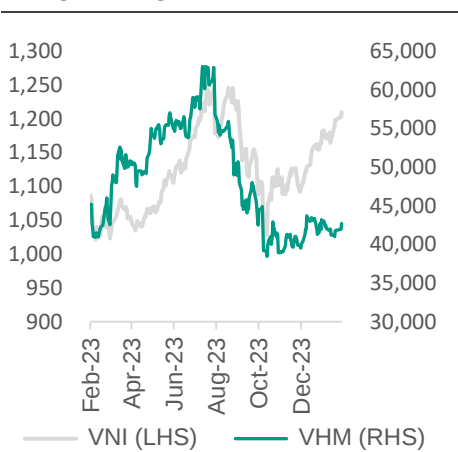


Ngành: Bất động sản | BSC RESEARCH

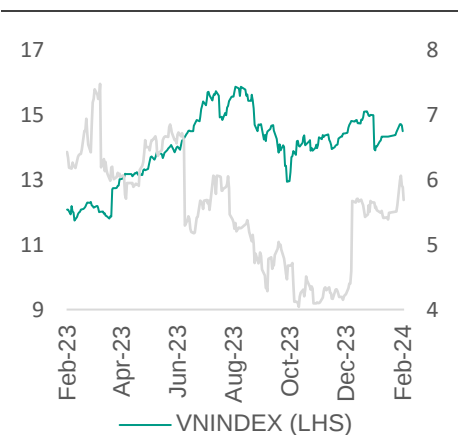
| KHUYẾN NGHỊ         |        | MUA | CTCP VINHOMES (HSX: VHM)  |            |
|---------------------|--------|-----|---------------------------|------------|
| Giá hiện tại:       | 43,400 |     | Ngày viết báo cáo:        | 29/02/2024 |
| Giá mục tiêu trước: | 60,900 |     | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | 4,354      |
| Giá mục tiêu mới:   | 62,500 |     | Vốn hóa (tỷ VND)          | 188,980    |
| Tỷ suất cổ tức      |        |     | Thanh khoản bình quân:    | 217        |
| Tiềm năng tăng giá  | 43.5%  |     | Sở hữu nước ngoài         | 22.47%     |

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

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với [Báo cáo gần nhất \(27/12/2023\)](#), VHM ghi nhận hiệu suất đầu tư đạt +7% so với 9.3% của VN-Index. Chúng tôi nhận thấy cầu hấp thụ tốt cũng như áp lực bán ròng từ khối ngoại không còn quá lớn khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá thấp nhất kể từ khi niêm yết, định giá P/B ttm tại thời điểm đó chỉ ở mức 0.93x – thấp hơn 50% so với mức -1 lần độ lệch chuẩn kể từ khi niêm yết.

BSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM, với giá mục tiêu 62,300 VND/cp (upside 43.5% và cao hơn +3% so với giá mục tiêu trước) sau khi (1) đưa vào định giá các dự án NOXH, (2) điều chỉnh tăng biên lợi nhuận bán lẻ tại một số dự án đang triển khai nhờ tỷ trọng bán hàng qua kênh tự doanh cao hơn.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC điều chỉnh tăng +9% dự báo tổng doanh thu (bao gồm bán buôn và HTĐT) và +28% dự báo LNST-CĐTS năm 2024, lần lượt đạt 104,690 tỷ VND (-13.8% YoY) và 33,490 tỷ VND (+1% YoY). Các thay đổi so với báo cáo trước chủ yếu đến từ khoản thu nhập bán buôn một dự án tại HCM chưa có trong kế hoạch của DN được công bố tại thời điểm đó. Theo đó, EPS 2024F = 7,614 VND, PE fwd = 5.7x và P/B fwd = 0.89x.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- VHM vẫn đang giao dịch tại vùng giá hấp dẫn, thấp nhất kể từ khi niêm yết, tương ứng mức định giá hấp dẫn với PE 2024F=5.7x và P/B 2024F = 0.89x – mức thấp nhất kể từ khi niêm yết.
- Triển vọng lợi nhuận dài hạn được đảm bảo nhờ (1) quỹ đất liên tục được mở rộng, (2) luôn hiện hữu dự án gối đầu và (3) biên lợi nhuận các sản phẩm bán lẻ sẽ được cải thiện khi tỷ trọng bán hàng qua kênh tự doanh cao hơn.

Dựa vào triển vọng lợi nhuận duy trì mức nền cao, dòng tiền được cải thiện nhờ tiếp tục đẩy mạnh bán buôn và định giá hấp dẫn, chúng tôi tin rằng VHM sẽ có hiệu suất đầu tư tốt trong thời gian tới tương xứng với vị thế đầu ngành của doanh nghiệp.

