

## TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (KBC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường  
VND60.500

Giá mục tiêu  
VND81.800

Tỷ suất cổ tức  
0,00%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Bất động sản

Ngày 06/01/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

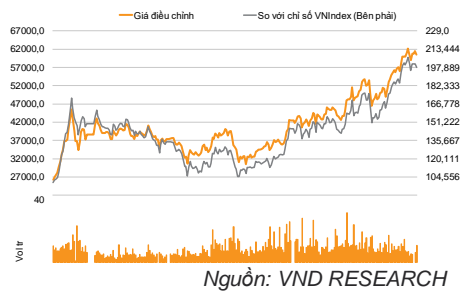
Consensus\*: Mua:7 Giữ:3 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 49,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng LN ròng 2022-23 325,1%/136,9%.
- Tăng giá mục tiêu 45,8%.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	62.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.200
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	536.320
Thị giá vốn (tỷ VND)	34.983
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	38,9
P/B hiện tại (x)	2,7

### Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	14,8%
Tư vấn và đầu tư Kinh Bắc	8,0%
Khác	77,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022-23

- Hơn 2.000ha đất KCN có thể được bổ sung trong 2022-24 sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng LN ròng dài hạn của KBC.
- Tăng dự phóng LN ròng 2022-23 lên 325,1%/136,9% để phản ánh sự đóng góp của KĐT Tràng Cát và các dự án khu công nghiệp (KCN) mới.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 81.800 đồng/cp.

### Hướng đi mới cho dự án KĐT Tràng Cát với nhiều triển vọng hơn

KBC dự kiến chuyển nhượng 50ha đất thương phẩm mỗi năm tại dự án khu đô thị (KĐT) Tràng Cát, thay vì tự phát triển để bán lẻ kết hợp bán buôn như kế hoạch trước đó. Chúng tôi đánh giá cao kế hoạch này sẽ mang lại dòng tiền cho KBC nhanh hơn và khả thi về mặt pháp lý hơn, do dự án gần như đã có thể chuyển nhượng sau khi hoàn tất việc san lấp. Ban lãnh đạo chia sẻ đã nhận được giấy phép san lấp trong Q4/21, KBC dự kiến tiến hành san lấp từ đầu 2022, và kỳ vọng ghi nhận 10.000-12.000 tỷ đồng doanh thu từ dự án này trong 2022.

### Hơn 2.000ha đất khu công nghiệp (KCN) được bổ sung trong 2022-24

Vào cuối 2021, KBC đã được chấp thuận đầu tư tại ba cụm công nghiệp (CCN) (225ha) ở Hưng Yên. Ngoài ra, ba KCN mới KBC đề xuất đầu tư tại Hải Dương (1.291ha) cũng đã được thêm vào quy hoạch tổng thể, sau hơn 3 năm chờ đợi. Chúng tôi kỳ vọng những dự án này sẽ hỗ trợ tăng trưởng LN ròng trong dài hạn của KBC. Bên cạnh đó, KBC chia sẻ công ty dự kiến sẽ kí MOU cho thuê 115ha tại KCN Tràng Duệ 3 vào đầu 2022 với giá trị hơn 150 triệu USD (trong đó LG Display Vietnam dự kiến thuê 80ha), giá thuê khoảng 130-140 USD/m2/kỳ thuê. Công ty đã bắt đầu thu gom 100-200ha diện tích đất đầu tiên tại dự án này từ Q4/21 và kỳ vọng có thể hoàn thành các thủ tục pháp lý trong 2022.

### LN ròng 2022-23 tăng vượt bậc nhờ KĐT Tràng Cát và các KCN mới

Chúng tôi nâng dự phóng LN ròng 2022-23 ở kịch bản cơ sở tăng 325,1%/136,9% đạt 7.323 tỷ đồng (+591,5% svck)/8.558 tỷ đồng (+16,9% svck) để phản ánh sáu dự án KCN/CCN mới được bổ sung trong tháng 12/2021 có thể đi vào hoạt động trong 2022-24 và kế hoạch bán buôn mới tại dự án KĐT Tràng Cát. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận (LN) gộp năm 2022 tăng 8,1% lên 63,8% và duy trì ở mức cao 65,4% trong 2023 nhờ đóng góp của KĐT Tràng Cát có biên LN cao.

### Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 81.800 đồng/cp

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan từ Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 81.800 đồng/cp do chúng tôi cập nhật 1) định giá DCF cho sáu dự án KCN, CCN mới tại Hưng Yên và Hải Dương và 2) kế hoạch bán buôn mới tại KĐT Tràng Cát. Tiềm năng tăng giá phụ thuộc liệu KBC có thể tiếp tục mở khóa các dự án mới tại Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang. Rủi ro giảm giá 1) bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) tiến độ pháp lý tại các dự án mới chậm trễ, và 3) trì hoãn ghi nhận doanh thu tại các dự án KĐT.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.151	4.653	17.507	19.766
Tăng trưởng DT thuần	(33,0%)	116,3%	276,3%	12,9%
Biên lợi nhuận gộp	32,0%	55,7%	63,8%	65,4%
Biên EBITDA	26,0%	45,3%	56,6%	61,5%
LN ròng (tỷ)	224	1.059	7.323	8.558
Tăng trưởng LN ròng	(75,6%)	373,1%	591,5%	16,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(75,6%)	373,1%	591,5%	16,9%
EPS cơ bản	477	1.859	12.854	15.021
EPS điều chỉnh	477	1.859	12.854	15.021
BVPS	20.650	24.764	37.617	52.638
ROAE	2,3%	8,9%	41,2%	33,3%

**TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ TRONG 2022-23**

**Nâng khuyến nghị Khả quan từ Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 81.800 đồng/cổ phiếu**

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu tăng 45,8% do chúng tôi:

1) cập nhật định giá theo phương pháp DCF cho ba KCN mới tại Hải Dương (1.291ha) gồm KCN Bình Giang (453,27ha), KCN Thanh Hà (400ha) và KCN Kim Thành (437,24ha) để phản ánh phê duyệt quan trọng cuối 2021, sau hơn 3 năm chờ đợi. Chúng tôi kỳ vọng nhận được chấp thuận đầu tư trong nửa đầu 2022 và bắt đầu khai thác từ đầu năm 2024;

2) cập nhật định giá theo phương pháp DCF cho ba CCN mới tại Hưng Yên (225ha) gồm CCN Đặng Lễ, CCN Kim Động và CCN Chính Nghĩa để phản ánh phê duyệt quan trọng nhận được vào cuối 2021. Ban lãnh đạo chia sẻ, hiện đang có khách hàng tiềm năng thương lượng thuê lại 300ha đất tại các CCN và KCN của KBC phát triển tại Hưng Yên. Bên cạnh đó, KBC và ACI Capital cũng đã trao đổi biên bản ghi nhớ hợp tác đầu tư tại các KCN, CCN của KBC tại Hưng Yên với tổng giá trị đầu tư dự kiến 1 tỷ USD. Do đó, chúng tôi cho rằng những dự án này sẽ được lấp đầy nhanh chóng trong 2023-24;

3) cập nhật định giá cho dự án KĐT Tràng Cát theo kế hoạch bán buôn mới của KBC và loại bỏ 20% chiết khấu nhờ những triển vọng khả quan tại dự án này (KBC đã nhận được giấy phép san lấp trong Q4/21, chúng tôi cũng đánh giá cao kế hoạch bán buôn mới của KBC do dự án này gần như đã đủ điều kiện bàn giao sau khi hoàn thành việc san lấp);

4) tăng giá thuê trung bình tại dự án KCN Tràng Duệ 3 20% lên 135 USD/m2/kỳ thuê theo giá thuê kí kết trong MOU sắp tới.

