

KHUYẾN NGHỊ		MUA		CTCP VINHOMES (HSX: VHM)		NGƯỜI KHÔNG LỒ XANH	
Giá hiện tại:	58,900	Ngày viết báo cáo:	31/07/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>			
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	4,354	Tập đoàn Vingroup	69.3%		
Giá mục tiêu mới:	79,900	Vốn hóa (tỷ VND)	256,472	Government of Singapore	5.2%		
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	217				
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>36%</b>	Sở hữu nước ngoài	24.23%				

**Bộ phận Research:**

Lâm Việt  
(Bất động sản, KCN)  
[vietl@bsc.com.vn](mailto:vietl@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM với giá mục tiêu năm 2023 là **79,900 VND/CP** (upside 36% so với giá đóng cửa ngày 28/07/2023), dựa trên phương pháp định giá RNAV.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

BSC dự báo KQKD năm 2023 của VHM sẽ ghi nhận mức phục hồi ấn tượng nhờ bàn giao sản phẩm tại các đại dự án với Tổng doanh thu (bao gồm HTĐT và bán sỉ) đạt 110,466 tỷ VND (+35.7% YoY) và LNST-CĐTĐ đạt 33,413 tỷ VND (+16% YoY), EPS 2023F = 7,671 VND/cp, PE 2023F = 7.7x và P/B 2023F = 1.44x.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- VHM đang giao dịch tại mức định giá hấp dẫn với P/B 2023F=1.44x và P/B 2024F = 1.20x – mức thấp nhất kể từ khi niêm yết.
- Triển vọng tăng trưởng dài hạn được đảm bảo nhờ quỹ đất liên tục được mở rộng và luôn hiện hữu chiến lược triển khai dự án gối đầu.
- Trọng tâm phát triển NOXH mục tiêu đáp ứng các điều kiện để triển khai các đại dự án trong tương lai và mang lại kỳ vọng quỹ đất sẽ được mở rộng.

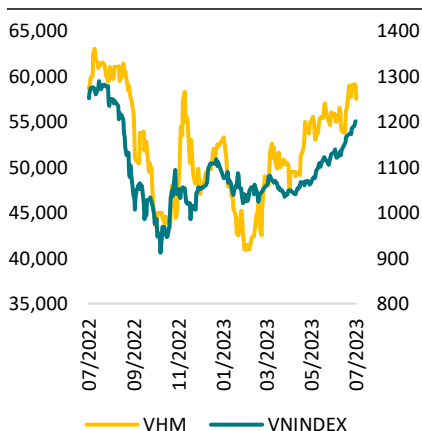
**RỦI RO**

- Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án.
- Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ.

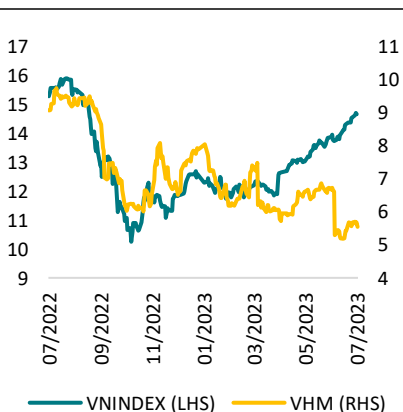
**CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP**

- KQKD 1H2023:** Tổng doanh thu hợp nhất (bao gồm doanh thu từ HTĐT và bán buôn) của VHM đạt 75.6 nghìn tỷ VND (+300% YoY) và LNST-CĐTĐ đạt 21.6 nghìn tỷ (+314% YoY), chủ yếu nhờ điểm rơi bàn giao 5,400 sản phẩm tại OCP2 vào 1H2023 và bán buôn trong 1Q2023. Đáng chú ý, do tỷ trọng bán buôn giảm, biên lợi nhuận gộp trong Q2/2023 đạt 40.2%, phục hồi so với 22.7% trong Q1/2023.
- Công tác bán hàng:** Tính đến cuối 1H2023, tổng giá trị hợp đồng đã bán (presales) đạt 40.6 nghìn tỷ VND (-56% YoY) với tỷ trọng bán lẻ 73% và doanh thu chưa ghi nhận đạt 89.1 nghìn tỷ VND (-31% YoY) đóng góp chính bởi 2 dự án Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown.
- Phân khúc NOXH – Happy Home** – sẽ là trọng tâm phát triển của Vinhomes trong thời gian tới trong bối cảnh thị trường phân khúc thị trường cao hơn không thuận lợi. Năm 2022, VHM đã động thổ khởi công hai dự án đầu tiên tại Thanh Hóa và Quảng Trị với quy mô 3,500 căn.

