

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

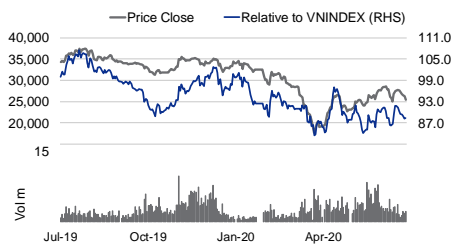
Consensus ratings*: KQ 10 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND25.400
Giá mục tiêu:	VND38.000
Giá mục tiêu cũ:	VND38.000
Tỉ lệ tăng/giảm giá:	49,6%
CGS-CIMB / Consensus:	16,7%
Reuters:	VRE.HM
Bloomberg:	VRE VN
Vốn hóa thị trường:	US\$2.489tr
	VND57.716.888tr
GTGD bình quân:	US\$3,51tr
	VND81.906tr
SLCP đang lưu hành :	2.272tr
Free float:	45,0%

*Nguồn: Bloomberg

Các thay đổi chính

- Giảm dự phóng FY20F EPS cốt lõi 27,8%.
- Giảm dự phóng FY21F EPS cốt lõi 23,4%.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1M	3M	12M
Tuyệt đối (%)	-7,6	24,5	-24,9
Tương đ (%)	-3,5	5,3	-12,2

Cổ đông chính	% nắm giữ
Vingroup	60,3

Chuyên viên phân tích

Phan Như Bách
 T (84) 90 928 3119
 E bach.phannhu@vndirect.com.vn

CTCP Vincom Retail

Dấu hiệu hồi phục rõ dần

- Doanh thu Vincome Retail (VRE) Q1/20 giảm 26,2% sv cùng kỳ còn 1.686 tỷ đồng và lợi nhuận giảm 19,5% sv cùng kì còn 492 tỷ đồng.
- Hoạt động mua sắm tại các trung tâm thương mại (TTTM) đã có sự hồi phục sau thời gian giãn cách xã hội, theo dữ liệu của Google và VRE.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 38.000 đồng/cp.

Covid-19 tác động đến kết quả kinh doanh của VRE trong Q1/20

Do sự bùng phát dịch Covid-19 vào T2 và T3/20, doanh thu (DT) Q1/20 của VRE giảm 26,2% sv cùng kỳ, trong đó DT chuyển nhượng bất động sản giảm 66,6% sv cùng kỳ và DT cho thuê mặt bằng giảm 9,4% sv cùng kỳ. Tổng diện tích sàn của VRE tăng 9,7% sv cùng kỳ, nhưng tỷ lệ lấp đầy giảm 4,3 điểm % sau khi VinPro đóng cửa vào cuối 2019. Chúng tôi ước tính giá cho thuê trung bình giảm 9,9% sv cùng kỳ trong Q1/20 khi VRE triển khai gói hỗ trợ 300 tỷ đồng dành cho khách thuê chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. LN Q1/20 giảm 19,5% sv cùng kỳ xuống 492 tỷ đồng, đạt 13,7% dự báo của chúng tôi.

VRE đã triển khai gói hỗ trợ 600 tỷ đồng trong 6T/20

VRE đã chủ động hỗ trợ cho các khách thuê bị tác động bởi Covid-19 với gói hỗ trợ có tổng giá trị 600 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2020 (300 tỷ đồng cho mỗi quý), chủ yếu bằng cách tạm thời giảm giá thuê của các hợp đồng cố định (fix-rate) và triển khai các chương trình khuyến mãi / sự kiện quảng bá nhằm thu hút khách hàng trở lại mua sắm.

Hoạt động mua sắm dần phục hồi sau thời gian giãn cách xã hội

Báo cáo của Google cho thấy số lượng người quay trở lại các khu trung tâm thương mại (TTTM) vào T6/20 đã phục hồi về mức 90 – 100% so với thời điểm trước khi đại dịch xảy ra. VRE cũng cho biết hoạt động mua sắm tại các ngày trong tuần trong T6/20 đạt mức 65-70% sv cùng kỳ, và tỷ lệ này ở các ngày cuối tuần đạt mức 90-100%.

