

07/03/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu

hieupm@kbsec.com.vn

### Doanh thu và lợi nhuận gộp 2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 2023 sụt giảm 11% yoy và lợi nhuận gộp giảm mạnh 21% yoy. Giá dầu thô, dầu FO và LPG năm 2023 nhìn chung diễn biến kém hơn hẳn so với 2022 (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Trong cuối năm 2023, thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo hoạt động ổn định đã khiến sản lượng tiêu thụ khí tại các nhà máy nhiệt điện suy giảm.

### Giá dầu thô Brent và dầu FO dự báo đi ngang so với năm 2023, khiến kết quả kinh doanh của GAS năm 2024 có thể không biến động nhiều

Chúng tôi nâng dự báo giá dầu Brent lên 83 USD/thùng và giá dầu FO lên mức 442 USD/tấn cho cả năm 2024 (đều đi ngang so với năm 2023). Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung dầu thô thắt chặt bù trừ cho sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024, khiến thị trường dầu thô duy trì ở trạng thái cân bằng. Với giá định trên, chúng tôi cho rằng GAS có thể ghi nhận tăng trưởng LNST năm 2024 ở mức thấp, đạt 3.2% yoy.

### Dự kiến sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 sẽ ở mức thấp nên chưa đóng góp đáng kể vào doanh thu

Chúng tôi hạ dự báo sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 từ 150 nghìn tấn xuống còn 40 nghìn tấn do lùi giá định ngày phát điện thương mại của nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 sang cuối Quý 1/2025. Trong năm 2024, 100% sản lượng khí LNG dự kiến sẽ được cấp cho các khách hàng công nghiệp tại khu vực miền Nam. Do vẫn chưa có cơ chế tính giá thương mại khí LNG, chúng tôi tạm thời giả định GAS sẽ hỗ trợ giá bán LNG thấp hơn 5% so với mức giá khí nhập vào trong năm 2024 và 2025.

### Khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu 87,100 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là 87,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 8.3% so với giá tại ngày 07/03/2024.

## NẮM GIỮ

Duy trì

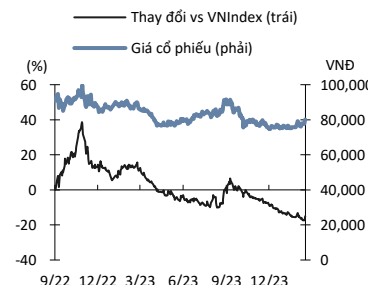
Giá mục tiêu	87,100 VND
Tăng/giảm (%)	8.3%
Giá hiện tại (07/03/2024)	VND80,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND87,400
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	183,969/7,665

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	69.0/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	2.8%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5.8	2.8	-3.5	-8.0
Tương đối	-0.4	-8.7	-5.6	-24.4

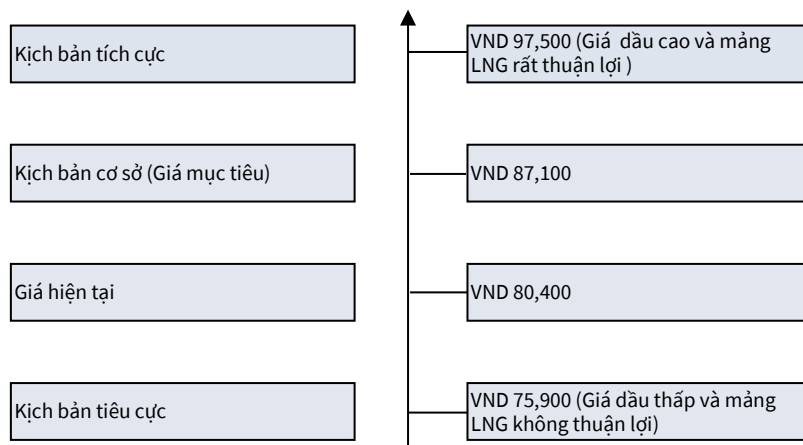
### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	100,724	89,954	91,503	96,355
Lãi/lỗ từ HĐKD	17,799	12,906	13,496	14,081
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	14,794	11,606	11,929	12,244
EPS (VNĐ)	7,647	4,972	5,193	5,330
Tăng trưởng EPS (%)	75.6	-35.0	4.0	3.0
P/E (x)	10.2	15.8	15.1	14.7
P/B (x)	2.5	2.8	2.5	2.3
ROE (%)	24.6	18.1	16.8	15.9
Tỷ suất cổ tức (%)	3.9	4.0	3.8	4.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Quan điểm định giá



