

## TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND91.000

Giá mục tiêu

VND117.800

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 15/02/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 28,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2022 18,7%
- Tăng dự phóng EPS 2023-24 20.3%/20.8%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	95.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	66.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	6.088tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	200.353
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	397
P/B hiện tại (x)	5,26

### Cơ cấu sở hữu

Ủy ban quản lý vốn nhà nước	95,4%
Khác	4,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Sẵn sàng cất cánh

- Lợi nhuận (LN) ròng Q4/21 của ACV giảm 28,1% svck xuống 200 tỷ. LN ròng cả năm 2021 giảm 69,7% xuống 499 tỷ.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách phục hồi mạnh 193,7%/21,6%/9,4% svck giai đoạn 2022-24 nhờ kế hoạch phục hồi đường bay của chính phủ.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.800 đồng/cp.

### Kết quả kinh doanh 2021 được hỗ trợ nhờ doanh thu tài chính

Trong Q4/21, tổng lượng khách thông quan ước tính giảm 74% svck do đường bay nội địa bị hạn chế bởi đợt bùng phát dịch nghiêm trọng trong khi đường bay quốc tế vẫn đang đóng băng, khiến tổng doanh thu giảm 43% svck. Thu nhập tài chính ròng tăng 201,1% svck chủ yếu nhờ lãi tỷ giá 522 tỷ từ việc đồng Yên Nhật giảm giá so với VND trong Q4/21 trong khi cùng kỳ Q4/20, ACV ghi nhận lỗ tỷ giá 211 tỷ. Chi phí quản lý doanh nghiệp Q4/21 tăng 154,8% svck do ACV trích lập dự phòng 349 tỷ từ khoản phải thu của các hãng hàng không. Kết quả là LN ròng của ACV giảm 28,1% svck xuống 200 tỷ trong Q4/21.

Trong cả năm 2021, tổng lượng khách thông quan ước tính giảm 48,2% svck, trong đó lượng khách nội địa giảm 43,9% svck và lượng khách quốc tế giảm 95,6% svck. Doanh thu 2021 của ACV giảm 38,7% svck và LN ròng giảm 69,7% svck xuống 499 tỷ, chủ yếu nhờ thu nhập tài chính ròng và lãi tỷ giá 3.045 tỷ (+141,1% svck).

### Triển vọng 2022-24: sẵn sàng mở cửa bầu trời

Chúng tôi kỳ vọng lượng khách thông quan nội địa tăng 155,3% svck trong 2022 do Việt Nam đang bước vào trạng thái bình thường mới với nhu cầu đi lại phục hồi. Trong 2023-24, lượng khách nội địa có thể trở về mức tăng trưởng bình thường 7,6%/7,9% svck. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế thông quan đạt 13,1 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,2 triệu khách trong 2021) và có thể tăng 110,3%/14,3% trong 2023-24 do các đường bay quốc tế có thể trở lại hoạt động bình thường từ nửa cuối 2022 theo kế hoạch mở lại của chính phủ.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.800 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu ACV thêm 36,3% do (1) chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang năm 2022, và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2022 18,7% nhưng tăng dự phóng 2023-24 20.3%/20.8% do kỳ vọng lượng khách quốc tế cao hơn và cập nhật cấu trúc chi phí mới từ báo cáo tài chính. Tiềm năng tăng giá gồm (1) đường bay quốc tế được nói lại hoàn toàn, (2) kế hoạch cổ tức được công bố, (3) niêm yết trên HSX được thông qua. Rủi ro giảm giá gồm (1) bất ổn từ dịch bệnh Covid-19, (2) đồng Yên Nhật mạnh hơn dự kiến, (3) tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.767	4.758	16.061	23.890
Tăng trưởng DT thuần	(57,6%)	(38,7%)	237,5%	48,7%
Biên lợi nhuận gộp	17,9%	(14,4%)	50,7%	63,0%
Biên EBITDA	65,5%	76,4%	74,6%	75,5%
LN ròng (tỷ)	1.647	499	6.024	9.677
Tăng trưởng LN ròng	(79,9%)	(69,7%)	1106,5%	60,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(79,9%)	(69,7%)	1106,5%	60,6%
EPS cơ bản	757	229	2.767	4.445
EPS điều chỉnh	734	222	2.684	4.311
BVPS	17.235	17.284	20.114	24.336
ROAE	4,4%	1,3%	14,8%	20,0%

