

# CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco

(HSX: AST)

## Trên đà phục hồi

**MUA**

(Báo cáo lần đầu)

**TP VND69,500**
**(+22.5%)**
**CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.**

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

### Cập nhật 6T2022

Kết quả doanh thu 6T2022 của AST đạt 202 tỷ (+85.5% CK) và ghi nhận tín hiệu vô cùng tích cực khi lợi nhuận ròng (LNR) chỉ còn lỗ 7 tỷ đồng (sv. lỗ 66.9 tỷ CK). Trong Q2/2022, khi các hãng hàng không nội địa được hưởng lợi mạnh mẽ từ việc các chính sách phòng chống Covid-19 được dỡ bỏ, AST đã lần đầu ghi nhận LNR dương 16.6 tỷ (sv. lỗ 35 tỷ CK). Tuy nhiên mảng bán lẻ cho khách quốc tế, vốn mang lại biên lợi nhuận cao hơn từ 10%-15% so với mảng nội địa, vẫn chưa hồi phục như kỳ vọng khi lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong 8T2022 chỉ đạt 1.4 triệu lượt, giảm 87% so với mức trước đại dịch 2019.

### Dự phóng 2022-2023

**Năm 2022 khách nội địa quay lại vượt kỳ vọng nhưng lượng khách quốc tế hồi phục chậm hơn dự kiến.** Tính chung 8T2022, tổng số khách du lịch nội địa đạt khoảng 79.8 triệu lượt, cao hơn 19.8 triệu lượt so với mục tiêu cả năm 2022 của Tổng Cục Du lịch cho khách nội địa năm 2022. Ngược lại, lượng khách quốc tế đến Việt Nam cùng kỳ chỉ đạt 1.4 triệu lượt, giảm 87% so với thời điểm trước dịch 2019. Chúng tôi đánh giá các yếu tố chủ quan như 1) chưa phải mùa cao điểm du lịch của các nước bắc bán cầu, 2) thời hạn thị thực ngăn cộng hưởng với các yếu tố khách quan như nhiều nước chưa mở cửa lại mảng du lịch hay 3) lạm phát tăng cao đã khiến lượng khách quốc tế tăng trưởng chậm hơn dự kiến.

Cho năm 2023 - 2024, chúng tôi dự phóng khách du lịch nội địa vẫn duy trì mức tăng trưởng hai con số, lần lượt đạt 138.1 triệu lượt (+30% CK) và 158.8 triệu lượt (+15% CK). Dự phóng lượng khách hàng không quốc tế sẽ hồi phục chậm hơn, lần lượt đạt 10.5 triệu lượt (+320% CK) cho năm 2023F và 33.6 triệu lượt (+220% CK) cho năm 2024F, vượt qua mức kỷ lục 116.4 triệu lượt năm 2019.

### Dự phóng sản lượng, doanh thu 2022 - 2024

Chúng tôi đánh giá từ năm 2022, khi ngành du lịch phục hồi cũng như các yêu cầu về phòng dịch dần gỡ bỏ sẽ giúp AST vừa tăng trưởng doanh thu lẫn gia tăng biên LNG trở lại. Chúng tôi dự phóng doanh thu của AST năm 2022 / 2023 / 2024 lần lượt đạt 686 tỷ (+345% CK) / 1,231 tỷ (+79% CK) / 1,532 tỷ (+24.4% CK), tương ứng với biên LNG lần lượt đạt 48% / 51% / 51%.

Qua đó, chúng tôi dự phóng LNR sau khi trừ đi lợi ích của cổ đông thiểu số của AST trong năm 2022 / 2023 / 2024 sẽ lần lượt đạt 48 tỷ / 156 tỷ (+225% CK) / 185 tỷ (+18% CK).

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu của AST ở mức VND 69,500 (upside +22.5%) dựa trên phương pháp FCFE. PE forward FY23 của AST là 17.5x, thấp hơn 10% định giá so với trước dịch Covid-19. Ngành bán lẻ hàng không là ngành vốn có rào cản gia nhập lớn và nền tảng tài chính vững mạnh.

