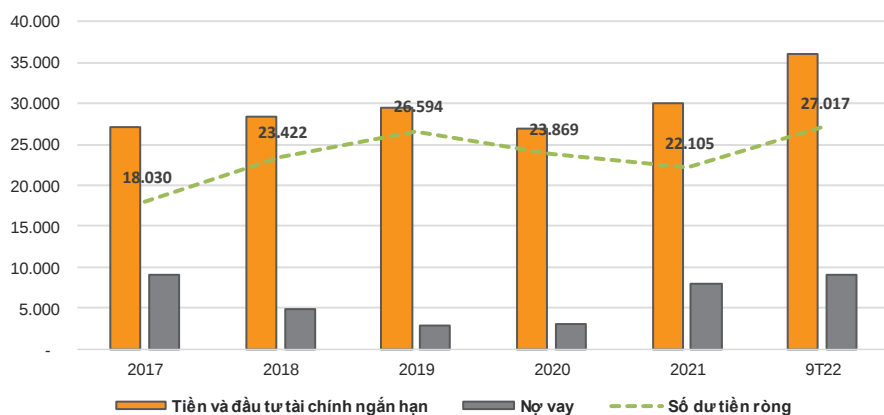
Nhìn chung, chúng tôi ước tính DT của GAS năm 2022 sẽ tăng 26,4% svck. Đối với năm 2023-24, chúng tôi kỳ vọng DT tăng nhẹ 5,6% svck trong năm 2023, sau đó đi ngang trong năm 2024 do: (1) sản lượng tiêu thụ khí khô tăng trở lại (tăng lần lượt 10,7%/3,7% trong năm 2023-24) sẽ bù đắp cho việc giá dầu hạ nhiệt (giảm 10%/11% trong năm 2023-24), và (2) đồng USD mạnh lên (tăng 4%/1% so với VND trong năm 2023-24 tính theo tỷ giá trung bình năm) sẽ hỗ trợ cho DT của GAS vì giá bán sản phẩm của GAS được tính theo đồng USD.

Về LN, chúng tôi dự báo GAS sẽ đạt LN ròng kỷ lục trong năm 2022 với mức tăng trưởng 63,4% svck. LN có khả năng giảm 1,1%/3,2% svck trong năm 2023-24 do mức cao của năm 2022 và giá dầu dần hạ nhiệt.

Rủi ro thấp đối với đà tăng lãi suất và biến động tỷ giá

Nhờ sở hữu số dư tiền mặt ròng dồi dào – một trong những lượng tiền lớn nhất trong số các công ty niêm yết, chúng tôi cho rằng GAS sẽ là đơn vị được hưởng lợi trong bối cảnh môi trường lãi suất đang tăng. Chúng tôi ước tính nếu lãi suất tăng thêm 1%, GAS có thể kiếm thêm 224 tỷ LN tài chính thuần mỗi năm, tương đương 1,2% LNTT. Do đó, chúng tôi tin rằng GAS sẽ được hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao, hỗ trợ cho KQKD của công ty. Hơn nữa, việc giá bán khí được tính theo đồng USD có thể giúp GAS bù đắp hoàn toàn cho khoản lỗ tỷ giá do đánh giá lại các khoản nợ vốn lưu động bằng USD.

Hình 9: Nhờ HKKD vững mạnh, GAS đã tích lũy được lượng tiền mặt rất lớn trong nhiều năm qua, điều này có thể giúp GAS hưởng lợi từ xu hướng lãi suất gia tăng (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

