CTCP VINCOM RETAIL (VRE) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND27.400	VND38.800	0%	KHẢ QUAN	Bất động sản

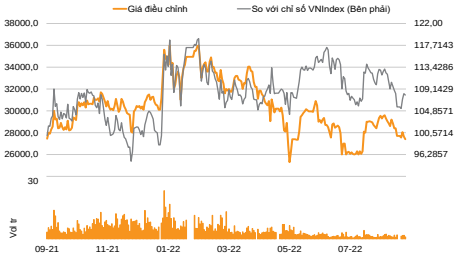
Ngày 12/09/2022

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

Consensus*: Mua:11 Giữ:2 Bán:0
Giá mục tiêu/Consensus: 5,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
➢ Tăng giá mục tiêu 2,8%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	36.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	44.938
Thị giá vốn (tỷ VND)	62.830
Free float (%)	26
P/E trượt (x)	47,4
P/B hiện tại (x)	2,08

Cơ cấu sở hữu

CTCP Kinh doanh Thương mại SADO	40,5%
CTCP Tập đoàn Vingroup	18,3%
Khác	41,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Phan Như Bách
bach.phannhu@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

Tiếp tục tăng trưởng những quý tới

- Doanh thu và lợi nhuận ròng Q2/22 của VRE tăng 23% svck /99% svck lên 1.850 tỷ đồng / 773 tỷ đồng, phù hợp dự báo của chúng tôi.
- Dự án shophouse mới tại Quảng Trị và Điện Biên với tổng giá trị tới 3.200 tỷ sẽ thúc đẩy doanh thu chuyển nhượng bất động sản (BĐS) 2023-25.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 38.800 đồng/cp.

KQKD Q2/22: Doanh thu cho thuê tăng mạnh trở lại

Doanh thu (DT) Q2/22 của VRE tăng 22,5% svck nhờ tăng trưởng doanh thu mảng cho thuê tăng 33% svck do công ty đã cắt giảm đáng kể các gói hỗ trợ khách thuê. Doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm 92% svck do chỉ có hai căn shophouse được bàn giao. Biên lợi nhuận (LN) gộp tăng 15,7 điểm % svck lên 57,4%. Lợi nhuận tài chính ròng Q2/22 đạt 16 tỷ đồng (so với lỗ tài chính ròng 32 tỷ đồng trong Q2/21) nhờ vào dòng tiền kinh doanh mạnh mẽ, tạo dư địa để VRE giảm giá trị trái phiếu từ khoảng 5.500 tỷ đồng vào cuối 2021 xuống còn khoảng 3.000 tỷ đồng vào cuối Q2/22. Kết quả là lợi nhuận ròng Q2/22 đạt 773 tỷ đồng (+99,2% svck) và lợi nhuận ròng 6T22 đạt 1.150 tỷ đồng (-1,5% svck), hoàn thành 44,7% dự báo cả năm.

Hoạt động dịch vụ hồi phục thúc đẩy doanh thu mảng cho thuê

Theo VRE, lượng khách đến các trung tâm thương mại (TTTM) của VRE đã phục hồi từ 8,5 triệu - 9,3 triệu khách trong Q1/22 lên 10,9 triệu - 12,7 triệu trong Q2/22, tương đương 80% mức trước đại dịch. Lưu lượng đến các địa điểm bán lẻ và giải trí tại Việt Nam theo Google cũng cho thấy một xu hướng tương tự khi hồi phục và cao hơn 6% so với mức trước Covid vào T8/22. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ giới hạn lại các gói hỗ trợ khách thuê bổ sung kể từ nửa cuối 2022 để giúp doanh thu mảng cho thuê tăng 63,2% svck/39,7% svck trong 2022/23 để đạt 7.671 tỷ đồng/10.717 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi.

