

TỔNG CTCP KHOAN & DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND31.200	VND37.700	0,0%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 22/02/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

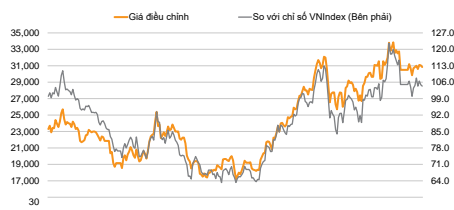
Consensus*: Mua:5 Giữ:3 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 16,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS 2022-24 lên 0,9%/2,3%/9,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	33.850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	205.469tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	13.076
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	676
P/B hiện tại (x)	0,96

Cơ cấu sở hữu

PVN	50,5%
Khác	49,5%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Một năm đầy hứa hẹn phía trước

- PVD đạt mức lợi nhuận (LN) ròng khiêm tốn là 19,2 tỷ đồng (-89,7% svck) trong năm 2021 do thị trường (TT) khoan ảm đạm trong nửa đầu năm.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2022 sẽ bứt phá mạnh (+26 lần svck) từ mức thấp trong 2021 nhờ TT khoan phục hồi và giàn TAD hoạt động trở lại.
- Nâng khuyến nghị thành Khả Quan; giá mục tiêu cao hơn là 37.700 đ/cp.

TT khoan ảm đạm trong nửa đầu năm ảnh hưởng đến LN ròng 2021

Doanh thu (DT) Q4/21 tăng 64% svck lên 1.334 tỷ đồng nhờ: (1) hiệu suất sử dụng giàn tự nâng (JU) cải thiện (từ 71% trong Q4/20 lên 77% trong Q4/21), (2) ghi nhận DT từ giàn thuê ngoài, và (3) DT mảng dịch vụ giếng khoan cao hơn. Mặc dù biên LN gộp Q4/21 tăng 5,8 điểm % svck, LN ròng Q4/21 của PVD vẫn giảm 16,8% svck xuống 49,6 tỷ đồng do: (1) LN từ công ty liên kết giảm (-79% svck) và (2) thu nhập ngoài hoạt động kinh doanh (HĐKD) cốt lõi giảm svck.

Trong năm 2021, DT giảm 23,7% svck xuống 3.988 tỷ đồng và LN ròng giảm 89,7% svck xuống 19,2 tỷ đồng do giá thuê giàn tự nâng giảm (-13,4% svck) do tác động của giá dầu cao tới HĐKD của PVD có độ trễ và mức ghi nhận hoàn nhập dự phòng giảm svck. LN ròng 2021 chỉ đạt 23,6% dự phóng do chúng tôi dự báo LN tài chính thuần cũng như LN từ công ty liên kết cao hơn.

Giá thuê giàn tự nâng đang trên đà phục hồi

Rystad Energy dự báo các khoản đầu tư vào khai thác khí đốt toàn cầu sẽ tăng 14% svck trong khi đầu tư vào khai thác dầu thô sẽ tăng 7% svck trong năm nay, điều này sẽ có lợi cho lĩnh vực khoan dầu khí trên toàn cầu. Theo dữ liệu của IHS Markit, chúng tôi nhận thấy sự phục hồi đáng kể của giá thuê giàn JU tại Đông Nam Á trong Q4/21 theo sau đà tăng của giá dầu. Điều này là tiền đề để chúng tôi nâng giả định giá thuê giàn JU năm 2022 lên 70.000 USD với mức tăng trưởng hàng năm là 3% từ năm 2023.

Triển vọng 2022-24: trở lại chu kỳ tăng trưởng

Hiện hai trong bốn giàn JU của PVD đã có hợp đồng khoan đến cuối 2022 trong khi hai giàn còn lại đang tham gia đấu thầu. Chúng tôi tin rằng công ty sẽ sớm đạt được thêm các hợp đồng mới khi nhu cầu khoan phục hồi ở cả TT trong nước và khu vực nhờ giá dầu tăng mạnh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất sử dụng giàn JU sẽ cải thiện lên 90% trong năm 2022-23. Nhìn chung, chúng tôi dự báo HĐKD của PVD sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2022 nhờ TT khoan phục hồi và giàn TAD hoạt động trở lại.