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	6.6	8.9	7.7	8.3	Doanh thu thuần	84,986	62,393	110,466	124,659
PB (x)	2.06	1.77	1.44	1.22	Lợi nhuận gộp	48,460	30,696	58,366	62,916
P/S (x)	3.0	4.1	2.3	2.1	NPATMI	38,825	28,831	33,445	36,828
ROE (%)	29.6%	19.6%	18.5%	15.1%	EPS	8,904	6,611	7,678	8,373
ROA (%)	16.9%	8.1%	8.4%	7.1%	Tăng trưởng EPS	9%	-26%	16%	9%

## I. CẬP NHẬT KQKD NĂM 2022

### Tóm tắt KQKD của VHM trong 1H2023

Đơn vị: Tỷ VND	1H2022	1H2023	%YoY	2Q2022	2Q2023	%YoY	Nhật xét
<b>Doanh thu</b>	<b>13,394</b>	<b>62,132</b>	364%	<b>4,470</b>	<b>32,833</b>	634%	<b>Trong 1H2023, doanh thu của VHM đạt 63,132 tỷ VND (+364% YoY) chủ yếu đến từ bàn giao các sản phẩm bán lẻ tại Vinhomes Ocean Park 2 (5,400 sản phẩm), đáng chú ý 76% tổng doanh thu trong 1H2023 đến từ bàn giao sản phẩm bán lẻ. Doanh thu tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ do 1H2022 là giai đoạn khởi động mở bán Vinhomes Ocean Park 2.</b>
- Kinh doanh BĐS	7,988	57,110	615%	2,027	30,107	13.8x	
- Dịch vụ tổng thầu	2,708	1,852	-32%	1,020	1,060	3.9%	
- Dịch vụ QL BĐS	1,204	1,429	19%	733	744	1.5%	
- Cho thuê	475	505	6%	102	251	145%	
Giá vốn hàng bán	(7,507)	(42,273)		(2,450)	(19,618)		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5,887</b>	<b>19,858</b>	237%	<b>2,021</b>	<b>13,215</b>	554%	
Chi phí bán hàng	(677)	(2,292)	239%	(350)	(1,278)	265%	
Chi phí QLDN	(1,510)	(1,116)	-26%	(432)	(572)	32%	
<b>EBIT</b>	<b>3,700</b>	<b>16,450</b>	345%	<b>1,238</b>	<b>11,365</b>	818%	
Doanh thu tài chính	4,735	13,449	184%	906	2,155	138%	
Chi phí tài chính	(1,178)	(1,275)	-26%	(700)	(399)	-43%	
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	21	2		11	1		
Thu nhập ròng khác	(34)	(1,018)	29x	(96)	(590)	516%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>7,245</b>	<b>27,607</b>	281%	<b>1,359</b>	<b>12,533</b>	822%	
Thuế TNDN	1,772	5,971		611	2,819		
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5,473</b>	<b>21,637</b>	295%	<b>748</b>	<b>9,714</b>	12x	
Lợi ích cổ đông thiểu số	267	67		82	61		
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>5,207</b>	<b>21,570</b>	314%	<b>666</b>	<b>9,652</b>	13.5x	
<b>Biên LNG</b>	<b>43.9%</b>	<b>32.0%</b>		<b>45.2%</b>	<b>40.2%</b>		
<b>Biên LN ròng</b>	<b>40.9%</b>	<b>34.8%</b>		<b>16.7%</b>	<b>29.6%</b>		

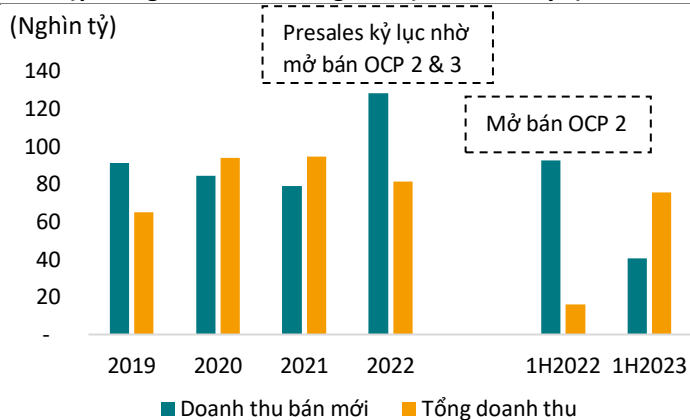
**Biên lợi nhuận gộp** giảm từ mức 44% 1H2022 xuống còn 32% 1H2023 vì tỷ trọng bán buôn cao hơn (bán buôn được ghi nhận trong 1Q2023).

**Doanh thu tài chính 1H2023** tăng 184% YoY nhờ (1) lợi nhuận được chia từ các dự án HTĐT với Vingroup tại Vinhomes Star City, Vinhomes The Harmony, (2) lãi từ bán buôn tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3 trong 1Q2023.