Các dự án shophouse mới thúc đẩy DT chuyển nhượng BĐS 2023-25

Với sự phục hồi của du lịch và dịch vụ, VRE cho biết 218 căn shophouse đã được đặt cọc trong Q2/22 với giá trị ký bán khoảng 1.200 tỷ đồng. Trong 6 tháng cuối năm, VRE dự kiến sẽ ghi nhận đặt cọc 500 căn shophouse với tổng giá trị ký bán khoảng 3.200 tỷ đồng, đảm bảo cho sự tăng trưởng doanh thu chuyển nhượng BĐS trong giai đoạn 2023-25. Do đó, chúng tôi tăng doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS trong năm 2023 lên 35,1% so với dự báo trước đó.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 38.800 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 2,8% lên 38.800 đồng/cp do tăng dự phóng lợi nhuận ròng năm 2022/23 lên 4,6%/3,2% so với dự báo trước. Định giá của chúng tôi dựa trên giả định WACC: 11,7% và lãi suất phi rủi ro là 3%. Tiềm năng tăng giá: 1) TTTM mở mới nhanh hơn dự kiến, 2) bán lẻ phục hồi nhanh hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng mạnh mảng cho thuê. Rủi ro giảm giá: 1) TTTM mở mới chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy và giá thuê thấp hơn dự kiến và 3) cạnh tranh gắt gao từ các đối thủ như Aeon, Central Retail.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.329	5.891	8.614	11.963
Tăng trưởng DT thuần	(10,0%)	(29,3%)	46,2%	38,9%
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	40,6%	48,0%	53,8%
Biên EBITDA	58,6%	61,2%	65,2%	67,3%
LN ròng (tỷ)	2.382	1.314	2.689	4.363
Tăng trưởng LN ròng	(16,4%)	(44,8%)	104,6%	62,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.048	578	1.183	1.920
EPS điều chỉnh	1.048	578	1.183	1.920
BVPS	12.582	13.147	14.314	15.688
ROAE	8,5%	4,4%	8,4%	12,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG NHỮNG QUÝ TỚI

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 38.800 đồng/cp

Với sự phục hồi của các trung tâm thương mại, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2022/23 của VRE có khả năng tăng 105%/62% svck. Chúng tôi cho rằng VRE đáng để đầu tư dài hạn do:

- Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn 1,75 triệu m2 vào cuối Q2/22, sẽ có mức tăng trưởng mạnh mẽ với sự gia tăng mạnh mẽ của cả nước trong lĩnh vực bán lẻ hiện đại và thu nhập của người dân trong dài hạn.
- Với sự phục hồi của tiêu thụ bán lẻ và tỷ lệ tiêm chủng nhanh chóng của Việt Nam, Covid-19 trở thành một căn bệnh phổ biến để mở cửa hoàn toàn nền kinh tế. Qua đó mang lại cho VRE tiềm năng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận ròng cùng với sự gia tăng của diện tích sàn và giá thuê.

Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 2,8% lên 38.800 đồng/cp do tăng dự phóng lợi nhuận ròng năm 2022/23 lên 4,6%/3,2% so với dự báo trước. Định giá 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	34.969	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	52.960	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	87.929	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	3.488	Tỷ đồng
Tổng nợ	(3.158)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	88.259	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu	**38.800**	**Đồng / CP**

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Các giả định

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

Nguồn: VNDIRECT Research

Rủi ro giảm giá: 1) các trung tâm thương mại mở mới chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy thấp hơn dự kiến do lượng khách đến các TTTM thấp do tác động của lạm phát cao và giá thuê thấp hơn dự kiến và 3) các đối thủ cạnh tranh đang nổi lên trên thị trường như Aeon, Central Retail.

Tiềm năng tăng giá: 1) các trung tâm thương mại mở mới nhanh hơn dự kiến, 2) phục hồi nhanh hơn dự kiến trong lĩnh vực bán lẻ, dẫn đến tăng trưởng mạnh mẽ trong mảng cho thuê.