Nâng khuyến nghị thành Khả Quan; giá mục tiêu cao hơn là 37.700 đ/cp

Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi dựa trên 1,15 lần P/B 2022, với mức tiềm năng tăng giá là 20,8%. Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu tương đương với P/B trung bình giai đoạn 2011-16 khi giàn TAD còn hoạt động. Động lực tăng giá gồm giá dầu tăng và việc công bố chia cổ tức 20% bằng cổ phiếu trong 6T22. Rủi ro giảm giá là giá dầu giảm và hiệu suất sử dụng giàn thấp hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.229	3.988	5.972	5.884
Tăng trưởng DT thuần	19,7%	(23,7%)	49,7%	(1,5%)
Biên lợi nhuận gộp	6,3%	9,3%	16,4%	18,6%
Biên EBITDA	15,5%	17,7%	23,0%	26,5%
LN ròng (tỷ)	186	19	504	654
Tăng trưởng LN ròng	1,1%	(89,7%)	2517,9%	29,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(51,5%)	(82,5%)	(100,0%)	
EPS cơ bản	442	46	1.195	1.552
EPS điều chỉnh	282	29	762	989
BVPS	32.723	32.243	32.798	33.618
ROAE	1,4%	0,1%	3,7%	4,7%

Nguồn: VND RESEARCH

MỘT NĂM ĐẦY HỨA HẸN PHÍA TRƯỚC

Nâng khuyến nghị thành Khả Quan với giá mục tiêu là 37.700 đồng

Do có mối tương quan cao với giá dầu Brent, chúng tôi cho rằng cổ phiếu PVD sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ mặt bằng giá dầu cao như hiện nay (giá dầu Brent đã vượt đỉnh 7 năm). Giá dầu cao hơn không chỉ thúc đẩy tâm lý thị trường đối với cổ phiếu PVD trong ngắn hạn mà còn củng cố HKKD cốt lõi của công ty trong giai đoạn tới vì nó sẽ giúp hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí trên toàn cầu trở nên sôi động hơn, mang lại lợi ích cho các đơn vị cung cấp dịch vụ khoan như PVD. Hiện giá thuê ngày giàn tự nâng tại Đông Nam Á (ĐNÁ) đang cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ theo sau đà tăng của giá dầu (Hình 1).

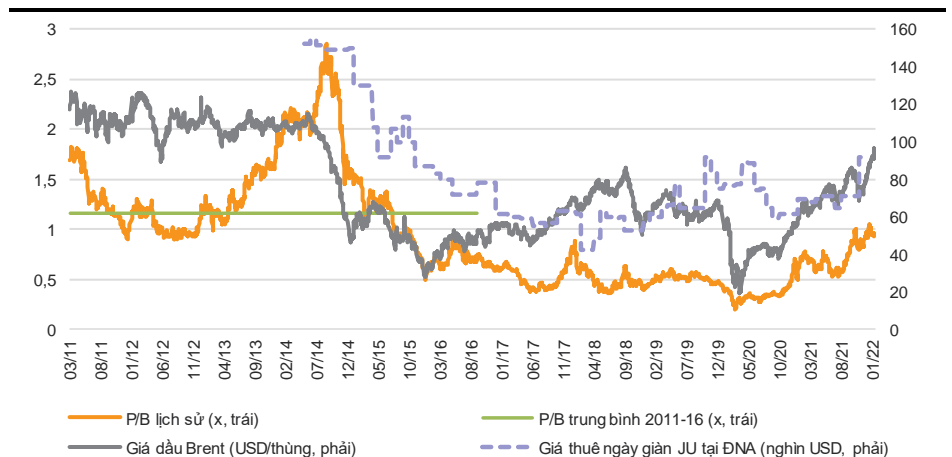
Chúng tôi thấy rằng khi giá dầu Brent dao động quanh mức 110 USD/thùng, PVD được giao dịch ở mức P/B trung bình là 1,4 lần trong giai đoạn 2011-14, cao hơn nhiều so với mức hiện tại. Do đó, với việc giá dầu hiện đã vượt qua mức cao nhất trong 7 năm là 90 USD/thùng kết hợp với triển vọng rõ nét của công ty, chúng tôi cho rằng cổ phiếu PVD sẽ xứng đáng được định giá lại ở mức P/B cao hơn trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi nâng P/B mục tiêu 2022 từ 1,0x lên 1,15x (dựa trên P/B trung bình của giai đoạn 2011-16 khi giàn TAD vẫn còn hoạt động), kéo theo giá mục tiêu cao hơn là 37.700 đồng (+14,9% so với dự báo trước). Đáng chú ý, PVD vừa công bố việc chia cổ tức năm 2019-20 với tỷ lệ 20% bằng cổ phiếu trong nửa đầu năm 2022, đây cũng là một yếu tố sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Rủi ro đầu tư:

- Động lực tăng giá là đà tăng mạnh mẽ của giá dầu. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng việc khởi công dự án Lô B - Ô Môn trong nửa cuối 2022 (theo kỳ vọng của chúng tôi) cũng sẽ là một động lực tăng giá tiềm năng đối với cổ phiếu PVD vì dự án này có thể mang lại nhiều cơ hội việc làm cho một công ty cung cấp dịch vụ khoan như PVD.
- Rủi ro giảm giá đến từ việc giá dầu giảm và hiệu suất sử dụng giàn thấp hơn kỳ vọng.

P/B mục tiêu của chúng tôi dựa trên P/B trung bình giai đoạn 2011-16 khi giàn TAD vẫn đang hoạt động, vì chúng tôi cho rằng việc giàn TAD hoạt động trở lại từ năm 2022 sẽ mở ra một chương mới cho PVD, đưa công ty tăng trưởng trở lại quỹ đạo trong giai đoạn tới.

Hình 1: Giá thuê ngày bình quân giàn tự nâng tại ĐNÁ đã bắt đầu phục hồi mạnh mẽ từ cuối năm 2021



Nguồn: BLOOMBERG, IHS MARKIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá	Giá	Vốn	P/E (x)		Tăng	P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			đóng cửa (nội tệ)	mục tiêu (nội tệ)		hóa (tr. USD)	2021	2022	trưởng EPS 3 năm (%)	2021	2022	2021	2022	2021
PV Drilling	PVD VN	KHẢ QUAN	31.200	37.700	576	26,1	20,1	235,6%	1,0	0,9	3,7%	4,7%	2,4%	3,1%
Borr Drilling Ltd	BORR NO	KKN	17,59	NA	294	19,9	21,7		0,4	0,7	-6,2%	6,9%	NA	NA
Velesto Energy Bhd	VEB MK	KKN	0,13	NA	255	NA	26,0		0,5	0,5	1,3%	2,8%	0,7%	1,7%
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	KKN	0,04	NA	153	NA	NA		0,1	0,1	-9,4%	-6,4%	-2,6%	-2,0%
Valaris Ltd	VAL US	KKN	40,24	NA	3.018	NA	12,8		3,0	2,1	2,6%	21,2%	NA	NA
Transocean	RIG US	KKN	3,35	NA	2.196	NA	NA		0,2	0,2	-3,8%	-2,9%	-1,8%	-0,9%
Trung bình (ngoại trừ PVD)						19,9	20,2		0,8	0,7	-3,1%	4,3%	-1,2%	-0,4%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 21/02)

