

CTCP VINCOM RETAIL (VRE) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND27.900

Giá mục tiêu

VND36.600

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 14/09/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

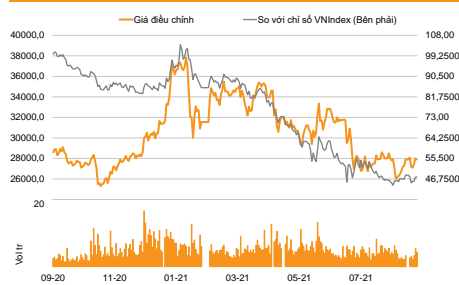
Consensus*: Mua:11 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm LNR năm 2021/22/23 xuống 38,4%/18,8%/21,5%.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	37.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.300
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	123.158
Thị giá vốn (tỷ VND)	63.625
Free float (%)	31
P/E trượt (x)	23,7
P/B hiện tại (x)	2,1

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư và phát triển SADO	41,5%
CTCP Vingroup	18,8%
Khác	39,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Đón chờ cú bật phục hồi sau giãn cách xã hội

- Doanh thu (DT) và lợi nhuận ròng (LNR) 6T21 của VRE tăng 12,7% svck /39,9% svck lên 3.737 tỷ đồng/1.168 tỷ đồng, thấp hơn dự phóng.
- Kết quả kinh doanh của VRE sẽ bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội kéo dài trong nửa cuối 2021, trước khi tăng trưởng mạnh từ năm 2022.
- VRE sẽ tiếp tục đưa các trung tâm thương mại mới Vincom Megamall Smart City và 2 Vincom Plaza tại Bạc Liêu và Mỹ Tho vào hoạt động trong Q4/21.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 36.600 đồng

KQKD Q2/21 bị tác động do sự trở lại của đại dịch Covid-19

DT Q2/21 giảm 7,3% svck do 1) DT chuyển nhượng bất động sản (BDS) giảm 67,6% svck và 2) doanh thu cho thuê tăng 4,8% svck nhờ tổng diện tích sàn (GFA) của VRE tăng 3,5% svck, trong khi giá cho thuê tương đương Q2/20 khi VRE tung ra gói hỗ trợ 350 tỷ đồng cho khách thuê do đợt bùng phát Covid-19 lần 4. Chi phí tài chính giảm 23,8% svck, giúp LNR Q2/21 tăng 12,9% svck lên 388 tỷ đồng. Trong 6T21, DT và LNR của VRE tăng 12,7%/39,9% svck lên 3.737 tỷ đồng/1.168 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của chúng tôi khi hoàn thành 32,4%/33,0% dự phóng cả năm.

Nửa cuối 2021 khó khăn do giãn cách xã hội kéo dài

Theo kế hoạch của chính quyền địa phương, thời điểm nới lỏng giãn cách xã hội tại Hà Nội là 21/9 và tại TP.HCM là 1/10, do đó VRE có thể sẽ đưa ra gói hỗ trợ bổ sung lớn hơn cho khách thuê trong nửa cuối 2021. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo DT/ LN ròng năm 2021 của VRE xuống 33,4%/38,4% nhằm 1) phản ánh gói hỗ trợ bổ sung và 2) điều chỉnh giảm dự báo DT chuyển nhượng bất động sản.

Chờ đợi trạng thái bình thường mới

Với việc vắc-xin được phổ biến rộng rãi, Việt Nam sẽ dần mở cửa kinh tế trở lại kể từ năm 2022 với trạng thái sống chung với đại dịch. Do vậy, chúng tôi dự đoán rằng sẽ không có đợt giãn cách xã hội nào được áp dụng trong tương lai. Tuy nhiên, đợt Covid-19 thứ 4 cũng đặt ra những thách thức ngắn hạn khiến VRE phải duy trì giá thuê không đổi trong năm 2022/23. Do đó, chúng tôi điều chỉnh doanh thu 2022/23 giảm 24,5% / 25,3% để phản ánh 1) giá thuê đi ngang trong năm 2022/23 và 2) đóng góp giảm từ mảng chuyển nhượng BDS để tập trung vào mảng cho thuê. Do đó, chúng tôi điều chỉnh LN ròng của VRE trong 2022/23 giảm 18,8%/21,5% so với báo cáo trước đây.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 36.600 VND/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu 3,7% phản ánh việc giảm LN ròng năm 2022-23 cũng như việc chuyển cơ sở định giá sang Q3/2021. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao VRE nhờ tiềm năng tăng trưởng trong sự bùng nổ của tầng lớp trung lưu và giàu có tại Việt Nam. Tiềm năng tăng giá đến từ tốc độ mở các trung tâm thương mại nhanh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá do làn sóng Covid-19 nặng nề khác trong tương lai.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.329	7.687	10.497	12.381
Tăng trưởng DT thuần	(10,0%)	(7,7%)	36,6%	17,9%
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	44,8%	52,7%	52,9%
Biên EBITDA	58,6%	64,7%	67,2%	66,2%
LN ròng (tỷ)	2.382	2.178	3.679	4.406
Tăng trưởng LN ròng	(16,4%)	(8,6%)	68,9%	19,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.048	958	1.619	1.939
EPS điều chỉnh	1.048	958	1.619	1.939
BVPS	12.582	12.021	12.101	12.493
ROAE	8,5%	7,6%	13,1%	15,4%