Hình 3: So sánh cùng ngành bất động sản bán lẻ

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ	tr USD	2022	2023	(%)	2022	2023	2022	2023	2022	2023
SM Prime Holdings Inc	SMPH EQUITY	na	37,4	na	18.952	34,3	25,7	-4,4	2,95	2,70	4,6	5,5	9,1	10,4
Central Pattana PCL	CPN TB	na	69,0	na	8.437	32,4	26,4	-13,1	3,70	3,38	3,6	4,2	12,3	13,6
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	na	560,0	na	1.857	14,7	12,7	-3,4	1,31	1,20	5,3	5,2	9,2	9,6
Trung bình						27,1	21,6	-7,0	2,66	2,43	4,5	5,0	10,2	11,2
CTCP Vincom retail	**VRE VN**	**KQ**	**27.400**	**38.800**	**2.644**	**23,2**	**14,3**	**-19,8**	**1,91**	**1,75**	**6,20**	**9,00**	**8,40**	**12,50**

Dữ liệu tại ngày 8/9/2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

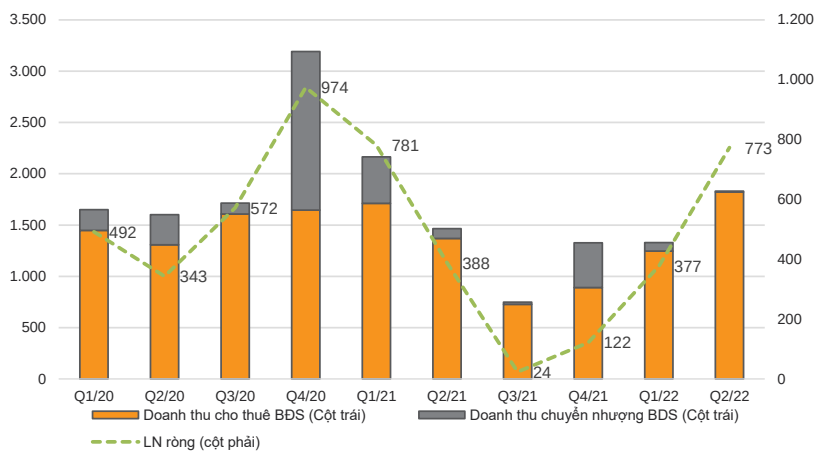
KQKD Q2/22: Doanh thu cho thuê tăng mạnh trở lại

Hình 4: So sánh KQKD Q2/22 và 6T22

Tỷ đồng	Q1/22	so với cùng quý (Q2/22 sv Q1/22)	Q2/21	Q2/22	%svck	6T21	6T22	%svck	Dự phóng của VND	% sv dự phóng	Ghi chú
Doanh thu	**1.369**	**35,1%**	**1.510**	**1.850**	**22,5%**	**3.737**	**3.219**	**-13,9%**	**8.614**	**37,4%**	Phù hợp với kỳ vọng do doanh thu cho thuê sẽ tăng mạnh hơn trong nửa cuối năm 22 khi bán lẻ tại Việt Nam trở lại bình thường và chuyển nhượng bất động sản thường được ghi nhận trong quý 4 mà chúng tôi dự kiến khoảng 753 tỷ đồng doanh thu trong năm 2022.
Doanh thu cho thuê	1246	46,2%	1370	1822	33,0%	3.082	3069	-0,4%	7.671	40,0%	
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	84	-90,5%	96	8	-91,7%	548	93	-83,0%	753	12,4%	
GVHB	758	4,0%	881	788	-10,6%	1.939	1.546	-20,3%	4.475	34,5%	
LN gộp	611	73,6%	629	1.061	68,7%	1.798	1.672	-7,0%	4.139	40,4%	
Biên LNG	*44,6%*	*12,7 đ %*	*41,7%*	*57,4%*	*15,7 đ %*	*48,1%*	*51,9%*	*3,8 đ %*	*48,0%*	*3,9 đ %*	
Mảng cho thuê	*46,0%*	*12,0 đ %*	*44,0%*	*58,0%*	*14,0 đ %*	*52,3%*	*53,0%*	*0,7 đ %*	*51,9%*	*1,1 đ %*	
Mảng chuyển nhượng BĐS	*38,0%*	*21,0 đ %*	*63,0%*	*59,0%*	*-4,0 đ %*	*45,0%*	*39,7%*	*-5,3 đ %*	*45,0%*	*-5,3 đ %*	
Chi phí / lợi nhuận tài chính ròng	13	23,1%	(32)	16	-150,0%	(85)	29	-134,1%	(106)	-27,3%	Dưới kỳ vọng của chúng tôi khi VRE giảm giá trị trái phiếu kể từ năm 2021 với giá trị khoảng 5500 tỷ đồng xuống khoảng 3.000 tỷ đồng trong Q2/22 nhờ vào dòng tiền kinh doanh tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi.
Chi phí bán hàng	55	-38,2%	52	34	-34,6%	144	88	-38,9%	387	22,7%	
Chi phí QLDN	88	19,3%	80	105	31,3%	145	192	32,4%	444	43,2%	
Chi phí BH&QLDN	143	-2,8%	132	139	5,3%	289	280	-3,1%	831	33,7%	Phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi chi phí BH&QLDN sẽ tăng mạnh hơn trong nửa cuối năm 22 song song với sự phục hồi của các mảng kinh doanh của VRE
LN hoạt động	482	94,8%	465	939	101,9%	1.425	1.421	-0,3%	3.308	43,0%	Phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi
LN trước thuế	501	91,4%	483	959	98,6%	1.463	1.460	-0,2%	3.230	45,2%	
LN ròng	**377**	**105,0%**	**388**	**773**	**99,2%**	**1.168**	**1.150**	**-1,5%**	**2.571**	**44,7%**	Phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 5: Doanh thu và lợi nhuận ròng hàng quý từ 2020-Q2/22 (đơn vị: Tỷ đồng)



