

# CTCP Đầu Tư Thế giới Di động (MWG)

## KQKD Q4 bùng nổ, đưa lợi nhuận về đích bất chấp khó khăn từ dịch bệnh

Chuyên viên phân tích Lương Ngọc Tuấn Dũng  
dungInt@kbsec.com.vn

18/02/2022

**Kết quả kinh doanh cả năm 2021 vẫn gần đạt kế hoạch mặc dù gặp nhiều khó khăn bởi dịch bệnh**

**Chuỗi TGDD/ĐMX duy trì tăng trưởng dương doanh thu so với năm 2020, kì vọng lấy được thị phần hậu dịch bệnh**

**BHX đạt EBITDA dương toàn công ty – hoàn thành mục tiêu năm 2021. Năm 2022, BLĐ đặt mục tiêu có lợi nhuận bền vững vào cuối năm**

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 168,200 VNĐ/cp**

Doanh thu năm 2021 đạt 122,958 tỷ đồng (+13% YoY) – đạt 98% kế hoạch cả năm 2021. LNST đạt 4,901 tỷ đồng (+25% YoY) – hoàn thành 103% kế hoạch năm 2021. Nhìn chung, cả doanh thu và lợi nhuận được thúc đẩy mạnh mẽ trong các tháng cuối năm, lần lượt vượt dự phóng gần nhất của chúng tôi 6.5% và 10%.

Cả năm 2021, hai chuỗi TGDD/ĐMX đóng góp 94,742 tỷ đồng vào tổng doanh thu, tăng 9% YoY. Cụ thể, tăng trưởng TGDD đạt 7% YoY, ĐMX đạt 9% YoY và Bluetronics tăng trưởng 135% YoY. Năm 2022, TGDD/ĐMX kì vọng tiếp tục giành được thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

Trong năm 2021, chuỗi BHX đạt doanh thu 28,216 tỷ đồng (+33% YoY), đóng góp 23% tỉ trọng doanh thu của MWG. Trong đó, mặt hàng tươi sống, hàng mát và đông lạnh đóng góp 45% tỉ trọng tổng doanh thu BHX, phía sau lần lượt là thực phẩm, đồ uống và hoá mỹ phẩm khác (38% và 17%).

Năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MWG đạt 141,026 và LNST đạt 6,800 tỷ đồng (+39% YoY). Năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 151,171 (+7% YoY) và LNST ở mức 7,550 tỷ đồng (+11% YoY). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG, giá mục tiêu 168,200 VNĐ/cp, cao hơn 26% so với giá đóng cửa ngày 18/02/2022.

## MUA

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>168,200</b>
Tăng/giảm (%)	26%
Giá hiện tại (18/02/2022)	134,000 VNĐ
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/triệu USD)	95,519/4.2

### Dữ liệu giao dịch

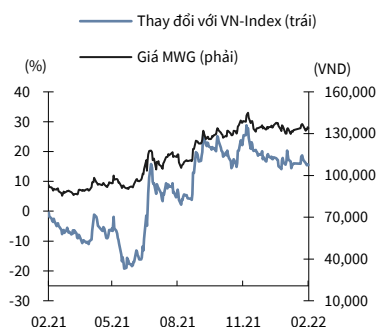
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	65%
GDTB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	220.8/9.8
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ đông lớn	Công ty TNHH MTV Tư vấn đầu tư Thế giới bán lẻ (10.76%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
MWG	3	-6	27	46
VNINDEX	-1	-9	11	15

### Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	109,801	124,142	141,026	151,171
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,413	6,445	8,978	9,969
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	3,920	4,901	6,800	7,550
EPS (nghìn VNĐ)	8,665	8,654	9,539	10,591
Tăng trưởng EPS (%)	0%	-21%	39%	11%
P/E (x)	13.2	13.7	14.1	12.7
P/B (x)	3.3	2.6	4.3	3.3
ROE (%)	25%	24%	31%	26%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	15%	5%	15%	15%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Kết quả hoạt động kinh doanh 4Q2021

