

13/09/2023

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

### Doanh thu và lợi nhuận gộp 1H2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1H2023 sụt giảm 17% yoy trong khi giá vốn hàng bán chỉ giảm 15% yoy đã khiến lợi nhuận gộp giảm mạnh 24% yoy. Trong 1H2023, giá dầu thô, dầu FO và LPG diễn biến xấu (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Tiêu thụ khí khô từ các nhà máy điện tăng, nhưng tiêu thụ từ các nhà máy đạm và khu công nghiệp suy giảm khiến tổng sản lượng tiêu thụ khí khô gần như đi ngang.

### Giá dầu thô Brent và dầu FO được kỳ vọng sẽ cải thiện trong 2H2023

Chúng tôi duy trì kỳ vọng giá dầu thô Brent sẽ đạt trên 80 USD/thùng tới cuối năm 2023, thúc đẩy đà hồi phục của giá dầu FO. Chúng tôi cho rằng giá dầu FO có khả năng tiếp tục gia tăng trong 2H2023 do (1) nhu cầu làm mát tăng cao trong bối cảnh nền nhiệt toàn cầu đạt mức kỷ lục và (2) các nước OPEC+ siết nguồn cung dầu thô, khiến các nhà máy lọc dầu châu Á phải đẩy mạnh sử dụng dầu FO làm nguyên liệu đầu vào thay thế.

### Màng LNG vẫn là động lực tăng trưởng trong dài hạn, nhưng sẽ cần giải quyết nhiều vấn đề trong ngắn hạn

Chúng tôi cho rằng các dự án kho LNG của GAS là lời giải cho vấn đề suy giảm nguồn khí tự nhiên về dài hạn. Trong tháng 7/2023, GAS đã tiếp nhận tàu LNG đầu tiên từ Shell để vận hành thử nghiệm kho LNG Thị Vải giai đoạn 1; và tỉnh Bình Thuận cũng đã quyết định chấp thuận đầu tư cho dự án kho LNG Sơn Mỹ. Tuy nhiên, các dự án đang đối mặt với rủi ro ở khâu trung - hạ nguồn khi các hợp đồng mua-bán chưa được thống nhất. Chúng tôi không đánh giá cao khả năng sinh lời của các kho LNG trong thời gian đầu.

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 118,800 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là 118,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 15.7% so với giá tại ngày 12/09/2023.

## MUA

Duy trì

Giá mục tiêu	118,800 VND
Tăng/giảm (%)	15.7%
Giá hiện tại (12/09/2023)	VND102,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND112,400
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	196,568/8,139

#### Dữ liệu giao dịch

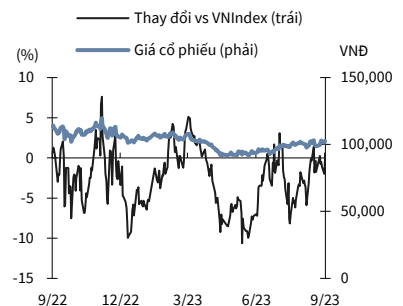
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	60.9/2.5
Sở hữu nước ngoài (%)	2.9%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.1	8.0	-5.2	-10.8
Tương đối	0.6	-1.5	-18.4	-8.9

#### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	78,992	100,724	89,617	91,879
Lãi/lỗ từ HĐKD	10,374	17,799	14,893	15,573
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	8,673	14,794	13,089	13,889
EPS (VNĐ)	4,356	7,647	6,839	7,257
Tăng trưởng EPS (%)	8.1	75.6	-11.0	6.0
P/E (x)	16.6	14.0	17.4	16.4
P/B (x)	2.7	3.4	3.3	2.9
ROE (%)	17.0	24.6	19.3	18.3
Tỷ suất cổ tức (%)	4.2	2.9	2.5	2.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 1H2023

### Doanh thu và lợi nhuận gộp 1H2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1H2023 sụt giảm 17% yoy trong khi giá vốn hàng bán chỉ giảm 15% yoy đã khiến lợi nhuận gộp giảm mạnh 24% yoy. Trong 1H2023, giá dầu thô, dầu FO và LPG diễn biến xấu (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Tình hình thủy văn kém khả quan trong 1H2023 giúp tiêu thụ khí khô từ các nhà máy điện tăng, nhưng tiêu thụ từ các nhà máy đạ và khu công nghiệp suy giảm khiến tổng sản lượng tiêu thụ khí khô gần như đi ngang.

