

CTCP VINCOM RETAIL (VRE) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND32.700	VND37.800	0,00%	KHẢ QUAN	Bất động sản

Ngày 04/03/2022

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

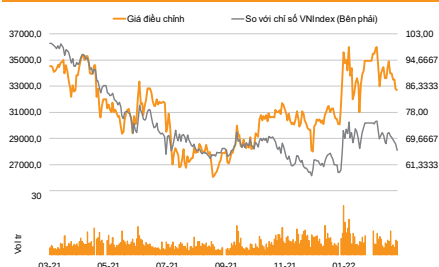
Consensus*: Mua:12 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 0,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm LN ròng năm 2022/23 30,1%/4,1%
- Tăng giá mục tiêu 3,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	36.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.050
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	245.193
Thị giá vốn (tỷ VND)	74.532
Free float (%)	26
P/E trượt (x)	56,6
P/B hiện tại (x)	2,4

Cơ cấu sở hữu

SADO Trading Commercial JSC	40,5%
Vingroup JSC	18,3%
Khác	41,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Hồi phục mạnh mẽ sau đại dịch

- DT và LN ròng năm 2021 của VRE giảm 29%/45% svck xuống còn 5.891 tỷ đồng/1.314 tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi.
- Với việc hoạt động mua sắm phục hồi từ T11/21, chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2022/23 của VRE tăng trưởng 95,4%/64,6% svck.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 37.800 đồng/cp.

KQKD Q4/21: Phục hồi từ Q3/21

Doanh thu (DT) Q4/21 giảm 58% svck (+74% so với quý trước) do: (1) DT cho thuê giảm 46% svck, nhưng tăng 22% so với quý trước lên 891 tỷ đồng và (2) DT từ chuyển nhượng BĐS giảm 72% svck xuống 436 tỷ đồng (gấp 20 lần so với quý trước) khi VRE chỉ bàn giao 104 căn so với 226 căn Q4/20 (5 căn trong Q3/21). Trong Q4/21, VRE ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng 122 tỷ đồng (-87% svck, gấp 5,1 lần so với quý trước). Trong năm 2021, DT và LN ròng giảm 29%/45% svck xuống còn 5.891/1.314 tỷ đồng, đạt 77%/60% so với dự phóng.

Người tiêu dùng đang quay trở lại các trung tâm mua sắm

Theo dữ liệu từ Google mobility, sự phục hồi của lượng khách tới địa điểm bán lẻ đạt khoảng 80% so với trước Covid vào T12/21 và đạt mức như trước Covid vào T1/22, trước kỳ nghỉ Tết. Đây là dấu hiệu tích cực cho sự phục hồi nhanh chóng của thị trường bán lẻ Việt Nam nhờ vào tỷ lệ tiêm chủng vắc-xin cao. VRE đang cân nhắc để đưa ra các gói hỗ trợ cho những khách thuê bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 trong năm 2022 để giúp khách thuê khôi phục hoạt động kinh doanh.

Thay đổi trong dự phóng

Chúng tôi giảm DT năm 2022/23 xuống 17,9%/5,5% so với dự báo trước đó do (1) DT mảng kinh doanh cho thuê có thể phục hồi chậm hơn dự kiến do chúng tôi dự phóng VRE tiếp tục hỗ trợ khách hàng trong năm 2022; và (2) chúng tôi giảm DT chuyển nhượng BĐS năm 2022/23 xuống 48,7%/51,1% khi VRE có xu hướng tập trung vào mảng bất động sản cho thuê. Do đó, chúng tôi hạ LN ròng năm 2022/23 xuống 22,1%/4,1% so với dự báo trước còn 2.569/4.228 tỷ đồng (+95,5%/+ 64,6% svck).

