

# TCT Khí Việt Nam (GAS)

## Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

06/06/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
[hieupm@kbsec.com.vn](mailto:hieupm@kbsec.com.vn)

**Lợi nhuận gộp trong 1Q2024 sụt giảm mạnh do tình hình kinh doanh kém khả quan**

Doanh thu 1Q2024 tăng 9.9% yoy chủ yếu nhờ tăng cường hoạt động thương mại LPG trên thị trường quốc tế. Lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh 23.8% yoy do gặp bất lợi về giá đầu vào, đầu ra và sản lượng tiêu thụ khí.

**Duy trì giả định giá dầu thô ở mức cao sau cuộc họp OPEC+**

OPEC+ đã quyết định gia hạn phần cắt giảm 2.2 triệu thùng/ngày đến hết 3Q2024, sau đó sẽ điều chỉnh tăng/giảm tốc độ bơm trở lại thị trường trong vòng 12 tháng tiếp theo tùy theo diễn biến cung cầu của thị trường. Hiện KBSV vẫn duy trì giả định giá dầu Brent ở mức cao đạt trung bình 83 USD/thùng trong năm 2024.

**Dự án LNG có tiến triển, giúp cải thiện triển vọng tiêu thụ LNG trong dài hạn**

Bộ Công Thương đã chính thức phê duyệt khung giá phát điện trước thuế cho nhà máy nhiệt điện khí sử dụng khí LNG dao động từ 0 đến 2,590 VND/kWh. Mức giá trần cao hơn khoảng 15% so với các nguồn năng lượng tái tạo. Chúng tôi kỳ vọng mức giá này sẽ hỗ trợ gỡ bỏ vướng mắc và đảm bảo tiến độ cho các dự án điện khí LNG hạ nguồn tại Việt Nam.

**Tăng mạnh cổ tức tiền mặt cho năm 2023**

Đại hội cổ đông đã thống nhất kế hoạch chi cổ tức tiền mặt 6,000 VND/cổ phiếu (cao hơn 100% so với kỳ vọng của chúng tôi), tương đương với mức tỷ suất cổ tức đạt 7.4% so với mức giá đóng cửa 80,300 VND/cổ phiếu vào ngày 06/06/2024.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 87,100 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu GAS là 87,100 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 8.5% so với giá đóng cửa 80,300 VND/cổ phiếu ngày 06/06/2024. Chúng tôi thay đổi khuyến nghị thành MUA do tỷ suất cổ tức được nâng lên mức 7.4%, tạo ra tổng mức sinh lợi kỳ vọng đạt 15.9%.

## Mua thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 87,100</b>
Tăng/giảm (%)	8.5%
Giá hiện tại (06/06/2024)	VND 80,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 86,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	185.1/7.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	102.7/4.1
Sở hữu nước ngoài (%)	2.1%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

### Biến động giá cổ phiếu

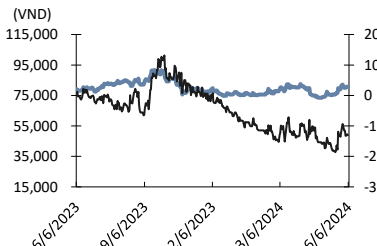
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7.8	0.6	1.0	1.7
Tương đối	4.3	-1.1	-13.0	-14.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	100,724	89,954	91,309	99,384
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	17,799	12,906	13,162	14,241
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	14,794	11,606	11,655	12,347
EPS (VND)	7,647	4,972	5,074	5,375
Tăng trưởng EPS (%)	75.6	-35.0	2.0	6.0
P/E (x)	10.7	16.4	16.1	15.2
P/B (x)	2.6	2.9	2.9	2.6
ROE (%)	24.6	18.1	18.3	17.6
Tỷ suất cổ tức (%)	3.8	3.8	7.4	4.3