**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

(Tỷ VNĐ)	1H2022	1H2023	YoY %	Nhận xét
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>54,343</b>	<b>45,257</b>	<b>-17%</b>	Doanh thu giảm chủ yếu do giá dầu thô và dầu FO giảm mạnh từ mức nền cao cùng kỳ (-24% yoy và -29% yoy). Sản lượng tiêu thụ không thay đổi đáng kể
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>12,049</b>	<b>9,185</b>	<b>-24%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>		
Chi phí SG&A	-1,669	-1,915	15%	
LN từ HĐKD	10,380	7,270	-30%	
Thu nhập tài chính	641	1,135	77%	Do lãi suất và số dư tiền mặt lớn hơn so với cùng kỳ
Chi phí tài chính	-305	-170	-44%	Chủ yếu do số dư nợ vay giảm mạnh so với cùng kỳ
Thu nhập khác (ròng)	56	23	-59%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>10,772</b>	<b>8,257</b>	<b>-23%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>8,637</b>	<b>6,613</b>	<b>-23%</b>	
<b>Biên lợi nhuận ròng (%)</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>		
<b>Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)</b>	<b>3,978</b>	<b>3,990</b>	<b>0.3%</b>	
Khách hàng điện	2,874	2,949	3%	Nhu cầu tiêu thụ tăng do ảnh hưởng của El Nino
Khách hàng đạ	556	553	-1%	Do Đạ Phú Mỹ bảo trì và phải ưu tiên khí cho nhà máy điện
Khách hàng công nghiệp	548	487	-11%	Hoạt động sản xuất nội địa yếu kéo theo suy giảm nhu cầu tiêu thụ từ các khu công nghiệp
<b>Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)</b>	<b>1,010</b>	<b>1,090</b>	<b>8%</b>	
<b>Sản lượng tiêu thụ Condensate (nghìn tấn)</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>-13%</b>	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	<b>105</b>	<b>80</b>	<b>-24%</b>	
<b>Giá dầu FO (USD/tấn)</b>	<b>581</b>	<b>415</b>	<b>-29%</b>	
<b>Giá LPG (USD/tấn)</b>	<b>827</b>	<b>611</b>	<b>-26%</b>	

Nguồn: GAS, KBSV

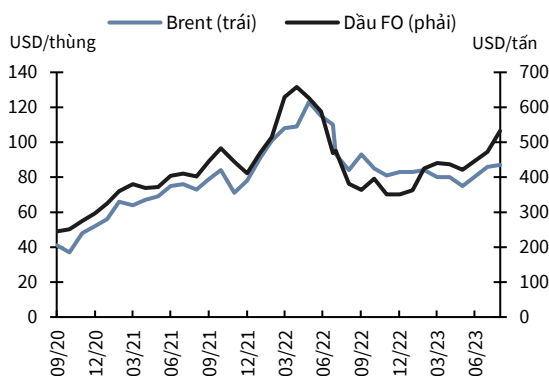
### Giá dầu thô Brent và dầu FO được kỳ vọng sẽ cải thiện trong 2H2023

Các đợt cắt giảm sản lượng từ OPEC+ đã khiến giá dầu thô Brent hồi phục khoảng 8% kể từ tháng 4/2023. Chúng tôi duy trì kỳ vọng giá dầu thô Brent sẽ đạt trên 80 USD/thùng tới cuối năm 2023, thúc đẩy đà hồi phục của giá dầu FO. Chúng tôi cho rằng giá dầu FO có khả năng tiếp tục gia tăng trong 2H2023 do (1) nhu cầu làm mát tăng cao trong bối cảnh nền nhiệt toàn cầu đạt mức kỷ lục, đặc biệt tại khu vực Trung Đông và (2) nhu cầu tiêu thụ xăng tăng mạnh tại Mỹ và châu Âu trong khi các nước OPEC+ siết nguồn cung dầu thô, khiến các nhà máy lọc dầu châu Á phải đẩy mạnh sử dụng dầu FO làm nguyên liệu đầu vào thay thế.