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 37.800 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 37.800 đồng (+ 3,3% so với dự báo trước) nhờ vào là 1) chuyển định giá sang 2022, 2) sự phục hồi mạnh mẽ của ngành bán lẻ Việt Nam sau đại dịch giúp chúng tôi tăng giá thuê tăng thêm 1,0 điểm % mỗi năm từ 2026 trở đi để 3) bù đắp mức giảm LN ròng trong 2022/23 là 30,1%/4,1% (WACC: 11,7%, lãi suất phi rủi ro: 3%). Tiềm năng tăng giá gồm 1) tốc độ mở mới trung tâm thương mại hoặc bán lẻ phục hồi nhanh hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng mạnh mẽ trong kinh doanh cho thuê và 2) có thể chuyển nhượng trung tâm thương mại với giá trị cao.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.329	5.891	8.614	11.699
Tăng trưởng DT thuần	(10,0%)	(29,3%)	46,2%	35,8%
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	40,6%	48,0%	54,1%
Biên EBITDA	58,6%	61,2%	64,7%	67,9%
LN ròng (tỷ)	2.382	1.314	2.569	4.229
Tăng trưởng LN ròng	(16,4%)	(44,8%)	95,5%	64,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.048	578	1.131	1.861
EPS điều chỉnh	1.048	578	1.131	1.861
BVPS	12.582	13.147	14.263	15.579
ROAE	8,5%	4,4%	8,0%	12,2%

Nguồn: VND RESEARCH

HỒI PHỤC MẠNH MẼ SAU ĐẠI DỊCH

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là **37.800 đồng**

Với sự phục hồi của hoạt động mua sắm tại các trung tâm thương mại kể từ T11/21, chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2022/23 của VRE tăng trưởng 95,4%/64,6% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng VRE xứng đáng để đầu tư dài hạn nhờ vào:

- VRE là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn 1,7 triệu m² vào Q4/21, sẽ có mức tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào tăng trưởng của ngành bán lẻ hiện đại và gia tăng thu nhập của người dân trong dài hạn.
- Với sự phục hồi của tiêu dùng bán lẻ và tốc độ phủ vắc-xin thần tốc của Việt Nam, Covid-19 trở thành một căn bệnh phổ biến để giúp nền kinh tế mở cửa hoàn toàn trở lại. Qua đó, mang lại cho VRE tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng cao hơn nhờ vào việc tăng diện tích sàn và giá thuê trong tương lai.

Chúng tôi tăng mục tiêu của VRE 3,3% lên 37.800 đồng sau khi 1) chuyển định giá sang 2022, 2) sự phục hồi mạnh mẽ của ngành bán lẻ Việt Nam sau đại dịch giúp chúng tôi tăng giá thuê tăng thêm 1,0 điểm % mỗi năm từ 2026 trở đi để 3) bù đắp mức giảm LN ròng trong 2022/23 là 30,1%/4,1%. Định giá DCF của chúng tôi dựa trên giả định WACC: 11,7% và lãi suất phi rủi ro là 3%.

Hình 1: Chiết khấu dòng tiền (Định giá DCF)

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	32.678	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	52.918	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	85.596	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	3.488	Tỷ đồng
Tổng nợ	(3.158)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	85.925	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu	37.800	Đồng / CP

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Giả định

Chi phí vốn	
Beta	1,00
Phần bù rủi ro thị trường	10,1%
Chi phí vốn	13,1%
Chi phí nợ	5,0%
WACC	11,7%

Nguồn: VNDIRECT Research

Rủi ro giảm giá: 1) trung tâm thương mại mở cửa chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy và tỷ lệ cho thuê thấp hơn dự kiến và 3) giãn cách xã hội trên diện rộng.
Tiềm năng tăng giá: 1) Các trung tâm thương mại mở mới nhanh hơn dự kiến dẫn tới sự tăng trưởng mạnh mẽ trong việc kinh doanh cho thuê và 3) việc chuyển nhượng trung tâm thương mại với giá hấp dẫn.

Các thông tin trên thị trường cho rằng VRE có khả năng sẽ chuyển nhượng một trong những trung tâm mua sắm ở khu trung tâm TP.HCM. Mặc dù chưa được VRE xác nhận nhưng theo quan điểm của chúng tôi thì tính khả thi rất cao khi VRE hiện đang ưu tiên phát triển các Mega mall gần với các dự án khu dân cư lớn của tập đoàn. Ngoài ra, nhờ vào sự ấm lên của thị trường bất động sản, VRE có lợi thế để chốt thương vụ với mức giá cao hơn. Do đó, nếu thương vụ thành công, nó có thể là tiềm năng tăng giá cho cổ phiếu VRE.