TT khoan âm đạm trong nửa đầu năm ảnh hưởng đến LN ròng 2021

Hình 3: 4Q21 and 2021 results overview

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/20	Q4/21	% svck	2020	2021	% svck	% sv dự phóng 2021	Nhận định
Doanh thu thuần	813,2	1.333,7	64,0%	5.228,6	3.988,1	-23,7%	98,3%	
Khoan	427,5	720,1	68,4%	3.076,2	1.845,7	-40,0%		DT Q4/21 tăng mạnh 64% svck nhờ: (1) hiệu suất sử dụng giàn tự nâng cải thiện lên 77% (so với 71% trong Q4/20), (2) ghi nhận DT từ 1 giàn khoan thuê ngoài và (3) DT dịch vụ giếng khoan cao hơn (+67,8% svck)
DV giếng khoan	350,4	588,1	67,8%	1.824,9	1.663,3	-8,9%		
Thương mại	35,3	25,6	-27,6%	327,6	490,1	49,6%		
LN gộp	35,7	135,7	279,5%	328,8	371,4	13,0%	105,9%	
Khoan	(19,7)	32,1	-262,8%	(67,6)	3,3	-104,9%		Mảng khoan ghi nhận mức LN gộp dương trở lại trong Q4/21, báo hiệu sự phục hồi của thị trường khoan nhờ việc giá dầu tăng mạnh
DV giếng khoan	53,3	99,4	86,6%	376,4	337,2	-10,4%		
Thương mại	2,2	4,2	88,6%	20,0	31,9	59,0%		
Biên LN gộp	4,4%	10,2%	5,8 điểm %	6,3%	9,3%	3,0 điểm %		
Khoan	-4,2%	4,5%	8,7 điểm %	-2,2%	0,2%	2,4 điểm %		
DV giếng khoan	14,8%	16,9%	2,2 điểm %	20,6%	20,3%	-0,4 điểm %		
Thương mại	6,3%	16,2%	10,0 điểm %	6,1%	6,5%	0,4 điểm %		
Chi phí bán hàng	(10,4)	(9,0)	-13,2%	(16,4)	(12,9)	-21,0%	101,8%	
Chi phí QLDN	(93,2)	(89,2)	-4,3%	(311,3)	(386,1)	24,1%	99,6%	Trong Q4/21, PVD ghi nhận hoàn nhập dự phòng 34,9 tỷ đồng nợ phải thu khó đòi của PVEP, đồng thời không phát sinh bất kỳ chi phí dự phòng nào cho khoản nợ xấu tại Kris Energy. Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng PVD sẽ tiếp tục trích lập chi phí dự phòng cho khoản nợ phải thu khó đòi còn lại của Kris Energy (khoảng 62 tỷ đồng) trong năm 2022
EBIT	(2,9)	37,5	-1384,2%	1,1	(27,6)	-2521,0%		
Doanh thu tài chính	49,9	27,9	-44,0%	157,2	163,8	4,2%	91,2%	DT tài chính Q4/21 giảm 44% svck do lãi tiền gửi và lãi chênh lệch tỷ giá đều sụt giảm svck
Chi phí tài chính	(47,6)	(43,1)	-9,6%	(201,0)	(170,9)	-15,0%	97,5%	
Lợi nhuận từ LDLK	86,5	17,9	-79,3%	216,4	103,6	-52,1%	91,2%	LN từ công ty LDLK trong Q4/21 giảm 79% svck do đóng góp thấp hơn của PVD Baker Hughes. Trong năm 2021, LN của Baker Hughes giảm do: (1) khối lượng công việc mảng dịch vụ giếng khoan giảm do TT khoan dầu khí phục hồi chậm và (2) sự cạnh tranh cao hơn đến từ các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài khi các biện pháp phong tỏa để phòng chống dịch được nới lỏng
Thu nhập khác	31,0	13,6	-56,2%	29,9	(6,8)	-122,6%	-27,8%	
LNTT	52,1	53,8	3,2%	203,6	62,2	-69,5%	67,0%	
LN ròng	59,6	49,6	-16,8%	186,5	19,2	-89,7%	22,6%	Thấp hơn kỳ vọng do chúng tôi dự báo mức LN tài chính ròng và LN từ LDLK cao hơn, trong khi mức thuế suất hiệu dụng cũng như lợi ích cổ đông thiếu số thấp hơn

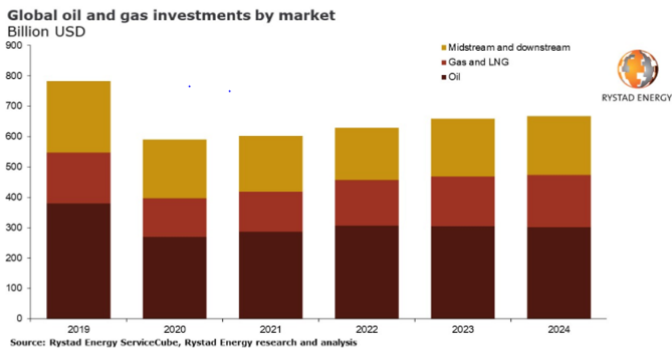
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng năm 2022-24: trở lại chu kỳ tăng trưởng

Giá thuê giàn tự nâng đang trên đà phục hồi

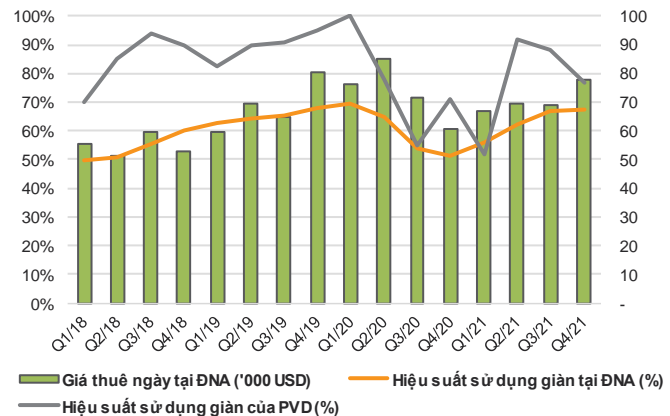
Vào đầu năm nay, Rystad Energy dự báo đầu tư thượng nguồn vào khai thác khí đốt và LNG trên toàn cầu sẽ tăng 14% svck trong năm 2022, sau đó vượt qua mức 2019 vào năm 2024. Trong khi đó, các khoản đầu tư vào khai thác dầu thô sẽ tăng 7% svck trong năm nay trong bối cảnh nguồn cung bị thắt chặt hiện nay kéo theo đà tăng mạnh của giá dầu. Điều này sẽ tiếp động lực cho thị trường khoan dầu khí phục hồi mạnh mẽ trong trung hạn và mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khoan như PVD. Dựa theo dữ liệu của IHS Markit (vào tháng 1/2022), chúng tôi cũng đã nhận thấy sự phục hồi đáng kể của giá thuê ngày giàn tự nâng tại Đông Nam Á từ Q4/21 theo sau đợt tăng mạnh của giá dầu.

Hình 4: Rystad Energy dự báo đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn trên toàn cầu sẽ phục hồi đáng kể từ năm 2022



Nguồn: RYSTAD ENERGY

Hình 5: Giá thuê ngày và hiệu suất sử dụng bình quân giàn JU tại ĐNÁ. Chúng tôi nhận thấy giá thuê giàn JU đã bắt đầu phục hồi mạnh mẽ trong Q4/21 theo sau đà tăng của giá dầu



Nguồn: IHS MARKIT, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng HĐKD cốt lõi của PVD sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2022

Chúng tôi dự báo hiệu suất sử dụng giàn tự nâng của PVD sẽ đạt 90% trong năm 2022, sau đó duy trì ở mức cao này trong hai năm tới, cụ thể như sau:

- Hai trong bốn giàn tự nâng của PVD đã có hợp đồng khoan kéo dài đến cuối 2022, bao gồm giàn PVD I khoan cho Vietsovpetro (VSP) và giàn PVD III hoạt động tại Malaysia.
- Hai giàn khoan còn lại (PVD II & VI) hiện đang tham gia đấu thầu cho các chương trình khoan trong năm nay. Nhờ việc TT khoan dầu khí tại ĐNÁ đang trên đà phục hồi theo sau đà tăng mạnh của giá dầu, chúng tôi tin rằng PVD sẽ sớm giành được thêm các hợp đồng khoan khác, củng cố triển vọng kinh doanh của PVD trong thời gian tới.
- Đáng chú ý, giàn khoan JU thuê ngoài Hakuryu-11 sẽ tiếp tục chương trình khoan ở vùng biển ngoài khơi Việt Nam đến cuối năm 2022.

Bên cạnh đó, sau nhiều lần bị trì hoãn do các vấn đề liên quan đến đại dịch Covid-19, giàn PVD V (giàn TAD) đã chính thức hoạt động và ghi nhận doanh thu từ cuối tháng 01/2022. Việc giàn TAD vận hành trở lại sau 5 năm ngưng hoạt động sẽ mở ra một chương mới đối với HĐKD cốt lõi của PVD, đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của công ty từ năm 2022 trở đi.

Hình 6: Lịch trình khoan của PVD

Giàn khoan	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
PVD I		CLJOC		VSP			VSP	
PVD II	VSP		HLJOC					
PVD III		VSP	JVPC				Repsol Malaysia	
PVD VI	ENI		TLJOC					
TAD	Tái khởi động giàn						Shell Brunei	
PVD XI							GBRS	
Hakuryu-11 *							KH trong nước	

Hợp đồng chắc chắn Hợp đồng tiềm năng/Đang đấu thầu

(*) giàn khoan thuê ngoài

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng HĐKD cốt lõi của PVD sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2022 trở đi nhờ: (1) đóng góp của giàn khoan TAD sau 5 năm dừng hoạt động (chiếm ~20% tổng LN gộp từ mảng khoan của PVD trong giai đoạn 2022-23), và (2) nhu cầu khoan dầu khí phục hồi mạnh mẽ giúp thúc đẩy cả hiệu suất sử dụng giàn tự nâng và giá thuê giàn. Chúng tôi dự báo LN ròng của PVD sẽ tăng hơn 26 lần svck trong năm 2022 từ mức thấp của năm 2021, sau đó duy trì đà tăng trưởng trong năm 2023-24 với tốc độ tăng trưởng lần lượt là 29,8% /11,2% svck.

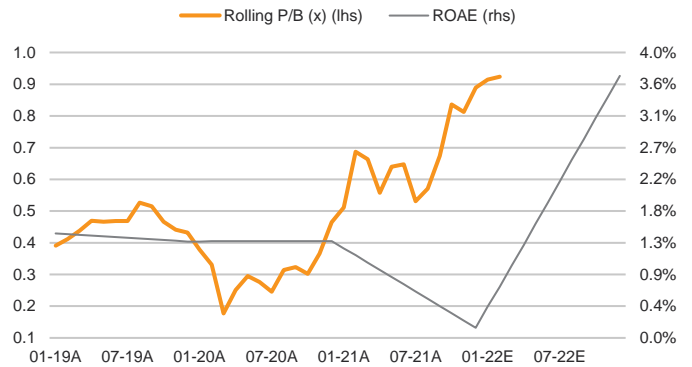
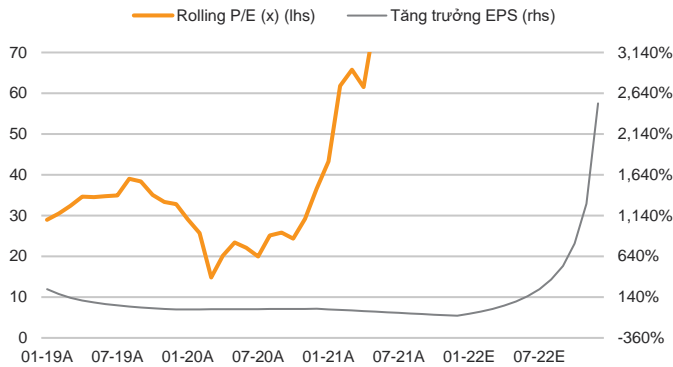
Thay đổi dự phóng KQKD 2022-24: Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2022-24 lên 0,9%/2,3%/9,3% khi áp dụng giả định giá thuê ngày bình quân giàn tự nâng cao hơn