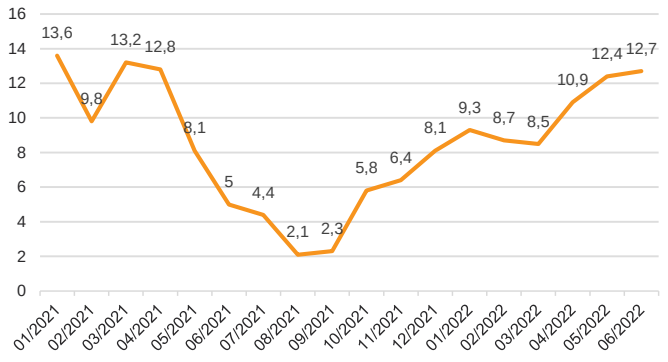
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Triển vọng nửa cuối 2022 - 2023: Hoạt động cho thuê trở lại quỹ đạo tăng trưởng

Hoạt động dịch vụ hồi phục thúc đẩy doanh thu mảng cho thuê

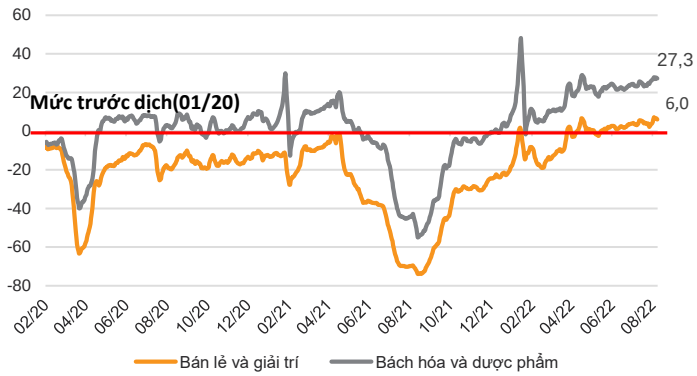
Theo VRE, lượng khách đến các trung tâm thương mại (TTTM) của VRE đã phục hồi từ 8,5 triệu - 9,3 triệu khách trong Q1/22 lên 10,9 triệu - 12,7 triệu trong Q2/22, tương đương 80% mức trước đại dịch. Lưu lượng đến các địa điểm bán lẻ và giải trí tại Việt Nam theo dữ liệu của Google cũng cho thấy một xu hướng tương tự khi hồi phục và cao hơn 6% so với mức trước Covid vào T8/22. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ giới hạn lại các gói hỗ trợ khách thuê bổ sung kể từ nửa cuối 2022 và quay trở lại tăng giá thuê, trung bình khoảng 4% svck/9% svck trong 2022/23, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 6: Lượng khách hàng tháng tới các trung tâm thương mại Vincom (Đơn vị: triệu lượt khách)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