Nguồn: VND RESEARCH

## SẴN SÀNG CẮT CÁNH

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.800 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu theo phương pháp DCF 117.800 đồng/cp (+36,3% so với báo cáo trước) do (1) chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang năm 2022, và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2022 18,7% nhưng tăng dự phóng 2023-24 20.3%/20.8% do kỳ vọng lượng khách quốc tế cao hơn và cập nhật cấu trúc chi phí mới từ báo cáo tài chính. Theo quan điểm của chúng tôi, ACV thích hợp để đầu tư với tầm nhìn dài hạn dựa trên:

- Kết quả kinh doanh phục hồi vững chắc trong các năm tới.
- Khả năng niêm yết trên HSX trong năm 2022.
- Kế hoạch cổ tức bằng cổ phiếu: chính phủ đã phê duyệt phương án cho ACV giữ lại lợi nhuận từ trước năm 2021 để tái đầu tư. Đến cuối 2020, ACV có 9.705 tỷ lợi nhuận chưa phân phối, tương đương với khả năng chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 44% trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng đây là điểm nhấn đầu tư quan trọng của ACV trong giai đoạn tới.
- Tiềm năng tăng trưởng của Sân bay Quốc tế Long Thành.

Tiềm năng tăng giá:

- Đường bay quốc tế được nối lại hoàn toàn.
- Công bố kế hoạch cổ tức bằng cổ phiếu.
- Việc niêm yết trên HSX được chấp thuận.

Rủi ro giảm giá:

- Dịch bệnh kéo dài hơn dự kiến.
- Đồng Yên mạnh hơn dự kiến so với VND.
- Tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn dự kiến.

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

	2022	2023	2024	2025	2026	//	2030	//	2035
<b>EBIT</b>	<b>5.806</b>	<b>11.849</b>	<b>14.012</b>	<b>16.498</b>	<b>18.728</b>		<b>46.424</b>		<b>81.287</b>
Trừ: thuế	-1.277	-2.051	-2.218	-2.561	-2.955		-8.134		-15.519
<b>EBIAT</b>	<b>4.529</b>	<b>9.797</b>	<b>11.794</b>	<b>13.937</b>	<b>15.773</b>		<b>38.290</b>		<b>65.768</b>
Cộng: khấu hao	3.111	3.384	4.157	4.824	6.347		13.289		13.789
Trừ: CAPEX	-37.142	-39.301	-39.303	-16.490	-11.481		-11.731		-21.465
Trừ: thay đổi vốn lưu động	220	-2.069	-472	-609	-1.068		-3.448		-3.599
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>-29.283</b>	<b>-28.189</b>	<b>-23.825</b>	<b>1.663</b>	<b>9.571</b>		<b>36.401</b>		<b>54.493</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>-28.060</b>	<b>-24.805</b>	<b>-19.252</b>	<b>1.234</b>	<b>6.521</b>		<b>17.635</b>		<b>17.237</b>
<b>Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>65.577</b>								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các giả định

Giả định đầu vào của DCF	
Chi phí VCSH	15,00%
Chi phí nợ	3,50%
Giá trị mục tiêu D/(D+E)	50,0%
Thuế TNDN	20,00%
WACC	8,90%
Tăng trưởng dài hạn	4,50%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình định giá DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

