

CTCP VINCOM RETAIL - VRE

Khả quan

Tầm nhìn tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ

Giá mục tiêu (12T)
VND41,100

Bất động sản | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:10 Giữ:1 Bán:0

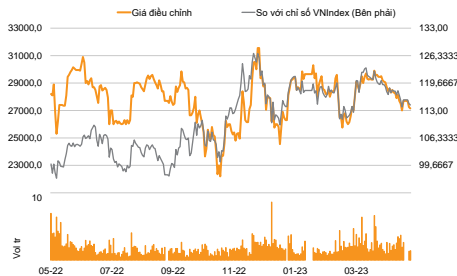
Giá mục tiêu / Consensus: 11,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh EPS 2023/2024 +7,3%/-4,7%
- Tăng giá mục tiêu thêm 8,8%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND38.800
Giá thị trường	VND27.150
Cao nhất 52 tuần (VND)	31.550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.200
GTGDQBQ 3 tháng (tr VND)	65.725
Thị giá vốn (tỷ VND)	61.921
Free float	26%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	18,1
P/B hiện tại (x)	1,8

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

- Doanh thu và LN ròng Q1/23 của VRE tăng 42% svck/171% svck lên 1.943/1.024 tỷ đồng, phù hợp với dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng VRE tăng trưởng 69%/12% svck năm 2023/24 khi mảng cho thuê và chuyển nhượng bất động sản phục hồi hoàn toàn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 41.100 đồng/cp.

Hoạt động cho thuê bất động sản thương mại phục hồi hoàn toàn trong Q1/23

Doanh thu Q1/23 của VRE tăng 41,9% svck chủ yếu nhờ hoạt động cho thuê đã hồi phục hoàn toàn với doanh thu tăng trưởng 53,5% svck. LN gộp đạt 1.188 tỷ đồng (+94,4% svck) với biên lợi nhuận gộp tăng 16,6 điểm % svck lên 61,2% khi không có gói hỗ trợ cho khách thuê và hiệu quả trong việc tối ưu hóa chi phí. LN tài chính ròng Q1/23 đạt 123,4 tỷ đồng (+8,3 lần svck) nhờ vào lượng tiền mặt ròng dồi dào 4.196 tỷ đồng. Kết quả là, LN ròng trong Q1/23 đạt 1.024 tỷ đồng (+171% svck), đạt 23,5% dự báo cả năm của chúng tôi.

Ưu tiên tối ưu hóa chi phí và hiệu quả hoạt động trong năm 2023-24

Trong 2023, VRE dự kiến đưa hai trung tâm thương mại (TTTTM) mới vào hoạt động, gồm VMM Grand Park và VCP Hà Giang, nâng tổng diện tích sàn lên 1,8 triệu m2 (+3,2% svck). Với việc người tiêu dùng đang thắt chặt hầu bao trong bối cảnh suy thoái kinh tế, VRE sẽ tập trung vào 1) giảm tiêu thụ năng lượng (giảm 2% tổng chi phí) và chi phí nhân sự (giảm 20% chi phí hoạt động/m2 so với mức 2019) và chi phí thuê ngoài để duy trì biên lợi nhuận gộp cao, 2) duy trì giá cho thuê phù hợp cho từng nhóm khách thuê, mà chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng không quá 10%/năm trong 2023/24, 3) nâng cao hiệu quả của các TTTM hiện tại bằng cách thu hút khách hàng mới. Chúng tôi ước tính tỷ lệ lấp đầy sẽ tăng lên 90% vào cuối năm 2023 từ mức 85,4% hiện tại trong khi biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 60-62% trong 2023/24 so với mức 53% trong 2019 đối với hoạt động kinh doanh cho thuê.

Chúng tôi điều chỉnh các dự phóng năm 2023-24

Chúng tôi hạ dự báo doanh thu 2023/24 xuống 8,9%/20,1% với 1) điều chỉnh giảm tổng diện tích sàn so với báo cáo trước do chậm trễ trong việc khai trương TTTM mới; 2) chúng tôi tăng doanh thu từ mảng chuyển nhượng bất động sản thêm 107,3%/26,2% nhờ vào giá trị bán trước mạnh mẽ để ghi nhận vào năm 2023/24 từ hai dự án tại Quảng Trị và Điện Biên. Chúng tôi cũng tăng biên lợi nhuận gộp lên 1,6/2,4 điểm % và giảm chi phí BH&QLDN lần lượt 33,4/40,7% nhờ kế hoạch kiểm soát chi phí trong năm 2023/24. Chúng tôi tăng lợi nhuận tài chính ròng lên gấp 13,8 lần/20 lần nhờ vào lượng tiền mặt ròng dồi dào của VRE trong 2023/24. Do đó, chúng tôi thay đổi dự báo LN ròng năm 2023/24 +7,3%/-4,7% đạt mức 4.683 tỷ đồng (+68,6% svck)/5.248 tỷ đồng (+12,1% svck).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 41.100 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu của VRE thêm 8,8% lên 41.100 đồng/cp nhờ chuyển đổi định giá sang năm 2023 và điều chỉnh dự báo LN ròng cho năm 2023/24 +7,3%/-4,7% (WACC: 13,1%, lãi suất phi rủi ro: 4%). Tiềm năng tăng giá: 1) TTTM được mở mới nhanh hơn dự kiến, 2) giá cho thuê hoặc tỷ lệ lấp đầy cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) mở mới TTTM chậm hơn dự kiến và 2) tỷ lệ lấp đầy và giá thuê thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.891	7.361	10.895	11.699
Tăng trưởng DT thuần	(29,3%)	25,0%	48,0%	7,4%
Biên lợi nhuận gộp	40,6%	51,8%	55,4%	57,5%
Biên EBITDA	61,2%	71,8%	73,7%	75,5%
LN ròng (tỷ)	1.314	2.777	4.683	5.248
Tăng trưởng LN ròng	(44,8%)	111,3%	68,6%	12,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	578	1.222	2.061	2.310
EPS điều chỉnh	578	1.222	2.061	2.310
BVPS	13.147	14.339	15.850	16.603
ROAE	4,4%	8,7%	13,3%	13,9%

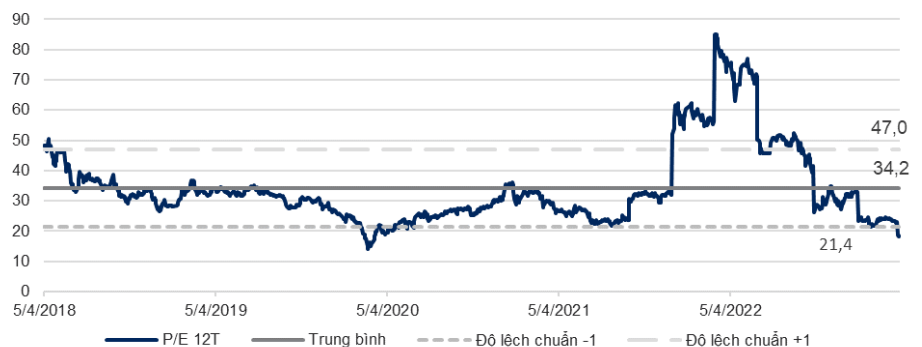
Tầm nhìn tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 41.100 đồng/cp

Chúng tôi thích VRE vì:

- CTCP 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 Q1/23, kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ cùng với sự gia tăng của bán lẻ hiện đại và thu nhập của người dân trong nước trong dài hạn.
- Hoạt động cho thuê của VRE đã hồi phục hoàn toàn sau đại dịch và sẽ tăng trưởng ổn định trở lại trong giai đoạn tới nhờ các trung tâm thương mại của VRE có vị trí đắc địa giúp duy trì lượng khách thuê ổn định và có thể tiếp tục tăng giá thuê, tỷ lệ lấp đầy để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Ngoài ra, VRE đã và đang tối ưu hóa chi phí hoạt động để giúp duy trì biên lợi nhuận gộp cao. Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tăng trưởng mạnh về doanh thu và LN ròng trong giai đoạn 2023-24, với tốc độ tăng trưởng kép lần lượt là 26,4% và 40,8%.
- VRE đang giao dịch ở mức định giá thấp, tại mức giá 27.250 đồng/cổ phiếu, VRE đang giao dịch ở mức P/E 2023 chỉ 11,8 lần, thấp hơn so với mức P/E so với T4/2020 (bị tác động mạnh bởi đại dịch đợt 1), cũng như thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn P/E giai đoạn 2018-2023 (21,4 lần), cho thấy cơ hội nắm giữ cổ phiếu tăng trưởng trong bối cảnh thị trường đang bị định giá thấp do biến động vĩ mô.

Hình 1: P/E trượt 12T của VRE từ 2018 - 2023



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chúng tôi tăng giá mục tiêu của VRE thêm 8,8% lên 41.100 đồng nhờ chuyển đổi định giá sang năm 2023 và điều chỉnh dự báo LN ròng cho năm 2023/24 +7,3%/-4,7%. Định giá của chúng tôi dựa trên giả định về WACC: 13,1% và lãi suất phi rủi ro là 4%.

Hình 2: Định giá chiết khấu dòng tiền - DCF

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	41.244	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	48.156	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	89.400	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	7.117	Tỷ đồng
Tổng nợ	(3.187)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	93.331	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu	41.100	Đồng / CP

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: Các giả định

Chi phí vốn	
Beta	1,00
Phần bù rủi ro thị trường	10,1%
Chi phí vốn	14,1%
Chi phí nợ	5,0%
WACC	13,1%

Nguồn: VNDIRECT Research

Rủi ro giảm giá: 1) khai trương các TTTM mới chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy thấp hơn dự kiến và giá thuê thấp hơn dự kiến, và 3) đối thủ cạnh tranh trên thị trường đang phát triển như Aeon, trung tâm thương mại của Central Retail.

Tiềm năng tăng giá: 1) tốc độ khai trương trung tâm thương mại nhanh hơn dự kiến, 2) hoạt động bán lẻ phục hồi nhanh hơn dự kiến, dẫn đến hoạt động kinh doanh cho thuê tăng trưởng mạnh.

Hình 4: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Recom.	Vốn hóa	P/E (x)		3-year EPS	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			triệu USD	TTM	2023	%	TTM	2023	TTM	2023	TTM
Ngành bất động sản thương mại														
SM Prime Holdings Inc	SMPH EQUITY	34	N/A	N/A	17.742	32,6	23,2	2,1	2,7	2,3	3,6	5,0	8,6	10,0
Central Pattana PCL	CPN TB	68	N/A	N/A	8.908	28,8	22,2	2,3	3,8	3,1	4,0	4,9	13,9	14,8
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	560	N/A	N/A	1.857	13,1	11,6	(1,9)	1,3	1,1	5,8	6,0	10,3	10,2
CTCP Vincom Retail	VRE VN	27.250	41.100	KQ	2.641	18,1	11,8	17,4	1,8	1,6	8,3	10,7	10,5	13,9
Trung bình						24,8	19,0	0,8	2,6	2,2	4,5	5,3	11,0	11,7
Trung vị						23,5	17,0	2,2	2,3	2,0	4,9	5,5	10,4	11,4

Dữ liệu ngày 4/5/2023

Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

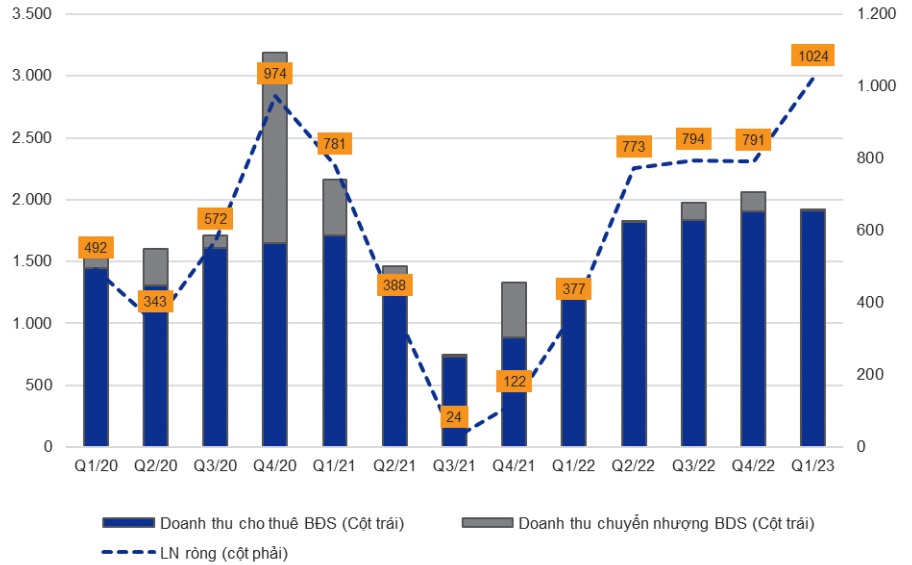
Q1/23: Hoạt động cho thuê bất động sản phục hồi hoàn toàn

