

**MUA, Giá mục tiêu: 35,400 VND (+48%)**

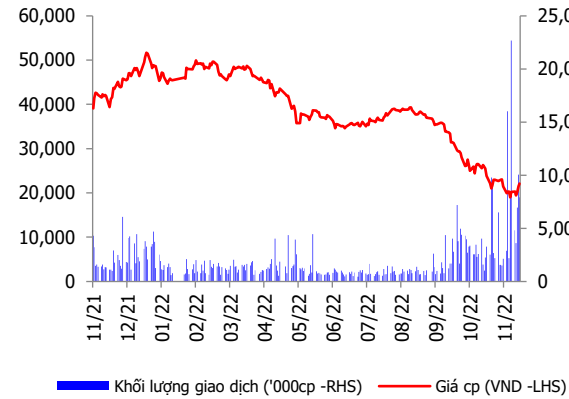
**Điểm nhấn đầu tư**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu KDH, với giá mục tiêu 35,400 VND/cổ phiếu (+48%), dựa trên 4 luận điểm chính:

- 1. Pre-sales (giá trị bán hàng) 2023 sẽ tăng trở lại** từ mức thấp trong 2022 nhờ các dự án mở bán mới Clarita và The Privia; trong đó dự án thấp tầng chiếm phần lớn dự báo lợi nhuận sau thuế (LNST) sau lợi ích cổ đông thiểu số (CĐTS). **Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ các dự án này sẽ khá tốt do sự khan hiếm các dự án, nhất là đối với dự án thấp tầng trong nội thành TPHCM kể cả khi thị trường BĐS được dự báo sẽ trầm lắng đến hết quý 2/2023.** Để hoàn thiện kế hoạch lợi nhuận 2022, KDH sẽ tăng tốc mở bán các dự án trong các tháng cuối năm 2022, bắt đầu từ đẩy mạnh hoàn tất bán hàng với dự án Classia và bắt đầu mở bán The Privia.
- 2. KDH có thương hiệu tốt với uy tín cao** trong việc bàn giao giấy chứng nhận Quyền sử dụng đất (QSDĐ) giúp giá bán cao hơn trung bình ở các vị trí lân cận. KDH đồng thời sở hữu quỹ đất dự án quy mô lớn (631 ha) ở khu Đông và khu Nam TPHCM (phần nội thành), nơi đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và giá nhà đất tăng mạnh nhờ phát triển cơ sở hạ tầng với giá vốn tốt.
- 3. Định giá vẫn còn hấp dẫn trong dài hạn** xét trên giá trị thị trường của quỹ đất, tiềm năng lợi nhuận cũng như so với các doanh nghiệp trong ngành.
- 4. Trong ngắn hạn KDH được kỳ vọng sẽ hưởng lợi** từ các dự án có vị trí tốt tại khu vực TPHCM vẫn đang thu hút người mua nhà, đặc biệt là lợi thế sở hữu 2 dự án thấp tầng ở khu Đông TPHCM (Classia đang hoàn thiện bán hàng trong 2022 và Clarita dự kiến sẽ triển khai vào nửa cuối năm 2023) trong khi câu chuyện lên Quận đang hâm nóng khu vực Bình Chánh.

**Rủi ro đầu tư**

- 1. Rủi ro pháp lý và tiến độ dự án Tân Tạo:** Dự án Tân Tạo là dự án rất lớn về cả quỹ đất và tổng vốn đầu tư. Trong dài hạn dự án này được kỳ vọng là động lực lớn nhất giúp KDH vươn mình trở thành công ty hàng đầu trên thị trường, dù trong ngắn hạn việc triển khai có thể còn nhiều phức tạp do quy mô lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ đẩy nhanh công tác giải phóng mặt bằng và tiến độ xây dựng cho dự án này và sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho KDH từ năm 2024.
- 2. Cơ cấu cổ đông "loãng",** với tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo không cao.
- 3. Rủi ro lãi suất** tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, cũng như việc kiểm soát các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành TPDN.