Sự khác biệt trong dự báo của chúng tôi

Chúng tôi giảm doanh thu năm 2020F/21F lần lượt là 15,8%/12,5%, đồng thời giảm lợi nhuận ròng lần lượt là 33,3%/26,9% so với báo cáo trước đây. EPS cốt lõi giảm lần lượt là 27,8%/23,4% do sự ảnh hưởng của Covid-19. EPS 2020 mới thấp hơn 7% so với mức dự báo bình quân theo số liệu của Bloomberg, trong khi EPS năm 2021F/22F cao hơn 4%/16%. Việt Nam đã thành công trong việc chống dịch Covid-19 và ngành bán lẻ đã phục hồi khiến chúng tôi có cái nhìn tích cực hơn so với consensus về mức tăng trưởng giá cho thuê bình quân 2021F (tăng 13,6% sv cùng kỳ) và tốc độ mở rộng diện tích thuê (tăng 18,3% sv cùng kỳ).

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 38.000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu mới là 38.000 đồng/cp (WACC: 12,6%) sau điều chỉnh tác động Covid-19. Giá mục tiêu hiện tại đang dựa trên dự báo VRE sẽ vận hành 3,5 triệu m2 sàn vào 2026F, nhưng có thể mở rộng tới 5,0 triệu m2 sàn vào 2026 theo kế hoạch mới của VRE. Chúng tôi sẽ cập nhật kế hoạch mới trong báo cáo tiếp theo. Tiềm năng tăng giá đến từ tốc độ mở TTTM mới nhanh hơn dự kiến. Rủi ro gồm đợt dịch Covid-19 khác xảy ra trong tương lai.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.124	9.259	9.089	11.545	13.911
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.404	2.848	2.405	3.535	4.528
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.444	1.522	1.393	1.932	2.434
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	53,4%	5,4%	(8,5%)	38,7%	26,0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	21,43	17,11	18,24	13,15	10,44
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	0	2	0	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,01%	0,00%	5,91%	5,91%
EV/EBITDA (lần)	10,77	9,99	9,35	7,55	6,31
P/FCFE (lần)	64,83	17,81	20,86	26,69	18,64
Vốn vay	1,20%	5,20%	0,90%	7,00%	9,50%
P/BV (lần)	1,75	2,14	1,97	1,97	1,90
ROE	11,2%	12,6%	11,3%	15,0%	18,5%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,91	1,01	1,08

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty S

Dấu hiệu hồi phục rõ dần

Covid-19 tác động đến kết quả kinh doanh của VRE trong Q1/20

DT Q1/20 của VRE giảm 26,2% sv cùng kỳ, trong đó DT chuyển nhượng bất động sản giảm 66,6% sv cùng kỳ và DT cho thuê mặt bằng giảm 9,4% sv cùng kỳ, chủ yếu do gói hỗ trợ 300 tỷ đồng cho khách thuê chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Tổng diện tích sàn của VRE tăng 9,7% sv cùng kỳ, nhưng tỷ lệ lấp đầy giảm 4,3 điểm % sau khi VinPro đóng cửa vào cuối 2019. LN Q1/20 giảm 19,5% sv cùng kỳ xuống 492 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 13,7% dự báo trước đây của chúng tôi.

Tổng diện tích sàn bán lẻ của VRE vào cuối Q1/20 duy trì mức 1,6 triệu m2, không đổi so với cuối năm 2019 do không có trung tâm bán lẻ mới được mở. Tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM giảm từ mức 89,2% vào Q1/19 xuống còn 84,9% trong Q1/20, phần lớn là do chịu ảnh hưởng của việc VinPro đóng cửa cuối năm 2019.