Đơn vị	Tỷ đồng (trừ giá mục tiêu)
<b>Tổng hợp giá trị hiện tại của FCF</b>	<b>65.577</b>
Giá trị tới hạn	859.098
<b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b>	<b>271.748</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>337.325</b>
Trừ: tổng nợ	(118.358)
Cộng: tiền và tương đương tiền	37.578
<b>Giá trị của VCSH</b>	<b>256.544</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2.177.173.236
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>117.834</b>
<b>Giá trị cổ phiếu làm tròn</b>	<b>117.800</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Khuyến nghị	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA		
						2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
<b>Sân bay</b>														
TCT Cảng Hàng không Việt Nam	ACV VN	117.800	Khả quan	8.803,0	175,0	33,6	20,9	4,6	3,8	14,8	20,0	19,4	12,9	
Airport of Thailand	AOT TB	N/A	KKN	27.281,0	NA	NA	61,2	8,2	7,4	-5,4	12,8	262,4	29,2	
Shanghai International Air-A	600009 CH	N/A	KKN	16.149,5	NA	NA	124,8	3,7	3,5	-5,9	2,8	NA	65,5	
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	N/A	KKN	3.175,7	NA	NA	NA	1,0	1,0	-8,0	-0,4	NA	21,3	
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	N/A	KKN	4.046,4	NA	NA	432,0	3,0	2,9	-11,9	3,2	232,7	20,7	
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	N/A	KKN	2.484,0	-35,1	207,0	39,7	1,3	1,3	0,3	2,8	36,8	16,3	
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	N/A	KKN	2.292,4	NA	NA	NA	1,4	1,5	-12,3	-3,7	116,3	11,8	
<b>Trung bình</b>							<b>120,3</b>	<b>135,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>133,5</b>	<b>25,4</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu BLOOMBERG ngày 14/02/2022

### KQKD 2021 được hỗ trợ nhờ doanh thu tài chính

Hình 5: KQKD Quý 4/21 và cả năm 2021 (Đơn vị: tỷ đồng)

KQKD Q4 và cả năm 2021	Q4/21	Q4/20	% svck	2021	2020	% svck	sv dự phóng 2021	Nhận xét
Doanh thu	960	1.685	-43,0%	4.758	7.767	-38,7%	63,6%	74% svck do đường bay nội địa bị hạn chế bởi đợt bùng phát dịch nghiêm trọng trong khi đường bay quốc tế vẫn đóng băng kể từ Q2/20. Trong năm 2021, tổng lượng khách thông quan của ACV ước giảm 48,2% svck, trong đó lượng khách nội địa giảm 43,9% svck và lượng khách quốc tế giảm 95,6% svck.
- Hàng không	795	1.292	-38,5%	3.829	5.969	-35,9%	63,9%	
- Phí hàng không	126	336	-62,6%	751	1.318	-43,0%	74,9%	
- Thương mại	40	57	-30,5%	179	480	-62,8%	36,7%	
Lợi nhuận gộp	(63)	176	-135,6%	(686)	1.389	-149,4%	-421,2%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>-6,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>-16,9 điểm%</i>	<i>-14,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>-32,3 điểm%</i>		Chỉ phí cố định lớn bào mòn lợi nhuận
Doanh thu tài chính	959	550	74,4%	3.250	2.231	45,7%	100,4%	Doanh thu tài chính Q4/21 tăng mạnh 74,4% svck nhờ (1) lãi tiền gửi 409 tỷ đồng (giảm 21% svck do lãi suất giảm), và (2) lãi tỷ giá 522 tỷ từ đánh giá lại khoản nợ bằng đồng Yên Nhật khi đồng tiền này giảm giá so với VND.
Chi phí tài chính	68	254	-73,3%	205	968	-78,9%	89,2%	Chi phí tài chính Q4/21 giảm 73,3% svck do ACV không còn ghi nhận lỗ tỷ giá như trong Q4/20 với khoản lỗ 211 tỷ.
Chi phí bán hàng	4	23	-84,7%	85	146	-41,8%	71,6%	
Chi phí QLDN	418	164	154,8%	1.316	666	97,6%	159,4%	Chi phí QLDN Q4/21 tăng 154,8% svck do ACV trích lập dự phòng 349 tỷ cho khoản phải thu của các hãng hàng không.
LN từ công ty liên kết	(1)	39	-101,6%	51	147	-65,6%	71,2%	
<b>Lợi nhuận từ khu bay (trả về nhà nước)</b>	<b>130</b>	<b>-</b>	<b>N/A</b>	<b>331</b>	<b>-</b>	<b>N/A</b>		ACV phải nộp về nhà nước lợi nhuận từ khai thác khu bay.
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>200</b>	<b>278</b>	<b>-28,1%</b>	<b>499</b>	<b>1.647</b>	<b>-69,7%</b>	<b>31,7%</b>	