Hình 3: So sánh ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)		Tăng trưởng	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)			
						TTM	2022	2023	EPS 3 năm CAGR (%)	TTM	2022	2023	TTM	2022	2023	TTM	2022	2023
Bất động sản bán lẻ																		
CTCP Vincom Retail	VRE VN	KQ	32.700	37.800	3.253	56,6	26,9	18,7	-19,8%	2,4	2,3	2,1	4,4%	9,1%	10,8%	3,4%	6,2%	7,5%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	na	39,25	na	21.954	51,3	34,3	25,7	-4,4%	3,4	3,1	2,8	6,1%	9,5%	11,5%	2,6%	4,4%	5,4%
Central Pattana PCL	CPN TB	na	55,90	63,25	7.770	35,4	28,3	23,2	-13,1%	3,5	3,1	2,8	10,1%	11,5%	12,7%	2,9%	3,6%	4,2%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	na	44.622	700,0	na	21,0	17,7	13,2	460,0%	1,4	1,4	1,3	7,1%	7,5%	9,3%	3,8%	4,1%	5,2%
Trung bình																		
						35,9	26,8	20,7	147,5%	2,8	2,5	2,3	7,8%	9,5%	11,2%	3,1%	4,1%	5,0%

Dữ liệu tính đến ngày 03/03/2022

Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

KQKD Q4/21: Sự phục hồi dần dần từ Q3/21

Doanh thu Q4/21 của VRE giảm 58% svck xuống 1.367 tỷ đồng do:

- Doanh thu cho thuê trong Q4/21 giảm 46% svck nhưng tăng 22% so với quý trước lên 891 tỷ đồng vì VRE tiếp tục đưa ra gói hỗ trợ cho khách thuê với giá trị 766 tỷ đồng (so với 925 tỷ đồng trong Q3/21) chủ yếu dưới hình thức miễn tiền thuê cho khách thuê trong lĩnh vực kinh doanh giải trí (ví dụ rạp chiếu phim, sân chơi trong nhà, v.v.) vẫn không được phép hoạt động trong giai đoạn đầu của nền kinh tế tái mở cửa sau khi hết giãn cách xã hội.
- Doanh thu từ hoạt động giao dịch bất động sản giảm 72% svck xuống 346 tỷ đồng trong Q4/21 do VRE chỉ bàn giao 104 căn so với 226 căn trong Q4/20, điều này cũng phù hợp với hoạt động kinh doanh của công ty là tập trung vào phân khúc cho thuê.

Biên lợi nhuận gộp của VRE giảm 14 điểm % svck xuống 34% do gói hỗ trợ khách thuê trong Q4/21. Như vậy, lợi nhuận gộp Q4/21 giảm 70% xuống 644 tỷ đồng.

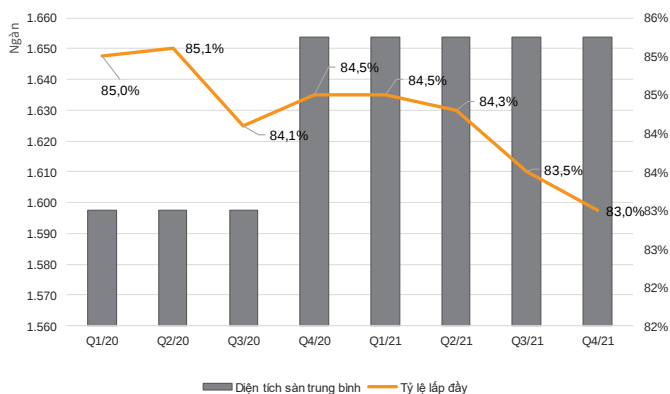
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 18% svck trong Q4/21 chủ yếu do chi phí bán hàng giảm 57% svck vì nhiều trung tâm thương mại đóng cửa ở các khu vực giãn cách xã hội để bù đắp mức tăng chi phí bán hàng và quản lý lên 37% do VRE tăng trích lập dự phòng nợ khó đòi gần 80 tỷ đồng trong Q4/21.

Kết quả là trong Q4/21, doanh thu VRE đạt 891 tỷ đồng (-58% svck; + 74% so với quý trước) và 122 tỷ đồng LN ròng (-87% svck, gấp 5,1 lần so với quý trước).