### Dữ liệu



Thị giá (20/09/2022, VND)	56,800	Vốn hóa (VND tỷ)	127,344
LN HKKD (22F, VND tỷ)	62	Số lượng CP lưu hành (triệu)	5,815
Tăng trưởng EPS (22F, %)	NA	Free Float (%)	54.3
Market EPS Growth (22F, %)	NA	Tỷ lệ sở hữu CB nước ngoài (%)	20.5
P/E (22F, x)	56.9	Beta (12M)	1.1
Market P/E (x)	14.2	Thấp 25 tuần	20,500
VN-Index	1,219	Cao 52 tuần	44,923

### Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.9	-6.2	3.3
Tương đối	-1.9	13.6	14.2

### Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
Doanh thu (VND tỷ)	865	1,141	359	154	686	1,232
Lợi nhuận HKKD (VND tỷ)	203	228	(65)	(107)	62	185
Biên Lợi nhuận HKKD (%)	23.5%	20.0%	-18.2%	-69.7%	9.0%	15.0%
LNST (VND tỷ)	167	173	(49)	(118)	49	159
EPS (VND)	3,703	3,848	(1,089)	(2,623)	1,085	3,524
ROE (%)	30.8%	33.0%	-10.5%	-34.5%	12.9%	37.9%
P/E (x)	10.9x	19.1x	-50.2x	-18.4x	56.9x	17.5x
P/B (x)	2.8x	4.3x	4.2x	4.9x	4.9x	4.1x
Tỷ suất cổ tức (%)	4.0%	4.2%	1.7%	0.0%	0.0%	4.3%

Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ đã điều chỉnh

Nguồn: AST, Mirae Asset Vietnam Research

## Ngành du lịch Việt Nam 8T2022 và triển vọng 2022 - 2023

**Khách nội địa trở lại vượt kỳ vọng cho cả năm 2022.** Tính chung 8 tháng, tổng số khách du lịch nội địa đạt khoảng 79.8 triệu lượt, cao hơn 19.8 triệu lượt so với mục tiêu cả năm 2022 của Tổng Cục Du lịch cho khách nội địa năm 2022. Chúng tôi cho rằng nhờ việc nhiều quốc gia vẫn chưa mở cửa, chi phí du lịch trong nước ngày càng hợp lý cũng như tâm lý đi chơi sau hai năm bị cách ly đã khiến lượng khách du lịch nội địa bùng nổ trong năm 2022. Hiện tại, lượng khách du lịch nội địa trong 8T2022 tăng 33.6% so với cùng kỳ năm 2019 - thời điểm trước khi xảy ra đại dịch và gần bằng số lượng khách cả năm 2019 (85 triệu lượt).

Cho năm 2023 - 2024, chúng tôi dự phóng khách du lịch nội địa vẫn duy trì mức tăng trưởng hai con số, lần lượt đạt 138.1 triệu lượt (+30% CK) và 158.8 triệu lượt (+15% CK) với hai động lực chính là (1) thu nhập người dân tiếp tục gia tăng, (2) hệ thống cao tốc giúp kết nối dễ dàng hơn các điểm du lịch như Phan Thiết, Móng Cái .... đến các thành phố chính.

**Tổng thu của ngành Du lịch phục hồi chậm hơn do thiếu đòn bẩy từ khách quốc tế.** Tổng thu từ khách du lịch trong 8 tháng đầu năm 2022 ước đạt 356.6 nghìn tỷ đồng, đạt 80.6% so với cùng kỳ năm 2019. Chúng tôi ước tính tổng thu từ khách du lịch nội địa trong năm 2022 khoảng 522 nghìn tỷ đồng, thấp hơn 27% so với mức trước dịch năm 2019. So với năm 2019, Việt Nam chỉ đón 85 triệu lượt khách du lịch nội địa nhưng doanh thu lên tới 720 nghìn tỷ đồng (+16% CK).

