

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ24,100 (từ VNĐ32,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/7/2024)	21,300
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	19,950-31,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	48,400
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,901
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,272
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,113
Slg CP NN được mua (tr.đv)	391
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	31.8%
Tỷ lệ freefloat	62.5%
Cổ đông lớn	Vingroup (18.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.48)	(16.5)	(21.1)
So với chỉ số	(5.05)	(18.5)	(32.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,724	1,850	(6.8)
2025F	1,936	2,114	(8.4)
2026F	2,349	2,429	(3.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VRE, một công ty con của Vingroup, hiện là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Rủi ro lớn hơn nền tảng vững chắc; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với VRE xuống Tăng tỷ trọng và giảm 25,2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 24.100đ (tiềm năng tăng giá 13,1%) do tăng giả định chiết khấu so với RNAV, sau khi nhận thấy rủi ro trong quản trị doanh nghiệp ngày càng cao.
- Cho giai đoạn 2024-2026, dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi đa phần không thay đổi, giảm 11% trong năm nay và tăng trưởng 12%/21% trong năm 2025/2026. Theo dự báo mới này, hơi thấp hơn so với bình quân dự báo của thị trường, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16,5% trong 3 tháng qua và giảm 22,7% kể từ giữa tháng 3/2024, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47% so với ước tính RNAV (không đổi), lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 38,1%.

Sự kiện: HĐQT đồng ý cho bên liên quan dùng tài sản công ty con của VRE làm tài sản thế chấp

VRE thông báo HĐQT đã chấp thuận đề xuất của Vincom Retail Operation và Vincom Retail Landmark 81 – cả hai công ty con do Vincom Retail sở hữu 100% – cho phép các bên liên quan sử dụng tài sản của 2 công ty này để bảo đảm nghĩa vụ của các bên liên quan. Trong trường hợp này, các bên liên quan là VIC (Nắm giữ, giá mục tiêu 46.300đ) và VHM (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 47.500đ).

Việc VRE tham gia vào các giao dịch với bên liên quan như thế này làm tăng mối lo ngại của chúng tôi về tình hình quản trị doanh nghiệp. Do đó chúng tôi tỏ ra thận trọng bằng cách tăng giả định chiết khấu so với RNAV.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần lần lượt giảm 11,2% xuống 3,9 nghìn tỷ trong năm 2024, tăng 12,3% lên 4,4 nghìn tỷ trong năm 2025, và tăng 21,3% lên 5,3 nghìn tỷ trong năm 2026. Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi, thấp hơn 6% so với bình quân dự báo của thị trường, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 ở mức 6,6%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16,5% trong 3 tháng qua và giảm 22,7% kể từ giữa tháng 3/2024, khi công ty mẹ và là cổ đông lớn cũ - Vingroup (VIC; Nắm giữ, giá mục tiêu 46.300đ) thông báo bán VRE giữa tình ngày càng khó khăn, VRE hiện giao dịch ở mức chiết khấu 47% so với RNAV ước tính là 40.200đ (không thay đổi), cao hơn bình quân 3 năm ở mức 38,1%.

Trong khi RNAV không đổi, chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 24.100đ sau khi tăng giả định chiết khấu so với RNAV lên 40% (từ mức 20%) và hạ khuyến nghị đối với VRE xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 13% tại giá mục tiêu mới. Mặc dù các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc, chúng tôi tin rằng tác động tích cực từ điều này không thể bù được rủi ro quản trị doanh nghiệp và sự bất ổn trong dài hạn gắn với giao dịch với các bên liên quan.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,672	6,020	5,861	6,065	6,996
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,735	4,409	3,917	4,398	5,337
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,724	1,936	2,349
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,677	16,637	18,360	20,296	22,645
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.55	8.02	7.55	7.17	6.10
P/E ĐC (lần)	18.2	11.3	12.4	11.0	9.07
Lợi suất cổ tức (%)	4.69	4.69	4.69	4.69	4.69
P/B (lần)	1.45	1.28	1.16	1.05	0.94
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(8.15)	12.3	21.3
ROAE (%)	8.55	12.4	9.85	10.0	10.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Ảnh hưởng tiêu cực từ Vingroup