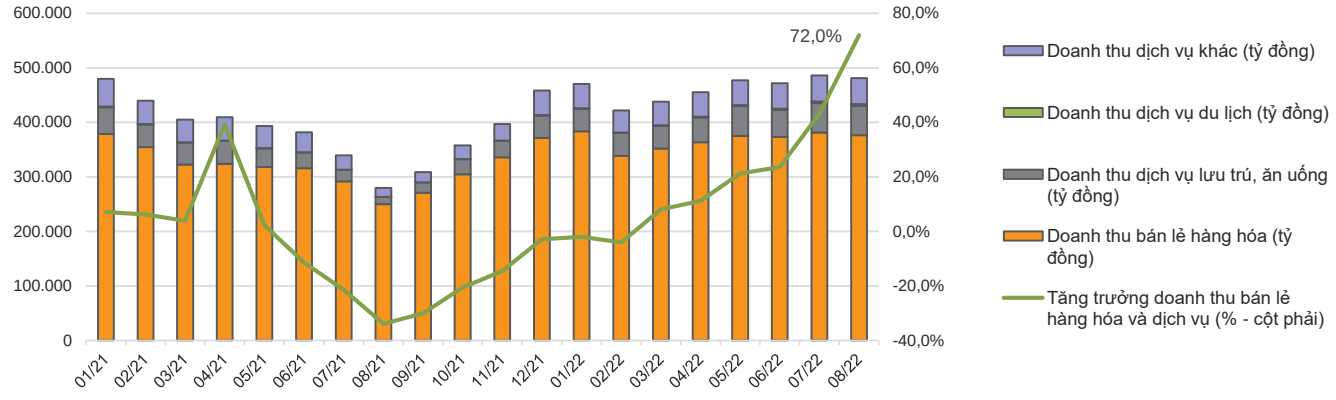
Hình 7: Lưu lượng đến cửa hàng bán lẻ và giải trí đã trở lại mức trước Covid-19 (T1/20) dựa trên dữ liệu của Google (Đơn vị:%)



Nguồn: VNDIRECT Research, Google

Theo Tổng cục Thống kê (GSO), tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng T8/22 đạt 481.224 tỷ đồng, tăng 72% svck và gần tương đương so với T7/22. Tính chung 8T22, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 21,4% svck, là mức tăng trưởng hàng năm cao nhất trong 7 năm qua, trong đó tốc độ tăng trưởng doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống/doanh thu dịch vụ du lịch 8T22 đạt 50,3% svck/226,6% svck để xác nhận sự phục hồi mạnh mẽ của lượng khách đến trung tâm thương mại.

Hình 8: Tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng từ năm 2021 – T8/2022



Nguồn: VNDIRECT Research

VRE đặt mục tiêu mở rộng thêm diện tích sàn 14,2% vào năm 2023

Trong năm 2023, VRE có kế hoạch mở rộng tổng diện tích sàn lên hơn 2.0 triệu m2 (so với ~ 1,75 triệu m2 vào năm 2022) khi Vincom Megamall Ocean Park 2 - The Empire (Hưng Yên) và Vincom Mega Mall Grand Park (Q.9 - TP.HCM) được đưa vào hoạt động. Các trung tâm thương mại mới sẽ tiếp tục được VRE công bố trong thời gian tới, theo các lộ trình phát triển của các khu đô thị Vinhomes.

Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng cho thuê của VRE sẽ tăng 63,2% svck/39,7% svck trong năm 2022/23 lên mức 7.671 tỷ đồng/10.717 tỷ đồng.