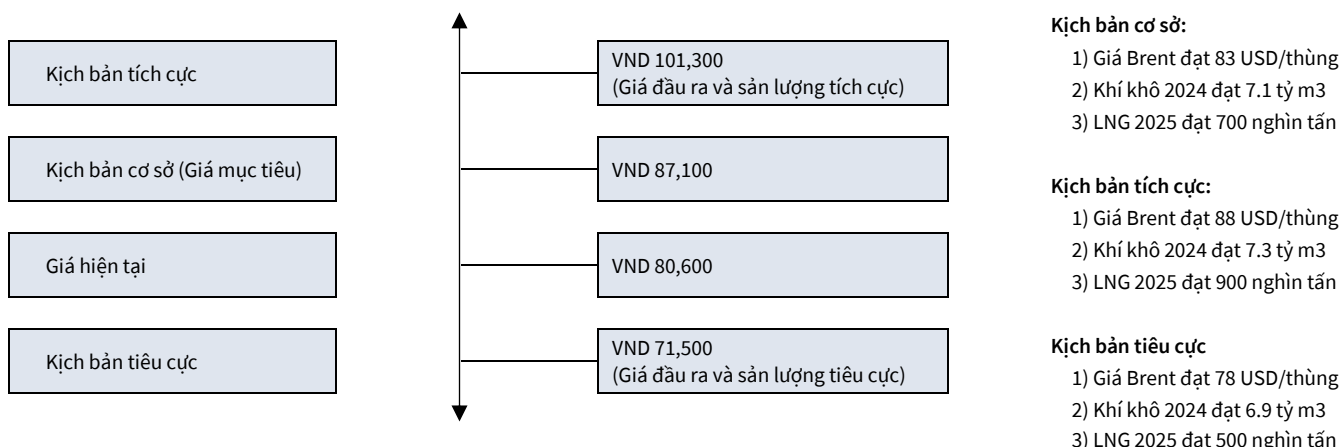
Nguồn: Fiinpro, KBSV

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Quan điểm định giá



## Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	91,503	96,355	91,309	99,384	(0.2)	3.1
EBIT	13,496	14,081	13,162	14,241	(2.5)	1.1
LNST công ty mẹ	11,929	12,244	11,655	12,347	(2.3)	0.8

Nguồn: KBSV ước tính

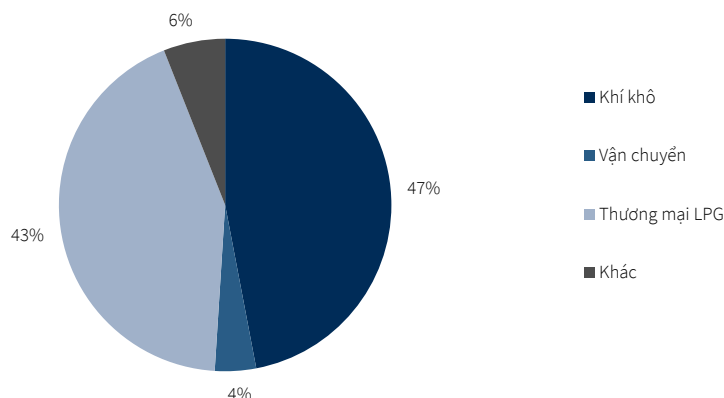
## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	91,309	99,384	88,608	94,464	3.0	5.2
EBIT	13,162	14,241	13,045	14,044	0.9	1.4
LNST công ty mẹ	11,655	12,347	11,245	11,901	3.6	3.7

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Cơ cấu doanh thu 2023



Tổng Công ty Khí Việt Nam-CTCP (GAS) được thành lập vào năm 1990, là đơn vị thành viên thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Quốc gia Việt Nam. GAS chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực thu gom, vận chuyển, lưu trữ, chế biến, xuất khẩu, nhập khẩu, kinh doanh khí và các sản phẩm khí. Tổng Công ty giữ vị thế số 1 về cung cấp khí khô, LPG và LNG tại Việt Nam.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