Ngày báo cáo	28/11/2022
<b>Giá hiện tại</b>	<b>VND</b>
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 35,400</b>
<b>Tăng/Giảm</b>	<b>48%</b>
Bloomberg	KDH EQUITY VN
Vốn hoá thị trường	17,204 tỷ đồng
Biến động 52 tuần	VND 19,000
	VND 51,637
Giá trị giao dịch trung bình (tỷ VND)	71
Sở hữu nước ngoài	35.45%

**Diễn biến giá**

	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
KDH (%)	14%	-36%	-39%
VNIndex (%)	-5%	-26%	-35%

Nguồn: Bloomberg

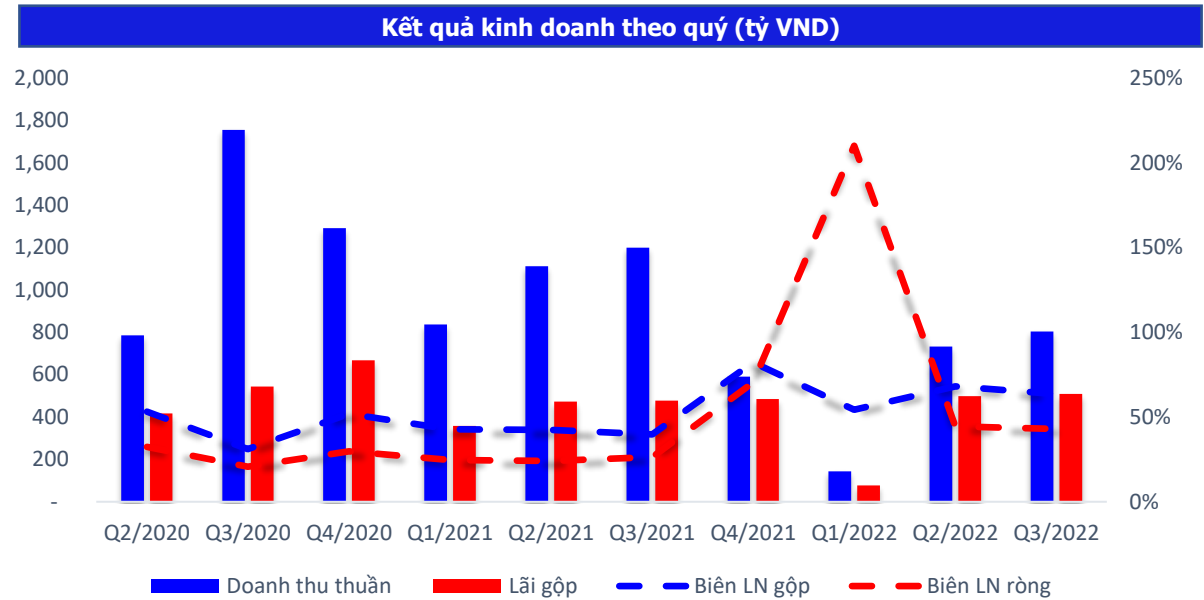
<b>Đơn vị: tỷ đồng</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	
<b>Doanh thu</b>	<b>3,738</b>	<b>2,656</b>	<b>4,429</b>	<b>7,965</b>	<b>8,717</b>	
EBIT	1,407	1,481	2,428	3,164	3,006	
<b>LNST</b>	<b>1,205</b>	<b>1,325</b>	<b>1,799</b>	<b>2,326</b>	<b>2,205</b>	
EPS (VND)	1,815	1,609	2,183	2,824	2,676	
Tăng trưởng EPS (%)		-5%	-11%	36%	29%	-5%
<b>P/E (x)</b>		<b>13.2</b>	<b>14.9</b>	<b>11.0</b>	<b>8.5</b>	<b>9.0</b>
EV/EBITDA (x)	10.6	12.7	9.5	7.0	7.0	
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	500	-	-	-	-	
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	2%	0%	0%	0%	0%	
P/B (x)	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0	
<b>ROE (%)</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	
Nợ vay / Vốn CSH (%)	25%	59%	54%	49%	45%	