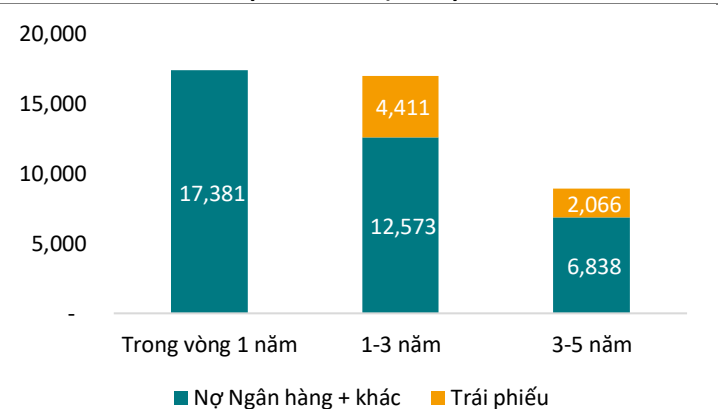
Nhờ đẩy mạnh bán buôn trong Q1/2023 và bàn giao các sản phẩm bán lẻ trong nửa đầu năm 2023, LNST-CĐTTS 1H2023 đạt 21,570 tỷ VND (+314% YoY).

Nguồn: VHM

### Điểm rơi bàn giao các sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3 tập trung 2023-2024 sau giai đoạn mở bán kỷ lục 2022.



### Cơ cấu nợ vay phần lớn đến từ tín dụng ngân hàng, áp lực trái phiếu đáo hạn thấp



Nguồn: VHM, BSC Research

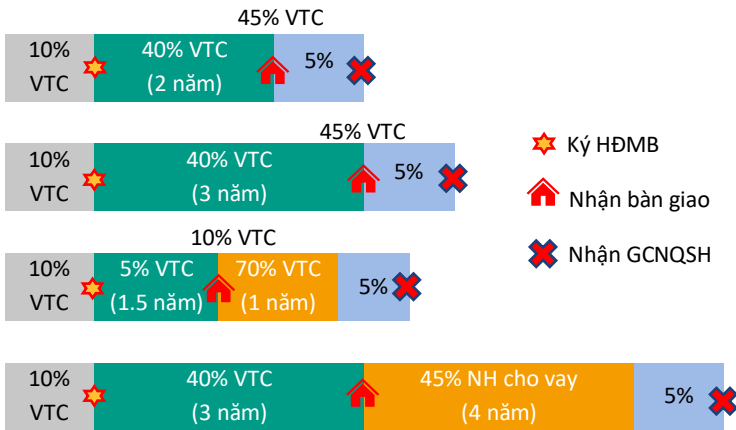
## II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

### 1. Cấu trúc tài chính an toàn và dòng tiền tích cực khi điểm rơi bàn giao tập trung vào năm 2023 tại các đại dự án The Empire – Vinhomes Ocean Park 2 và The Crown – Vinhomes Ocean Park 3.

Tại thời điểm cuối Q2/2023, tỷ lệ Nợ ròng/TTS của VHM đang ở mức 9% thấp hơn 17% trung bình ngành. Phần lớn nợ ngắn hạn đáo hạn trong vòng 1 năm tới (17,381 tỷ VND ~740 triệu USD) dùng để tài trợ cho hoạt động xây dựng dự án đang triển khai. Dựa vào công tác triển khai dự án nhanh chóng, chính sách bán hàng hấp dẫn và nguồn tín dụng sẵn sàng ~800 triệu USD, do đó, áp lực đáo hạn nợ vay đối với VHM là không nhiều.

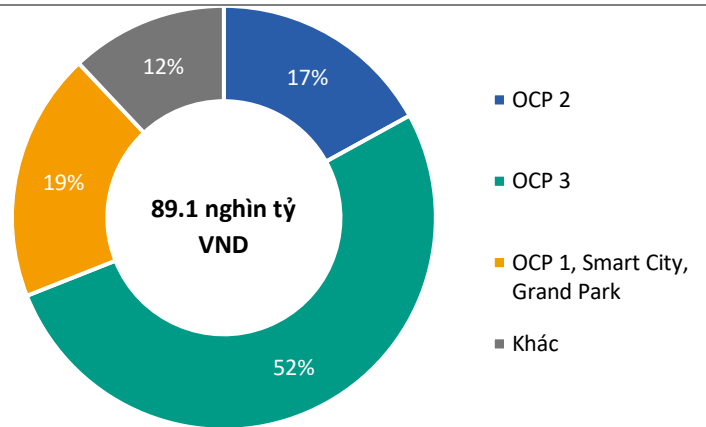
Trong năm 2H2023, VHM dự kiến sẽ tiếp tục bàn giao các sản phẩm đã bán tại The Empire (doanh thu chưa thực hiện ~15.1 nghìn tỷ VND), The Crown (doanh thu chưa thực hiện ~46.3 nghìn tỷ VND). Với tốc độ triển khai nhanh như tại The Empire (mở bán 2Q2022 và bàn giao từ T9/2022), chúng tôi tin rằng VHM có thể đẩy nhanh tiến độ triển khai xây dựng và tiếp tục bàn giao phần còn lại của The Empire trong 2H2023 và bàn giao The Crown từ 3Q2023. Ngoài ra, **chiến lược “bán buôn” dự án cho các nhà đầu tư nước ngoài đem lại lợi nhuận nhanh chóng còn giúp dòng tiền VHM duy trì “lành mạnh”, qua đó vòng quay tiền hiệu quả hơn khi triển khai các đại đô thị.**