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.

| Chỉ số  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | KQKD            | 2021   | 2022   | 2023    | 2024F   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|---------|---------|
| PE (x)  | 4.9   | 6.6   | 5.7   | 5.7   | Doanh thu thuần | 84,986 | 62,393 | 103,334 | 104,690 |
| PB (x)  | 1.51  | 1.30  | 1.06  | 0.89  | Lợi nhuận gộp   | 48,460 | 30,696 | 35,590  | 56,004  |
| P/S (x) | 2.2   | 3.0   | 1.8   | 1.8   | NPATMI          | 38,825 | 28,831 | 33,125  | 33,565  |
| ROE (%) | 29.6% | 19.6% | 18.3% | 15.6% | EPS             | 8,904  | 6,611  | 7,597   | 7,614   |
| ROA (%) | 16.9% | 8.1%  | 7.4%  | 7.3%  | Tăng trưởng EPS | 9%     | -26%   | 15%     | 6%      |

## I. CẬP NHẬT KQKD NĂM 2023: Lợi nhuận được dẫn dắt bởi bàn giao các sản phẩm thấp tầng bán lẻ tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3.

**KQKD Q4/2023:** Doanh thu thuần đạt 8,698 tỷ VND (-72% YoY) hầu hết đều đến từ các Hợp đồng HTĐT và ghi nhận chi phí bất thường (one-off) khiến cho biên LNG chỉ đạt 882 tỷ VND (-94% YoY, biên LNG đạt 10.1%), qua đó, EBIT tại Q4/2023 ở mức âm -2,017 tỷ VND. Tuy nhiên, doanh thu tài chính tăng +230% YoY lên mức 4,913 tỷ VND từ bán buôn tại Vinhomes Grand Park giúp LNST-CĐTS ở mức 826 tỷ VND (-91% YoY, mức nền cao Q4/2022 đến từ điểm rơi bàn giao đợt đầu Vinhomes Ocean Park 2).

Công tác bán hàng: Nhìn chung, KQKD và doanh thu bán mới (presales) Q4/2023 phần lớn đến từ các thương vụ bán buôn. Trong kỳ, VHM đã bán 19,666 sản phẩm (30.3 nghìn tỷ VND), trong đó (1) về quy mô: 92% slsp từ bán buôn (~22.1 nghìn tỷ VND) và 8% slsp bán lẻ (~8.2 nghìn tỷ) và (2) về dự án: 74% slsp đến từ 1 dự án tại TP HCM, còn lại là các dự án khác tại Hà Nội, Hải Phòng

**KQKD 2023:** Doanh thu thuần đạt 103.3 nghìn tỷ VND (+66% YoY) hay tổng doanh thu đạt 121.4 nghìn tỷ VND (+49% YoY, vượt 21.4% kế hoạch năm và 5% dự báo của BSC). Trong năm 2023, bàn giao các sp thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park 2, Vinhomes Ocean Park 3 và ghi nhận lợi nhuận từ bán buôn đóng góp chính vào KQKD của VHM, tuy nhiên do chi phí bất thường và HTĐT với đại lý nên biên LNG giảm từ 49.2% xuống còn 34.4%. LNST-CĐTS cả năm 2023 đạt 33,126 tỷ VND (+15% YoY, vượt 10.4% kế hoạch lợi nhuận và thấp hơn 9.7% dự báo của BSC - khác biệt chủ yếu do chi phí bất thường).

Công tác bán hàng: Doanh thu bán mới đạt 87 nghìn tỷ VND (-32% YoY), trong đó 51% từ bán buôn và 49% bán lẻ, Vinhomes Ocean Park 3 đóng góp 37%, Ocean Park 2 chiếm 14% và 38% đến từ các dự án khác chưa được công bố chi tiết. Doanh thu mở bán mới năm 2023 mặc dù tương đồng với dự báo của chúng tôi, tuy nhiên cơ cấu có sự khác biệt khi tỷ trọng đóng góp tại OCP 2, OCP3 thấp hơn dự báo nhưng được bù đắp bởi việc bán buôn một dự án tại HCM chưa được công bố cụ thể. Giá trị backlog chuyển sang 2024 đạt 99.7 nghìn tỷ VND (-7% YoY), trong đó 67% từ bán buôn, 33% từ bán lẻ, backlog chính vẫn đến từ 21% Vinhomes Ocean Park 3, 17% Vinhomes Ocean Park 2 và 39% từ các dự án khác chưa được công bố chi tiết.