HSC hạ khuyến nghị đối với VRE xuống Tăng tỷ trọng và giảm 25,2% giá mục tiêu xuống 24.100đ (tiềm năng tăng giá 13,1%) khi chúng tôi tăng giá định chiết khấu so với RNAV lên 40% (từ mức 20%) nhằm phản ánh rủi ro từ các giao dịch với bên liên quan. Điều này là do BLĐ của VRE quyết định cho các bên liên quan (liên quan đến Vingroup) sử dụng tài sản của VRE làm tài sản đảm bảo. Chúng tôi nhấn mạnh rằng các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc, với 6 TTTM mới được đưa vào hoạt động, đảm bảo doanh thu đều đặn từ hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ và khả năng tăng trưởng lợi nhuận nói chung. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Tuy nhiên, các rủi ro liên quan đến quản trị và sự bất ổn trong dài hạn tạo ra ảnh hưởng tiêu cực lên triển vọng của VRE.

Giao dịch với bên liên quan làm xấu đi triển vọng của VRE

VRE cho biết HĐQT đã cho phép các công ty con – cụ thể là Vincom Retail Operation và Vincom Retail Landmark 81 – sử dụng tài sản của mình làm tài sản thế chấp để đảm bảo nghĩa vụ của các bên liên quan, cụ thể là VIC và VHM (VHM; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 47.500đ), công ty phát triển BĐS trực thuộc Vingroup.

Theo đó, VIC và VHM sẽ có trách nhiệm thanh toán các khoản vay, và VRE sẽ nhận được phí cho các giao dịch này (thông tin chi tiết về mức phí chưa được công bố). BLĐ cho biết khoản vay dùng để đền bù giải phóng mặt bằng, giúp đẩy nhanh quá trình thu hồi đất và VRE đã tiến hành phân tích kỹ lưỡng dòng tiền của VHM để đảm bảo khả năng trả nợ trước khi ký kết thỏa thuận này.

Chúng tôi hoài nghi về động thái này. Việc chấp thuận của HĐQT làm gia tăng lo ngại về các giao dịch với các bên liên quan, nhất là khi VIC đang chịu áp lực về dòng tiền. Chi tiết như sau:

- **Rủi ro quản trị doanh nghiệp:** Việc cho phép các bên liên quan dùng tài sản của VRE làm tài sản đảm bảo có thể khiến VRE gặp rủi ro tín dụng, đặc biệt khi VIC đang có áp lực đáng kể về dòng tiền. VIC đang có một lượng nợ lớn đến kỳ đáo hạn trong vòng 12 tháng tới (số dư nợ dài hạn và trái phiếu doanh nghiệp sắp đến kỳ đáo hạn trong vòng 12 tháng tới lên tới 73,2 nghìn tỷ đồng (khoảng 2,98 tỷ USD)).

Nhóm cổ đông mới chủ yếu bao gồm các NĐT tài chính, chưa tham gia tích cực vào việc cải thiện công tác quản trị doanh nghiệp. Ví dụ, tại ĐHCĐ được tổ chức đầu năm nay, vấn đề chia cổ tức không được đề xuất hoặc thông qua. Điều này hoàn toàn trái ngược với kỳ vọng của nhiều NĐT do số dư tiền mặt cao của VRE vào cuối Q4/2023 ở mức 1,2 nghìn tỷ đồng.

- **Bị ảnh hưởng từ các bên liên quan:** Tính đến cuối Q1/2024, các khoản vay cho các bên liên quan lên đến 2,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 5% tổng tài sản của VRE), bao gồm các khoản vay ngắn hạn cho Vinfast (1,9 nghìn tỷ đồng, hết hạn vào tháng 6) và Vinbus (450 tỷ đồng, hết hạn vào tháng 12 năm 2024). Tiền đặt cọc hợp tác đầu tư với VIC/VHM đạt tổng cộng 12,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q1/2024, tương đương 24,9% tổng tài sản, tăng 4% so với quý trước. Đây là nguyên nhân chính khiến số dư tiền mặt trong Q4/2023 giảm 81,4% so với quý trước và trong Q1/2024 giảm 43,2% so với quý trước.