Nguồn: MBS Research

**MUA, Giá mục tiêu: 35,400 VND (+48%)**

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong Q3/2022, KDH ghi nhận doanh thu 803 tỷ đồng (-33% YoY) trong khi LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 352 tỷ đồng (+11% YoY)** chủ yếu đến từ bàn giao 42 biệt thự tại dự án cao cấp Classia có biên lợi nhuận gộp rất cao là 63% so với 40% trong Q3/2021 do dự án này được mua từ lâu với giá vốn thấp trong khi giá bán cao hơn nhiều (phần khúc biệt thự) so với các dự án khác mà KDH đã phát triển. **Lũy kế 9T/2022, KDH đạt doanh thu thuần 1,678 tỷ đồng (-47% YoY) và LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 983 tỷ đồng (+25% YoY).** Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2022 giảm 47% YoY chủ yếu do số lượng căn hộ bàn giao thấp hơn. Biên lợi nhuận gộp của KDH cải thiện lên mức 64,7% trong 9T 2022 so với 41,5% trong 9T 2021, chủ yếu là nhờ dự án thấp tầng Classia có biên lợi nhuận cao hơn so với việc bàn giao các dự án cao tầng tại Safira và Lovera Vista trong 9T 2021. Chi phí tài chính trong 9T 2022 đạt 52 tỷ đồng (-22% YoY) chủ yếu do khoản chiết khấu thanh toán trong quý 3/2022 (49,3 tỷ đồng).
- Trong Q3/2022 KDH ghi nhận 123 tỷ đồng thu nhập khác từ khoản thu nhập bồi thường chấm dứt hợp đồng (Công ty chưa thuyết minh chi tiết về khoản mục này). Chúng tôi lưu ý rằng LNST sau lợi ích CĐTS quý 1/2022 của KDH chủ yếu được hỗ trợ bởi khoản thu nhập ngoài tiền mặt 308 tỷ đồng từ hợp nhất lô đất, trong khi Classia là dự án đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính trong quý 2/2022 và quý 3/2022. Tính đến 9T22, KDH hoàn thành 42% doanh thu và 69% LNST của kế hoạch năm 2022.
- Dự kiến trong các tháng còn lại của năm 2022, **KDH sẽ tiếp tục triển khai các dự án Classia (thấp tầng) và The Privia (cao tầng).** Cụ thể, đối với **Classia (TP. Thủ Đức): Dự án kỳ vọng sẽ là trụ cột doanh thu - lợi nhuận 2022**, đã hoàn tất pháp lý, có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, đã triển khai xây dựng vào quý 4/2021 và đang đẩy mạnh công tác bán hàng. Ban lãnh đạo cho biết công ty đã bán được khoảng 100 căn tại Classia (tổng dự án bao gồm 176 căn thấp tầng) và dự kiến mở bán đợt tiếp theo vào cuối tháng 11/2022; đối với **The Privia (Q. Bình Tân):** tổng dự án bao gồm khoảng 1.100 căn hộ, khởi công xây dựng từ cuối quý 2/2022) và dự kiến sẽ bắt đầu mở bán vào cuối năm nay.



# CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)

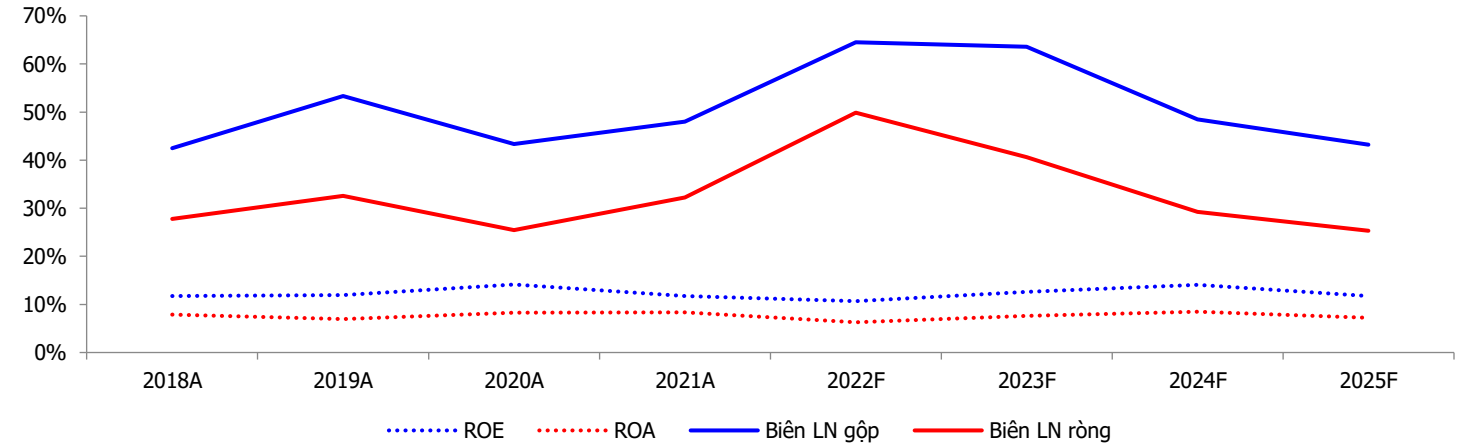


**MUA, Giá mục tiêu: 35,400 VND (+48%)**

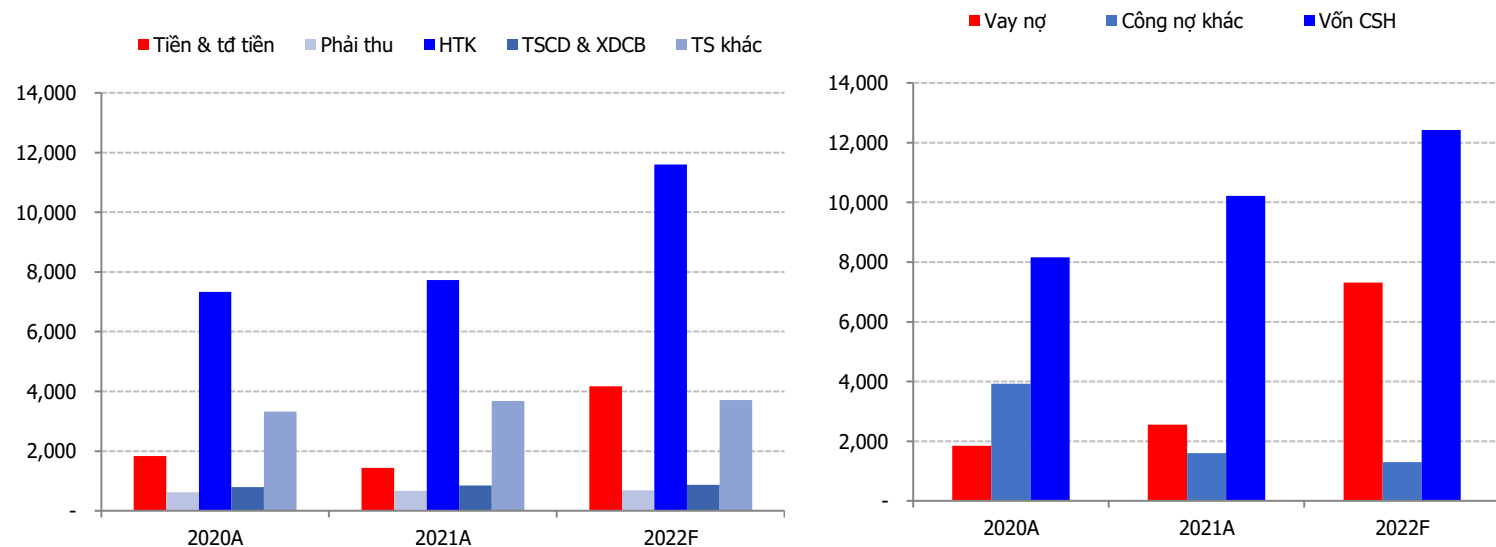
## Tình hình tài chính

- **Tổng tài sản** tại 30/09/2022 tăng 11% so với thời điểm cuối quý 2/2022, đạt 21,470 tỷ VND.
- Tại thời điểm 30/09/2022, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn** trên bảng cân đối kế toán đạt 529 tỷ VND, tăng 35% so với cuối quý trước. Trong ngắn hạn chúng tôi cho rằng **KDH sẽ đẩy mạnh và ghi nhận phần lớn (>60%) dự án Classia trong 2022**. Rủi ro lớn hơn đối với KDH chính là các dự án lớn ở khu Nam dù triển vọng hấp dẫn với chi phí vốn thấp nhưng còn vướng giải phóng mặt bằng (GPMB), hoàn thiện các thủ tục giao đất, xác định tiền sử dụng đất. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ đẩy nhanh công tác giải phóng mặt bằng và tiến độ xây dựng cho dự án này và sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho KDH từ năm 2024.
- Tại thời điểm 30/09/2022, khoản mục **Hàng tồn kho** trên bảng cân đối kế toán tiếp đà tăng lên 12,729 tỷ VND, trong khi cuối Q2/2022 con số này là 12,113 tỷ đồng với mức tăng chủ yếu từ dự án KDC Tân Tạo.
- **Nợ vay chiếm gần 34% tổng tài sản, tăng 25% so với cuối quý 2/2022**, với phần lớn trong số đó được tài trợ cho các dự án dài hạn như: Khu dân cư Tân Tạo, dự án Lê Minh Xuân mở rộng bên cạnh các dự án hiện tại như Clarita, Classia. Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH hiện tại vẫn duy trì khoảng 0.6, ở mức khỏe mạnh so với ngành. **Hiện tại với dòng tiền từ các dự án hiện hữu cũng như từ pre-sales từ các dự án đang và sắp mở bán theo kế hoạch, chúng tôi cho rằng KDH hoàn toàn có thể đảm bảo các nghĩa vụ tài chính trong thời gian tới.**
- Trong tháng 8, KDH đã phát hành thêm 800 tỷ đồng trái phiếu để góp vốn cho công ty con là Công ty TNHH Tư vấn Quốc tế nhằm tài trợ cho dự án Clarita. **Việc gia tăng nợ vay đáng kể từ đầu năm làm gia tăng thêm rủi ro trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động và bất ổn.** Phần lớn các khoản vay của công ty đáo hạn trong khoảng thời gian trải dài từ 2023–2026.