Cho cả năm 2021, doanh thu và LN ròng của VRE giảm 29%/45% svck xuống 5.891 tỷ đồng/1.314 tỷ đồng, chỉ đạt 77%/60% dự phóng năm 2021.

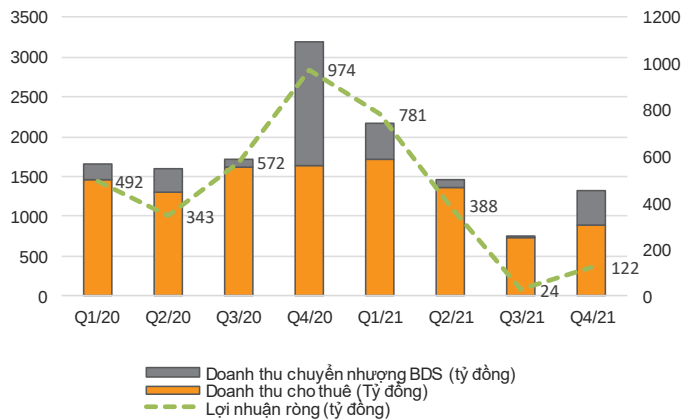
Kết quả kinh doanh năm 2021 của VRE thấp hơn dự báo của chúng tôi do 1) chúng tôi ước tính gói hỗ trợ mà VRE đưa ra trong năm 2021 là 1.424 tỷ đồng, thấp hơn so với gói hỗ trợ thực tế của VRE là 2.115 tỷ đồng và 2) chiến lược của VRE là tập trung vào hoạt động kinh doanh cho thuê và giảm doanh thu từ giao dịch tài sản cao hơn chúng tôi dự kiến (1.004 tỷ đồng so với ước tính 1.397 tỷ đồng của chúng tôi).

Hình 4: GFA trung bình (m2 – Cột trái) và Tỷ lệ lấp đầy (Cột phải)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 5: Doanh thu (cột trái) và lợi nhuận ròng (cột phải) của VRE giai đoạn 2020-2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: So sánh KQKD của Q4/21 và cả năm 2021

