

# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)\_ Báo cáo cập nhật T12.2022

## MUA - Giá mục tiêu: 32,800 (+21%)

### Điểm nhấn đầu tư

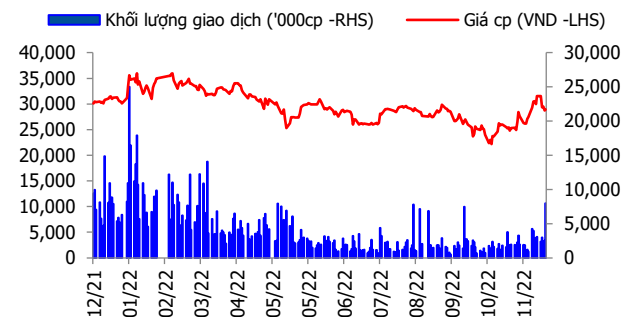
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE, với giá mục tiêu 32,800 VND/cổ phiếu (+21%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- Lợi thế từ hệ sinh thái Vingroup và các dự án lớn vừa triển khai** như trung tâm thương mại (TTTT) Vincom Mega Mall (VMM) Smart City, Vincom Plaza (VCP) Mỹ Tho, Bạc Liêu (trong quý 2/2022) **hay sắp triển khai** như VMM Ocean Park 2 – The Empire, VMM Grand Park, VCP Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên Phủ, Đông Hà Quảng Trị (kỳ vọng 2023).  
Rào cản tương đối cao: (1) nguồn cung đất đai rất hạn chế ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP HCM, (2) số lượng hạn chế các dự án khu đô thị lớn như các dự án của Vinhomes và (3) thương hiệu của Vingroup là nhà phát triển dự án chất lượng cao.
- Nhà phát triển và điều hành bất động sản bán lẻ lớn nhất và phát triển nhanh nhất tại Việt Nam, vượt xa các đối thủ khác.** Mảng bán lẻ hiện tại có tỷ lệ thâm nhập thấp với dư địa tăng trưởng lớn trong khi VRE có vị thế đầu ngành để tận dụng được sự tăng trưởng này đồng thời hưởng lợi từ thị trường bán lẻ hấp dẫn của Việt Nam, được hỗ trợ dài hạn bởi cơ cấu dân số vàng.
- Sự tăng trưởng dài hạn của VRE được kỳ vọng với sự dịch chuyển chiến lược tập trung vào các TTTM quy mô lớn** (Vincom Center – VCC và VMM) do (i) thị trường bán lẻ Việt Nam đã phát triển hơn do đó nhu cầu về TTTM lớn và tích hợp sẽ tăng lên, và (ii) dễ dàng thu hút các thương hiệu quốc tế và khách thuê cố định với sức chống chịu tốt hơn với các gián đoạn như thời điểm dịch.

### Rủi ro đầu tư

- Tiến độ mở mới các TTTM chậm hơn dự kiến:** Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tăng diện tích sàn cho thuê mới (GFA) thêm tổng cộng 1,05 triệu m2 trong giai đoạn 2023-2026, nâng tổng diện tích GFA cho thuê lên mức 2,8 triệu m2 vào cuối năm 2026 (so với mức 3 triệu m2 trong dự báo trước đây của chúng tôi) từ 1,75 triệu m2 hiện tại. Tuy nhiên, tiến độ phát triển các dự án lớn của Vinhomes có thể ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng trung tâm thương mại của VRE.
- Lo ngại về lạm phát:** Kỳ vọng lạm phát có thể tác động không tích cực đến thói quen mua sắm hàng hóa không thiết yếu của người dân.

Biểu đồ giá



Diễn biến giá

	1M	3M	12M
VRE (%)	15%	-1%	-5%
VNIndex (%)	11%	-16%	-28%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	Tỷ VND	<b>5,891</b>	<b>8,049</b>	<b>9,690</b>	<b>11,366</b>	<b>12,634</b>
EBIT	Tỷ VND	1,757	2,624	3,547	4,236	4,813
<b>LNST</b>	Tỷ VND	<b>1,315</b>	<b>1,858</b>	<b>2,605</b>	<b>3,189</b>	<b>3,706</b>
EPS (VND)	VND	564	795	1,115	1,365	1,586
Tăng trưởng EPS (%)	%	-45%	41%	40%	22%	16%
<b>P/E (x)</b>	Lần	<b>60.2</b>	<b>34.0</b>	<b>24.3</b>	<b>19.8</b>	<b>17.1</b>
EV/EBITDA (x)	Lần	21.5	17.3	13.9	11.8	10.0
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	-	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	Lần	2.6	1.9	1.8	1.6	1.5
<b>ROE (%)</b>	%	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	10%	10%	7%	7%	6%

Nguồn: MBS Research

Ngày báo cáo	12/12/2022
Giá hiện tại	VND 27,050
Giá mục tiêu	VND 32,800
Tiềm năng tăng giá	+21%
Bloomberg	VRE VN Equity
Vốn hóa thị trường	64.761 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 22,200
	VND 36,000
Giá trị giao dịch bình quân	124 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nhà đầu tư nước ngoài	49%
Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài	32,38%

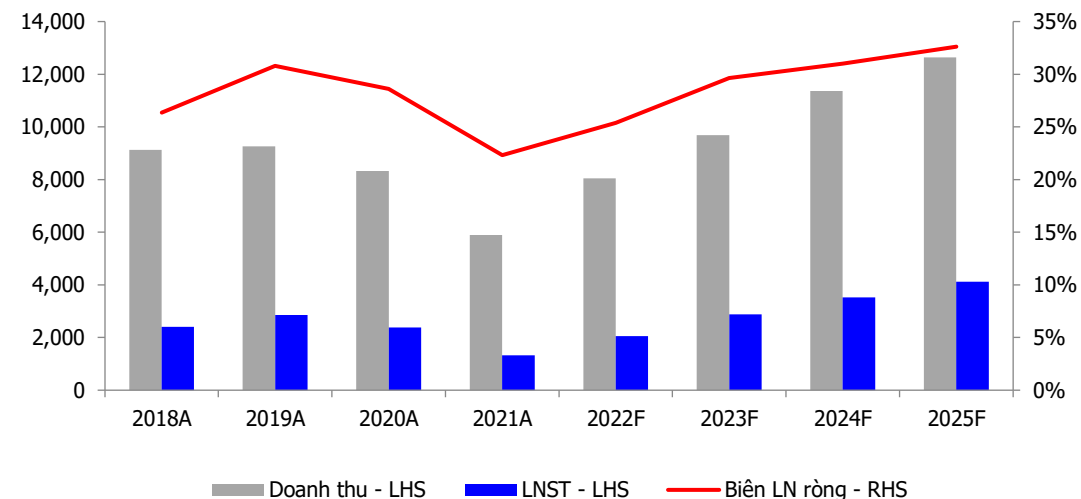
## CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

### MUA - Giá mục tiêu: 32,800 (+21%)

#### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong Q3/2022, VRE ghi nhận doanh thu đạt 2.005 tỷ VND - tăng 8% QoQ và 155% YoY và LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 793 tỷ đồng (+3% QoQ; và so với mức 24 tỷ đồng vào quý 3/2021). Chúng tôi lưu ý rằng quý 3/2021 là mức cơ sở rất thấp do làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam dẫn đến việc VRE đưa ra gói hỗ trợ trị giá 925 tỷ đồng cho khách thuê trong quý.
- Lũy kế 9T/2022 doanh thu ròng của VRE (trong đó mảng cho thuê bán lẻ chiếm 94%) đạt 5.224 tỷ đồng (tăng 15% YoY) và LNST đạt 1.944 tỷ đồng (tăng 63% YoY), lần lượt hoàn thành 65% và 81% kế hoạch với động lực chính từ sự phục hồi mạnh mẽ của mảng cho thuê bán lẻ trong khi doanh số bán BĐS chỉ đạt mức thấp do thời gian ghi nhận dự án. Mảng kinh doanh BĐS (chiếm 4% doanh thu của VRE trong 6 tháng đầu năm 2022) ghi nhận doanh thu 9 tháng đầu năm 2022 đạt 229 tỷ đồng (-60% YoY) và lợi nhuận gộp đạt 58 tỷ đồng (-77% YoY). Lượng bàn giao chính trong 9 tháng đầu năm 2022 bao gồm 24 căn, chủ yếu là các căn shophouse tại dự án Uông Bí và Thái Hòa đồng thời chuyển nhượng 1 dự án tại Thái Nguyên với biên lợi nhuận thấp hơn so với bàn giao các căn shophouse. Tổng doanh số bán hàng đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (499 căn), do đó, doanh số lũy kế chưa ghi nhận tính đến cuối quý 3/2022 là 2,9 nghìn tỷ đồng (chủ yếu tại các dự án ở Quảng Trị và Điện Biên).
- Tính đến Q3/2022, VRE có 83 trung tâm thương mại đang hoạt động với tổng GFA bán lẻ đạt ~1,75 triệu m2 (+6% YoY) và tỷ lệ lấp đầy trung bình là 84% (+0,3 điểm % YoY). Ban lãnh đạo đặt mục tiêu khai trương 6 TTTM mới bao gồm 2 TTTM VMM (diện tích ~46.000 m2 tại Grand Park và ~66.000 m2 tại The Empire - dự kiến lần lượt khai trương vào tháng 7 và tháng 12/2023) và 4 TTTM VCP (tại Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên Phủ và Đông Hà). Các TTTM mới này sẽ nâng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE lên 2,08 triệu m2 vào cuối năm 2023.
- Gói hỗ trợ khách thuê không đáng kể trong quý 2 và quý 3/2022 thúc đẩy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của mảng cho thuê bán lẻ trong 9T 2022. VRE đã hỗ trợ 1,3 nghìn tỷ đồng cho khách thuê trong 9 tháng đầu năm 2021 so với mức 464 tỷ đồng trong quý 1/2022 và không đáng kể trong quý 2/2022 và quý 3/2022. Chúng tôi kỳ vọng các gói hỗ trợ khách thuê sẽ giảm đáng kể so với cùng kỳ năm trước và sự tiếp tục phục hồi lưu lượng khách cũng như doanh số của các khách thuê trong mùa lễ hội cuối năm sẽ hỗ trợ tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong quý 4/2022. Theo ban lãnh đạo, lượng khách đến trung tâm thương mại (TTTTM) của VRE trong 9T 2022 tăng 41% YoY và lượng khách đến TTTM ở Hà Nội và TP HCM trong quý 3/2022 phục hồi đạt 85%-90% so với mức trong quý 3/2019 (trước dịch COVID-19). Trong 9T 2022, mảng cho thuê bán lẻ ghi nhận doanh thu tăng 29% YoY (4,9 nghìn tỷ đồng) và lợi nhuận gộp tăng 49% YoY (2,6 nghìn tỷ đồng) chủ yếu nhờ gói hỗ trợ khách thuê không đáng kể trong quý 2 và quý 3/2022.

#### Doanh thu & Lợi nhuận



	Số lượng TTTM	Diện tích/sàn ('000 m2)	Diện tích sàn bán lẻ ('000 m2)	Tỷ lệ lấp đầy Q2/2022
Vincom Center	7	40 – 60	280	93.4%
Vincom Mega Mall	5	60 – 150+	512	88.4%
Vincom Plaza	56	10 – 40	883	79.5%
Vincom+	15	3 – 5	72	72.4%
<b>Tổng</b>	<b>83</b>		<b>1,750</b>	<b>84%</b>

Nguồn: MBS Research, VRE

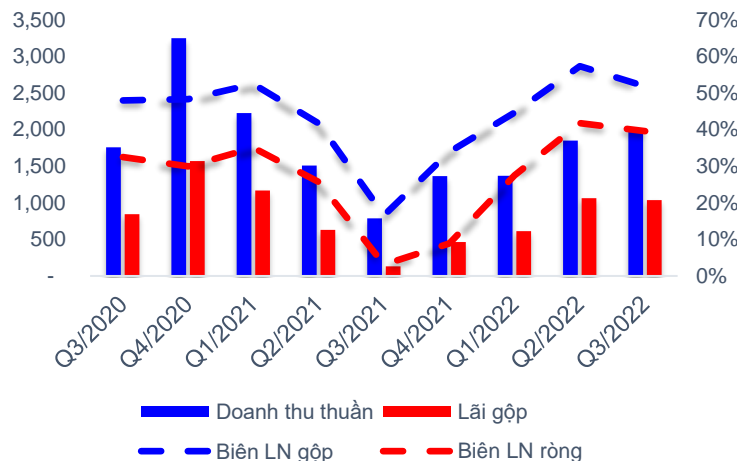
# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

## MUA - Giá mục tiêu: 32,800 (+21%)

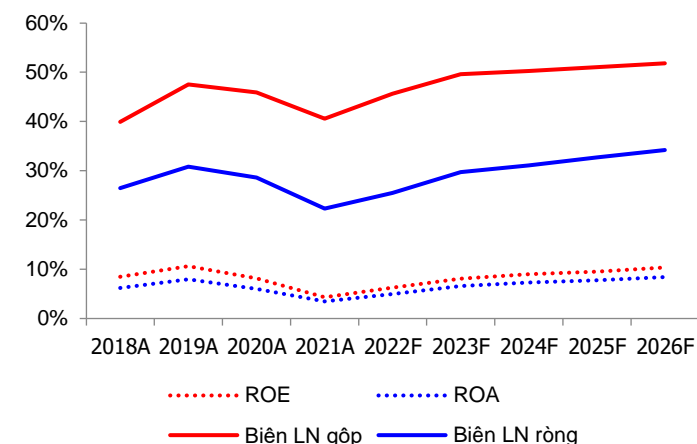
### Tình hình tài chính

- Tổng tài sản tại thời điểm 30/06/2022 đi ngang (+3.3%) so với quý trước, đạt 39,951 tỷ đồng.
- Tài sản ngắn hạn chiếm 18% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm 82%. Tài sản tập trung chủ yếu ở quyền sử dụng đất, nhà cửa, vật kiến trúc, máy móc, thiết bị. Điều này là hoàn toàn phù hợp với một đơn vị bất động sản bán lẻ quy mô lớn với nhiều công ty con, dự án đang triển khai và gói đầu chuẩn bị.
- Cơ cấu nguồn vốn với Nợ phải trả chiếm 18%. Nợ ngắn hạn chiếm chỉ 10% Nợ phải trả, trong đó chủ yếu là khoản chi phí phải trả ngắn hạn và phải trả ngắn hạn khác. Cấu trúc vốn lành mạnh với tổng nợ vay ngắn dài hạn chỉ chiếm 10% vốn chủ sở hữu.
- Đến quý 3 năm nay, chúng tôi nhận thấy tỷ suất lợi nhuận gộp đã có sự phục hồi theo hình chữ V** từ mức đáy trong quý 3/2021 về lại mức tỷ suất lợi nhuận gộp của thời điểm quý 1/2021 (trước làn sóng thứ 2 của Covid-19). Điều này là nhờ vào (i) giảm dần quy mô gói hỗ trợ khách thuê, (ii) tăng trưởng doanh thu cho thuê theo quý tăng trưởng cùng với việc mở rộng diện tích sàn cho thuê (GFA), và (iii) các sáng kiến tiết kiệm chi phí bao gồm lắp đặt tấm pin mặt trời, số hóa hoạt động quản lý công việc giúp giảm số lượng nhân viên dù số lượng trung tâm thương mại tăng lên. Cụ thể, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê TTTM đã phục hồi từ mức 17% trong quý 3/2021 lên 52% trong quý 3/2022, do công ty đã hỗ trợ tiền thuê trong quý 3/2021 trong khi con số này giảm đáng kể trong quý 3/2022. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động bán bất động sản duy trì ở mức cao 54,6% trong quý 3/2022.

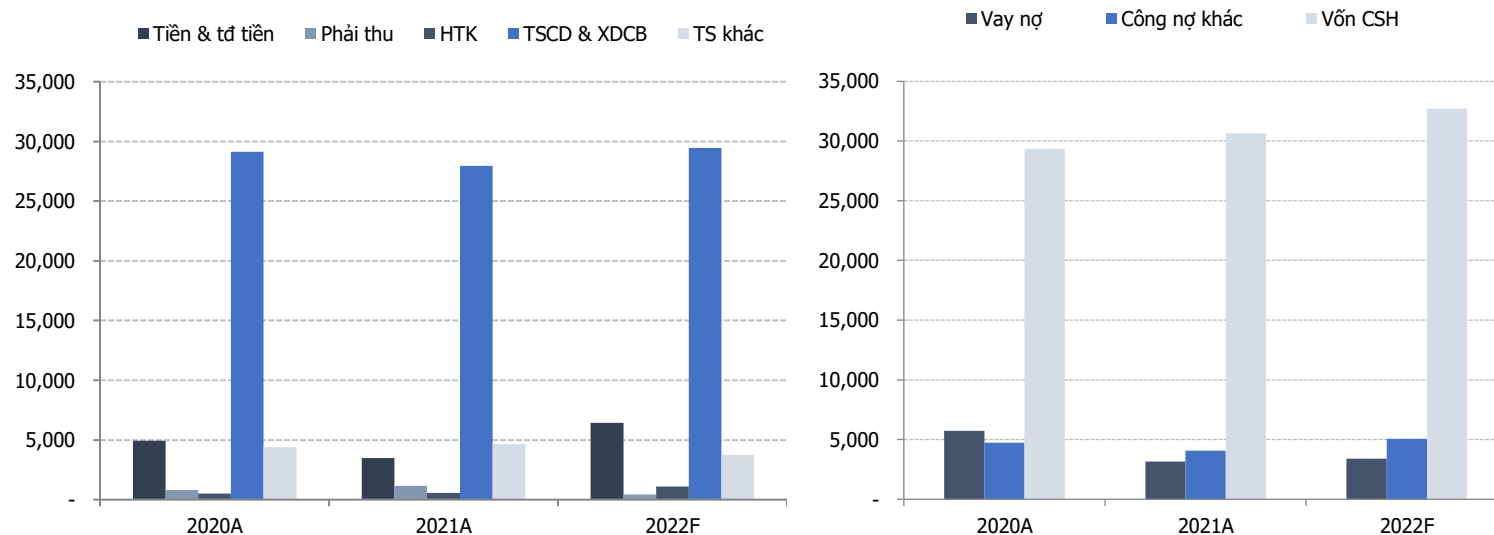
### Kết quả kinh doanh theo quý (tỷ VND)



### Các chỉ số lợi nhuận



### Bảng cân đối kế toán



# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

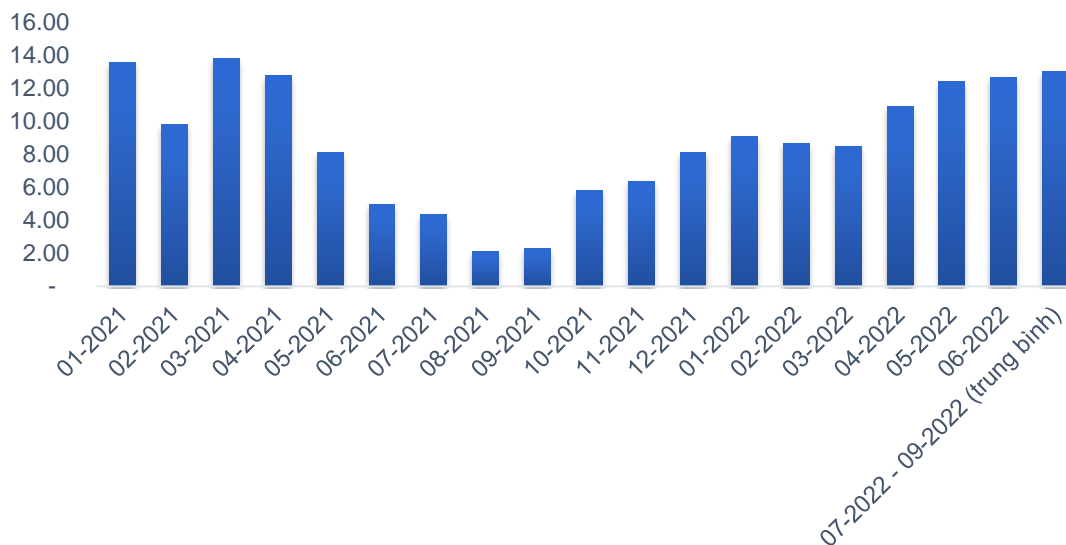
**MUA - Giá mục tiêu: 32,800 (+21%)**

## Triển vọng cuối 2022 - 2023: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

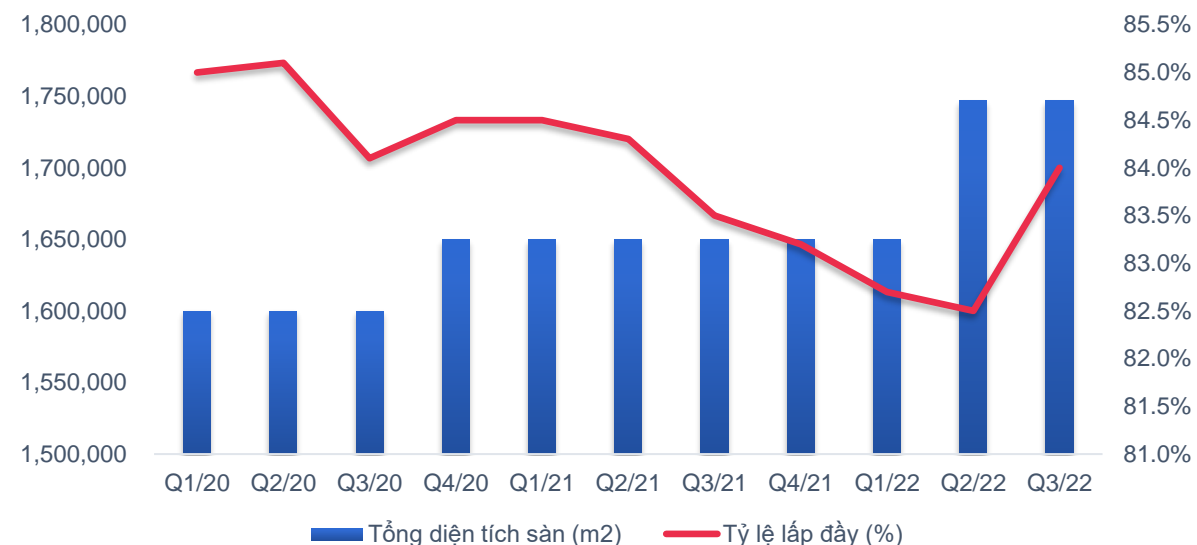
Hoạt động dịch vụ hồi phục với kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy cải thiện nhờ sự mở rộng của khách thuê quốc tế và địa phương

- 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 trung bình 13,1 triệu trong Q3/22, tương đương 87% 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.
- 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%. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung bình của VRE sẽ tăng lên hơn 85% trong Q4/2022 và 2023, so với khoảng 84% trong Q3/2022.

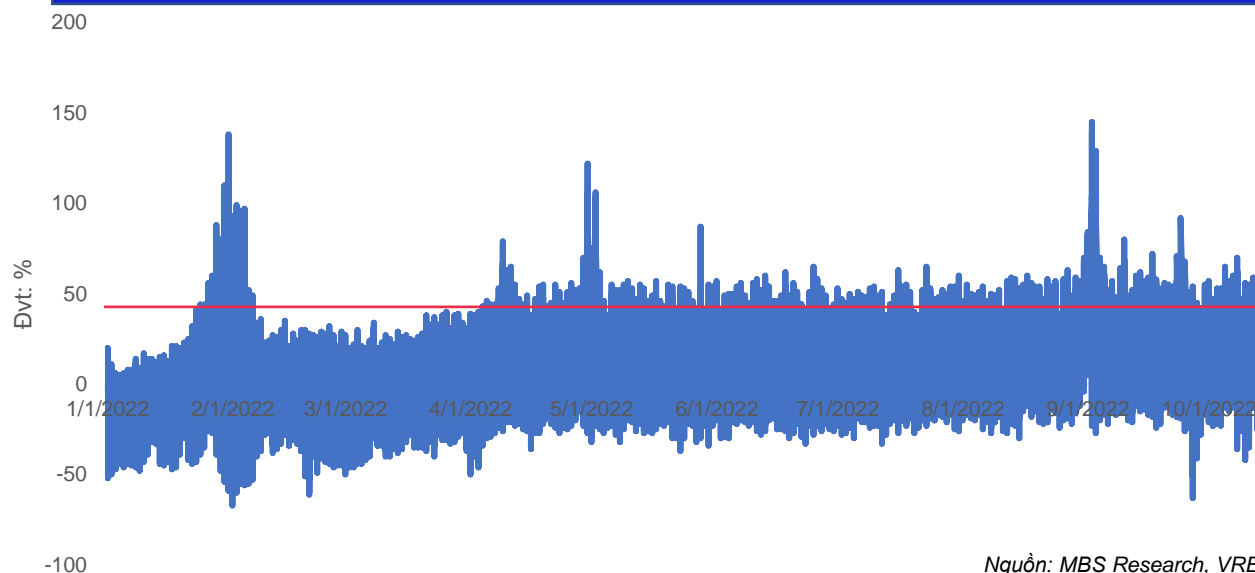
**Lượng khách tới các trung tâm Thương mại Vincom (triệu lượt khách)**



**Tổng diện tích sàn và tỷ lệ lấp đầy (theo quý)**



**Lưu lượng đến các cửa hàng bán lẻ và giải trí (dữ liệu Google)**





# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

**MUA - Giá mục tiêu: 32,800 (+21%)**

## Triển vọng cuối 2022 - 2023: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

**Các dự án shophouse mới thúc đẩy doanh thu chuyển nhượng BĐS từ 2023**

- Với sự phục hồi của du lịch và dịch vụ, VRE cho biết tổng doanh số bán hàng đạt 2.700 tỷ đồng (499 căn) trong 9T22 và doanh số lũy kế chưa ghi nhận tính đến cuối Q3/22 là 2.900 tỷ đồng (chủ yếu tại các dự án ở Quảng Trị và Điện Biên), đảm bảo cho sự tăng trưởng doanh thu chuyển nhượng BĐS trong giai đoạn 2023-2025.

**Giữ vững vị thế dẫn đầu với kế hoạch mở mới 6 TTTM trong 2023**

- VRE đặt mục tiêu khai trương 6 TTTM mới bao gồm 2 TTTM VMM (diện tích ~46.000 m2 tại Grand Park và ~66.000 m2 tại The Empire - dự kiến lần lượt khai trương vào tháng 7 và tháng 12/2023) và 4 TTTM VCP (tại Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên Phủ và Đông Hà). Các TTTM mới này sẽ nâng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE lên mức 1,94 triệu m2 vào cuối năm 2023 so với mức 1,57 triệu m2 vào cuối năm 2019 (trước dịch COVID-19). Ngoài ra, chúng tôi dự báo tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE tăng thêm ~253.000 m2/năm trong giai đoạn 2024-2026.

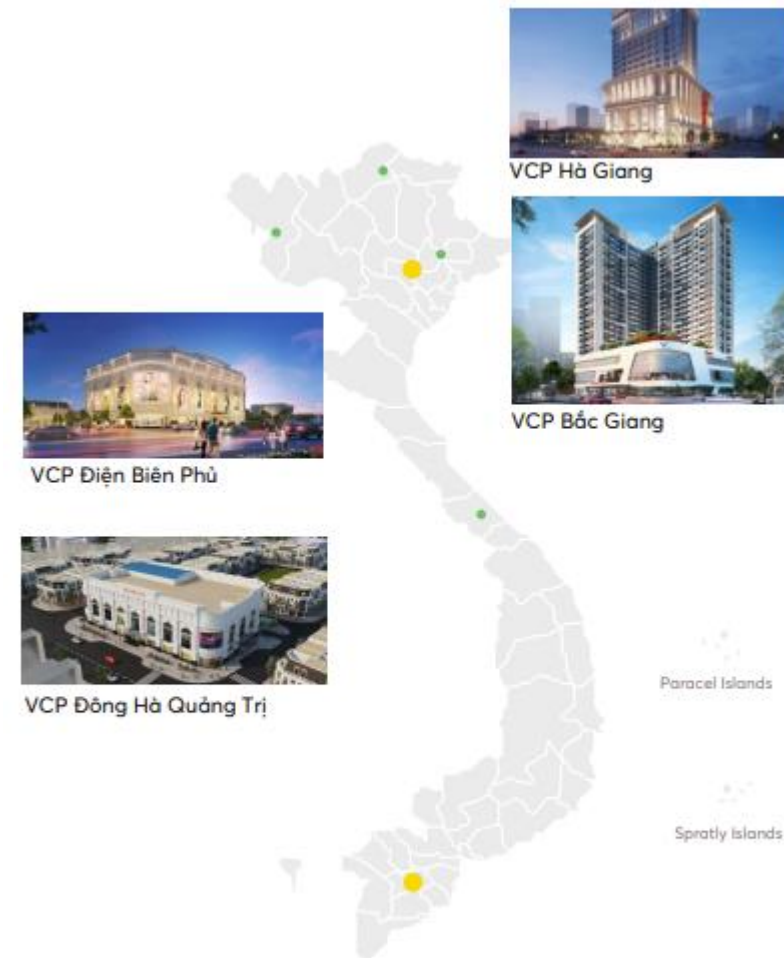
**Vincom Mega Mall Grand Park (Q9, TPHCM)**



**Vincom Mega Mall Ocean Park 2 – The Empire (Hưng Yên)**



**Vincom Plaza (VCP)**



● Vincom Mega Mall ● Vincom Plaza

Nguồn: MBS Research, VRE

# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

## MUA - Giá mục tiêu: 32,800 (+21%)

### Dự phóng và Định giá

- Do hoạt động kinh doanh đã trở lại hoạt động bình thường trên khắp cả nước, chúng tôi kỳ vọng số lượng khách hàng đến các trung tâm mua sắm cũng sẽ phục hồi bền vững, giúp đẩy nhanh việc cắt giảm gói hỗ trợ tiền thuê mặt bằng đến năm 2023. VRE hiện có thị phần dẫn đầu, nền tảng tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt ròng tích cực và sự cộng hưởng mạnh mẽ từ hệ sinh thái Vingroup. VRE cũng có lợi thế trong việc duy trì được mối quan hệ vững chắc với các thương hiệu quốc tế và chuỗi cửa hàng - là những đối tác đang lên kế hoạch mở rộng cửa hàng sau đại dịch.
- Năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 8,05 nghìn tỷ đồng (tăng 37% so với cùng kỳ) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 1,85 nghìn tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ), phản ánh kỳ vọng doanh thu cho thuê sẽ tăng trưởng mạnh do cắt giảm đáng kể gói hỗ trợ tiền thuê và đóng góp của các trung tâm thương mại mới khai trương trong năm nay. Cho năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng 20% so với cùng kỳ) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng 40% so với cùng kỳ), với kỳ vọng doanh thu cho thuê tiếp tục phục hồi về mức trước Covid. Đồng thời, các trung tâm thương mại mở mới trong giai đoạn 2022 - 2023 cũng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cho thuê. Ngoài ra, với sự phục hồi của hoạt động bán shophouse, doanh thu bán bất động sản cũng có thể tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2023 khi các bất động sản này được bàn giao.
- Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi xác định giá trị mỗi cổ phiếu VRE ở mức 32,800, tương đương tiềm năng tăng giá 21% so với giá hiện tại. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận đã chạm đáy và đang trên đà hồi phục do gói hỗ trợ khách thuê giảm xuống mức tối thiểu. Rủi ro giảm giá chính bao gồm sự chậm trễ trong quá trình phát triển các dự án đô thị lớn của Vinhomes làm ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng của VRE, đồng thời những lo ngại về lạm phát có thể khiến tiêu dùng hồi phục yếu hơn dự kiến.

Dự phóng KQKD					
Tỷ VND	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>GFA (triệu m2)</b>	1.65	1.74	2.08	2.40	2.66
<b>Doanh thu cho thuê</b>	4,701	7,649	8,269	10,009	11,571
<b>Tổng doanh thu</b>	5,891	8,049	9,690	11,366	12,634
<i>Tăng trưởng</i>	-29%	37%	20%	17%	11%
<b>Giá vốn</b>	3,499	4,375	4,881	5,654	6,183
<b>Lợi nhuận gộp</b>	2,392	3,674	4,809	5,712	6,452
<i>Tăng trưởng</i>	-37%	54%	31%	19%	13%
<b>LNST</b>	1,315	1,858	2,605	3,189	3,706
<i>Tăng trưởng</i>	-45%	41%	40%	22%	16%
<b>EPS</b>	564	795	1,115	1,365	1,586
<i>Tăng trưởng</i>	-45%	41%	40%	22%	16%
<b>BVPS</b>	13,147	13,945	15,063	16,432	18,024
<b>ROE</b>	4.3%	5.7%	7.4%	8.3%	8.8%
<b>ROA</b>	3.5%	4.5%	6.0%	6.7%	7.1%

Giả định	
%NFA/GFA	75%
	61%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	
WACC	14.6%
Số năm hoạt động giả định cho các TTTM	50

Định giá	P/pháp	NAV (tỷ đồng)
<b>NAV - các TTTM hiện có</b>		<b>50,896</b>
<i>Vincom Center</i>	DCF	23,394
<i>Vincom Mega Mall</i>	DCF	13,051
<i>Vincom Plaza</i>	DCF	13,708
<i>VINCOM+</i>	DCF	744
<b>NAV - các TTTM trong tương lai</b>	DCF	<b>21,146</b>
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS</b>	DCF	<b>1,593</b>
<b>Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)</b>		<b>73,635</b>
<b>Nợ vay (tỷ đồng)</b>		957
<b>Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)</b>		<b>74,592</b>
<b>Số lượng cổ phiếu</b>		2,272,318,410
<b>Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)</b>		<b>32,800</b>

# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5,891</b>	<b>8,049</b>	<b>9,690</b>	<b>11,366</b>	<b>12,634</b>
Giá vốn hàng bán	3,499	4,375	4,881	5,654	6,183
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,392</b>	<b>3,674</b>	<b>4,809</b>	<b>5,712</b>	<b>6,452</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	387	170	110	74	154
Chi phí tài chính	486	497	426	350	362
Chi phí quản lý doanh nghiệp	635	1,050	1,262	1,476	1,639
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,692</b>	<b>2,351</b>	<b>3,296</b>	<b>4,035</b>	<b>4,689</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,315</b>	<b>1,858</b>	<b>2,605</b>	<b>3,189</b>	<b>3,706</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1,315</b>	<b>1,851</b>	<b>2,596</b>	<b>3,178</b>	<b>3,693</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	1	7	10	12	14

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,827</b>	<b>7,197</b>	<b>5,645</b>	<b>7,206</b>	<b>10,183</b>
I. Tiền & tương đương tiền	3,297	3,327	1,082	1,871	4,278
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	190	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,007	434	523	613	682
IV. Hàng tồn kho	583	1,093	1,220	1,413	1,545
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,749	2,343	2,821	3,309	3,678
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>31,047</b>	<b>33,806</b>	<b>37,709</b>	<b>40,333</b>	<b>41,765</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	6	9	11	13	14
II. Tài sản cố định	439	283	250	227	203
1. Tài sản cố định hữu hình	426	270	249	227	203
2. Tài sản cố định vô hình	12	13	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	26,269	30,923	34,825	37,562	39,161
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,256	1,162	1,059	826	593
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,077	1,429	1,565	1,705	1,794

<b>Tổng tài sản</b>	<b>37,873</b>	<b>41,003</b>	<b>43,355</b>	<b>47,539</b>	<b>51,948</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>7,223</b>	<b>8,481</b>	<b>8,224</b>	<b>9,215</b>	<b>9,913</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,890</b>	<b>5,180</b>	<b>4,727</b>	<b>5,492</b>	<b>6,029</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,870	4,138	4,707	5,472	6,009
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	20	1,042	20	20	20
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>4,333</b>	<b>3,301</b>	<b>3,497</b>	<b>3,723</b>	<b>3,883</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,195	938	1,063	1,234	1,355
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,138	2,363	2,434	2,489	2,529
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>30,651</b>	<b>32,522</b>	<b>35,131</b>	<b>38,324</b>	<b>42,035</b>
1. Vốn điều lệ	23,288	23,288	23,288	23,288	23,288
2. Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47	47
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	9,289	11,289	13,933	17,162	20,899
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	35	47	51	56	61
5. Vốn khác	-2,008	-2,149	-2,189	-2,229	-2,260
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>37,873</b>	<b>41,003</b>	<b>43,355</b>	<b>47,539</b>	<b>51,948</b>

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Định giá</b>					
EPS	564	795	1,115	1,365	1,586
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	13,147	13,945	15,063	16,432	18,024
P/E	60.2	34.0	24.3	19.8	17.1
P/B	2.6	1.9	1.8	1.6	1.5
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	41%	46%	50%	50%	51%
Biên EBITDA	55%	43%	47%	47%	47%
Biên lợi nhuận sau thuế	22%	23%	27%	28%	29%
ROE	4%	6%	7%	8%	9%
ROA	3%	5%	6%	7%	7%

<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	-29%	37%	20%	17%	11%
Lợi nhuận trước thuế	-43%	39%	40%	22%	16%
Lợi nhuận sau thuế	-45%	41%	40%	22%	16%
EPS	-45%	41%	40%	22%	16%
Tổng tài sản	-5%	8%	6%	10%	9%
Vốn chủ sở hữu	4%	6%	8%	9%	10%

<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	2.36	1.39	1.19	1.31	1.69
Thanh toán nhanh	1.21	0.64	0.23	0.34	0.71
Nợ/tài sản	8%	8%	6%	5%	5%
Nợ/vốn chủ sở hữu	10%	10%	7%	7%	6%
Khả năng thanh toán lãi vay	3.61	5.71	9.31	14.22	15.86

<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	5.9	10.0	19.7	19.5	19.0
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	61 ngày	37 ngày	19 ngày	19 ngày	19 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	6.3	5.2	4.2	4.3	4.2
Thời gian tồn kho bình quân	58 ngày	70 ngày	87 ngày	85 ngày	88 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.3	3.8	2.6	2.6	2.6
Thời gian trả tiền bình quân	69 ngày	97 ngày	142 ngày	139 ngày	143 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1,705	878	3,441	4,280	4,855
LCTT từ HĐ đầu tư	1,162	-1,109	-4,738	-3,550	-2,493
LCTT từ HĐ tài chính	-2,621	260	-948	60	45
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>246</b>	<b>30</b>	<b>-2,245</b>	<b>789</b>	<b>2,407</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>3,051</b>	<b>3,297</b>	<b>3,327</b>	<b>1,082</b>	<b>1,871</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>3,297</b>	<b>3,327</b>	<b>1,082</b>	<b>1,871</b>	<b>4,278</b>

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khối Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Trái phiếu

Lê Minh Anh [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Thực phẩm – Đồ uống

Nguyễn Thành Công [Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn](mailto:Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)