Hình 1: So sánh kết quả Q1/20 của VRE

tỷ đồng	Q1/19	Q1/20	% yoy	sv dự phòng 2020	Đánh giá
Doanh thu thuần	2.284	1.686	-26,2%	15,6%	
<i>Doanh thu cho thuê</i>	<i>1.600</i>	<i>1.449</i>	<i>-9,4%</i>	<i>17,4%</i>	Thấp hơn ước tính của chúng tôi
<i>Doanh thu chuyển nhượng BĐS</i>	<i>601</i>	<i>201</i>	<i>-66,6%</i>	<i>9,0%</i>	
LNG	972	759	-21,9%	14,1%	Biên LNG tăng từ 42,6% trong Q1/19 lên mức 45% trong Q1/20 nhờ vào thay đổi danh mục sản phẩm với biên LNG cao hơn từ chuyển nhượng bất động sản (67% trong Q1/20 so với 23% trong Q1/19) trong khi BLNG của hoạt động cho thuê bất động sản giảm từ 54,4% trong Q1/19 xuống còn 46,1% trong Q1/20 do gói hỗ trợ trị giá 300 tỷ đồng mà VRE đã triển khai.
<i>BLNG</i>	<i>42,6%</i>	<i>45,0%</i>	<i>+2,4% pts</i>	<i>+1,3% pts</i>	
Chi phí bán hàng	92	61	27,1%	14,9%	
% doanh thu:	8,5%	8,7%	+0,2% pts	+4,9% pts	
Chi phí quản lý	116	90	22,3%	15,6%	
% doanh thu:	3,0%	2,9%	-0,1% pts	-2,4% pts	
LNST	611	492	-19,5%	13,7%	Thấp hơn ước tính của chúng tôi
<i>Biên lợi nhuận</i>	<i>26,8%</i>	<i>29,2%</i>	<i>+2,4% pts</i>	<i>+2,7% pts</i>	

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

VRE đã triển khai gói hỗ trợ 600 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2020

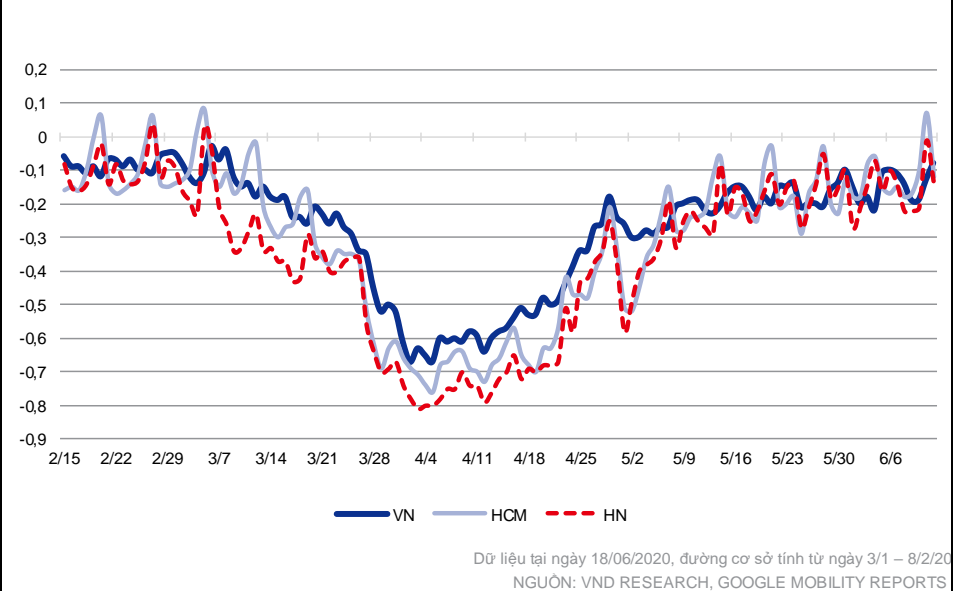
Sau sự bùng phát dịch bệnh Covid-19 tại Việt Nam, hoạt động mua sắm tại các TTTM của VRE giảm trong T2 và T3/20, với mức giảm lần lượt là 30% và 54% sv cùng kỳ. VRE đã triển khai gói hỗ trợ phòng chống dịch bệnh đến các khách thuê bị ảnh hưởng bởi Covid-19 trị giá 600 tỷ đồng (300 tỷ đồng trong mỗi quý), chủ yếu bằng phương pháp giảm giá thuê tạm thời cho các hợp đồng giá cố định (fix-rate) và triển khai các chương trình khuyến mãi / sự kiện quảng bá nhằm thu hút khách hàng trở lại mua sắm sau khi dịch bệnh đã được kiểm soát tại Việt Nam.