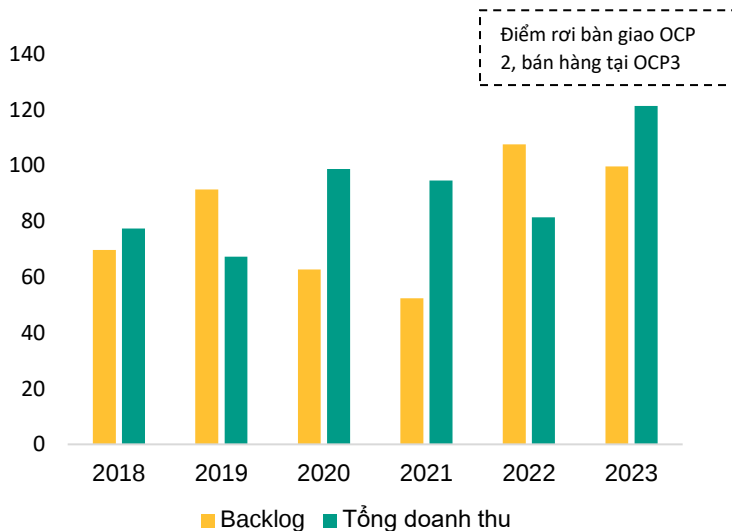
Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận các sản phẩm bán lẻ sẽ được cải thiện trong thời gian tới khi tỷ trọng sản phẩm được bán qua kênh tự doanh tăng lên. Ngày 09/01/2024, VHM công bố mô hình mới bổ sung hệ thống phân phối tự doanh và đã bắt đầu tuyển dụng nhân sự. Theo đó, doanh nghiệp sẽ xây dựng khối kinh doanh bán lẻ trực tiếp các sản phẩm bất động sản cho khách hàng song song với mạng lưới đại lý phân phối như hiện tại.

Tóm tắt KQKD của VHM trong 3Q23

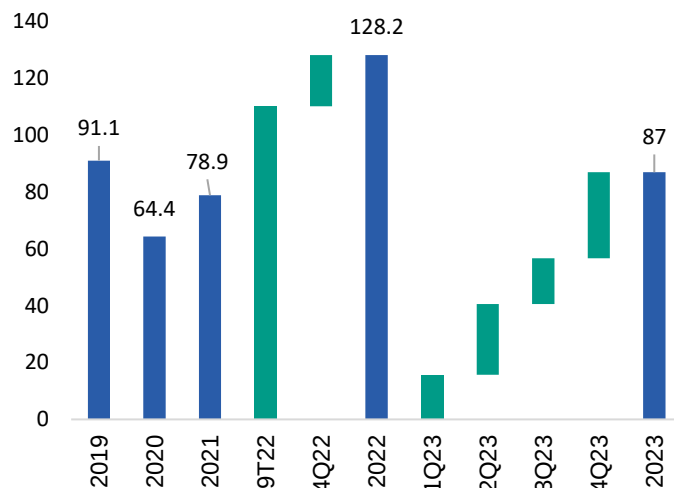
| (Tỷ VND)                              | 2022          | 2023           | %YoY         | 4Q2022        | 4Q2023       | %YoY          |
|---------------------------------------|---------------|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>62,393</b> | <b>103,334</b> | <b>65.6%</b> | <b>31,193</b> | <b>8,698</b> | <b>-72.1%</b> |
| - Kinh doanh BĐS                      | 51,202        | 89,932         | 75.6%        | 28,692        | 3,909        | -86.4%        |
| - Dịch vụ tổng thầu & tư vấn thiết kế | 5,235         | 6,558          | 25.3%        | 1,107         | 2,974        | 168.6%        |
| - Dịch vụ quản lý BĐS                 | 2,464         | 3,076          | 24.9%        | 960           | 888          | -7.4%         |
| - Cho thuê BĐS đầu tư                 | 1,186         | 926            | -21.9%       | 150           | 122          | -18.6%        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>30,696</b> | <b>35,590</b>  | <b>15.9%</b> | <b>15,085</b> | <b>882</b>   | <b>-94.2%</b> |
| % Biên LNG                            | 49%           | 34%            |              | 48%           | 10%          |               |
| Chi phí bán hàng                      | (3,474)       | (4,697)        | 35.2%        | (1,118)       | (478)        | -57.3%        |
| Chi phí QLDN                          | (4,183)       | (7,734)        | 84.9%        | (602)         | (2,421)      | 302.2%        |
| %SG&A/Revenue                         | 12%           | 12%            |              | 6%            | 33%          |               |
| EBIT                                  | 27,933        | 43,572         | 56.0%        | 13,365        | (2,017)      | -115.1%       |
| Doanh thu tài chính                   | 16,690        | 20,363         | 22.0%        | 1,490         | 4,913        | 229.7%        |
| Chi phí tài chính                     | (2,319)       | (905)          | -61.0%       | (2,413)       | (1,760)      | -27.1%        |
| Lãi/(lỗ) từ công ty LDLC              | 56            | 11             | -81.0%       | 32            | 11           | -65.5%        |
| <b>LNST</b>                           | <b>38,643</b> | <b>43,244</b>  | <b>11.9%</b> | <b>12,467</b> | <b>1,147</b> | <b>-90.8%</b> |
| <b>LNST</b>                           | <b>29,162</b> | <b>33,287</b>  | <b>14.1%</b> | <b>8,952</b>  | <b>891</b>   | <b>-90.0%</b> |
| % Biên LNST                           | 47%           | 32%            |              | 29%           | 10%          |               |
| <b>LNST-CĐTS</b>                      | <b>28,831</b> | <b>33,125</b>  | <b>14.9%</b> | <b>8,928</b>  | <b>826</b>   | <b>-90.8%</b> |