**Chính sách thanh toán “kích cầu” có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận trong ngắn hạn nhưng đảm bảo được khả năng hấp thụ và dòng tiền**



(\*) 1. VTC: vốn tự có, 2. Tham khảo Chính sách bán hàng tại Glory Heights (Vinhomes Grand Park) và Vinhomes Sky Park (Bắc Giang)

**Doanh thu chưa ghi nhận tiếp tục duy trì ở mức cao, tập trung tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3**



Nguồn: VHM, BSC Research

**2. Triển vọng tăng trưởng dài hạn được đảm bảo nhờ quỹ đất liên tục được mở rộng và luôn hiện hữu chiến lược triển khai dự án gối đầu.**

Trong năm 1H2023, tham gia đấu thầu với lợi thế về quy mô dự án và quy mô nguồn vốn, Vinhomes đã tích cực mở rộng quỹ đất tại các khu vực trọng điểm phát triển kinh tế bao gồm dự án 197 ha tại Long An, dự án 241 ha tại Hải Phòng, dự án 1,254 ha tại Khánh Hòa và dự án Vinhomes Đan Phượng tại Hà Nội (hợp tác kinh doanh với Vingroup).

Bên cạnh 2 dự án mở bán mới quy mô nhỏ trong 1H2023 như Vinhomes Sky Park (Bắc Giang) và Glory Heights tại Vinhomes Grand Park (quận 9, TP HCM), VHM dự kiến triển khai dự án Vinhomes Golden Avenue (116 ha Quảng Ninh) vào tháng 10/2023 với 700 sản phẩm thấp tầng đầu tiên tại phân khu New York. **Chúng tôi cho rằng công tác mở bán và triển khai các đại dự án mới của VHM sẽ tích cực hơn từ cuối 2023 - đầu 2024 khi (1) nhu cầu nhà ở có dấu hiệu phục hồi và (2) nguồn cung BĐS vẫn còn tiếp tục hạn chế.**

Tiến độ triển khai các dự án trọng điểm của VHM

Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
The Harmony	Hà Nội	975											
The Imperia	Hải Phòng	785											
Star City	Thanh Hóa	119											
Ocean Park	Hà Nội	420											
Smart City	Hà Nội	280											
Grand Park	TP HCM	271											
Wonder Park	Hà Nội	133											
Ocean Park 2	Hưng Yên	458											
Ocean Park 3	Hưng Yên	294											
Sky Park	Bắc Giang	1.1											
Golden Avenue	Quảng Ninh	116											
Vũ Yên	Hải Phòng	865											
KĐT mới Hải Phòng	Hải Phòng	241											
KĐT ven vịnh Cam Ranh	Khánh Hòa	1,254											
Tây Tăng Long	TP HCM	1,293											
Long Beach Cần Giờ	TP HCM	28,656											
KĐT mới Đức Hòa	Long An	197											
NOXH Nam Tràng Cát	Hải Phòng	26											
NOXH Star City	Thanh Hóa	9											
NOXH Đông Hà	Quảng Trị	2											
NOXH Muối Cam Ranh	Khánh Hòa	87.6											

Nguồn: VHM, BSC Research

**3. Trọng tâm phát triển NOXH mục tiêu đáp ứng điều kiện để triển khai các đại dự án trong tương lai và mở ra kỳ vọng quỹ đất sẽ tiếp tục được mở rộng tại các địa phương này.**

Phân khúc NOXH – Happy Home sẽ là trọng tâm phát triển của VHM trong thời gian tới theo mục tiêu của Chính phủ và đảm bảo đáp ứng các điều kiện NOXH để triển khai các đại dự án trong tương lai. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, VHM sẽ khởi công thêm 4 dự án NOXH tại Hải Phòng, Thanh Hóa (nằm trong dự án Star City), Quảng Trị và Khánh Hòa (nằm trong dự án Muối Cam Ranh) trong năm 2023. Vinhomes cho biết mục tiêu sẽ phát triển 500,000 căn nhà ở xã hội trong 5 năm tới.

