

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

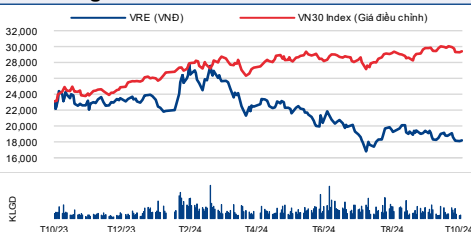
Giá mục tiêu: VNĐ21,800 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/10/2024)	18,200
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,800-27,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	41,356
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,633
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	(4.71)	(2.93)	(21.2)
So với chỉ số	(3.38)	(6.28)	(38.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,742	1,822	(4.4)
2025F	1,610	1,922	(16.2)
2026F	1,660	2,160	(23.1)

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

Dự báo doanh thu cho thuê ổn định, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE và giữ nguyên giá mục tiêu 21.800đ (tiềm năng tăng giá 19,8% và P/E dự phóng năm 2025 là 13,5 lần) do tác động giữa việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và việc đưa ra các giả định định giá mới.
- Chúng tôi tăng 8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 4 nghìn tỷ đồng, (giảm 10%) dựa trên giả định doanh thu HĐ tài chính cao hơn nhờ KQKD 9 tháng đầu năm 2024 cải thiện, trong khi giảm lần lượt 2% và 14% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do VRE ưu tiên tăng tỷ lệ lấp đầy hơn tăng tiền thuê khi khách gia hạn hợp đồng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,2% so với RNAV hiện tại, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39,3%.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3 và cuộc gặp chuyên viên phân tích

VRE công bố KQKD Q3/2024 sát với dự báo của HSC, cho thấy lợi nhuận thuần đạt 906 tỷ đồng, giảm 31,2% so với cùng kỳ và 11,3% so với quý trước) trên doanh thu 2.078 tỷ đồng (giảm 37,7% so với cùng kỳ và 16,2% so với quý trước). Lợi nhuận thuần và doanh thu thuần 9 tháng đầu năm hoàn thành lần lượt 82,4% và 75,9% dự báo của chúng tôi trong khi đạt 68,1% và 71,7% KHKD Công ty đề ra.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2024, giảm dự báo năm 2025-2026

HSC điều chỉnh tăng 8,5% dự báo lợi nhuận năm 2024 lên 4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10,1%) dựa trên việc tăng 52,4% giả định doanh thu HĐ tài chính lên 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng 33,4%) do doanh thu HĐ tài chính 9 tháng đầu năm 2024 cao hơn dự báo nhờ lợi nhuận từ tiền gửi ngân hàng. Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu ở mức 8,9 nghìn tỷ đồng (giảm 8,9% so với năm 2023). Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 2,5% và 7,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026, xuống lần lượt 3,6 nghìn tỷ đồng (giảm 8,1%) và 4,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,4%), chủ yếu nhờ chiến lược ưu tiên tăng tỷ lệ lấp đầy hơn là tăng giá thuê khi khách gia hạn hợp đồng.

Nhìn chung, dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi thấp hơn 2-26% so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,2% so với RNAV hiện tại, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39,3%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE và giữ nguyên giá mục tiêu 21.800đ – sau khi áp dụng mức chiết khấu không đổi 40% và tiềm năng tăng giá gần 20% – do tác động trái chiều giữa việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó) và việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2024).

Mặc dù đà phục hồi của ngành BĐS bán lẻ sẽ có thể hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy của VRE nhờ nhu cầu tăng, chúng tôi cho rằng doanh thu cho thuê mặt bằng của Công ty sẽ có tốc độ tăng chậm hơn vì (1) chiến lược tập trung nâng cao tỷ lệ lấp đầy hơn là tăng giá thuê, vốn tác động xấu đến cầu đi thuê và (2) phần lớn các hợp đồng thuê mặt bằng của VRE có thời gian thuê cố định, với thời hạn hợp đồng bình quân là 3,8 năm. Vì vậy, chúng tôi tin rằng phải mất vài quý để lợi nhuận từ hoạt động cho thuê phản ánh đà phục hồi của ngành.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,672	6,020	5,346	5,284 ▼	5,866 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,735	4,409	3,958 ▲	3,658	3,773 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,742 ▲	1,610	1,660 ▼
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,677	16,637	18,378	19,988	21,649
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.04	6.85	7.92	8.23	7.36
P/E ĐC (lần)	15.5	9.70	10.4	11.3	11.0
Lợi suất cổ tức (%)	5.49	5.49	5.49	5.49	5.49
P/B (lần)	1.24	1.09	0.99	0.91	0.84
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(7.18)	(7.59)	3.15
ROAE (%)	8.55	12.4	9.95	8.39	7.98