### Kịch bản cơ sở:

- 1) Cung cầu dầu thô cân bằng (Giá dầu Brent = 83 USD/thùng)
- 2) Nợn Trạch 3&4 hòa lưới trong 1Q-2Q2025 (Tiêu thụ LNG 2025 = 0.7 triệu tấn)
- 3) Trợ giá 5% so với giá LNG nhập khẩu (BLN gộp mảng LNG 2025 = -5%)

### Kịch bản tích cực:

- 1) Cầu dầu thô tăng do FED nới lỏng sớm (Giá dầu Brent = 88 USD/thùng)
- 2) Nợn Trạch 3&4 hòa lưới trong 1Q2025 (Tiêu thụ LNG 2025 = 0.9 triệu tấn)
- 3) Trợ giá nhẹ do giá khí LNG đầu vào giảm về mức dưới 10 USD/mmBTU (BLN gộp mảng LNG 2025 = -2%)

### Kịch bản tiêu cực:

- 1) Cầu dầu thô yếu do FED trì hoãn nới lỏng (Giá dầu Brent = 78 USD/thùng)
- 2) Nợn Trạch 3&4 chậm trễ đến 2H2025 (Tiêu thụ LNG 2025 = 0.5 triệu tấn)
- 3) Chính sách trợ giá LNG sâu (BLN gộp mảng LNG 2025 = -7%)

Nguồn: KBSV

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2023

### Doanh thu và lợi nhuận gộp 2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 2023 sụt giảm 11% yoy trong khi giá vốn hàng bán chỉ giảm 8.0% yoy đã khiến lợi nhuận gộp giảm mạnh 21% yoy. Giá dầu thô, dầu FO và LPG năm 2023 nhìn chung diễn biến kém hơn hẳn so với 2022 (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Trong giai đoạn cuối năm 2023, thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo hoạt động ổn định đã khiến sản lượng tiêu thụ khí tại các nhà máy nhiệt điện suy giảm. Hoạt động sản xuất nội địa trầm lắng cũng khiến nhu cầu tiêu thụ từ các khách hàng công nghiệp giảm mạnh 11% yoy.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VNĐ)	4Q2022	4Q2023	YoY %	2022	2023	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	22,052	22,571	2%	100,724	89,954	-11%	Doanh thu giảm chủ yếu do giá dầu thô và dầu FO giảm mạnh từ mức nền cao cùng kỳ (-19% yoy và -11% yoy). Sản lượng tiêu thụ giảm 6.4% yoy
Lợi nhuận gộp	4,869	4,058	-17%	21,314	16,925	-21%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	22.1%	18.0%		21.2%	18.8%		
Chi phí SG&A	-1,032	-1,105	7%	-3,515	-4,019	14%	Ghi nhận 153 tỷ VNĐ chi phí dự phòng nợ xấu đối với POW
LN từ HĐKD	3,836	2,953	-23%	17,799	12,906	-27%	
Thu nhập tài chính	490	544	11%	1,568	2,273	45%	Do lãi suất và số dư tiền mặt lớn hơn so với cùng kỳ
Chi phí tài chính	-183	-138	-25%	-671	-587	-13%	Chủ yếu do số dư nợ vay giảm mạnh so với cùng kỳ
Thu nhập khác (ròng)	20	-6	-130%	78	-13	-117%	
LN trước thuế	4,163	3,353	-19%	18,802	14,640	-22%	
LN sau thuế	3,337	2,776	-17%	15,062	11,793	-22%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.1%	12.3%		15.0%	13.1%		
Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)	2,048	1,773	-13.4%	7,798	7,300	-6.4%	
Khách hàng điện	1,445	1,228	-15%	5,550	5,189	-7%	Trong Quý 4/2023, thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo hoạt động ổn định
Khách hàng đạ	319	308	-3%	1,150	1,132	-2%	Giảm nhẹ do bảo dưỡng tại các nhà máy đạ
Khách hàng công nghiệp	301	204	-32%	1,100	980	-11%	Hoạt động sản xuất nội địa yếu kéo theo suy giảm nhu cầu tiêu thụ từ các khu công nghiệp
Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)	483	590	22%	2,040	2,450	20%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	86	82	-5%	103	83	-19%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	370	446	20%	494	442	-11%	
Giá LPG (USD/tấn)	612	613	0%	737	577	-22%	

