

TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND23.500	VND31.700	3,40%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 09/12/2022

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

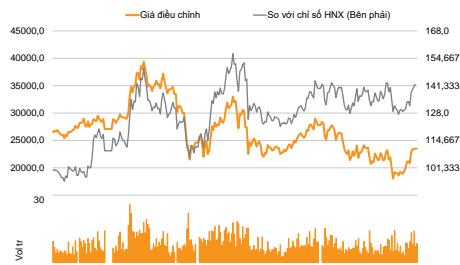
Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 7,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2022-23 xuống 15,7%/6,5%
- Giảm giá mục tiêu xuống 6,5%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	39.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	182.054
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.232
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	18,7
P/B hiện tại (x)	0,95

Cơ cấu sở hữu

PVN	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Duy trì triển vọng tích cực

- Lợi nhuận (LN) ròng 9T22 giảm 19,8% svck xuống 415 tỷ đồng chủ yếu do biên LN gộp mảng Cơ khí xây lắp (M&C) sụt giảm.
- Triển vọng tích cực trong ngắn và trung hạn của PVS nhờ vào tình hình tài chính vững mạnh và mặt bằng giá dầu tiếp tục duy trì ở mức cao.
- Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu thấp hơn là 31.700 đ/cp.

LN ròng 9T22 giảm do biên LN gộp mảng M&C đi xuống

Doanh thu (DT) 9T22 tăng 14,8% svck lên 11.082 tỷ đồng nhờ đóng góp cao hơn của mảng M&C (+16,5% svck), đến từ các dự án EPC đã giành được trong nửa cuối 2021. Tuy nhiên, LN ròng 9T22 vẫn giảm 19,8% svck xuống 415 tỷ do tác động của việc biên LN gộp mảng M&C sụt giảm (-3,1 điểm % svck) bởi giá nguyên vật liệu tăng cao và chi phí QLDN tăng 9,1% svck lẫn át việc LN tài chính ròng tăng mạnh (+104,3% svck). Kết quả LN 9T22 chỉ hoàn thành 50,9% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 15,7%/8,9% dự phóng EPS năm 2022-23 nhằm phản ánh tác động trái chiều của: (1) việc lùi thời điểm khởi công các dự án lớn như Lô B – Ô Môn, (2) giả định biên LN gộp thấp hơn, và (3) giả định LN tài chính ròng cao hơn

Triển vọng tích cực trong những năm tới

Mặc dù bị chậm trễ trong các giai đoạn khác nhau liên quan đến việc thu xếp vốn và hoàn tất các đàm phán thương mại, chúng tôi tin rằng các dự án trọng điểm như Lô B hay Nam Du – U Minh sẽ được khởi công trong 2 năm tới, được thúc đẩy bởi môi trường giá dầu cao. Bên cạnh đó, luật Dầu khí sửa đổi vừa được thông qua hứa hẹn sẽ giúp thu hút đầu tư vào phân khúc thượng nguồn tại Việt Nam. Điều này sẽ tạo ra một khối lượng backlog tiềm năng rất lớn cho các nhà thầu EPC như PVS trong những năm tới.

Hưởng lợi từ môi trường lãi suất tăng

Xu hướng lãi suất tăng sẽ tác động đáng kể đến toàn bộ nền kinh tế cũng như ngành Dầu khí trong thời gian tới. Với số dư tiền mặt ròng dồi dào hơn 8.600 tỷ đồng (tương đương 18.000 đ/cp) tại cuối Q3/22, chúng tôi cho rằng PVS sẽ hưởng lợi từ việc lãi suất tăng. Trong bối cảnh H&KD cốt lõi phục hồi chậm, thu nhập lãi ròng đóng góp vai trò quan trọng vào KQKD của PVS, tương đương 20,4% LNTT trong 9T22. Chúng tôi ước tính khi lãi suất tăng mỗi 1%, PVS có thể ghi nhận thêm ~60 tỷ đồng thu nhập lãi ròng, tương đương ~5% LNTT.

Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu thấp hơn là 31.700 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu thấp hơn là 31.700 đồng/cp do: (1) giảm 15,7%/8,9% dự phóng EPS 2022-23, (2) nâng lãi suất phi rủi ro từ 3% lên 4%, (3) chuyển mô hình DCF sang cuối 2022. Rủi ro giảm giá gồm giá dầu giảm mạnh và sự chậm trễ trong việc trao thầu cho các dự án lớn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	14.198	16.149	20.129	19.613
Tăng trưởng DT thuần	(29,6%)	13,7%	24,6%	(2,6%)
Biên lợi nhuận gộp	5,5%	4,9%	5,7%	6,8%
Biên EBITDA	10,0%	9,9%	9,9%	11,6%
LN ròng (tỷ)	601	687	1.001	1.223
Tăng trưởng LN ròng	(3,7%)	14,3%	45,6%	22,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(3,7%)	14,3%	45,6%	22,2%
EPS cơ bản	1.258	1.438	2.093	2.559
EPS điều chỉnh	1.107	1.266	1.842	2.252
BVPS	24.701	26.970	27.364	26.829
ROAE	5,0%	5,6%	7,7%	9,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DUY TRÌ TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 31.700 đ/cp

Chúng tôi ưa thích PVS vì:

- Vị thế hàng đầu trong ngành dịch vụ kỹ thuật Dầu khí tại Việt Nam có thể giúp công ty hưởng lợi từ một chu kỳ đầu tư tiềm năng vào ngành năng lượng, đặc biệt là các dự án phát triển mỏ khí lớn như Lô B – Ô Môn và xu hướng đầu tư điện gió ngoài khơi tại Việt Nam.
- KQKD vững chắc của các liên doanh FSO/FPSO đóng góp vào kết quả của PVS trong các năm tới, chiếm 89%/77%/68% LN ròng của PVS trong giai đoạn 2022-24, theo ước tính của chúng tôi.
- Số dư tiền mặt ròng dồi dào ~18.000 đ/cp (theo BCTC cuối Q3/22) giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất tăng.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu theo phương pháp DCF thấp hơn là 31.700 đồng/cp do: (1) điều chỉnh giảm dự phòng EPS năm 2022-2023 xuống 15,7%/8,9%, (2) nâng mức lãi suất phi rủi ro từ 3% lên 4% để phản ánh môi trường lãi suất tăng, và (3) chuyển mô hình định giá DCF sang cuối năm 2022.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Tiềm năng tăng giá đến từ giá dầu cao hơn kỳ vọng và sự khởi công của dự án Lô B – Ô Môn.
- Rủi ro giảm giá gồm việc giá dầu giảm mạnh và sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án lớn.

Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	7.815
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	887
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	8.702
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	8.424
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(1.245)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(728)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	15.153
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	478
Giá trị cổ phiếu (đồng)	31.703
Giá mục tiêu (đồng)	31.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	18,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	11.806
Nợ	1.245
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	17,3%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: 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 2021-35
Tổng doanh thu	16.149	20.129	19.613	20.593	24.879	27.534	4,8%
% svck	13,7%	24,6%	-2,6%	5,0%	2,9%	1,6%	
GVHB & OPEX	(16.241)	(19.859)	(19.118)	(20.196)	(24.399)	(27.002)	
EBIT	(92)	270	495	398	481	532	
Biên LN hoạt động KD	-0,6%	1,3%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%	
Thuế khã dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	(73)	216	396	318	384	425	
+ Chi phí khấu hao	500	484	463	412	498	523	
% doanh thu	3,1%	2,4%	2,4%	2,0%	2,0%	1,9%	
- Capex	(404)	(358)	(349)	(366)	(443)	(490)	
% doanh thu	-2,5%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	
+ Thay đổi vốn lưu động	755	(95)	62	(412)	(498)	(551)	
% doanh thu	4,7%	-0,5%	0,3%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.149	1.191	1.266	1.030	1.123	1.242	
% doanh thu	7,1%	5,9%	6,5%	5,0%	4,5%	4,5%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	1.928	1.438	1.838	981	1.064	1.151	1,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành cung cấp dịch vụ dầu 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
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	0,57	NA	207,1	NA	17,3		0,5	0,5	1,3%	2,7%	1,1%	1,4%	
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	2,43	NA	1.598	18,7	9,0		1,2	1,0	10,5%	12,9%	3,2%	4,2%	
Sembcorp Marine	SMM SP	KKN	0,14	NA	3.309	NA	NA		1,3	1,2	-6,5%	-0,4%	-2,3%	-0,2%	
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	38.550	NA	3.255	11,4	8,4		0,7	0,5	8,0%	6,6%	3,4%	3,0%	
Keppel Corp	KEP SP	KKN	7,46	NA	9.636	14,0	14,1		0,9	1,1	7,4%	7,9%	3,0%	3,1%	
Trung bình							14,7	12,2		0,9	0,9	4,2%	5,9%	1,7%	2,3%
PTSC	PVS VN	KHẢ QUAN	23.500	31.700	470	16,3	11,2	26,7%	0,9	0,9	5,6%	7,7%	2,8%	4,0%	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 08/12)

LN ròng 9T22 giảm do biên LN gộp mảng M&C đi xuống

Hình 6: Tổng quan KQKD Q3/22 và 9T22

ĐVT: Tỷ đồng	Q3/21	Q3/22	% svck	9T21	9T22	% svck	% sv dự phóng 2022	Nhận định
Doanh thu thuần	3.980	3.502	-12,0%	9.651	11.082	14,8%	61,3%	Doanh thu Q3/22 giảm 12% svck do doanh thu từ mảng M&C và O&M giảm
Tàu dịch vụ	381	478	25,6%	1.204	1.203	-0,1%		
FSO/FPSO	516	480	-6,8%	1.446	1.379	-4,6%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	91	186	104,0%	234	434	85,3%		DT khảo sát địa chấn tăng mạnh trong Q3/22, nhiều khả năng đến từ các hợp đồng khảo sát địa chấn/địa chất cho các dự án trang trại điện gió ngoài khơi như dự án Thăng Long Wind hay La Gàn windfarm
Cần cù cảng	370	316	-14,7%	1.193	1.012	-15,2%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	2.009	1.684	-16,2%	4.696	5.470	16,5%		Doanh thu M&C Q3/22 giảm do PVS chưa ghi nhận hợp đồng mới nào trong năm nay trong khi một số dự án (như giàn đầu giếng Đại Nguyệt) đã hoàn thành xây dựng trong nửa cuối năm 2021
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	377	189	-49,8%	495	1.054	113,2%		
Dịch vụ khác	237	169	-28,6%	383	529	38,1%		
LN gộp	204	201	-1,3%	622	539	-13,3%	52,0%	
Tàu dịch vụ	18	57	224,8%	81	102	25,9%		
FSO/FPSO	36	54	51,4%	83	113	36,0%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	3	31	1120,9%	11	28	161,4%		
Cần cù cảng	71	78	10,2%	203	238	17,5%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	58	(20)	-134,1%	169	27	-84,0%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	15	(4)	-128,6%	56	8	-86,2%		
Dịch vụ khác	4	5	18,7%	19	22	17,8%		
Biên LN gộp	5,1%	5,8%	0,6 điểm %	6,4%	4,9%	-1,6 điểm %		Biên LN gộp Q3/22 cải thiện nhẹ 0,6 điểm % svck lên 5,8% nhờ biên LN gộp của một số mảng dịch vụ phục hồi mạnh như mảng tàu dịch vụ và mảng khảo sát địa chấn. Điều này giúp bù đắp cho khoản lỗ gộp của mảng M&C và O&M
Tàu dịch vụ	4,6%	12,0%	7,4 điểm %	6,7%	8,5%	1,8 điểm %		
FSO/FPSO	6,9%	11,2%	4,3 điểm %	5,8%	8,2%	2,4 điểm %		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	2,8%	16,6%	13,8 điểm %	4,6%	6,6%	1,9 điểm %		
Cần cù cảng	19,1%	24,7%	5,6 điểm %	17,0%	23,5%	6,5 điểm %		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	2,9%	-1,2%	-4,1 điểm %	3,6%	0,5%	-3,1 điểm %		Biên LN gộp mảng M&C giảm do chi phí đầu vào tăng và tỷ trọng đóng góp của các dự án quốc tế cao hơn (thường có mức biên LN thấp hơn so với các dự án trong nước)
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	4,0%	-2,3%	-6,2 điểm %	11,4%	0,7%	-10,6 điểm %		
Dịch vụ khác	1,9%	3,1%	1,3 điểm %	4,9%	4,2%	-0,7 điểm %		
Chi phí bán hàng	14	19	28,9%	63	52	-17,8%	57,6%	
Chi phí QLDN	196	169	-13,6%	615	671	9,1%	82,4%	
EBIT	(6)	14	NA	(56)	(184)	NA		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	35	116	231,2%	142	295	107,6%	104,3%	LN tài chính ròng Q3/22 tăng 3,3 lần svck nhờ lãi tỷ giá tăng mạnh (+17,3 lần svck lên 69 tỷ đồng) và thu nhập tiền gửi cao hơn (+42,4% svck lên 67 tỷ đồng)
Lãi/lỗ từ công ty LDLC	198	160	-19,3%	506	496	-2,1%	80,8%	
Thu nhập khác	54	8	-84,9%	106	66	-38,0%	0,0%	Thu nhập ròng khác trong Q3/22 giảm do ghi nhận hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án thấp hơn so với Q3/21 (6 tỷ đồng trong Q3/22 so với 54 tỷ đồng trong Q3/21)
LNTT	281	298	6,0%	698	672	-3,7%	56,4%	
LN ròng	221	192	-13,1%	518	415	-19,8%	50,9%	Thấp hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2022-24: Triển vọng tích cực trong những năm tới