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

Tăng trưởng tích cực trong dài hạn, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE và giữ nguyên giá mục tiêu 21.800đ (tiềm năng tăng giá 19,8% và P/E dự phóng năm 2025 là 13,5 lần) do tác động trái chiều giữa việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và việc đưa ra các giả định định giá mới. Chúng tôi tăng 8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, chủ yếu nhờ tăng giả định doanh thu HĐ tài chính và giảm lần lượt 2% và 14% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do mức tăng tiền thuê khi gia hạn hợp đồng không còn cao như trước khi VRE thực hiện chiến lược ưu tiên tăng tỷ lệ lấp đầy hơn là tăng tiền thuê khi khách gia hạn hợp đồng. Trong khi đó, các rủi ro quản trị doanh nghiệp và giao dịch của các bên liên quan vẫn là vấn đề đáng lo ngại.

KQKD Q3/2024: Sát với dự báo nhờ hoạt động cho thuê lành mạnh

VRE công bố KQKD Q3/2024, sát với dự báo của HSC, cho thấy lợi nhuận thuần đạt 906 tỷ đồng (giảm 31,2% so với cùng kỳ và 11,3% so với quý trước) trên doanh thu 2.078 tỷ đồng (giảm 37,7% so với cùng kỳ và 16,2% so với quý trước). Lợi nhuận thuần và doanh thu thuần 9 tháng đầu năm hoàn thành lần lượt 82,4% và 75,9% dự báo của chúng tôi trong khi đạt 68,1% và 71,7% KHKD Công ty đề ra.

Doanh thu từ hoạt động cho thuê đạt 1.983 tỷ đồng, tăng nhẹ 2,2% so với quý trước và không đổi so với cùng kỳ. LN thuần HĐKD mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng 0,8% so với cùng kỳ lên 1.399 tỷ đồng, cho thấy tỷ suất LN thuần HĐKD đạt 67,5% (không đổi so với quý trước nhưng giảm mạnh từ mức 74,6% so với cùng kỳ) do tỷ lệ lấp đầy giảm.

Tỷ lệ lấp đầy Q3/2024 được ghi nhận ở mức 84,6%, sát với dự báo và tăng nhẹ 0,7 điểm phần trăm so với quý trước nhưng vẫn giảm nhẹ 0,8 điểm phần trăm so với cùng kỳ do tập trung nguồn lực đẩy mạnh hoạt động mở bán tại 4 TTTM mới trong năm 2024.

Dự kiến trong Q4/2024, VRE sẽ mở bán TTTM Vincom Plaza Đông Hà Quảng Trị (14.300 m2). Các dự án dự kiến triển khai trong năm 2025 bao gồm Vincom Mega Mall Ocean City (53.200 m2, Hưng Yên), Vincom Mega Mall Royal Islands (47.600 m2, Hải Phòng) và Vincom Plaza Vinh (19.000 m2, Nghệ An). Những dự án này dự kiến sẽ bổ sung 134.100 m2 sàn, tương đương 7,5% tổng diện tích sàn bán lẻ.

Doanh thu BĐS đạt 36 tỷ đồng (tăng 92,4% so với quý trước và 97,3% so với cùng kỳ) nhờ hoạt động bàn giao 7 căn shophouse ở Đông Hà, Quảng Trị, so với 268 căn trong Q3/2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này đạt 44,2%, cải thiện từ mức 33,5% trong Q2/2024 và 44,3% trong Q3/2023.

Danh sách các dự án shophouses đã được công bố. VRE mua lại một số phân khu thương mại trong các dự án của Vinhomes để phát triển shophouse, trong đó, 85.600 m2 diện tích sàn bán lẻ tại Vinhomes Royal Island (Hải Phòng), khoảng 1.000 căn và 24.200 m2 diện tích sàn bán lẻ tại Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh), khoảng 190-200 căn, dự kiến sẽ mở bán trong năm 2025, chưa được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi do chưa có đầy đủ thông tin.