**Dự phóng lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam năm 2022 chỉ đạt 2.5 triệu người, bằng chỉ đạt 50% kỳ vọng của Tổng Cục du lịch.** Trong 8T2022, lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 1.4 triệu lượt, giảm 87% so với thời điểm trước dịch 2019. Chúng tôi đánh giá bốn yếu tố chính khiến lượng khách quốc tế đến Việt Nam vẫn khiêm tốn dù đã mở cửa các đường bay từ 15/03/2022, bao gồm (1) Thời hạn miễn thị thực chỉ có 15 ngày, ít hơn so với nhu cầu của các tour nước ngoài, (2) Lạm phát cao trên toàn thế giới (3) Nhiều nước vẫn chưa mở cửa du lịch như Trung Quốc hay Nhật Bản và (4) Chưa phải mùa cao điểm du lịch của các nước bắc bán cầu. Chúng tôi cho rằng sự tác động tiêu cực này chỉ thực sự được dỡ bỏ từ 2023 khi hầu hết các nước coi Covid-19 như bệnh đặc hữu cũng như tác động của lạm phát giảm bớt. Do đó chúng tôi dự phóng lượng khách quốc tế đến các cảng hàng không của Việt Nam năm 2023F và 2024F lần lượt đạt 10.5 triệu lượt (+320% CK) và 33.6 triệu lượt (+220% CK).

**Thị trường châu Á vẫn chưa thực sự phục hồi hoàn toàn.** Trước dịch Covid-19, năm 2019 thị trường châu Á chiếm đến 79.9% tổng lượng khách du lịch quốc tế, nhiều nhất là bốn nước Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Malaysia. Tuy nhiên Trung Quốc và Nhật Bản (chiếm 37% lượng khách quốc tế 2019) vẫn duy trì các chính sách xuất nhập cảnh gắt gao để phòng dịch Covid trực tiếp khiến thu nhập của ngành bán lẻ sân bay tại các nhà ga quốc tế chưa phục hồi như kỳ vọng.

## Dự phóng KQKD của AST năm FY22

### 1. Mảng F&B và bán hàng lưu niệm (BHLN) hồi phục đầu tiên nhờ lượng khách nội địa quay lại mạnh mẽ

Hiện nay AST đang vận hành chuỗi BHLN và F&B mang tên Lucky. Chuỗi Lucky hiện nay đã xuất hiện hầu hết ở các sân bay và dự kiến tiếp tục mở rộng ra thêm hai sân bay mới là sân bay Phan Thiết và Tân Sơn Nhất (nhà ga T3). Với vị trí đặc địa tại các nhà chờ thuộc nhà ga nội địa lẫn quốc tế, mảng F&B và BHLN phục hồi trước tiên trong hệ sinh thái của AST.

Tuy nhiên, tổng số cửa hàng F&B và BHLN của AST là 81 cửa hàng trong năm 2021 tại 7 sân bay, do đó chúng tôi đánh giá sẽ rất khó mở rộng thêm số lượng cửa hàng của AST ở các sân bay hiện tại. Cho đến năm 2024, khi sân bay Phan Thiết và T3 của Tân Sơn Nhất đi vào hoạt động, chúng tôi dự phóng số lượng của hàng của hai mảng này sẽ đạt

92 cửa hàng. Doanh thu dự phóng cho mảng BHLN năm 2022 / 2023 / 2024 lần lượt đạt 205 tỷ (+832.4% CK) / 348 tỷ (+70% CK) / 422.5 tỷ (+21% CK). Với mảng F&B, chúng tôi dự phóng doanh thu cho các năm 2022 / 2023 / 2024 lần lượt đạt 108 tỷ (+190% CK) / 209 tỷ (+93% CK) / 248.7 tỷ (+19% CK).