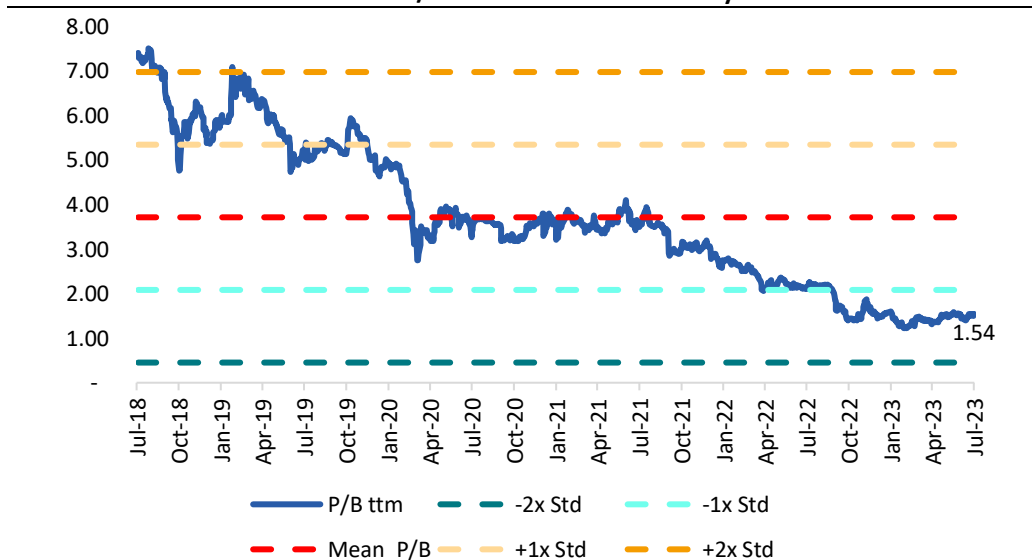
Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Sản phẩm	Dự kiến khởi công	Tiến độ pháp lý
Nam Trang Cát	Hải Phòng	26	3,400 căn hộ (27 tòa)	2H2023	Đã có quy hoạch 1/500
Dự án tại Star City	Thanh Hóa	9	3,100 căn hộ	2H2023	Đã có quy hoạch 1/500
Dự án tại Đông Hà	Quảng Trị	2	100 sản phẩm nhà liền thổ	2H2023	Đã có quy hoạch 1/500
Dự án tại Cam Ranh	Khánh Hòa	87.6	146 biệt thự 395 căn nhà liền kề 3,565 căn NOXH	N/A	Đã được UBND tỉnh Khánh Hòa chấp thuận chủ trương đầu tư

Nguồn: VHM, BSC Research

**4. Định giá hấp dẫn**

VHM hiện đang giao dịch tại PE 2024F = 7.4x và P/B 2024F = 1.20x – thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn 2.08x và thấp nhất kể từ khi niêm yết. **Chúng tôi tin rằng mức định giá trên là vô cùng hấp dẫn đối với một doanh nghiệp đầu ngành, lợi nhuận luôn duy trì ở mức rất cao, sở hữu nền tảng tài chính lành mạnh, dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt.**

Diễn biến P/B của VHM kể từ khi niêm yết



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**III. RỦI RO**

1. Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và tỷ lệ hấp thụ dự án.
2. Rủi ro biên lợi nhuận giảm do (1) đẩy mạnh bán buôn, (2) triển khai chính sách bán hàng ưu đãi, (3) giá vốn tăng do quỹ đất mới và chi phí dành cho đất tăng
3. Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ.