**Lợi nhuận gộp trong 1Q2024 sụt giảm mạnh do tình hình kinh doanh kém khả quan**

Doanh thu 1Q2024 tăng 9.9% yoy chủ yếu nhờ tăng cường hoạt động thương mại LPG trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh 23.8% yoy do giá đầu vào và đầu ra đều diễn biến theo hướng bất lợi cho GAS; trong khi nhóm khách hàng chủ chốt là các nhà máy điện khí giảm huy động theo kế hoạch của Bộ Công Thương.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	3M2023	3M2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>21,215</b>	<b>23,315</b>	<b>9.9%</b>	<b>21,215</b>	<b>23,315</b>	<b>9.9%</b>	Chủ yếu do sản lượng tiêu thụ LPG tăng mạnh 64% yoy
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,842</b>	<b>3,691</b>	<b>-23.8%</b>	<b>4,842</b>	<b>3,691</b>	<b>-23.8%</b>	Sụt giảm mạnh do (1) sản lượng tiêu thụ khí khô giảm 13.5% yoy, (2) giá đầu ra bình quân giảm 11% yoy, trong khi (3) chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh 26.2% yoy
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22.8%</i>	<i>15.8%</i>		<i>22.8%</i>	<i>15.8%</i>		
Thu nhập tài chính	536	463	-13.6%	536	463	-13.6%	
Chi phí tài chính	75	181	141.3%	75	181	141.3%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-0.6	-0.2	-66.7%	-0.6	-0.2	-66.7%	
SG&A	1,063	803	-24.4%	1,063	803	-24.4%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>4,240</b>	<b>3,170</b>	<b>-25.2%</b>	<b>4,240</b>	<b>3,170</b>	<b>-25.2%</b>	
Thu nhập khác	27	1	-96.3%	27	1	-96.3%	
Lợi nhuận trước thuế	4,268	3,171	-25.7%	4,268	3,171	-25.7%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,417</b>	<b>2,544</b>	<b>-25.6%</b>	<b>3,417</b>	<b>2,544</b>	<b>-25.6%</b>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>3,350</b>	<b>2,512</b>	<b>-25.0%</b>	<b>3,350</b>	<b>2,512</b>	<b>-25.0%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>15.8%</i>	<i>10.8%</i>		<i>15.8%</i>	<i>10.8%</i>		
<b>Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)</b>	<b>1,887</b>	<b>1,632</b>	<b>-13.5%</b>	<b>1,887</b>	<b>1,632</b>	<b>-13.5%</b>	
Khách hàng điện	1,372	1,115	-18.7%	1,372	1,115	-19%	Huy động điện khí thấp do Bộ Công Thương ưu tiên các nguồn điện khác trong 1Q2024
Khách hàng đạm	292	299	2.4%	292	299	2%	
Khách hàng công nghiệp	223	218	-2.2%	223	218	-2%	
<b>Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)</b>	<b>417</b>	<b>683</b>	<b>63.8%</b>	<b>417</b>	<b>683</b>	<b>64%</b>	Tăng trưởng chủ yếu đến từ xuất khẩu quốc tế
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	83	0.0%	83	83	0%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	380	439	15.6%	380	439	16%	
Giá LPG (USD/tấn)	706	618	-12.4%	706	618	-12%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Duy trì giả định giá dầu thô ở mức cao sau cuộc họp OPEC+ vào ngày 02/06/2024**

OPEC+ đã quyết định gia hạn phần cắt giảm 2.2 triệu thùng/ngày đến hết 3Q2024, sau đó sẽ dần bơm trở lại thị trường trong vòng 12 tháng tiếp theo. Tuy nhiên, khối này vẫn để ngỏ khả năng tăng/giảm tốc độ nới lỏng tùy theo diễn biến cung cầu của thị trường. Do đó, chúng tôi chưa nhận thấy cần phải điều chỉnh giả định giá dầu trong thời điểm hiện tại. Hiện KBSV vẫn duy trì giả định giá dầu Brent đạt trung bình 83 USD/thùng trong năm 2024.

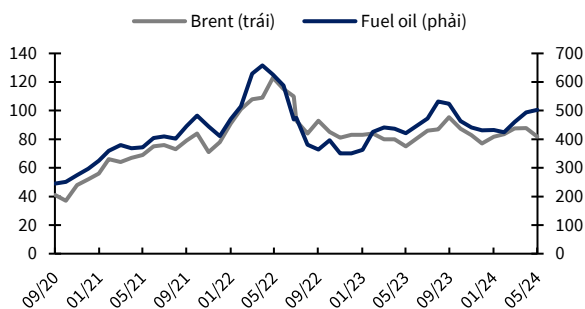
**Sản lượng nhập khẩu LNG cao hơn so với kỳ vọng**

GAS cho biết đã nhập khẩu 320 triệu m<sup>3</sup> (~232 nghìn tấn) khí LNG trong 5 tháng đầu năm 2024 để phục vụ nhu cầu tiêu thụ từ nhà máy điện khí và khu công nghiệp trong mùa cao điểm. Giá trị nhập khẩu đạt hơn 3,500 tỷ VND, tương đương giá nhập khẩu khoảng 12.45 USD/mmBTU theo chúng tôi ước tính. Các thông tin về giá bán LNG vẫn chưa được công ty tiết lộ. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng GAS có thể sẽ gặp khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn khí giá rẻ khi giá LNG châu Á đang có xu hướng tăng mạnh do các nước tăng cường tích trữ cho mùa nắng nóng kỷ lục. Mặt xích chủ chốt trong chuỗi dự án LNG là Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 cũng đang gặp khó khăn trong khâu pháp lý thuê đất. Chúng tôi tạm thời nâng giả định sản lượng tiêu thụ LNG cho năm 2024 từ mức 40 lên 300 nghìn tấn.