Hình 1. Chuỗi cửa hàng bách hóa lưu niệm Lucky của Taseco



Hình 2. Chuỗi cửa hàng miễn thuế JDV của liên doanh JDV - AST



Nguồn: ACV, AST BCTN, Mirae Asset Vietnam Research

**2. Mảng hàng miễn thuế chờ đợi sự phục hồi từ du lịch quốc tế**

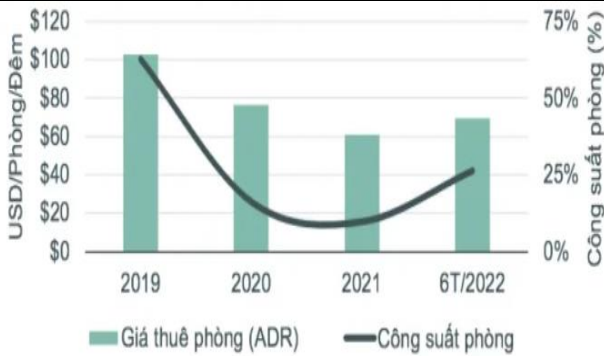
Hiện nay AST đang sở hữu 51% liên doanh bán hàng miễn thuế với JDV Nhật Bản, chủ yếu phục vụ khách quốc tế. Chúng tôi cho rằng mảng hàng miễn thuế sẽ là động lực tăng trưởng chính cho AST trong tương lai dài hạn khi đây là thị trường khá ít đối thủ cạnh tranh và có rào cản gia nhập ngành lớn từ khả năng thuê mặt bằng trong sân bay hạn chế. Thông thường các hợp đồng thuê mặt bằng sân bay sẽ có điều khoản gia hạn, do đó các đối thủ cạnh tranh như Lotte, King Power hay Shilla chỉ có thể mở rộng cạnh tranh với AST ở các sân bay mới như Phan Thiết, Phú Quốc mở rộng hay nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất.

Dựa trên dự phóng về lượng khách quốc tế đến Việt Nam, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bán hàng miễn thuế năm 2022 / 2023 / 2024 sẽ lần lượt đạt 126 tỷ (+132% CK) / 298 tỷ (+136% CK) / 387 tỷ (+30% CK). Số lượng cửa hàng miễn thuế chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng lên 13 cửa hàng vào năm 2024 so với 11 cửa hàng ở năm 2021.

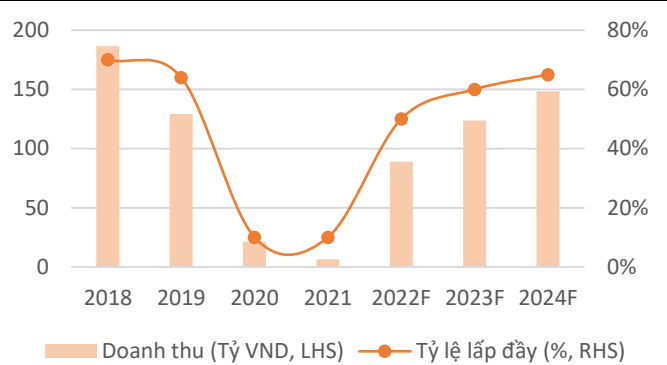
**3. Đà Năng dư công suất phòng khiến mảng khách sạn sẽ khó tăng trưởng**

Mảng kinh doanh của AST còn bao gồm khách sạn The A la Carte tiêu chuẩn 4\*, bao gồm 203 căn hộ và phòng nghỉ. Vị trí của khách sạn nằm ở đường Võ Nguyên Giáp, đối diện bãi biển Mỹ Khê Đà Nẵng và là vị trí vàng của ngành khách sạn tại Đà Nẵng.

**Hình 3. Hiệu suất lưu trú và giá phòng trung bình tại Đà Nẵng**



**Hình 4. Dự phóng doanh thu và tỷ lệ lấp đầy khách sạn The A la Carte**



Nguồn: CBRE, Tuoitre, AST, Mirae Asset Vietnam Research

Tuy nhiên, Đà Nẵng cũng chính là địa phương hiện đang gánh chịu hậu quả từ việc có quá nhiều nguồn cung khách sạn và Condotel. Đà Nẵng hiện có khoảng 50,000 phòng và tới năm 2024 sẽ lên đến 71,000 phòng theo ước tính của CBRE. Trong đó, tới năm 2024, Đà Nẵng ước tính có tới 99 dự án khách sạn từ 4\* - 5\* và là địa phương có sự cạnh tranh gay gắt nhất ở phân khúc khách sạn cao cấp.