Nguồn: VHM

## Điểm rơi bàn giao các sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3 tập trung 2023-2024.



## Danh số mở bán mới năm 2023 sụt giảm so với 2022 nhưng ấn tượng trong bối cảnh thị trường không thuận lợi

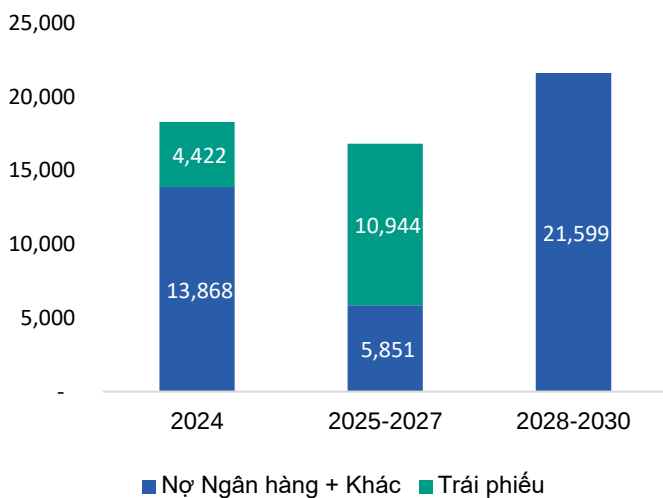


Nguồn: VHM, BSC Research

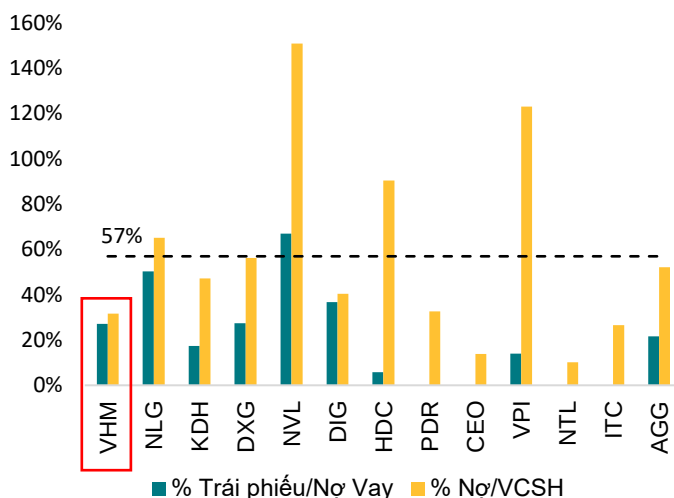
### 1. Cấu trúc tài chính vẫn duy trì mức an toàn.

Kết thúc năm 2023, tổng dư nợ của VHM đang ở mức 56,684 tỷ VND (+56.6% YoY) với tỷ lệ Nợ/VCSH = 32% thấp hơn mức 57% trung bình ngành. Trong đó, 18,290 tỷ VND tương đương 32% tổng dư nợ đáo hạn trong năm 2024 sẽ là một thách thức đối với doanh nghiệp. Tuy nhiên, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vẫn duy trì dương tích cực quý thứ ba liên tiếp trong bối cảnh thị trường BĐS khó khăn, đáng chú ý khoản người mua trả tiền trước tăng 16,401 tỷ VND trong 4Q23 (lên mức 54,504 tỷ VND) đồng pha với chiến lược bán buôn của VHM. **Dựa trên (1) lượng backlog hiện tại 99.7 nghìn tỷ VND, (2) dư địa gia tăng nợ vay còn nhiều khi tỷ lệ Nợ/VCSH chỉ ở mức 32%, và (3) luôn hiện hữu chiến lược bán buôn một phần dự án cho các nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi tin rằng doanh nghiệp hoàn toàn đủ khả năng vượt qua áp lực nợ vay đáo hạn năm 2024.**

### Áp lực đáo hạn nợ vay trong thời gian tới



### Tỷ lệ đòn bẩy của VHM vẫn duy trì mức an toàn



Nguồn: VHM, BSC Research

### 2. Triển vọng tăng trưởng dài hạn được đảm bảo nhờ hiện hữu các đại dự án gối đầu.

Chúng tôi duy trì quan điểm khả năng hấp thụ các sản phẩm thấp tầng phân khúc cao cấp tại thị trường tier 1.5 và tier 2 còn khó khăn. Tuy nhiên, đối với các dự án tại thị trường tier 1 như thành phố HCM, Hà Nội vẫn khả quan cho cả bán buôn và bán lẻ nhờ vào (1) nguồn cung quỹ đất rất hạn chế, (2) nhu cầu cao, (3) các đại dự án đầy đủ tiện ích nội khu đang rất được ưa chuộng, (4) chính sách bán hàng hiện tại có nhiều ưu đãi, trong bối cảnh (5) môi trường lãi suất duy trì thấp. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, các dự án

Wonder Park (133 ha - Đan Phượng, Hà Nội), Vinhomes Cổ Loa (385 ha - Đông Anh, Hà Nội) và Vinhomes Vũ Yên (877 ha – Thủy Nguyên, Hải Phòng) đều đang ở bước pháp lý cuối cùng, sẵn sàng triển khai nếu thị trường BĐS phục hồi.