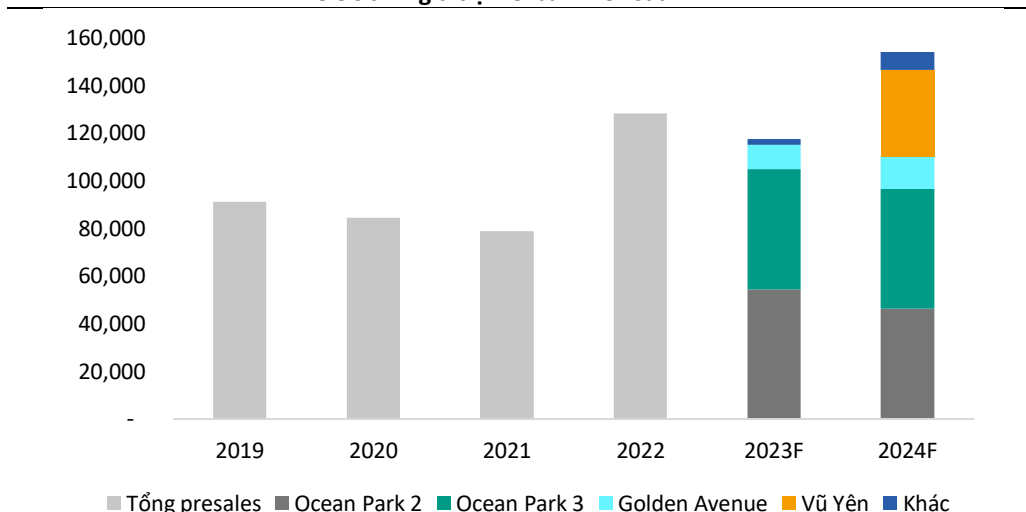
#### IV. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo VHM ghi nhận Tổng doanh thu (bao gồm HTĐT, bán buôn) đạt 110.5 nghìn tỷ VND (+35.7% yoy) đến từ bàn giao các sản phẩm đã bán tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3 đạt 100.7 nghìn tỷ VND và các dự án khác bao gồm OCP 1, Grand Park và Smart City. Qua đó, LNST-CĐTĐ đạt 33.4 nghìn tỷ VND (+16% yoy), tương đương EPS 2023F = 7,671 VND/CP, P/E 2023F = 7.7x, P/B 2023F = 1.44x.

Trong năm 2024, BSC dự báo VHM ghi nhận Tổng doanh thu đạt 124.7 nghìn tỷ VND (+13% YoY) đến từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng đã bán lẻ tại Ocean Park 3, Golden Avenue và bán sỉ các sản phẩm cao tầng tại Ocean Park 2, Ocean Park 3. Theo đó, LNST-CĐTĐ đạt 36.8 nghìn tỷ VND (+10% YoY)

Về công tác bán hàng: BSC ước tính giá trị mở bán mới (presales) của VHM trong năm 2023 đạt 117.5 nghìn tỷ VND (-8.3% YoY không bao gồm NOXH) chủ yếu đến từ mở bán các sản phẩm còn lại tại OCP2, OCP3 và một phần Golden Avenue. Sang năm 2024, giá trị mở bán mới của VHM sẽ đạt 133.7 nghìn tỷ VND (+14% YoY) khi VHM bắt đầu mở bán Vinhomes Vũ Yên (Hải Phòng).

Ước tính giá trị mở bán mới của VHM



BSC ước tính KQKD

Đơn vị: Tỷ VND	2020A	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>71,547</b>	<b>84,986</b>	<b>62,393</b>	<b>110,466</b>	<b>124,659</b>	<b>148,908</b>
% YoY	39%	19%	-27%	77%	13%	19%
Giá vốn hàng bán	(45,611)	(36,526)	(31,696)	(52,100)	(61,743)	(74,781)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>25,936</b>	<b>48,460</b>	<b>30,696</b>	<b>58,366</b>	<b>62,916</b>	<b>74,127</b>
Chi phí bán hàng	(2,681)	(2,289)	(2,432)	(5,432)	(5,646)	(8,080)
Chi phí QLDN	(2,193)	(3,769)	(2,644)	(8,943)	(9,296)	(13,302)
<b>EBIT</b>	<b>21,062</b>	<b>42,402</b>	<b>25,621</b>	<b>43,991</b>	<b>47,974</b>	<b>52,745</b>
Doanh thu tài chính	20,245	7,995	16,690	1,092	809	1,941
Chi phí tài chính	(4,019)	(2,786)	(4,394)	(2,986)	(2,668)	(2,251)
<b>Lãi/Lỗ từ công ty liên kết</b>	<b>19</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>36,517</b>	<b>48,183</b>	<b>38,643</b>	<b>41,999</b>	<b>46,169</b>	<b>52,499</b>
Thuế TNDN	(8,310)	(9,234)	(9,481)	(8,400)	(9,234)	(10,500)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>28,207</b>	<b>38,948</b>	<b>29,162</b>	<b>33,599</b>	<b>36,935</b>	<b>41,999</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	855	124	331	154	107	122
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>27,351</b>	<b>38,825</b>	<b>28,831</b>	<b>33,445</b>	<b>36,828</b>	<b>41,877</b>
% YoY	26%	42%	-26%	16%	10%	14%
<b>EPS cơ bản (đồng)</b>	<b>8,153</b>	<b>8,904</b>	<b>6,611</b>	<b>7,678</b>	<b>8,373</b>	<b>9,521</b>
<b>Biên LNG</b>	36%	57%	49%	53%	50%	50%
<b>Biên LN ròng</b>	39%	46%	47%	30%	30%	28%
<b>ROE</b>	32%	30%	20%	18%	17%	16%

