

| KHUYẾN NGHỊ         |        | MUA                       | CTCP VINCOM RETAIL (HSX: VRE)<br>ĐIỂM RƠI BÀN GIAO 2H.2023 |                       |       |
|---------------------|--------|---------------------------|------------------------------------------------------------|-----------------------|-------|
| Giá hiện tại:       | 29,600 | Ngày viết báo cáo:        | 08/09/2023                                                 | CƠ CẤU CỔ ĐÔNG        |       |
| Giá mục tiêu trước: | 36,200 | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | 2,272                                                      | SADO Trading Comm JSC | 40.5% |
| Giá mục tiêu mới:   | 38,900 | Vốn hóa (tỷ VND)          | 67,261                                                     | Tập đoàn Vingroup     | 18.4% |
| Tỷ suất cổ tức      |        | Thanh khoản bình quân:    | 4,850,490                                                  |                       |       |
| Tiềm năng tăng giá  | 31%    | Sở hữu nước ngoài         | 32.7%                                                      |                       |       |

Bộ phận Research:

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

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với Báo cáo Cập nhật ngày 31/05/2023, VRE ghi nhận mức tăng 9.4% thấp hơn 13.9% của VNIndex. Tính từ đầu năm 2023, diễn biến giá VRE có độ trễ so với thị trường với hiệu suất +15.2% YTD so với +21.5% YTD của VNIndex.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE và nâng mức giá mục tiêu lên **38,900 VNĐ/CP (upside +31%)** khi áp dụng mức EBITDA năm 2024F làm năm tham chiếu thay vì 2023F như Báo cáo trước.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**Năm 2023:** BSC điều chỉnh tăng dự báo KQKD do tiến độ xây dựng các dự án BĐS tốt hơn kỳ vọng, qua đó, DTT đạt 9,631 tỷ VND (+32% YoY, +7% so với dự báo trước) và LNST đạt 3,886 tỷ VND (+44% YoY, +11% so với dự báo trước), EPS 2023F = 1,669 VND/cp, PE 2023F = 18.2x và P/B 2023F = 1.85x

**Năm 2024:** BSC dự báo, VRE sẽ ghi nhận DTT đạt 9,875 tỷ VND (+3% YoY) và LNST đạt 4,152 tỷ VND (+7% YoY), EPS 2024F = 1,783 VND/cp, PE 2024F = 17.0x, P/B 2024F = 1.66x

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Định giá hấp dẫn** khi VRE đang giao dịch tại EV/EBITDA 2023F và 2024F lần lượt 10.6x và 9.9x – thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn.
- Tỷ lệ lấp đầy TTM và công tác triển khai shophouse** tốt là yếu tố dẫn dắt cho mức phục hồi ấn tượng trong 2023-2024.
- Thị trường bán lẻ hiện đại của Việt Nam nhiều tiềm năng trong dài hạn**, được ủng hộ bởi điều kiện vĩ mô ổn định, tốc độ tăng trưởng tăng lớp trung lưu cao và các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi.

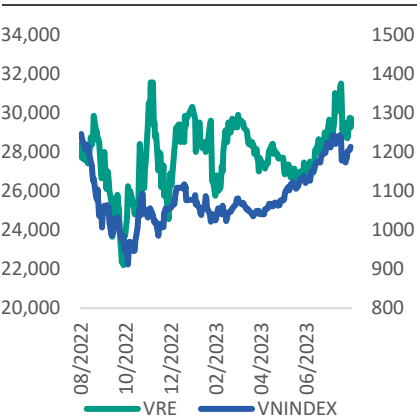
RỦI RO

- Rủi ro lạm phát, suy thoái ảnh hưởng đến sức tiêu dùng của thị trường
- Rủi ro tiến độ khai trương các TTTM mới chậm hơn dự kiến

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

**KQKD 2Q2023:** Trong 2Q2023, VRE ghi nhận DTT đạt 2,173 tỷ VND (+18% YoY), trong đó (1) mảng kinh doanh BĐS ghi nhận phục hồi đạt 197 tỷ VND (+22.6x YoY) với 23 sản phẩm tại Vincom Điện Biên được bàn giao, (2) mảng cho thuê BĐS đạt 1,943 tỷ VND (+7% YoY) với tỷ lệ lấp đầy cải thiện từ 82.5% lên 85.5%. Nhờ dòng tiền tốt từ vận hành TTTM, VRE đã hoàn tất thanh toán 1,050 tỷ VND trái phiếu đáo hạn trong 2Q23 giúp chi phí tài chính giảm -9% trong khi doanh thu tài chính tăng 166% YoY. Qua đó, LNST-CĐTS đạt 1,001 tỷ VND (+29%YoY).