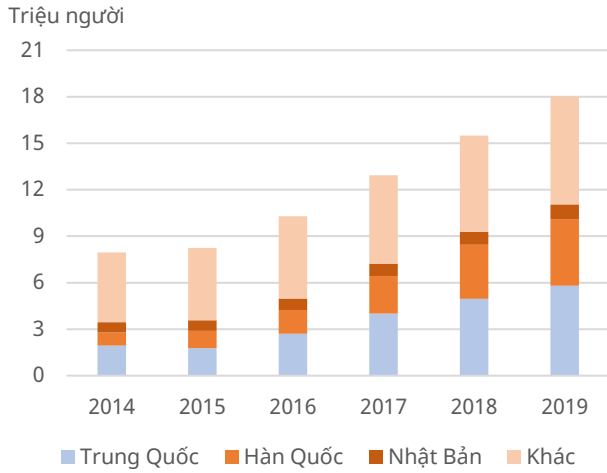
Do đó hiệu suất lưu trú ở Đà Nẵng tính đến hết 6T2022 chỉ đạt mức 26.3% với mức giá trung bình là USD70/đêm (hiệu suất lưu trú và giá phòng trung bình 2019 lần lượt là 63% và USD103/đêm). Chúng tôi cho rằng khách sạn A la Carte cũng không nằm ngoài ảnh hưởng tiêu cực từ việc dư nguồn cung phòng. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ lấp đầy của khách sạn A la Carte lần lượt đạt 50% / 60% / 65% cho giai đoạn 2022 / 2023 / 2024. Doanh thu dự phóng tương ứng trong giai đoạn 2022 / 2023 / 2024 là 88.7 tỷ (+1,310% CK) / 123.8 tỷ (+40% CK) / 148.4 tỷ (20% CK), nhưng vẫn sẽ khó đạt được mức doanh thu 186 tỷ đồng năm 2018.

**Dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất 2024 sẽ vượt mức trước Covid-2019**

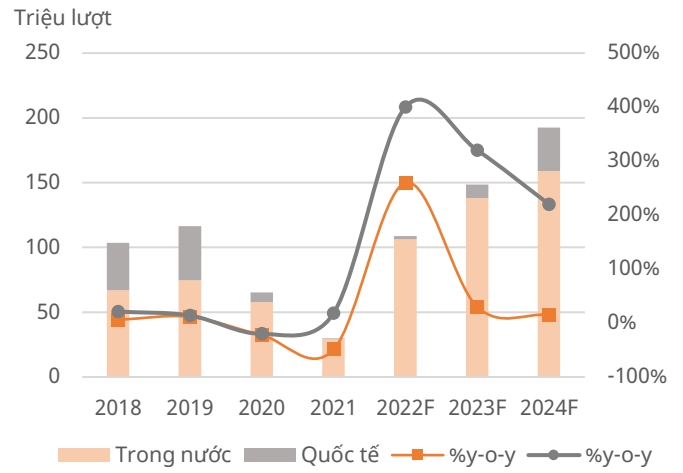
Trong giai đoạn 2016 - 2019, AST liên tục duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định (BLNG) ở mức từ 52% - 54%. Do ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến doanh thu giảm nhưng chi phí tăng cao, biên LNG năm 2020 và 2021 đã giảm mạnh về mức là 41.7% và 27.9%.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng từ năm 2022, khi ngành du lịch phục hồi cũng như các yêu cầu về phòng dịch dần gỡ bỏ sẽ giúp AST vừa tăng trưởng doanh thu lẫn gia tăng biên LNG trở lại. Chúng tôi dự phóng doanh thu của AST năm 2022 / 2023 / 2024 lần lượt đạt 686 tỷ (+345% CK) / 1,231 tỷ (+79% CK) / 1,532 tỷ (+24.4% CK), tương ứng với biên LNG lần lượt đạt 48% / 51% / 51%. Dự phóng cả năm 2022 LNST của AST sẽ đạt 55 tỷ đồng (sv. -128 tỷ năm 2021). Chúng tôi dự phóng năm 2023 và 2024 LNR của AST sẽ tăng mạnh, đồng pha với hồi phục từ thị trường hàng không và du lịch quốc tế, lần lượt đạt 178 tỷ và 264 tỷ, vượt qua mức đỉnh LNR trước dịch năm 2019 là 212 tỷ. Qua đó, chúng tôi dự phóng LNR sau khi trừ đi lợi ích của cổ đông thiểu số của AST trong năm 2022 / 2023 / 2024 sẽ lần lượt đạt 48 tỷ / 156 tỷ (+225% CK) / 185 tỷ (+18% CK).