Nguồn: BSC Research

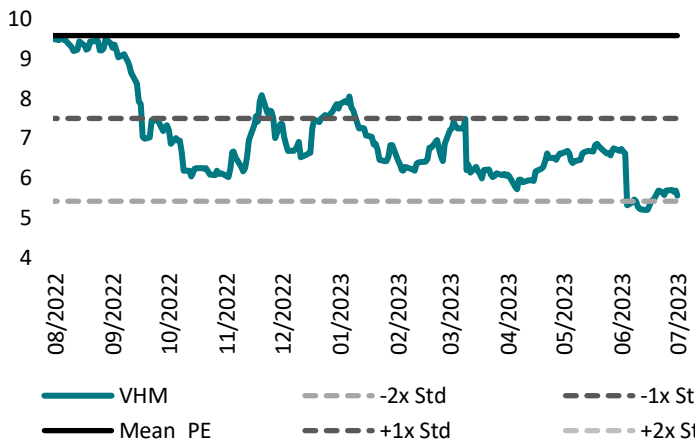
## V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VHM** với giá mục tiêu là **79,900 VNĐ/CP** (upside 36% so với giá đóng cửa ngày 28/07/2023), dựa trên phương pháp định giá RNAV. Tại giá mục tiêu này, VHM được giao dịch tại PE 2024F=11.2x, P/B 2024F=1.65x, vẫn là mức định giá an toàn so với mức P/B trung bình =3.7x kể từ khi niêm yết.

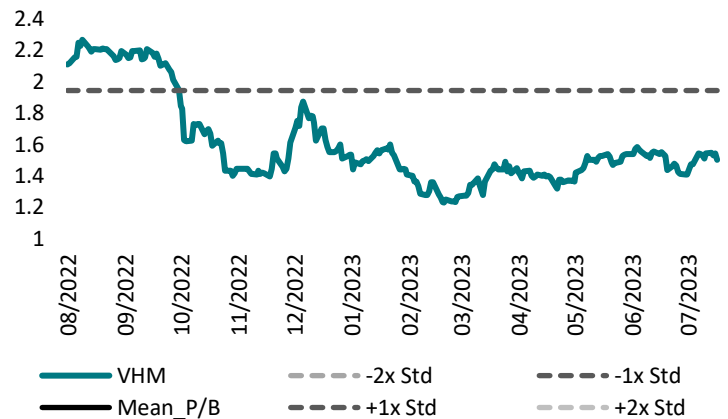
### Định giá cổ phiếu

Tỷ VND	Phương pháp	VHM
<b>Các dự án đang triển khai</b>	<b>RNAV</b>	<b>205,692</b>
- Vinhomes Ocean Park 2		104,854
- Vinhomes Ocean Park 3		49,867
- Vinhomes Vũ Yên		32,085
- Vinhomes Golden Avenue		9,361
<b>Các dự án chưa triển khai</b>	<b>RNAV</b>	<b>118,993</b>
<b>Khác</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>50,683</b>
<b>BĐS dân dụng</b>	<b>RNAV</b>	<b>375,368</b>
<b>Chiết khấu vào giá trị</b>	-	-
<b>Tổng giá trị đánh giá lại</b>		<b>375,368</b>
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn		11,501
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng		(38,782)
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>		<b>348,087</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)		4,354.4
Giá hiện tại		58,900
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>79,900</b>
<b>Tiềm năng tăng giá</b>		<b>35.7%</b>
<b>Lợi suất cổ tức</b>		-
<b>WACC</b>		<b>13%</b>

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>84,986</b>	<b>62,393</b>	<b>110,466</b>	<b>124,659</b>
Giá vốn hàng bán	(36,526)	(31,696)	(52,100)	(61,743)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>48,460</b>	<b>30,696</b>	<b>58,366</b>	<b>62,916</b>
Chi phí bán hàng	(2,289)	(2,432)	(5,432)	(5,646)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(3,769)	(2,644)	(8,943)	(9,296)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	<b>42,402</b>	<b>25,621</b>	<b>43,991</b>	<b>47,974</b>
Doanh thu tài chính	7,995	16,690	1,092	809
Chi phí tài chính	(438)	(2,319)	-	-
Chi phí lãi vay	(2,348)	(2,076)	(2,986)	(2,668)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	54	56	-	-
Lãi/lỗ khác	518	670	(98)	54
<b>LN trước thuế</b>	<b>48,183</b>	<b>38,643</b>	<b>41,999</b>	<b>46,169</b>
Thuế thu nhập DN	(9,234)	(9,481)	(8,400)	(9,234)
<b>LN sau thuế</b>	<b>38,948</b>	<b>29,162</b>	<b>33,599</b>	<b>36,935</b>
CĐTS	124	331	154	107
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>38,825</b>	<b>28,831</b>	<b>33,445</b>	<b>36,828</b>
EBITDA	43,490	26,837	44,604	48,664
EPS	8,904	6,611	7,678	8,373