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



| Chỉ số        | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|------|------|-------|-------|
| PE (x)        | 52.4 | 25.2 | 17.7  | 16.6  |
| PB (x)        | 2.20 | 2.02 | 1.81  | 1.63  |
| EV/EBITDA (x) | 20.6 | 14.1 | 10.6  | 9.9   |
| ROE (%)       | 4.3% | 8.2% | 10.4% | 10.0% |
| ROA (%)       | 3.5% | 6.4% | 8.8%  | 8.6%  |

| KQKD               | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần    | 5,891 | 7,309 | 9,631 | 9,875 |
| Lợi nhuận gộp      | 2,392 | 3,764 | 5,135 | 5,207 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,315 | 2,735 | 3,886 | 4,152 |
| EPS                | 564   | 1,174 | 1,669 | 1,783 |
| Tăng trưởng EPS    | -45%  | 108%  | 42%   | 7%    |

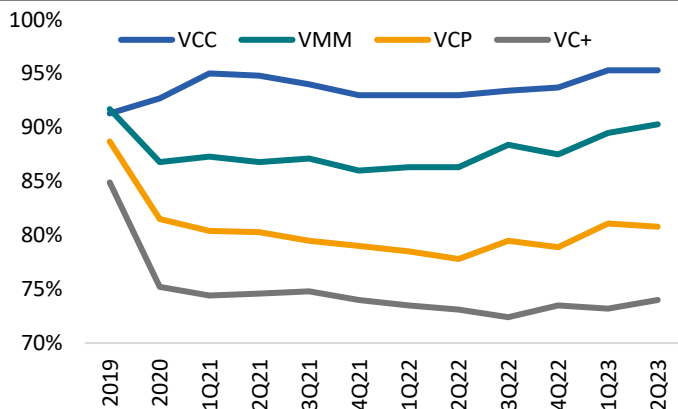
## I. CẬP NHẬT KQKD 1H2023

Tóm tắt KQKD 1H2023

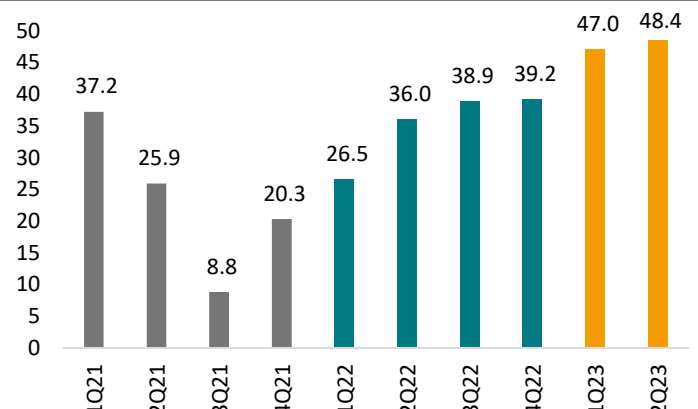
| (Đơn vị: tỷ VND)             | 2Q22         | 2Q23         | %YoY       | 1H22         | 1H23         | %YoY       | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>       | <b>1,849</b> | <b>2,173</b> | <b>18%</b> | <b>3,219</b> | <b>4,116</b> | <b>28%</b> | <b>Trong 2Q2023, VRE ghi nhận DTT đạt 2,173 tỷ VND (+18% YoY), trong đó (1) mảng kinh doanh BĐS ghi nhận phục hồi đạt 197 tỷ VND (+22.6x YoY) với 23 sản phẩm tại Vincom Điện Biên được bàn giao, (2) mảng cho thuê BĐS đạt 1,943 tỷ VND (+7% YoY) với tỷ lệ lấp đầy cải thiện từ 82.5% lên 85.5%. Nhờ dòng tiền tốt từ vận hành TTTM, VRE đã hoàn tất thanh toán 1,050 tỷ VND trái phiếu đáo hạn trong 2Q23 giúp chi phí tài chính giảm -9% trong khi doanh thu tài chính tăng 166% YoY. Qua đó, LNST-CĐTS đạt 1,001 tỷ VND (+29%YoY).</b><br><br><b>Tính chung 1H2023, VRE đã hoàn thành 39.8% kế hoạch doanh thu và 43.2% kế hoạch LNST. Tỷ lệ nợ ròng/TTS tiếp tục được cải thiện -12% so với -9% cuối năm 2022.</b> |
| - Chuyển nhượng BĐS          | 8            | 197          | 2262%      | 93           | 200          | 116%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| - Cho thuê BĐS & cung cấp DV | 1,822        | 1,943        | 7%         | 3,068        | 3,857        | 26%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| - Khác                       | 19           | 32           | 71%        | 58           | 59           | 3%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>         | <b>1,061</b> | <b>1,189</b> | <b>12%</b> | <b>1,672</b> | <b>2,378</b> | <b>42%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí bán hàng             | (34)         | (44)         | 31%        | (88)         | (73)         | -18%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí QLDN                 | (105)        | (74)         | -30%       | (192)        | (153)        | -21%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| %SG&A/Revenue                | 7%           | 5%           |            | 9%           | 5%           |            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>EBIT</b>                  | <b>923</b>   | <b>1,072</b> | <b>16%</b> | <b>1,392</b> | <b>2,152</b> | <b>55%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Doanh thu tài chính          | 104          | 278          | 166%       | 207          | 502          | 142%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí tài chính            | (88)         | (80)         | -9%        | (178)        | (180)        | 2%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>LNST</b>                  | <b>959</b>   | <b>1,268</b> | <b>32%</b> | <b>1,460</b> | <b>2,517</b> | <b>72%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>LNST</b>                  | <b>773</b>   | <b>1,001</b> | <b>29%</b> | <b>1,151</b> | <b>2,025</b> | <b>76%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>LNST-CĐTS</b>             | <b>773</b>   | <b>1,001</b> | <b>29%</b> | <b>1,150</b> | <b>2,024</b> | <b>76%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| % Biên LNG                   | 57%          | 55%          |            | 52%          | 58%          |            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| % Biên LNR                   | 42%          | 46%          |            | 36%          | 49%          |            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

Nguồn: VRE, BSC Research

Tỷ lệ lấp đầy tại hai mô hình trọng tâm VMM và VCC quay về mức trước đại dịch Covid-19 lần lượt đạt 90.3% và 95.3%



Lượng khách hàng quý tới các TTTM của VRE phục hồi mạnh, 2Q2023 tương đương 97% lượng khách trước đại dịch



Nguồn: VRE

## II. TRIỂN VỌNG DÀI HẠN

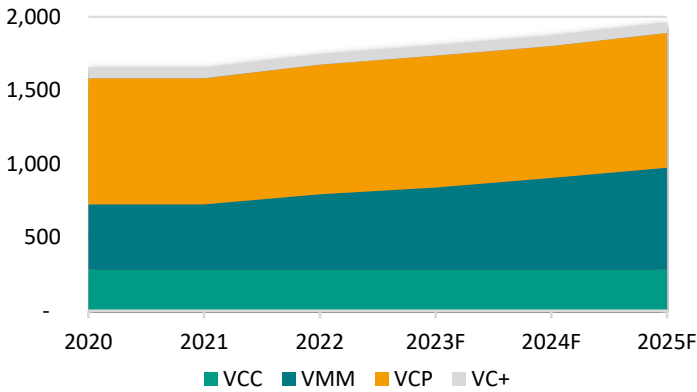
- Mảng cho thuê và vận hành TTM: tỷ lệ lấp đầy được củng cố bởi (1) đa dạng hóa danh mục khách thuê, (2) cam kết hợp tác lâu dài từ khách thuê, (3) lợi thế về hệ sinh thái toàn diện của Tập đoàn Vingroup**

Trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô gặp nhiều khó khăn trong 1H2023, tỷ lệ lấp đầy của VMM và VCC vẫn duy trì mức tăng ấn tượng, lần lượt đạt 90.3% và 95.3% so với 87.5% và 93.7% cuối năm 2022. Chúng tôi tin rằng, vị thế đầu ngành của VRE vẫn sẽ được duy trì từ lợi thế sẵn có bao gồm:

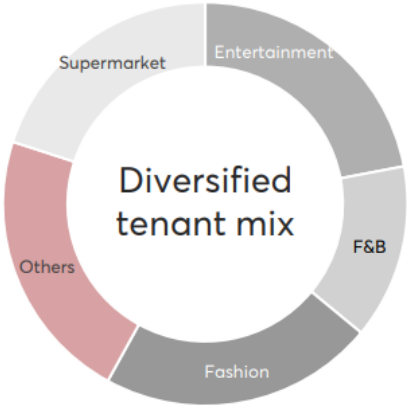
- Lợi thế từ hệ sinh thái toàn diện của Tập đoàn Vingroup:** Các TTTM mới luôn đi kèm lưu lượng khách hàng tốt khi vị trí hướng đến các đại đô thị do Vinhomes phát triển. Xu hướng dịch chuyển sang các khu vực ngoại thành (tier 1.5 – tier 2) của các nhà bán lẻ, phù hợp với mô hình Vincom Mega Mall – trọng tâm phát triển của VRE. Chiến lược này của Công ty và các nhà bán lẻ tương đối phù hợp trong bối cảnh hiện tại vì (1) quỹ đất nội thành hạn chế, (2) nhu cầu nhà ở/người tiêu dùng dần dịch chuyển sang các khu vực ngoại thành khi hạ tầng giao thông được cải thiện, tập trung vào các đại dự án, khu đô thị đầy đủ tiện ích.
- Đa dạng hóa danh mục khách thuê nhằm đảm bảo sự ổn định, giảm sự phụ thuộc vào một tệp khách hàng cố định:** Cấu trúc doanh thu từ hợp đồng thuê cố định luôn duy trì 80% giúp doanh nghiệp tránh được những tác động tiêu cực trong ngắn hạn

của cầu tiêu dùng. Bên cạnh đó, tệp khách hàng cũng trở nên đa dạng hơn về ngành nghề chia đều cho các mảng dịch vụ ăn uống, thời trang, giải trí và siêu thị. Các khách hàng có xu hướng cam kết thuê dài hạn (thời hạn thuê trung bình 3.8 năm), và mở rộng tại hệ thống TTTM của Vincom Retail nhờ (1) mối quan hệ hợp tác đã xây dựng từ lâu, (2) lượng khách hàng tới các TTTM ổn định.

NSA kỳ vọng tăng trưởng 1% YoY trong 2023F và 4% YoY trong 2024F nhờ vào vận hành VCP Hà Giang và VMM Grand Park



Đa dạng hóa danh mục khách thuê đảm bảo sự ổn định và giảm phụ thuộc vào một tệp khách hàng cố định



Nguồn: VRE, BSC Research

2. Mảng kinh doanh BĐS là yếu tố dẫn dắt cho tăng trưởng ấn tượng của doanh nghiệp trong 2023-2024.

Trong 2Q23, VRE đã bắt đầu bàn giao 23/41 sản phẩm shophouse đầu tiên tại Vincom Shophouse Điện Biên. Dựa trên tiến độ xây dựng hiện tại tại Vincom Shophouse Royal Park (Quảng Trị), chúng tôi kỳ vọng VRE có thể bắt đầu bàn giao các sản phẩm tại dự án này từ 3Q2023 và sẽ là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng chính cho năm 2023.

| Tiến độ                                                                             | Dự án                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|   | <b>Vincom Shophouse Royal Park</b><br>Vị trí: Quảng Trị<br>Quy mô: 53,000 m2<br>Số lượng sản phẩm: 515<br>Presales (tỷ VND): 2,377<br>Giai đoạn bàn giao: Dự kiến từ 3Q2023                  |
|  | <b>Vincom Shophouse Điện Biên</b><br>Vị trí: Điện Biên<br>Quy mô: 7,600 m2<br>Số lượng sản phẩm: 41<br>Presales (tỷ VND): 273<br>Giai đoạn bàn giao: Đã bàn giao 23/41 sản phẩm trong 2Q2023 |