Nguồn: GAS, KBSV

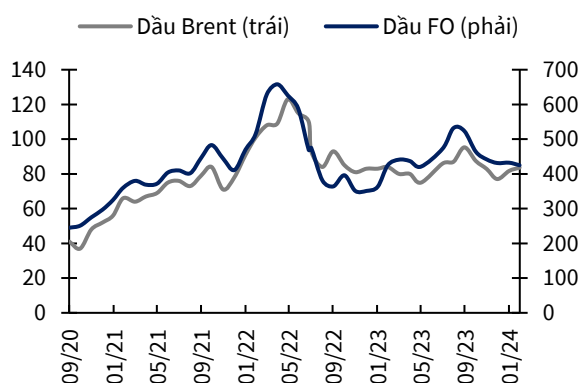
### Giá dầu thô Brent và dầu FO dự báo đi ngang so với năm 2023

Chúng tôi nâng dự báo giá dầu Brent lên 83 USD/thùng và giá dầu FO lên mức 442 USD/tấn cho cả năm 2024 (đều đi ngang so với năm 2023). Mặc dù vẫn đang trong giai đoạn thấp điểm tiêu thụ, giá dầu thô trong Quý 1/2024 diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi chủ yếu do chính sách cắt giảm 2.2 triệu thùng dầu thô/ngày của OPEC+ đã thấm thấu vào thị trường và căng thẳng địa chính trị tại khu vực Biển Đỏ làm gián đoạn chuỗi cung ứng dầu thô toàn cầu. Trong tháng 3/2024, khối OPEC+ cũng đã đồng ý gia hạn chính sách cắt giảm sản lượng hết tháng 6/2024. Như đã đề cập trong Báo cáo chiến lược năm 2024, chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu nhìn chung sẽ ở mức thấp và chỉ được cải thiện khi FED bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ (kỳ vọng trong Quý 3/2024). Mặt khác, chúng tôi dự báo nguồn cung toàn cầu vẫn sẽ duy trì thắt chặt trong năm 2024 chủ yếu do (1) tăng trưởng sản lượng từ các nước ngoài OPEC+ có thể sẽ bị giới hạn do tình trạng thiếu hụt giàn khoan và (2) điểm nghẽn tại khu vực Biển Đỏ có thể duy trì trong dài hạn, khiến tốc độ cung ứng dầu thô toàn cầu giảm sâu. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung thắt chặt sẽ bù trừ cho sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024.

### Dự kiến sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 sẽ ở mức thấp do các dự án nhiệt điện hạ nguồn chậm tiến độ