Tiềm năng tăng giá phụ thuộc liệu KBC có thể tiếp tục mở khóa các dự án mới tại Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang. Ban lãnh đạo KBC chia sẻ công ty hiện đang đẩy mạnh mở rộng 1.000ha tại Hưng Yên, 2.000ha tại Long An và 2.000ha tại Hải Dương. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý rằng KBC dự kiến sẽ hợp nhất KCN Lê Minh Xuân 2 và Sài Gòn Nhơn Hội trong Q4/21. Chúng tôi hiện chưa phản ánh những yếu tố này do hạn chế thông tin. Rủi ro giảm giá 1) bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) tiến độ pháp lý tại các dự án mới chậm trễ, và 3) trì hoãn ghi nhận doanh thu tại các dự án KĐT.

**Hình 1: Định giá**

Tên dự án	Giá hợp lý	Phương pháp	Lưu ý
KCN Tràng Duệ 3	5.028	DCF	Tăng giá định giá thuê trung bình 20% theo giá thuê kí kết trong MOU sắp tới.
KCN Kim Thành	2.927	DCF	Cập nhật định giá theo phương pháp DCF nhờ nhận được phê duyệt quan trọng trong cuối 2021.
KCN Thanh Hà	2.676	DCF	Chúng tôi kỳ vọng nhận được chấp thuận đầu tư trong nửa đầu 2022 và bắt đầu khai thác từ đầu năm 2024.
KCN Bình Giang	2.587	DCF	
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	2.317	DCF	
KCN Tân Phú Trung	1.978	DCF	
Các CCN tại Hưng Yên	1.174	DCF	Cập nhật định giá theo phương pháp DCF nhờ nhận được phê duyệt quan trọng trong cuối 2021.
KCN Quang Châu	588	DCF	Chúng tôi kỳ vọng các CCN này có thể bắt đầu khai thác từ năm 2022.
KCN Nam Tân Tập	539	DCF	
KĐT Tràng Cát	22.935	DCF	Cập nhật kế hoạch bán buôn mới của KBC và loại bỏ 20% chiết khấu nhờ những triển vọng khả quan tại dự án này (KBC đã nhận được giấy phép san lấp trong Q4/21, chúng tôi cũng đánh giá cao kế hoạch bán buôn mới của KBC do dự án này gần như đã đủ điều kiện bàn giao sau khi hoàn thành việc san lấp).
KĐT Phúc Ninh	4.103	DCF	
KĐT Tràng Duệ	753	DCF	
Khác	16	BV	
<b>Tổng</b>	<b>47.621</b>		
<b>Cộng:</b>			
Tiền và tương đương tiền	3.795	BV	
Đầu tư vào liên doanh liên kết	777	BV	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.956	BV	
Xây dựng cơ bản dở dang	967	BV	
Tài sản khác	6.277	BV	
<b>Trừ:</b>			
Vay nợ	7.376	BV	
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.289	BV	
<b>RNAV</b>	<b>51.729</b>		
Chiết khấu	10%		
SLCP đang lưu hành	569.760.000		
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>81.800</b>		