(Tỷ đồng)	Q4/20	Q4/21	%svck	Q3/21	so với cùng quý (Q4/21 so với Q3/21)	2020	2021	%svck	Dự phòng của VND	% so với dự phòng của VND	Ghi chú
Doanh thu thuần	3.253,0	1.367,0	-58%	787,4	74%	8.328,9	5.891,1	-29%	7.687,0	76,6%	Thấp hơn dự phòng.
Doanh thu cho thuê BDS	1.645,0	891,0	-46%	728,2	22%	6.008,3	4.700,8	-22%	6.109,0	76,9%	Gói hỗ trợ lên tới 766 tỷ đồng, chủ yếu dưới hình thức miễn tiền thuê nhà, so với 45 tỷ đồng trong Q4/20. Tổng gói hỗ trợ cho các khách hàng thuê vào năm 2021 là 2.115 tỷ đồng, so với mức 865 tỷ đồng vào năm 2020.
Doanh thu chuyển nhượng BDS	1.547,0	435,8	-72%	20,4	2.036%	2.148,7	1.004,3	-53%	1.397,0	71,9%	Chỉ 104 căn được bán giao trong Q4/21 so với 226 căn trong Q4/20. Năm 2021, 235 căn đã được bán giao so với 346 căn vào năm 2020.
Giá vốn hàng bán	1.681,0	903,0	-46%	657,0	37%	-4.507,6	-3.499,0	-22%	(4.243,0)	82,5%	
Lợi nhuận gộp	1.572,0	464,0	-70%	130,4	256%	3.821,3	2.392,1	-37%	3.444,0	69,5%	Thấp hơn dự phòng.
Cho thuê BDS	858,0	236,7	-72%	123,8	91%	2.950,6	1.999,4	-32%	2.987,0	66,9%	
Chuyển nhượng BDS	740,0	250,9	-66%	11,4	2.101%	1.033,4	508,8	-51%	628,7	80,9%	
<i>Biên LNG (tổng)</i>	<i>48%</i>	<i>34%</i>	<i>-14,0 điểm %</i>	<i>17%</i>	<i>17,0 điểm %</i>	<i>46%</i>	<i>41%</i>	<i>-5,0 điểm %</i>	<i>45,0%</i>	<i>-4,0 điểm %</i>	
<i>Biên LNG (cho thuê BDS)</i>	<i>52%</i>	<i>27%</i>	<i>-25,0 điểm %</i>	<i>21%</i>	<i>6,0 điểm %</i>	<i>49%</i>	<i>43%</i>	<i>-6,0 điểm %</i>	<i>49,0%</i>	<i>-6,0 điểm %</i>	
<i>Biên LNG (chuyển nhượng)</i>	<i>48%</i>	<i>58%</i>	<i>10,0 điểm %</i>	<i>56%</i>	<i>2,0 điểm %</i>	<i>48%</i>	<i>51%</i>	<i>3,0 điểm %</i>	<i>45,0%</i>	<i>6,0 điểm %</i>	
Chi phí tài chính ròng	-68,0	-4,0	-94%	-10,9	-63%	-191,2	-99,3	-48%	(160,7)	61,8%	
Chi phí bán hàng	-185,0	-80,0	-57%	-22,1	262%	-330,0	-201,8	-39%	(277)	72,8%	
Chi phí QLDN	-133,0	-182,0	37%	106,1	-272%	-398,6	-433,2	9%	(295)	146,8%	
Chi phí BH&QLDN	-318,0	-262,0	-18%	84,0	-412%	-728,6	-634,9	-13%	(572)	111,0%	Vượt dự báo của chúng tôi do VRE tăng trích lập dự phòng phải thu khó đòi gần 80 tỷ đồng.
<i>Chi phí BH/Doanh thu</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>-0,2 điểm %</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-3,1 điểm %</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>0,6 điểm %</i>	<i>3,6%</i>	<i>-7,0 điểm %</i>	
<i>Chi phí QLDN/Doanh thu</i>	<i>-4,1%</i>	<i>-13,3%</i>	<i>-9,2 điểm %</i>	<i>13,5%</i>	<i>-26,8 điểm %</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>-2,6 điểm %</i>	<i>3,8%</i>	<i>-11,2 điểm %</i>	
<i>Chi phí BH&QLDN/Doanh thu</i>	<i>-9,8%</i>	<i>-19,2%</i>	<i>-9,4 điểm %</i>	<i>10,7%</i>	<i>-29,9 điểm %</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>-2,1 điểm %</i>	<i>7,4%</i>	<i>-18,2 điểm %</i>	
Lợi nhuận hoạt động	1.186,0	198,0	-83%	35,5	458%	2.901,4	1.657,9	-43%	2.872,0	57,7%	
Lợi nhuận khác	25,0	-17,0	-168%	12,9	-232%	91,3	34,4	-62%	25,4	135,3%	
LN trước thuế	1.211,0	181,0	-85%	48,4	274%	2.992,7	1.692,3	-43%	2.737,0	61,8%	
Lợi nhuận ròng	974,0	122,0	-87%	24,3	403%	2.381,9	1.314,5	-45%	2.178,0	60,4%	Thấp hơn dự phòng.

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

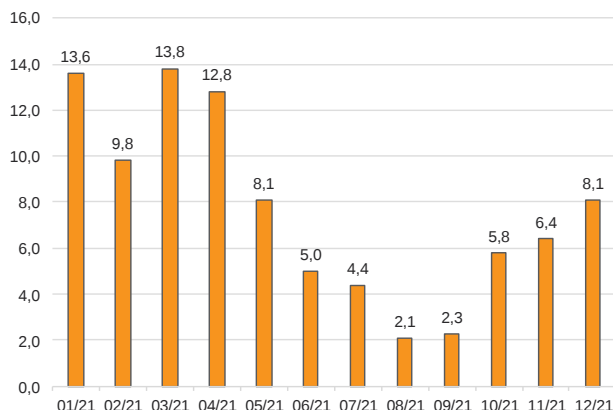
Người tiêu dùng đang quay trở lại các trung tâm mua sắm

Theo số liệu của VRE, lượng khách đến trung tâm thương mại Vincom trong T12/21 đã phục hồi lên mức 8,1 triệu lượt khách, tương đương lượng khách vào ngày T5/21 và gấp gần 4 lần so với giai đoạn T8-T9/21.