**Các dự án NOXH bắt đầu được khởi động như kế hoạch.** Trong T1/2024, VHM đã khởi công 2 dự án NOXH tại Nam Tràng Cát (28 ha – Hải An, Hải Phòng) và Cam Ranh (87 ha – TP Cam Ranh, Khánh Hòa). Theo mục tiêu triển khai của Chính phủ và bối cảnh ngành BĐS hiện tại, phân khúc Nhà ở xã hội – Happy Home sẽ là trọng tâm phát triển của VHM trong thời gian tới song song với các dự án hiện hữu.

| Dự án                 | Vị trí     | Quy mô (ha) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|-----------------------|------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 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

II. RỦI RO

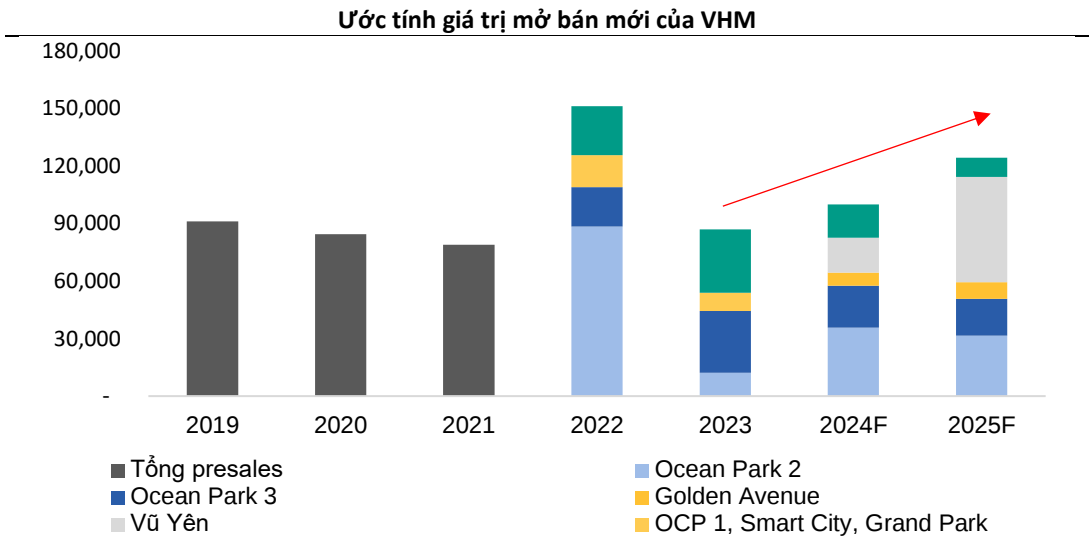
- 1. **Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ.**
- 2. **Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS** ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và tỷ lệ hấp thụ dự án.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC điều chỉnh tăng +9% dự báo tổng doanh thu (bao gồm bán buôn và HTĐT) và +28% dự báo LNST-CĐTS năm 2024, lần lượt đạt 104,690 tỷ VND (-13.8% YoY) và 33,490 tỷ VND (-1% YoY). KQKD năm 2024 vẫn tiếp tục được dẫn dắt từ bàn giao các sản phẩm bán lẻ và chuyển nhượng sđ tại Vinhomes Ocean Part 2 & 3. Dựa trên dự phóng của chúng tôi, EPS 2024F = 7,614 VND, PE fwd = 5.9x và P/B fwd = 0.93x. Các thay đổi so với báo cáo trước chủ yếu đến từ:

- Khoản thu nhập bán buôn một dự án tại HCM chưa có trong kế hoạch của DN được công bố trước đây. Giá trị backlog tại thời điểm cuối năm 2023 đạt 99.7 nghìn tỷ, trong đó 67% đến từ bán buôn và 33% bán lẻ.
- Doanh thu tài chính điều chỉnh tăng 38% chủ yếu do tăng số dư tiền mặt, các khoản phải thu và cho vay so với dự báo trước đó, tuy nhiên vẫn -79% YoY do loại trừ các thu nhập tài chính từ bán buôn/thoái vốn (đã ghi nhận tác động vào tổng doanh thu).