### Triển vọng giá LPG tích cực trong 2H2023

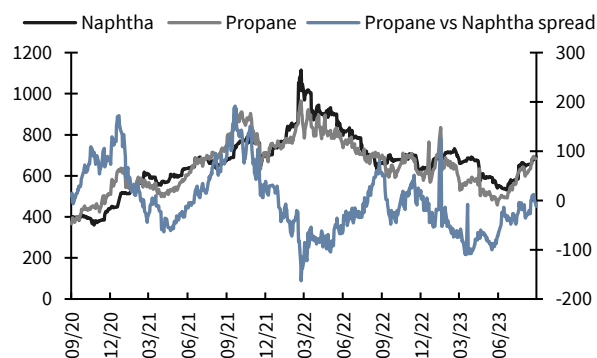
Giá LPG (Propane) châu Á bật tăng mạnh từ tháng 6/2023 chủ yếu do giá LPG duy trì ở mức rất thấp so với giá Naphtha trong suốt 1H2023, kích thích nhu cầu thu mua LPG từ các nhà máy hóa dầu. Đến tháng 9/2023, mức chênh lệch giá giữa LPG và Naphtha tại châu Á đã thu hẹp đáng kể. Tuy mất đi động lực từ mức chênh lệch giá, chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng tăng giá LPG tới cuối năm 2023 nhờ nhu cầu tiêu thụ tại châu Á gia tăng khi các nhà máy PDH (propane dehydrogenation) tại Trung Quốc đi vào hoạt động.

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Chênh lệch giá Propane và Naphtha tại châu Á (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

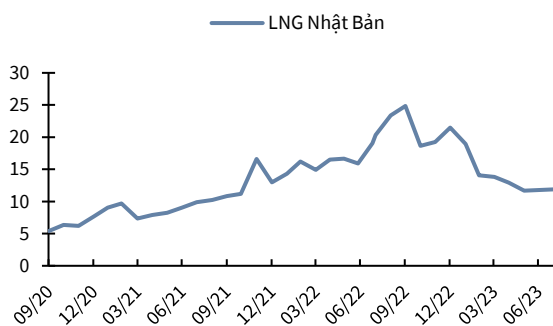
### Mảng LNG vẫn là động lực tăng trưởng trong dài hạn, nhưng sẽ cần giải quyết nhiều vấn đề trong ngắn hạn

Chúng tôi cho rằng các dự án kho LNG của GAS là lời giải cho vấn đề suy giảm nguồn khí tự nhiên trước khi dự án Lô B Ô Môn đi vào khai thác. Trong tháng 7/2023, GAS đã tiếp nhận tàu LNG đầu tiên từ Shell để vận hành thử nghiệm kho LNG Thị Vải giai đoạn 1. Khách hàng chính của dự án là nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2024, đầu năm 2025. Cũng trong tháng 7, tỉnh Bình Thuận đã quyết định chấp thuận đầu tư cho dự án kho LNG Sơn Mỹ. Dự án sẽ phục vụ cho nhà máy điện Sơn Mỹ 1 và 2, dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2027-2028.

Hiện tại, nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4 vẫn chưa có hợp đồng mua bán điện (PPA) và hợp đồng mua bán khí (GSPA) do vướng mắc giữa PVPower và EVN. Chúng tôi lo ngại sự chậm trễ của dự án Nhơn Trạch 3&4 sẽ ảnh hưởng xấu tới triển vọng mảng LNG của GAS. Chúng tôi cũng không đánh giá cao khả năng sinh lời của các dự án kho LNG trong giai đoạn đầu khi chưa có thỏa thuận mức giá mua bán khí LNG rõ ràng từ các bên. Do giá LNG nhập khẩu cao hơn đáng kể so với khí thiên nhiên nội địa, GAS có thể phải chấp nhận giảm lợi nhuận để hỗ trợ

giá bán cho các nhà máy nhiệt điện. Trong khi đó, giá khí LNG nhập khẩu có khả năng biến động rất mạnh do trên thế giới chỉ có một vài quốc gia có khả năng cung cấp sản phẩm này, trong khi nhu cầu tiêu thụ đang rất lớn do xu hướng ưu tiên sử dụng các nguồn năng lượng ít phát thải. Các cuộc đình công tại các cơ sở sản xuất LNG ở Úc đang diễn biến phức tạp có thể sẽ là một rủi ro khiến giá LNG leo thang trong thời gian tới.

