

## TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND17.100

Giá mục tiêu

VND19.800

Tỷ suất cổ tức

2,95%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 25/02/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: Mua:4 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 26,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Nâng dự phóng EPS 2021 lên 22,7%
- Nâng dự phóng EPS 2022 lên 23,1%
- Nâng dự phóng EPS 2023 lên 24,8%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	19.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	6.431
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	74.513tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.712
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	8,43
P/B hiện tại (x)	1,14

### Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam Group	51,0%
Yurie Vietnam Securities	6,2%
PVCom Bank	5,1%
Khác	37,7%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:

**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

**Phạm Lê Mai**

mai.phamle@vndirect.com.vn

## Vững vàng qua vùng biến động

- Doanh thu năm 2020 của PVT giảm 3,9% xuống 7.458 tỷ đồng và LN ròng giảm 11% xuống 614 tỷ đồng, vượt kỳ vọng của chúng tôi.
- Chúng tôi nâng dự phóng EPS 2021-23 lên 22,7%-24,8% để phản ánh triển vọng tươi sáng khi PVT khởi động lại kế hoạch mở rộng đội tàu trong 2021.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu cao hơn là 19.800 đồng.

### Tăng trưởng LN ròng Q4/20 mạnh mẽ đến từ thu nhập ngoài hoạt động

Doanh thu (DT) Q4/20 của PVT tăng 14,2% svck lên 2.208 tỷ đồng và LN ròng tăng mạnh 32,3% svck lên 262,5 tỷ đồng nhờ vào (1) 36,3 tỷ đồng thu nhập khác đến từ phí lưu tàu, (2) hoàn nhập chi phí dự phòng được ghi nhận từ đầu năm và (3) doanh thu từ hoạt động tài chính tăng 92% svck lên 129,1 tỷ đồng một phần đến từ việc PVT trì hoãn kế hoạch giải ngân vốn đầu tư.

### KQKD năm 2020 vượt kỳ vọng của chúng tôi

DT 2020 của PVT giảm 3,9% svck xuống 7.458 tỷ đồng, vượt 19% dự phóng của chúng tôi. Trong khi đó, LN ròng giảm 11% svck xuống 613,5 tỷ đồng do PVT đã thực hiện giảm giá cước thuê tàu để hỗ trợ khách hàng trong năm 2020. Tuy nhiên, LN ròng vẫn vượt 19,2% dự phóng của chúng tôi nhờ vào sản lượng vận chuyển (LPG và dầu thành phẩm) và thu nhập tài chính cao hơn kỳ vọng.

### Bảng cân đối lành mạnh là điểm tựa cho kế hoạch trẻ hóa đội tàu

Nhờ vào việc trì hoãn kế hoạch mở rộng đội tàu trong năm 2020, tài khoản tiền và tương đương tiền đã tăng 24% svck lên 3.332 tỷ đồng vào cuối năm, chiếm gần 72% tổng tài sản ngắn hạn của PVT. Ngoài ra, công ty cũng tích cực chi trả nợ vay trong năm, giúp tổng nợ vay giảm 24% svck xuống 2.602 tỷ đồng, cải thiện tỷ lệ D/E lên mức 0,42 vào cuối 2020. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ giải ngân trên 4.700 tỷ đồng vốn đầu tư trong giai đoạn 2021-23 để mua thêm 7 tàu mới, thúc đẩy LN gộp mảng vận tải đạt mức tăng trưởng kép là 8,5%.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng đạt 6,9% giai đoạn 2021-23

