

## CTCP GEMADEPT (GMD) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>k</b>
VND36.400	VND44.900	0%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 14/05/2021

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

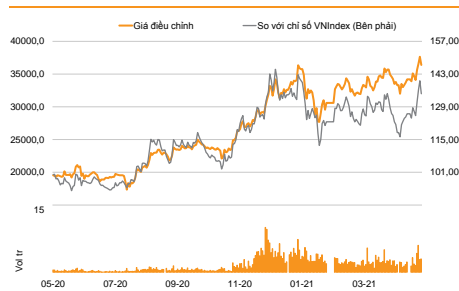
Consensus\*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng EPS 2021-23 thêm 14,7-40,0%.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	37.650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	80.232tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.347
Free float (%)	85
P/E trượt (x)	29,6
P/B hiện tại (x)	1,86

### Cơ cấu sở hữu

Vietnam Investment Fund II, Limited	14,4%
SSJ Consulting Co., LTD	10,0%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	5,2%
Khác	70,40%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

## Triển vọng tích cực hơn cho Gemalink

- Nhờ hoạt động tích cực của khối cảng biển, LN ròng Q1/21 của GMD tăng 29,3% svck lên 147 tỷ đồng, vượt xa kỳ vọng của chúng tôi.
- Điều chỉnh tăng EPS giai đoạn 2021-2023 lên 14,7-40,0% dựa trên triển vọng tích cực cho Gemalink và khối cảng biển.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu 44.900 VND/cp (+25,1%).

### KQKD Q1/21 vượt xa kỳ vọng

Doanh thu Q1/21 tăng 14,4% svck lên 687 tỷ đồng trong đó DT dịch vụ cảng tăng 15,6% svck nhờ lượng container thông qua các cảng của GMD tăng 32,0% svck và phí xếp dỡ bình quân giảm 12,4% svck. Trong khi đó DT mảng logistics chỉ tăng 8,2% svck do thị trường cạnh tranh cao. Mặc dù (1) biên LN gộp giảm 1,85% chủ yếu do biên LN gộp mảng logistics giảm mạnh và (2) LN từ các công ty liên kết giảm 58,6% svck do Gemalink chưa chạy chính thức trong Q1/21 như dự kiến, LN ròng Q1/21 vẫn tăng 29,3% nhờ vào chi phí quản lý giảm (-23,4% svck) do GMD tiếp tục cắt giảm chi phí nhân công và giảm chi phí tài chính (-51% svck) khi lỗ tỷ giá giảm 85,5% svck. LN ròng Q1/21 của GMD đã hoàn thành 31,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Gemalink là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của GMD từ 2021

Chúng tôi tin rằng Gemalink sẽ thúc đẩy GMD tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2021 bởi (1) Giai đoạn 1 của Gemalink đã hoàn thành quá trình xây dựng và dự kiến chính thức đi vào hoạt động vào T5/2021, với hiệu suất sử dụng ước tính là 80-110% trong năm 2021-2023, (2) Giai đoạn 2 của Gemalink sẽ bắt đầu xây dựng vào Q4/2021 và dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2023 giúp tăng thêm 900.000 TEU vào công suất thiết kế của Gemalink (tổng công suất được nâng lên 2.400.000 TEU/năm). Chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ hoạt động với công suất tối đa là 110% hiệu suất vào năm 2025, đóng góp 734 tỷ đồng LN ròng và chiếm 51,5% LN ròng của GMD (so với 4,4% trong năm 2021).

### Nâng EPS 2021-2023 lên 14,7-40,0% nhờ triển vọng tích cực với Gemalink

Thay đổi dự phóng dựa trên: (1) DT dịch vụ cảng tăng 9,0-11,5% svck do triển vọng tích cực đối với các cảng của GMD, (2) DT logistics giảm 20,0-32,6% svck do cạnh tranh cao và (3) LN ròng của Gemalink tăng từ -5 và 329 tỷ đồng lên 24 và 516 tỷ đồng giai đoạn 2021-2023 thúc đẩy EPS của GMD tăng mạnh.

### Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu 44.900 đồng/ cp

Rủi ro tăng giá bao gồm (1) sản lượng container và phí xếp dỡ cao hơn dự kiến và (2) thoái vốn ngoài ngành với giá cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là (1) tình hình Covid-19 gây khó khăn trong hoạt động giao thương toàn cầu và (2) phí xếp dỡ thấp hơn dự kiến do cạnh tranh cao trong ngành.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.643	2.606	2.956	3.340
Tăng trưởng DT thuần	(2,4%)	(1,4%)	13,5%	13,0%
Biên lợi nhuận gộp	38,3%	36,4%	36,5%	35,8%
Biên EBITDA	46,1%	41,4%	42,8%	50,4%
LN ròng (tỷ)	517	371	545	889
Tăng trưởng LN ròng	(72,0%)	(28,3%)	46,9%	63,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(72,0%)	(28,3%)	46,9%	63,1%
EPS cơ bản	1.741	1.231	1.808	2.949
EPS điều chỉnh	1.741	1.231	1.808	2.949
BVPS	19.789	19.582	21.390	24.338
ROAE	8,8%	6,3%	8,8%	12,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC HƠN CHO GEMALINK

### Luận điểm đầu tư

#### Chúng tôi thích GMD bởi:

- (1) GMD sở hữu hệ thống cảng biển trải dọc chiều dài đất nước với năng lực vượt trội cùng với hệ thống logistics của mình, nhờ đó GMD có thể cung cấp cho khách hàng chuỗi dịch vụ cung ứng đầy đủ. Điều này giúp cho GMD nổi bật hơn hẳn so với các DN cùng ngành.
- (2) Đặc biệt hơn, GMD sở hữu Gemalink, cảng nước sâu hiện đại nhất Việt Nam với khả năng tiếp nhận tàu trọng tải 250.000 DWT, nằm trong cụm cảng Cái Mép - Thị Vải và có vị trí thuận lợi để tận dụng dòng chảy thương mại toàn cầu.

#### Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro tăng giá bao gồm (1) sản lượng container và phí xếp dỡ cao hơn dự kiến và (2) thoái vốn tài sản ngoài ngành với giá cao hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá gồm (1) tình hình Covid-19 gây khó khăn trong hoạt động giao thương toàn cầu và (2) phí xếp dỡ thấp hơn dự kiến do cạnh tranh cao trong ngành.

#### Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu 44.900 đồng/cp

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu (dựa trên phương pháp SOTP) 44.900 đồng/cp nhờ (1) chúng tôi nâng EPS lên 14,7%-40,0% bởi triển vọng tích cực đối với Gemalink và triển vọng tươi sáng hơn đối với dịch vụ cảng của GMD, và (2) chúng tôi nâng giá trị VCSH của mảng trồng cao su bằng với giá trị sổ sách là 1.496 tỷ đồng tại cuối năm 2020 (so với 1.406 tỷ đồng trong dự phóng cũ). Với tiềm năng tăng giá ở mức 23,4%, chúng tôi tin rằng cổ phiếu GMD khá hấp dẫn để nhà đầu tư tích lũy. Chúng tôi ước tính WACC đạt 11,9% đối với hoạt động kinh doanh chính của GMD dựa trên (1) lãi suất phi rủi ro là 3,0%; (2) beta là 0,93 và (3) phần bù rủi ro thị trường là 11,0%.

#### Hình 1: Định giá SOTP

Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi	11.025
Giá trị VCSH dự án cao su	1.496
Giá trị VCSH mảng bất động sản	1.021
<b>Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)</b>	<b>13.542</b>
Số lượng CPLH (tr)	301
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>	<b>44.900</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

#### Hình 2: Giá định chính

Giá định	Giá trị
Beta	0,93
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí VCSH	13,2
Chi phí vay nợ	8,5
Thuế TNDN	20,0%
WACC	11,9
Tăng trưởng dài hạn	5,00%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

#### Hình 3: Định giá DCF (tỷ đồng)

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF	7.329
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	6.001
Giá trị hoạt động cốt lõi	13.330
Trừ: tổng nợ	(1.898)
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	(776)
Cộng: tiền và tương đương tiền	369
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi	11.025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá DCF (tỷ đồng)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	837	1.217	1.458	1.559	1.700	1.664	1.706	1.752	1.802
Cộng: khấu hao	382	421	421	421	421	421	421	421	421
Trừ: CAPEX	-501	-1.102	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Thay đổi vốn lưu động	-377	-232	-206	-115	-124	-146	-185	-200	-261
FCF	341	303	1.573	1.765	1.897	1.839	1.842	1.872	1.861
Trừ: thuế	-86	-92	-95	-101	-107	-111	-116	-118	-116
FCFF	256	211	1.479	1.664	1.790	1.727	1.726	1.754	1.745
Giá trị hiện tại của FCFF	256	189	1.181	1.188	1.142	985	879	799	710