Sự phục hồi mạnh mẽ của lượng người đến các trung tâm thương mại Vincom tương tự như dữ liệu về xu hướng di chuyển của cộng đồng của Google. Dựa trên dữ liệu về xu hướng di chuyển cộng đồng của Google, dịch vụ bán lẻ của Việt Nam (đánh giá mức độ di chuyển của người tiêu dùng đến các điểm bán lẻ) tiếp tục phục hồi nhanh chóng từ T12/21 đến T1/22 và chạm mức trước Covid-19 (T1/20), trước giai đoạn Tết. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lượng khách đến các trung tâm thương mại Vincom sẽ tương đồng với dữ liệu xu hướng di chuyển cộng đồng của Google. Ngoài ra, doanh thu bán lẻ hàng hóa Việt Nam trong 2T22 vẫn duy trì đà tăng khi tăng 3,1% svck, củng cố đà phục hồi nhanh chóng của ngành bán lẻ Việt Nam với tỷ lệ tiềm vắc xin cao.

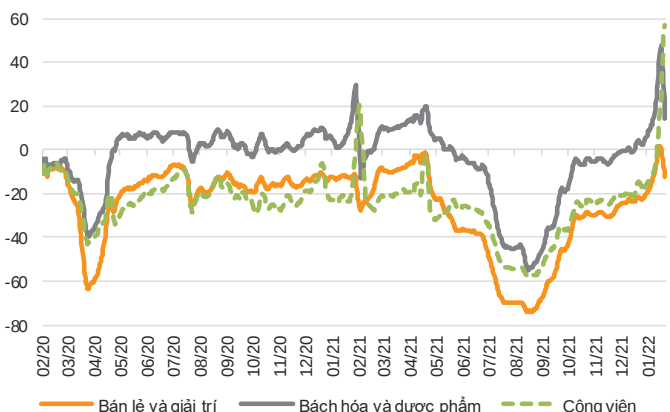
Với gần 79 triệu người (chiếm khoảng 79% dân số (tính đến ngày 03/3/2022) đã được tiêm phòng đầy đủ, vượt mục tiêu 70% dân số để miễn dịch cộng đồng, vì thế mà từ năm 2022 trở đi, VRE sẽ không còn chịu ảnh hưởng từ các biện pháp giãn cách xã hội trên quy mô lớn nữa.

Hình 7: Lượng khách đến trung tâm thương mại Vincom hàng tháng (triệu lượt)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

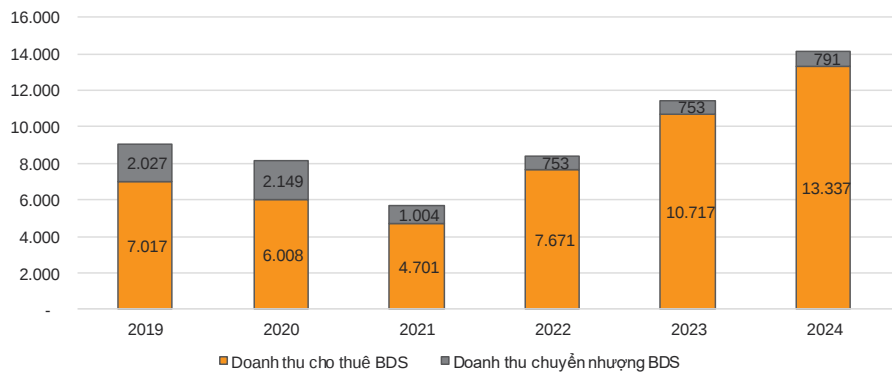
Hình 8: Google Mobile (Bán lẻ và giải trí, bách hóa và dược phẩm, công viên) của Việt Nam, giai đoạn 2020 - 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Google mobility

Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh cho thuê của VRE vẫn bị ảnh hưởng vào năm 2022 khi khách thuê bị ảnh hưởng bởi Covid-19 vào năm 2021 cần thời gian để phục hồi. VRE đang cân nhắc để đưa ra các gói hỗ trợ cho những khách thuê bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 trong năm 2022 để giúp khách thuê khôi phục hoạt động kinh doanh. Do đó, sự phục hồi của VRE có thể không mạnh như dự báo trước đó của chúng tôi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh -13,2% / +1% trong giả định DT cho thuê trong năm 22/23 của VRE.