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)			P/B (x)			ROE (%)			ROA (%)			Tỷ suất cổ tức (%)
					TTM	2021	2022	Hiện tại	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	
<b>Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc</b>	<b>KBC VN</b>	<b>60.500</b>	<b>81.800</b>	<b>1.515</b>	<b>38,9</b>	<b>28,8</b>	<b>20,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>6,0</b>	<b>10,0</b>	<b>11,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>0</b>
Cao su Việt Nam	GVR VN	38.400	NA	6.750	30,9	33,8	30,7	3,1	N/A	N/A	10,6	9,4	9,9	6,3	5,6	5,8	1,5
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	66.000	NA	3.002	38,2	N/A	N/A	4,5	N/A	N/A	11,8	N/A	N/A	3,8	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	56.000	NA	1.103	26,4	21,0	18,1	3,8	3,3	3,3	14,7	13,1	15,3	4,8	N/A	N/A	2,0
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	73.000	NA	962	40,2	N/A	N/A	5,4	4,3	N/A	13,0	16,0	N/A	3,6	5,1	N/A	N/A
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	147.000	NA	600	13,1	N/A	N/A	5,8	N/A	N/A	51,7	N/A	N/A	6,8	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển KCN	SNZ VN	50.200	NA	831	26,0	N/A	N/A	3,5	N/A	N/A	14,3	N/A	N/A	3,8	N/A	N/A	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	73.000	75.600	435	13,9	25,6	9,8	3,0	3,2	2,8	21,8	12,7	31,5	11,3	6,3	15,7	4,8
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	72.400	58.800	318	28,2	26,0	17,6	3,9	5,2	4,3	20,5	20,6	29,6	5,3	5,4	7,0	2,0
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	215.500	NA	227	17,8	14,4	8,0	7,6	5,3	N/A	33,3	37,1	N/A	5,9	6,3	N/A	3,8
CTCP Long Hậu	LHG VN	53.500	NA	118	8,0	8,3	9,1	1,9	1,9	1,8	25,2	19,7	14,0	12,7	9,8	8,0	3,5
KCN Cao Su Việt Nam	VRG VN	30.700	NA	35	75,6	N/A	N/A	2,9	N/A	N/A	3,7	N/A	N/A	1,7	N/A	N/A	N/A
<b>Trung bình VN</b>					<b>28,9</b>	<b>21,5</b>	<b>15,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>20,1</b>	<b>18,4</b>	<b>20,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>9,1</b>	<b>2,9</b>

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Cập nhật các dự án trọng điểm của KBC đầu năm 2022: 1.225ha đất công nghiệp được bổ sung vào quy hoạch trong tháng 12/2021

Dự án	Vị trí	Diện tích đất (ha)	Diện tích đất thuê/bán (ha)	Tỷ lệ lấp đầy cuối Q3/21	Năm hoạt động	KBC sở hữu	Một số thông tin cập nhật
<b>Khu công nghiệp</b>							
<b>Đang khai thác</b>							
KCN Tân Phú Trung	TPHCM	542	314	63,8%	2010	72%	
KCN Quang Châu	Bắc Ninh	516	395	88,9%	2006	89%	
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	204	9,1%	2021	100%	KBC đã kí biên bản ghi nhớ bán 118ha đất tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, dự kiến bàn giao trong Q4/21 và 2022.
<b>Các KCN đưa vào khai thác sắp tới</b>							
KCN Nam Tân Tập	Long An	245	171	0,0%	2022	38%	- Đã được trao quyết định đầu tư và thành lập KCN vào tháng 10/2021. Công ty dự kiến sẽ đưa vào khai thác từ đầu năm 2022. - KBC dự kiến ký MOU cho thuê 35ha vào đầu năm 2022.
CCN Đặng Lễ	Hưng Yên	75	53	0,0%	2022	69%	- Đã nhận chấp thuận đầu tư trong cuối 2021.
CCN Kim Động	Hưng Yên	75	53	0,0%	2022	69%	- Đang có khách hàng tiềm năng thương lượng thuê lại 300ha đất tại các CCN và KCN của KBC phát triển tại Hưng Yên.
CCN Chính Nghĩa	Hưng Yên	75	53	0,0%	2022	69%	- KBC hiện đang đẩy mạnh mở rộng 1.000ha diện tích đất công nghiệp tại Hưng Yên.
KCN Trảng Duệ 3	Hải Phòng	687	456	0,0%	Đầu 2023	87%	- Đã nhận phê duyệt quan trọng vào đầu 2021. Đang đợi phê duyệt quy hoạch chung của Hải Phòng để có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý tại dự án này. - KBC dự kiến ký MOU cho thuê 115ha với giá trị hơn 150 triệu USD vào đầu 2022 (trong đó LG Display Việt Nam dự kiến thuê 80ha), giá thuê khoảng 130-140 USD/m <sup>2</sup> /kỳ thuê. - KBC đã bắt đầu thu gom 100-200ha diện tích đất đầu tiên từ Q4/21.
KCN Kim Thành	Hải Dương	437	306	0,0%	Đầu 2024	100%	Phó Thủ tướng đã đồng ý bổ sung KCN Bình Giang 2 (303,3ha), Thanh Hà 2 (250ha) và Kim Thành 2 (437,2ha) tại Hải Dương vào cuối 2021, sau hơn 3 năm chờ đợi. Trước đó đầu 2021, 300ha tại KCN Bình Giang 1 (150ha) và KCN Thanh Hà 1 (150ha) cũng đã được bổ sung vào quy hoạch tỉnh. Chúng tôi kỳ vọng sẽ nhận được chấp thuận đầu tư trong nửa đầu 2022 và bắt đầu khai thác từ 2024.
KCN Thanh Hà	Hải Dương	400	280	0,0%	Đầu 2024	100%	
KCN Bình Giang	Hải Dương	453	317	0,0%	Đầu 2024	100%	
<b>Khu đô thị</b>							
Khu đô thị Trảng Cát	Hải Phòng	581	250	0,0%	2022	100%	- Đã được cấp phép san lấp trong Q4/21. KBC dự kiến sẽ đầu tư 3.000-4.000 tỷ đồng vào san lấp mặt bằng, cơ sở hạ tầng trong 2022. - KBC dự kiến chuyển nhượng 50ha đất thương phẩm mỗi năm tại dự án khu đô thị (KĐT) Trảng Cát, thay vì tự phát triển để bán lẻ kết hợp bán buôn như kế hoạch trước đó. - Chúng tôi đánh giá cao kế hoạch bán buôn hoàn toàn này do dự án gần như đã có thể chuyển nhượng sau khi hoàn tất việc san lấp. KBC kỳ vọng ghi nhận 10.000-12.000 tỷ đồng doanh thu trong 2022.
Khu đô thị Trảng Duệ	Hải Phòng	42	23	46,1%	2019	100%	Chúng tôi ước tính dự án này tiếp tục đóng góp 548 tỷ đồng doanh thu trong 2022.
Khu đô thị Phúc Ninh	Bắc Ninh	115	45	5,8%	2019	100%	Kỳ vọng bàn giao 6ha trong 2022, đóng góp 1.300-1.400 tỷ đồng. KBC dự kiến mở bán tiếp giai đoạn tiếp theo 10ha trong 2022.