Nguồn: VND RESEARCH

ĐÓN CHỜ CÚ BẬT TĂNG TRƯỞNG SAU GIÃN CÁCH XÃ HỘI

Luận điểm đầu tư

VRE đang bị ảnh hưởng do tác động của làn sóng Covid-19 lần thứ 4, khiến các trung tâm kinh tế lớn áp dụng biện pháp giãn cách xã hội từ T5/21 đến nay, nhưng chúng tôi cho rằng VRE xứng đáng để đầu tư dài hạn do:

- VRE là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn đạt gần 1,7 triệu m² vào cuối Q2/21, sẽ được hưởng lợi lớn nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của bán lẻ hiện đại và tăng trưởng trong thu nhập của người dân Việt Nam trong dài hạn.
- Với việc vắc-xin được phổ biến rộng rãi, Việt Nam sẽ dần mở cửa kinh tế trở lại kể từ năm 2022 với trạng thái sống chung với đại dịch. Do vậy, chúng tôi dự đoán rằng sẽ không có đợt giãn cách xã hội quy mô lớn nào được áp dụng trong tương lai để đưa kết quả kinh doanh của VRE trở lại giai đoạn tăng trưởng.
- Kế hoạch của VRE dự kiến sẽ mở rộng tổng diện tích sàn bán lẻ lên 4,7 triệu m² vào năm 2026, hay 2,8 lần so với diện tích sàn vào Q2/21, tập trung xung quanh các dự án trung tâm thương mại Vincom Megamall, sẽ là động lực tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh của VRE trong giai đoạn tới.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 36.600 VND/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 36.600 đồng (WACC: 11,7%) nhằm phản ánh lợi nhuận ròng năm 2021/22/23 giảm 38,4% / 18,8% / 21,5% và giai đoạn sau đó, chuyển cơ sở định giá sang Q3/21 và giảm lãi suất phi rủi ro từ 4% xuống 3%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên dự báo thận trọng do tác động kéo dài trong ngắn hạn của Covid-19. Kế hoạch mở rộng và triển khai của VRE hậu Covid sẽ được chúng tôi cập nhật trong các báo cáo tiếp theo nếu tiến độ được đẩy nhanh từ năm sau trở đi.

Hình 1: Chiết khấu dòng tiền

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	32.480	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	49.797	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	82.277	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	5.229	Tỷ đồng
Tổng nợ	(4.372)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	83.134	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu	36.600	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 phí vốn	13,1%
Chi phí nợ	5,0%
WACC	11,7%

Nguồn: VNDIRECT Research

Rủi ro giảm giá: 1) mở rộng các trung tâm thương mại chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy và tỷ lệ cho thuê thấp hơn dự kiến và 3) thời gian giãn cách xã hội kéo dài hoặc một đợt giãn cách xã hội toàn quốc khác.

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

Hình 3: So sánh ngành

Công ty	Mã Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)			
					TTM	2021F	2022F		TTM	2021F	2022F	TTM	2021F	2022F	TTM	2021F	2022F	
CTCP Vincom Retail	VRE VN	KQ	27.900	36.600	2.785	23,7	23,5	17,8	25,2%	2,1	2,1	2,1	9,3%	6,7%	9,4%	7,1%	4,3%	6,8%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	na	33,60	na	19.452	50,4	39,3	27,0	-5,9%	3,0	2,9	2,7	6,2%	7,6%	10,2%	2,7%	3,5%	5,3%
Central Pattana PCL	CPN TB	na	53,50	63,25	7.280	25,0	34,3	24,6	-10,4%	3,4	3,1	2,8	14,2%	10,2%	12,1%	4,4%	3,2%	4,2%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	na	462,0	700,0	1.562	25,4	15,3	12,6	-7,7%	1,5	1,4	1,3	6,2%	8,8%	10,1%	3,3%	6,1%	6,4%
Platinum Group PCL	PLAT TB	na	3,06	na	261	na	na	na	na	1,1	na	na	-5,9%	na	na	-4,1%	na	na
Trung bình						33,6	29,6	21,4	-8,0%	2,3	2,5	2,3	5,2%	8,9%	10,8%	1,6%	4,3%	5,3%