Nguồn: VRE

### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2023F, Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng KQKD năm 2023 của VRE với DTT = 9,631 tỷ VND (+31.8% yoy, tăng +7.3% so với dự báo cũ), LNST-CĐTS = 3,886 tỷ VND (+42.1% yoy, tăng +10.8% so với dự báo cũ) dựa trên các yếu tố:

- Mảng chuyển nhượng BĐS: doanh thu đạt 1,740 tỷ VND (tăng +50% so với dự báo trước) do tiến độ xây dựng và bàn giao tốt hơn kỳ vọng ban đầu.
- Mảng cho thuê TTTM và cung cấp dịch vụ: doanh thu đạt 7,785 tỷ VND (+1.0% so với dự báo trước) dù thời điểm vận hành VMM Grand Park chậm hơn kỳ vọng (Doanh nghiệp kỳ vọng có thể khai trương từ đầu 2Q2024) do nhận thấy tỷ lệ lấp đầy tốt hơn kỳ vọng ban đầu.

Năm 2024F, BSC dự báo VRE sẽ ghi nhận DTT = 9,875 tỷ VND (+2.5% YoY) và LNST-CĐTS = 4,152 tỷ VND (+6.9% YoY). Tăng trưởng chủ yếu đến từ việc doanh nghiệp bắt đầu vận hành VMM Grand Park từ 2Q2023 tương ứng với mức tăng NSA +4% YoY cho năm 2024.

| (Đơn vị: tỷ VND)                   | 2022A        | 2023F cũ     | 2023F mới    | % Điều chỉnh | % YoY        | 2024F        | % YoY       |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>             | <b>7,309</b> | <b>8,972</b> | <b>9,631</b> | <b>7.3%</b>  | <b>31.8%</b> | <b>9,875</b> | <b>2.5%</b> |
| - Chuyển nhượng BĐS                | 381          | 1,160        | 1,740        | 50.0%        | 356.9%       | 1,560        | -10.3%      |
| - Cho thuê BĐS và cung cấp dịch vụ | 6,811        | 7,706        | 7,785        | 1.0%         | 14.3%        | 8,209        | 5.5%        |
| - Khác                             | 116          | 106          | 106          | -0.2%        | -8.8%        | 106          | 0.0%        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>               | <b>3,764</b> | <b>4,668</b> | <b>5,135</b> | <b>10.0%</b> | <b>36.4%</b> | <b>5,207</b> | <b>1.4%</b> |
| Chi phí bán hàng                   | (172)        | (257)        | (275)        | 7.2%         | 60.2%        | (282)        | 2.5%        |
| Chi phí QLDN                       | (371)        | (551)        | (591)        | 7.3%         | 59.3%        | (606)        | 2.5%        |
| %SG&A/Revenue                      | 7%           | 9%           | 9%           |              |              | 9%           |             |
| <b>EBIT</b>                        | <b>3,220</b> | <b>3,861</b> | <b>4,268</b> | <b>10.6%</b> | <b>32.5%</b> | <b>4,318</b> | <b>1.2%</b> |
| Doanh thu tài chính                | 539          | 723          | 792          | 9.5%         | 47.0%        | 1,091        | 37.9%       |
| Chi phí tài chính                  | (359)        | (259)        | (261)        | 0.8%         | -27.3%       | (283)        | 8.5%        |
| <b>LNTT</b>                        | <b>3,473</b> | <b>4,383</b> | <b>4,857</b> | <b>10.8%</b> | <b>39.9%</b> | <b>5,190</b> | <b>6.9%</b> |
| <b>LNST</b>                        | <b>2,736</b> | <b>3,507</b> | <b>3,886</b> | <b>10.8%</b> | <b>42.0%</b> | <b>2,736</b> | <b>0.0%</b> |
| <b>LNST-CĐTS</b>                   | <b>2,735</b> | <b>3,507</b> | <b>3,886</b> | <b>10.8%</b> | <b>42.1%</b> | <b>4,152</b> | <b>6.9%</b> |
| % Biên LNG                         | 51%          | 52%          | 53%          |              |              | 53%          |             |
| % Biên LNR                         | 37%          | 39%          | 40%          |              |              | 42%          |             |