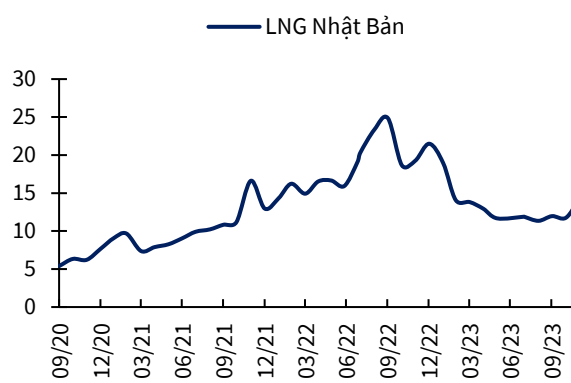
Dự án thương mại LNG vẫn sẽ là động lực tăng trưởng cho GAS trong trung hạn trong bối cảnh dự án Lô B Ô Môn chỉ có thể đón dòng khí đầu tiên trong năm 2027. Đến thời điểm hiện tại, dự án vẫn phải đối mặt với 2 vướng mắc chủ đạo trong khâu hạ nguồn gồm (1) Rủi ro 2 nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 & 4 chậm tiến độ hòa lưới và (2) chưa có cơ chế giá bán khí LNG nội địa cụ thể để hài hòa lợi ích giữa PVN và EVN. Chúng tôi hạ dự báo sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 từ 150 nghìn tấn xuống còn 40 nghìn tấn do lùi giả định ngày phát điện thương mại của nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 sang cuối Quý 1/2025. Trong năm 2024, 100% sản lượng khí LNG dự kiến sẽ được cấp cho các khách hàng công nghiệp tại khu vực miền Nam. Do vẫn chưa có cơ chế tính giá thương mại khí LNG, chúng tôi tạm thời giả định GAS sẽ hỗ trợ giá bán LNG thấp hơn 5% so với mức giá khí nhập vào trong năm 2024 và 2025 (giá định giá LNG châu Á lần lượt 12 USD/mmBTU và 11.5 USD/mmBTU).

Biểu đồ 2. Giá dầu thô Brent (USD/thùng) và giá dầu FO (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Giá khí LNG Nhật Bản (USD/mmBTU)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(Tỷ VNĐ)	2023	2024F	YoY %	Nhận xét
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>89,954</b>	<b>91,503</b>	<b>2%</b>	Điều chỉnh hạ 3% so với báo cáo gần nhất do (1) giảm 5% giá định sản lượng huy động cho khách hàng nhiệt điện khí so với báo cáo gần nhất; (2) giảm giá định sản lượng LNG thương mại từ 150 xuống 40 nghìn tấn; và (3) tăng giá định giá bán khí 6% theo diễn biến giá dầu FO.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>16,925</b>	<b>17,706</b>	<b>5%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>18.8%</b>	<b>19.4%</b>		
Chi phí SG&A	-4,019	-4,210	5%	
LN từ HĐKD	12,906	13,496	4.6%	
Thu nhập tài chính	2,273	2,387	5%	
Chi phí tài chính	-587	-756	29%	Giá định bắt đầu tăng mạnh nợ vay để đầu tư cho các dự án trọng điểm
Thu nhập khác (ròng)	-13	-13	0%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>14,640</b>	<b>15,208</b>	<b>3.9%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>11,793</b>	<b>12,166</b>	<b>3.2%</b>	
<b>Biên lợi nhuận ròng (%)</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.3%</b>		
<b>Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)</b>	<b>7,300</b>	<b>7,475</b>	<b>2.4%</b>	
Khách hàng điện	5,189	5,083	-2%	Bộ Công Thương tăng huy động từ điện than, năng lượng tái tạo
Khách hàng đạm	1,132	1,271	12%	Kỳ vọng ổn định hơn từ mức nền thấp 2023. Không có bảo trì lớn diễn ra trong năm 2024
Khách hàng công nghiệp	980	1,121	14%	Kỳ vọng hoạt động sản xuất nội địa phục hồi
<b>Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)</b>	<b>2,450</b>	<b>2,450</b>	<b>0%</b>	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>0%</b>	Điều chỉnh tăng 6.4% so với báo cáo gần nhất
<b>Giá dầu FO (USD/tấn)</b>	<b>442</b>	<b>442</b>	<b>0%</b>	Điều chỉnh tăng 6.0% so với báo cáo gần nhất
<b>Giá LPG (USD/tấn)</b>	<b>577</b>	<b>577</b>	<b>0%</b>	Điều chỉnh tăng 1.7% so với báo cáo gần nhất

Nguồn: GAS, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu là 87,100 VNĐ/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E với tỷ trọng 70:30 để đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ cho GAS với mức giá mục tiêu là 87,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 8.3% so với giá đóng cửa 80,400 VNĐ/cổ phiếu ngày 07/03/2024. P/E mục tiêu được chọn dựa trên trung vị P/E của GAS trong 5 năm gần nhất.