Hình 9: Kế hoạch mở rộng của VRE trong giai đoạn tới

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

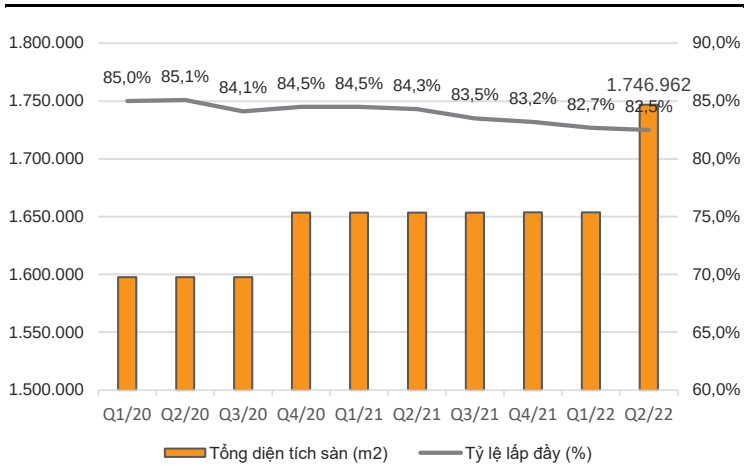
Tỷ lệ lấp đầy cải thiện nhờ sự mở rộng của cả khách thuê quốc tế và địa phương

Trong Q2/22, Vincom Retail đã khai trương 3 TTTM là Vinhomes Smart City và Vincom Plaza Mỹ Tho, Bạc Liêu với tỷ lệ lấp đầy lên tới 98%. Một số thương hiệu nổi bật đã có mặt tại Vinhomes Smart City như Fila, Adidas, Innisfree, Levi's, Kubo, Sen Tai Thu, The Body Shop, McDonals's và 3 hệ thống siêu thị là Winmart, Annam Goumet Market, Kohnan Japan. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung bình của VRE sẽ tăng lên hơn 85% trong nửa cuối 2022 và 2023, so với khoảng 83% trong 6T22.

Hình 10: Các thương hiệu mới đến Việt Nam trong giai đoạn 2022-2023

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 11: Tỷ lệ lấp đầy và tổng diện tích sàn của VRE từ 2020 - 2Q22



Nguồn: VNDIRECT Research, Google

Các dự án shophouse mới thúc đẩy DT chuyển nhượng BĐS kể từ 2023

Với sự phục hồi của du lịch và dịch vụ, VRE cho biết 218 căn shophouse đã được đặt cọc trong Q2/22 với giá trị ký bán khoảng 1.200 tỷ đồng. Trong 6 tháng cuối năm, VRE dự kiến sẽ ghi nhận đặt cọc 500 căn shophouse với tổng giá trị ký bán khoảng 3.200 tỷ đồng, đảm bảo cho sự tăng trưởng doanh thu chuyển nhượng BĐS trong giai đoạn 2023-25. Do đó, chúng tôi tăng doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS trong năm 2023 lên 35,1% so với dự báo trước đó.

Hình 12: Trung tâm thương mại Vincom Mega Mall tại Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire (Hưng Yên)

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 13: Vincom Mega Mall Grand Park (TP.HCM)

Nguồn: VNDIRECT Research, Google

Điều chỉnh dự báo năm 2022/23

Chúng tôi đã tăng doanh thu năm 2023 lên 2,3% so với dự báo trước đó sau khi doanh thu chuyển nhượng bất động sản tăng 35,1% nhờ vào VRE ghi nhận giá trị ký bán các shophouse lên đến khoảng 3.200 tỷ đồng ghi nhận trong giai đoạn năm 2023-25.

Ngoài ra, chúng tôi đã thay đổi chi phí tài chính ròng 106 tỷ đồng/28,3 tỷ đồng trong năm 2022/23 thành lợi nhuận tài chính ròng là 17 tỷ đồng/21 tỷ đồng do dòng tiền kinh doanh của VRE tốt hơn kỳ vọng, tạo dư địa để VRE giảm quy mô trái phiếu kể từ năm 2021 với giá trị khoảng 5.500 tỷ đồng xuống khoảng 3.000 tỷ đồng trong Q2/22.