Nguồn: VRE, BSC Research

#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với Báo cáo Cập nhật ngày 31/05/2023, VRE ghi nhận mức tăng 9.4% thấp hơn 13.9% của VNIndex. Tính từ đầu năm 2023, diễn biến giá cp VRE có độ trễ so với thị trường với hiệu suất +15.2% YTD so với +21.5% YTD của VNIndex.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE và nâng mức giá mục tiêu lên **38,900 VNĐ/CP (upside +31%)** khi áp dụng mức EBITDA năm 2024F làm năm tham chiếu thay vì 2023F như Báo cáo trước. EV/EBITDA mục tiêu = 16.15x cho mảng cho thuê BĐS tương đương mức giao dịch bình quân trong giai đoạn 2020-2022. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% vào giá trị doanh nghiệp do những yếu tố (1) rủi ro bất ổn của kinh tế toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến ngành tiêu dùng/bán lẻ cũng như (2) rủi ro về tiến độ khai trương các TTTM mới chậm hơn dự kiến.

##### Định giá cổ phiếu

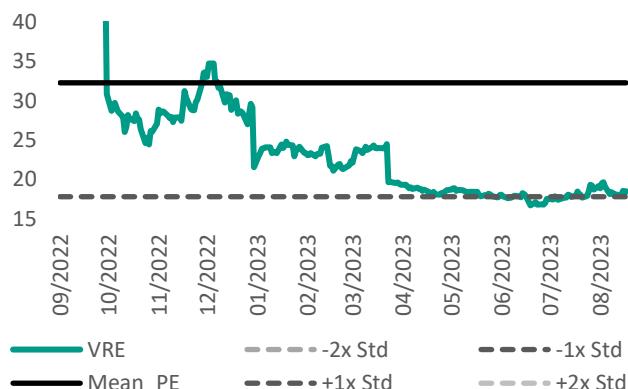
|                                    | Phương pháp | Giá trị       |
|------------------------------------|-------------|---------------|
| Mảng cho thuê BĐS và dịch vụ       | EV/EBITDA   | 90,899        |
| Mảng kinh doanh bất động sản       | DCF         | 825           |
| (+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn         |             | 9,187         |
| (-) Nợ vay                         |             | (2,659)       |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>      |             | 98,253        |
| % Chiết khấu vào giá trị           |             | 10%           |
| <b>Giá trị VCSH sau chiết khấu</b> |             | 88,427        |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành         |             | 2,272         |
| <b>Giá mục tiêu</b>                |             | <b>38,900</b> |
| Giá hiện tại                       |             | 29,600        |
| <b>Upside</b>                      |             | 31%           |
| WACC                               |             | 12.5%         |

##### Độ nhạy của giá mục tiêu khi EV/EBITDA nằm trong biên độ -1 đến +1 độ lệch chuẩn

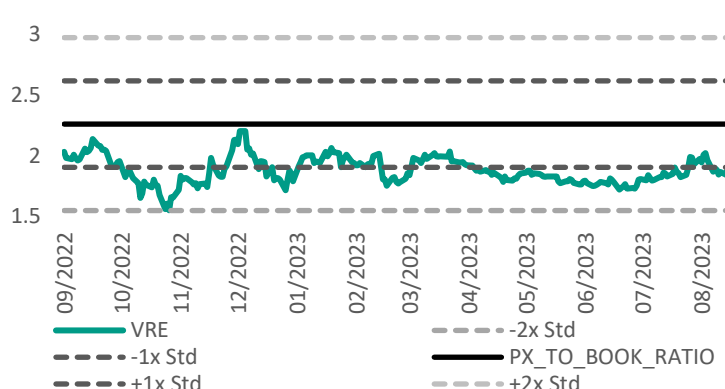
| EV/EBITDA    | 13.0   | 14.0   | 15.0   | 16.2   | 17.0   | 18.3   | 19.0   | 20.0   | 21.0   | 22.0   | 23.7   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Giá mục tiêu | 31,800 | 34,100 | 36,400 | 38,900 | 40,800 | 43,800 | 45,300 | 47,500 | 49,700 | 52,000 | 55,800 |
| Upside       | 7.4%   | 15.2%  | 23.0%  | 31.4%  | 37.8%  | 48.0%  | 53.0%  | 60.5%  | 67.9%  | 75.7%  | 88.5%  |