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
(lỗ)/LNST	48,183	38,643	41,999	46,169
Khấu hao và phân bổ	1,088	1,217	612	691
Thay đổi vốn lưu động	(13,193)	9,598	(18,890)	20,539
Điều chỉnh khác	(19,004)	(18,454)	(22,380)	(23,497)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>17,074</b>	<b>31,004</b>	<b>1,342</b>	<b>43,902</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(17,898)	(18,299)	(1,000)	(15,000)
Đầu tư khác	(4,098)	(8,530)	(8,453)	(17,618)
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(21,996)</b>	<b>(26,829)</b>	<b>(9,453)</b>	<b>(32,618)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(5,199)	(9,384)	(77)	(192)
Tiền từ vay ròng	(5,481)	11,400	2,575	(8,469)
Tiền thu khác	6,515	-	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>(4,165)</b>	<b>2,016</b>	<b>2,499</b>	<b>(8,661)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	13,714	4,626	10,817	5,204
Tiền trong kỳ	(9,088)	6,191	(5,613)	2,623
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>4,626</b>	<b>10,817</b>	<b>5,204</b>	<b>7,827</b>

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>94,437</b>	<b>196,535</b>	<b>221,812</b>	<b>236,716</b>
Tiền và tương đương tiền	4,626	10,817	5,204	7,827
Đầu tư ngắn hạn	4,979	6,297	6,297	6,297
Phải thu ngắn hạn	37,750	96,209	97,510	105,193
Hàng tồn kho	28,579	64,362	93,802	98,400
TS ngắn hạn khác	18,503	18,851	19,000	19,000
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>136,079</b>	<b>165,277</b>	<b>177,808</b>	<b>226,079</b>
Tài sản hữu hình	7,498	9,340	9,832	10,388
Tài sản dở dang dài hạn	45,033	50,683	50,683	50,683
Đầu tư dài hạn	12,079	15,524	17,076	17,076
Tài sản dài hạn khác	71,470	89,731	100,216	147,931
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>230,516</b>	<b>361,813</b>	<b>399,620</b>	<b>462,794</b>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>75,401</b>	<b>187,762</b>	<b>188,145</b>	<b>218,283</b>
Nợ phải trả	12,507	15,031	15,946	19,680
Vay ngắn hạn	251	15,330	10,100	5,530
Nợ ngắn hạn khác	62,643	157,401	162,098	193,073
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>23,708</b>	<b>25,528</b>	<b>29,830</b>	<b>25,932</b>
Vay dài hạn	19,668	20,876	28,682	24,783
Nợ dài hạn khác	1,251	917	-	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>99,109</b>	<b>213,291</b>	<b>217,975</b>	<b>244,214</b>
Vốn góp	43,544	43,544	43,544	43,544
Thặng dư vốn cổ phần	1,260	1,260	1,260	1,260
LN chưa phân phối	79,413	99,934	133,378	170,207
Vốn chủ khác	524	476	-	0
Cổ đông thiểu số	6,666	3,309	3,463	3,570
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>131,407</b>	<b>148,522</b>	<b>181,645</b>	<b>218,580</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>230,516</b>	<b>361,813</b>	<b>399,620</b>	<b>462,794</b>
SLCP lưu hành (triệu)	4,354	4,354	4,354	4,354

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hệ số TT ngắn hạn	1.3	1.0	1.2	1.1
Hệ số TT nhanh	0.9	0.7	0.7	0.6
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	9%	10%	10%	7%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	16%	25%	22%	14%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	286	742	657	582
Số ngày phải thu	162	563	322	308
Số ngày phải trả	444	766	440	582
CCC	5	539	539	308
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Biên Lợi nhuận gộp	57%	49%	53%	50%
Biên Lợi nhuận ròng	46%	47%	30%	30%
ROE	29.6%	19.6%	18.5%	16.9%
ROA	16.9%	8.1%	8.4%	8.0%
<b>Định giá</b>				
PE	6.6	8.9	7.7	7.0
PB	2.06	1.77	1.44	1.19
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	19%	-27%	77%	13%
Tăng trưởng EBIT	101%	-40%	72%	9%
Tăng trưởng LNTT	38%	-25%	15%	10%
Tăng trưởng EPS	9%	-26%	16%	9%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