Chờ đợi sự khởi công dự án Lô B sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho mảng kinh doanh cốt lõi của PVS trong những năm tới

Hiện HĐKD cốt lõi của PVS – mảng M&C đã cho thấy sự phục hồi về doanh thu trong 9T22 (+16,5% svck), đến từ đóng góp của các dự án quốc tế như Gallaf Batch 3 tại Qatar, Shwe Phase 3 tại Myanmar hay dự án điện gió Hai Long tại Đài Loan. Tuy nhiên, các dự án này thường có mức biên LN mỏng do mức độ cạnh tranh cao trên thị trường quốc tế, đặc biệt là trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cao. Vì vậy, chúng tôi vẫn chờ đợi sự chuyển động của các dự án lớn trong nước như Lô B hay Nam Du – U Minh sẽ trở thành động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho mảng M&C của PVS trong những năm tới.

Đối với dự án Lô B – Ô Môn được chờ đợi lâu nay, nhà máy điện Ô Môn III vẫn đang chờ phê duyệt kế hoạch sử dụng vốn ODA. Do khung giá khí từ Lô B đã được phê duyệt từ năm 2016, việc trì hoãn kéo dài đã ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả của kế hoạch ban đầu đối với các nhà máy hạ nguồn do lạm phát và đồng USD tăng giá. Do đó, cần có thời gian để sửa đổi kế hoạch và đệ trình Chính phủ. Đáng chú ý, theo một số nguồn tin trong ngành, dự án này có thể phải đối mặt với một sự gián đoạn khác khi nhà điều hành dự kiến sẽ cho đấu thầu lại gói thầu EPC giàn xử lý trung tâm (CPP) ngoài khơi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự gián đoạn này có thể mở ra cơ hội cho các nhà thầu EPC trong nước như PVS tham gia sâu hơn vào dự án Lô B. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B – Ô Môn sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) và khởi công trong nửa cuối năm 2023, cung cấp khối lượng backlog tiềm năng cho mảng M&C của PVS trong những năm tới.