Hoạt động mua sắm dần phục hồi sau thời gian giãn cách xã hội

Báo cáo hoạt động di chuyển của Google cho thấy số lượng người quay trở lại các TTTM vào T6/20 đã phục hồi về mức 90-100% so với thời điểm trước khi đại dịch xảy ra (là đường cơ sở của Google, tính toán dựa vào dữ liệu từ ngày 3/1/2020 đến ngày 6/2/2020). Cụ thể hơn, vào ngày 12/6/2020, mật độ người dân đến các TTTM trên toàn quốc hồi phục về 92% so với đường cơ sở, sau khi giảm mạnh chỉ còn 30% vào T4/20. Cũng trong ngày 12/6/2020, mật độ di chuyển tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, hai trung tâm kinh tế của đất nước, có mức giảm lớn hơn so với mức giảm bình quân cả nước, lần lượt giảm 14% và 12% so với đường cơ sở.

VRE cũng cho biết hoạt động mua sắm tại các ngày trong tuần trong T6/20 đạt mức 65-70% sv cùng kỳ, và tỷ lệ này ở các ngày cuối tuần đạt mức 90-100%. Một số TTTM thậm chí còn ghi nhận hoạt động mua sắm đạt mức 200% so với cùng kỳ, nhờ vào chương trình Lễ Hội Hè với các hoạt động và sự kiện hấp dẫn.

Hình 2: Hoạt động mua sắm tại Việt Nam dần hồi phục về mức trước dịch Covid-19 trong T5 và T6/20.



Điều chỉnh dự phóng năm 2020-21F

Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2020-21F lần lượt là 15,8%/12,5% so với dự phóng trước đây nhằm phản ánh: 1) VRE tạm ngưng việc mở cửa Vincom+ và Vincom Plaza và chỉ mở 3 TTTM Vincom Megamall mới trong năm 2020, 2) Gói hỗ trợ 600 tỷ đồng của VRE dành cho khách thuê trong 6T/20, 3) Giảm mức tăng giá thuê mặt bằng trên hợp đồng trong năm 2020 (xuống 3% so với mức 9% trong dự phóng trước của chúng tôi) do tác động của Covid-19, và 4) Tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM giảm sau khi VinPro đóng cửa và VRE cần thời gian để lấp đầy lại trong năm 2020. Do đó, chúng tôi đã giảm lợi nhuận ròng năm 2020-21F lần lượt là 33,3%/26,9% so với báo cáo trước đây. EPS cốt lõi giảm lần lượt là 27,8%/23,4% trong năm 2020-21F

Hình 3: Thay đổi dự phóng

	2020			2021			2022 Đánh giá	
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ		
Doanh thu thuần	10.791	9.089	-15,8%	13.191	11.545	-12,5%	13.911	
Doanh thu cho thuê	8.335	6.633	-20,4%	10.501	8.855	-15,7%	10.964	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng năm 2020F/21F do 1) VRE tạm ngưng việc mở cửa Vincom+ và Vincom Plaza và chỉ mở cửa 3 TTTM Vincom Megamall mới trong năm 2020, 2) tỷ lệ lấp đầy và giá thuê mặt bằng giảm do tác động của Covid-19
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	2.230	2.230	0,0%	2.453	2.453	0,0%	2.698	
Tăng trưởng DTT	16,5%	-1,8%	+0,0% pts	22,2%	27,0%	+0,0% pts	20,5%	
LNG	5.396	3.970	-26,4%	7.042	5.526	-21,5%	6.944	
BLNG	50,0%	43,7%	-6,3% pts	53,4%	47,9%	-5,5% pts	49,9%	BLNG giảm sau điều chỉnh do gói hỗ trợ khách thuê trong 6T20
Chi phí bán hàng	409	398	-2,7%	472	438	-7,2%	502	
% doanh thu:	3,8%	4,4%	+0,6% pts	3,6%	3,8%	+0,2% pts	3,6%	
Chi phí quản lý	577	564	-2,3%	662	643	-2,9%	767	
% doanh thu:	5,3%	6,2%	+0,9% pts	5,0%	5,6%	+0,6% pts	5,5%	
Lợi nhuận hoạt động	4.410	3.008	-31,8%	5.908	4.445	-24,8%	5.675	
LNNT	4.560	3.044	-33,2%	6.119	4.476	-26,9%	5.733	
LNST	3.602	2.405	-33,2%	4.833	3.536	-26,8%	4.529	
Biên LN	33,4%	26,5%	-6,9% pts	36,6%	30,6%	-6,0% pts	32,6%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Định giá: Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 38.000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu mới là 38.000 đồng/cp (WACC: 12,6%) sau khi giảm doanh thu lần lượt là 15,8%/12,5%, giảm lợi nhuận ròng 33,3%/26,9% và giảm EPS cốt lõi 27,8%/23,4% trong năm 2020F/21F so với dự phóng trước đây, sau khi điều chỉnh tác động của dịch Covid-19 đến hoạt động kinh doanh của VRE.