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Khuyến nghị	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
						2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	24.200	Khả quan	246,8	5,0	11,8	10,7	1,3	1,2	11,7	12,0	7,0	6,6
CTCP Gemadep	GMD VN	44.900	Khả quan	475,9	6,8	20,1	12,3	1,7	1,5	8,8	12,9	11,7	8,6
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC VN	N/A	KKN	113,9	2,3	10,2	8,7	1,3	1,2	15,1	16,2	4,0	3,6
<b>Trung bình Việt Nam</b>						<b>14,0</b>	<b>10,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>	<b>7,6</b>	<b>6,3</b>
<b>Trung vị Việt Nam</b>						<b>11,8</b>	<b>10,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>11,7</b>	<b>12,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>
Adani Ports And	ADSEZ IN	N/A	KKN	16.032,1	12,6	24,5	19,9	4,1	3,5	18,2	18,6	16,4	13,6
Xiamen Interna-A	600897 CH	N/A	KKN	801,2	-13,8	11,3	10,5	1,2	1,1	11,4	11,2	5,3	5,1
Gateway Distripa	GDPL IN	N/A	KKN	249,4	85,3	25,9	19,5	2,1	1,9	7,6	9,8	11,2	9,8
Namyong Terminal	NYT TB	N/A	KKN	162,2	-14,2	18,6	13,7	1,6	1,5	8,5	10,9	5,5	4,8
<b>Trung bình thế giới</b>						<b>20,1</b>	<b>15,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>11,4</b>	<b>12,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>
<b>Trung vị thế giới</b>						<b>21,6</b>	<b>16,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### KQKD Q1/21 vượt xa kỳ vọng

Hình 6: KQKD Q1/2021

	Q1/21	Q1/20	% svck	sv dự phóng trước	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>687</b>	<b>601</b>	<b>14,4%</b>	<b>23,9%</b>	
					Cao hơn dự phóng của chúng tôi. Ở cụm cảng Hải Phòng, GMD ghi nhận tăng trưởng 15% doanh thu do (1) sản lượng container tăng trưởng 17% svck trong bối cảnh tăng trưởng của cụm cảng là 15% svck, và (2) giá dịch vụ trung bình giảm 1,7% svck. Ở khu vực miền trung, GMD Dung Quất ước tính ghi nhận tăng trưởng doanh thu 43% svck nhờ nhu cầu nhập khẩu hàng hóa tăng mạnh của Trung Quốc. Ở cụm cảng HCM, GMD ghi nhận doanh thu tăng 12% svck do (1) tăng trưởng sản lượng container 46% svck nhờ di dời cụm cảng Trường Thọ để phát triển thành phố Thủ Đức khiến nguồn hàng chuyển sang các cảng của GMD, và (2) phí dịch vụ trung bình giảm 23,3% để thu hút nguồn hàng từ cụm cảng Trường Thọ.
Cảng biển	582	504	15,6%	25,6%	
Logistics	105	97	8,2%	17,6%	Thấp hơn so với dự phóng do thị trường cạnh tranh cao.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>259</b>	<b>238</b>	<b>9,0%</b>	<b>24,7%</b>	
<i>Biên LNG</i>	<i>37,67%</i>	<i>39,52%</i>	<i>-1,85 điểm%</i>	<i>+1,16 điểm%</i>	
Cảng biển	39,26%	38,72%	0,54 điểm%	+1,02 điểm%	Doanh thu cao hơn bù lại chi phí cố định. GMD phải giảm giá dịch vụ trung bình mảng logistics do cạnh tranh cao, dẫn đến biên lợi nhuận thấp hơn.
Logistics	28,88%	43,69%	4,8% điểm%	-1,02 điểm%	
CPBH	34	34	2,4%	22,9%	
CPQLDN	66	86	-23,4%	18,9%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi. Chi phí QLDN giảm 23,4% svck do GMD tiếp tục duy trì cắt giảm chi phí nhân công.
LN liên doanh/liên kết	25	60	-58,6%	9,9%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi. Gemalink chưa khai trương chính thức trong quý 1, hơn nữa còn ghi nhận thêm chi phí để chuẩn bị cho khai trương, do đó GMD ước tính ghi nhận lỗ 34,8 tỷ từ Gemalink trong Quý 1/2021.
Doanh thu tài chính	22	17	30,6%	67,5%	
Chi phí tài chính	28	56	-51,0%	14,3%	Chi phí tài chính giảm mạnh do lỗ tỷ giá giảm 85,5% svck.
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>147</b>	<b>114</b>	<b>29,3%</b>	<b>31,4%</b>	Cao hơn dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Gemalink là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của GMD từ 2021