Tăng trưởng LN ròng dự kiến được thúc đẩy bởi (1) sự phục hồi của giá cước từ giữa năm 2021 nhờ giá dầu cao hơn và (2) biên lãi gộp mảng vận tải dầu thô cải thiện 4,7 điểm % từ năm 2020 lên 20,9% vào năm 2022 nhờ vào việc đầu tư tàu VLCC trong nửa cuối năm 2021.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 19.800 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 19.800 đồng do điều chỉnh tăng dự phóng EPS 2021-23 lên 22,7-24,8%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa theo tỷ trọng tương đương 2 phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu 2021-23 là 9,1x. Tiềm năng tăng giá gồm sản lượng vận tải dầu thành phẩm và LPG cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là giá dầu/ giá cước giảm.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.758	7.458	8.339	8.899
Tăng trưởng DT thuần	3,1%	(3,9%)	11,8%	6,7%
Biên lợi nhuận gộp	15,4%	14,3%	14,7%	15,0%
Biên EBITDA	24,9%	26,5%	25,2%	25,5%
LN ròng (tỷ)	690	613	656	708
Tăng trưởng LN ròng	5,8%	(11,0%)	7,0%	7,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	5,8%	(11,0%)	7,0%	7,8%
EPS cơ bản	2.450	2.028	2.028	2.187
EPS điều chỉnh	2.450	2.028	2.028	2.186
BVPS	15.567	14.949	15.063	15.844
ROAE	16,4%	13,3%	13,5%	14,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## VỮNG VÀNG QUA VÙNG BIẾN ĐỘNG

### KQKD 2020: Vượt kỳ vọng của chúng tôi

Hình 1: KQKD Q4/20 và 2020

	Q4/19	Q4/20	% svck	2019	2020	% svck	sv dự phóng Nhận định 2020
Doanh thu thuần	1.932,6	2.207,8	14,2%	7.758,4	7.458,1	-3,9%	119,0% Cao hơn dự phóng của chúng tôi do hoạt động mảng vận tải trong năm 2020 tốt hơn kỳ vọng
Vận tải	1.145,5	1.499,0	30,9%	4.751,8	5.182,6	9,1%	
FSO/FPSO	290,4	173,3	-40,3%	1.092,2	908,0	-16,9%	
Thương mại và khác	496,8	535,5	7,8%	1.914,4	1.367,5	-28,6%	
LN gộp	337,4	332,1	-1,6%	1.191,0	1.067,2	-10,4%	111,2%
Vận tải	254,5	276,7	8,7%	842,7	811,6	-3,7%	
FSO/FPSO	54,8	40,8	-25,6%	299,1	238,9	-20,1%	
Thương mại và khác	27,6	14,7	-46,9%	48,7	16,7	-65,8%	
Biên LN gộp	17,5%	15,0%	-2.5 điểm %	15,4%	14,3%	-1.1 điểm %	
Vận tải	22,2%	18,5%	-3.7 điểm %	17,7%	15,7%	-2.0 điểm %	
FSO/FPSO	18,9%	23,5%	+4.6 điểm %	27,4%	26,3%	-1.1 điểm %	
Thương mại và khác	5,6%	2,7%	-2.9 điểm %	2,5%	1,2%	-1.3 điểm %	
Chi phí bán hàng	4,6	5,8	25,3%	13,7	13,6	-1,1%	144,8%
Chi phí QLDN	88,0	75,0	-14,8%	249,4	260,3	4,4%	115,3%
EBIT	244,8	251,3	2,7%	927,9	793,3	-14,5%	109,5%
Doanh thu tài chính	67,3	129,1	91,9%	221,0	270,4	22,4%	154,3% Cao hơn dự phóng của chúng tôi do PVT đã trì hoãn kế hoạch mua tàu do dịch Covid-19, tổng vốn đầu tư năm 2020 chỉ đạt 165,7 tỷ đồng
Chi phí tài chính	44,6	34,2	-23,2%	192,9	173,9	-9,9%	101,5%
LNTT	295,3	393,5	33,2%	1.016,2	980,0	-3,6%	127,3%
LN ròng	198,4	262,5	32,3%	689,6	613,5	-11,0%	119,2%

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PVTrans báo cáo doanh thu năm 2020 giảm 3,9% svck xuống 7.458 tỷ đồng, vượt 19% dự phóng của chúng tôi nhờ đóng góp cao hơn của mảng vận tải dầu thành phẩm và LPG. Trong năm 2020, tất cả các hoạt động kinh doanh chính của PVT đều bị tác động tiêu cực bởi đại dịch cũng như việc giá dầu lao dốc.