## Các chỉ số lợi nhuận



## Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, KDH

**MUA, Giá mục tiêu: 35,400 VND (+48%)**

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	Thuyết minh tình trạng triển khai các dự án trọng điểm
<b>Lovera Vista</b>	1.8	H. Bình Chánh - HCM	Hoàn thiện bán hàng và ghi nhận doanh thu trong 2022.
<b>Verosa Park</b>	8.1	Q.9 - HCM	Hoàn thiện bán hàng và ghi nhận doanh thu trong 2022.
<b>Classia</b>	4.3	Q.9 - HCM	Đã được cấp giấy chứng nhận QSDĐ và 1/500. Đã triển khai xây dựng vào Q4/2021 và dự kiến hoàn thiện bán hàng vào 2022. Công ty đã bán được khoảng 100 căn tại Classia (tổng dự án bao gồm 176 căn thấp tầng) và dự kiến mở bán đợt tiếp theo vào cuối tháng 11/2022.
<b>Clarita</b>	5.8	Q.2 - HCM	Đã có giấy chứng nhận 1/500, đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý việc xây dựng, dự kiến sẽ triển khai xây dựng cơ sở hạ tầng vào cuối năm 2022. Dự kiến sẽ mở bán vào 2H2023.
<b>Privia (Bình Tân)</b>	18.3	158 ADV, Q. Bình Tân, HCM	Tổng dự án bao gồm khoảng 1.100 căn hộ; khởi công xây dựng từ cuối quý 2/2022 và dự kiến sẽ bắt đầu mở bán vào cuối năm nay. Dự kiến sẽ bàn giao vào 2024.
<b>Đoàn Nguyên</b>	6.0	Q.2 - HCM	KDH mua lại trong Q1/2022 và sở hữu 60% cổ phần của dự án. KDH đang thực hiện thủ tục pháp lý để nhận Giấy phép xây dựng.
<b>The Solina (11A)</b>	16.4	H. Bình Chánh - HCM	Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng các khu thấp tầng. Dự kiến mở bán vào 2H2023.
<b>Phong Phú 2 (The Green Village)</b>	130	H. Bình Chánh - HCM	Đang triển khai pháp lý dự án, dự kiến triển khai giai đoạn đầu vào 2024.
<b>Khu đô thị Tân Tạo</b>	330.0	Q. Bình Tân, HCM	Về pháp lý đã nhận được chấp thuận đầu tư của Chính phủ, quyết định phê duyệt chi tiết 1/500 và đã giải phóng mặt bằng và đền bù được 80%. Dự kiến xây dựng vào 2024 theo tiến độ được Thủ tướng phê duyệt.
<b>Le Minh Xuan IP (expansion phase)</b>	109.9	H. Bình Chánh - HCM	Đã được cấp giấy chứng nhận 1/500, sẽ triển khai xây dựng cơ sở hạ tầng trong Q4/2022 đồng thời dự kiến bắt đầu triển khai cho thuê vào Q4/2023.