**Bảng 5. Giá định mô hình định giá FCFF**

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	125,162
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	38,365
Beta	0.69	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>163,527</b>
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	49,847
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-9,244
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>9.1%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTS	-1,487
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>202,643</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,297
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>88,200</b>

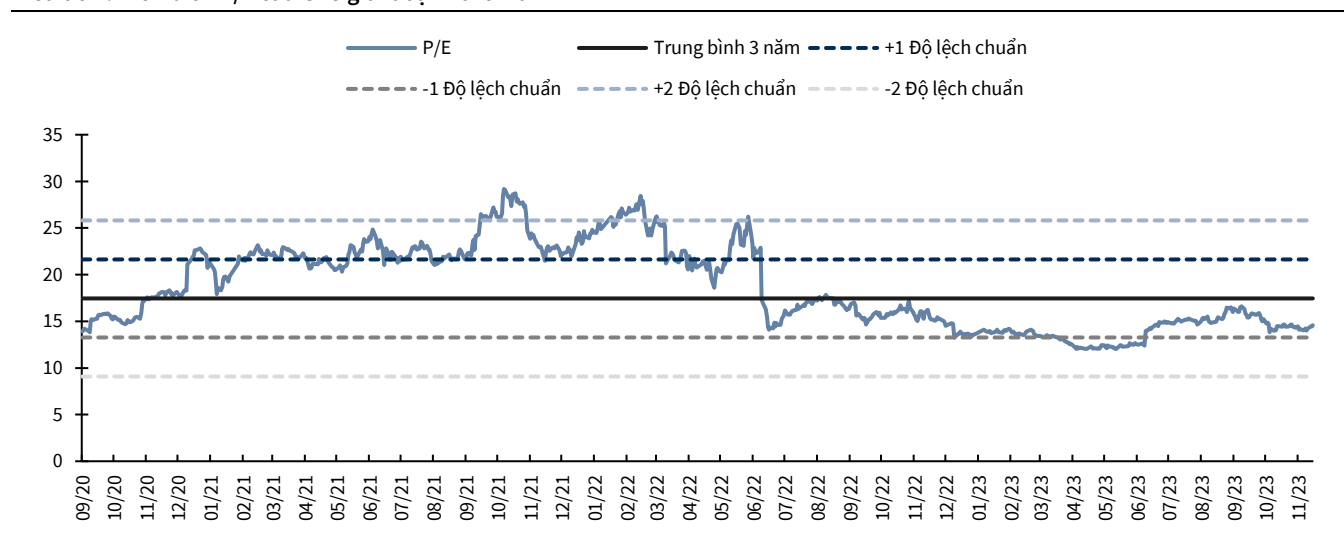
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 6. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	88,200	70%	61,740
P/E (16.3x)	84,646	30%	25,394
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>87,100</b>
Giá hiện tại (07/03/2024)			80,400
Upside			8.3%

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 7. Diễn biến P/E của GAS giai đoạn 2019-2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