Về công tác bán hàng: BSC ước tính giá trị mở bán mới (presales) của VHM trong năm 2024 đạt 99,980 tỷ VND (+14% YoY và +8% so với dự báo trước đó) chủ yếu đến từ mở bán các sản phẩm còn lại tại OCP2, OCP3 và ghi nhận đáng kể đóng góp từ dự án Vinhomes Vũ Yên (Hải Phòng).



| BSC ước tính KQKD                    |          |          |           |              |       |
|--------------------------------------|----------|----------|-----------|--------------|-------|
|                                      | 2023     | 2024F cũ | 2024F mới | % điều chỉnh | % YoY |
| Doanh thu                            | 103,334  | 96,408   | 104,690   | 9%           | 1%    |
| - Chuyển nhượng BĐS                  | 89,932   | 87,441   | 95,415    | 9%           | 6%    |
| - Dịch vụ tổng thầu, tư vấn thiết kế | 6,558    | 2,565    | 2,565     | 0%           | -61%  |
| - Dịch vụ QL BĐS                     | 3,076    | 3,387    | 3,387     | 0%           | 10%   |
| Giá vốn hàng bán                     | (67,744) | (48,335) | (48,687)  | 1%           | -28%  |
| Lợi nhuận gộp                        | 35,590   | 48,073   | 56,004    | 16%          | 57%   |
| Chi phí bán hàng                     | (3,474)  | (4,260)  | (4,697)   | 10%          | 35%   |
| Chi phí QLDN                         | (4,183)  | (7,013)  | (7,734)   | 10%          | 85%   |
| EBIT                                 | 27,933   | 36,800   | 43,572    | 18%          | 56%   |
| Doanh thu tài chính                  | 20,363   | 3,174    | 4,374     | 38%          | -79%  |
| Chi phí tài chính                    | (3,998)  | (5,130)  | (5,884)   | 15%          | 47%   |
| LN trước thuế                        | 43,244   | 32,898   | 41,957    | 28%          | -3%   |
| Thuế TNDN                            | (9,957)  | (6,580)  | (8,391)   | 28%          | -16%  |
| Lợi nhuận sau thuế                   | 33,287   | 26,319   | 33,565    | 28%          | 1%    |
| Lợi ích cổ đông thiểu số             | 161      | 79       | 76        | -4%          | -53%  |
| Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ        | 33,125   | 26,240   | 33,490    | 28%          | 1%    |
| EPS cơ bản (đồng)                    | 7,597    | 5,966    | 7,614     | 28%          | 0%    |
| Biên LNG                             | 49%      | 50%      | 53%       |              |       |
| Biên LN ròng                         | 47%      | 27%      | 32%       |              |       |
| ROE                                  | 20%      | 12%      | 16%       |              |       |

Nguồn: BSC Research

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM, với giá mục tiêu 62,300 VND/cp (upside 43.5% và cao hơn +3% so với giá mục tiêu trước) sau khi (1) đưa vào định giá các dự án NOXH, (2) điều chỉnh tăng biên lợi nhuận bán lẻ tại một số dự án đang triển khai nhờ tỷ trọng bán hàng qua kênh tự doanh cao hơn.

VHM đang giao dịch tại vùng giá hấp dẫn nhất kể từ khi niêm yết, với mức P/B 2024F = 0.89x và PE 2024F = 5.7x. Tại mức giá mục tiêu 62,300 VND/cp của chúng tôi, VHM sẽ giao dịch tại mức định giá PE 2024F = 8.2x và P/B 2024F = 1.28x – vẫn thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn. **Chúng tôi tin rằng mức định giá trên là vô cùng hấp dẫn, rủi ro giảm giá thấp và là một điểm mua tốt cho các nhà đầu tư dài hạn đối với một doanh nghiệp đầu ngành về năng lực triển khai cũng như quỹ đất lớn, lợi nhuận luôn duy trì ở mức cao và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt.**

| Định giá cổ phiếu          |                 |          |
|----------------------------|-----------------|----------|
| Tỷ VND                     | Phương pháp     | VHM      |
| Các dự án đang triển khai  | RNAV            | 204,376  |
| - Vinhomes Ocean Park 2    |                 | 105,518  |
| - Vinhomes Ocean Park 3    |                 | 55,475   |
| - Vinhomes Vũ Yên          |                 | 34,359   |
| - Vinhomes Golden Avenue   |                 | 8,087    |
| - NOXH tại Cam Ranh        |                 | 492      |
| - NOXH tại Nam Tràng Cát   |                 | 445      |
| Các dự án chưa triển khai  | RNAV            | 132,385  |
| Khác                       | Giá trị sổ sách | 50,683   |
| BĐS dân dụng               | RNAV            | 387,445  |
| Chiết khấu vào giá trị     | 20%             | (77,489) |
| Tổng giá trị đánh giá lại  |                 | 309,956  |
| (+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn |                 | 17,937   |
| (-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng  |                 | (56,684) |
| Tổng giá trị doanh nghiệp  |                 | 271,209  |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)  |                 | 4,354.4  |
| Giá hiện tại               |                 | 43,400   |
| Giá mục tiêu               |                 | 62,300   |
| Tiềm năng tăng giá         |                 | 43.5%    |
| Lợi suất cổ tức            |                 | -        |
| WACC                       |                 | 13%      |

Nguồn: BSC Research

Áp lực bán từ khối ngoại trong thời gian gần đây mang lại mức định giá hấp dẫn và điểm mua tốt cho các NĐT giá trị