- Mảng vận tải ghi nhận DT năm 2020 tăng 9,1% svck, chủ yếu nhờ vào sản lượng vận chuyển LPG tăng (+37% svck) giúp bù đắp sự sụt giảm sản lượng vận chuyển dầu thô (-40% svck) và việc giảm giá cước áp dụng cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất (từ tháng 4 đến tháng 9/2020). Tuy nhiên, biên lãi gộp mảng vận tải giảm 2,0 điểm % xuống còn 15,7% do (1) các chi phí phát sinh liên quan đến dịch Covid-19, (2) vận chuyển LPG có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với dầu thô, và (3) tỷ suất lợi nhuận thấp hơn của thị trường quốc tế, nơi đóng góp tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu của PVT.
- Mảng FSO/FPSO ghi nhận DT giảm 17% svck và LN gộp giảm 20% svck, chủ yếu do giá thuê tàu FSO Đại Hùng giảm do tàu trải qua đợt bảo dưỡng và chuyển hóa thành tàu FPSO cùng với việc giá dầu thế giới giảm mạnh trong năm 2020.

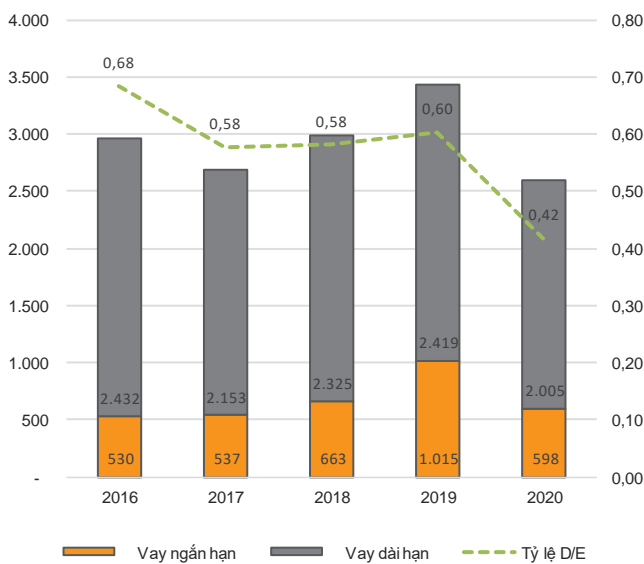
Mặc dù biên lãi gộp giảm 1,1 điểm %, LNTT của PVT trong năm 2020 chỉ giảm 3,6% svck xuống còn 980 tỷ đồng nhờ vào thu nhập từ hoạt động tài chính tăng 3,4 lần svck (~96,5 tỷ đồng) và thu nhập khác tăng 138% svck (~62,3 tỷ đồng). Tuy nhiên, LN ròng vẫn giảm 11% svck xuống còn 613,5 tỷ đồng do thuế suất hiệu dụng và lợi ích của cổ đông thiểu số cao hơn.