VRE cho biết, số tiền này được dùng để đặt cọc cho các quỹ đất phát triển TTTM trong các dự án của VIC/VHM. Số dư dự kiến sẽ giảm khi các TTTM được hoàn thành và bàn giao cho VRE. Mặc dù VRE sẽ nhận được tiền lãi, nhưng Công ty sẽ đối mặt với rủi ro lớn hơn khi có mối quan hệ tài chính ngày càng mật thiết với VIC và các công ty con.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần và doanh thu thuần lần lượt giảm 11,2% và 5,6% so với cùng kỳ xuống 3,9 nghìn tỷ đồng và 9,2 nghìn tỷ đồng. Dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần giảm so với cùng kỳ là do chúng tôi giảm giả định doanh thu chuyển nhượng shophouse, nhưng KQKD của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng.

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, VRE

Tỷ đồng	2023	2024F	% sv cùng kỳ	2025F	% sv cùng kỳ	2026F	% sv cùng kỳ	Tốc độ Tăng trưởng CAGR 3 năm
Doanh thu	9.791	9.243	-5,6%	9.784	5,9%	11.014	12,6%	4,0%
Lợi nhuận gộp	5.346	4.915	-8,1%	5.368	9,2%	6.481	20,7%	6,6%
LNTT	4.409	4.896	11,1%	5.498	12,3%	6.672	21,3%	14,8%
Lợi nhuận thuần	4.409	3.917	-11,2%	4.398	12,3%	5.337	21,3%	6,6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Đặc điểm của 6 TTTM mới của VRE

TTTM mới	Tổng DT sàn (m2)	Doanh thu 2024F	Doanh thu 2025F	% sv cùng kỳ	Doanh thu 2026F	% sv cùng kỳ
Vincom Mega Mall (VMM) (1)	121.934	80.267	316.219	294,0%	585.089	85,0%
Vincom Plaza (VCP) (2)	35.110	99.572	227.926	128,9%	264.260	15,9%

Ghi chú: (1) Bao gồm 4 TTTM; (2) bao gồm 2 TTTM.
Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 tăng trưởng lần lượt 5,9% và 21,3% lên 4,4 nghìn tỷ đồng và 5,3 nghìn tỷ đồng trên doanh thu 9,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,9%) và 11 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12,6%) nhờ mức đóng góp (khoảng 2,3 nghìn tỷ đồng) từ giả định đưa vào hoạt động 6 TTTM mới trong giai đoạn trên.

Lưu ý, trong Q2/2024, có 3 trong số các TTTM mới đi vào hoạt động bao gồm VMM Grand Park (diện tích sàn bán lẻ 45.255 m2), VCP Hà Giang (diện tích sàn bán lẻ 9.796 m2), và VCP Điện Biên Phủ (diện tích sàn bán lẻ 11.942 m2). Trong khi đó, VCP Bắc Giang (diện tích sàn bán lẻ 13.372 m2) dự kiến sẽ được đưa vào khai thác trong nửa cuối năm 2024 và VMM Ocean Park 2 (diện tích sàn bán lẻ 45.255 m2) và VCP Đông Hà Quảng Trị (diện tích sàn bán lẻ 14.265 m2) dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025. Tính chung, các trung tâm thương mại mới sẽ đóng góp 9% vào tổng diện tích sàn bán lẻ của VRE tính đến cuối năm 2023 ở mức 1,7 triệu m2.

HSC dự báo Công ty sẽ không chi trả cổ tức trong giai đoạn 2024-2026 nhằm thực hiện kế hoạch thanh toán nợ và dành 10 nghìn tỷ đồng để đầu tư cho kế hoạch phát triển TTTM trong tương lai. VRE đã không chi trả cổ tức kể từ năm 2019 do những bất ổn kéo dài liên quan đến đại dịch COVID. Công ty duy trì số dư tiền mặt cao nhằm tài trợ vốn đầu tư cần thiết để đưa tất cả 6 trung tâm thương mại mới vào hoạt động trong năm nay.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,6%. Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 1.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với VRE xuống Tăng tỷ trọng và giảm 25,2% giá mục tiêu xuống 24.100đ (tiềm năng tăng giá 13,1%). Chúng tôi thận trọng với VRE hơn do có các giao dịch với bên liên quan. Rủi ro về quản trị và những bất ổn đã trở nên rõ ràng hơn, điều này sẽ gây ra ảnh hưởng tiêu cực lên triển vọng của VRE và làm suy giảm giá trị nội tại của công ty.