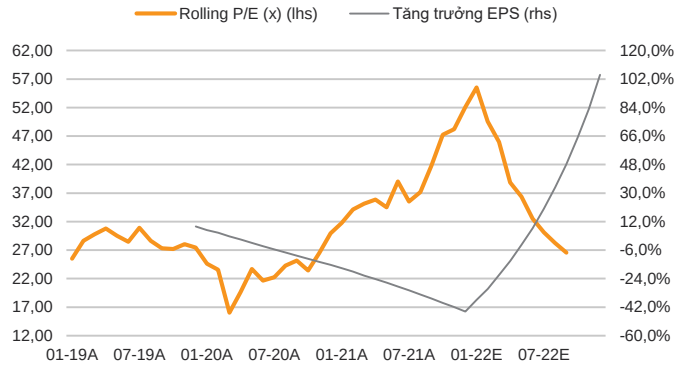
Do đó, chúng tôi đã tăng lợi nhuận ròng năm 2022/23 lên 4,6%/3,2% so với báo cáo trước đây.

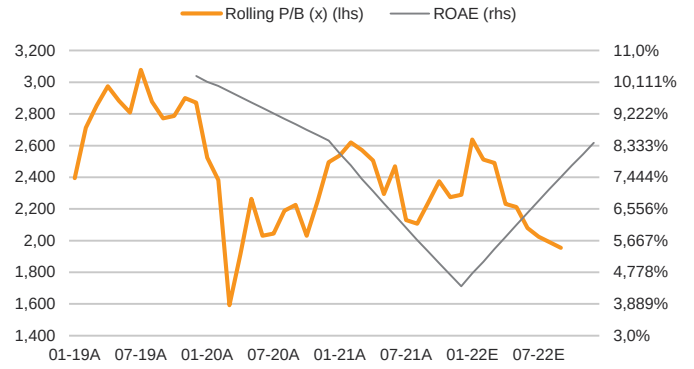
Hình 14: Thay đổi dự phóng 2022/23

	Cũ			Mới		% thay đổi		
	2021	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2024
Doanh thu	**5.891**	**8.614**	**11.699**	**8.614**	**11.963**	**0,0%**	**2,3%**	**14.647**
Doanh thu cho thuê BĐS	4.701	7.671	10.717	7.671	10.717	0,0%	0,0%	13.209
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	1.004	753	753	753	1.017	0,0%	35,1%	1.170
Giá vốn hàng bán	(3.499)	(4.475)	(5.373)	(4.475)	(5.532)	0,0%	3,0%	(6.578)
Lợi nhuận gộp	2.392	4.139	6.326	4.139	6.431	0,0%	1,7%	8.069
Biên LNG	40,6%	48,0%	54,1%	48,0%	53,8%	0,0%	-0,3%	55,1%
Cho thuê BĐS	62,8%	51,9%	58,2%	51,9%	58,2%	0,0 điểm %	0,0 điểm %	59,5%
Chuyển nhượng BĐS	103,0%	45,0%	40,0%	45,0%	40,0%	0,0 điểm %	0,0 điểm %	40,0%
Chi phí tài chính ròng	(99,3)	(106,4)	(28,3)	43,4	36,3	-140,8%	-228,3%	26,3
Chi phí bán hàng	(202)	(387)	(473)	(387)	(473)	0,0%	0,0%	(569)
Chi phí QLDN	(433)	(444)	(550)	(444)	(550)	0,0%	0,0%	(656)
Chi phí BH&QLDN	(635)	(831)	(1.023)	(831)	(1.023)	0,0%	0,0%	(1.225)
Chi phí bán hàng / DT	3,43%	4,49%	4,04%	4,49%	3,95%	0,0 điểm %	-0,1 điểm %	3,88%
Chi phí QLDN / DT	7,35%	5,15%	4,70%	5,15%	4,60%	0,0 điểm %	-0,1 điểm %	4,48%
Chi phí BH&QLDN / DT	10,78%	9,64%	8,74%	9,64%	8,55%	0,0 điểm %	-0,2 điểm %	8,36%
Lợi nhuận hoạt động	1.757	3.308	5.303	3.308	5.408	0,0%	2,0%	6.844
Lợi nhuận khác ròng	34,4	28,4	38,6	28,4	39,5	0,0%	2,3%	48,4
Lợi nhuận trước thuế	1.692	3.230	5.313	3.380	5.484	4,6%	3,2%	6.919
Thuế suất	22%	20%	20%	20%	20%	0,0%	0,0%	20%
Lợi nhuận ròng	**1.315**	**2.571**	**4.229**	**2.690**	**4.364**	**4,6%**	**3,2%**	**5.506**
%svck				*104,6%*	*62,2%*			*30,5%*