**Biểu đồ 9. Giá LNG giao dịch tại thị trường Nhật Bản (USD/mmBTU)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 10. Thông tin về một số dự án kho LNG của GAS**

Dự án	Công suất (nghìn tấn/năm)	Vốn đầu tư (triệu USD)	Năm hoạt động kỳ vọng	% Sở hữu
Thị Vải GD1	1,000	285	2024	100%
Thị Vải GD2	3,000	200	2027	100%
Thị Vải GD3	6,000	200	N/A	100%
Sơn Mỹ GD1	3,000	1,330	2027	61%
Sơn Mỹ GD2	6,000	40	N/A	61%

Nguồn: GAS, KBSV

#### Dự án Lô B Ô Môn vẫn chưa có đột phá

Trong tháng 6/2023, dự án nhà máy nhiệt điện Ô Môn 3&4 đã được chuyển quyền sở hữu từ EVN sang PVN, giúp tháo gỡ một nút thắt liên quan đến khả năng huy động vốn đầu tư cho dự án. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiến độ xin cấp FID cho dự án Lô B Ô Môn có thể sẽ chậm trễ đến giữa năm 2024 do các vấn đề về hợp đồng mua bán điện-khí trung, hạ nguồn vẫn chưa được giải quyết.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 11. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023F	YoY %	Nhận xét
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>100,724</b>	<b>89,617</b>	<b>-11%</b>	Doanh thu giảm chủ yếu do giá dầu thô và dầu FO giảm mạnh từ mức nền cao cùng kỳ (-21% yoy và -21% yoy). Sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ 0.7% chủ yếu do giảm sản lượng từ khách hàng nhà máy đạm và khu công nghiệp
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>21,314</b>	<b>18,355</b>	<b>-14%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>21.2%</b>	<b>20.5%</b>		
Chi phí SG&A	-3,515	-3,420	-3%	
LN từ HĐKD	17,799	14,893	-16%	
Thu nhập tài chính	1,568	2,038	30%	Số dư tiền mặt lớn tích lũy từ 2022 trong khi chưa phát sinh khoản đầu tư lớn vào các dự án mới
Chi phí tài chính	-671	-372	-45%	Chủ yếu do số dư nợ vay giảm mạnh so với cùng kỳ
Thu nhập khác (ròng)	78	32	-59%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>18,802</b>	<b>16,665</b>	<b>-11%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>15,062</b>	<b>13,349</b>	<b>-11%</b>	
<b>Biên lợi nhuận ròng (%)</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.9%</b>		
<b>Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)</b>	<b>7,798</b>	<b>7,744</b>	<b>-0.7%</b>	
Khách hàng điện	5,550	5,808	5%	Nhu cầu tiêu thụ tăng do ảnh hưởng của El Nino
Khách hàng đạm	1,150	1,084	-6%	Đạm Phú Mỹ và Đạm Cà Mau bảo trì. Huy động 1H2023 thấp do phải ưu tiên khí cho nhà máy điện
Khách hàng công nghiệp	1,100	852	-23%	Hoạt động sản xuất nội địa yếu kéo theo suy giảm nhu cầu tiêu thụ từ các khu công nghiệp
<b>Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)</b>	<b>2,068</b>	<b>2,068</b>	<b>0%</b>	
<b>Sản lượng tiêu thụ Condensate (nghìn tấn)</b>	<b>101</b>	<b>97</b>	<b>-4%</b>	
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>	<b>101</b>	<b>80</b>	<b>-21%</b>	
<b>Giá dầu FO (USD/tấn)</b>	<b>494</b>	<b>417</b>	<b>-16%</b>	Điều chỉnh tăng dự phóng giá dầu FO do giá thị trường diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng
<b>Giá LPG (USD/tấn)</b>	<b>737</b>	<b>615</b>	<b>-17%</b>	

Nguồn: GAS, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 118,800 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 MUA cho GAS với mức giá mục tiêu là 118,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 15.7% so với giá đóng cửa 102,700 VNĐ/cổ phiếu ngày 12/09/2023.