*Nguồn: KDH, MBS Research*

## Triển vọng các dự án trọng điểm

- The Classia (2022):** Khang Điền đặt mục tiêu xin được giấy chứng nhận quyền sử dụng đất trước khi mở bán cho dự án The Classia, từ đó giúp nâng cao giá trị dự án. Dự án The Classia đã được triển khai từ năm 2021 và đã triển khai bán hàng vào 08/2022. Đây là chiến lược rất cần trọng và cần có tiềm lực tài chính mạnh. Các chủ đầu tư khác có xu hướng mở bán ở giai đoạn đầu triển khai nhằm thu về dòng tiền từ người mua trả tiền trước. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng tại dự án The Classia sẽ khả quan nhờ vào uy tín của KDH và tỷ lệ sản phẩm đã hoàn thành cao tại thời điểm mở bán, dù giá bán đã đạt mức ~180 triệu/ m2.
- Khu đô thị Tân Tạo (kỳ vọng 2024 trở đi):** Với tổng diện tích 330ha, khu đô thị Tân Tạo là dự án lớn nhất của KDH và là một trong những khu đô thị lớn nhất phía Tây TP.HCM. Dự án nằm cạnh khu dân cư hiện hữu của quận Bình Tân và Bình Chánh và gần nhiều tiện ích trọng điểm như trung tâm thương mại Aeon Mall Bình Tân và bệnh viện Nhi Đồng Thành Phố. Với diện tích được đền bù đạt 80%, chúng tôi dự phóng dự án này sẽ chiếm gần 50% tổng giá trị gia tăng cho toàn bộ các dự án.

**Trong thời gian tới, Công ty sẽ lần lượt đưa ra thị trường nhiều dự án được gói đầu liên tục từ Classia – Clarita – Privia đến Đoàn Nguyên**, qua đó đem lại doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2022-2024. Tuy nhiên, sau 2024 áp lực duy trì lợi nhuận tăng trưởng là hiện hữu nếu các dự án như KCN Lê Minh Xuân (mở rộng) hay The Solina chưa thể triển khai bán hàng. Đây là nguyên nhân lý giải vì sao KDH chấp nhận mua lại dự án Đoàn Nguyên vào đầu 2022. Nếu việc mua lại quỹ đất giá cao thực hiện nhiều hơn, hiệu quả hoạt động của KDH từ 2024 có thể kém hấp dẫn hơn, áp lực tài chính theo đó có thể sẽ gia tăng dần.

**MUA, Giá mục tiêu: 35,400 VND (+48%)**

Dự án	Phương pháp	Giá trị
Lovera Vista	DCF	117
Verosa Park	DCF	17
Classia	DCF	1,518
Clarita	DCF	1,473
Đoàn Nguyên	DCF	621
Privia (Bình Tân)	DCF	190
The Solina	DCF	724
Khu đô thị Tân Tạo	DCF	6,142
Phong Phú 2 (The Green Village)	DCF	2,457
Le Minh Xuan IP (expansion phase)	DCF	422
<b>Tổng giá trị gia tăng</b>		<b>13,681</b>
<b>Giá trị sổ sách</b>		<b>11,684</b>
<b>Tổng giá trị công ty</b>		<b>25,364</b>
<b>Cổ phiếu lưu hành</b>		716,819,995
<b>Giá trị / cổ phiếu</b>		<b>35,400</b>