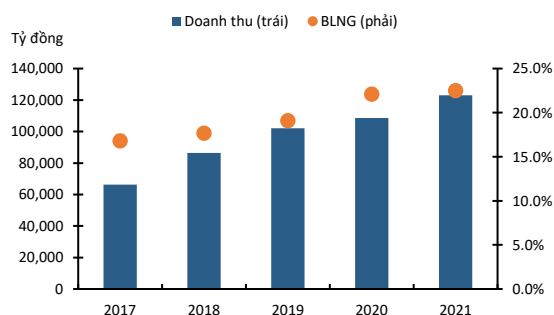
**KQKD bùng nổ trong các tháng cuối năm giúp MWG kịp về đích mục tiêu LNST năm 2021**

Luỹ kế 12T2021, doanh thu thuần đạt 122,958 tỷ đồng (+13% YoY). Lợi nhuận sau thuế đạt 4,901 tỷ đồng (+25% YoY). Doanh thu và LNST lần lượt đạt 98% và 103% kế hoạch cả năm 2021.

Tính cả năm 2021, BLNG ước tính ở mức 22.5%, tăng nhẹ so với mức 22.1% trong năm 2020. Xét riêng theo trong quý 4, BLNG của MWG chỉ ở mức 20.4%, mức này thấp hơn tương đối nhiều so với 25% trong Q32021. Sở dĩ, việc biên gộp trong Q4 sụt giảm đáng kể là do tỉ trọng đóng góp vào doanh thu từ BHX (chuỗi có các mặt hàng với biên gộp cao) giảm nhiều so với Q3/2021. Theo ước tính của chúng tôi, tỉ trọng doanh thu của BHX trong các tháng Q4/2021 chỉ hơn 15%, thấp hơn nhiều so với mức hơn 37% trong Q3/2021.

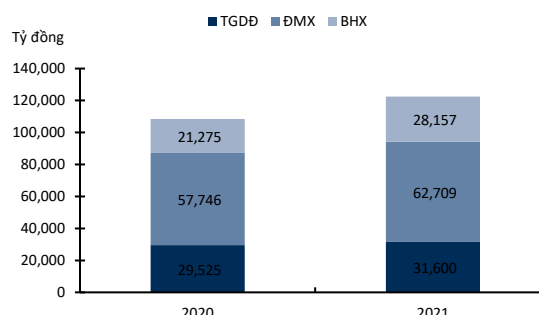
Quý 4/2021, doanh thu thuần đạt 36,138 tỷ đồng (+33% YoY) và LNST đạt 1,563 tỷ đồng (+66% YoY). Trong Q4/2021, cả doanh thu và LNST đều đạt kỉ lục từ trước tới nay, đạt mức tăng trưởng ấn tượng so với cùng kì sau khi các biện pháp giãn cách đã được dần gỡ bỏ.