**Dự án LNG có tiến triển, giúp cải thiện triển vọng tiêu thụ LNG trong dài hạn**

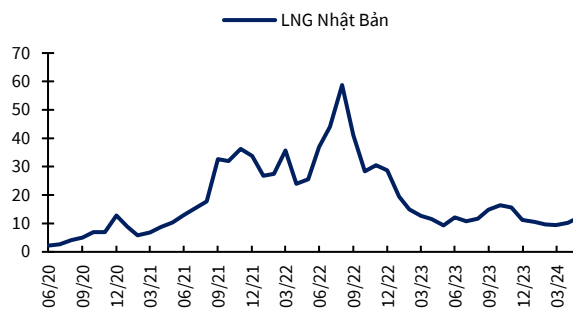
Bộ Công Thương đã chính thức phê duyệt khung giá phát điện trước thuế cho nhà máy nhiệt điện khí sử dụng khí LNG dao động từ 0 đến 2,590 VND/kWh. Mức giá trần cao hơn khoảng 15% so với các nguồn năng lượng tái tạo. Chúng tôi kỳ vọng mức giá này sẽ hỗ trợ gỡ bỏ vướng mắc và đảm bảo tiến độ cho các dự án điện khí LNG hạ nguồn tại Việt Nam.

**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

**Phê duyệt kế hoạch đầu tư năm 2024 thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng**

Chúng tôi ước tính nhu cầu đầu tư của GAS trong giai đoạn 2024-2030 đạt khoảng 50 nghìn tỷ VND. Cho năm 2024, chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng Capex do GAS chỉ đặt kế hoạch đầu tư đạt 1.9 nghìn tỷ VND (bằng 27.2% dự phóng trong báo cáo gần nhất).

**Tăng mạnh cổ tức tiền mặt cho năm 2023**

Đại hội cổ đông đã thống nhất kế hoạch chi cổ tức tiền mặt 6,000 VND/cổ phiếu (cao hơn 100% so với kỳ vọng của chúng tôi), tương đương với mức tỷ suất cổ tức đạt 7.44% so với mức giá đóng cửa 80,600 VND/cổ phiếu vào ngày 05/06/2024. Cho năm 2024, GAS đặt kế hoạch chi cổ tức tiền mặt 2,000 VND/cổ phiếu và tăng vốn điều lệ thêm 2% thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

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

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>89,954</b>	<b>91,309</b>	<b>1.5%</b>	<b>99,384</b>	<b>8.8%</b>	Giảm 0.2% so với báo cáo gần nhất do giảm 4.8% sản lượng tiêu thụ khí khô nhưng tăng giá định tiêu thụ khí LNG từ 40 lên 300 nghìn tấn
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>16,925</b>	<b>17,241</b>	<b>1.9%</b>	<b>18,906</b>	<b>9.7%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.9%</i>		<i>19.0%</i>		Điều chỉnh tăng 5% giá khí đầu vào so với báo cáo gần nhất
Thu nhập tài chính	2,273	2,273	0.0%	2,273	0.0%	
Chi phí tài chính	587	604	2.9%	801	32.6%	Giảm 20.1% so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh giảm dự phóng vốn đầu tư và vốn vay theo kế hoạch của công ty trong 2024
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	27	27	1.1%	27	0.0%	
SG&A	4,019	4,079	1.5%	4,438	8.8%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>14,619</b>	<b>14,858</b>	<b>1.6%</b>	<b>15,967</b>	<b>7.5%</b>	
Thu nhập khác	-13	0	-100.0%	0	N/A	
Lợi nhuận trước thuế	14,606	14,858	1.7%	15,740	5.9%	
Lợi nhuận sau thuế	11,793	11,886	0.8%	12,592	5.9%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>11,606</b>	<b>11,655</b>	<b>0.4%</b>	<b>12,347</b>	<b>5.9%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>12.9%</i>	<i>12.8%</i>		<i>12.4%</i>		
<b>Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)</b>	<b>7,300</b>	<b>7,114</b>	<b>-2.6%</b>	<b>7,345</b>	<b>3.3%</b>	Giảm 4.8% so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ từ khách hàng điện và công nghiệp
Khách hàng điện	5,189	4,908	-5.4%	5,215	6.2%	Điều chỉnh giảm 3.4% so với báo cáo gần nhất do kết quả 1Q2024 yếu hơn so với kỳ vọng. Trong năm 2024, Bộ Công Thương (BCT) tăng huy động từ điện than, năng lượng tái tạo. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng sản lượng huy động điện khí có thể cải thiện trong 2Q2024 do BCT điều chỉnh tăng 1.4% kế hoạch công suất phát điện
Khách hàng đạm	1,132	1,209	6.8%	1,102	-8.9%	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	996	1.6%	1,028	3.3%	Điều chỉnh giảm 11.1% so với báo cáo gần nhất do kết quả 1Q2024 yếu hơn so với kỳ vọng.
<b>Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)</b>	<b>2,450</b>	<b>2,450</b>	<b>0.0%</b>	<b>2,450</b>	<b>0.0%</b>	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	83	0.0%	80	-3.6%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	442	442	0.0%	426	-3.6%	
Giá LPG (USD/tấn)	577	577	0.0%	566	-1.8%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 87,100 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E để đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu GAS là 87,100 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 8.5% so với giá đóng cửa 80,300 VND/cổ phiếu ngày 06/06/2024. Mức P/E mục tiêu là 16.3x được chọn theo trung vị P/E của GAS trong 5 năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA cho GAS do tỷ suất cổ tức được nâng lên mức 7.4%, tạo ra tổng mức sinh lợi kỳ vọng đạt 15.5%