Nguồn: BSC Resarch

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Resarch tổng hợp



## PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ đồng)               | 2021         | 2022         | 2023F        | 2024F        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>             | <b>5,891</b> | <b>7,309</b> | <b>9,631</b> | <b>9,875</b> |
| Giá vốn hàng bán             | (3,499)      | (3,545)      | (4,495)      | (4,668)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>         | <b>2,392</b> | <b>3,764</b> | <b>5,135</b> | <b>5,207</b> |
| Chi phí bán hàng             | (202)        | (172)        | (275)        | (282)        |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (433)        | (371)        | (591)        | (606)        |
| <b>Lãi/lỗ HDKD</b>           | <b>1,757</b> | <b>3,220</b> | <b>4,268</b> | <b>4,318</b> |
| Doanh thu tài chính          | 387          | 539          | 792          | 1,091        |
| Chi phí tài chính            | (0)          | -            | -            | -            |
| Chi phí lãi vay              | (486)        | (359)        | (261)        | (283)        |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK         | -            | -            | -            | -            |
| Lãi/lỗ khác                  | 34           | 73           | 58           | 64           |
| <b>LN trước thuế</b>         | <b>1,692</b> | <b>3,473</b> | <b>4,857</b> | <b>5,190</b> |
| Thuế thu nhập DN             | (377)        | (737)        | (971)        | (1,038)      |
| <b>LN sau thuế</b>           | <b>1,315</b> | <b>2,736</b> | <b>3,886</b> | <b>4,152</b> |
| CĐTS                         | 1            | 1            | -            | -            |
| <b>LNST-CĐTS</b>             | <b>1,315</b> | <b>2,735</b> | <b>3,886</b> | <b>4,152</b> |
| EBITDA                       | 3,250        | 4,672        | 5,736        | 5,828        |
| EPS                          | 564          | 1,174        | 1,669        | 1,783        |

| LCTT (tỷ đồng)              | 2021           | 2022           | 2023F          | 2024F          |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>(lỗ)/LNST</b>            | <b>1,692</b>   | <b>3,473</b>   | <b>4,857</b>   | <b>5,190</b>   |
| Khấu hao và phân bổ         | 1,492          | 1,452          | 1,467          | 1,510          |
| Thay đổi vốn lưu động       | <b>(657)</b>   | <b>822</b>     | <b>(1,058)</b> | <b>366</b>     |
| Điều chỉnh khác             | (822)          | (639)          | (1,781)        | (2,149)        |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | <b>1,705</b>   | <b>5,108</b>   | <b>3,486</b>   | <b>4,917</b>   |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (1,567)        | (2,538)        | (888)          | (1,591)        |
| Đầu tư khác                 | 2,729          | 1,174          | -              | -              |
| <b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>    | <b>1,162</b>   | <b>(1,364)</b> | <b>(888)</b>   | <b>(1,591)</b> |
| Tiền chi trả cổ tức         | -              | -              | -              | -              |
| Tiền từ vay ròng            | <b>(2,600)</b> | -              | <b>(528)</b>   | <b>225</b>     |
| Tiền thu khác               | (21)           | (21)           | 0              | (0)            |
| <b>LCTT từ HĐ tài chính</b> | <b>(2,621)</b> | <b>(21)</b>    | <b>(528)</b>   | <b>225</b>     |
| Dòng tiền đầu kỳ            | <b>3,051</b>   | <b>3,297</b>   | <b>7,020</b>   | <b>9,090</b>   |
| Tiền trong kỳ               | 246            | 3,723          | 2,070          | 3,552          |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b>    | <b>3,297</b>   | <b>7,020</b>   | <b>9,090</b>   | <b>12,642</b>  |