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg (Dữ liệu tại ngày 13/09/21)

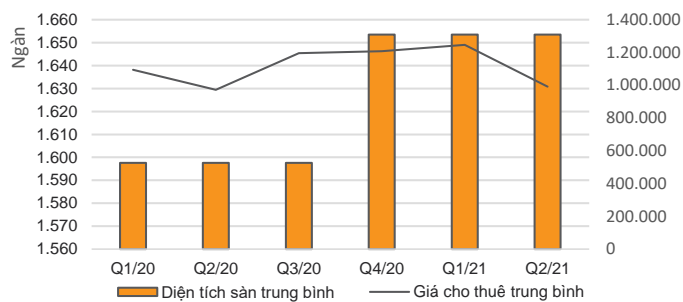
KQKD Q2/21 bị tác động do sự trở lại của đại dịch Covid-19

Hình 4: So sánh KQKD

	Q2/20	Q2/21	%svck	6T20	6T21	%svck	Dự phóng của VND	% so với dự phóng	Ghi chú
Doanh thu	1.630	1.510	-7,3%	3.316	3.737	12,7%	11.545	32,4%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Cho thuê	1307	1370	4,8%	2.756	3.082	11,8%	8.855	34,8%	Tổng diện tích sàn (GFA) của VRE tăng 3,5% svck, trong khi giá cho thuê tương đương Q2/20 khi VRE tung ra gói hỗ trợ 424 tỷ đồng cho khách thuê do đợt bùng phát Covid-19 lần 4.
Chuyển nhượng BDS	294	96	-67,6%	495	548	10,6%	2.453	22,3%	Chỉ có 16 căn được bàn giao trong Q2/21 so với 49 căn của Q2/20, dẫn đến doanh thu chuyển nhượng BDS giảm.
GVHB	984	881	-10,5%	1.911	1.939	1,5%	-6.019	-32,2%	
Lợi nhuận gộp	646	629	-2,5%	1.405	1.798	28,0%	5.526	32,5%	
Biên LNG	39,6%	41,7%	2,0 điểm %	42,4%	48,1%	5,7 điểm %	47,9%	0,2 điểm %	
<i>Cho thuê</i>	45,0%	44,0%	-1,0 điểm %	45,6%	52,3%	6,7 điểm %	54,9%	-2,6 điểm %	
<i>Chuyển nhượng BDS</i>	37,0%	63,0%	26,0 điểm %	49,4%	45,0%	-4,4 điểm %	30,0%	15,0 điểm %	
Chi phí tài chính ròng	-42	-32	-23,8%	-74	-84	13,5%	-8	1120,0%	
Chi phí bán hàng	45	52	15,6%	105	144	37,1%	-438	-32,9%	
Chi phí QLDN	92	80	-13,0%	182	145	-20,3%	-643	-22,6%	
Chi phí BH&QLDN	137	132	-3,7%	287	289	0,7%	-1.081	-26,7%	Dưới mức dự báo của chúng tôi do VRE áp dụng các biện pháp cắt giảm chi phí trong giai đoạn giãn cách xã hội kể từ T5/21, dẫn đến tỷ lệ BH&QLDN / Doanh thu thấp hơn 1,7 điểm % so với chúng tôi dự báo.
<i>Chi phí bán hàng / DT</i>	2,76%	3,44%	0,7 điểm %	3,17%	3,85%	0,7 điểm %	3,79%	0,1 điểm %	
<i>Chi phí QLDN / DT</i>	5,64%	5,30%	-0,3 điểm %	5,49%	3,88%	-1,6 điểm %	5,57%	-1,7 điểm %	
<i>Chi phí BH&QLDN/DT</i>	8,40%	8,74%	0,3 điểm %	8,66%	7,73%	-0,9 điểm %	9,36%	-1,6 điểm %	
Lợi nhuận hoạt động	509	497	-2,4%	1.117	1.509	35,1%	4.445	33,9%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Lợi nhuận khác	-22	18	-181,8%	22	38	72,7%	38	99,7%	
Lợi nhuận trước thuế	446	483	8,4%	1.065	1.463	37,4%	4.476	32,7%	
Lợi nhuận ròng	343	388	12,9%	835	1.168	39,9%	3.535	33,0%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.