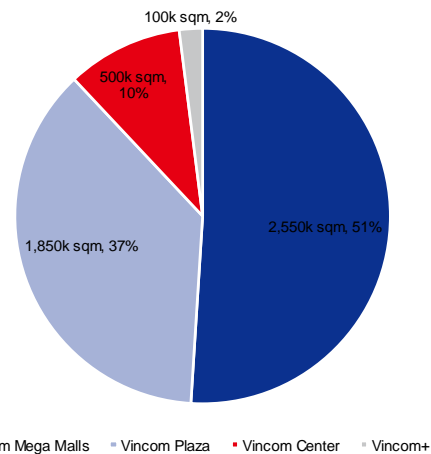
Giá mục tiêu hiện tại đang dựa trên dự báo VRE sẽ vận hành 3,5 triệu m2 sàn vào 2026F, nhưng con số này có thể tăng lên mức 5,0 triệu m2 sau khi VRE đưa ra kế hoạch mới, tầm nhìn đến năm 2026F với việc tập trung vào triển khai hàng loạt TTTM mới, đặc biệt là TTTM Vincom Megamall. Theo kế hoạch mới của VRE, hơn 158 TTTM sẽ được đưa vào hoạt động vào năm 2026, tăng tổng diện tích sàn 3,13 lần so với tổng diện tích sàn vào T3/20 (tương đương với tốc độ tăng trưởng hàng năm kép giai đoạn 2020-26 đạt mức 19%), hiện diện tại 63 tỉnh thành trên toàn quốc. Do ảnh hưởng của dịch Covid-19 và suy thoái kinh tế có thể làm chậm tiến độ tốc độ mở TTTM mới, chúng tôi vẫn sẽ sử dụng dự báo tổng diện tích sàn của VRE tới năm 2026 sẽ ở mức 3,5 triệu m2, và sẽ cập nhật kế hoạch mới của VRE trong báo cáo tiếp theo.

Hình 4: Kế hoạch phát triển mới của VRE đến năm 2026F

	2017 (IPO)	2019	2020	...	2026F
Số TTTM	40	79	82	...	158
	CAGR = 27%		CAGR = 12%		
Diện tích sàn (ngàn m2)	1.120	1.600	1.770	...	5.000
	CAGR = 17%		CAGR = 19%		
Số tỉnh / thành bao phủ	24	43	43	...	63
Tỷ lệ bao phủ	38%	68%	68%	...	100%

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 5: Diện tích sàn theo loại TTTM theo dự kiến của VRE vào năm 2026F



NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Ở mức giá hiện tại VRE vẫn có tiềm năng tăng giá 49,6% so với mức giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi tin rằng VRE xứng đáng được giao dịch ở mức P/E và P/BV cao hơn so với các công ty cùng ngành, với P/E 20,9x và P/BV 2,2x, cao hơn mức trung bình các công ty cùng ngành lần lượt là P/E 16,6x và P/BV 2,2x, nhờ vào việc Việt Nam đã thành công trong việc chống dịch Covid-19 và sự phục hồi nhanh chóng của mảng bán lẻ sau thời gian giãn cách xã hội. Tiềm năng tăng giá đến từ tốc độ mở TTTM mới nhanh hơn dự kiến. Rủi ro gồm đợt dịch Covid-19 khác xảy ra trong tương lai.