**Biểu đồ 1. Doanh thu thuần và BLNG**



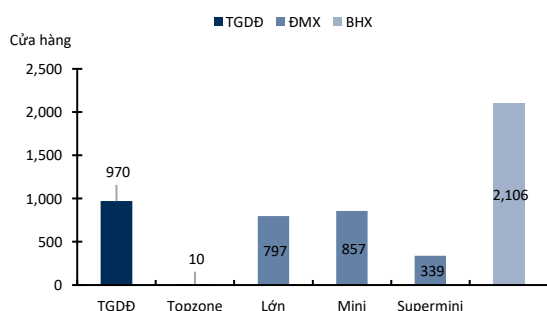
Nguồn: MWG, KBSV

**Biểu đồ 2. Tỉ trọng doanh thu MWG**



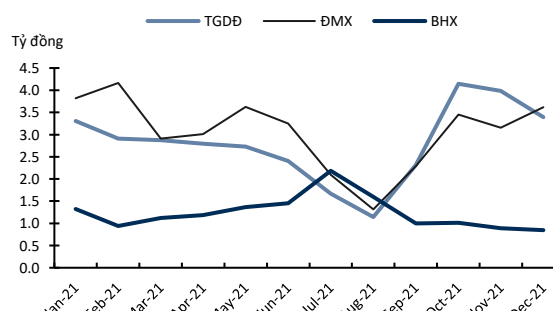
Nguồn: MWG, KBSV ước tính

**Biểu đồ 3. Số lượng cửa hàng các chuỗi (12/2021)**



Nguồn: MWG, KBSV

**Biểu đồ 4. Doanh thu trung bình/cửa hàng các chuỗi**



Nguồn: MWG, KBSV ước tính

## TGDD/ĐMX bù đắp doanh thu trong Q4/2021, kì vọng gia tăng thị phần hậu Covid

**TGDD/ĐMX đều đạt tăng trưởng dương trong 2021 bất chấp ảnh hưởng nặng trong quý 3**

Cả năm 2021, hai chuỗi TGDD/ĐMX đóng góp 94,742 tỷ đồng (+9% YoY). Cụ thể, TGDD đạt doanh số 31,600 tỷ đồng (+7% YoY) và ĐMX đóng góp 62,708 tỷ đồng (+9% YoY). Trong đó, riêng doanh số của Q4/2021 đến từ hai chuỗi này đạt 30,409 tỷ đồng (+44.5% YoY), mức tăng trưởng bùng nổ trong quý 4 này đã phần nào giúp hai chuỗi bù đắp lại các tháng giãn cách xã hội khiến doanh thu bị ảnh hưởng nặng nề trong quý 3/2021.

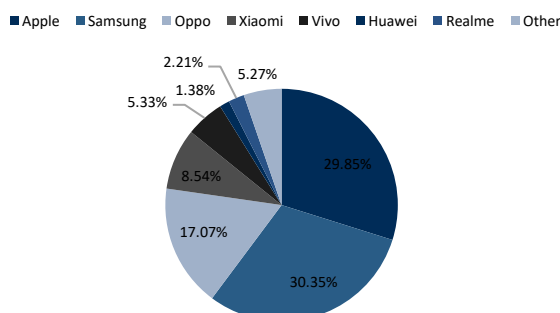
Theo chúng tôi, cả hai chuỗi TGDD và ĐMX đều đã phục hồi doanh thu nhanh hơn mức trung bình của các tháng trước dịch trong năm, phù hợp với mức dự báo trong báo cáo gần nhất của chúng tôi. Tính trung bình cho Q4/2021, doanh số trung bình/cửa hàng của TGDD cao hơn 35% so với trung bình các tháng của thời điểm trước dịch. Tính cả năm 2021, ước tính trung bình trên cửa hàng của chúng tôi thì doanh số của TGDD và ĐMX lần lượt là 2.8 tỷ đồng và 3.0 tỷ đồng.

Doanh thu của TGDD được thúc đẩy mạnh mẽ trong Q4 tới từ việc giãn cách xã hội đã không còn, ngoài ra đây cũng là thời điểm cuối năm nhu cầu của người tiêu dùng cũng gia tăng. Mặt khác, với việc các sản phẩm iPhone series 13 của Apple được mở bán sớm hơn so với iPhone 12 (nhờ vào ngày ra mắt sớm cũng như Apple đã có những động thái ưu tiên thị trường tại Việt Nam hơn trước đây). Trong khi đó, doanh thu trung bình/cửa hàng của ĐMX trong Q4/2021 đã về bằng mức trước dịch.