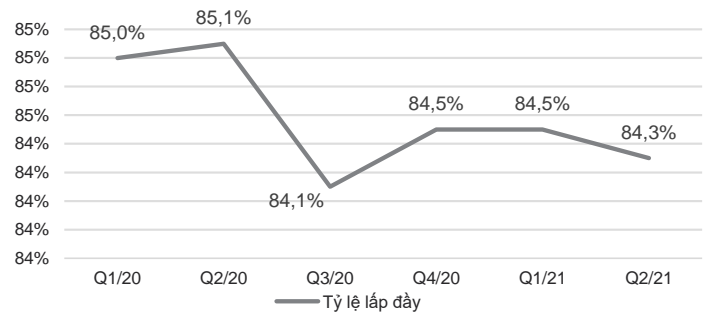
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 5: Diện tích bán lẻ trung bình (m² – Cột trái) và giá cho thuê trung bình (đồng – Cột phải)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Tỷ lệ lấp đầy trung bình từ 2020-2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Nửa cuối 2021 khó khăn do giãn cách xã hội kéo dài

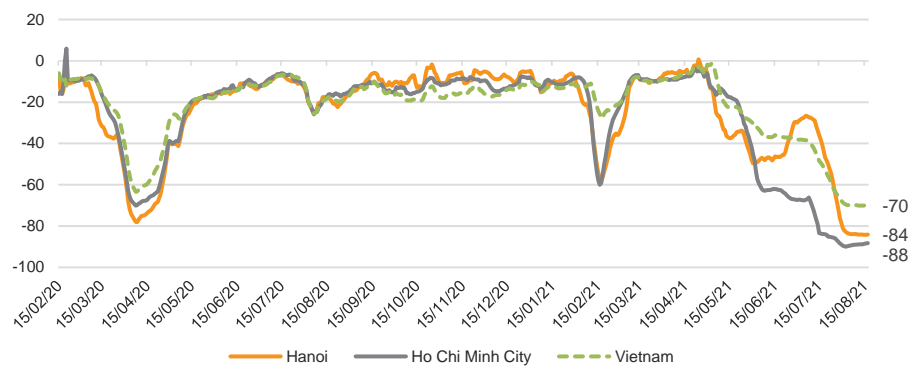
Theo dữ liệu về tính di động của Google, so sánh mức độ di chuyển trong đại dịch với mức độ trước Covid-19 (T1/20), tính di động bán lẻ của Việt Nam (đo lường sự di chuyển của người dân đến các điểm bán lẻ và giải trí) đã giảm nhiều hơn so với mức giảm của đợt giãn cách xã hội toàn quốc vào T4/20. Tính đến ngày 17/8 - 21/8, tính di động bán lẻ Việt Nam giảm 70% so với trước Covid-19, trong đó tại Hà Nội giảm 84% và tại TP.HCM giảm 88%.

Để tôn trọng và tuân thủ nghiêm ngặt hướng dẫn của Chính phủ về phòng chống Covid-19, VRE đã đóng cửa các trung tâm thương mại tùy thuộc vào các

tỉnh/thành phố bị ảnh hưởng. Tính đến đầu T9/21, 49 trong số 80 trung tâm thương mại đã đóng cửa, chủ yếu đến từ Hà Nội, TP HCM và các tỉnh phía Nam.

VRE dự kiến sẽ cung cấp gói hỗ trợ cho những người thuê bị ảnh hưởng bởi Covid-19 trong nửa cuối 2021, tùy thuộc vào mức độ nghiêm trọng và thời gian kéo dài của đại dịch Covid-19. Với tình hình giãn cách xã hội dự kiến sẽ kéo dài đến giữa T9/21, chúng tôi cho rằng gói hỗ trợ của VRE sẽ lớn hơn so với nửa đầu năm. Do đó, chúng tôi giảm dự báo doanh thu/LN ròng năm 2021 của VRE xuống 32,6%/40,3% nhằm 1) phản ánh gói hỗ trợ lớn hơn trong nửa cuối năm 2021F và 2) kế hoạch của VRE cho doanh thu chuyển nhượng bất động sản.