Chi phí tài chính tăng đáng kể 211,3% so với cùng kỳ và 36,4% so với quý trước lên 244 tỷ đồng nhờ số nợ tăng. Doanh thu HĐ tài chính tăng 27,1% so với cùng kỳ nhưng giảm 8,8% so với quý trước xuống 383 tỷ đồng, nhờ lợi nhuận từ tiền gửi ngân hàng. Lợi nhuận HĐ tài chính 9 tháng đầu năm 2024 cao hơn mức giả định thận trọng của chúng tôi.

Chi phí bán hàng & quản lý đạt tổng cộng 248 tỷ đồng (tăng 14,8% so với quý trước và 15,1% so với cùng kỳ). Chi phí tăng mạnh so với cùng kỳ là do khoản chi phí dự phòng 68 tỷ đồng (tăng 164,5% so với cùng kỳ) do khách thuê mảng giải trí bị ảnh hưởng từ đại dịch COVID-19, nên phải đóng cửa hàng tại các TTTM của VRE.

Bảng CĐKT: Trở lại vị thế tiền mặt

VRE công bố vị thế tiền mặt vào cuối Q3/2024 ở mức 863 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ dư nợ thuần 2.860 tỷ đồng, nhưng vẫn thấp hơn vị thế tiền mặt 6.657 tỷ đồng vào cuối Q3/2023.

Công ty đã thu hồi được các khoản vay 2,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 4,5% tổng tài sản của VRE) cho các bên liên quan (1,9 nghìn tỷ đồng là các khoản vay ngắn hạn cho Vinfast và 450 tỷ đồng cho Vinbus). Tiền gửi phát triển quỹ đất tại VIC/VHM tăng 4/3% so với quý trước lên 11,8 nghìn tỷ đồng, tương đương 21% tổng tài sản. Trong đó tiền gửi tại Vingroup, với số dư 3 nghìn tỷ đồng chủ yếu để phát triển shophouse tại Royal Island và Golden Avenue.

Bảng 1: KQKD Q3/2024, VRE

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	% sv cùng kỳ	9T23	9T24	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	3,333	2,078	-37.7%	7,449	6,811	-8.6%
Lợi nhuận gộp	1,700	1,089	-35.9%	4,078	3,554	-12.8%
Thu nhập tài chính	301	383	27.1%	803	1,239	54.2%
Chi phí tài chính	(76)	(244)	221.3%	(256)	(563)	119.7%
Chi phí bán hàng	(185)	(77)	-58.2%	(257)	(197)	-23.4%
Chi phí quản lý	(107)	(170)	59.8%	(259)	(473)	82.4%
LNTT	1,656	1,119	-32.4%	4,173	3,763	-9.8%
Lợi nhuận thuần	1,317	906	-31.2%	3,341	3,010	-9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2024, giảm dự báo năm 2025-2026

HSC điều chỉnh tăng 8,4% dự báo lợi nhuận năm 2024 lên 4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10,2%) dựa trên việc tăng 52,4% giả định doanh thu HĐ tài chính lên 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 42,1%) do doanh thu HĐ tài chính 9 tháng đầu năm 2024 cao hơn dự báo nhờ lợi nhuận từ tiền gửi ngân hàng. Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu ở mức 8,9 nghìn tỷ đồng (giảm 8,9% so với năm 2023). Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận thuần dự báo giảm đa phần do giả định doanh thu chuyển nhượng shophouse giảm 54,6% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu mảng cho thuê cốt lõi dự kiến tăng nhẹ 1,1% so với cùng kỳ. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ suất LN thuần HĐKD giai đoạn 2024-2026 lần lượt ở mức 69,6%, 68,7% và 69,8%.

Trong khi đó chúng tôi giảm lần lượt 2,1% và 14,1% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 3,7 nghìn tỷ đồng (giảm 7,6%) và 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,2%) do giả thuê tăng chậm lại. BLĐ cho biết mức tăng tiền thuê khi gia hạn hợp đồng dự kiến đi ngang trong các quý tới do chiến lược ưu tiên tăng tỷ lệ lấp đầy hơn là tăng giá thuê có thể làm nhu cầu giảm. Ngoài ra, do 80% hợp đồng cho thuê của VRE là hợp đồng cố định với thời hạn thuê trung bình là 3,8 năm, HSC kỳ vọng mức tăng giá cho thuê của VRE sẽ có tác động rõ ràng hơn đến lợi nhuận từ năm 2026 trở đi.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 3,8% và 14,1% dự báo doanh thu năm 2025-2026 xuống 9,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2%) và 9,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) doanh thu hoạt động cho thuê cốt lõi giảm.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2025, VRE