**Chuỗi TGDD kì vọng lấy thị phần từ những cửa hàng nhỏ lẻ**

Đối với chuỗi TGDD, chúng tôi cho rằng trong tương lai chuỗi cửa hàng này của MWG sẽ gia tăng thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ mà trước đây tập trung bán hàng xách tay nhờ (1) các chuyến bay quốc tế vẫn chưa mở lại đường bay dẫn tới lượng hàng xách tay ngày càng khan hiếm, (2) nhãn hàng Apple đã có những động thái ưu tiên thị trường Việt Nam hơn trước, đưa các sản phẩm Apple tới thị trường Việt Nam sớm hơn. Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, các cửa hàng bán hàng Apple nhỏ lẻ bán nhiều hơn các sản phẩm Apple mã VN thay vì sản phẩm xách tay, giá bán thấp hơn các cửa hàng TGDD/Topzone không quá nhiều. Trong ngắn hạn (Q1/2022), chuỗi TGDD cũng có thể được kì vọng doanh số tới từ dòng sản phẩm điện thoại mới ra mắt của Samsung – S22 series.

**Biểu đồ 5. Thị phần điện thoại di động tại Việt Nam 01/2022**



Nguồn: Statcounter, KBSV tổng hợp

### Chuỗi ĐMX sẽ tiếp tục được thúc đẩy bởi ĐMX Supermini

Trong năm 2021, kế hoạch mở rộng các cửa hàng ĐMS (ĐMX Supermini) của MWG đã bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Hiện tại, tổng số cửa hàng ĐMS là 800 cửa hàng, đóng góp 6,800 tỷ đồng doanh thu (tỉ trọng hơn 10% vào tổng doanh thu của ĐMX). Với mục tiêu trong năm 2022 vận hành 1,000 cửa hàng ĐMS, chúng tôi kì vọng ĐMS sẽ đóng góp tỉ trọng doanh thu lớn hơn trong năm nay. Việc dịch bệnh trong hai năm qua đi kèm với các biện pháp giãn cách xã hội đã gây ra không ít trở ngại, khó khăn dành cho các hộ buôn bán nhỏ lẻ. Qua đó, vô hình chung tạo cơ hội cho ĐMS giành được thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ tại các vùng nông thôn, vùng xa chưa có sự xuất hiện của ĐMX.

### KQKD sơ bộ tháng 1/2022 lập kỉ lục về doanh thu và một số thông tin khác

Kết quả sơ bộ tháng 1/2022, MWG đạt 16,000 doanh thu (trong đó 2,300 doanh thu từ mảng online), đây cũng là mức cao kỷ lục mới (+45% YoY). Doanh thu cao kỉ lục chủ yếu nhờ vào dịp Tết Nguyên Đán 2022 diễn ra trong tháng 1, thúc đẩy các hoạt động mua sắm cuối năm của người tiêu dùng. Tuy nhiên, theo MWG thì do tháng 1 có hiệu ứng từ dịp Tết và việc thời gian nghỉ Tết có tuần đầu của tháng 2, nên nhiều khả năng KQKD tháng 2 sẽ không cao.

Tổng doanh số của TGDD/ĐMX trong tháng 1 lập kỉ lục ở mức 13,500 tỷ đồng nhờ vào việc chuẩn bị lượng hàng tồn kho tốt từ công ty, tồn kho tăng 50% ở thời điểm cuối năm 2021 để chuẩn bị cho mùa Tết. Chuỗi Topzone mở thêm 8 cửa hàng AAR và 1 cửa hàng APR trong tháng 1. Mục tiêu tới hết tháng 3/2022 nâng tổng cửa hàng từ 20 lên 50 cửa hàng và khoảng 200 cửa hàng vào cuối năm 2022.

BHX ghi nhận doanh thu 2,400 tỷ đồng trong tháng 1/2022 nhờ nhu cầu tiêu thụ hàng FMCG tăng cao trong dịp Tết. Về triển vọng trong tương lai, BLĐ khẳng định sẽ tập trung nguồn lực nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động của BHX, tạm dừng mở mới và dự kiến bắt đầu mở thêm tại các tỉnh thành mới trong 2023 khi nền tảng hoạt động được củng cố vững chắc hơn. Ngoài ra, BLĐ cũng sẵn sàng với các đề nghị phát hành riêng lẻ BHX cho đối tác chiến lược trong cuối năm nay khi mà nền tảng hoạt động bền vững hơn.