Hình 7: Dự án nhiều tỷ đô Lô B – Ô Môn hứa hẹn sẽ cung cấp lượng backlog tiềm năng rất lớn cho các DN Dầu khí, đặc biệt là cho PVS trong mảng EPC

	Vốn đầu tư (tr USD)	Chủ đầu tư	Phạm vi công việc	Hoạt động	DN hưởng lợi	Tác động
Thượng nguồn: Dự án phát triển mỏ khí Lô B	6.700	<ul style="list-style-type: none"> • PVN (42,9%) • PVPEP (26,8%) • MOECO (22,6%) • PTTEP (7,7%) 	Dự án bao gồm một giàn xử lý trung tâm (CPP), 46 giàn đầu giếng (WHP), một giàn nhà ở, một tàu chứa condensate (FSO) và 750 giếng khai thác	EPCI	<ul style="list-style-type: none"> • PVS • PVX, PXS 	
				Tàu FSO	PVS	
				Khoan/Dịch vụ giếng khoan	PVD	
				Dung dịch khoan	PVC	
Trung nguồn: Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn	1.300	<ul style="list-style-type: none"> • PVGAS (51%) • PVN (28,7%) • MOECO & PTTEP (20,3%) 	Dự án đường ống có tổng chiều dài 431km với công suất thiết kế 20,3 triệu m3/ngày, bao gồm: <ul style="list-style-type: none"> • Đường ống biển dài 295km, đường kính 28in. • Đường ống nhánh 37km kết nối với tuyến ống PM3 - Cà Mau. • Đường ống trên bờ dài 102 km (đường kính 30in) cung cấp khí đến các nhà máy điện khí tại Ô Môn. • Trạm tiếp bờ, các trạm van ngắt và trung tâm phân phối khí dọc theo tuyến đường ống. 	Phân phối khí	GAS	
				Bọc ống	PVB	
				EPCI	<ul style="list-style-type: none"> • PVS, POS • PVX, PXT 	
Hạ nguồn: Nhà máy nhiệt điện khí	NA	<ul style="list-style-type: none"> • Marubeni • EVN 	3 nhà máy nhiệt điện khí mới tại Trung tâm Điện lực Ô Môn (Ô Môn II, III và IV)	EPC	-	
				Sản xuất điện	-	

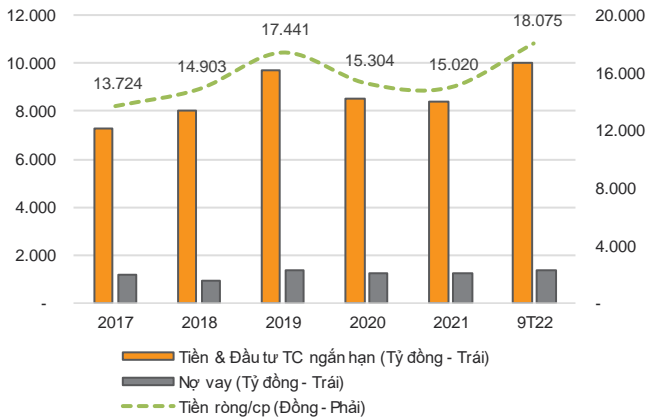
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hưởng lợi từ môi trường lãi suất tăng

Xu hướng lãi suất tăng sẽ có tác động đáng kể đến toàn bộ nền kinh tế cũng như ngành Dầu khí trong thời gian tới. Với số dư tiền mặt rủng ròi dồi dào hơn

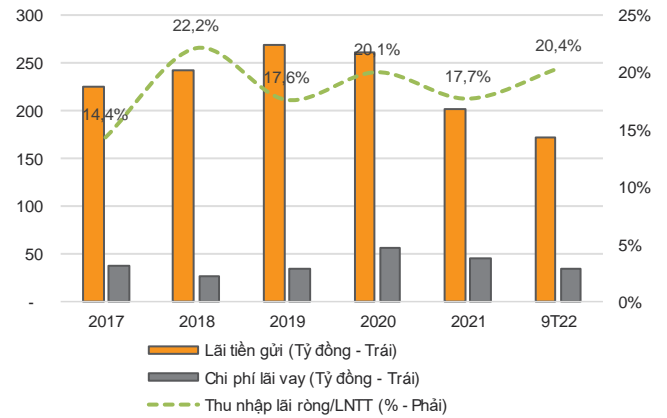
8.600 tỷ đồng (tương đương ~18.000 đ/cp) tại cuối Q3/22, chúng tôi tin rằng PVS sẽ hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng. Trong bối cảnh các mảng HĐKD cốt lõi phục hồi chậm, thu nhập lãi ròng đóng góp vai trò quan trọng vào KQKD của công ty, tương đương 20,4% LNTT trong 9T22. Chúng tôi ước tính rằng khi lãi suất tăng mỗi 1%, PVS có thể ghi nhận thêm ~60 tỷ đồng thu nhập lãi ròng, tương đương ~5% LNTT.

Hình 8: PVS sở hữu lượng tiền mặt dồi dào trong nhiều năm qua, điều này có thể giúp công ty hưởng lợi từ việc lãi suất tăng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Trong bối cảnh HĐKD cốt lõi phục hồi chậm, thu nhập lãi ròng đóng góp vai trò quan trọng vào KQKD của PVS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

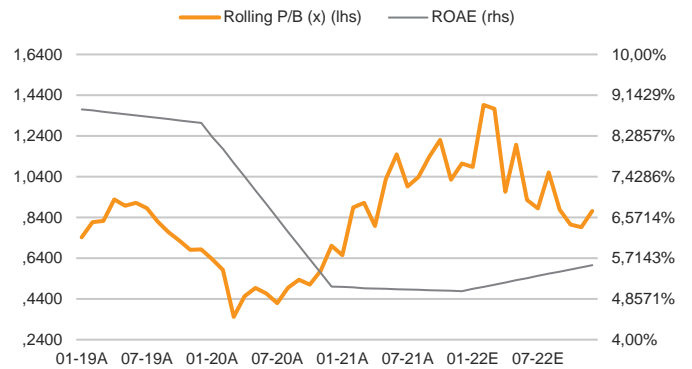
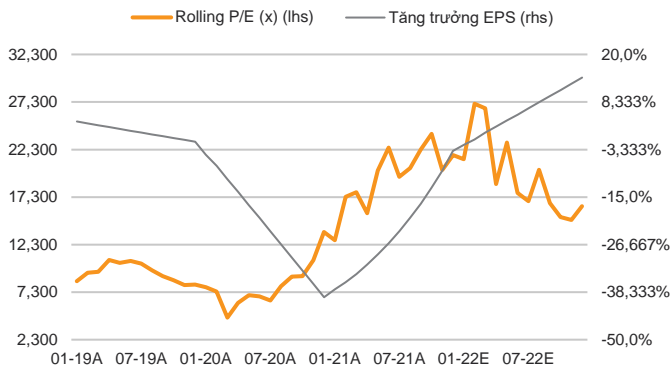
Chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2022-23 xuống 15,7%/8,9% để phản ánh việc lùi thời điểm triển khai các dự án lớn, giá định biên LN gộp thấp hơn và giá định LN tài chính ròng cao hơn