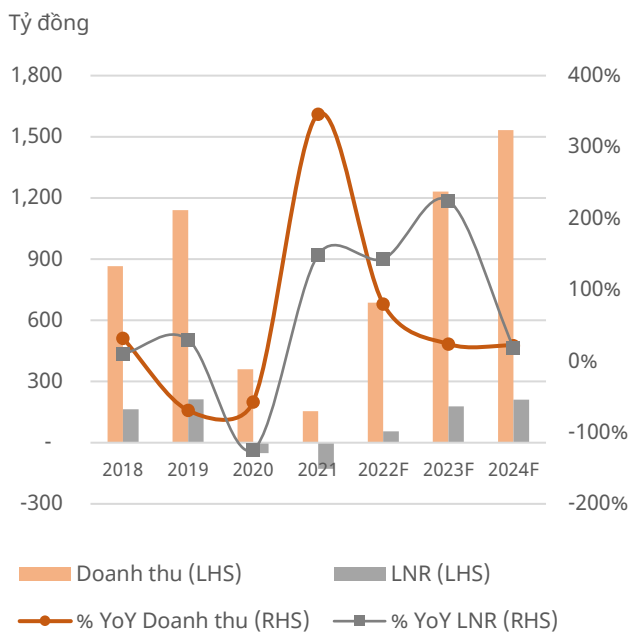
**Hình 5. Tỷ trọng khách du lịch Đông Á tới Việt Nam giai đoạn 2014 - 2019**



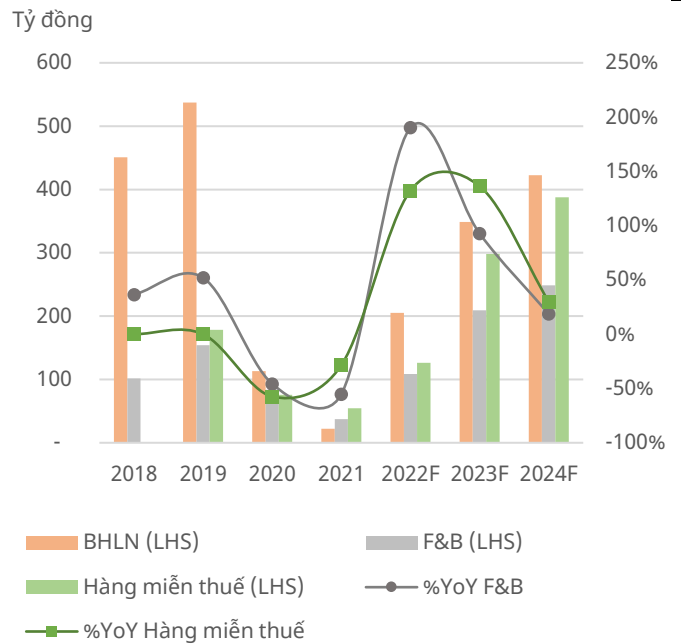
**Hình 6. Dự phóng lượng khách nội địa/quốc tế di chuyển qua các hãng hàng không giai đoạn 2018 - 2024F**



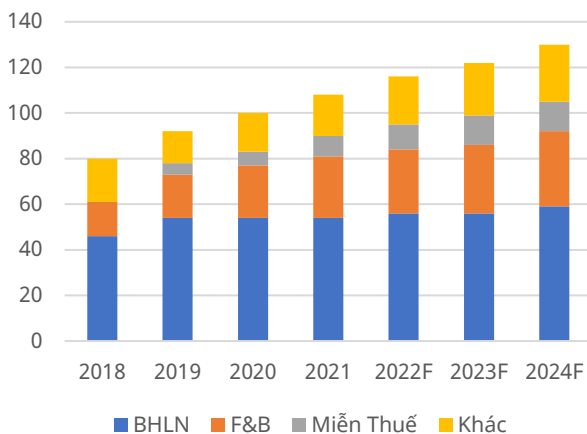
**Hình 7: Dự phóng doanh thu và LNR giai đoạn 2018 - 2024F**