| CĐKT (Tỷ đồng)                     | 2021          | 2022          | 2023F         | 2024F         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>            | <b>6,827</b>  | <b>10,482</b> | <b>13,808</b> | <b>18,075</b> |
| Tiền và tương đương tiền           | 3,297         | 7,020         | 9,090         | 12,642        |
| Đầu tư ngắn hạn                    | 190           | 97            | 97            | 97            |
| Phải thu ngắn hạn                  | 1,488         | 1,352         | 2,111         | 2,164         |
| Hàng tồn kho                       | 583           | 1,178         | 801           | 831           |
| TS ngắn hạn khác                   | 1,268         | 835           | 1,710         | 2,340         |
| <b>Tài sản dài hạn</b>             | <b>31,047</b> | <b>32,177</b> | <b>30,506</b> | <b>29,997</b> |
| Tài sản hữu hình                   | 439           | 418           | 563           | 622           |
| Tài sản dở dang dài hạn            | 1,256         | 699           | 929           | 961           |
| Đầu tư dài hạn                     | 26,269        | 26,514        | 25,679        | 25,919        |
| Tài sản dài hạn khác               | 3,083         | 4,545         | 3,335         | 2,495         |
| <b>Tổng Tài sản</b>                | <b>37,873</b> | <b>42,659</b> | <b>44,314</b> | <b>48,072</b> |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>            | <b>2,890</b>  | <b>5,818</b>  | <b>3,127</b>  | <b>2,518</b>  |
| Nợ phải trả                        | 526           | 725           | 48            | 499           |
| Vay ngắn hạn                       | 20            | 1,065         | -             | -             |
| Nợ ngắn hạn khác                   | 2,344         | 4,028         | 3,079         | 2,019         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>             | <b>4,333</b>  | <b>3,457</b>  | <b>3,949</b>  | <b>4,164</b>  |
| Vay dài hạn                        | 3,138         | 2,121         | 2,659         | 2,884         |
| Doanh thu chưa thực hiện dài hạn   | 100           | 124           | 124           | 124           |
| Nợ dài hạn khác                    | 1,095         | 1,212         | 1,166         | 1,156         |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>            | <b>7,223</b>  | <b>9,275</b>  | <b>7,076</b>  | <b>6,682</b>  |
| Vốn góp                            | 23,288        | 23,288        | 23,288        | 23,288        |
| Thặng dư vốn cổ phần               | 47            | 47            | 47            | 47            |
| LN chưa phân phối                  | 9,289         | 12,023        | 15,878        | 20,030        |
| Vốn chủ khác                       | (2,006)       | (2,003)       | (2,007)       | (2,007)       |
| Cổ đông thiểu số                   | 35            | 32            | 32            | 32            |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>         | <b>30,653</b> | <b>33,387</b> | <b>37,238</b> | <b>41,390</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>              | <b>37,875</b> | <b>42,663</b> | <b>44,314</b> | <b>48,072</b> |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu) | 2,329         | 2,329         | 2,329         | 2,329         |

| Chỉ số (%)                 | 2021 | 2022  | 2023F | 2024F |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |      |       |       |       |
| Hệ số TT ngắn hạn          | 2.4  | 1.8   | 4.4   | 7.2   |
| Hệ số TT nhanh             | 2.2  | 1.6   | 4.2   | 6.8   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |      |       |       |       |
| Hệ số Nợ/TTS               | 8%   | 7%    | 6%    | 6%    |
| Hệ số Nợ/Nguồn vốn         | 10%  | 10%   | 7%    | 7%    |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |      |       |       |       |
| Số ngày HTK                | 61   | 60    | 65    | 65    |
| Số ngày phải thu           | 92   | 80    | 80    | 80    |
| Số ngày phải trả           | 142  | 270   | 160   | 160   |
| CCC                        | 11   | (130) | (15)  | (15)  |
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b>   |      |       |       |       |
| Biên Lợi nhuận gộp         | 41%  | 51%   | 53%   | 53%   |
| Biên Lợi nhuận ròng        | 22%  | 37%   | 40%   | 42%   |
| ROE                        | 4.3% | 8.2%  | 10.4% | 10.0% |
| ROA                        | 3.5% | 6.4%  | 8.8%  | 8.6%  |
| <b>Định giá</b>            |      |       |       |       |
| PE                         | 52.4 | 25.2  | 17.7  | 16.6  |
| PB                         | 2.20 | 2.02  | 1.81  | 1.63  |
| <b>Tăng trưởng</b>         |      |       |       |       |
| Tăng trưởng DTT            | -29% | 24%   | 32%   | 3%    |
| Tăng trưởng EBIT           | -43% | 83%   | 33%   | 1%    |
| Tăng trưởng LNNT           | -45% | 108%  | 42%   | 7%    |
| Tăng trưởng EPS            | -45% | 108%  | 42%   | 7%    |

## 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>**