Hình 7: Tính di động bán lẻ Việt Nam (trung bình 7 ngày) từ 2020 - 21

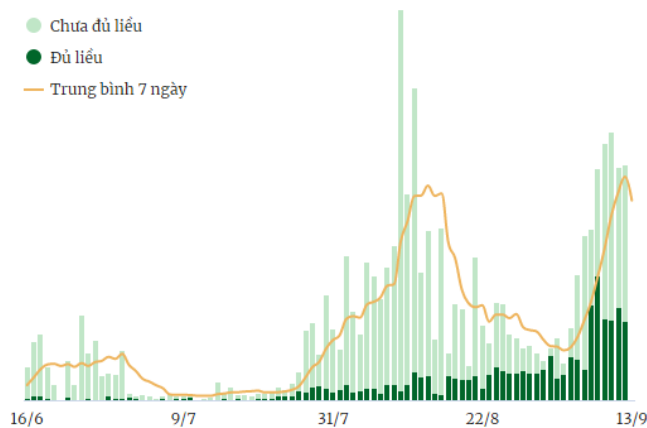


Nguồn: VNDIRECT Research, Google

Triển vọng 2022 – 2023: Hướng về quá trình tiêm chủng vaccine

Tính đến 14/09/21, 29,8 triệu liều vắc xin Covid-19 đã được nhập khẩu và 24 triệu người dân đã được tiêm chủng, chiếm 24,8% dân số Việt Nam. Tỷ lệ tiêm chủng cao đáng chú ý trong T8/21, khi hơn 12,5 triệu liều vắc xin đã được tiêm. Chính phủ dự kiến sẽ nhập khẩu 150 triệu liều vắc xin tính đến cuối năm 2021, để tiêm đủ liều cho 70 triệu người.

Hình 8: Tình hình tiêm chủng (theo ngày) giai đoạn T5/21 – T9/21



Nguồn: VNDIRECT Research, VNExpress

Hình 9: Dữ liệu vaccine theo tỉnh vào ngày 14/09/21

Tỉnh thành	Dân số	Dự kiến phân bổ	Thực tế phân bổ	Tỷ lệ phân bổ đủ liều	Số người đã tiêm	Tỷ lệ tiêm	Tiêm đủ liều	Tỷ lệ tiêm đủ liều
Hồ Chí Minh	7M	13,8M	8,7M	62,7%	6,6M	94,9%	1,5M	22,1%
Hà Nội	5,7M	11,4M	5,5M	48,0%	5,1M	89,0%	659K	11,5%
Bình Dương	1,9M	3,6M	2,1M	56,7%	1,7M	85,4%	53,5K	2,9%
Đồng Nai	2,2M	4,3M	1,8M	40,2%	1,6M	70,5%	74,1K	3,3%
Long An	1,3M	2,4M	1,7M	65,5%	1,4M	100,0%	140,9K	11,2%
Quảng Ninh	935,9K	1,8M	535,1K	28,6%	467K	49,9%	154,5K	17,6%
Khánh Hòa	892,2K	1,7M	525,7K	29,5%	460K	51,0%	64,1K	7,2%
Bắc Giang	1,3M	2,4M	451,6K	17,8%	388,6K	30,7%	72,1K	5,7%

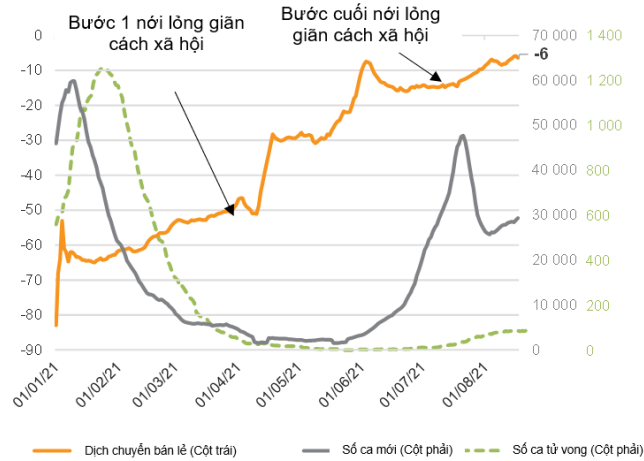
Nguồn: VNDIRECT Research, VNExpress

Triển vọng phục hồi nhu cầu tiêu dùng: Góc nhìn từ Vương quốc Anh sau giai đoạn giãn cách xã hội

Sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại và sống chung với đại dịch khi hầu hết dân số được tiêm chủng, tính di động bán lẻ ở Anh gần như đã trở lại mức trước đại dịch (-6% so với mức trước Covid-19). Theo đó, Vương quốc Anh đã tiến hành mở cửa lại một phần nền kinh tế trong bốn tháng, từ cuối T3/21 đến khi loại bỏ hoàn toàn hạn chế đối với tất cả các dịch vụ vào T7/21. Với tỷ lệ tiêm chủng