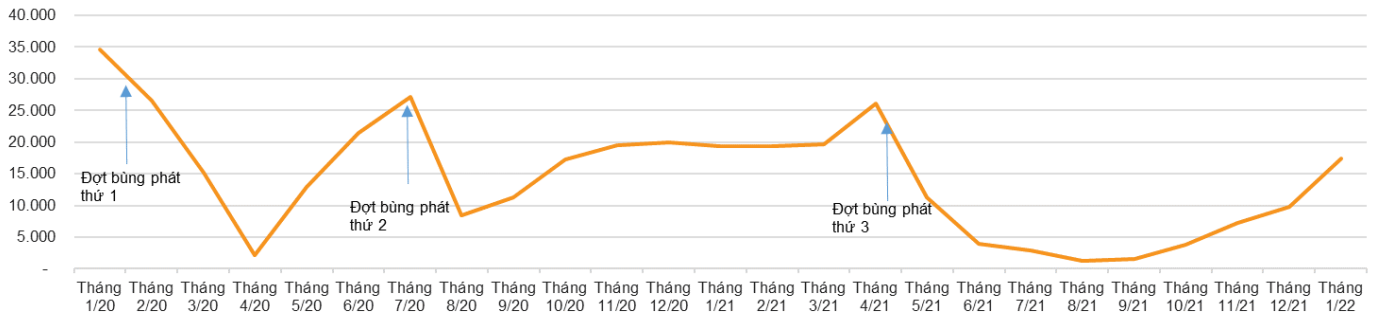
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng 2022-24: sẵn sàng mở cửa bầu trời

#### Hàng không nội địa và quốc tế được nối lại trong năm 2022

Với tỷ lệ tiêm chủng cao, giao thông hàng không nội địa của Việt Nam đã dần được nối lại kể từ Q4/21 và trở lại hoạt động bình thường từ đầu 2022. Nhu cầu bay trong nước đã tăng mạnh kể từ nửa cuối tháng 1/22 khiến tổng số chuyến bay trong tháng 1/22 đạt mức 70% so với trước dịch. Đến cuối tháng 1/22, hành khách bay trong nước không cần phải có chứng nhận âm tính với Covid-19 trừ hành khách bay từ vùng dịch cấp độ 4. Điều này sẽ giúp người dân đi lại bằng đường hàng không dễ dàng hơn, cùng với các chương trình kích thích du lịch mà các tỉnh đang triển khai, chúng tôi tin rằng giao thông hàng không trong nước sẽ trở lại và vượt mức trước dịch ngay trong năm 2022.

**Hình 6: Tổng số chuyến bay từ tháng 1/20 đến tháng 1/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Đối với đường bay quốc tế, Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) đã trình kế hoạch mở lại các đường bay theo 4 giai đoạn:

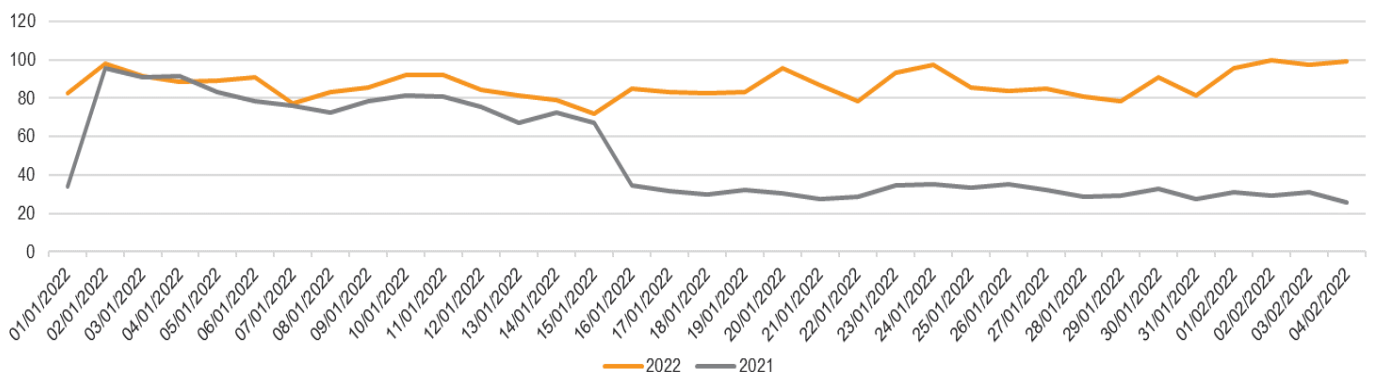
**Hình 7: Kế hoạch nối lại đường bay quốc tế**

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 3	Giai đoạn 4
Thời gian	Trong Q4/21	01/01/2022 - 31/03/2022	01/04/2022 - 30/06/2022	Kể từ 01/07/2022
Chi tiết	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đến các thành phố thuộc chương trình thí điểm du lịch trọn gói (Phú Quốc, Hạ Long, Hội An, Nha Trang, Đà Lạt).</li> <li>- Một chuyến/ngày trong tháng 11/21, hai chuyến/ngày trong tháng 12/21.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mở lại đường bay thường lệ đến các thành phố lớn như Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng</li> <li>- Bốn chuyến bay/đường bay/tuần.</li> <li>- Hành khách được yêu cầu tiêm chủng đầy đủ ít nhất sau 14 ngày kể từ ngày bắt đầu tiêm và có giấy chứng nhận âm tính với Covid-19.</li> <li>- Yêu cầu cách ly sau nhập cảnh.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mở lại toàn bộ các đường bay.</li> <li>- Bảy chuyến bay/đường bay/tuần.</li> <li>- Áp dụng cơ chế hộ chiếu vắc-xin.</li> <li>- Không yêu cầu cách ly sau nhập cảnh.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trở lại hoạt động bình thường.</li> </ul>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Theo Google Destination Insights, kể từ đầu năm 2022, lượng tìm kiếm quốc tế về hàng không và du lịch Việt Nam luôn duy trì ở mức rất cao. Số lượng tìm kiếm từ 01/01/2022 đến 04/02/2022 đã tăng 72,8% svck. Xu hướng tăng này đến từ các chương trình thí điểm du lịch của chính phủ để đón khách quốc tế đến Phú Quốc, Quảng Ninh, Hội An, Nha Trang, Đà Nẵng. Chúng tôi tin rằng chương trình thí điểm này sẽ là bước đi đầu tiên trong quá trình phục hồi đường bay quốc tế cũng như du lịch của Việt Nam. Mới đây nhất, vào 15/02/2022, Việt Nam sẽ dỡ bỏ hạn chế tần suất các chuyến bay quốc tế đến Việt Nam mặc dù vẫn áp dụng các biện pháp phòng dịch với các chuyến bay đến Việt Nam. Theo kế hoạch của chính phủ, chúng tôi tin rằng hàng không quốc tế của Việt Nam sẽ trở lại hoạt động bình thường kể từ Q3/2022.

**Hình 8: Lượng tìm kiếm quốc tế về hàng không và du lịch Việt Nam**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google

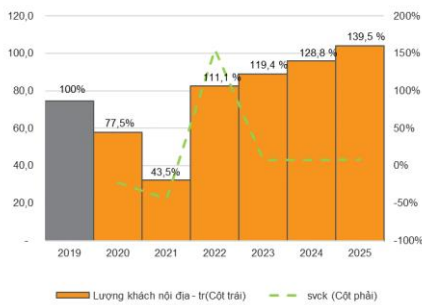


### Sản lượng khách thông quan của ACV sẽ phục hồi mạnh kể từ 2022

Chúng tôi kỳ vọng tổng lượng khách thông quan của ACV sẽ phục hồi mạnh trong trung hạn, trong đó:

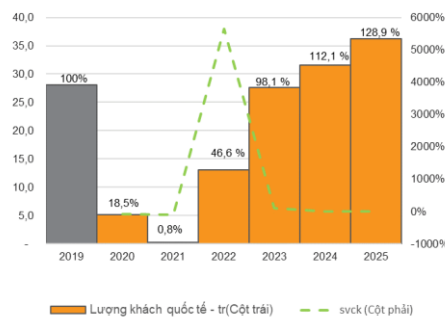
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa tăng 155,3% svck trong năm 2022 do Việt Nam sẽ bước vào bình thường mới với nhu cầu bay nội địa phục hồi. Trong 2023-24, lượng khách nội địa có thể trở về mức tăng trưởng bình thường 7,6%/7,9% svck. Theo dự phóng của chúng tôi, tổng lượng khách nội địa của ACV có thể về mức trước dịch trong năm 2022 (đạt 111,2% so với mức cơ sở năm 2019) và có thể đạt 139,7% mức cơ sở 2019 trong năm 2025.
- Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế thông quan đạt 13,1 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,2 triệu khách trong 2021) và có thể tăng 110,3%/14,3% trong 2023-24 do các đường bay quốc tế có thể trở lại hoạt động bình thường từ nửa cuối 2022 theo kế hoạch mở lại của chính phủ. Theo dự phóng của chúng tôi, lượng khách quốc tế của ACV có thể phục hồi về mức trước dịch trong năm 2023 (98,1% so với mức cơ sở năm 2019) và có thể đạt 128,9% mức cơ sở 2019 trong năm 2025.

**Hình 9: Dự phóng lượng khách nội địa trong trung hạn của ACV**



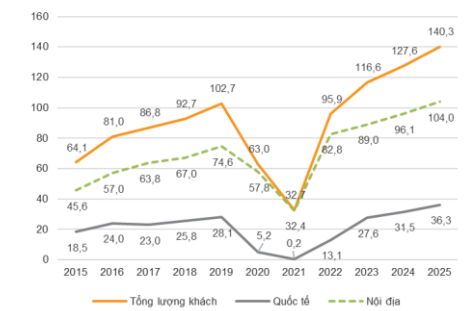
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Dự phóng lượng khách quốc tế trong trung hạn của ACV**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Dự phóng tổng lượng khách trong trung hạn của ACV**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Điều chỉnh dự phóng 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD của ACV như sau:

- Chúng tôi hầu như duy trì dự phóng sản lượng khách nội địa 2022-24 do các yếu tố hỗ trợ tích cực không đổi.
- Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách quốc tế 2022 xuống 41,6% do chính phủ mở lại đường bay quốc tế thận trọng hơn trong giai đoạn đầu. Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng khách quốc tế 2023-24 thêm 4,8%/2,6% do chúng tôi nhận thấy các hãng hàng không nội địa đang tích cực mở rộng các đường bay quốc tế gần đây.
- Với sản lượng khách 2022 dự phóng thấp hơn báo cáo trước, tổng doanh thu 2022 của ACV có thể giảm 19,9% nhưng có thể tăng 2,1%/1,8% trong năm 2023-24 do sản lượng khách quốc tế cao hơn.
- Lợi nhuận gộp 2022 có thể giảm 26,3% do doanh thu thấp, nhưng có thể tăng thêm 11,2%/10,2% trong 2023-24 nhờ (1) đóng góp cao hơn từ doanh thu quốc tế (cao hơn 6 lần so với doanh thu nội địa/khách), và (2) cập nhật cấu trúc chi phí từ báo cáo tài chính 2021.
- Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu tài chính 2022-24 11,1%/18,3%/18,8% do lãi suất thấp hơn.

- Chúng tôi giảm dự phóng chi phí tài chính 2022 46,3% do chúng tôi loại trừ 329,5 tỷ lỗ tỷ giá. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá JPY/VND sẽ duy trì ổn định trong năm 2022.