Mặc dù Gemalink chưa khai trương và ghi nhận khoản lỗ ước tính khoảng 34,8 tỷ đồng trong Q1/2021 do phát sinh thêm các chi phí khác, chúng tôi vẫn tin rằng Gemalink sẽ là động lực chính giúp GMD tăng trưởng từ năm 2021 bởi những nguyên nhân sau:

- Hiện tại Gemalink đã hoàn thành quá trình xây dựng giai đoạn 1 (công suất thiết kế: 1.500.000 TEU/năm) và dự kiến khai trương vào T5/2021. Nhờ sự hỗ trợ từ cổ đông sáng lập CMA-CGM Group thông qua việc chuyển hàng từ Cảng quốc tế Tân Cảng - Cái Mép và thu hút liên minh vận tải biển Ocean Alliance vào Gemalink, chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ hoạt động ở mức 80% -110% công suất thiết kế giai đoạn 1 trong năm 2021-2023 (so với dự phóng trước đây của chúng tôi là 60%-100%). Chúng tôi kỳ vọng Gemalink giai đoạn 1 sẽ hòa vốn ngay trong năm đầu tiên đưa hoạt động và có thể đóng góp 24 tỷ đồng vào lợi nhuận ròng năm 2021 của GMD.
- Với triển vọng lớn của cụm cảng Cái Mép - Thị Vải, GMD sẽ khởi công xây dựng Gemalink giai đoạn 2 (công suất thiết kế: 900.000 TEU / năm) vào Q4/2021 với tổng vốn đầu tư 190 triệu USD. Chúng tôi kỳ vọng cơ cấu vốn của dự án sẽ giống như giai đoạn 1 với 70% nợ và 30% vốn chủ sở hữu. Việc xây dựng giai đoạn 2 chủ yếu bao gồm kết cấu thượng tầng và lắp đặt thiết bị, do đó thời gian xây dựng tương đối ngắn và giai đoạn 2 của Gemalink có thể đi vào hoạt động vào năm 2023. Chúng tôi cho rằng hoạt động của Gemalink giai đoạn 2 có thể mất 2 năm để đạt đến công suất thiết kế giống như Gemalink giai đoạn 1.
- Đối với toàn bộ dự án (giai đoạn 1 và giai đoạn 2), chúng tôi kỳ vọng vào năm 2025 Gemalink sẽ hoạt động với công suất tối đa 2.640.000 TEU/năm (hiệu suất sử dụng là 110% - hiệu suất thường thấy ở các cảng hoạt động vượt công suất), từ đó đóng góp 734 tỷ đồng LN ròng trong năm 2025, chiếm 51,5% lợi nhuận ròng GMD trong năm 2025 từ mức 4,4% năm 2021.

**Hình 7: Ước tính LN ròng của Gemalink đóng góp cho GMD**

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Gemalink giai đoạn 1</b>					
Sản lượng container (TEUs)	700.000	1.500.000	1.650.000	1.650.000	1.650.000
Công suất hoạt động	80%	100%	110%	110%	110%
<b>Gemalink giai đoạn 2</b>					
Sản lượng container (TEUs)	-	-	720.000	900.000	990.000
Công suất hoạt động	-	-	80%	100%	110%
<b>Tổng sản lượng (TEUs)</b>	<b>700.000</b>	<b>1.500.000</b>	<b>2.370.000</b>	<b>2.550.000</b>	<b>2.640.000</b>
<b>Lợi nhuận thuộc về GMD (tỷ đồng)</b>	<b>24</b>	<b>313</b>	<b>516</b>	<b>616</b>	<b>734</b>
% đóng góp vào LN ròng GMD	4,4%	35,2%	45,9%	49,0%	51,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi nâng dự phóng EPS 2021-2023 lên 14,7%-40,0% với triển vọng khả quan hơn đối với các cảng của GMD