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	5.891	8.614	11.963
Giá vốn hàng bán	(3.499)	(4.475)	(5.532)
Chi phí quản lý DN	(433)	(444)	(550)
Chi phí bán hàng	(202)	(387)	(473)
LN hoạt động thuần	**1.757**	**3.308**	**5.408**
EBITDA thuần	3.185	5.284	7.656
Chi phí khấu hao	**(1.428)**	**(1.976)**	**(2.248)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**1.757**	**3.308**	**5.408**
Thu nhập lãi	387	301	359
Chi phí tài chính	(486)	(258)	(323)
Thu nhập ròng khác	34	28	39
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	**1.692**	**3.379**	**5.483**
Thuế	(377)	(689)	(1.119)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	(1)
LN ròng	**1.314**	**2.689**	**4.363**
Thu nhập trên vốn	1.314	2.689	4.363
Cổ tức phổ thông	0	0	(1.164)
LN giữ lại	**1.314**	**2.689**	**3.199**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	3.297	4.394	4.527
Đầu tư ngắn hạn	190	83	115
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.488	474	646
Hàng tồn kho	583	366	494
Các tài sản ngắn hạn khác	2.338	1.292	1.794
Tổng tài sản ngắn hạn	**7.896**	**6.609**	**7.576**
Tài sản cố định	1.694	1.167	1.623
Tổng đầu tư	7	663	922
Tài sản dài hạn khác	28.278	33.480	36.581
Tổng tài sản	**37.875**	**41.919**	**46.702**
Vay & nợ ngắn hạn	20	59	59
Phải trả người bán	526	734	907
Nợ ngắn hạn khác	2.344	3.093	3.964
Tổng nợ ngắn hạn	**2.890**	**3.886**	**4.930**
Vay & nợ dài hạn	3.138	3.429	3.675
Các khoản phải trả khác	1.195	1.235	1.527
Vốn điều lệ và	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	9.289	12.004	15.236
Vốn chủ sở hữu	**30.617**	**33.334**	**36.534**
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	35	36
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**37.875**	**41.919**	**46.702**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	**1.692**	**3.379**	**5.483**
Khấu hao	1.482	1.980	2.255
Thuế đã nộp			
Các khoản điều chỉnh khác	1.854	(3.965)	(1.521)
Thay đổi VLĐ	**(3.344)**	**3.148**	**252**
LC tiền thuần HĐKD	**1.684**	**4.542**	**6.469**
Đầu tư TSCĐ	(1.567)	(4.391)	(4.889)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	915	15	17
Các khoản khác	0	(547)	(287)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.814	932	(585)
LC tiền từ HĐĐT	**1.162**	**(3.991)**	**(5.744)**
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)	506	280
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	40	292
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(1.164)
LC tiền thuần HĐTC	**(2.600)**	**546**	**(592)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.051	3.297	4.394
LC tiền thuần trong năm	**246**	**1.097**	**133**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.297	4.394	4.527

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	22,3%	31,2%	36,5%
Vòng quay TS	0,15	0,22	0,27
ROAA	3,4%	6,7%	9,8%
Đòn bẩy tài chính	1,30	1,25	1,27
ROAE	4,4%	8,4%	12,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	80,7	16,7	16,8
Số ngày nắm giữ HTK	60,8	29,9	32,6
Số ngày phải trả tiền bán	54,9	59,9	59,8
Vòng quay TSCĐ	3,80	6,02	8,58
ROIC	3,9%	7,3%	10,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	1,7	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	2,5	1,6	1,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	1,2	0,9
Vòng quay tiền	86,6	(13,3)	(10,4)
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(29,3%)	46,2%	38,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(43,2%)	88,3%	63,5%
Tăng trưởng LN ròng	(44,8%)	104,6%	62,3%
Tăng trưởng EPS	(44,8%)	104,6%	62,3%

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