Hình 7: Thay đổi trong 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 thuê ngày trung bình giàn tự nâng (USD)	65.000	70.000	7,7%	70.000	72.100	3,0%	70.000	74.263	6,1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá thuê ngày giàn JU trong năm 2022-24 do thị trường khoan tại ĐNÁ đang trên đà phục hồi theo sau đà tăng mạnh mẽ của giá dầu hiện nay
Giá thuê ngày giàn TAD (USD)	90.000	90.000	-	90.000	90.000	-	90.000	90.000	-	
Hiệu suất sử dụng giàn tự nâng (%)	90%	90%	-	90%	90%	-	90%	90%	-	
Hiệu suất giàn TAD (%)	95%	95%	-	95%	95%	-	95%	95%	-	
Doanh thu thuần	5.859,9	5.972,0	1,9%	5.842,5	5.883,7	0,7%	5.971,0	6.125,5	2,6%	Chúng tôi cũng cập nhật lại giả định mức tỷ giá mới để phản ánh việc đồng VND mạnh hơn dự kiến trong năm 2021, điều này làm mờ đi một phần tác động của giả định giá thuê ngày giàn JU cao hơn
Thương mại	445,6	441,1	-1,0%	454,5	454,3	0,0%	463,4	463,4	0,0%	
Khoan	3.334,0	3.451,7	3,5%	3.182,9	3.204,7	0,7%	3.171,5	3.303,9	4,2%	
DV giếng khoan	2.080,3	2.079,2	-0,1%	2.205,2	2.224,7	0,9%	2.336,2	2.358,2	0,9%	
LN gộp	879,3	981,6	11,6%	1.036,0	1.095,6	5,8%	1.083,4	1.193,2	10,1%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>1,4 điểm%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>0,9 điểm%</i>	<i>18,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>1,3 điểm%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	(457,8)	(517,3)	13,0%	(485,7)	(460,3)	-5,2%	(485,1)	(473,1)	-2,5%	Chúng tôi tăng chi phí bán hàng & QLDN năm 2022 lên 13% do chúng tôi cho rằng PVD sẽ ghi nhận chi phí dự phòng cho khoản nợ phải thu khó đòi còn lại tại Kris Energy (khoảng 62 tỷ đồng) trong năm 2022
EBIT	421,5	464,4	10,2%	550,3	635,2	15,4%	598,3	720,0	20,3%	
Doanh thu tài chính	147,9	153,7	3,9%	160,9	163,2	1,4%	178,4	181,0	1,4%	
Chi phí tài chính	(174,8)	(170,4)	-2,5%	(168,9)	(164,3)	-2,7%	(159,9)	(160,1)	0,1%	Điều chỉnh theo kết quả 2021
Lợi nhuận từ LDLK	117,2	119,4	1,9%	122,7	123,6	0,7%	125,4	128,6	2,6%	
LNTT	545,3	587,4	7,7%	698,4	777,7	11,4%	769,5	890,4	15,7%	
LN ròng	499,4	503,8	0,9%	639,6	654,1	2,3%	665,7	727,4	9,3%	Do chúng tôi áp dụng mức thuế suất hiệu dụng cao hơn (13%-14,2% trong năm 2022-23) và giả định lợi ích cổ đông thiểu số cao hơn phù hợp với kết quả năm 2021, nên dự phóng LN ròng năm 2022-23 của chúng tôi chỉ tăng nhẹ 0,9%/2,3% mặc dù mức LNTT cao hơn đáng kể so với dự báo trước đó
EPS (đồng)	1.185	1.195	0,9%	1.517	1.552	2,3%	1.579	1.726	9,3%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.988	5.972	5.884
Giá vốn hàng bán	(3.617)	(4.990)	(4.788)
Chi phí quản lý DN	(386)	(498)	(441)
Chi phí bán hàng	(13)	(19)	(19)
LN hoạt động thuần	(28)	464	635
EBITDA thuần	507	1.136	1.307
Chi phí khấu hao	(534)	(672)	(672)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(28)	464	635
Thu nhập lãi	164	154	163
Chi phí tài chính	(171)	(170)	(164)
Thu nhập ròng khác	(7)	20	20
TN từ các Cty LK & LD	104	119	124
LN trước thuế	62	587	778
Thuế	(26)	(73)	(110)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(17)	(10)	(13)
LN ròng	19	504	654
Thu nhập trên vốn	19	504	654
Cổ tức phổ thông	(3)	(8)	(10)
LN giữ lại	16	496	644