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024				
Doanh thu	8,972	8,919	-0.6%	-8.9%
Lợi nhuận gộp	4,561	4,494	-1.5%	-15.9%
Lợi nhuận thuần	3,653	3,958	8.4%	-10.2%
2025				
Doanh thu	9,459	9,101	-3.8%	2.0%
Lợi nhuận gộp	4,931	4,662	-5.5%	3.7%
Lợi nhuận thuần	3,736	3,658	-2.1%	-7.6%
2026				
Doanh thu	10,643	9,825	-7.7%	8.0%
Lợi nhuận gộp	5,969	5,373	-10.0%	15.2%
Lợi nhuận thuần	4,394	3,773	-14.1%	3.2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE và giữ nguyên giá mục tiêu 21.800đ với tiềm năng tăng giá 19,8% do tác động trái chiều giữa việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 cũng như việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) và giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó), sau khi cộng 1,5 điểm phần trăm phần phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh theo tiêu chuẩn nội bộ là 7,5% (so với 8,5% trước đó).

Mặc dù đã phục hồi của ngành BĐS bán lẻ sẽ có thể hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy của VRE nhờ nhu cầu tăng, HSC cho rằng doanh thu cho thuê mặt bằng của Công ty sẽ có tốc độ tăng mạnh hơn trong dài hạn nhờ có chiến lược tập trung nâng cao tỷ lệ lấp đầy hơn là tăng giá thuê. Đáng lưu ý, rủi ro quản trị doanh nghiệp và giao dịch của các bên liên quan vẫn làm cho chúng tôi lo ngại.

Liên quan đến 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 36.400đ (Bảng 3), (không đổi). Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) Sau cùng, HSC áp dụng mức chiết khấu 40% (không đổi) để thiết lập giá mục tiêu mới là 21.800đ (chúng tôi phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá trong Bảng 4).

Bảng 3: Định giá, VRE

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ suất sinh lời	Giữa năm 2025
Cho thuê BĐS thương mại	Lợi nhuận thuần HOKD/tỷ suất vốn hóa	7.0%-10.0%	68,210,723
Phát triển BĐS	DCF		127,094
Tài sản thuần khác	Giá trị sổ sách		15,177,046
Tổng giá trị tài sản			83,514,864
Dòng tiền thuần			(1,023,874)
RNAV			82,490,990
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.4
RNAV/cp (đồng)			36,400
Mức chiết khấu giả định			40%
Giá mục tiêu (đồng)			21,800

Nguồn: HSC ước tính

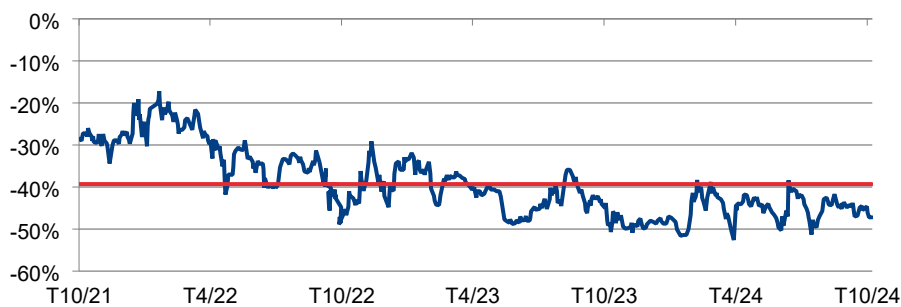
ảng 4: Độ nhạy giá mục tiêu lên mức chiết khấu giả định so với RNAV, VRE

Giả định chiết khấu	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu	29,100	25,500	21,800	18,200	14,600
Tiềm năng tăng giá tại mức giá hiện tại	59.9%	40.1%	19.8%	0.0%	-19.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Mức chiết khấu so với RNAV, VRE

Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,2% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 39,3%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,2% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 39,3%.