**Bảng 12. Giả định mô hình định giá FCFF**

Lãi suất phi rủi ro	5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (tỷ VND)	165,702
Phần bù rủi ro	8.2%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2027	39,996
Beta	0.69	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>205,698</b>
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	34,275
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-6,083
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>9.8%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTS	-1,458
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>232,432</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1,914.00
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>121,400</b>

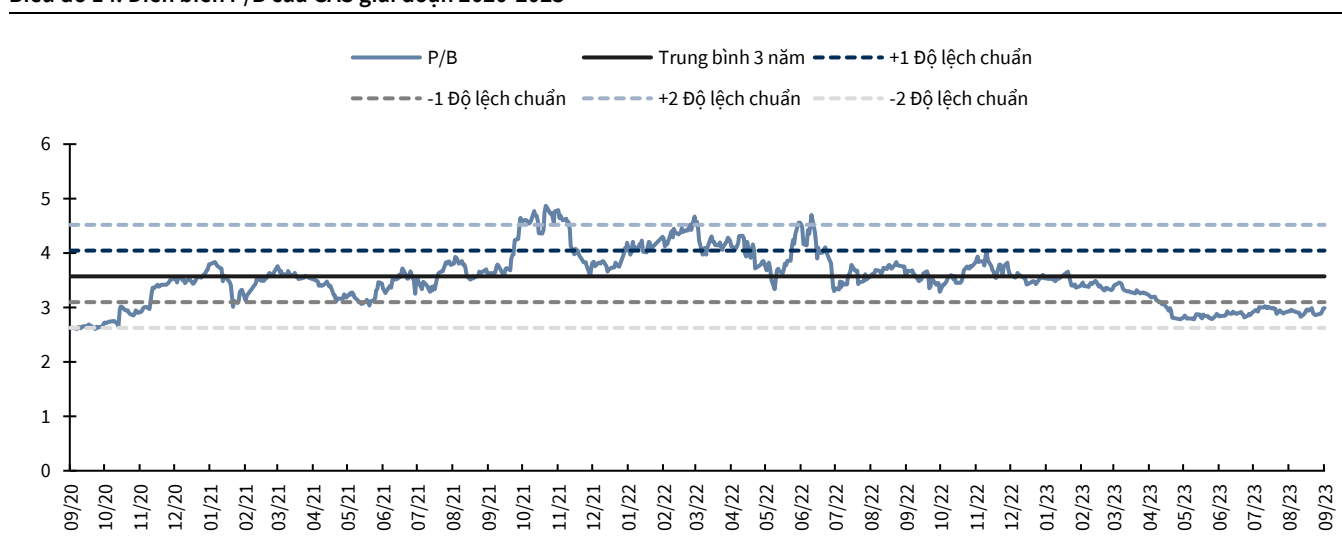
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 13. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	121,400	70%	84,980
P/E (16.5x)	112,844	30%	33,853
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>118,800</b>
Giá hiện tại (12/09/2023)			102,700
Upside			15.7%

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 14. Diễn biến P/B của GAS giai đoạn 2020-2023**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