Chúng tôi thay đổi dự phóng cho kết quả kinh doanh của GMD:

- Chúng tôi tăng dự phóng DT dịch vụ cảng 2021-2023 lên 9,0-15,1% để phản ánh: (1) doanh thu của các cảng GMD tại cụm cảng Hải Phòng tăng do thương mại toàn cầu hồi phục khi đại dịch được kiểm soát và tình trạng thiếu container được giải quyết, (2) doanh thu tại cảng GMD Dung Quất tăng nhờ nhu cầu nhập khẩu hàng hóa của Trung Quốc cao hơn, và (3) doanh thu của các cảng GMD tại cụm cảng HCM tăng nhờ hàng hóa chuyển từ cụm cảng Trường Thọ khi cụm cảng này phải di dời

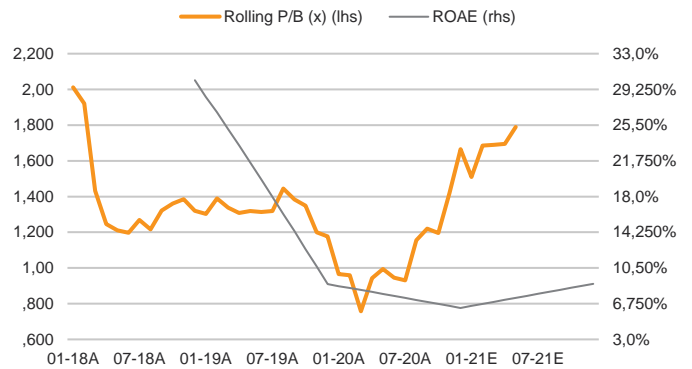
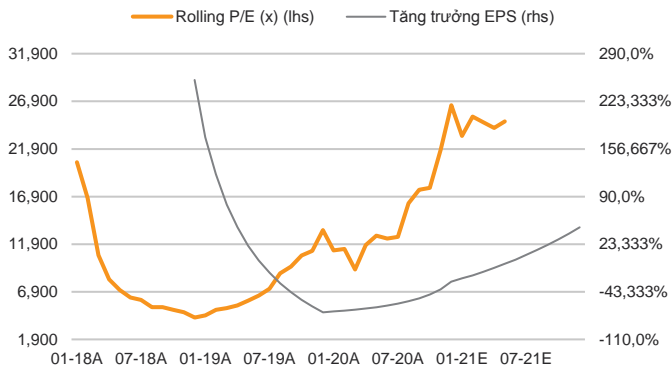
- Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu logistics giai đoạn 2021-2023 xuống 20,0-32,6% do mảng này hiện có mức độ cạnh tranh cao nên tốc độ tăng trưởng của GMD không còn cao như trước.
- Chúng tôi tăng lợi nhuận ròng của Gemalink giai đoạn 2021-2023 từ -5 tỷ và 329 tỷ đồng lên 24 tỷ và 516 tỷ đồng do (1) chúng tôi tăng công suất hoạt động của Gemalink giai đoạn 1 từ 60-100% lên 80-110% và (2) Gemalink giai đoạn 2 có thể đem lại lợi nhuận cho GMD trong năm 2023. Đây là yếu tố chính thúc đẩy EPS của GMD tăng mạnh trong kỳ.