Hình 6: Định giá chiết khấu dòng tiền

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	32.616	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	54.306	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	86.922	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	2.177	tỷ đồng
Tổng nợ	(2.785)	tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	86.314	tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	triệu
Giá mục tiêu	38.000	đồng/cp

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Các giả định

Chi phí vốn	
Beta	1,00
Phần bù rủi ro thị trường	10,1%
Chi phí vốn	14,1%
Chi phí nợ	5,0%
WACC	12,6%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 8: Dòng tiền chiết khấu

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	3.008	4.445	5.675	6.995	8.498	9.727	11.959	13.702	15.313	16.664	17.936
Thuế	-639	-940	-1.204	-1.499	-1.846	-2.137	-2.641	-3.041	-3.412	-3.733	-4.100
Khấu hao	1.772	1.970	2.183	2.406	2.649	2.908	3.164	3.444	3.738	4.054	4.076
Capex	-3.257	-4.015	-4.285	-4.691	-4.754	-5.009	-5.097	-5.689	-5.861	-6.683	-7.273
Thay đổi vốn lưu động	1.215	707	524	619	1.310	904	659	1.021	974	1.347	1.388
Dòng tiền tự do	2.107	2.176	2.904	3.840	5.868	6.813	8.059	9.455	10.772	11.671	12.051

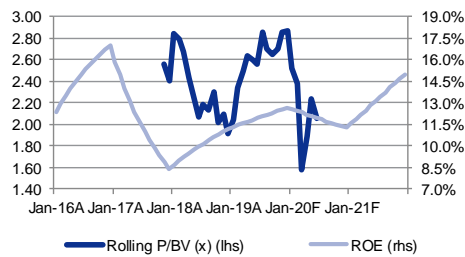
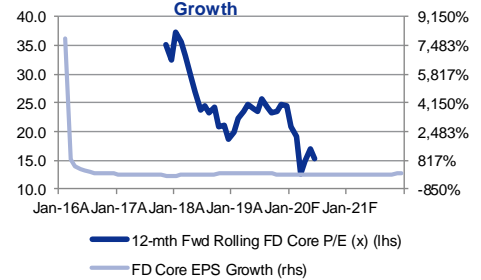
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: So sánh cùng ngành

Tên công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá cổ phiếu (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Giá trị vốn hóa (Tr USD)	P/E (x)			3-year EPS CAGR (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	FY20F	FY21F		TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F
Các công ty ngành BDS bán lẻ																		
Vincom Retail JSC	VRE VN	KQ	25,400	38,000	2,489	20.9	22.1	16.6	5.6%	2.2	2.0	1.9	10.3%	9.4%	11.9%	7.7%	7.2%	8.4%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	KKN	31.90	na	18,502	24.4	33.5	24.2	16.9%	3.1	2.8	2.6	12.8%	8.6%	11.2%	5.6%	4.1%	5.4%
Central Pattana PCL	CPN TB	KQ	49.00	63.25	7,090	16.4	31.7	20.1	11.4%	3.3	3.0	2.7	19.9%	9.7%	13.6%	7.1%	4.0%	5.6%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON LJ	KQ	426.0	700.0	1,429	9.9	10.0	9.0	18.3%	1.5	1.2	1.1	15.2%	11.5%	12.2%	7.9%	7.9%	8.2%
Platinum Group PCL	PLAT TB	KKN	3.08	na	279	15.8	na	na	1.6%	0.9	na	na	5.9%	na	na	4.3%	na	na
Trung bình ngành BDS bán lẻ					6,825	16.6	25.1	17.8	12.1%	2.2	2.3	2.1	13.5%	9.9%	12.3%	6.2%	5.3%	6.4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, CGS-CIMB

*Giá tại ngày 29/6/2020, các tham số dựa trên dữ liệu của Bloomberg

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	9.124	9.259	9.089	11.545	13.911
Lợi nhuận gộp	3.641	4.405	3.970	5.526	6.944
LN hoạt động thuần	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Chi phí khấu hao	(1.157)	(1.447)	(1.780)	(1.979)	(2.194)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	2.891	3.585	3.008	4.445	5.675
TN từ hoạt động kinh doanh	102	(37)	6	(7)	12
TN trước thuế từ các công ty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	60	30	30	38	46
Lợi nhuận trước thuế	3.876	4.398	4.006	5.557	7.002
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	3.053	3.578	3.044	4.476	5.733
Thuế	(640)	(729)	(639)	(940)	(1.204)
Lợi nhuận đặc biệt sau thuế					
Lợi nhuận sau thuế	2.413	2.849	2.405	3.536	4.529
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(9)	(0)	(0)	(1)	(1)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ					
Điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.404	2.848	2.405	3.535	4.528
Lợi nhuận ròng thường xuyên	3.055	3.501	3.164	4.389	5.530
Lợi nhuận ròng thường xuyên pha loãng	3.055	3.501	3.164	4.389	5.530