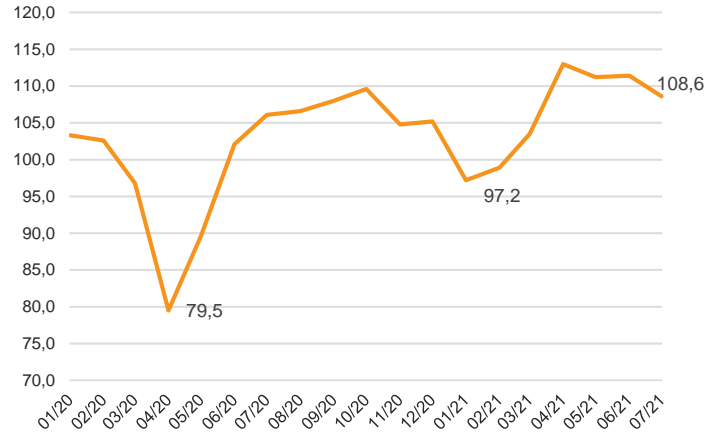
hiện tại và việc Chính phủ Việt Nam tăng tốc nhập khẩu vắc xin, chúng tôi dự báo kế hoạch tiêm chủng của Chính phủ sẽ hoàn thành đúng thời hạn, cho phép nền kinh tế Việt Nam phục hồi hoàn toàn trong giai đoạn bình thường mới như tình hình Vương quốc Anh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng từ 2022 trở đi, VRE sẽ không cần bổ sung bất kỳ gói hỗ trợ nào do giãn cách xã hội.

Hình 10: Tính di động bán lẻ tại Vương quốc Anh (trung bình 7 ngày), số lượng ca Covid-19 mới và tử vong trong năm 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, VNExpress

Hình 11: Khối lượng bán lẻ của Vương quốc Anh đã giảm 2,5% vào T7/21 khi so với T6/21, nhưng cao hơn 5,8% so với T2/20, trước tác động của Covid-19

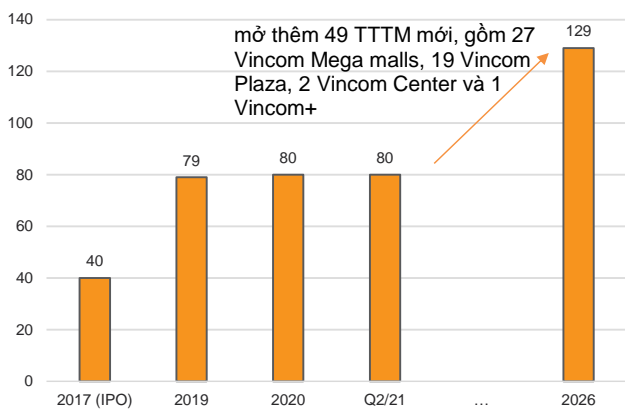


Giá trị 2018 = 100
Nguồn: ONS.GOV.UK

VRE duy trì kế hoạch mở rộng diện tích sàn mạnh mẽ đến năm 2026

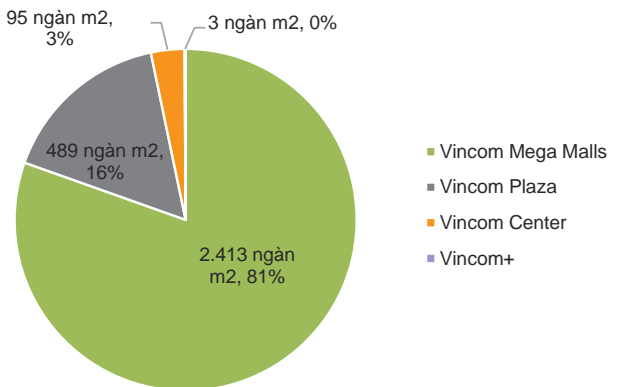
VRE đã công bố và vẫn tập trung vào kế hoạch mở rộng tổng diện tích sàn bán lẻ của họ lên 4,7 triệu m² vào năm 2026, tập trung xung quanh các dự án trung tâm thương mại Vincom Mega malls. Theo kế hoạch của VRE, họ sẽ vận hành 49 trung tâm thương mại mới, bao gồm 27 trung tâm thương mại Vincom Mega Mall, 19 trung tâm thương mại Vincom Plaza, 2 trung tâm thương mại Vincom Center và 1 trung tâm thương mại Vincom+ để nâng tổng số trung tâm thương mại đang hoạt động lên 129 trung tâm thương mại vào 2026, với diện tích sàn gấp 2,8 lần so với Q2/21. Do ảnh hưởng của COVID-19 và suy thoái kinh tế có thể trì hoãn việc mở rộng của họ, chúng tôi vẫn đưa ra dự báo thận trọng về tổng diện tích sàn của VRE đến năm 2026 là 3,3 triệu m² và sẽ phản ánh kế hoạch của họ trong các báo cáo tiếp theo của chúng tôi.