**Triển vọng năm 2021: Khởi động lại kế hoạch đầu tư đầy tham vọng**

**Bảng cân đối lành mạnh hơn hỗ trợ cho kế hoạch trẻ hóa đội tàu**

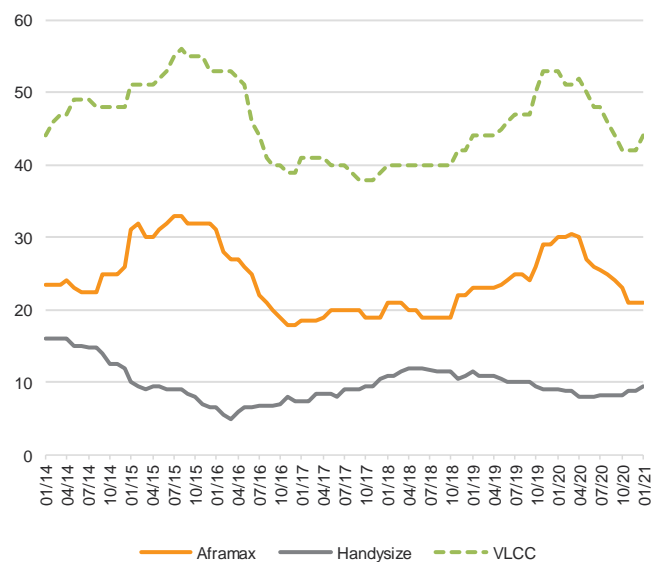
Tổng số dư tiền (bao gồm tiền & tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn) tăng 24% svck lên 3.332 tỷ đồng cuối năm 2020, chiếm gần 72% tài sản ngắn hạn của PVT. PVT cũng đã tích cực thanh toán nợ vay khi công ty tri hoãn kế hoạch mua tàu trong năm 2020 do ảnh hưởng của dịch Covid-19, dẫn đến tổng nợ vay giảm 24% svck xuống 2.602 tỷ đồng và tỷ lệ D/E cải thiện từ mức 0,6 cuối năm 2019 lên mức 0,42 cuối năm 2020. Chúng tôi tin rằng tình hình tài chính tốt hơn hơn sẽ tạo tiền đề cho kế hoạch mở rộng đội tàu của PVT trong giai đoạn 2021-23. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ giải ngân hơn 4.700 tỷ đồng cho kế hoạch đầu tư trong giai đoạn này, ước tính được tài trợ bằng 70% vốn vay và 30% vốn chủ sở hữu.

Hình 2: Tỷ lệ D/E cải thiện lên mức 0,42 vào cuối năm 2020



Nguồn: VND RESEARCH

Hình 3: Giá trung bình một số loại tàu 10 năm tuổi, triệu USD



Nguồn: VND RESEARCH

Vào ngày 09/02/2021, PVT thông báo việc mua lại tàu chở dầu/hóa chất (PVT Azura) có tải trọng 19.945 DWT. Theo PVTrans, con tàu này đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn khắt khe của ngành hàng hải quốc tế và đã đi vào hoạt động ngay sau khi tiếp nhận, phục vụ cho khách hàng Nhật Bản với hải trình từ Nhật đến Trung Đông.

**Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép LN ròng đạt 6,9% trong giai đoạn 2021-23**

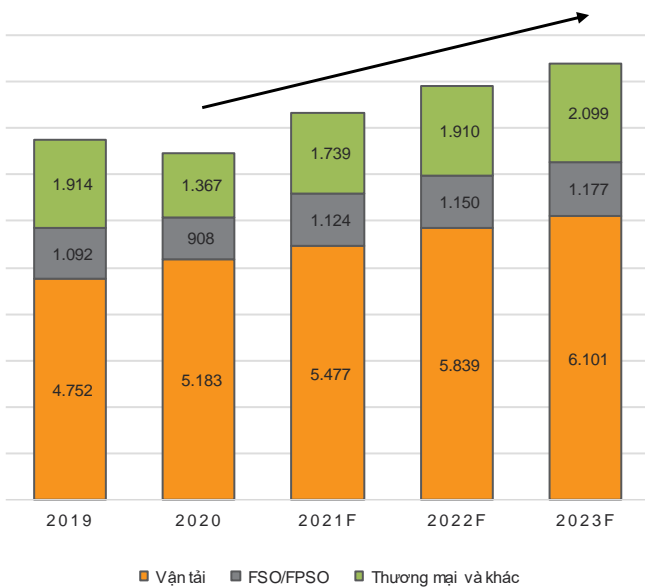
Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ mua 1 tàu VLCC mới trong nửa cuối năm 2021, giúp thúc đẩy biên lãi gộp mảng vận tải dầu thô tăng thêm 1,9 điểm % lên 18,1% trong năm 2021. Theo ban lãnh đạo, biên lãi gộp vận chuyển bằng tàu VLCC sẽ tăng lên mức 15-20% sau khi đầu tư so với mức 1 con số như hiện tại. Điều này rất quan trọng để giúp công ty duy trì biên lãi gộp mảng vận tải dầu thô, vì chúng tôi cho rằng tình trạng cạn kiệt ở các mỏ dầu tại Việt Nam sẽ buộc PVT phải tìm thêm khách hàng quốc tế để bù đắp cho phần sản lượng bị mất đi. Tuy nhiên, vận tải cho khách hàng quốc tế thường có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với khách hàng trong nước.

Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ đầu tư 2 tàu dầu thành phẩm để đáp ứng sản lượng dầu thành phẩm tăng lên khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn tiếp tục duy trì hiệu suất hoạt động cao và nhà máy lọc dầu Dung Quất quay trở lại hoạt động tối đa công suất trong năm 2021. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ mua thêm 2 tàu hàng rời để chuẩn bị cho việc tham gia vận chuyển than cho nhà máy nhiệt điện Sông Hậu, được kỳ vọng đi vào hoạt động trong năm 2021 với nhu cầu than nguyên liệu vào khoảng 3 triệu tấn/năm. Chúng tôi ước tính sản lượng vận chuyển than của PVT sẽ tăng trưởng với CAGR đạt 10,8% trong giai đoạn 2021-23. Đối với mảng LPG, chúng tôi dự báo

PVT sẽ đầu tư thêm 2 tàu (gồm 1 tàu VLGC có sức chứa 75.000-85.000 m<sup>3</sup> khí trong năm 2022 khi nhà máy Hyosung LPG dự kiến đi vào hoạt động), kéo theo sản lượng vận tải LPG tăng trưởng đạt mức CAGR là 8,2% trong giai đoạn 2021-23

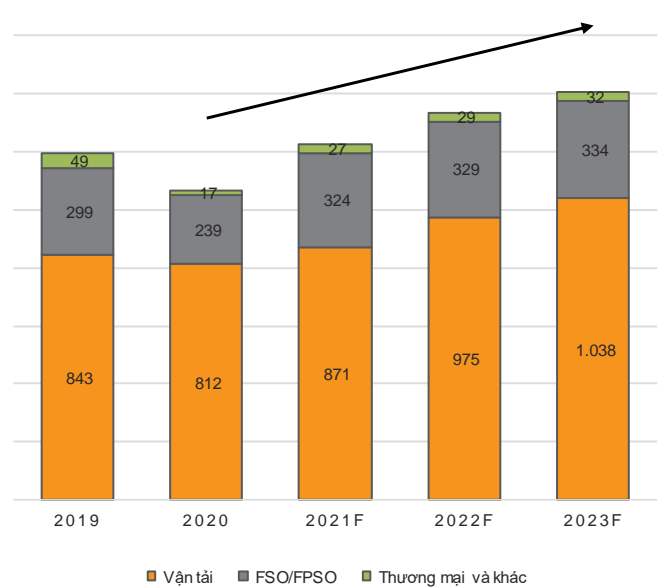
Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng EPS 2021-23 lên 22, %-24,8% để phản ánh kết quả tốt hơn kỳ vọng của mảng vận tải LPG và dầu thành phẩm trong năm 2020. Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng trưởng với mức CAGR đạt 6,9% trong giai đoạn 2021-23, nhờ vào sự ổn định đến hồi phục nhẹ của giá cước vận tải, tỷ suất lợi nhuận tăng đến từ việc đầu tư tàu VLCC, và tiềm năng phục hồi của mảng FSO/FPSO từ năm 2021 trở đi khi việc giá dầu trung bình tăng 17,8% có thể thúc đẩy một đợt điều chỉnh tăng giá thuê tàu.