## Dự phóng và Định giá

- Chúng tôi kỳ vọng các dự án nhà ở thấp tầng quy mô nhỏ (Classia và Clarita) sẽ thúc đẩy doanh thu – lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2024 trong khi từ 2024 các dự án quy mô lớn sẽ được mở bán.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu dự phóng còn 2.656 tỷ đồng đồng thời lợi nhuận dự phóng chỉ đạt được ~95% kế hoạch (1.323 tỷ đồng) do hoãn dự án Clarita từ 2022 sang 2023 và cộng thêm thẳng dư từ đánh giá lại khoản đầu tư vào Phước Nguyên. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng dự án Classia sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ ~63-68% trên tổng số 176 sản phẩm (bao gồm cả 100 sản phẩm đã bán trong Q2-Q3/2022), dù vẫn có khả năng dự án sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao hơn kỳ vọng có phần thận trọng của chúng tôi.
- Sử dụng Phương pháp RNAV, chúng tôi xác định giá trị mỗi cổ phiếu KDH ở mức VND 35,400 (+48%), phản ánh mức độ rủi ro hiện tại của thị trường chứng khoán nói chung và ngành BĐS nói riêng nhưng đồng thời cũng mở ra cơ hội để tích lũy cổ phiếu của 1 trong những doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, rõ sản phẩm hấp dẫn với tiềm năng tăng trưởng tích cực nằm ở các dự án trọng điểm quy mô lớn kỳ vọng được triển khai từ 2024 trở đi. Chúng tôi lưu ý mức giá khuyến nghị đang tính đến tình trạng thiếu hụt thanh khoản hiện tại (chúng tôi đã thận trọng đưa ra mức chiết khấu đối với tất cả các dự án từ 20%-50%), hàm ý tiềm năng tăng giá cao hơn khi ngành BĐS nói chung vượt qua được khó khăn tạm thời trước mắt.
- Dù trước mắt (2022) công ty vẫn đang triển khai các dự án quy mô nhỏ trong khi đẩy mạnh công tác giải phóng mặt bằng và phát triển dự án quy mô lớn làm EPS dự phóng chưa có sự đột biến, chúng tôi vẫn cho rằng KDH đang có định giá hiện tại khá hấp dẫn với P/B dự phóng 2022F ở mức ~1.5 lần trong khi quỹ đất liền thổ của công ty có vị trí đặc địa tại TPHCM, pháp lý dự án rõ ràng, thiết kế sản phẩm đẹp và bàn giao nhà đúng hạn. Công ty được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự phát triển của TP. Thủ Đức, đề xuất nâng cấp huyện Bình Chánh lên quận hoặc thành phố vào năm 2025 và nguồn cung đất công nghiệp hạn chế ở TP.HCM.

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	Sản phẩm	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Lovera Vista</b>	1.8	H. Bình Chánh - HCM	1.310 căn hộ					
<b>Verosa Park</b>	8.1	Q.9 - HCM	293 căn nhà liên kế, 3 căn biệt thự					
<b>Classia</b>	4.3	Q.9 - HCM	Nhà liên kế có sân vườn và biệt thự					
<b>Clarita</b>	5.8	Q.2 - HCM	Nhà liên kế, biệt thự và căn hộ					
<b>Privia (Bình Tân)</b>	18.3	158 ADV, Q. Bình Tân, HCM	1026 căn hộ					
<b>Đoàn Nguyên</b>	6.0	Q.2 - HCM	Nhà liên kế, biệt thự và căn hộ					
<b>The Solina</b>	16.4	H. Bình Chánh - HCM	97 căn nhà phố, 121 căn biệt thự cùng 7 block căn hộ					
<b>Khu đô thị Tân Tạo</b>	330.0	Q. Bình Tân, HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ					
<b>Phong Phú 2 (The Green Village)</b>	130.0	H. Bình Chánh - HCM	Nhà liên kế và biệt thự					
<b>Le Minh Xuan IP (expansion phase)</b>	109.9	H. Bình Chánh - HCM	Khu công nghiệp					
<b>Tổng</b>	<b>631</b>							

# CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,738</b>	<b>2,656</b>	<b>4,429</b>	<b>7,965</b>	<b>8,717</b>
Giá vốn hàng bán	1,945	942	1,614	4,105	4,949
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,794</b>	<b>1,714</b>	<b>2,815</b>	<b>3,860</b>	<b>3,768</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	21	53	83	125	146
Chi phí tài chính	73	77	126	177	190
Chi phí quản lý doanh nghiệp	387	232	387	696	762
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,540</b>	<b>1,720</b>	<b>2,334</b>	<b>3,019</b>	<b>2,861</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,205</b>	<b>1,325</b>	<b>1,799</b>	<b>2,326</b>	<b>2,205</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1,202</b>	<b>1,323</b>	<b>1,795</b>	<b>2,322</b>	<b>2,201</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	2	2	3	4	4