Hình 9: Dự phóng doanh thu VRE giai đoạn 2022-24 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research

Thay đổi trong dự phóng

Chúng tôi giảm doanh thu 17,9%/5,5% trong năm 22/23 so với dự báo trước đó do:

- Điều chỉnh doanh thu cho thuê trong năm 22/23 giảm -13,2%/+ 1% để phản ánh gói hỗ trợ tương đương năm 2020.
- Giảm doanh thu chuyển nhượng BDS trong năm 22/23 lần lượt 48,7%/51,1% do VRE có chiến lược tập trung vào cho thuê bất động sản đầu tư và giảm doanh thu từ mảng này mạnh hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi.

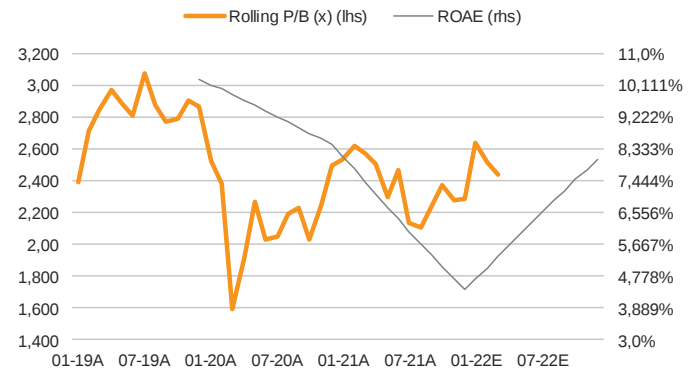
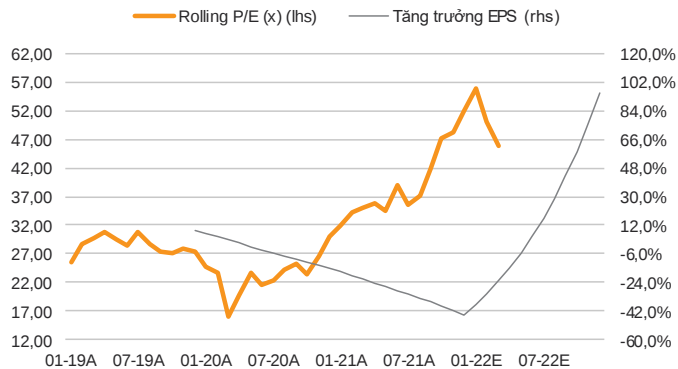
Do đó, chúng tôi giảm LN ròng năm 22/23 xuống 30,1%/4,1%.

Hình 10: Điều chỉnh dự phóng 2022-23

	Cũ		Mới		% thay đổi		
	2020	2021	2022	2023	2022	2023	2024
Doanh thu	8.329	5.891	10.497	12.381	8.614	11.699	14.268
Doanh thu cho thuê BDS	6.008	4.701	8.840	10.612	7.671	10.717	13.209
Doanh thu chuyển nhượng BDS	2.149	1.004	1.467	1.540	753	753	791
Giá vốn hàng bán	(4.508)	(3.499)	(4.961)	(5.832)	(4.475)	(5.373)	(6.350)
Lợi nhuận gộp	3.821	2.392	5.536	6.549	4.139	6.326	7.918
Biên LNG	45,9%	40,6%	52,7%	52,9%	48,0%	54,1%	55,5%
Cho thuê BDS	49,1%	62,8%	57,2%	58,0%	51,9%	58,2%	59,5%
Chuyển nhượng BDS	48,1%	103,0%	45,0%	40,0%	45,0%	40,0%	40,0%
Chi phí tài chính ròng	(191,2)	(99,3)	(122,4)	(70,9)	(106,4)	(28,3)	102,9
Chi phí bán hàng	(330)	(202)	(398)	(471)	(387)	(473)	(569)
Chi phí QLDN	(399)	(433)	(427)	(512)	(444)	(550)	(656)
Chi phí BH&QLDN	(729)	(635)	(825)	(983)	(831)	(1.023)	(1.225)
Chi phí bán hàng / DT	3,96%	3,43%	3,79%	3,80%	4,49%	4,04%	3,99%
Chi phí QLDN / DT	4,79%	7,35%	4,07%	4,14%	5,15%	4,70%	4,60%
Chi phí BH&QLDN / DT	8,75%	10,78%	7,86%	7,94%	9,64%	8,74%	8,59%
Lợi nhuận hoạt động	3.093	1.757	4.711	5.566	3.308	5.303	6.693
Lợi nhuận khác ròng	91,3	34,4	34,6	40,8	28,4	38,6	47,1
Lợi nhuận trước thuế	2.993	1.692	4.623	5.536	3.230	5.313	6.843
Thuế suất	20%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	2.382	1.315	3.679	4.406	2.571	4.229	5.446
%svck					95,5%	64,5%	30,5%