Về phương pháp định giá, chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá trị hợp lý (RNAV) trên mỗi cổ phiếu ở mức 40.200đ (Bảng 2), không thay đổi. Tuy nhiên, HSC áp dụng mức chiết khấu 40% (tăng từ mức 20%) để thiết lập mức giá mục tiêu mới là 24.100đ (Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá trong Bảng 3).

Bảng 3: Định giá, VRE

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ suất sinh lời	Giữa năm 2025
Cho thuê BDS thương mại	Lợi nhuận thuần HKKD/tỷ suất vốn hóa	7.5-10.5%	76,793,703
Phát triển BDS	DCF		162,008
Tài sản thuần khác	Doanh thu ghi nhận		8,718,407
Tổng giá trị tài sản			85,674,118
Dòng tiền thuần			5,620,754
RNAV			91,294,872
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.3
RNAV/cp (đồng)			40,200
Mức chiết khấu giá định			40%
Giá mục tiêu (đồng)			24,100

Nguồn: HSC ước tính

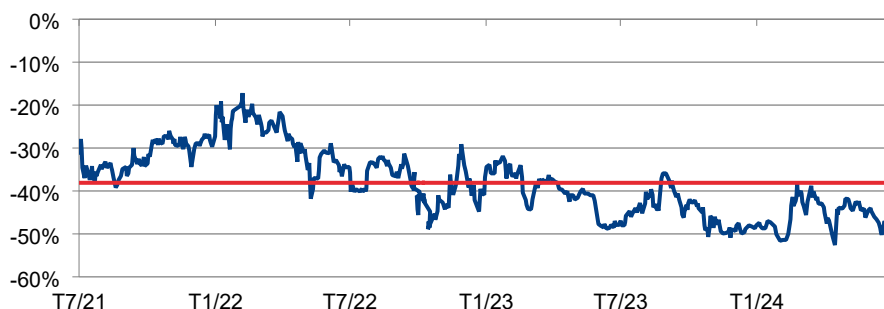
Bảng 4: Độ nhạy giá mục tiêu lên mức chiết khấu giá định so với RNAV, VRE

Đồng	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu	32,200	28,200	24,100	20,100	16,100
Tiềm năng tăng giá tại mức giá hiện tại	51.2%	32.4%	13.1%	-5.6%	-24.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Mức chiết khấu so với RNAV, VRE

Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 47% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 38.1%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16,5% trong 3 tháng qua và giảm 22,7% kể từ giữa tháng 3/2024, khi công ty mẹ và là lúc đó vẫn là cổ đông lớn cũ - Vingroup (VIC; Nắm giữ, giá mục tiêu 46.300đ) thông báo bán VRE, VRE hiện giao dịch ở mức chiết khấu 47% so với RNAV ước tính là 40.200đ (không thay đổi), cao hơn bình quân 3 năm ở mức 38,1%.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	7,309	9,791	9,243	9,784	11,014
Lợi nhuận gộp	3,764	5,346	4,915	5,368	6,481
Chi phí BH&QL	(543)	(780)	(678)	(737)	(813)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,220	4,566	4,237	4,631	5,669
Lãi vay thuần	179	816	659	868	1,003
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	72.8	144	0	0	0
LN TT	3,473	5,526	4,896	5,498	6,672
Chi phí thuế TNDN	(737)	(1,117)	(979)	(1,100)	(1,334)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.03)	(0.21)	(0.18)	(0.21)	(0.25)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,735	4,409	3,917	4,398	5,337
Lợi nhuận thuần ĐC	2,662	4,264	3,917	4,398	5,337
EBITDA ĐC	4,672	6,020	5,861	6,065	6,996
EPS (đồng)	1,204	1,940	1,724	1,936	2,349
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,724	1,936	2,349
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	7,020	4,102	6,421	7,278	8,187
Đầu tư ngắn hạn	97.4	1,071	1,071	1,071	1,071
Phải thu khách hàng	1,352	1,613	1,984	1,969	2,297
Hàng tồn kho	1,178	640	149	175	222
Các tài sản ngắn hạn khác	835	2,611	1,062	758	782
Tổng tài sản ngắn hạn	10,482	10,036	10,687	11,251	12,560
TSCĐ hữu hình	407	387	359	335	310
TSCĐ vô hình	10.6	26.0	7.30	7.30	7.30
Bất động sản đầu tư	26,514	25,180	26,384	27,377	27,736
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	5,245	12,024	13,135	16,055	20,085
Tổng tài sản dài hạn	32,177	37,617	39,886	43,774	48,138
Tổng cộng tài sản	42,659	47,654	50,572	55,025	60,698
Nợ ngắn hạn	1,065	19.9	16.4	16.4	16.4
Phải trả người bán	725	448	534	544	559
Nợ ngắn hạn khác	1,980	2,195	2,123	2,247	2,528
Tổng nợ ngắn hạn	5,818	4,473	5,163	5,106	5,324
Nợ dài hạn	2,121	3,916	2,227	2,339	2,456
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,336	1,438	1,438	1,438	1,438
Tổng nợ dài hạn	3,457	5,354	3,666	3,777	3,894
Tổng nợ phải trả	9,275	9,827	8,828	8,883	9,218
Vốn chủ sở hữu	33,351	37,804	41,720	46,119	51,456
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	23.3	23.5	23.7	23.9
Tổng vốn chủ sở hữu	33,383	37,827	41,744	46,142	51,480
Tổng nợ phải trả và VCSH	42,659	47,654	50,572	55,025	60,698
BVPS (đ)	14,677	16,637	18,360	20,296	22,645
Nợ thuần/(tiền mặt)	(3,833)	(166)	(4,177)	(4,923)	(5,715)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	3,220	4,566	4,237	4,631	5,669
Khấu hao	(1,452)	(1,454)	(1,624)	(1,434)	(1,327)
Lãi vay thuần	179	816	659	868	1,003
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(576)	(979)	(1,100)	(1,334)
Thay đổi vốn lưu động	822	(1,492)	1,870	(3,049)	(4,474)
Khác	132	271	1,067	1,201	1,315
LCT thuần từ HKKD	5,108	3,892	7,493	2,821	2,190
Đầu tư TS dài hạn	(2,538)	(8,322)	(3,482)	(2,075)	(1,398)
Góp vốn & đầu tư	0	1,956	0	0	0
Thanh lý	(109)	(2.19)	0	0	0
Khác	1,281	(1,153)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,366)	(7,521)	(3,482)	(2,075)	(1,398)
Cổ tức trả cho CSH	0	(21.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2.00	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	1,782	(1,692)	111	117
Khác	(21.4)	(1,050)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(19.4)	711	(1,692)	111	117
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,297	7,020	4,102	6,421	7,278
LCT thuần trong kỳ	3,722	(2,918)	2,319	857	909
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7,019	4,102	6,421	7,278	8,187
Dòng tiền tự do	2,570	(4,430)	4,011	746	792

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	51.5	54.6	53.2	54.9	58.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	63.9	61.5	63.4	62.0	63.5
Tỷ suất LNT (%)	37.4	45.0	42.4	45.0	48.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	34.0	(5.60)	5.86	12.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	44.3	28.8	(2.64)	3.48	15.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	108	60.2	(8.15)	12.3	21.3
Tăng trưởng EPS (%)	108	61.2	(11.2)	12.3	21.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(8.15)	12.3	21.3
Tăng trưởng DPS (%)	-	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	83.1	51.5	58.0	51.7	42.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.55	12.4	9.85	10.0	10.9
ROACE (%)	8.97	11.4	9.57	9.72	10.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.22	0.19	0.19	0.19
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.59	0.85	1.77	0.61	0.39
Số ngày tồn kho	121	52.5	12.6	14.5	17.9
Số ngày phải thu	139	132	167	163	185
Số ngày phải trả	74.6	36.8	45.0	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.85)	0.39	(8.52)	(9.34)	(9.73)
Nợ/tài sản (%)	10.3	8.92	5.66	5.40	5.24
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.71	0.49	0.49	0.45
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	2.24	2.07	2.20	2.36
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.10	4.93	4.79	4.45	3.88
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.55	8.02	7.55	7.17	6.10
P/E (lần)	17.7	11.0	12.4	11.0	9.07
P/E ĐC (lần)	18.2	11.3	12.4	11.0	9.07
P/B (lần)	1.45	1.28	1.16	1.05	0.94
Lợi suất cổ tức (%)	4.69	4.69	4.69	4.69	4.69

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn