

# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)\_ Báo cáo cập nhật T12.2022

## MUA - Giá mục tiêu: 80,200 (+46%)

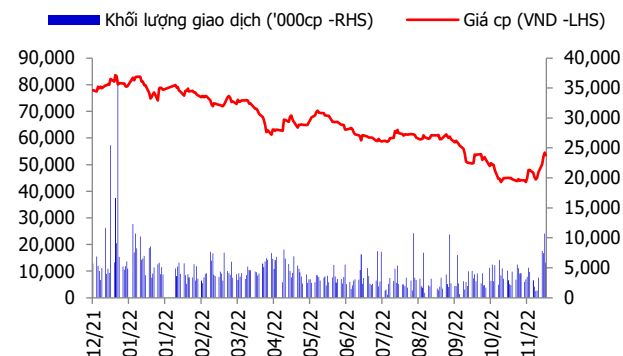
### Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM, với giá mục tiêu 80,200 VND/cổ phiếu (+46%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- VHM là đơn vị phát triển bất động sản dẫn đầu tại Việt Nam** với thị phần tổng hợp các phân khúc 27% (2016-3Q2022), bỏ xa các đối thủ cạnh tranh khác. Số lượng và quy mô các dự án khổng lồ với trên 16.8 nghìn ha và còn tiếp tục gia tăng cho phép công ty phát triển mạnh mẽ trong dài hạn với hiệu quả kinh doanh vượt trội. Lợi thế rất lớn từ các sản phẩm mở bán trong quý 4 như Vinhomes Đại An (Ocean Park 3 - The Crown) vào tháng 10 hay dự án mới như Golden Avenue (Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh) vào tháng 11.
- Giải pháp thông minh để tăng doanh thu và thanh khoản cho sản phẩm của VHM trong điều kiện ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức:** Tháng 10/2022, Tập đoàn Vingroup công bố thành lập CTCP Đầu tư và Quản lý Bất động sản VMI (VMI) với vốn điều lệ 783 triệu USD. VMI được thành lập do ông Phạm Nhật Vượng làm cổ đông chính (90% góp vốn bằng cổ phần VIC), cùng với VHM (5% cổ phần) và vợ ông Vượng (5% cổ phần), nhằm giúp cho các nhà đầu tư vốn hóa nhỏ có thể cùng đầu tư vào BĐS VHM với khả năng sinh lời đảm bảo và tạo tính thanh khoản cho sản phẩm Vinhomes cũng như đa dạng hóa kênh đầu tư cho khách hàng.
- Hưởng lợi từ hệ sinh thái của Vingroup:** Cung cấp các dịch vụ tiện ích chất lượng cao cho các dự án bất động sản thương hiệu Vinhomes. Điều này tạo lợi thế cạnh tranh trong việc đạt được các quyết định đầu tư dự án bất động sản lớn trước các đối thủ khi ngày càng khó khăn trong việc phát triển quỹ đất, mặt khác còn có thể thúc đẩy hoạt động kinh doanh bán hàng, thu hút các nhà đầu tư, khách hàng mua sản phẩm.

### Rủi ro đầu tư

- Lãi suất tăng mạnh hơn dự kiến:** Xu hướng lãi suất tăng gây khó khăn cho cả thị trường, đây là mối quan tâm lớn của VHM và trong bối cảnh đó, VHM cũng chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu). Tuy nhiên, VHM sẽ có những chính sách hỗ trợ khách hàng để kích cầu sản phẩm.
- Với việc thị trường vốn bị siết chặt hơn, **rủi ro liên quan khả năng huy động vốn** để tài trợ các dự án đang dần hiện hữu. Tuy nhiên, cũng chính vì thế dòng vốn sẽ mang tính chọn lọc cao hơn, ưu tiên những công ty hàng đầu, minh bạch và chuyên nghiệp và/ hoặc đã có khoản vay vốn từ nước ngoài như VHM.
- Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chống chèo, ví dụ Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại.



Ngày báo cáo	06/12/2022
Giá hiện tại	VND 55,000
Giá mục tiêu	VND 80,200
Upside	+46%
Bloomberg	VHM VN Equity
Vốn hóa thị trường	239,490 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 43,400
	VND 83,558
Giá trị giao dịch trung bình YTD	300 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	23.92%

### Diễn biến giá

	1M	3M	12M
VHM (%)	33%	-4%	-25%
VNIndex (%)	5%	-16%	-27%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>84,986</b>	<b>73,383</b>	<b>84,601</b>	<b>88,202</b>	<b>115,518</b>
EBIT	42,402	23,384	27,865	29,631	8,917
<b>LNST</b>	<b>38,948</b>	<b>31,661</b>	<b>36,004</b>	<b>38,803</b>	<b>48,735</b>
EPS (VND)	9,076	6,400	7,277	7,843	9,851
Tăng trưởng EPS (%)		11%	-29%	14%	26%
<b>P/E (x)</b>	<b>8.8</b>	<b>8.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.0</b>	<b>5.6</b>
EV/EBITDA (x)	6.3	5.4	4.2	3.3	2.2
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	2,000	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	3%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	2.4	1.5	1.2	1.0	0.9
<b>ROE (%)</b>	<b>30%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	15%	11%	9%	7%	6%

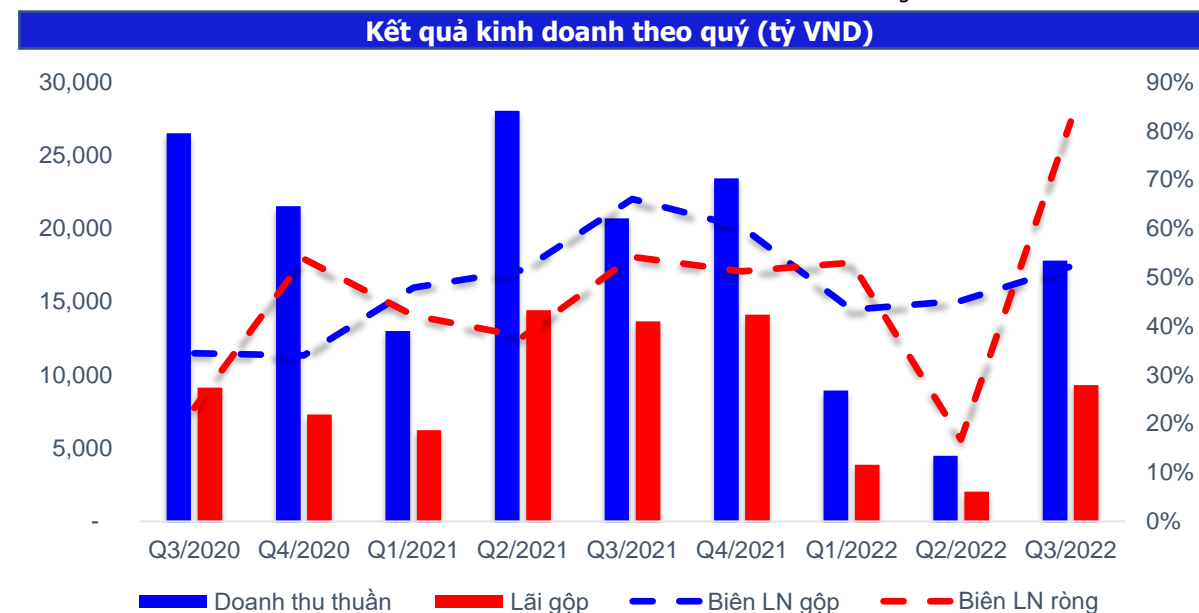
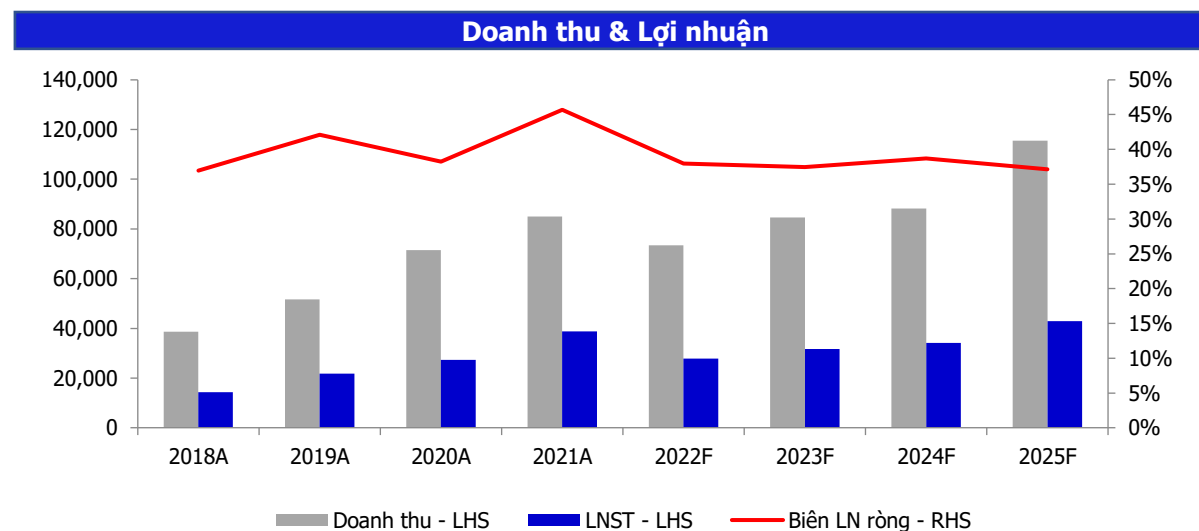
Nguồn: MBS Research

# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

## MUA - Giá mục tiêu: 80,200 (+46%)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong Q3/2022**, VHM ghi nhận **doanh thu thuần đạt 17,8 nghìn tỷ VND**, giảm 14% so với cùng kỳ, trong đó, doanh thu từ chuyển nhượng BĐS trong quý 3 đạt 14,3 nghìn tỷ VND (-17% YoY) chủ yếu đến từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng bán lẻ tại dự án The Empire với doanh thu đạt 13,2 nghìn tỷ VND. LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số tăng 30% YoY, đạt 14,5 nghìn tỷ đồng chủ yếu do (i) Bắt đầu bàn giao dự án Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire (1.300 căn), (ii) Khoản lãi 8.9 nghìn tỷ VND từ các giao dịch bán buôn phân khu cao tầng tại dự án The Empire và The Crown được ghi nhận vào doanh thu hoạt động tài chính.
- Lũy kế 9T/2022**, doanh thu giảm 49% đạt **31.198 tỷ đồng** và **LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giảm 27% YoY còn 19.700 tỷ đồng**. Lợi nhuận gộp quý 3/2022 đạt 9.3 nghìn tỷ VND, giảm 32% YoY. Biên lợi nhuận gộp đạt 52%, giảm so với mức 66% trong quý 3/2021, trong đó biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS đạt 59%, giảm so với mức 77% của cùng kỳ. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tốc độ bàn giao tại dự án The Empire vẫn duy trì tốt trong quý 4/2022 – cùng với bàn giao tại các dự án Ocean Park, Smart City và Grand Park sẽ giúp VHM đạt được mục tiêu LN ròng của cả năm 2022.
- Doanh số bán hàng 9T 2022 tích cực nhờ The Empire và The Crown**. Trong quý 3/2022, VHM ghi nhận tổng giá trị doanh số bán hàng theo hợp đồng là 17,7 nghìn tỷ đồng (+33% YoY), bao gồm các giao dịch bán buôn tại các phân khu cao tầng tại The Empire và The Crown lên tới 11,0 nghìn tỷ đồng, cũng như doanh số bán lẻ tại The Empire. Như vậy, giá trị hàng bán chưa ghi nhận tính đến cuối quý 3/2022 của VHM là 124,7 nghìn tỷ đồng (-4% QoQ & + 192% YoY). Lũy kế, tổng doanh số kí bán mới trong 9T/22 của VHM đạt 110,2 nghìn tỷ đồng (+169% svck) và hoàn thành 91,8% kế hoạch năm 2022 của VHM đặt ra là 120 nghìn tỷ đồng. Đây là một kết quả ấn tượng đối với hoạt động bán hàng của VHM trong bối cảnh lãi suất tăng ảnh hưởng đến nhu cầu đầu tư BĐS.
- Trong Q4/2022, VHM mở bán Vinhomes Đại An (Ocean Park 3 - The Crown) vào ngày 10/10** (1.000 căn thấp tầng mở bán đợt đầu với 80% số căn đã được đặt cọc sau 3 ngày) **và dự kiến mở bán Golden Avenue tại tỉnh Quảng Ninh** (116 ha; 2.000 căn dự kiến mở bán vào tháng 11), với giá trị dự án khoảng 800 triệu USD, theo ban lãnh đạo. **Chúng tôi chưa đưa Golden Avenue vào dự báo và định giá của chúng tôi**.
- Doanh thu chưa thực hiện của VHM tại cuối Q3/22** đạt 124,7 nghìn tỷ đồng (- 4% so với quý trước), chủ yếu đóng góp bởi các căn bán lẻ tại dự án The Empire, chiếm 63% doanh thu chưa thực hiện. Phần còn lại đến từ Ocean Park 1, Smart City, Grand Park và các dự án khác.



# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

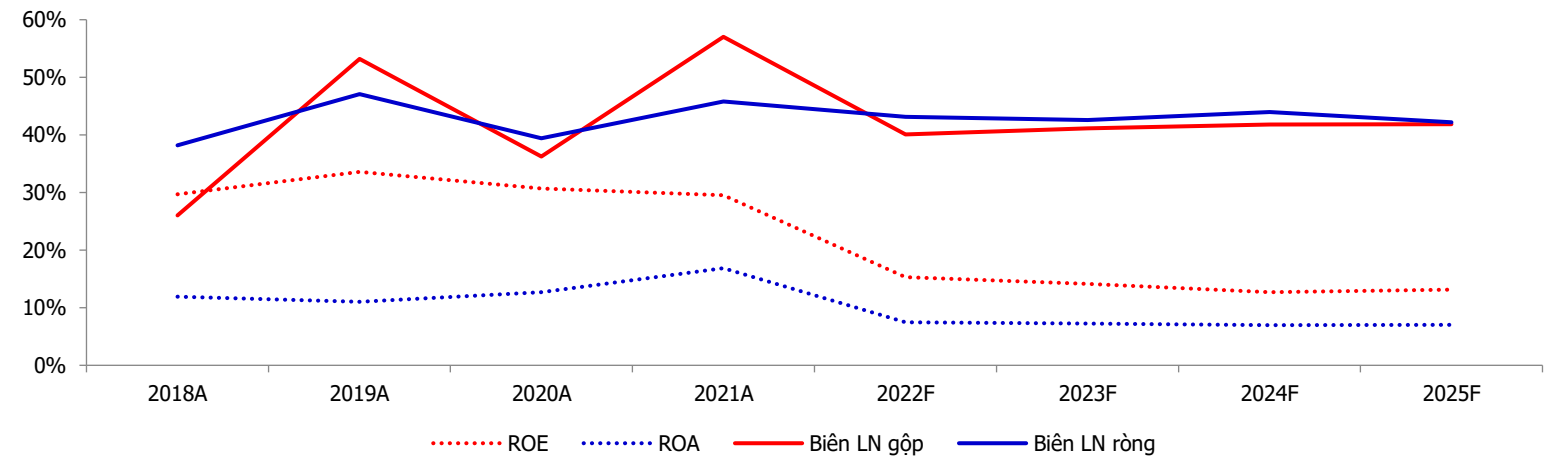
## MUA - Giá mục tiêu: 80,200 (+46%)

### Tình hình tài chính

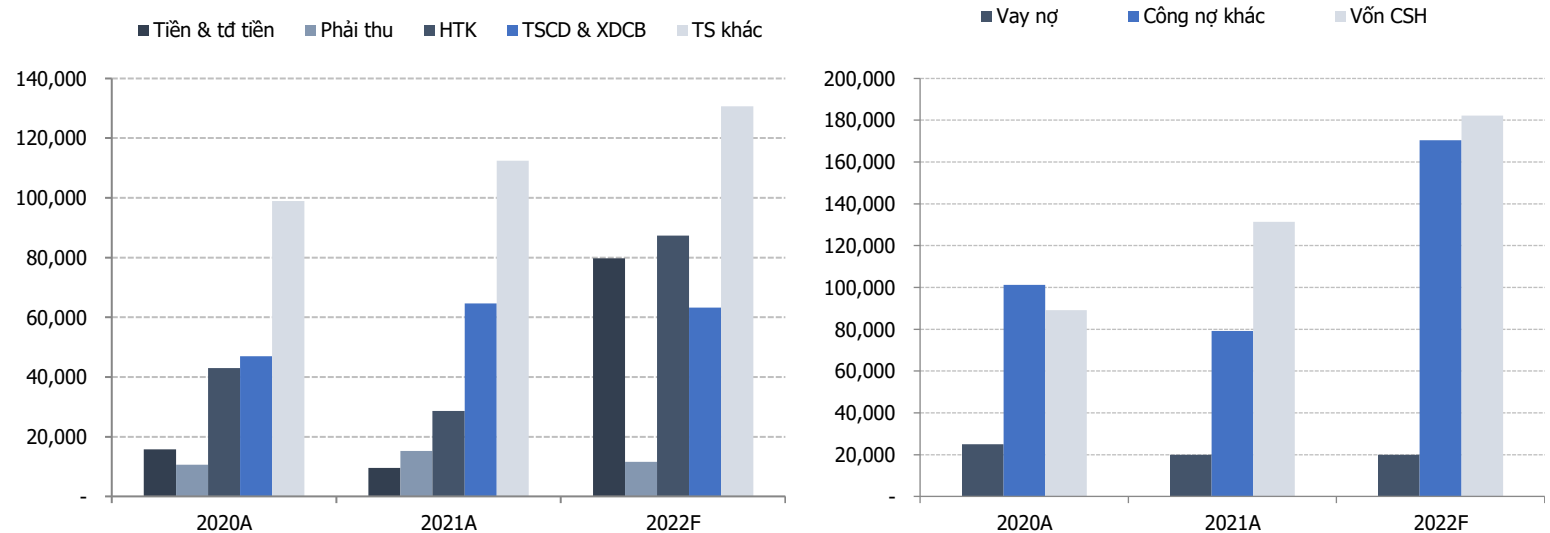
- Tổng tài sản tại 30/09/2022 tăng nhẹ so với thời điểm cuối Q2/2022, đạt 341.601 tỷ VND (+7%). Tài sản ngắn hạn chiếm hơn 52% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm gần 48%. Tài sản tập trung chủ yếu ở hàng tồn kho, quyền sử dụng đất, tiền gửi ngắn hạn, tiền và các khoản phải thu ngắn hạn.
- Hàng tồn kho ròng giảm nhẹ 2.561 tỷ VND (-4%) còn 54.628 tỷ VND.** Lượng lớn hàng tồn kho này chủ yếu bao gồm tiền sử dụng đất, chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí xây dựng và phát triển các dự án Vinhomes Grand Park, Vinhomes Smart City, Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown cũng như các chi phí và hàng hóa/ vật liệu khác. **Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản duy trì ở mức thấp, chỉ chiếm 16% tổng tài sản vào cuối Q3/22, do đó chúng tôi cho rằng áp lực giải phóng hàng tồn kho của VHM không cao.**
- Tại thời điểm 30/09/2022, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn trên bảng cân đối kế toán đã đạt hơn 60,421 tỷ VND, tăng 23% so với quý trước.**
- Nợ vay chiếm 12% tổng tài sản,** trong đó nợ vay dài hạn tăng 47% so với quý trước. **Tỷ lệ Vốn vay ngắn dài hạn/VCSH của VHM hiện tại khoảng 0.29,** vẫn ở mức thấp so với các công ty cùng ngành mặc dù đã tăng trong 9T22. **Đây là mức rất an toàn đối với một nhà phát triển BĐS.**

Nguồn: MBS Research, VHM

### Các chỉ số lợi nhuận



### Bảng cân đối kế toán



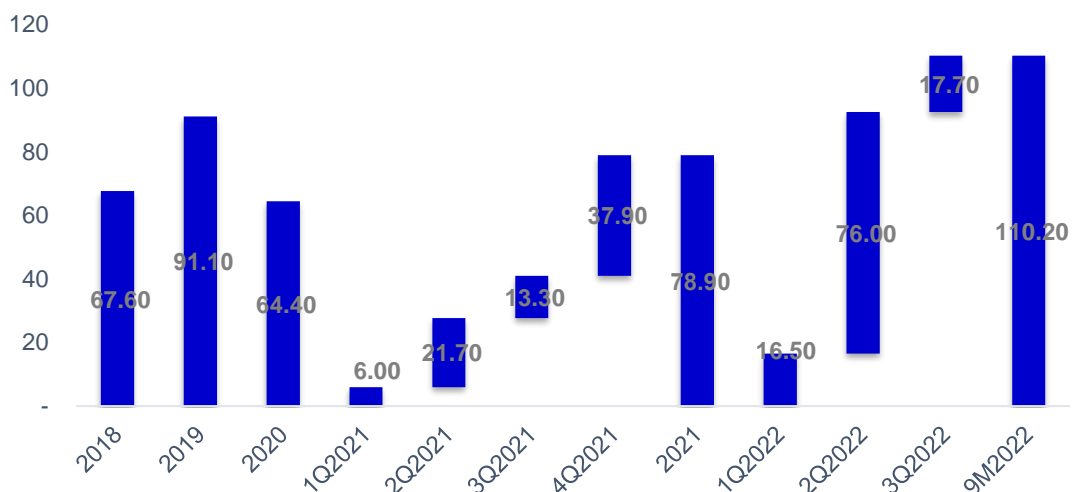
# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

## MUA - Giá mục tiêu: 80,200 (+46%)

### Triển vọng kinh doanh: Giá trị ký bán mới 2023 – 2024 không có đột phá do những trở ngại từ vĩ mô ...

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán mới sẽ đạt kế hoạch 120 nghìn tỷ do VHM đề ra. Trong đó, lượng kí bán mới trong Q4/22 sẽ được hỗ trợ bởi sự ra mắt của dự án Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown và Vinhomes Golden Avenue tại Quảng Ninh dự kiến ra mắt vào tháng 11.
- Chúng tôi nhận thấy những thách thức đối với triển vọng ngành BĐS trong năm 2023, bao gồm: 1) kiểm soát các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ hạn chế khả năng huy động vốn của nhà phát triển; 2) lãi suất tăng sẽ cản trở quyết định mua nhà; 3) Luật Đất đai sửa đổi 2013 chưa rõ ràng có thể gây tâm lý thận trọng cho cả chủ đầu tư và người mua nhà. Thị trường BĐS có thể sẽ trải qua 6 tháng đầu năm 2023 với nhiều thách thức cho đến khi chính sách tiền tệ có tín hiệu giảm thắt chặt. Theo đó, doanh số ký bán mới có thể giảm nhẹ trong 2023 và phục hồi nhẹ trong 2024 nhờ các chính sách hỗ trợ mới. Dù sao, các sản phẩm của VHM sẽ vẫn được thị trường quan tâm và hỗ trợ bởi dòng vốn nhỏ từ các nhà đầu tư cá nhân thông qua VMI với mức lợi suất hấp dẫn.

Giá trị ký bán (nghìn tỷ đồng)



### Các dự án triển khai trong 2022 - 2023



Vinhomes The Empire: vị trí thuận lợi bên cạnh Vinhomes Ocean Park.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.
- Tổng diện tích dự án: 460ha.
- Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 2.950.000 m<sup>2</sup>.
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 6,6 tỷ USD.
- Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Bệnh viện / Trung tâm mua sắm; 18,1ha Công viên với tổ hợp Wave Pool lớn nhất thế giới.
- Đã mở bán tại Q2/22, nhà liên thổ đang xây dựng, bắt đầu bàn giao cuối Q3/22.



Vinhomes The Crown: giai đoạn 3 của chuỗi dự án Vinhomes Ocean Park

Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.

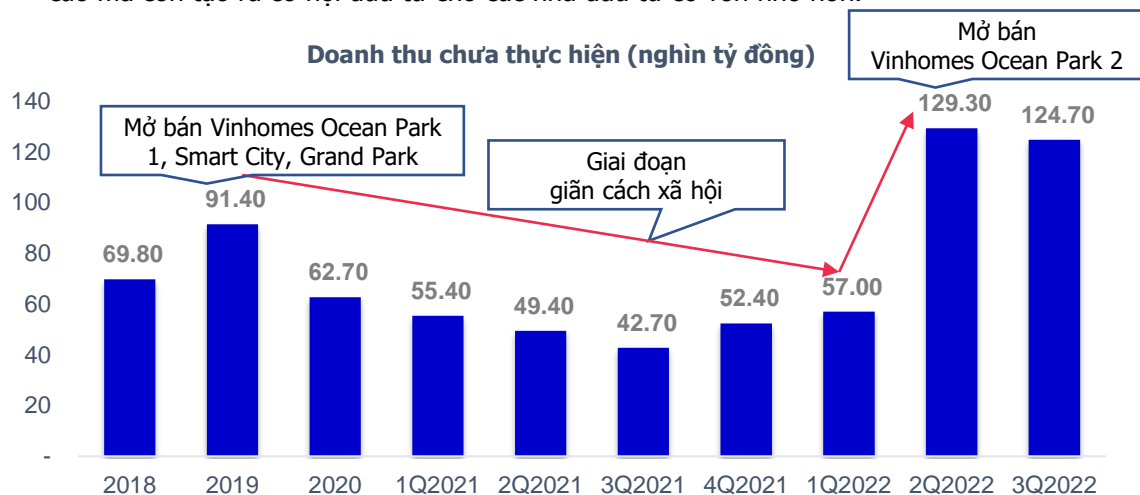
- Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.
- Tổng diện tích dự án: 294ha.
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 5,0 tỷ USD.
- Thành phần chính: Biệt thự / Nhà phố / Căn hộ / Trường học / Công viên / Bể bơi; Vịnh Paradise rộng 12,3ha bao gồm hồ nước mặn Tropical Lagoon, bể bơi trong nhà Four Seasons, máng trượt nước Aqua Bay, khu vui chơi trẻ em Thủy cung, quảng trường Marina.
- Đã mở bán tại Q3/22, bắt đầu khởi công xây dựng.

# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

## MUA - Giá mục tiêu: 80,200 (+46%)

### Triển vọng kinh doanh: ... nhưng tiềm năng dài hạn từ 2025 vẫn hấp dẫn

- Về dài hạn hơn**, VHM cho biết hai dự án trọng điểm của doanh nghiệp vẫn triển khai đúng tiến độ. Đối với dự án Green Hạ Long, VHM đã giải phóng mặt bằng xong 1.000 ha và có quy hoạch phân khu sân golf. Công ty hiện đang giải phóng mặt bằng thêm 3.000 ha tại Quảng Ninh, dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4/22. Đối với dự án Vinhomes Cần Giờ, sau khi được phê duyệt chủ trương đầu tư (AIP), công ty đang lập quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 để chờ phê duyệt tiếp theo. Đây là hai siêu dự án với tổng vốn đầu tư mỗi dự án hơn 10 tỷ USD. **Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là động lực tăng trưởng cho VHM từ 2024-2025 trở đi.**
- VMI được kỳ vọng tăng thanh khoản và giá trị bán hàng cho VHM.** VMI đã ra mắt sản phẩm đầu tư - Fantasy Home – cùng thời điểm với mở bán dự án The Crown dành cho các nhà đầu tư cá nhân cùng đầu tư vào bất động sản VHM với mức sinh lời được đảm bảo. VMI sẽ mua các bất động sản của VHM và sau đó ký hợp đồng hợp tác kinh doanh với các nhà đầu tư cá nhân. Theo đó, các nhà đầu tư sẽ được hưởng mức lợi nhuận chia sẻ từ sự tăng giá BĐS của VHM sau khi VMI bán đi trong thời hạn đầu tư 5 năm. Chúng tôi cho rằng mục đích của chương trình này là để mở rộng tệp khách hàng cho các dự án sắp tới của VHM, không chỉ hướng đến các cá nhân có thu nhập trung bình cao mà còn tạo ra cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư có vốn nhỏ hơn.



### Các dự án triển khai trong 2022 - 2023



**Vinhomes Wonder Park:** Nằm ở phía Tây Hà Nội, kết nối thuận tiện với khu vực Mỹ Đình, Cầu Giấy, Ba Đình, Hoàn Kiếm bằng tuyến metro

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Đan Phượng, Hà Nội.
- Tổng diện tích dự án: 133ha.
- Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 364.000 m<sup>2</sup>.
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 1,4 tỷ USD.
- Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Bệnh viện / Trung tâm mua sắm; Công viên sinh thái rộng 16ha / Quần thể bể bơi lớn nhất Việt Nam (cả trong nhà và ngoài trời).
- Thời gian ra mắt: 2023.



**Vinhomes Cổ Loa:** Hưởng lợi từ những dự án cầu đường sắp tới kết nối khu vực trung tâm và phía Bắc Hà Nội.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Cổ Loa, Đông Anh, Hà Nội.
- Tổng diện tích dự án: 385ha.
- Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 1.724.000 m<sup>2</sup>.
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 4,5 tỷ USD.
- Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Trung tâm mua sắm / Tổ hợp Triển lãm/Trung tâm Triển lãm Quốc gia 90ha.
- Thời gian ra mắt: 2023.

# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

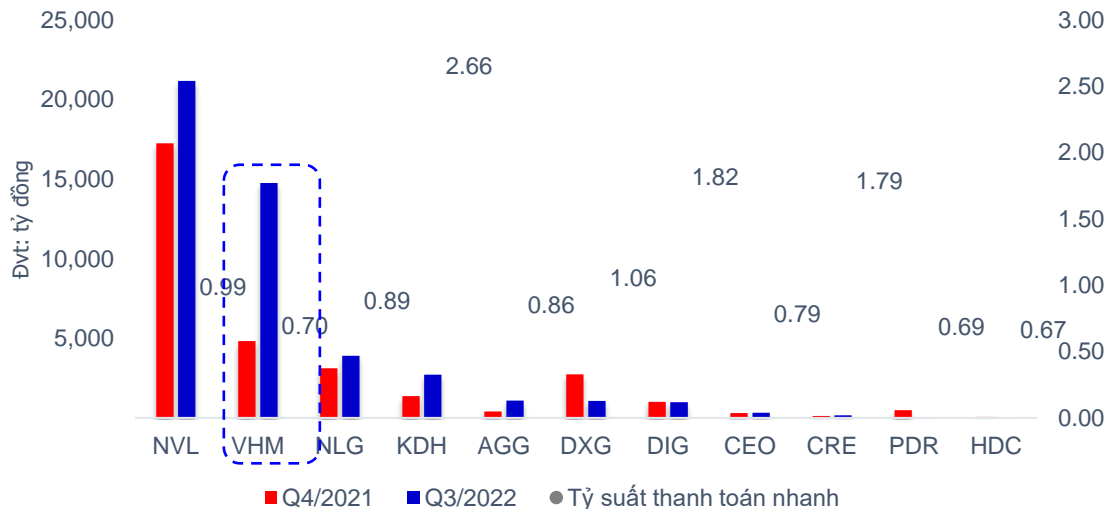


## MUA - Giá mục tiêu: 80,200 (+46%)

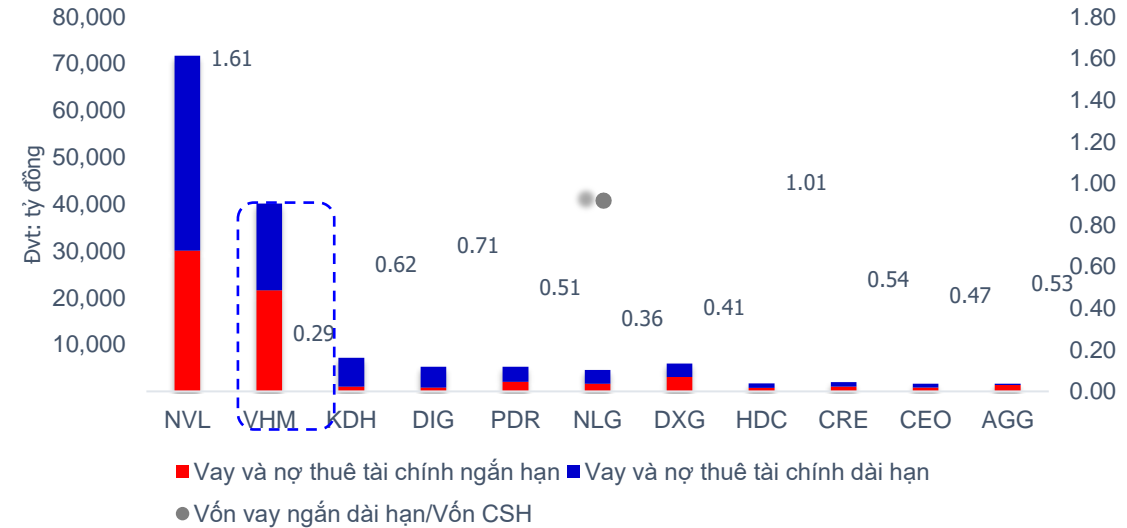
### Tình hình tài chính lành mạnh

- Tỷ lệ vốn vay ngắn dài hạn/vốn chủ sở hữu (VCSH) của VHM vẫn ở mức thấp so với các công ty cùng ngành mặc dù đã tăng trong 9T22. Tính đến ngày 30/09/2022, tỷ lệ vốn vay ngắn dài hạn/vốn chủ sở hữu (VCSH) của VHM là 0.29, đây là mức rất an toàn đối với một nhà phát triển BĐS.
- Trong cơ cấu nợ (tổng nợ 40,2 nghìn tỷ đồng), 24% đến từ trái phiếu trong nước, 36% đến từ vay ngân hàng, 39% còn lại đến từ vay đối tác và các nguồn khác. **VHM tiếp tục tập trung vay VND, chiếm 100% tổng dư nợ, giúp loại bỏ hoàn toàn rủi ro tỷ giá đối với khoản vay của VHM.**
- Tại ngày 30/09/2022, VHM có 3.340 tỷ đồng trái phiếu và 18.243 tỷ đồng khoản vay ngân hàng đáo hạn trong vòng 1 năm tới. Các ngân hàng vẫn sẵn sàng cho vay thế chấp đối với những công ty có tài sản chất lượng như VHM, chúng tôi cho rằng áp lực thanh toán nợ ngắn hạn của công ty là không lớn. **Do đó, chúng tôi cho rằng thanh khoản không phải là vấn đề lớn đối với VHM.**

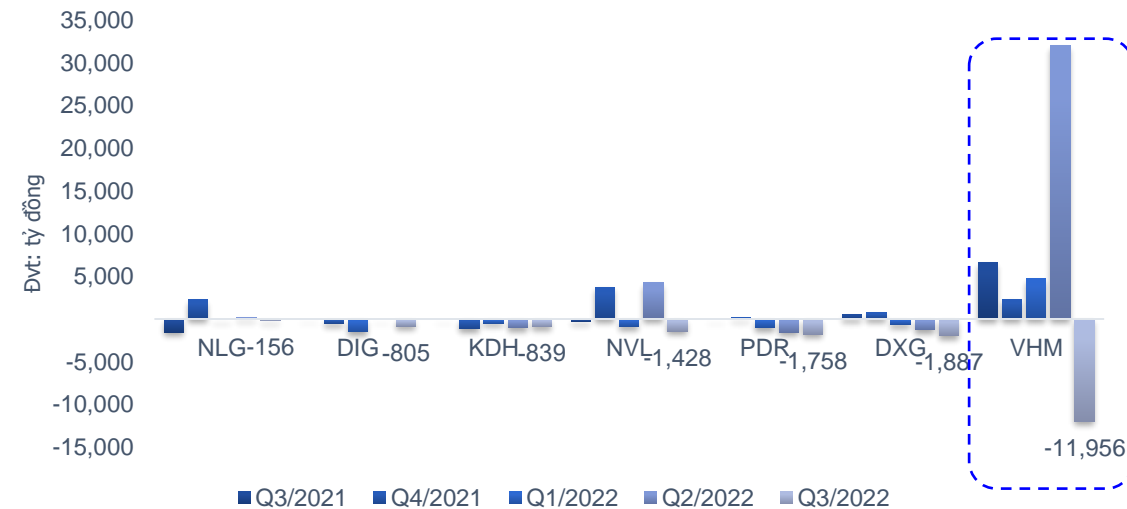
### Tiền và tương đương tiền



### Tỷ lệ nợ vay/ VCSH (Q3/2022)



### Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh





# CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>84,986</b>	<b>73,383</b>	<b>84,601</b>	<b>88,202</b>	<b>115,518</b>
Giá vốn hàng bán	36,526	43,983	49,800	51,339	67,130
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>48,460</b>	<b>29,400</b>	<b>34,801</b>	<b>36,862</b>	<b>48,387</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	7,995	18,220	19,219	20,970	24,224
Chi phí tài chính	2,786	2,028	2,080	2,097	2,223
Chi phí quản lý doanh nghiệp	6,058	6,016	6,936	7,231	9,470
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>48,183</b>	<b>39,576</b>	<b>45,005</b>	<b>48,504</b>	<b>60,919</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>38,948</b>	<b>31,661</b>	<b>36,004</b>	<b>38,803</b>	<b>48,735</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>38,825</b>	<b>27,866</b>	<b>31,688</b>	<b>34,152</b>	<b>42,894</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	124	3,795	4,315	4,651	5,841

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>94,437</b>	<b>259,324</b>	<b>315,438</b>	<b>361,707</b>	<b>462,539</b>
I. Tiền & tương đương tiền	4,626	74,741	105,199	143,885	179,016
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,979	4,979	4,979	4,979	4,979
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	15,104	11,408	13,152	13,712	17,958
IV. Hàng tồn kho	28,579	87,312	98,860	101,915	133,262
V. Tài sản ngắn hạn khác	41,149	80,883	93,248	97,216	127,323
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>136,079</b>	<b>113,173</b>	<b>122,836</b>	<b>128,618</b>	<b>146,568</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	14,955	11,249	12,968	13,520	17,707
II. Tài sản cố định	7,498	5,434	5,264	5,095	4,923
1. Tài sản cố định hữu hình	6,271	5,434	5,264	5,095	4,923
2. Tài sản cố định vô hình	1,226	0	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	12,079	11,415	14,110	16,784	19,437
IV. Tài sản dở dang dài hạn	45,033	46,384	47,775	49,209	50,685
V. Đầu tư tài chính dài hạn	10,940	10,940	10,940	10,940	10,940
VI. Tài sản dài hạn khác	45,574	27,751	31,778	33,071	42,876

<b>Tổng tài sản</b>	<b>230,516</b>	<b>372,497</b>	<b>438,274</b>	<b>490,326</b>	<b>609,107</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>99,109</b>	<b>190,330</b>	<b>214,173</b>	<b>221,029</b>	<b>283,047</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>75,401</b>	<b>165,846</b>	<b>189,004</b>	<b>195,660</b>	<b>255,919</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	75,150	165,587	188,738	195,386	255,636
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	251	258	266	274	282
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>23,708</b>	<b>24,485</b>	<b>25,168</b>	<b>25,369</b>	<b>27,128</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	4,040	4,817	5,500	5,701	7,460
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	19,668	19,668	19,668	19,668	19,668
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>131,407</b>	<b>182,167</b>	<b>224,101</b>	<b>269,297</b>	<b>326,060</b>
1. Vốn điều lệ	43,544	43,544	43,544	43,544	43,544
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	79,413	109,223	144,901	183,494	231,484
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	6,666	25,765	31,696	38,088	46,116
5. Vốn khác	524	2,376	2,701	2,912	3,657
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>230,516</b>	<b>372,497</b>	<b>438,274</b>	<b>490,326</b>	<b>609,107</b>

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Định giá</b>					
EPS	9,076	6,400	7,277	7,843	9,851
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	32,638	35,918	44,187	53,098	64,290
P/E	8.8	8.6	7.6	7.0	5.6
P/B	2.4	1.5	1.2	1.0	0.9
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	57%	40%	41%	42%	42%
Biên EBITDA	51%	33%	34%	34%	34%
Biên lợi nhuận sau thuế	46%	43%	43%	44%	42%
ROE	30%	15%	14%	13%	13%
ROA	17%	7%	7%	7%	7%
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	19%	-14%	15%	4%	31%
Lợi nhuận trước thuế	32%	-18%	14%	8%	26%
Lợi nhuận sau thuế	38%	-19%	14%	8%	26%
EPS	11%	-29%	14%	8%	26%
Tổng tài sản	7%	62%	18%	12%	24%
Vốn chủ sở hữu	47%	39%	23%	20%	21%
<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	1.25	1.56	1.67	1.85	1.81
Thanh toán nhanh	0.13	0.48	0.58	0.76	0.72
Nợ/tài sản	9%	5%	5%	4%	3%
Nợ/vốn chủ sở hữu	15%	11%	9%	7%	6%
Khả năng thanh toán lãi vay	18.06	13.81	16.45	17.48	22.95
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	6.6	5.5	6.8	6.5	7.2
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	56 ngày	67 ngày	54 ngày	56 ngày	51 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	1.0	0.8	0.5	0.5	0.6
Thời gian tồn kho bình quân	358 ngày	481 ngày	682 ngày	714 ngày	639 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.1	4.4	6.2	5.9	6.6
Thời gian trả tiền bình quân	119 ngày	83 ngày	59 ngày	62 ngày	55 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
LCTT từ HĐ kinh doanh	17,074	49,162	29,056	36,927	31,843
LCTT từ HĐ đầu tư	-21,996	1,847	-4,537	-4,641	-4,749
LCTT từ HĐ tài chính	-4,165	19,106	5,939	6,400	8,036
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>-9,088</b>	<b>70,115</b>	<b>30,458</b>	<b>38,686</b>	<b>35,131</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>13,714</b>	<b>4,626</b>	<b>74,741</b>	<b>105,199</b>	<b>143,885</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>4,626</b>	<b>74,741</b>	<b>105,199</b>	<b>143,885</b>	<b>179,016</b>



## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi 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 Huynh** [Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huyinh.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

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
<b>MUA</b>	$\geq 15\%$
<b>GIỮ</b>	Từ $-15\%$ đến $+15\%$
<b>BÁN</b>	$\leq -15\%$

## **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 HỘ 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)