Hình 12: Kế hoạch mở rộng diện tích sàn của VRE tới năm 2026



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 13: Diện tích sàn mở mới theo loại hình trung tâm thương mại trong giai đoạn 2021-26



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Thay đổi dự phóng

Chúng tôi giảm doanh thu năm 2021/22/23 xuống 33,4%/24,5%/25,3% so với dự báo trước do:

- Giảm doanh thu mảng cho thuê BDS bán lẻ trong năm 2021/22/23 lần lượt 31,0%/19,4%/20,2% để phản ánh 1) gói hỗ trợ bổ sung trong nửa cuối năm 2021 và 2) giá cho thuê thấp hơn 7,3%/9,0% trong năm 2022/23 khi VRE ít khả năng tăng giá thuê trong 2022/23 như dự báo trước đây để hỗ trợ cho khách thuê ảnh hưởng bởi dịch Covid-19.
- Doanh thu chuyển nhượng bất động sản trong 2021/22/23 điều chỉnh giảm 43%/45,6%/48,1% do VRE có chiến lược tập trung cho thuê bất động sản bán lẻ trong giai đoạn tới.

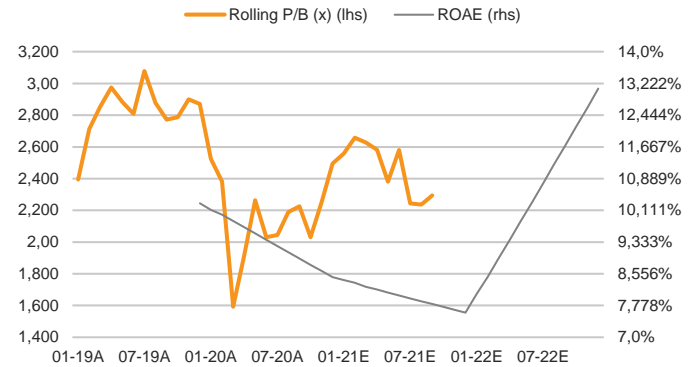
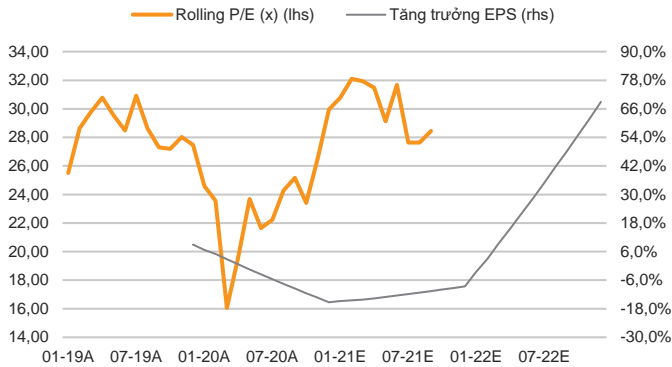
Do đó, chúng tôi giảm LNR năm 2021/22/23 xuống 38,4%/18,8%/21,5%.

Hình 14: Thay đổi dự phóng 2021-23

	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			% thay đổi so với dự phóng cũ		
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	11.545	13.911	16.567	7.687	10.497	12.381	-33,4%	-24,5%	-25,3%
Cho thuê	8.855	10.964	13.299	6.109	8.840	10.612	-31,0%	-19,4%	-20,2%
Chuyển nhượng BĐS	2.453	2.698	2.968	1.397	1.467	1.540	-43,0%	-45,6%	-48,1%
GVHB	(6.019)	(6.967)	(8.098)	(4.243)	(4.961)	(5.832)	-29,5%	-28,8%	-28,0%
Lợi nhuận gộp	5.526	6.944	8.469	3.444	5.536	6.549	-37,7%	-20,3%	-22,7%
<i>Biên LNG</i>									
Cho thuê	47,9%	49,9%	51,1%	44,8%	52,7%	52,9%	-3,1 điểm %	2,8 điểm %	1,8 điểm %
Chuyển nhượng BĐS	54,9%	56,6%	57,7%	48,9%	57,2%	58,0%	-6,0 điểm %	0,6 điểm %	0,3 điểm %
Chi phí bán hàng	30,0%	30,0%	30,0%	45,0%	45,0%	40,0%	15,0 điểm %	15,0 điểm %	10,0 điểm %
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(438)	(502)	(577)	(277)	(398)	(471)	-36,8%	-20,7%	-18,4%
Chi phí BH&QLDN	(643)	(767)	(897)	(295)	(427)	(512)	-54,1%	-44,3%	-42,9%
Chi phí bán hàng / DT	(1.081)	(1.269)	(1.474)	(572)	(825)	(983)	-47,1%	-35,0%	-33,3%
Chi phí QLDN / DT	3,79%	3,61%	3,48%	3,60%	3,79%	3,80%	-0,2 điểm %	0,2 điểm %	0,3 điểm %
Chi phí BH&QLDN / DT	5,57%	5,51%	5,41%	3,84%	4,07%	4,14%	-1,7 điểm %	-1,4 điểm %	-1,3 điểm %
Lợi nhuận hoạt động	9,36%	9,12%	8,89%	7,44%	7,86%	7,94%	-1,9 điểm %	-1,3 điểm %	-1,0 điểm %
Lợi nhuận (chi phí) khác	4.445	5.675	6.995	2.872	4.711	5.566	-35,4%	-17,0%	-20,4%
Lợi nhuận trước thuế	38,1	45,9	54,7	25,4	34,6	40,8	-33,3%	-24,6%	-25,4%
Lợi nhuận ròng	4.476	5.733	7.140	2.737	4.623	5.536	-38,9%	-19,4%	-22,5%
	3.535	4.528	5.639	2.178	3.679	4.406	-38,4%	-18,8%	-21,5%