## GAS – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021A – 2024F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2021	2022	2023F	2024F		2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	78,992	100,724	89,617	91,879	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	78,768	82,806	86,941	94,918
Giá vốn hàng bán	-65,007	-79,409	-71,262	-72,756	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	51,395	55,652	58,886	63,786
Lãi gộp	13,986	21,314	18,355	19,123	Tiền và tương đương tiền	5,300	10,549	14,073	17,264
Thu nhập tài chính	1,187	1,568	2,038	2,242	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	24,800	23,726	25,400	26,632
Chi phí tài chính	-403	-671	-372	-237	Các khoản phải thu	16,920	16,191	15,100	15,481
Trong đó: Chi phí lãi vay	-304	-337	-186	-118	Hàng tồn kho, ròng	3,241	4,102	3,026	3,090
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	15	28	28	28	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	27,373	27,155	28,055	31,132
Chi phí bán hàng	-2,133	-2,440	-2,172	-2,227	Phải thu dài hạn	188	169	169	169
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,479	-1,075	-1,290	-1,323	Tài sản cố định	18,098	16,370	17,270	20,347
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	11,173	18,724	16,587	17,606	Tài sản dở dang dài hạn	4,871	6,121	6,121	6,121
Thu nhập khác	83	112	112	112	Đầu tư dài hạn	22	36	36	36
Chi phí khác	51	34	34	34	Lợi thế thương mại	1	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	32	78	78	78	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	26,575	21,489	17,844	17,295
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	1	Nợ ngắn hạn	16,561	12,488	11,598	11,705
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	11,205	18,802	16,665	17,684	Phải trả người bán	6,631	6,652	5,647	5,790
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,353	-3,740	-3,316	-3,519	Người mua trả tiền trước	105	128	184	181
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	8,852	15,062	13,349	14,165	Vay ngắn hạn	485	45	432	332
Lợi ích của cổ đông thiểu số	179	268	260	276	Nợ dài hạn	10,014	9,001	6,246	5,590
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	8,673	14,794	13,089	13,889	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	24	24	24	24
					Vay dài hạn	7,510	6,038	3,283	2,627
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	52,193	61,317	69,097	77,623
					Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140
					Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Lãi chưa phân phối	10,487	19,243	26,723	35,012
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	21,468	21,476	21,516	21,477
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,098	1,458	1,718	1,994
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Chỉ số chính</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.7%	21.2%	20.5%	20.8%	<b>Chỉ số định giá</b>				
Tỷ suất EBITDA	17.0%	20.8%	19.5%	20.6%	P/E	16.6	14.0	17.4	16.4
Tỷ suất EBIT	13.1%	17.7%	16.6%	17.0%	P/E pha loãng	16.6	14.0	17.4	16.4
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	14.2%	18.7%	18.6%	19.3%	P/B	2.7	3.4	3.3	2.9
Tỷ suất lãi hoạt động KD	14.1%	18.6%	18.5%	19.2%	P/S	1.8	2.0	2.5	2.5
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.2%	15.0%	14.9%	15.4%	P/Tangible Book	2.7	3.4	3.3	2.9
					P/Cash Flow	18.3	16.5	14.5	14.3
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.6	9.7	12.5	11.4
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	13.8	11.4	14.7	13.8
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
<b>(Tỷ VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	ROE%	17.0%	24.6%	19.3%	18.3%
Lãi trước thuế	11,205	18,802	16,665	17,684	ROA%	11.2%	18.2%	15.4%	14.9%
Khấu hao TSCĐ	3,073	3,104	2,604	3,364	ROIC%	18.1%	29.8%	24.1%	23.5%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-992	-992	-992	-992	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Chi phí lãi vay	304	325	179	114	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.8	2.7	3.4	3.8
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	14,084	21,239	18,456	20,170	Tỷ suất thanh toán nhanh	2.8	4.0	4.7	5.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-7,153	782	1,091	-381	Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.1	4.5	5.1	5.5
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,612	-878	1,076	-64	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	14.4%	9.8%	4.8%	3.4%
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	7,801	-3,902	-1,005	143	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	9.5%	7.3%	3.8%	2.8%
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-2,740	-290	-290	-290	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.9%	0.1%	0.6%	0.4%
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-2,771	-4,497	-3,691	-3,655	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.6%	0.1%	0.5%	0.3%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	7,595	12,440	15,637	15,923	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	32%	20%	17%	15%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-4,747	-2,006	-4,338	-6,567	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	21%	15%	13%	12%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	181	1	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	51%	35%	26%	22%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-41,511	-40,613	-37,157	-37,157	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	34%	26%	21%	18%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	38,324	41,432	36,413	36,413	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-40	-40	-40	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	5.8	6.1	5.7	6.0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-60	-60	-60	Hệ số quay vòng HTK	26.5	21.6	23.6	23.6
Cổ tức và tiền lãi nhận được	998	1,330	1,164	1,164	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	17.0	15.2	14.6	16.1
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-6,755	43	-4,004	-6,233					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	159	0	0					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	6,247	1,325	1,255	1,213					
Tiền trả các khoản đi vay	-1,156	-3,371	-3,623	-1,970					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0					
Cổ tức đã trả	-5,865	-5,882	-5,742	-5,742					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-774	-7,769	-8,110	-6,499					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	66	4,715	3,523	3,191					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,237	5,833	10,550	14,073					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,301	10,550	14,073	17,264					

## 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

Khoảng 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

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tiens@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.