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	5.891	8.614	11.699
Giá vốn hàng bán	(3.499)	(4.475)	(5.373)
Chi phí quản lý DN	(433)	(444)	(550)
Chi phí bán hàng	(202)	(387)	(473)
LN hoạt động thuần	1.757	3.308	5.303
EBITDA thuần	3.185	5.284	7.551
Chi phí khấu hao	(1.428)	(1.976)	(2.248)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.757	3.308	5.303
Thu nhập lãi	387	258	351
Chi phí tài chính	(486)	(365)	(379)
Thu nhập ròng khác	34	28	39
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.692	3.229	5.314
Thuế	(377)	(659)	(1.084)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	(1)
LN ròng	1.314	2.569	4.229
Thu nhập trên vốn	1.314	2.569	4.229
Cổ tức phổ thông	0	0	(1.164)
LN giữ lại	1.314	2.569	3.065

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	3.297	7.531	6.879
Đầu tư ngắn hạn	190	83	112
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.488	474	633
Hàng tồn kho	583	366	366
Các tài sản ngắn hạn khác	2.338	1.292	1.755
Tổng tài sản ngắn hạn	7.896	9.746	9.745
Tài sản cố định	1.694	1.167	1.589
Tổng đầu tư	7	663	902
Tài sản dài hạn khác	28.278	33.711	36.790
Tổng tài sản	37.875	45.287	49.026
Vay & nợ ngắn hạn	20	59	59
Phải trả người bán	526	734	881
Nợ ngắn hạn khác	2.344	5.526	6.406
Tổng nợ ngắn hạn	2.890	6.319	7.346
Vay & nợ dài hạn	3.138	4.483	3.881
Các khoản phải trả khác	1.195	1.235	1.483
Vòng quay tiền	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	9.289	11.883	14.979
Vốn chủ sở hữu	30.617	33.215	36.280
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	35	36
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	37.875	45.287	49.026

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.692	3.229	5.314
Khấu hao	1.482	1.980	2.255
Thuế đã nộp			
Các khoản điều chỉnh khác	1.854	(3.255)	2.049
Thay đổi VLB	(3.344)	5.581	415
LC tiền thuần HKKD	1.684	7.535	10.033
Đầu tư TSCĐ	(1.567)	(4.622)	(4.898)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	915	15	17
Các khoản khác	0	(547)	(264)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.814	889	(527)
LC tiền từ HĐĐT	1.162	(4.265)	(5.672)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(2.600)	951	(571)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	40	248
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(1.164)
LC tiền thuần HĐTC	(2.600)	991	(1.487)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	3.051	3.297	7.531
LC tiền thuần trong năm	246	4.261	2.874
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	3.297	7.558	10.405

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	22,3%	29,8%	36,1%
Vòng quay TS	0,15	0,21	0,25
ROAA	3,4%	6,2%	9,0%
Đòn bẩy tài chính	1,30	1,30	1,36
ROAE	4,4%	8,0%	12,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	80,7	16,7	16,8
Số ngày nắm giữ HTK	60,8	29,9	24,9
Số ngày phải trả tiền bán	54,9	59,9	59,8
Vòng quay TSCĐ	3,80	6,02	8,49
ROIC	3,9%	6,8%	10,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	1,5	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	2,5	1,5	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	1,2	1,0
Vòng quay tiền	86,6	(13,3)	(18,1)
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(29,3%)	46,2%	35,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(43,2%)	88,3%	60,3%
Tăng trưởng LN ròng	(44,8%)	95,5%	64,6%
Tăng trưởng EPS	(44,8%)	95,5%	64,6%

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

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@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

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