Hình 10: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2022-24

Tỷ đồng	2022			2023			2024			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	18.083	16.149	-10,7%	23.193	20.129	-13,2%	18.492	19.613	6,1%	Chúng tôi thay đổi dự phóng doanh thu 2022-24 chủ yếu do lùi thời điểm khởi công một số dự án lớn (như Lô B - Ô Môn, Nam Du - U Minh) từ cuối năm 2022 sang cuối năm 2023
LN gộp	1.036	799	-22,9%	1.403	1.155	-17,7%	1.323	1.338	1,2%	Chúng tôi giảm dự phóng biên LN gộp năm 2022 thêm 0,8 điểm % để phản ánh việc giá nguyên vật liệu tăng cao trên toàn cầu tác động tiêu cực đến mảng M&C (đặc biệt là đối với các dự án quốc tế vốn thường ghi nhận mức biên LN gộp thấp)
Biên LN gộp (%)	5,7%	4,9%	-0,8 điểm%	6,1%	5,7%	-0,3 điểm%	7,2%	6,8%	-0,3 điểm%	
Chi phí bán hàng	90	81	-10,7%	116	101	-13,2%	92	98	6,1%	
Chi phí QLDN	814	810	-0,4%	812	785	-3,3%	740	745	0,8%	
EBIT	132	(92)	-169,5%	476	270	-43,3%	527	495	-6,0%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	282	392	38,9%	231	316	36,5%	256	318	24,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định LN tài chính ròng trong giai đoạn 2022-24 để phản ánh: (1) kết quả 9T22 tốt hơn dự kiến, và (2) môi trường lãi suất cao trong hai năm tới
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	613	611	-0,3%	781	774	-0,8%	846	831	-1,8%	
LNTT	1.190	1.057	-11,2%	1.604	1.461	-8,9%	1.784	1.761	-1,3%	
LN ròng	815	687	-15,7%	1.099	1.001	-8,9%	1.222	1.223	0,1%	
EPS (đồng)	1.706	1.438	-15,7%	2.299	2.093	-8,9%	2.557	2.559	0,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	14.198	16.149	20.129
Giá vốn hàng bán	(13.423)	(15.350)	(18.974)
Chi phí quản lý DN	(712)	(810)	(785)
Chi phí bán hàng	(89)	(81)	(101)
LN hoạt động thuần	(26)	(92)	270
EBITDA thuần	474	409	754
Chi phí khấu hao	(500)	(500)	(484)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(26)	(92)	270
Thu nhập lãi	278	489	425
Chi phí tài chính	(94)	(96)	(109)
Thu nhập ròng khác	214	145	101
TN từ các Cty LK & LD	507	611	774
LN trước thuế	878	1.057	1.461
Thuế	(200)	(283)	(333)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76)	(87)	(127)
LN ròng	601	687	1.001
Thu nhập trên vốn	601	687	1.001
Cổ tức phổ thông	(554)	(382)	(382)
LN giữ lại	47	305	618

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	5.747	5.895	5.659
Đầu tư ngắn hạn	2.677	3.480	3.654
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.642	4.203	4.853
Hàng tồn kho	2.086	1.266	1.456
Các tài sản ngắn hạn khác	226	257	320
Tổng tài sản ngắn hạn	15.378	15.101	15.941
Tài sản cố định	2.982	2.885	2.759
Tổng đầu tư	5.016	4.890	4.902
Tài sản dài hạn khác	1.468	1.512	1.556
Tổng tài sản	24.845	24.387	25.158
Vay & nợ ngắn hạn	711	761	806
Phải trả người bán	4.282	3.778	4.522
Nợ ngắn hạn khác	3.743	2.675	2.529
Tổng nợ ngắn hạn	8.735	7.213	7.857
Vay & nợ dài hạn	534	495	454
Các khoản phải trả khác	3.041	3.041	3.041
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.621	4.594	4.620
Vốn chủ sở hữu	11.806	12.891	13.079
Lợi ích cổ đông thiểu số	728	747	727
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	24.845	24.387	25.158

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	878	1.057	1.461
Khấu hao	500	500	484
Thuế đã nộp	(155)	(283)	(333)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.102)	(1.316)	(1.226)
Thay đổi VLĐ	(239)	755	(95)
LC tiền thuần HKKD	(118)	714	290
Đầu tư TSCĐ	(253)	(404)	(358)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	13	13	13
Các khoản khác	1.401	196	196
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	1.162	(194)	(149)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	45	10	4
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(554)	(382)	(382)
LC tiền thuần HĐTC	(509)	(372)	(378)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	5.212	5.747	5.895
LC tiền thuần trong năm	535	148	(236)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5.747	5.895	5.659

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	4,2%	4,3%	5,0%
Vòng quay TS	0,56	0,66	0,81
ROAA	2,4%	2,8%	4,0%
Đòn bẩy tài chính	2,13	1,99	1,91
ROAE	5,0%	5,6%	7,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	119,3	95,0	88,0
Số ngày nắm giữ HTK	56,7	30,1	28,0
Số ngày phải trả tiền bán	116,4	89,8	87,0
Vòng quay TSCĐ	4,64	5,51	7,13
ROIC	4,4%	4,6%	6,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	2,1	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,9	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,3	1,2
Vòng quay tiền	59,6	35,3	29,0
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	(29,6%)	13,7%	24,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(81,0%)	249,3%	
Tăng trưởng LN ròng	(3,7%)	14,3%	45,6%
Tăng trưởng EPS	(3,7%)	14,3%	45,6%

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

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: hai.nguyennhoc2@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>