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Lãi/(lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	294	(588)	1.215	707	524
Tăng (Giảm) khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	60	30	30	38	46
Dòng tiền hoạt động khác	151	58	(109)	(199)	88
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(417)	(303)	(254)	(338)	(386)
Thuế đã trả	(561)	(663)	(639)	(940)	(1.204)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.574	3.567	5.032	5.693	6.937
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.578)	(3.942)	(3.257)	(4.015)	(4.285)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	585	1.611	14	16	18
Thanh lý bất động sản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn / mua công ty con	(2)	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	2.631	2.127	(732)	(249)	(250)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư khác	636	(205)	(3.975)	(4.248)	(4.517)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(3.200)	0	1.710	718	677
Tiền từ phát hành cổ phiếu, góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại cổ phiếu đã phát hành	0	(1.954)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	0	(2.451)	0	(3.493)	(3.493)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	73	248	262
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(3.200)	(4.405)	1.783	(2.527)	(2.554)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH (TT)

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	2.431	1.388	4.228	3.146	3.012
Tài sản đang phát triển					
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.048	724	562	612	735
Hàng tồn kho	902	986	1.084	1.192	1.311
Tài sản ngắn hạn khác	2.742	1.270	1.451	1.843	2.220
Tổng tài sản ngắn hạn	7.123	4.368	7.324	6.793	7.278
Tài sản cố định	282	450	418	394	380
Tổng đầu tư	28.261	28.764	30.257	32.497	34.775
Tài sản vô hình	505	430	430	428	432
Tài sản dài hạn khác	2.512	1.810	2.805	3.167	3.596
Tổng tài sản dài hạn	31.561	31.454	33.911	36.486	39.184
Vay & nợ ngắn hạn	18	19	91	115	139
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	6.218	4.721	5.943	6.974	8.177
Nợ ngắn hạn khác	24	27	29	33	38
Tổng nợ ngắn hạn	6.260	4.768	6.063	7.123	8.355
Vay & nợ dài hạn	2.762	2.765	4.404	5.097	5.751
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	1.152	1.340	1.413	1.661	1.923
Tổng nợ dài hạn	3.915	4.105	5.817	6.758	7.674
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	10.174	8.872	11.879	13.881	16.029
Vốn chủ sở hữu	28.468	26.916	29.321	29.363	30.397
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	34	34	35	36
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	28.509	26.950	29.355	29.398	30.433

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	65,3%	1,5%	(1,8%)	27,0%	20,5%
Tăng trưởng LNHHĐKD	28,4%	22,0%	(1,7%)	30,5%	21,8%
Biên LNHHĐKD	52,6%	63,2%	63,3%	65,0%	65,7%
Lợi nhuận trên cổ phiếu (đồng)	(178)	(615)	(117)	(909)	(1.267)
Giá trị sổ sách/cp	14.535	11.845	12.903	12.922	13.377
Khả năng thanh toán lãi vay	8,90	14,60	15,70	16,40	18,00
Thuế suất hiệu dụng	21,0%	20,4%	21,0%	21,0%	21,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	66,8%	NA	75,7%	60,3%
Số ngày phải thu	20,30	17,30	17,30	15,30	15,70
Số ngày tồn kho	90,50	71,00	74,00	69,00	65,60
Số ngày phải trả	149,4	206,0	183,3	202,6	204,1
ROIC (%)	32%	202%	344%	569%	884%
ROCE (%)	13,4%	15,3%	13,3%	17,1%	20,7%
ROAA	8,2%	9,9%	8,7%	10,9%	12,9%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

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 – Phó Giám đốc Khối 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>