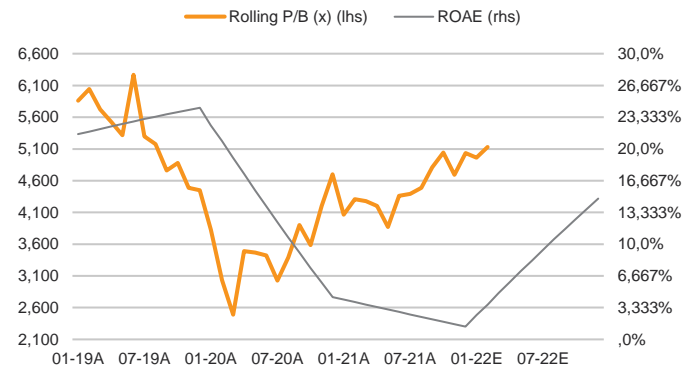
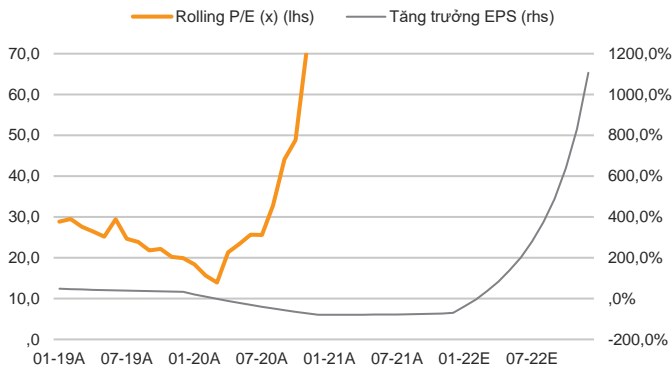
Dựa trên những thay đổi trên, chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022 18,7% nhưng tăng dự phóng EPS 2023-24 thêm 20,3%/20,8%.

Hình 12: Thay đổi dự phóng 2022-24

	2021	2022			2023			2024		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi
<b>Tổng lượng khách (tr)</b>	<b>32,7</b>	<b>105,4</b>	<b>95,9</b>	<b>-9,0%</b>	<b>115,6</b>	<b>116,6</b>	<b>0,9%</b>	<b>127,0</b>	<b>127,6</b>	<b>0,5%</b>
- Quốc tế (tr)	0,2	22,5	13,1	-41,6%	26,3	27,6	4,8%	30,7	31,5	2,6%
- Nội địa (tr)	32,4	83,0	82,8	-0,2%	89,2	89,0	-0,2%	96,3	96,1	-0,2%
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>4.758</b>	<b>20.057</b>	<b>16.061</b>	<b>-19,9%</b>	<b>23.399</b>	<b>23.890</b>	<b>2,1%</b>	<b>27.625</b>	<b>28.117</b>	<b>1,8%</b>
Lợi nhuận gộp (686)	11.042	8.136	8.136	-26,3%	13.539	15.056	11,2%	16.042	17.677	10,2%
Chi phí bán hàng	85	357	302	-15,4%	429	399	-7,0%	491	455	-7,4%
Chi phí QLDN	1.316	1.049	981	-6,5%	1.197	1.185	-1,0%	1.406	1.388	-1,3%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	51	350	350	0,0%	385	385	0,0%	419	419	0,0%
Doanh thu tài chính	3.250	1.901	1.690	-11,1%	1.332	1.088	-18,3%	762	619	-18,8%
Chi phí tài chính	205	1.056	567	-46,3%	1.728	1.625	-6,0%	2.408	2.406	-0,1%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>499</b>	<b>7.406</b>	<b>6.024</b>	<b>-18,7%</b>	<b>8.041</b>	<b>9.677</b>	<b>20,3%</b>	<b>8.661</b>	<b>10.463</b>	<b>20,8%</b>
<b>EPS (VND)</b>	<b>229</b>	<b>3.402</b>	<b>2.767</b>	<b>-18,7%</b>	<b>3.693</b>	<b>4.445</b>	<b>20,3%</b>	<b>3.978</b>	<b>4.806</b>	<b>20,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.758	16.061	23.890
Giá vốn hàng bán	(5.444)	(7.925)	(8.835)
Chi phí quản lý DN	(1.316)	(981)	(1.185)
Chi phí bán hàng	(85)	(302)	(399)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(2.087)</b>	<b>6.854</b>	<b>13.472</b>
EBITDA thuần	443	9.965	16.856
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.530)</b>	<b>(3.111)</b>	<b>(3.384)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(2.087)</b>	<b>6.854</b>	<b>13.472</b>
Thu nhập lãi	3.250	1.690	1.088
Chi phí tài chính	(205)	(567)	(1.625)
Thu nhập ròng khác	9	31	46
TN từ các Cty LK & LD	51	350	385
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.019</b>	<b>8.359</b>	<b>13.366</b>
Thuế	(188)	(1.487)	(2.376)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(331)	(848)	(1.314)
<b>LN ròng</b>	<b>499</b>	<b>6.024</b>	<b>9.677</b>
Thu nhập trên vốn	499	6.024	9.677
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>499</b>	<b>6.024</b>	<b>9.677</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.861	8.620	10.864
Đầu tư ngắn hạn	32.717	23.717	14.717
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.559	5.276	7.734
Hàng tồn kho	290	450	669
Các tài sản ngắn hạn khác	139	142	201
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>41.566</b>	<b>38.205</b>	<b>34.186</b>
Tài sản cố định	1.678	48.800	85.856
Tổng đầu tư	10.936	2.725	2.725
Tài sản dài hạn khác	650	623	927
<b>Tổng tài sản</b>	<b>54.830</b>	<b>90.353</b>	<b>123.694</b>
Vay & nợ ngắn hạn	366	988	4.129
Phải trả người bán	597	1.070	1.198
Nợ ngắn hạn khác	2.565	4.192	4.732
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.528</b>	<b>6.249</b>	<b>10.058</b>
Vay & nợ dài hạn	13.566	37.540	59.096
Các khoản phải trả khác	63	2.730	1.514
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	9.812	13.672	19.842
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.630</b>	<b>43.791</b>	<b>52.984</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	42	42
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>54.830</b>	<b>90.353</b>	<b>123.694</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.019</b>	<b>8.359</b>	<b>13.366</b>
Khấu hao	2.530	3.111	3.384
Thuế đã nộp	(188)	(1.487)	(2.376)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.485)	(1.946)	(3.480)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(180)</b>	<b>220</b>	<b>(2.069)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>1.694</b>	<b>8.257</b>	<b>8.825</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.596)	(37.142)	(39.301)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(166)	0	0
Các khoản khác	3.250	1.690	1.088
Thay đổi tài sản dài hạn khác	468	9.000	9.000
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>1.956</b>	<b>(26.452)</b>	<b>(29.213)</b>
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	711	21.954	22.632
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>711</b>	<b>21.954</b>	<b>22.632</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	499	4.861	8.620
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>4.362</b>	<b>3.759</b>	<b>2.245</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.861	8.620	10.864

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10,5%	37,5%	40,5%
Vòng quay TS	0,09	0,22	0,22
ROAA	0,9%	8,3%	9,0%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,78	2,21
ROAE	1,3%	14,8%	20,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	209,8	50,7	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	19,4	20,7	27,7
Số ngày phải trả tiền bán	40,0	49,3	49,5
Vòng quay TSCĐ	0,56	0,64	0,35
ROIC	1,0%	7,3%	8,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	11,8	6,1	3,4
Khả năng thanh toán nhanh	11,7	6,0	3,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	10,7	5,2	2,5
Vòng quay tiền	189,2	22,1	28,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(38,7%)	237,5%	48,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(461,6%)		96,6%
Tăng trưởng LN ròng	(69,7%)	1.106,5%	60,6%
Tăng trưởng EPS	(69,7%)	1.106,5%	60,6%

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 – Chuyên viên Phân tích cao cấp

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>