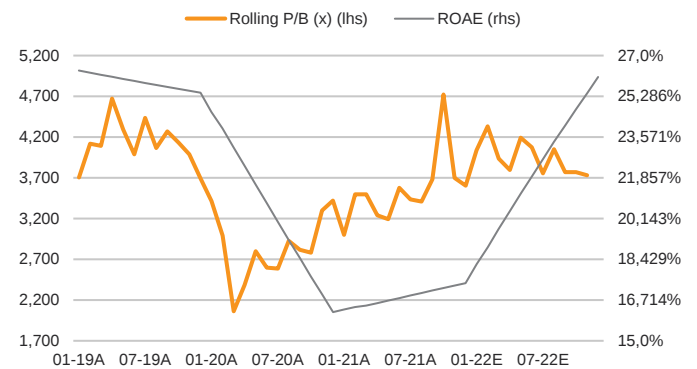
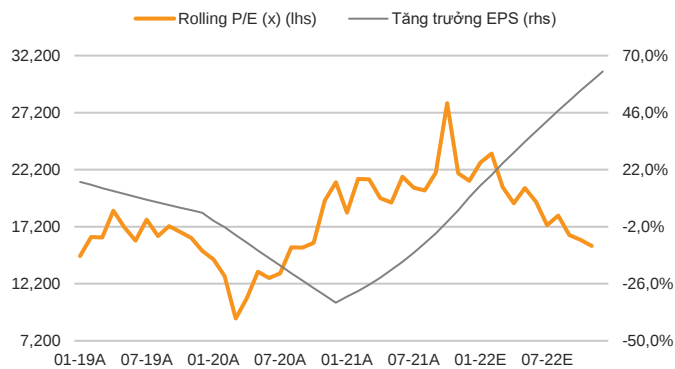
Chúng tôi giảm nhẹ dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 2,6%/2,4% do giá định sản lượng tiêu thụ khí khô thấp hơn

Hình 10: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2022-24

Đơn vị: tỷ đồng	2022			2023			2024			Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	100	100	0,0%	90	90	0,0%	80	80	0,0%	
Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)	575	575	0,0%	517	517	0,0%	460	460	0,0%	
Sản lượng khí khô (triệu m3)	8.403	7.862	-6,4%	9.347	8.702	-6,9%	9.652	9.026	-6,5%	Chúng tôi hạ dự báo sản lượng tiêu thụ khí khô năm 2022-24 để phản ánh: (1) kết quả thấp hơn kỳ vọng trong 9T22, và (2) giá LNG cao kỷ lục hiện nay có thể trì hoãn xu hướng chuyển đổi LNG, dẫn đến việc chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lượng LNG từ 100/680/1.020 triệu m3 xuống 0/340/680 triệu m3 trong năm 2022-24
Giá LPG CP (USD/tấn)	703	722	2,7%	653	668	2,2%	640	654	2,2%	
Doanh thu thuần	102.339	99.857	-2,4%	106.955	105.448	-1,4%	107.918	105.494	-2,2%	Dự phóng doanh thu 2022-24F giảm 2,4%/1,4%/2,2% do tác động của giá định sản lượng khí khô thấp hơn vượt trội so với tác động của giá định tỷ giá trung bình mới (+0%/2%/1% so với dự báo trước đó) và giá định DT mảng LPG cao hơn (+3%/5%/4% so với dự báo trước đó)
Lợi nhuận gộp	20.876	20.611	-1,3%	21.163	20.506	-3,1%	20.460	19.821	-3,1%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,6%</i>	<i>0,2 điểm%</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,4%</i>	<i>-0,3 điểm%</i>	<i>19,0%</i>	<i>18,8%</i>	<i>-0,2 điểm%</i>	
Chi phí BH và QLDN	3.684	3.395	-7,8%	3.743	3.638	-2,8%	3.777	3.640	-3,6%	
EBIT	17.192	17.216	0,1%	17.420	16.868	-3,2%	16.683	16.181	-3,0%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	804	768	-4,4%	827	911	10,2%	943	1.029	9,0%	Chúng tôi giảm 4,4% dự phóng LN tài chính thuần năm 2022 để phản ánh mức lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến trong 9T22. Bên cạnh đó, chúng tôi tăng LN tài chính thuần năm 2023-24 lên 10,2%/9,0% do chúng tôi cho rằng GAS có thể gia tăng thu nhập từ tiền gửi nhờ môi trường lãi suất tăng
LNTT	18.037	18.024	-0,1%	18.290	17.821	-2,6%	17.669	17.252	-2,4%	
LN ròng	14.178	14.168	-0,1%	14.377	14.009	-2,6%	13.889	13.561	-2,4%	
EPS (đồng)	7.408	7.403	-0,1%	7.512	7.319	-2,6%	7.257	7.085	-2,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	78.992	99.857	105.448
Giá vốn hàng bán	(65.007)	(79.245)	(84.943)
Chi phí quản lý DN	(1.479)	(999)	(1.107)
Chi phí bán hàng	(2.133)	(2.397)	(2.531)
LN hoạt động thuần	10.374	17.216	16.868
EBITDA thuần	13.447	21.270	21.580
Chi phí khấu hao	(3.073)	(4.054)	(4.712)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	10.374	17.216	16.868
Thu nhập lãi	1.187	1.384	1.564
Chi phí tài chính	(403)	(616)	(653)
Thu nhập ròng khác	32	21	22
TN từ các Cty LK & LD	15	19	20
LN trước thuế	11.205	18.024	17.821
Thuế	(2.353)	(3.605)	(3.564)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(179)	(251)	(249)
LN ròng	8.673	14.168	14.009
Thu nhập trên vốn	8.673	14.168	14.009
Cổ tức phổ thông	(5.865)	(7.656)	(7.656)
LN giữ lại	2.808	6.512	6.353