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>13,421</b>	<b>20,046</b>	<b>22,519</b>	<b>26,207</b>	<b>29,106</b>
I. Tiền & tương đương tiền	1,365	4,103	4,236	5,814	7,091
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	69	69	69	69	69
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	670	691	712	733	755
IV. Hàng tồn kho	7,733	11,599	13,919	16,007	17,607
V. Tài sản ngắn hạn khác	3,583	3,583	3,583	3,583	3,583
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>952</b>	<b>993</b>	<b>1,087</b>	<b>1,255</b>	<b>1,308</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	79	90	151	271	297
II. Tài sản cố định	40	41	41	42	43
1. Tài sản cố định hữu hình	40	41	41	42	43
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	58	54	51	48	45
IV. Tài sản dở dang dài hạn	751	774	797	821	846
V. Đầu tư tài chính dài hạn	14	14	14	14	14
VI. Tài sản dài hạn khác	9	19	32	58	64
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14,373</b>	<b>21,039</b>	<b>23,607</b>	<b>27,462</b>	<b>30,415</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,151</b>	<b>8,612</b>	<b>9,389</b>	<b>10,927</b>	<b>11,658</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,254</b>	<b>2,190</b>	<b>2,643</b>	<b>3,834</b>	<b>4,214</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,439	1,131	1,552	2,711	3,056
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	815	1,059	1,091	1,123	1,157
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>1,898</b>	<b>6,422</b>	<b>6,746</b>	<b>7,092</b>	<b>7,445</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	160	166	177	195	203
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,738	6,256	6,569	6,898	7,242
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10,221</b>	<b>12,427</b>	<b>14,217</b>	<b>16,535</b>	<b>18,756</b>
1. Vốn điều lệ	6,429	7,168	7,168	7,168	7,168
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,177	1,312	1,312	1,312	1,312
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	2,342	3,690	5,402	7,631	9,858
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	36	64	73	85	96
5. Vốn khác	237	193	262	339	321
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>14,373</b>	<b>21,039</b>	<b>23,607</b>	<b>27,462</b>	<b>30,415</b>

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Định giá</b>					
EPS	1,815	1,609	2,183	2,824	2,676
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	15,842	15,491	17,722	20,612	23,380
P/E	13.2	14.9	11.0	8.5	9.0
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	48%	65%	64%	48%	43%
Biên EBITDA	38%	56%	55%	40%	34%
Biên lợi nhuận sau thuế	32%	50%	41%	29%	25%
ROE	12%	11%	13%	14%	12%
ROA	8%	6%	8%	8%	7%
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	-18%	-29%	67%	80%	9%
Lợi nhuận trước thuế	6%	12%	36%	29%	-5%
Lợi nhuận sau thuế	4%	10%	36%	29%	-5%
EPS	-5%	-11%	36%	29%	-5%
Tổng tài sản	3%	46%	12%	16%	11%
Vốn chủ sở hữu	25%	22%	14%	16%	13%
<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	5.95	9.15	8.52	6.83	6.91
Thanh toán nhanh	0.64	1.91	1.63	1.53	1.70
Nợ/tài sản	18%	35%	32%	29%	28%
Nợ/vốn chủ sở hữu	25%	59%	54%	49%	45%
Khả năng thanh toán lãi vay	88.34	37.59	38.67	49.53	45.84
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	5.8	3.9	6.3	11.0	11.7
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	63 ngày	94 ngày	58 ngày	33 ngày	31 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3
Thời gian tồn kho bình quân	1414 ngày	3744 ngày	2886 ngày	1331 ngày	1240 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	9.8	6.0	10.0	24.7	28.9
Thời gian trả tiền bình quân	37 ngày	61 ngày	37 ngày	15 ngày	13 ngày
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
LCTT từ HĐ kinh doanh	-2,010	-2,900	-194	1,233	915
LCTT từ HĐ đầu tư	-106	-26	-27	-28	-28
LCTT từ HĐ tài chính	1,646	5,664	354	373	390
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>-470</b>	<b>2,738</b>	<b>133</b>	<b>1,578</b>	<b>1,277</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>1,836</b>	<b>1,365</b>	<b>4,103</b>	<b>4,236</b>	<b>5,814</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1,365</b>	<b>4,103</b>	<b>4,236</b>	<b>5,814</b>	<b>7,091</b>

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Trái phiếu

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huỳnh** [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Phạm Thùy Trang** [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đinh Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
<b>MUA</b>	$\geq 15\%$
<b>GIỮ</b>	Từ $-15\%$ đến $+15\%$
<b>BÁN</b>	$\leq -15\%$

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘ SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)