Hình 4: Doanh thu theo từng mảng, 2019-23F



Nguồn: VND RESEARCH

Hình 5: LN gộp theo từng mảng, 2019-23F



Nguồn: VND RESEARCH

Hình 6: Các thay đổi trong dự phóng

ĐVT: tỷ đồng	2021F		2022F		2023F		Nhận định	
	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ
Doanh thu thuần	8.339	17,0%	7.816	8.899	13,9%	8.161	9.378	14,9%
LN gộp	1.222	15,2%	1.144	1.333	16,5%	1.181	1.404	18,8%
Biên LN gộp	14,7%	-0,2% pts	14,6%	15,0%	0,3% pts	14,5%	15,0%	0,5% pts
Chi phí bán hàng	(15)	42,3%	(12)	(16)	38,5%	(12)	(17)	39,8%
Chi phí QLDN	(291)	13,3%	(282)	(311)	10,2%	(294)	(327)	11,3%
EBIT	916	15,4%	851	1.006	18,3%	875	1.059	21,1%
Doanh thu tài chính	253	38,3%	208	271	30,4%	222	288	29,6%
Chi phí tài chính	(218)	-2,3%	(251)	(251)	0,2%	(253)	(260)	2,8%
LNTT	1.027	28,5%	860	1.108	28,9%	898	1.173	30,7%
LN ròng	656	22,7%	575	708	23,1%	600	749	24,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 19.800 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 19.800 đồng vì chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tích cực của PVT từ năm 2021 trở đi khi công ty khởi động lại kế hoạch mở rộng đội tàu đầy tham vọng của mình. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương 2 phương pháp định giá DCF (WACC: 12,2% và Tăng trưởng dài hạn: 1%) và P/E mục tiêu 2021-23 là 9,1x. Chúng tôi nâng P/E mục tiêu 2021-23 từ 7,7x lên 9,1x (+1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 5 năm) do sự đánh giá lại đối với thị trường trong điều kiện thanh khoản tăng cao và được hỗ trợ từ việc giá dầu tăng mạnh (dầu Brent tăng 26% kể từ đầu năm)

Tiềm năng tăng giá gồm sản lượng vận tải dầu thành phẩm và LPG cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là giá dầu và giá cước giảm.

Hình 7: Định giá DCF - Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	12/20A	12/21F	12/22F	12/23F	12/24F	12/25F	12/30F	12/35F	CAGR 20-35F
Tổng doanh thu	7.458	8.339	8.899	9.378	9.712	10.024	11.266	12.075	3,3%
% svck	-3,9%	11,8%	6,7%	5,4%	3,6%	3,2%	1,9%	1,1%	
GVHB & OPEX	(6.665)	(7.423)	(7.893)	(8.318)	(8.615)	(8.891)	(9.994)	(10.711)	
EBIT	793	916	1.006	1.059	1.097	1.132	1.273	1.364	3,7%
Biên LN hoạt động KD	10,6%	11,0%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	
Thuế khả dụng	-22,4%	-20,8%	-20,8%	-20,8%	-20,8%	-20,8%	-20,8%	-20,8%	
EBIT * (1-Mức thuế)	616	725	797	839	869	896	1.008	1.080	3,8%
+ Chi phí khấu hao	880	906	973	1.005	1.041	1.075	1.208	1.295	
% doanh thu	11,8%	10,9%	10,9%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
- CapEx	(166)	(1.835)	(1.602)	(1.313)	(738)	(762)	(856)	(918)	
% doanh thu	-2,2%	-22,0%	-18,0%	-14,0%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-7,6%	
+ Thay đổi vốn lưu động	130	(18)	(31)	(27)	(27)	(31)	(33)	(36)	
% doanh thu	1,7%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	187	112	102	114	120	120	137	146	
% doanh thu	2,5%	1,3%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	1.646	(109)	239	618	1.264	1.299	1.463	1.568	