NGUỒN: KBC, VND RESEARCH

### Thay đổi dự phóng 2021-23

Do các thủ tục pháp lý tại các dự án KCN phức tạp dẫn đến rủi ro thực hiện dự án kéo dài, chúng tôi đưa ra ba kịch bản dự phóng cho kết quả kinh doanh (KQKD) 2022-23 như sau:

Hình 4: Các kịch bản KQKD 2022-23

Kịch bản	Giả định	Doanh thu		LN ròng		Giá mục tiêu	Tăng giá
		2022	2023	2022	2023		
Tích cực	- Ghi nhận doanh thu từ việc chuyển nhượng 50ha đất thương phẩm tại KĐT Trảng Cát như kế hoạch. - KBC có thể đưa vào khai thác cả CCN tại Hưng Yên và KCN Trảng Duệ 3 trong 2022 như kế hoạch. - Ba KCN mới tại Hải Dương hoàn thành pháp lý đưa vào khai thác từ 2023 như kế hoạch.	19.635 tỷ đồng (+322,0% svck)	24.872 tỷ đồng (+26,7% svck)	8.216 tỷ đồng (+675,8% svck)	10.952 tỷ đồng (+33,3% svck)	86.300	+46,3%
Cơ sở	- Ghi nhận doanh thu từ việc chuyển nhượng 50ha đất thương phẩm tại KĐT Trảng Cát như kế hoạch. - Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể đưa vào khai thác CCN tại Hưng Yên trong 2022. - Chúng tôi kỳ vọng KCN Trảng Duệ 3 và ba KCN mới tại Hải Dương lần lượt hoàn thành pháp lý đưa vào khai thác từ 2023-24.	17.507 tỷ đồng (+276,3% svck)	19.766 tỷ đồng (+12,9% svck)	7.323 tỷ đồng (+591,5% svck)	8.558 tỷ đồng (+16,9% svck)	81.800	+35,2%
Tiêu cực	- Không có sự đóng góp từ dự án KĐT Trảng Cát. - Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể đưa vào khai thác CCN tại Hưng Yên trong 2022. - Chúng tôi kỳ vọng KCN Trảng Duệ 3 và ba KCN mới tại Hải Dương lần lượt hoàn thành pháp lý đưa vào khai thác từ 2023-24.	7.313 tỷ đồng (+57,3% svck)	10.038 tỷ đồng (+37,3% svck)	1.824 tỷ đồng (+72,3% svck)	3.061 tỷ đồng (+67,8% svck)	71.400	+18,0%

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi đưa ra một số điều chỉnh đối với dự phóng 2021-23 để phản ánh sáu dự án KCN/CCN mới được bổ sung trong tháng 12/2021 có thể đi vào hoạt động trong 2022-24 và kế hoạch bán buôn mới tại dự án KĐT Trảng Cát như sau:

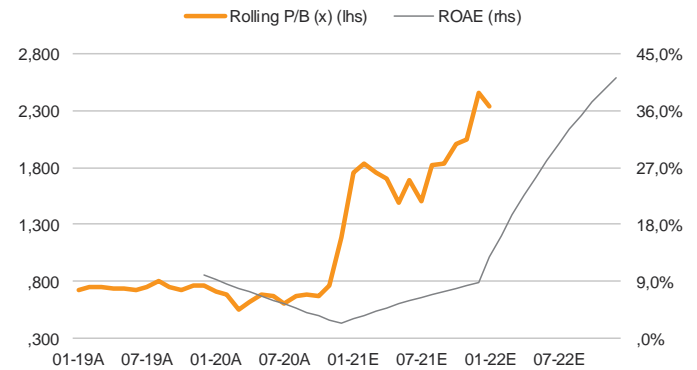
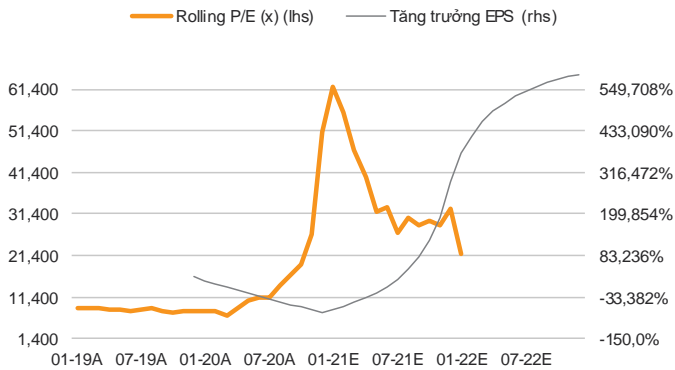
Hình 5: Thay đổi dự phóng theo kịch bản cơ sở của chúng tôi

	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	4.653	17.507	19.766	4.909	6.671	10.668	-5,2%	162,4%	85,3%
Lợi nhuận gộp	2.592	11.167	12.937	2.781	3.593	6.737	-6,8%	210,8%	92,0%
Biên LN gộp (%)	55,7%	63,8%	65,4%	56,7%	53,9%	63,2%	-1 điểm %	9,9 điểm %	2,3 điểm %
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(520)	(653)	(817)	(530)	(592)	(1.122)	-1,9%	10,3%	-27,1%
Doanh thu tài chính	150	150	150	150	150	150	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí tài chính	(574)	(711)	(489)	(574)	(711)	(793)	0,0%	0,0%	-38,4%
Thu nhập khác	(13)	(16)	(14)	(13)	(16)	(14)	0,0%	0,0%	0,0%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1.648	9.953	11.780	1.828	2.439	4.972	-9,8%	308,0%	136,9%
LN trước thuế	1.635	9.936	11.767	1.814	2.423	4.958	-9,9%	310,1%	137,3%
Thuế TNDN	(392)	(2.385)	(2.824)	(435)	(582)	(1.190)	-9,9%	310,1%	137,3%
Lợi nhuận ròng	1.059	7.323	8.558	1.196	1.723	3.612	-11,4%	325,1%	136,9%

Nguồn: VND RESEARCH



**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVNĐ)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.653	17.507	19.766
Giá vốn hàng bán	(2.061)	(6.339)	(6.829)
Chi phí quản lý DN	(319)	(328)	(390)
Chi phí bán hàng	(201)	(325)	(427)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2.072</b>	<b>10.514</b>	<b>12.119</b>
EBITDA thuần	2.011	10.457	12.060
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>59</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.072</b>	<b>10.514</b>	<b>12.119</b>
Thu nhập lãi	150	150	150
Chi phí tài chính	(574)	(711)	(489)
Thu nhập ròng khác	(13)	(16)	(14)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.635</b>	<b>9.936</b>	<b>11.767</b>
Thuế	(392)	(2.385)	(2.824)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(183)	(228)	(384)
<b>LN ròng</b>	<b>1.059</b>	<b>7.323</b>	<b>8.558</b>
Thu nhập trên vốn	1.059	7.323	8.558
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.059</b>	<b>7.323</b>	<b>8.558</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVNĐ)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.249	8.976	13.212
Đầu tư ngắn hạn	1.939	1.939	1.939
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.866	10.664	14.192
Hàng tồn kho	12.318	13.714	13.395
Các tài sản ngắn hạn khác	254	267	280
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>28.626</b>	<b>35.559</b>	<b>43.018</b>
Tài sản cố định	1.129	1.161	1.195
Tổng đầu tư	821	781	754
Tài sản dài hạn khác	1.069	1.053	1.037
<b>Tổng tài sản</b>	<b>31.645</b>	<b>38.555</b>	<b>46.005</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.652	1.152	652
Phải trả người bán	219	674	726
Nợ ngắn hạn khác	5.368	6.792	7.761
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7.239</b>	<b>8.618</b>	<b>9.139</b>
Vay & nợ dài hạn	6.057	4.006	2.005
Các khoản phải trả khác	1.929	1.959	1.946
Vốn điều lệ và	5.698	5.698	5.698
LN giữ lại	5.375	12.699	21.257
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.109</b>	<b>21.433</b>	<b>29.991</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.311	2.539	2.923
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>31.645</b>	<b>38.555</b>	<b>46.005</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVNĐ)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.635</b>	<b>9.936</b>	<b>11.767</b>
Khấu hao	61	57	59
Thuế đã nộp	(415)	(2.355)	(2.836)
Các khoản điều chỉnh khác	(149)	(150)	(150)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(2.193)</b>	<b>(327)</b>	<b>(2.201)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(1.061)</b>	<b>7.161</b>	<b>6.638</b>
Đầu tư TSCĐ	91	(73)	(77)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(2.361)	190	177
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.269)</b>	<b>117</b>	<b>99</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	4.585	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.944	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(2.551)	(2.501)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>6.529</b>	<b>(2.551)</b>	<b>(2.501)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.050	4.249	8.976
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>3.199</b>	<b>4.727</b>	<b>4.236</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.249	8.976	13.212

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	22,8%	41,8%	43,3%
Vòng quay TS	0,17	0,50	0,47
ROAA	3,8%	20,9%	20,2%
Đòn bẩy tài chính	2,33	1,98	1,64
ROAE	8,9%	41,2%	33,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	116,0	32,2	30,3
Số ngày nắm giữ HTK	2.181,8	789,6	715,9
Số ngày phải trả tiền bán	38,8	38,8	38,8
Vòng quay TSCĐ	4,13	15,29	16,77
ROIC	4,4%	25,1%	24,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	4,0	4,1	4,7
Khả năng thanh toán nhanh	2,3	2,5	3,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	1,3	1,7
Vòng quay tiền	2.258,9	783,1	707,4
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	116,3%	276,3%	12,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	466,0%	407,4%	15,3%
Tăng trưởng LN ròng	373,1%	591,5%	16,9%
Tăng trưởng EPS	290,1%	591,5%	16,9%

Nguồn: VND RESEARCH

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT****Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích**

Email: [tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

**Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>