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.136	1.257	1.574
Đầu tư ngắn hạn	1.539	1.385	1.316
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.939	2.192	2.418
Hàng tồn kho	757	957	977
Các tài sản ngắn hạn khác	30	46	45
Tổng tài sản ngắn hạn	5.401	5.837	6.330
Tài sản cố định	12.957	12.643	12.324
Tổng đầu tư	652	773	787
Tài sản dài hạn khác	1.736	1.736	1.736
Tổng tài sản	20.746	20.989	21.177
Vay & nợ ngắn hạn	748	674	660
Phải trả người bán	757	877	841
Nợ ngắn hạn khác	1.467	1.516	1.494
Tổng nợ ngắn hạn	2.973	3.067	2.995
Vay & nợ dài hạn	3.206	3.136	3.069
Các khoản phải trả khác	736	721	707
Vốn điều lệ và	4.215	4.215	4.215
LN giữ lại	1.923	2.157	2.502
Vốn chủ sở hữu	13.592	13.826	14.172
Lợi ích cổ đông thiểu số	240	238	234
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	20.746	20.989	21.177

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	62	587	778
Khấu hao	534	672	672
Thuế đã nộp	(47)	(73)	(110)
Các khoản điều chỉnh khác	(372)	(180)	(261)
Thay đổi VLĐ	(594)	(374)	(317)
LC tiền thuần HKKD	(417)	631	761
Đầu tư TSCĐ	(609)	(358)	(353)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	1.070	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	461	(358)	(353)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	154	(144)	(81)
Dòng tiền từ HĐTC khác	15		
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3)	(8)	(10)
LC tiền thuần HĐTC	166	(152)	(91)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	925	1.136	1.257
LC tiền thuần trong năm	211	121	317
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.136	1.257	1.574

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	0,5%	8,4%	11,1%
Vòng quay TS	0,19	0,29	0,28
ROAA	0,1%	2,4%	3,1%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,52	1,51
ROAE	0,1%	3,7%	4,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	177,4	134,0	150,0
Số ngày nắm giữ HTK	76,4	70,0	74,5
Số ngày phải trả tiền bán	76,4	64,1	64,1
Vòng quay TSCĐ	0,30	0,47	0,47
ROIC	0,1%	2,8%	3,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,9	2,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	1,6	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	0,9	1,0
Vòng quay tiền	177,4	139,9	160,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(23,7%)	49,7%	(1,5%)
Tăng trưởng LN từ HDKD	(2.521,0%)		36,8%
Tăng trưởng LN ròng	(89,7%)	2.517,9%	29,8%
Tăng trưởng EPS	(89,7%)	2.517,9%	29,8%

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 Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: hai.nguyenngoc2@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>