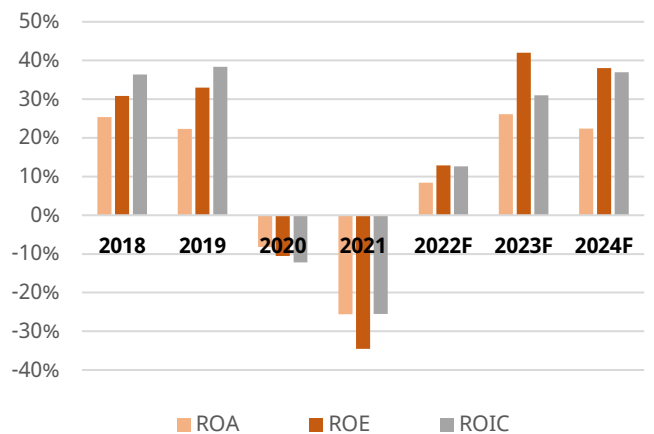
**Hình 8: Dự phóng doanh thu mảng BHLN, F&B và Hàng miễn thuế giai đoạn 2019 - 2024F**



**Hình 9: Dự phóng số lượng cửa hàng giai đoạn 2018-2024F**



**Hình 10: Dự phóng tỷ suất lợi nhuận giai đoạn 2018-2024F**



## CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (HOSE: AST)

## Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>359</b>	<b>154</b>	<b>686</b>	<b>1,232</b>
Giá vốn hàng bán	(209)	(111)	(357)	(604)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>150</b>	<b>43</b>	<b>329</b>	<b>628</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	(216)	(150)	(268)	(443)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>(65)</b>	<b>(107)</b>	<b>62</b>	<b>185</b>
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	(65)	(107)	62	185
<b>Lợi nhuận ngoài HĐKD chính</b>	<b>(14)</b>	<b>(24)</b>	<b>(10)</b>	<b>2</b>
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(2)	(2)	(3)	(5)
Lãi/ Lỗ từ liên kết liên doanh	(12)	(22)	(7)	7
Lợi nhuận trước thuế	(49)	(128)	55	195
Thuế TNDN	(2)	-	-	(17)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	(51)	(128)	55	178
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(52)</b>	<b>(129)</b>	<b>55</b>	<b>179</b>
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	(49)	(119)	49	159
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	(3)	(10)	6	20
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(52)</b>	<b>(129)</b>	<b>55</b>	<b>179</b>
Cổ đông công ty mẹ	(49)	(119)	49	159
Cổ đông thiểu số	(3)	(10)	6	20
EBITDA	(26)	(69)	97	227
FCF (Dòng tiền tự do)	165	200	335	401
EBITDA Margin (%)	-7.1%	-45.1%	14.2%	18.4%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	-18.2%	-69.7%	9.0%	15.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	-14.3%	-83.4%	8.0%	14.5%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	(86.0)	(84.3)	75.2	153.1
LNTT	(49.2)	(128.4)	55.0	195.4
Chi phí không bằng tiền	1.2	0	0.5	0.7
Khấu hao	39.8	37.8	35.4	42.0
Khấu trừ	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>	<b>(71.1)</b>	<b>(93.8)</b>	<b>(81.0)</b>	<b>(136.3)</b>
Tăng giảm phải thu	(37.6)	(53.8)	(66.6)	(115.5)
Tăng giảm tồn kho	(75.5)	(81.9)	(53.0)	(2.6)
Tăng giảm phải trả	42.0	41.9	38.6	(18.2)
Các khoản thay đổi khác	(20.4)	(1.1)	0	(16.7)
<b>LCTT hoạt động đầu tư</b>	<b>1.9</b>	<b>51.7</b>	<b>4.6</b>	<b>(22.0)</b>
Tăng giảm Tài sản cố định	(9.9)	(15.7)	(15.9)	(19.3)
Tăng giảm Tài sản vô hình	7.5	0.9	1.3	1.3
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	18.5	14.7	6.5	(7.2)
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(14.2)	51.8	12.7	3.2
<b>LCTT hoạt động tài chính</b>	<b>(96.1)</b>	<b>1.3</b>	<b>14.4</b>	<b>(106.0)</b>
Tăng giảm nợ phải trả	(45.8)	38.3	(11.3)	(14.7)
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(137.5)	(1.8)	0	(135.0)
Khác	87.2	(35.2)	25.7	43.7
<b>Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm</b>	<b>(180.2)</b>	<b>(31.4)</b>	<b>94.1</b>	<b>25.1</b>
Số dư đầu kỳ	220.2	40.1	157.6	251.7
Số dư cuối kỳ	40.0	8.7	251.7	276.8