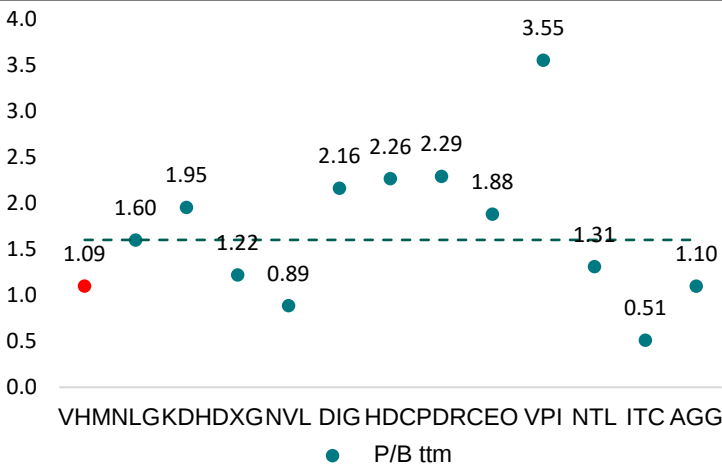
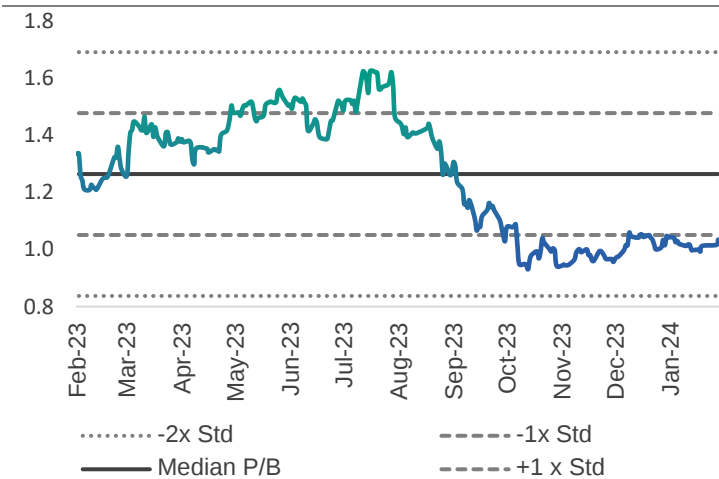


Chart P/B



## PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ đồng)               | 2021          | 2022          | 2023F          | 2024F          |
|------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu</b>             | <b>84,986</b> | <b>62,393</b> | <b>115,508</b> | <b>104,690</b> |
| Giá vốn hàng bán             | (36,526)      | (31,696)      | (53,018)       | (48,687)       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>         | <b>48,460</b> | <b>30,696</b> | <b>62,490</b>  | <b>56,004</b>  |
| Chi phí bán hàng             | (2,289)       | (2,432)       | (5,481)        | (4,697)        |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (3,769)       | (2,644)       | (9,024)        | (7,734)        |
| <b>Lãi/lỗ HDKD</b>           | <b>42,402</b> | <b>25,621</b> | <b>47,985</b>  | <b>43,572</b>  |
| Doanh thu tài chính          | 7,995         | 16,690        | 1,343          | 4,374          |
| Chi phí tài chính            | (438)         | (2,319)       | -              | -              |
| Chi phí lãi vay              | (2,348)       | (2,076)       | (3,174)        | (5,884)        |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK         | 54            | 56            | -              | -              |
| Lãi/lỗ khác                  | 518           | 670           | (98)           | (105)          |
| <b>LN trước thuế</b>         | <b>48,183</b> | <b>38,643</b> | <b>46,056</b>  | <b>41,957</b>  |
| Thuế thu nhập DN             | (9,234)       | (9,481)       | (9,211)        | (8,391)        |
| <b>LN sau thuế</b>           | <b>38,948</b> | <b>29,162</b> | <b>36,845</b>  | <b>33,565</b>  |
| CĐTS                         | 124           | 331           | 161            | 76             |
| <b>LNST-CĐTS</b>             | <b>38,825</b> | <b>28,831</b> | <b>36,684</b>  | <b>33,490</b>  |
| EBITDA                       | 43,490        | 26,837        | 48,625         | 44,255         |
| EPS                          | 8,904         | 6,611         | 8,422          | 7,614          |

| LCTT (tỷ đồng)              | 2021            | 2022            | 2023F          | 2024F           |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| (lỗ)/LNST                   | 48,183          | 38,643          | 46,056         | 41,957          |
| Khấu hao và phân bổ         | 1,088           | 1,217           | 640            | 683             |
| Thay đổi vốn lưu động       | (13,193)        | 9,598           | (22,165)       | (25,467)        |
| Điều chỉnh khác             | (19,004)        | (18,454)        | (23,271)       | (24,885)        |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | <b>17,074</b>   | <b>31,004</b>   | <b>1,260</b>   | <b>(7,712)</b>  |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (17,898)        | (18,299)        | (1,000)        | (15,000)        |
| Đầu tư khác                 | (4,098)         | (8,530)         | (8,453)        | (17,026)        |
| <b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>    | <b>(21,996)</b> | <b>(26,829)</b> | <b>(9,453)</b> | <b>(32,026)</b> |
| Tiền chi trả cổ tức         | (5,199)         | (9,384)         | (77)           | (192)           |
| Tiền từ vay ròng            | (5,481)         | 11,400          | 5,013          | 16,872          |
| Tiền thu khác               | 6,515           | -               | (0)            | -               |
| <b>LCTT từ HĐ tài chính</b> | <b>(4,165)</b>  | <b>2,016</b>    | <b>4,936</b>   | <b>16,680</b>   |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 13,714          | 4,626           | 10,817         | 47,024          |
| Tiền trong kỳ               | (9,088)         | 6,191           | (3,257)        | (23,058)        |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b>    | <b>4,626</b>    | <b>10,817</b>   | <b>7,560</b>   | <b>23,965</b>   |