Loạt chuỗi thử nghiệm AVA: Kids, Sport, Fashion, Ji, Cycle đều có bước đầu thuận lợi khi khai trương trước dịp nghỉ lễ Tết, đóng góp 50 tỷ đồng doanh thu. BLĐ cho rằng chuỗi AVAKids sẽ có nhiều tiềm năng phát triển nhất và dự kiến mở mới thêm 10 cửa hàng trong tương lai gần. Các chuỗi còn lại tiếp tục thử nghiệm và tìm ra mô hình phù hợp nhất.

Sau khi nâng sở hữu chuỗi nhà thuốc An Khang lên 100%, MWG sẽ tập trung nhiều nguồn lực hơn tại đây. Trước mắt sẽ tiếp tục tìm, thử nghiệm mô hình kinh doanh phù hợp nhất cho chuỗi này và gia tăng trải nghiệm của người tiêu dùng nhằm tăng doanh số (hiện tại khoảng 500 triệu VNĐ/cửa hàng). Năm 2022, dự kiến sẽ là năm tăng tốc về độ phủ cũng như doanh thu của An Khang.

## BHX tối ưu hoạt động vận hành, hướng tới mục tiêu có lợi nhuận bền vững trong 2022

### Hoàn thành mục tiêu EBITDA dương trong năm 2021

Năm 2021, BHX đạt doanh thu thuần 28,216 tỷ đồng, tăng trưởng 33% so với 2020. Mặt hàng tươi sống, hàng mát và đông lạnh có tỉ trọng doanh thu lớn nhất với 45%, tiếp sau là thực phẩm, đồ uống (38%) và hóa mỹ phẩm, khác (17%). Tính tới 12/2021, tổng số cửa hàng BHX là 2,106 cửa hàng tập trung chủ yếu ở Miền Tây, TpHCM và Miền Trung. Trong số các cửa hàng trên, 90% đã có lời EBITDA theo cửa hàng (chủ yếu là các cửa hàng hoạt động từ 6 tháng trở lên).

### KQKD trong tháng 3 tháng cuối năm vẫn chưa hồi phục đáng kể

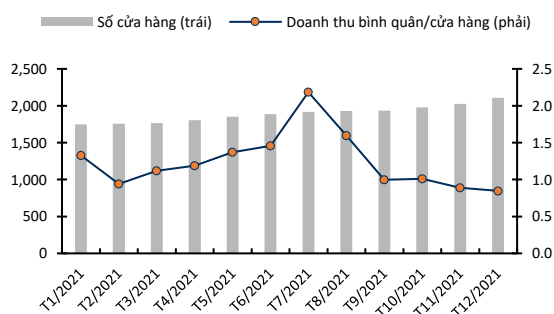
Tính riêng các tháng Q4/2021, doanh thu thuần BHX không quá ấn tượng. Q4/2021 doanh thu BHX đạt 5,584 tỷ đồng – tương đương mức giảm hơn 9% so với cùng kì 2020. Trung bình các tháng trong Q4/2021, doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX chỉ xấp xỉ 1 tỷ đồng/cửa hàng, đây là mức tương đối thấp nếu so sánh ngay cả với các tháng dịch bệnh chưa bùng phát (trung bình 1.2-1.3 tỷ đồng trong các tháng chưa ảnh hưởng bởi dịch).

Chúng tôi cho rằng, doanh thu trung bình/cửa hàng của BHX thời gian vừa rồi chưa phục hồi tốt do tại địa bàn chính như Miền Tây, TpHCM – nơi tập trung nhiều người dân lao động ở các nhà máy (khách hàng chính của BHX) chưa quay lại làm việc. Ngoài ra, khi các biện pháp giãn cách được gỡ bỏ thì các chợ truyền thống cũng được mở cửa trở lại, tạo áp lực lên doanh số BHX.

### Năm 2022 đặt mục tiêu tạo ra lợi nhuận bền vững từ BHX

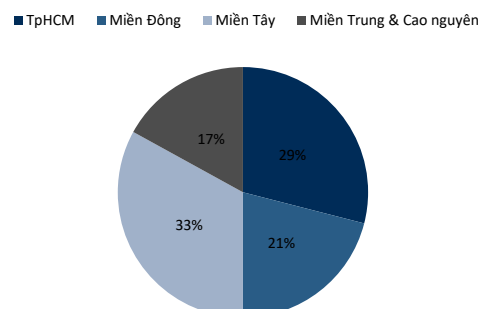
Trong năm 2022, BHX sẽ tạm dừng kế hoạch mở mới cửa hàng trên diện rộng nhằm cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng và tập trung tối ưu nguồn lực, chi phí hướng tới lợi nhuận toàn công ty trong cuối năm. Theo ước tính của chúng tôi, với mức biên gộp khá cao của BHX, nếu mức doanh thu/cửa hàng khoảng 1.3-1.4 tỷ đồng/cửa hàng thì mục tiêu có lợi nhuận từ BHX trong năm 2022 là hoàn toàn khả thi.

Biểu đồ 3. Doanh thu bình quân/cửa hàng BHX



Nguồn: MWG, KBSV ước tính

Biểu đồ 4. Cơ cấu cửa hàng BHX theo địa bàn



Nguồn: MWG, KBSV

**Bảng 1. Tóm tắt dự phóng cho năm 2022**

	2021	2022F	Thay đổi	Chú thích KBSV
Doanh thu	122,958	141,026	+15%	Cao hơn so với mức kế hoạch doanh thu được thông qua là 140,000 tỷ đồng.
TGDD	31,600	33,573	+6%	Doanh thu của TGDD tiếp tục tăng trưởng so với năm 2021 với kì vọng chiếm thêm được thị phần từ các nhà bán nhỏ lẻ. Ngoài ra, Topzone cũng là một động lực kéo doanh số (hàng Apple) của TGDD. Năm 2022, chúng tôi giả định sẽ có tương đối ít cửa hàng mở mới (10) nâng tổng số cửa hàng TGDD lên 980 và 100 cửa hàng Topzone được vận hành trong cuối năm nay.
ĐMX	62,708	72,072	+15%	Tăng trưởng tiếp tục được thúc đẩy bởi mảng ĐMS (Điện máy xanh Supermini). Chúng tôi giả định rằng số lượng cửa hàng đến cuối năm 2022 là 2,012 cửa hàng và doanh số trung bình/cửa hàng ở mức 3.0 tỷ đồng.
BHX	28,157	35,381	+26%	Trong năm 2022, chúng tôi giả định sẽ không có cửa hàng BHX mới do BLĐ tập trung cải thiện hiệu quả hoạt động số cửa hàng hiện tại. Chúng tôi kì vọng rằng việc người lao động bắt đầu từ quê lên làm việc tại nhà máy sẽ giúp doanh thu của BHX được phục hồi, giả định doanh thu bình quân hàng tháng ở mức 1.4 tỷ đồng/cửa hàng.
Lợi nhuận gộp	27,632	32,276	+16.8%	Cho năm 2021, chúng tôi giả định mức BLNG là 22.9%, cao hơn 0.4 điểm % so với năm 2021 nhờ vào việc BHX sẽ đóng góp tỉ trọng doanh thu cao hơn trong năm 2022 (dự kiến tỉ trọng là 25%).
Chi phí bán hàng	-17,914	-19,277		
Chi phí quản lý DN	-3,830	-4,121		
LN sau thuế	4,901	6,800	+39%	Cao hơn so với mức kế hoạch LNST được thông qua ở mức 6,350 tỷ đồng.

Nguồn: KBSV

## Dự phóng KQKD, định giá và khuyến nghị

### Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của MWG với doanh thu thuần đạt 141,026 tỷ đồng (+15% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 6,800 tỷ đồng (+39% YoY). Cho năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 151,171 tỷ đồng (+7% YoY) và LNST ở mức 7,550 tỷ đồng (+11% YoY).

### Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 168,200 VNĐ/cp

Sau khi kết hợp hai phương pháp định giá DCF và so sánh P/E - P/S (tỉ trọng 50-50), chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG, mức giá mục tiêu 168,200 VNĐ/cp, cao hơn 26% so với mức giá đóng cửa ngày 18/02/2022.

Chúng tôi giữ định giá P/E mục tiêu cho chuỗi ICT (TGDD & ĐMX) ở mức 11.5 lần theo như báo cáo gần nhất. Đối với chuỗi BHX, chúng tôi nâng mức P/S mục tiêu là 1.0 lần khi kì vọng BHX có lợi nhuận trong 2022.

**Bảng 2. Định giá P/E và P/S**

Chuỗi	Phương pháp định giá	EPS, doanh thu/cổ phiếu	P/E, P/S mục tiêu	Kết quả định giá
TGDD & ĐMX	P/E	9,539	11.5	109,693
BHX	P/S	49,629	1.0	49,629
<b>Tổng hợp</b>				<b>159,322</b>

Nguồn: KBSV

**Bảng 3. Tổng hợp kết quả định giá**

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng
DCF	177,022	50%
P/E & P/S	159,322	50%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>168,800</b>	<b>100%</b>

Nguồn: KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>109,801</b>	<b>124,442</b>	<b>141,026</b>	<b>151,171</b>
Gia vốn hàng bán	-84,592	-95,326	-108,750	-116,571
<b>Lãi gộp</b>	<b>23,954</b>	<b>27,632</b>	<b>32,276</b>	<b>34,600</b>
Doanh thu tài chính	794	1,266	1,287	1,345
Chi phí tài chính	-594	-714	-1,185	-1,197
Gồm: Chi phí lãi vay	-594	-674	-1,119	-1,130
Lãi/(lỗ) liên doanh	-4	4	0	0
Chi phí bán hàng	-15,334	-17,914	-19,277	-20,414
Chi phí quản lý DN	-3,404	-3,830	-4,121	-4,364
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh</b>	<b>5,413</b>	<b>6,445</b>	<b>8,978</b>	<b>9,969</b>
Thu nhập khác	44	76	0	0
Chi phí khác	-46	-49	0	0
Lãi/(lỗ) khác	-3	27	0	0
<b>Lãi/(lỗ) trước thuế</b>	<b>5,410</b>	<b>6,472</b>	<b>8,978</b>	<b>9,969</b>
Thuế doanh nghiệp	-1,490	-1,570	-2,178	-2,419
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>3,920</b>	<b>4,901</b>	<b>6,800</b>	<b>7,550</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	9	12	11	11
<b>Lợi nhuận sau CĐT S</b>	<b>3,911</b>	<b>4,889</b>	<b>6,789</b>	<b>7,539</b>

Chỉ số hoạt động (%)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tăng trưởng doanh thu	6%	13%	14%	7%
Tăng trưởng EBIT	7%	19%	41%	10%
Tăng trưởng EBITDA	14%	9%	32%	34%
Tăng trưởng LN sau CĐT S	210%	9%	32%	34%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22%	22%	23%	23%
Tỷ suất EBITDA	8%	8%	9%	11%
Tỷ suất EBIT	5%	6%	7%	7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	5%	5%	6%	7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4%	4%	5%	5%

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>Lãi trước thuế</b>	<b>5,410</b>	<b>6,472</b>	<b>8,978</b>	<b>9,969</b>
Khấu hao TSCĐ	2,196	2,921	2,563	2,685
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-558	-959	-750	-750
Thay đổi vốn lưu động	5,151	-7,149	2,112	-1,340
(T)/G phải thu	850	-966	-430	-258
(T)/G hàng tồn kho	6,270	-9,937	975	-2,029
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	-1,894	3,789	1,645	995
(T)/G chi phí trả trước	-75	-35	-78	-47
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐKD	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐKD</b>	<b>10,792</b>	<b>21</b>	<b>9,842</b>	<b>7,233</b>
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-3,911	-4,964	-4,450	-1,402
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	0	0	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-4,663	-5,338	14,382	15,781
<b>Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư</b>	<b>-8,574</b>	<b>-10,302</b>	<b>9,931</b>	<b>14,378</b>
Thu các khoản đi vay	51,168	63,936	51,650	50,212
Trả các khoản đi vay	-48,574	-56,045	-46,304	-51,725
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	99	226	0	0
Cổ tức đã trả	-679	-240	-238	-1,070
Điều chỉnh khác HĐTC	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐ tài chính</b>	<b>2,014</b>	<b>7,877</b>	<b>5,107</b>	<b>-2,582</b>
<b>Lưu chuyển tiền trong kỳ</b>	<b>4,233</b>	<b>-2,404</b>	<b>24,881</b>	<b>19,029</b>
Tiền đầu kỳ	3,115	7,348	4,944	29,825
Tiền cuối kỳ	7,348	4,944	29,825	48,854

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>46,031</b>	<b>62,983</b>	<b>65,543</b>	<b>72,218</b>
Tài sản ngắn hạn	37,317	51,976	52,472	60,325
Tiền & tương đương tiền	7,348	4,944	5,815	11,277
Đầu tư ngắn hạn	8,057	13,435	13,435	13,435
Khoản phải thu	1,595	3,162	3,592	3,851
Hàng tồn kho	19,422	29,800	28,205	30,234
Tài sản ngắn hạn khác	895	1,255	1,426	1,528
Tài sản dài hạn	8,714	11,007	13,070	11,893
Khoản phải thu dài hạn	439	482	548	587
Tài sản cố định	7,295	9,634	11,522	10,239
BDS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	133	80	80	80
Đầu tư dài hạn	53	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	794	811	921	987
<b>Nợ phải trả</b>	<b>30,549</b>	<b>42,605</b>	<b>43,426</b>	<b>43,574</b>
Nợ ngắn hạn	29,423	39,836	40,165	39,406
Phải trả người bán	8,728	12,180	13,825	14,820
KH trả tiền trước	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	15,625	21,879	20,699	18,539
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	5,069	5,778	5,641	6,047
Nợ dài hạn	1,127	2,768	3,261	4,168
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	1,127	2,768	3,261	4,168
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15,482</b>	<b>20,378</b>	<b>22,117</b>	<b>28,644</b>
Vốn góp	4,532	7,131	7,131	7,131
Thặng dư vốn cổ phần	551	561	638	683
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	10,390	12,675	14,338	20,819
Vốn và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích của cổ đông thiểu số	9	12	11	11
<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	<b>46,031</b>	<b>62,983</b>	<b>65,543</b>	<b>72,218</b>

Chỉ số chính (x, % VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	13.7	19.8	14.0	12.7
P/E pha loãng	13.7	19.8	14.0	12.7
P/B	3.4	3.0	4.3	3.3
P/S	0.5	0.5	0.8	0.8
EV/EBITDA	8	9	14	10
EV/EBIT	11	12	19	13
Lãi cơ bản/cp (EPS)	8,656	6,875	9,539	10,591
Cổ tức/cp (DPS)	1,500	525	1,500	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	15%	15%	5%	15%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
ROE	25%	24%	31%	26%
ROA	9%	8%	10%	10%
ROIC	12%	11%	15%	15%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	2.0	2.1	2.0	1.5
TS thanh toán hiện thời	1.3	1.3	1.3	1.5
TS khả năng trả lãi vay	9.9	10.1	10.6	9.0
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số vòng quay tài sản	3.0	2.3	2.2	2.2
Hệ số vòng quay phải thu	70	52	42	41
Hệ số vòng quay HTK	4.6	3.9	3.8	4.0
Hệ số vòng quay phải trả	7.5	10.1	8.3	8.3



## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình**  
Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

**Dương Đức Hiếu**  
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Lê Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng  
tungla@kbsec.com.vn

**Nguyễn Ngọc Hiếu**  
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng  
hieunn@kbsec.com.vn

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
anhpn@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương**  
Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.