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	8,919	9,101	9,825
Lợi nhuận gộp	3,764	5,346	4,494	4,662	5,373
Chi phí BH&QL	(543)	(780)	(772)	(813)	(834)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,220	4,566	3,722	3,849	4,539
Lãi vay thuần	179	816	1,226	723	177
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
LNTT	3,473	5,526	4,948	4,572	4,716
Chi phí thuế TNDN	(737)	(1,117)	(990)	(914)	(943)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.03)	(0.21)	(0.19)	(0.17)	(0.18)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,735	4,409	3,958	3,658	3,773
Lợi nhuận thuần ĐC	2,662	4,264	3,958	3,658	3,773
EBITDA ĐC	4,672	6,020	5,346	5,284	5,866
EPS (đồng)	1,204	1,940	1,742	1,610	1,660
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,742	1,610	1,660
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	3,211	2,491	2,924
Đầu tư ngắn hạn	97.4	1,071	1,071	1,071	1,071
Phải thu khách hàng	1,352	1,613	3,580	2,121	2,402
Hàng tồn kho	1,178	640	101	127	174
Các tài sản ngắn hạn khác	835	2,611	4,765	7,679	7,931
Tổng tài sản ngắn hạn	10,482	10,036	12,728	13,489	14,501
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	27,665	26,377
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	12,935	14,826	19,097
Tổng tài sản dài hạn	32,177	37,617	39,685	42,834	45,791
Tổng cộng tài sản	42,659	47,654	52,413	56,323	60,292
Nợ ngắn hạn	1,065	19.9	2,476	2,476	2,476
Phả trả người bán	725	448	546	547	549
Nợ ngắn hạn khác	1,980	2,195	2,048	2,090	2,256
Tổng nợ ngắn hạn	5,818	4,473	7,480	7,331	7,422
Nợ dài hạn	2,121	3,916	1,710	2,110	2,216
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	3,148	3,548	3,654
Tổng nợ phải trả	9,275	9,827	10,628	10,880	11,076
Vốn chủ sở hữu	33,351	37,804	41,762	45,419	49,192
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	23.3	23.5	23.7	23.8
Tổng vốn chủ sở hữu	33,383	37,827	41,785	45,443	49,216
Tổng nợ phải trả và VCSH	42,659	47,654	52,413	56,323	60,292
BVPS (đ)	14,677	16,637	18,378	19,988	21,649
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(3,833)	(166)	975	2,095	1,768

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	3,220	4,566	3,722	3,849	4,539
Khấu hao	(1,452)	(1,454)	(1,624)	(1,434)	(1,327)
Lãi vay thuần	179	816	1,226	723	177
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(576)	(990)	(914)	(943)
Thay đổi vốn lưu động	822	(1,492)	(3,508)	(4,897)	(4,759)
Khác	132	271	1,710	1,085	578
LCT thuần từ HKKD	5,108	3,892	2,156	232	341
Đầu tư TS dài hạn	(2,538)	(8,322)	(3,297)	(1,352)	(14.1)
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)	(3,297)	(1,352)	(14.1)
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	250	400	106
Khác	(21.4)	(1,050)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(19.4)	711	250	400	106
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,297	7,020	4,102	3,211	2,491
LCT thuần trong kỳ	3,722	(2,918)	(890)	(720)	433
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7,019	4,102	3,211	2,491	2,924
Dòng tiền tự do	2,570	(4,430)	(1,141)	(1,120)	327

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	50.4	51.2	54.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	63.9	61.5	59.9	58.1	59.7
Tỷ suất LNT (%)	37.4	45.0	44.4	40.2	38.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	34.0	(8.91)	2.04	7.96
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	44.3	28.8	(11.2)	(1.17)	11.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	108	60.2	(7.18)	(7.59)	3.15
Tăng trưởng EPS (%)	108	61.2	(10.2)	(7.59)	3.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(7.18)	(7.59)	3.15
Tăng trưởng DPS (%)	-	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	83.1	51.5	57.4	62.1	60.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.55	12.4	9.95	8.39	7.98
ROACE (%)	8.97	11.4	8.45	8.20	8.91
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.22	0.18	0.17	0.17
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.59	0.85	0.58	0.06	0.08
Số ngày tồn kho	121	52.5	8.33	10.4	14.3
Số ngày phải thu	139	132	295	174	197
Số ngày phải trả	74.6	36.8	45.0	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.85)	0.39	3.63	5.79	4.87
Nợ/tài sản (%)	10.3	8.92	9.02	9.09	8.82
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.71	0.88	0.97	0.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	2.24	1.70	1.84	1.95
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.14	4.21	4.75	4.78	4.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.04	6.85	7.92	8.23	7.36
P/E (lần)	15.1	9.38	10.4	11.3	11.0
P/E ĐC (lần)	15.5	9.70	10.4	11.3	11.0
P/B (lần)	1.24	1.09	0.99	0.91	0.84
Lợi suất cổ tức (%)	5.49	5.49	5.49	5.49	5.49

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