## GAS – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2022A – 2025F

<b>Báo cáo Kết quả HKKD</b>					<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>(Tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh số thuần</b>	100,724	89,954	91,503	96,355	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	82,806	87,755	96,481	105,651
Giá vốn hàng bán	-79,409	-73,029	-73,797	-77,841	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	55,652	62,218	68,377	72,812
Lãi gộp	21,314	16,925	17,706	18,514	Tiền và tương đương tiền	10,549	5,669	14,762	18,246
Thu nhập tài chính	1,568	2,273	2,387	2,506	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	23,726	35,085	35,085	35,085
Chi phí tài chính	-671	-587	-756	-1,059	Các khoản phải thu	16,191	16,865	15,042	15,839
Trong đó: Chi phí lãi vay	-337	-340	-438	-614	Hàng tồn kho, ròng	4,102	3,945	2,831	2,986
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	28	27	27	27	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	27,155	25,537	28,104	32,839
Chi phí bán hàng	-2,440	-2,544	-2,587	-2,724	Phải thu dài hạn	169	318	318	318
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,075	-1,475	-1,623	-1,709	Tài sản cố định	16,370	19,532	22,099	26,834
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	17,799	12,906	13,496	14,081	Tài sản dở dang dài hạn	6,121	1,781	1,781	1,781
Thu nhập khác	112	20	20	20	Đầu tư dài hạn	36	32	32	32
Chi phí khác	34	-34	-34	-34	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	78	-13	-13	-13	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	21,489	22,456	24,201	27,176
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	2	3	Nợ ngắn hạn	12,488	14,972	13,787	13,860
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	18,802	14,640	15,208	15,609	Phải trả người bán	6,652	7,138	5,515	5,808
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-3,740	-2,812	-3,042	-3,122	Người mua trả tiền trước	128	119	119	119
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	15,062	11,793	12,166	12,487	Vay ngắn hạn	45	1,605	2,043	1,823
Lợi ích của cổ đông thiểu số	268	187	237	243	Nợ dài hạn	9,001	7,484	10,414	13,316
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	14,794	11,606	11,929	12,244	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	22	22	22	20
					Vay dài hạn	6,038	4,271	7,201	10,103
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	61,317	65,299	72,280	78,475
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	Vốn góp	19,140	22,967	22,970	22,970
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21.2%	18.8%	19.4%	19.2%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất EBITDA	20.8%	17.7%	19.6%	19.7%	Lãi chưa phân phối	19,243	16,880	23,621	29,573
Tỷ suất EBIT	17.7%	14.4%	14.8%	14.6%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	21,476	24,202	24,202	24,202
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	18.7%	16.3%	16.6%	16.2%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,458	1,250	1,487	1,730
Tỷ suất lãi hoạt động KD	17.7%	14.3%	14.7%	14.6%					
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.0%	13.1%	13.3%	13.0%					
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>Chỉ số chính</b>				
<b>(Tỷ VNĐ)</b>					<b>(x, %, VNĐ)</b>				
Lãi trước thuế	18,802	14,640	15,208	15,609	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	3,104	3,051	4,423	4,903	P/E	10.2	15.8	15.1	14.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-992	-1,857	0	0	P/E pha loãng	10.2	15.8	15.1	14.7
Chi phí lãi vay	325	340	438	614	P/B	2.5	2.8	2.5	2.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	21,239	16,174	20,069	21,126	P/S	1.5	2.0	2.0	1.9
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	782	-625	1,823	-797	P/Tangible Book	2.5	2.8	2.5	2.3
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-878	109	1,114	-155	P/Cash Flow	12.1	13.6	10.1	10.8
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-3,902	932	-1,623	293	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.0	11.4	9.8	9.2
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-290	598	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	8.3	14.1	13.0	12.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-4,497	-3,945	-3,480	-3,736					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	12,440	13,226	17,903	16,731	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,006	-1,769	-6,990	-9,637	ROE%	24.6%	18.1%	16.8%	15.9%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	1	0	0	ROA%	18.2%	13.4%	12.6%	11.8%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-40,613	-50,199	-50,199	-50,199	ROIC%	29.8%	18.8%	19.3%	18.7%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	41,432	39,155	50,199	50,199	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-40	0	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.7	2.7	3.6	3.9
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-60	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	4.0	3.9	4.7	5.0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,330	2,165	1,703	1,748	Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.5	4.2	5.0	5.3
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	43	-10,647	-5,287	-7,889	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	9.8%	6.5%	10.0%	12.9%
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	159	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	7.3%	4.9%	7.5%	9.6%
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1%	2.5%	2.8%	2.3%
Tiền thu được các khoản đi vay	1,325	2,076	4,632	5,562	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1%	1.8%	2.1%	1.7%
Tiền trả các khoản đi vay	-3,371	-2,419	-1,264	-2,880	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	20%	23%	19%	18%
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	15%	17%	14%	13%
Cổ tức đã trả	-5,882	-7,122	-6,891	-8,040	Tổng công nợ/Vốn CSH	35%	34%	33%	35%
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	26%	26%	25%	26%
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-7,769	-7,466	-3,523	-5,358	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	4,715	-4,887	9,093	3,484	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.1	5.4	5.7	6.2
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,833	10,549	5,669	14,762	Hệ số quay vòng HTK	21.6	18.2	26.1	26.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	10,550	5,669	14,762	18,246	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	15.2	13.1	14.5	17.0

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anh1d@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn



## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.