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 8: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Lãi xuất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	16,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 9: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	6.319
Nợ	3.619
Chi phí nợ	7,0%
Mức thuế	20,0%
<b>WACC</b>	<b>12,2%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,0%</b>

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	19.775	50%	9.887
P/E mục tiêu 2021-23 ở mức 9,1x	19.806	50%	9.903
Giá trị hợp lý			19.790
Giá mục tiêu			19.800

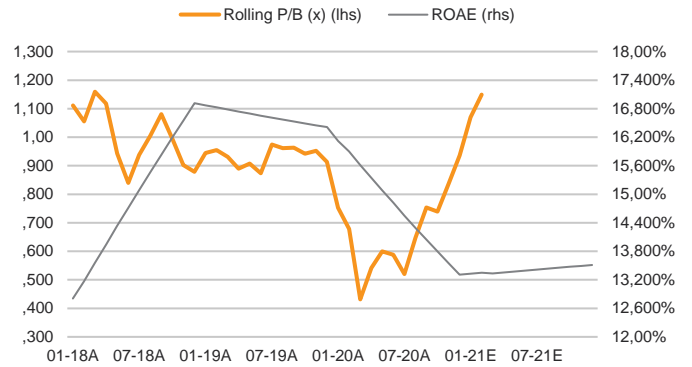
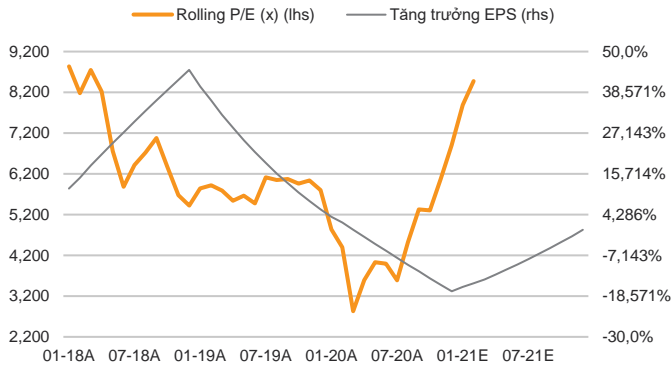
Nguồn: VND RESEARCH

Hình 11: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022
PVTrans	PVT VN	KHÀ QUAN	17.100	19.800	245	8,4	8,4	7,8	1,14	1,14	1,08	13,3%	13,5%	14,1%	5,6%	5,6%	5,5%
CTCP Vận tải Xăng dầu VPCO	VIP VN	KKN	8.800	NA	25	8,8	NA	NA	0,52	NA	NA	6,0%	NA	NA	4,3%	NA	NA
CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO	VTO VN	KKN	8.500	NA	29	9,6	NA	NA	0,59	NA	NA	6,1%	NA	NA	3,7%	NA	NA
Pakistan National Shipping Corp	PNSC PA	KKN	92,89	NA	77	4,4	NA	NA	0,35	NA	NA	8,1%	NA	NA	6,1%	NA	NA
Shipping Corp of India Ltd	SCI IN	KKN	89	NA	569	12,3	8,5	10,0	0,55	NA	NA	4,6%	6,3%	5,1%	2,4%	NA	NA
Great Eastern Shipping Co Ltd/The	GESCO IN	KKN	261	NA	527	18,7	6,8	6,9	0,57	NA	NA	3,0%	8,1%	8,9%	1,5%	NA	NA
Trung bình					245	10,4	7,9	8,3	0,62			6,8%	9,3%	9,4%	3,9%		
<b>Trung bình (loại trừ PVT)</b>					<b>245</b>	<b>10,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>0,51</b>			<b>5,6%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>3,6%</b>		

Nguồn: BLOOMBERG, VND RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 24/02)