| CĐKT (Tỷ đồng)             | 2021           | 2022           | 2023F          | 2024F          |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>    | <b>94,437</b>  | <b>196,535</b> | <b>220,272</b> | <b>224,516</b> |
| Tiền và tương đương tiền   | 4,626          | 10,817         | 7,560          | 23,965         |
| Đầu tư ngắn hạn            | 4,979          | 6,297          | 6,297          | 3,833          |
| Phải thu ngắn hạn          | 37,750         | 96,209         | 108,372        | 120,078        |
| Hàng tồn kho               | 28,579         | 64,362         | 79,044         | 51,639         |
| TS ngắn hạn khác           | 18,503         | 18,851         | 19,000         | 25,000         |
| <b>Tài sản dài hạn</b>     | <b>136,079</b> | <b>165,277</b> | <b>194,154</b> | <b>232,501</b> |
| Tài sản hữu hình           | 7,498          | 9,340          | 9,855          | 12,095         |
| Tài sản dở dang dài hạn    | 45,033         | 50,683         | 50,683         | 63,970         |
| Đầu tư dài hạn             | 12,079         | 15,524         | 17,076         | 19,725         |
| Tài sản dài hạn khác       | 71,470         | 89,731         | 116,540        | 136,711        |
| <b>Tổng Tài sản</b>        | <b>230,516</b> | <b>361,813</b> | <b>414,426</b> | <b>457,017</b> |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>    | <b>75,401</b>  | <b>187,762</b> | <b>196,625</b> | <b>183,561</b> |
| Nợ phải trả                | 12,507         | 15,031         | 13,437         | 18,074         |
| Vay ngắn hạn               | 251            | 15,330         | 9,459          | 24,000         |
| Nợ ngắn hạn khác           | 62,643         | 157,401        | 173,730        | 141,487        |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>     | <b>23,708</b>  | <b>25,528</b>  | <b>32,910</b>  | <b>58,498</b>  |
| Vay dài hạn                | 19,668         | 20,876         | 31,761         | 49,555         |
| Nợ dài hạn khác            | 1,251          | 917            | -              | -              |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>    | <b>99,109</b>  | <b>213,291</b> | <b>229,535</b> | <b>242,059</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         | 136,618        | 166,615        |
| Vốn chủ khác               | 524            | 476            | -              | -              |
| Cổ đông thiểu số           | 6,666          | 3,309          | 3,469          | 3,540          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b> | <b>131,407</b> | <b>148,522</b> | <b>184,891</b> | <b>214,958</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>      | <b>230,516</b> | <b>361,813</b> | <b>414,426</b> | <b>457,017</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   | 1.1   | 1.2   |
| Hệ số TT nhanh             | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.9   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |       |       |       |       |
| Hệ số Nợ/TTS               | 9%    | 10%   | 10%   | 16%   |
| Hệ số Nợ/Nguồn vốn         | 16%   | 25%   | 23%   | 35%   |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |       |       |       |       |
| Số ngày HTK                | 286   | 742   | 544   | 387   |
| Số ngày phải thu           | 162   | 563   | 342   | 419   |
| Số ngày phải trả           | 444   | 766   | 582   | 600   |
| CCC                        | 5     | 539   | 304   | 206   |
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b>   |       |       |       |       |
| Biên Lợi nhuận gộp         | 57%   | 49%   | 54%   | 53%   |
| Biên Lợi nhuận ròng        | 46%   | 47%   | 32%   | 32%   |
| ROE                        | 29.6% | 19.6% | 19.9% | 15.6% |
| ROA                        | 16.9% | 8.1%  | 8.9%  | 7.3%  |
| <b>Định giá</b>            |       |       |       |       |
| PE                         | 4.7   | 6.3   | 5.0   | 8.2   |
| PB                         | 1.46  | 1.26  | 1.01  | 1.28  |
| <b>Tăng trưởng</b>         |       |       |       |       |
| Tăng trưởng DTT            | 19%   | -27%  | 85%   | 1%    |
| Tăng trưởng EBIT           | 101%  | -40%  | 87%   | 56%   |
| Tăng trưởng LNTT           | 38%   | -25%  | 26%   | 1%    |
| Tăng trưởng EPS            | 9%    | -26%  | 27%   | 0%    |

## 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>**