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	5.300	9.410	11.808
Đầu tư ngắn hạn	24.800	26.040	27.342
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.920	16.601	17.531
Hàng tồn kho	3.241	2.711	2.906
Các tài sản ngắn hạn khác	1.133	1.277	1.348
Tổng tài sản ngắn hạn	51.395	56.038	60.934
Tài sản cố định	18.098	19.064	22.303
Tổng đầu tư	588	610	633
Tài sản dài hạn khác	8.687	7.818	6.255
Tổng tài sản	78.768	83.531	90.126
Vay & nợ ngắn hạn	485	1.098	1.160
Phải trả người bán	6.631	4.728	4.993
Nợ ngắn hạn khác	9.446	9.000	9.288
Tổng nợ ngắn hạn	16.561	14.827	15.441
Vay & nợ dài hạn	7.510	7.514	8.397
Các khoản phải trả khác	2.504	2.880	3.024
Vốn điều lệ và	19.140	19.140	19.140
LN giữ lại	10.487	16.148	20.650
Vốn chủ sở hữu	51.094	57.464	62.666
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.098	847	599
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	78.768	83.531	90.126

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	11.205	18.024	17.821
Khấu hao	3.073	4.054	4.712
Thuế đã nộp	(2.275)	(3.605)	(3.564)
Các khoản điều chỉnh khác	(706)	(2.364)	(2.423)
Thay đổi VLĐ	(3.705)	(1.028)	(582)
LC tiền thuần HKKD	7.592	15.081	15.964
Đầu tư TSCĐ	(4.747)	(5.020)	(7.951)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	181	57	66
Các khoản khác	(2.189)	1.030	1.030
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(6.755)	(3.933)	(6.854)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	5.091	618	944
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(5.865)	(7.656)	(7.656)
LC tiền thuần HĐTC	(774)	(7.038)	(6.712)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.237	5.300	9.410
LC tiền thuần trong năm	63	4.110	2.398
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.300	9.410	11.808

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	11,0%	14,2%	13,3%
Vòng quay TS	1,11	1,23	1,21
ROAA	12,2%	17,5%	16,1%
Đòn bẩy tài chính	1,43	1,50	1,45
ROAE	17,4%	26,1%	23,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	78,2	60,7	60,7
Số ngày nắm giữ HTK	18,2	12,5	12,5
Số ngày phải trả tiền bán	37,2	21,8	21,5
Vòng quay TSCĐ	4,17	5,37	5,10
ROIC	14,4%	21,2%	19,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,1	3,8	3,9
Khả năng thanh toán nhanh	2,9	3,6	3,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,8	2,4	2,5
Vòng quay tiền	59,2	51,4	51,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	23,2%	26,4%	5,6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	19,3%	66,0%	(2,0%)
Tăng trưởng LN ròng	10,4%	63,4%	(1,1%)
Tăng trưởng EPS	10,4%	63,4%	(1,1%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

KHUYẾN CÁO

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

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

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

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: hai.nguyennngoc2@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>