Hình 5: So sánh KQKD Q1/23

Tỷ đồng	Q1/23	Q1/22	%svck	Q4/22	%sv quý trước	Dự phóng của VND	%so với dự phóng	Ghi chú
Doanh thu thuần	1.943,3	1.369,5	41,9%	2.084,4	-6,8%	11.963,0	16,2%	Dưới kỳ vọng của chúng tôi do chỉ có doanh thu hoạt động cho thuê được ghi nhận trong Q1/23, trong khi doanh thu chuyển nhượng bất động sản thương mại được ghi nhận trong 6 tháng cuối năm. Ngoài ra, việc khai trương 2 trung tâm thương mại Vincom Megamall muộn hơn dự kiến của chúng tôi (kỳ vọng Ocean park Megamall và Grand Park Megamall trong nửa đầu năm 2022 chiếm khoảng 6% tổng GFA) khiến doanh thu cho thuê trong Q1/2023 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.
Mãng cho thuê	1.913,2	1.246,0	53,5%	1.906,0	0,4%	10.717,0	17,9%	
Mãng chuyển nhượng BDS	2,8	84,0	-96,7%	151,0	-98,1%	1.017,0	0,3%	Trong Q1/23, VRE chỉ bán giao 1 căn Shophouse thuộc Dự án Thái Hòa.
LN gộp	1.188,4	611,4	94,4%	1.052,2	12,9%	6.431,0	18,5%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi nhờ sự bù trừ giữa doanh thu thấp hơn dự báo của chúng tôi nhưng biên lợi nhuận gộp cao hơn dự báo của chúng tôi trong Q1/23
Biên LN gộp	61,2%	44,6%	16,6 điểm %	50,5%	10,7 điểm %	53,8%	7,4 điểm %	Biên lợi nhuận gộp cho thuê tăng 16% điểm so với cùng kỳ, 9% điểm so với quý trước nhờ 1) trong Q1/22, VRE vẫn hỗ trợ khách thuê 464 tỷ đồng, 2) tối ưu hóa tiêu thụ năng lượng nhờ hệ thống năng lượng mặt trời áp mái và hệ thống điều khiển ánh sáng hiệu quả và 3) tối ưu hóa nhân sự và các hoạt động khác dẫn đến tổng chi phí vận hành trên mỗi m2 thấp hơn 20% so với năm 2019. biên LN gộp này cao hơn dự báo của chúng tôi cho năm 2023.
Mãng cho thuê	62,0%	46,0%	16,0 điểm %	53,0%	9,0 điểm %	58,2%	3,8 điểm %	
Mãng chuyển nhượng BDS	36,0%	38,0%	-2,0 điểm %	22,0%	14,0 điểm %	40,0%	-4,0 điểm %	
LN tài chính ròng	123,4	13,3	827,8%	108,8	13,4%	36,3	340,4%	Cao hơn dự báo của chúng tôi do VRE có lượng tiền mặt ròng là 4.196 tỷ đồng trong Q1/23, đạt nhiều thu nhập tài chính hơn kỳ vọng của chúng tôi.
Chi phí bán hàng	-28,7	-54,6	-47,4%	-56,9	-49,6%	-473,0	6,1%	
Chi phí QLDN	-79,0	-87,8	-10,0%	-110,1	-28,2%	-550,0	14,4%	
Chi phí BH&QLDN	-107,7	-142,4	-24,4%	-167,0	-35,5%	-1.023,0	10,5%	Vượt trên dự báo của chúng tôi do VRE tối ưu hóa chi phí nhân sự và chuẩn hóa chi phí sử dụng dịch vụ thuê ngoài
Chi phí bán hàng / DT	1,5%	4,0%	-2,5 điểm %	2,7%	-1,2 điểm %	4,0%	-2,5 điểm %	
Chi phí QLDN / DT	4,1%	6,4%	-2,3 điểm %	5,3%	-1,2 điểm %	4,6%	-0,5 điểm %	
Chi phí BH&QLDN /DT	5,5%	10,4%	-4,9 điểm %	8,0%	-2,5 điểm %	8,6%	-3,1 điểm %	
LN hoạt động	1.204,0	482,3	149,6%	994,0	21,1%	5.408,0	22,3%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
LN trước thuế	1.248,8	500,7	149,4%	1.022,5	22,1%	5.483,7	22,8%	
LN ròng	1.023,8	377,4	171,3%	791,0	29,4%	4.365,0	23,5%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Doanh thu và LN ròng theo quý theo mảng kinh doanh từ 2020 – Q1/23 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Ưu tiên tối ưu hóa chi phí và hiệu quả hoạt động trong năm 2023-24

VRE tiếp tục tối ưu hóa chi phí năng lượng và nhân sự

Bên cạnh việc phục hồi hoàn toàn doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ khi không đưa ra gói hỗ trợ nào cho khách thuê, giúp biên lợi nhuận gộp mảng này đạt 62% trong Q1/23, VRE đã cho thấy sự hiệu quả trong việc tối ưu hóa chi phí, bao gồm chi phí năng lượng, chi phí nhân sự:

- VRE đã tối ưu hóa chi phí năng lượng thông qua việc lắp đặt hệ thống năng lượng mặt trời tại các TTTM, theo đó, 50 TTTM (chiếm 61% tổng số TTTM của VRE) đã được lắp đặt hệ thống năng lượng mặt trời và dự kiến sẽ có thêm 8 TTTM sẽ có năng lượng mặt trời được lắp đặt vào năm 2023. Ngoài ra, VRE đã lắp đặt các hệ thống cảm biến ánh sáng và thay thế hệ thống chiếu sáng tiết kiệm năng lượng để tối ưu hóa chi phí năng lượng. Nhờ đó, đã tiết kiệm được khoảng 2% chi phí năng lượng so với năm 2019.
- VRE đã xây dựng các quy trình tự động hóa trong quy trình làm việc và chuẩn hóa các định mức trong dịch vụ thuê ngoài, qua đó giảm 20% chi phí vận hành chung trên mỗi m² so với năm 2019.

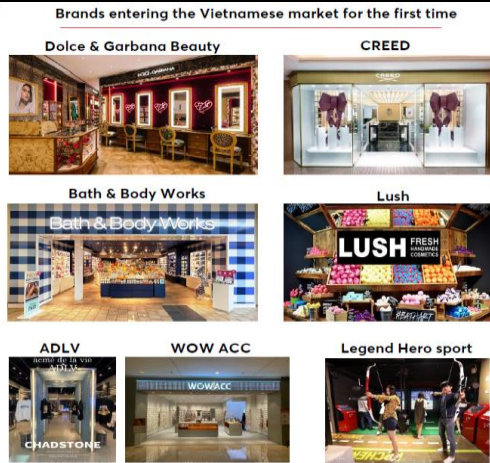
Do đó, chúng tôi kỳ vọng VRE có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ ở mức 60-62% trong năm 2023/24 so với mức 53% trong năm 2019, trong khi chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu sẽ duy trì ở mức khoảng 6,2% so với hơn 8 % trong giai đoạn tiền đại dịch.

Tăng hiệu quả hoạt động của trung tâm thương mại bằng cách thu hút nhiều khách thuê hơn để tăng tỷ lệ lấp đầy

Trong năm 2023, VRE dự kiến đưa hai trung tâm thương mại mới vào hoạt động, bao gồm VMM Grand Park và VCP Hà Giang, nâng tổng diện tích sàn bán lẻ lên 1,8 triệu m² (+3,2% svck). Hoạt động mở mới TTTM của VRE diễn ra chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi trong bối cảnh thị trường bất động sản đóng băng và vĩ mô tiêu cực ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng của VRE.

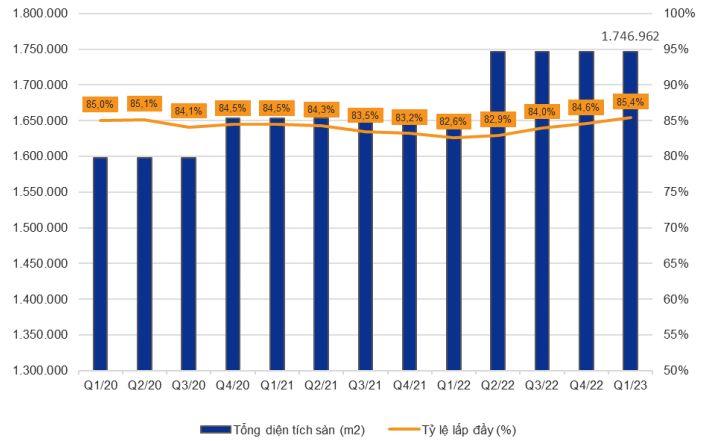
Trong bối cảnh này, VRE tập trung nâng cao hiệu quả của các trung tâm thương mại hiện tại bằng cách thu hút khách hàng mới để khai thác GFA có sẵn, ước tính hơn 100.000 m², nhằm nâng tỷ lệ lấp đầy lên khoảng 90% vào cuối năm 2023 (so với 85,4% trong Q1/23). Bên cạnh đó, để tiếp tục hỗ trợ khách thuê và thu hút khách hàng mới, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ duy trì mức giá thuê phù hợp với từng loại khách thuê và không tăng giá thuê quá 10%/năm trong giai đoạn 2023/24. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê sẽ tăng lần lượt 24,7%/16,3% trong năm 2023/24 lên 8.556 tỷ đồng/9.955 tỷ đồng nhờ những nỗ lực trên.

Hình 7: Các thương hiệu mới đến Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 8: Tỷ lệ lấp đầy của VRE và tổng diện tích sàn từ 2020 – Q1/23



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Giá trị ký bán shophouse lớn để thúc đẩy doanh thu mảng chuyển nhượng bất động sản từ năm 2023

VRE cho biết hai dự án shophouse tại Quảng Trị và Điện Biên, gồm 556 căn với giá trị khoảng 2.355 tỷ đồng sẽ được ghi nhận vào năm 2023. Hiện tại, VRE đã ghi nhận giá trị tiền cọc từ khách hàng là 1.400 tỷ đồng trong Q1/23.

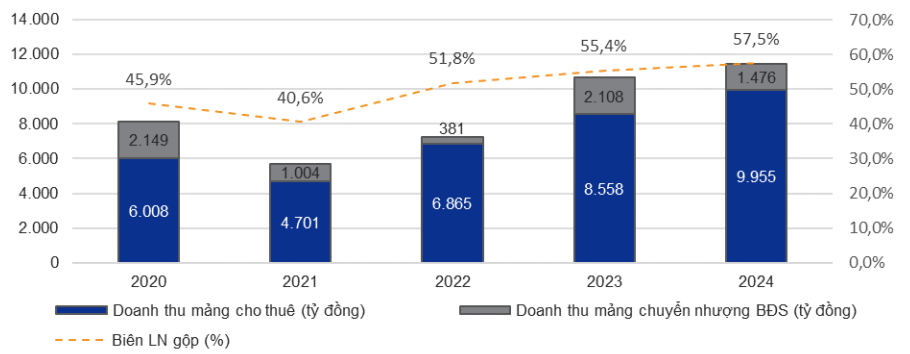
Hình 9: Hai dự án shophouse mà VRE dự kiến ghi nhận trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

VRE đã ký kết hợp tác phát triển các cấu phần trung tâm thương mại tại Hà Nội, Bắc Giang, Long An và TP.HCM với Vingroup vào ngày 28/04/2023, mở ra cơ hội tiếp tục phát triển các dự án mới trong tương lai. Do đó, chúng tôi tăng doanh thu từ bàn giao tài sản trong năm 2023/24 thêm 107,3%/26,2% so với dự báo trước đó.

Hình 10: Doanh thu theo mảng và biên lợi nhuận gộp của VRE giai đoạn 2020-24



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chúng tôi điều chỉnh các dự phóng năm 2023-24

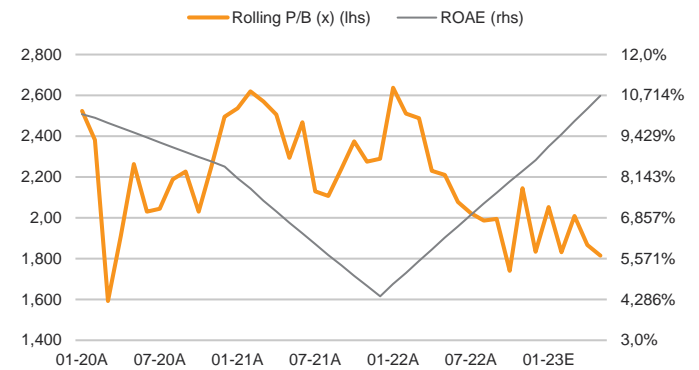
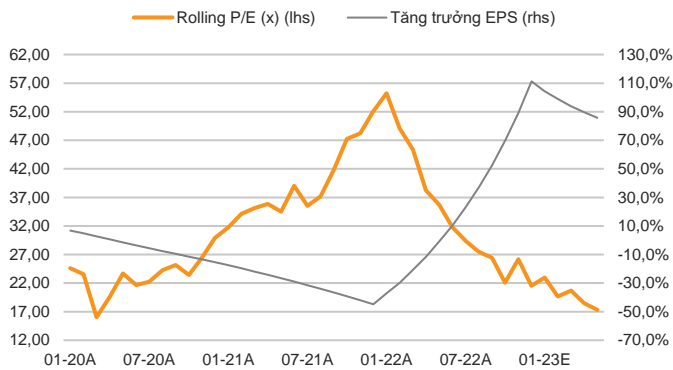
Chúng tôi hạ dự báo doanh thu 2023/24 xuống 8,9%/20,1% với 1) điều chỉnh giảm tổng diện tích sàn so với báo cáo trước do chậm trễ trong việc khai trương TTTM mới; 2) chúng tôi tăng doanh thu từ mảng chuyển nhượng bất động sản thêm 107,3%/26,2% nhờ vào giá trị bán trước mạnh mẽ để ghi nhận vào năm 2023/24 từ hai dự án tại Quảng Trị và Điện Biên. Chúng tôi cũng tăng biên suất lợi nhuận gộp lên 1,6/2,4 điểm % và giảm chi phí BH&QLDN lần lượt 33,4/40,7% nhờ kế hoạch kiểm soát chi phí trong năm 2023/24. Chúng tôi tăng lợi nhuận tài chính ròng lên gấp 13,8 lần/20 lần nhờ vào lượng tiền mặt ròng dồi dào của VRE trong 2023/24. Do đó, chúng tôi thay đổi dự báo LN ròng năm 2023/24 +7,3%/-4,7% đạt mức 4.683 tỷ đồng (+68,7% svck)/5.248 tỷ đồng (+12,1% svck).

Hình 11: Điều chỉnh dự phóng năm 2023-24

	2022	Cũ		Mới		%Thay đổi	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Doanh thu	7.361	11.963	14.647	10.895	11.699	-8,9%	-20,1%
Mảng cho thuê	6.865	10.717	13.209	8.558	9.955	-20,1%	-24,6%
Mảng chuyển nhượng BDS	381	1.017	1.170	2.108	1.476	107,3%	26,2%
GVHB	(3.545)	(5.532)	(6.578)	(4.862)	(4.972)	-12,1%	-24,4%
LN gộp	3.817	6.431	8.069	6.033	6.727	-6,2%	-16,6%
Biên LN gộp	51,8%	53,8%	55,1%	55,4%	57,5%	1,6 điểm %	2,4 điểm %
Mảng cho thuê	53,8%	58,2%	59,5%	60,7%	62,7%	2,5%	3,2%
Mảng chuyển nhượng BDS	24,3%	40,0%	40,0%	50,0%	50,0%	10,0%	10,0%
LN tài chính ròng	179,4	36,3	26,3	496,6	555,3	1268%	2011%
Chi phí BH	(172)	(473)	(569)	(291)	(304)	-38,5%	-46,6%
Chi phí QLDN	(371)	(550)	(656)	(390)	(423)	-29,1%	-35,5%
Chi phí BH&QLDN	(543)	(1.023)	(1.225)	(681)	(727)	-33,4%	-40,7%
Chi phí BH/doanh thu	2,34%	3,95%	3,88%	2,67%	2,60%	-1,3 điểm %	-1,3 điểm %
Chi phí QLDN/doanh thu	5,04%	4,60%	4,48%	3,58%	3,62%	-1,0 điểm %	-0,9 điểm %
LN trước thuế	3.524	5.484	6.919	5.885	6.594	7,3%	-4,7%
Thuế suất	21%	20%	20%	20%	20%	0,0%	0,0%
LN ròng	2.776	4.364	5.506	4.683	5.248	7,3%	-4,7%
%svck				68,7%	12,1%		

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	7.361	10.895	11.699
Giá vốn hàng bán	(3.545)	(4.862)	(4.972)
Chi phí quản lý DN	(371)	(390)	(423)
Chi phí bán hàng	(172)	(291)	(304)
LN hoạt động thuần	3.273	5.352	6.000
EBITDA thuần	4.677	7.283	8.035
Chi phí khấu hao	(1.404)	(1.931)	(2.035)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	3.273	5.352	6.000
Thu nhập lãi	539	708	760
Chi phí tài chính	(359)	(212)	(205)
Thu nhập ròng khác	72	36	39
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	3.525	5.884	6.594
Thuế	(747)	(1.200)	(1.345)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	(1)
LN ròng	2.777	4.683	5.248
Thu nhập trên vốn	2.777	4.683	5.248
Cổ tức phổ thông	0	(1.164)	(3.493)
LN giữ lại	2.777	3.519	1.755

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	7.020	10.371	12.179
Đầu tư ngắn hạn	97	105	112
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.404	577	620
Hàng tồn kho	1.178	1.024	443
Các tài sản ngắn hạn khác	835	1.634	1.755
Tổng tài sản ngắn hạn	10.534	13.711	15.109
Tài sản cố định	1.119	1.489	1.445
Tổng đầu tư	7	878	966
Tài sản dài hạn khác	31.041	28.767	29.305
Tổng tài sản	42.701	44.845	46.825
Vay & nợ ngắn hạn	1.065	59	59
Phải trả người bán	725	797	815
Nợ ngắn hạn khác	4.029	3.435	3.654
Tổng nợ ngắn hạn	5.819	4.291	4.528
Vay & nợ dài hạn	2.121	2.267	2.225
Các khoản phải trả khác	1.336	1.342	1.372
Vốn điều lệ và	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	12.065	15.620	17.385
Vốn chủ sở hữu	33.393	36.912	38.666
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	33	34
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	42.701	44.845	46.825

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	3.525	5.884	6.594
Khấu hao	1.452	1.930	2.042
Thuế đã nộp			
Các khoản điều chỉnh khác	(3.020)	(1.619)	(2.316)
Thay đổi VLD	3.115	(669)	658
LC tiền thuần HĐKD	5.072	5.526	6.978
Đầu tư TSCĐ	(2.538)	(1.840)	(2.419)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	374	17	18
Các khoản khác	0	(835)	(69)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	836	2.706	625
LC tiền từ HĐĐT	(1.328)	48	(1.845)
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	0	(1.072)	(34)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(21)	6	30
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(1.164)	(3.493)
LC tiền thuần HĐTC	(21)	(2.230)	(3.497)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.297	7.020	10.371
LC tiền thuần trong năm	3.723	3.344	1.636
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7.020	10.364	12.007

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	37,7%	43,0%	44,9%
Vòng quay TS	0,18	0,25	0,26
ROAA	6,9%	10,7%	11,4%
Đòn bẩy tài chính	1,26	1,25	1,21
ROAE	8,7%	13,3%	13,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	45,8	16,8	16,9
Số ngày nắm giữ HTK	121,3	76,9	32,6
Số ngày phải trả tiền bán	74,6	59,8	60,0
Vòng quay TSCĐ	5,23	8,36	7,97
ROIC	7,6%	11,9%	12,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	3,2	3,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	3,0	3,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	2,4	2,7
Vòng quay tiền	92,5	33,9	(10,5)
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	25,0%	48,0%	7,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	86,3%	63,5%	12,1%
Tăng trưởng LN ròng	111,3%	68,6%	12,1%
Tăng trưởng EPS	111,3%	68,6%	12,1%

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 cao cấp

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>