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	7.687	10.497	12.381
Giá vốn hàng bán	(4.243)	(4.961)	(5.832)
Chi phí quản lý DN	(295)	(427)	(512)
Chi phí bán hàng	(277)	(398)	(471)
LN hoạt động thuần	2.872	4.711	5.566
EBITDA thuần	4.731	6.719	7.807
Chi phí khấu hao	(1.859)	(2.008)	(2.241)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.872	4.711	5.566
Thu nhập lãi	220	300	354
Chi phí tài chính	(381)	(423)	(425)
Thu nhập ròng khác	25	35	41
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.736	4.623	5.536
Thuế	(558)	(943)	(1.129)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(1)	(1)
LN ròng	2.178	3.679	4.406
Thu nhập trên vốn	2.178	3.679	4.406
Cổ tức phổ thông	(3.493)	(3.493)	(3.493)
LN giữ lại	(1.315)	186	913

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.571	2.868	654
Đầu tư ngắn hạn	74	101	119
Các khoản phải thu ngắn hạn	423	563	665
Hàng tồn kho	679	713	748
Các tài sản ngắn hạn khác	1.153	1.575	1.857
Tổng tài sản ngắn hạn	6.900	5.820	4.043
Tài sản cố định	1.214	1.378	1.673
Tổng đầu tư	592	808	954
Tài sản dài hạn khác	30.862	33.408	36.026
Tổng tài sản	39.568	41.414	42.696
Vay & nợ ngắn hạn	77	105	124
Phải trả người bán	696	814	956
Nợ ngắn hạn khác	5.299	5.915	6.555
Tổng nợ ngắn hạn	6.072	6.834	7.635
Vay & nợ dài hạn	4.295	4.995	4.322
Các khoản phải trả khác	1.171	1.369	1.610
Vốn điều lệ và	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	6.655	6.870	7.796
Vốn chủ sở hữu	27.995	28.181	29.093
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	35	36
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	39.568	41.414	42.696

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.736	4.623	5.536
Khấu hao	1.865	2.017	2.248
Thuế đã nộp			
Các khoản điều chỉnh khác	(2.855)	(723)	(860)
Thay đổi VLB	1.844	143	373
LC tiền thuần HĐKD	3.590	6.060	7.297
Đầu tư TSCĐ	(2.340)	(4.159)	(4.574)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	14	15	17
Các khoản khác	1.236	(241)	(161)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2.274	(287)	(251)
LC tiền từ HĐDT	1.184	(4.672)	(4.969)
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	218	728	(654)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(66)	198	240
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3.493)	(3.493)	(3.493)
LC tiền thuần HĐTC	(3.341)	(2.567)	(3.907)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.051	4.571	2.868
LC tiền thuần trong năm	1.433	(1.179)	(1.579)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.484	3.392	1.289

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	28,3%	35,0%	35,6%
Vòng quay TS	0,19	0,26	0,29
ROAA	5,5%	9,1%	10,5%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,44	1,47
ROAE	7,6%	13,1%	15,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	16,6	16,8	16,8
Số ngày nắm giữ HTK	58,4	52,5	46,8
Số ngày phải trả tiền bán	59,9	59,9	59,8
Vòng quay TSCĐ	5,86	8,10	8,11
ROIC	6,7%	11,0%	13,1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	0,9	0,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,7	0,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,4	0,1
Vòng quay tiền	15,1	9,4	3,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(7,7%)	36,6%	17,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(7,1%)	64,0%	18,1%
Tăng trưởng LN ròng	(8,6%)	68,9%	19,8%
Tăng trưởng EPS	(8,6%)	68,9%	19,8%

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>