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	7.458	8.339	8.899
Giá vốn hàng bán	(6.391)	(7.117)	(7.566)
Chi phí quản lý DN	(260)	(291)	(311)
Chi phí bán hàng	(14)	(15)	(16)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>793</b>	<b>916</b>	<b>1.006</b>
EBITDA thuần	1.673	1.822	1.979
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(880)</b>	<b>(906)</b>	<b>(973)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>793</b>	<b>916</b>	<b>1.006</b>
Thu nhập lãi	270	253	271
Chi phí tài chính	(174)	(218)	(251)
Thu nhập ròng khác	62	45	49
TN từ các Cty LK & LD	28	31	33
<b>LN trước thuế</b>	<b>980</b>	<b>1.027</b>	<b>1.108</b>
Thuế	(220)	(214)	(231)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(147)	(157)	(170)
<b>LN ròng</b>	<b>613</b>	<b>656</b>	<b>708</b>
Thu nhập trên vốn	613	656	708
Cổ tức phổ thông	(168)	(129)	(324)
<b>LN giữ lại</b>	<b>445</b>	<b>527</b>	<b>384</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	2.287	2.846	3.087
Đầu tư ngắn hạn	1.045	738	738
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.069	1.081	1.154
Hàng tồn kho	112	133	141
Các tài sản ngắn hạn khác	120	134	143
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.634</b>	<b>4.933</b>	<b>5.264</b>
Tài sản cố định	5.860	6.788	7.417
Tổng đầu tư	251	255	260
Tài sản dài hạn khác	337	370	408
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.082</b>	<b>12.347</b>	<b>13.348</b>
Vay & nợ ngắn hạn	598	831	957
Phải trả người bán	730	745	795
Nợ ngắn hạn khác	1.146	1.281	1.367
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.473</b>	<b>2.857</b>	<b>3.119</b>
Vay & nợ dài hạn	2.005	2.788	3.212
Các khoản phải trả khác	384	384	384
Vốn điều lệ và	3.237	3.237	3.237
LN giữ lại	828	865	1.118
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.838</b>	<b>4.875</b>	<b>5.128</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.382	1.444	1.505
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.082</b>	<b>12.347</b>	<b>13.348</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>980</b>	<b>1.027</b>	<b>1.108</b>
Khấu hao	880	906	973
Thuế đã nộp	(200)	(214)	(231)
Các khoản điều chỉnh khác	(153)	(394)	(402)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>130</b>	<b>(18)</b>	<b>(31)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>1.636</b>	<b>1.308</b>	<b>1.417</b>
Đầu tư TSCĐ	(166)	(1.835)	(1.602)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	20	20	20
Các khoản khác	616	179	179
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>470</b>	<b>(1.636)</b>	<b>(1.403)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(858)	1.016	551
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(168)	(129)	(324)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.026)</b>	<b>887</b>	<b>227</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.208	2.287	2.846
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>1.080</b>	<b>559</b>	<b>241</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.287	2.846	3.087

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	8,2%	7,9%	8,0%
Vòng quay TS	0,68	0,71	0,69
ROAA	5,6%	5,6%	5,5%
Đòn bẩy tài chính	2,39	2,41	2,57
ROAE	13,3%	13,5%	14,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	52,5	47,3	47,3
Số ngày nắm giữ HTK	6,4	6,8	6,8
Số ngày phải trả tiền bán	41,8	38,2	38,4
Vòng quay TSCĐ	1,18	1,32	1,25
ROIC	7,0%	6,6%	6,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,9	1,7	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,7	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,3	1,3	1,2
Vòng quay tiền	17,1	15,9	15,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(3,9%)	11,8%	6,7%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(14,5%)	15,4%	9,9%
Tăng trưởng LN ròng	(11,0%)	7,0%	7,8%
Tăng trưởng EPS	(17,2%)	0,0%	7,8%

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 - Phó Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [mai.phamle@vndirect.com.vn](mailto:mai.phamle@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: [hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>