Hình 8: Thay đổi dự phóng

	2020	2021F			2022F			2023F		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	2.606	2.871	2.956	3,0%	3.161	3.340	5,6%	3.440	3.554	3,3%
Cảng biển (tỷ đồng)	2.172	2.275	2.480	9,0%	2.388	2.817	18,0%	2.589	2.980	15,1%
Logistics (tỷ đồng)	434	596	476	-20,0%	774	523	-32,4%	851	574	-32,6%
LNG (tỷ đồng)	950	1048	1.078	2,9%	1107	1.194	7,9%	1169	1.239	6,0%
LN từ liên doanh/lk (tỷ đồng)	157	250	291	16,6%	454	615	35,5%	642	845	31,5%
Gemalink (tỷ đồng)	(33)	(5)	24	NA	165	313	89,8%	329	516	56,8%
Khác (tỷ đồng)	190	255	267	4,9%	289	302	4,5%	313	328	4,9%
LN ròng (tỷ đồng)	371	468	545	16,4%	630	889	41,1%	792	1.126	42,1%
<b>EPS (VND)</b>	<b>1.231</b>	<b>1.577</b>	<b>1.808</b>	<b>14,7%</b>	<b>2.121</b>	<b>2.949</b>	<b>39,0%</b>	<b>2.668</b>	<b>3.737</b>	<b>40,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	2.606	2.956	3.340
Giá vốn hàng bán	(1.656)	(1.878)	(2.145)
Chi phí quản lý DN	(341)	(377)	(416)
Chi phí bán hàng	(137)	(156)	(176)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>471</b>	<b>546</b>	<b>602</b>
EBITDA thuần	879	928	1.023
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(408)</b>	<b>(382)</b>	<b>(421)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>471</b>	<b>546</b>	<b>602</b>
Thu nhập lãi	12	15	13
Chi phí tài chính	(144)	(156)	(177)
Thu nhập ròng khác	16	16	16
TN từ các Cty LK & LD	157	291	615
<b>LN trước thuế</b>	<b>513</b>	<b>713</b>	<b>1.070</b>
Thuế	(72)	(86)	(92)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70)	(82)	(89)
<b>LN ròng</b>	<b>371</b>	<b>545</b>	<b>889</b>
Thu nhập trên vốn	371	545	889
Cổ tức phổ thông	(353)	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>17</b>	<b>545</b>	<b>889</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	428	346	301
Đầu tư ngắn hạn	23	23	23
Các khoản phải thu ngắn hạn	748	881	995
Hàng tồn kho	73	90	103
Các tài sản ngắn hạn khác	84	106	122
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.356</b>	<b>1.446</b>	<b>1.544</b>
Tài sản cố định	3.026	3.145	3.826
Tổng đầu tư	2.531	2.742	3.268
Tài sản dài hạn khác	2.921	3.258	3.507
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.835</b>	<b>10.590</b>	<b>12.144</b>
Vay & nợ ngắn hạn	763	844	909
Phải trả người bán	358	406	464
Nợ ngắn hạn khác	624	708	809
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.745</b>	<b>1.958</b>	<b>2.182</b>
Vay & nợ dài hạn	1.138	1.053	1.406
Các khoản phải trả khác	357	357	357
Vốn điều lệ và	3.014	3.014	3.014
LN giữ lại	435	936	1.754
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.901</b>	<b>6.446</b>	<b>7.335</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	693	776	865
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.835</b>	<b>10.590</b>	<b>12.144</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>513</b>	<b>713</b>	<b>1.070</b>
Khấu hao	408	382	421
Thuế đã nộp	(167)	(86)	(92)
Các khoản điều chỉnh khác	(234)	(322)	(643)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>136</b>	<b>(377)</b>	<b>(232)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>655</b>	<b>310</b>	<b>523</b>
Đầu tư TSCĐ	(216)	(501)	(1.102)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	175	0	0
Các khoản khác	145	111	118
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(31)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>73</b>	<b>(390)</b>	<b>(984)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	45	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(122)	(3)	417
Dòng tiền từ HĐTC khác	(55)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(353)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(486)</b>	<b>(3)</b>	<b>417</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	186	428	346
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>242</b>	<b>(82)</b>	<b>(44)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	428	346	301

**Các chỉ số cơ bản**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	14,2%	18,4%	26,6%
Vòng quay TS	0,26	0,29	0,29
ROAA	3,7%	5,3%	7,8%
Đòn bẩy tài chính	1,69	1,65	1,65
ROAE	6,3%	8,8%	12,9%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	48,0	50,7	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	16,1	17,6	17,6
Số ngày phải trả tiền bán	79,1	78,9	78,9
Vòng quay TSCĐ	0,84	0,96	0,96
ROIC	4,4%	6,0%	8,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,8	0,7	0,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,1
Vòng quay tiền	(14,9)	(10,7)	(10,7)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(1,4%)	13,5%	13,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(13,5%)	15,9%	10,4%
Tăng trưởng LN ròng	(28,3%)	46,9%	63,1%
Tăng trưởng EPS	(29,3%)	46,9%	63,1%

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>