Nguồn: AST, Mirae Asset Vietnam Research

## Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>363.3</b>	<b>281.6</b>	<b>459.3</b>	<b>611.2</b>
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	40	9	252	277
Phải thu ngắn hạn	17.1	22.7	52.2	72.7
Tồn kho	48.8	28.5	79.6	155.1
Khác	257.4	221.4	75.5	106.4
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>261.7</b>	<b>220.9</b>	<b>192.8</b>	<b>169.4</b>
Tài sản cố định hữu hình	130.8	121.6	102.1	79.4
Đầu tư liên kết liên doanh	58.9	45.1	45.1	45.1
Tài sản dài hạn khác	72.0	54.2	45.6	44.9
<b>Tổng tài sản</b>	<b>625.0</b>	<b>502.5</b>	<b>652.1</b>	<b>780.6</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>83.6</b>	<b>87.3</b>	<b>181.9</b>	<b>266.6</b>
Phải trả ngắn hạn	19.7	22.4	46.0	70.6
Vay nợ ngắn hạn	43.7	45.1	59.5	88.5
Nợ ngắn hạn khác	20.2	19.8	76.4	107.5
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
Nợ vay dài hạn	1.1	2.7	2.7	2.7
Nợ dài hạn khác	-	0.1	0.1	0.1
<b>Tổng nợ</b>	<b>84.7</b>	<b>90.1</b>	<b>184.7</b>	<b>269.4</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>490</b>	<b>373</b>	<b>428</b>	<b>472</b>
Vốn góp chủ sở hữu	450	450	450	450
Thặng dư cổ phần	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	40.3	(77.0)	(22.0)	21.8
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	50	39	39	39
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>540.3</b>	<b>412.4</b>	<b>467.4</b>	<b>511.2</b>

## Các chỉ số chính

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	-50.2x	-18.4x	56.9x	17.5x
P/CF (x)	-30.1x	-28.1x	41.6x	20.5x
P/B (x)	4.2x	4.9x	4.9x	4.1x
EV/EBITDA (x)	-102.5x	-37.8x	32.9x	14.3x
EPS (VND)	-1,089	-2,623	1,085	3,524
CFPS (VND)	-1,873	1,671	3,402	3,712
BPS (VND)	13,692	10,755	14,089	16,955
DPS (VND)	1,000	-	-	3,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	-267.0%	-1.0%	0.0%	76.0%
Lợi suất cổ tức (%)	1.7%	0.0%	0.0%	4.3%
Tăng trưởng doanh thu	-68.5%	-57.1%	345.6%	79.5%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-109.7%	170.8%	-239.8%	133.4%
Tăng trưởng EBIT (x)	-128.8%	63.9%	-157.6%	199.1%
Tăng trưởng EPS (x)	-124.3%	149.4%	-142.8%	225.0%
Số ngày phải thu	18	54	28	22
Số ngày tồn kho	85	94	81	94
Số ngày phải trả	34	74	47	43
ROA (%)	-8.2%	-25.6%	8.4%	22.9%
ROE (%)	-10.5%	-34.5%	12.9%	37.9%
ROIC (%)	-12.2%	-25.5%	12.6%	32.8%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	17.3%	24.1%	43.1%	57.1%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	430.0%	320.0%	250.0%	230.0%
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	39.0%	29.0%	40.0%	40.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	-42.9x	-44.2x	17.9x	36.6x

## APPENDIX 1

### ASTortant Disclosures & Disclaimers

#### 2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
----------------	------	--------	--------------

--	--	--	--

#### Stock Ratings

Buy : Relative performance of 20% or greater  
 Trading Buy : Relative performance of 10% or greater, but with volatility  
 Hold : Relative performance of -10% and 10%  
 Sell : Relative performance of -10%

#### Industry Ratings

Overweight : Fundamentals are favorable or ASTroving  
 Neutral : Fundamentals are steady without any material changes  
 Underweight : Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (□), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

\* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

\* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

\* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

\* The achievement of the target price may be ASTeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

#### Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

\* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

#### Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

#### Analyst certification

This research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

#### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may

depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

#### **Distribution**

**United Kingdom:** This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

**United States:** Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

**Hong Kong:** This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

**All other jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Mirae Asset Securities International Network

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336