**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)	128,004
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	39,869
Beta	0.69	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>167,873</b>
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	44,258
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-6,206
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>9.1%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTTS	-1,481
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>204,444</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,297
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VND)</b>	<b>89,000</b>

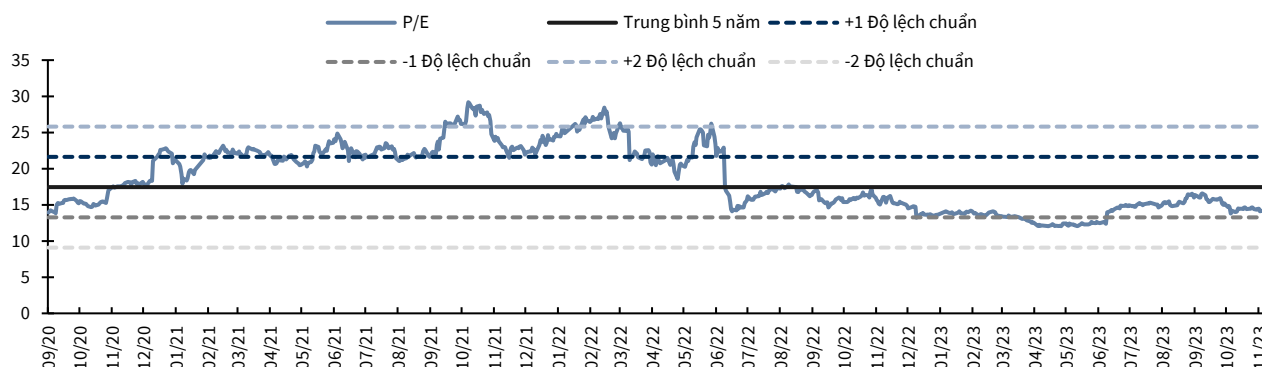
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 6. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	89,000	70%	62,300
P/E (16.3x)	82,706	30%	24,812
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>87,100</b>
Giá hiện tại (06/06/2024)			80,300
Upside			8.5%
Tỷ suất cổ tức			7.4%
Tổng mức sinh lời			15.9%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 7. Diễn biến P/E của GAS giai đoạn 2020-2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

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

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	100,724	89,954	91,309	99,384	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	82,806	87,755	86,222	96,632
Giá vốn hàng bán	-79,409	-73,029	-74,068	-80,705	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	55,652	62,218	62,766	67,844
Lãi gộp	21,314	16,925	17,241	18,679	Tiền và tương đương tiền	10,549	5,669	9,173	12,668
Thu nhập tài chính	1,568	2,273	2,273	2,273	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	23,726	35,085	35,085	35,085
Chi phí tài chính	-671	-587	-604	-801	Các khoản phải thu	16,191	16,865	15,010	16,337
Trong đó: Chi phí lãi vay	-337	-340	-350	-465	Hàng tồn kho, ròng	4,102	3,945	2,841	3,096
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	28	27	27	27	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	27,155	25,537	23,456	28,788
Chi phí bán hàng	-2,440	-2,544	-2,582	-2,809	Phải thu dài hạn	169	318	318	318
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,075	-1,475	-1,497	-1,629	Tài sản cố định	16,370	19,532	17,451	22,783
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	17,799	12,906	13,162	14,241	Tài sản dở dang dài hạn	6,121	1,781	1,781	1,781
Thu nhập khác	112	20	0	0	Đầu tư dài hạn	36	32	32	32
Chi phí khác	34	-34	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	78	-13	0	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	21,489	22,456	21,152	25,247
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	2	3	Nợ ngắn hạn	12,488	14,972	13,780	13,900
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	18,802	14,640	14,858	15,740	Phải trả người bán	6,652	7,138	5,504	5,990
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-3,740	-2,812	-2,972	-3,148	Người mua trả tiền trước	128	119	119	119
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	15,062	11,793	11,886	12,592	Vay ngắn hạn	45	1,605	2,047	1,681
Lợi ích của cổ đông thiểu số	268	187	231	245	Nợ dài hạn	9,001	7,484	7,372	11,347
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	14,794	11,606	11,655	12,347	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	4,159	8,134
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	61,317	65,299	65,070	71,385
					Vốn góp	19,140	22,967	22,970	22,970
					Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Lãi chưa phân phối	19,243	16,880	16,417	22,487
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	21,476	24,202	24,202	24,202
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,458	1,250	1,481	1,726
<b>Chỉ số hoạt động</b>					<b>Chỉ số chính</b>				
	2022	2023	2024F	2025F	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21.2%	18.8%	18.9%	18.8%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBITDA	20.8%	17.7%	18.8%	18.4%	P/E	10.7	16.4	16.1	15.2
Tỷ suất EBIT	17.7%	14.4%	14.4%	14.3%	P/E pha loãng	10.7	16.4	16.1	15.2
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	18.7%	16.3%	16.3%	15.8%	P/B	2.6	2.9	2.9	2.6
Tỷ suất lãi hoạt động KD	17.7%	14.3%	14.4%	14.3%	P/S	1.6	2.1	2.1	1.9
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.0%	13.1%	13.0%	12.7%	P/Tangible Book	2.6	2.9	2.9	2.6
					P/Cash Flow	12.5	14.2	10.9	12.0
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.3	11.8	10.8	10.2
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	8.6	14.6	14.1	13.1
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	ROE%	24.6%	18.1%	18.3%	17.6%
Lãi trước thuế	18,802	14,640	14,858	15,740	ROA%	18.2%	13.4%	13.8%	13.0%
Khấu hao TSCĐ	3,104	3,051	4,001	4,065	ROIC%	29.8%	18.8%	20.2%	19.9%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-992	-1,857	0	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Chi phí lãi vay	325	340	350	465	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.7	2.7	3.2	3.4
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	21,239	16,174	19,209	20,270	Tỷ suất thanh toán nhanh	4.0	3.9	4.3	4.6
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	782	-625	1,855	-1,327	Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.5	4.2	4.6	4.9
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-878	109	1,104	-255	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	9.8%	6.5%	6.4%	11.4%
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-3,902	932	-1,634	486	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	7.3%	4.9%	4.8%	8.4%
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-290	598	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1%	2.5%	3.1%	2.4%
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-4,497	-3,945	-3,322	-3,613	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1%	1.8%	2.4%	1.7%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	12,440	13,226	17,212	15,561	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	20%	23%	21%	19%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,006	-1,769	-1,920	-9,398	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	15%	17%	16%	14%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	1	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	35%	34%	33%	35%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-40,613	-50,199	-50,199	-50,199	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	26%	26%	25%	26%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	41,432	39,155	50,199	50,199	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-40	0	0	0	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.1	5.4	5.7	6.3
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-60	0	0	0	Hệ số quay vòng HTK	21.6	18.2	26.1	26.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,330	2,165	1,664	1,763	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	15.2	13.1	14.5	17.3
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	43	-10,647	-256	-7,635					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	159	0	0	0					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	1,325	2,076	1,594	5,273					
Tiền trả các khoản đi vay	-3,371	-2,419	-1,264	-1,664					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0					
Cổ tức đã trả	-5,882	-7,122	-13,782	-8,040					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-7,769	-7,466	-13,452	-4,431					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	4,715	-4,887	3,504	3,495					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,833	10,549	5,669	9,173					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	10,550	5,669	9,173	12,668					

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

---

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

### **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 – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@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

### **Dầu khí & Hóa Chất**

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

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

**Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhtd@kbsec.com.vn

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

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

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@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:	Trung lập:	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.