

Mua vào (giữ nguyên)

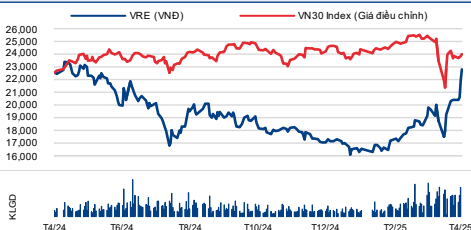
Giá mục tiêu: VNĐ27,700 (từ VNĐ22,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/4/2025)	22,800
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,100-23,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,438
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	51,809
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,990
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)	677
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.2%
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	19.1	37.8	1.11
So với chỉ số	26.2	40.5	(5.02)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,831	1,910	(4.1)
2026F	1,901	2,102	(9.5)
2027F	2,373	2,233	6.3

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

Tỷ suất LN thuần HĐKD cải thiện; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE nhưng tăng 21,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 27.700đ (tiềm năng tăng giá 21,5%) dựa trên các tác động trái chiều của việc tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi tăng lần lượt 14%, 23% và 25% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, sau khi tăng giả định tỷ suất LN thuần HĐKD dựa trên KQKD Q1/2025 cao hơn kỳ vọng.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua và tăng 38% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua vào trong báo cáo gần nhất được phát hành vào tháng 2/2025, VRE đang giao dịch với mức chiết khấu 50,5% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,6% – mức định giá rẻ, theo quan điểm của chúng tôi.

Sự kiện: Tổ chức ĐHCĐ và công bố KQKD Q1/2025

KHKD năm 2025 cho thấy doanh thu thuần đạt 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,5%) và LNST 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14,8%) và cao hơn nhiều so với dự báo trước đó của chúng tôi ở mức 3,4 nghìn tỷ đồng sau khi tăng giả định tỷ suất LN thuần HĐKD. Công ty công bố KQKD Q1/2025 với LNST 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng 10,8% so với cùng kỳ và tăng 10,6% so với quý trước), cao hơn 10,6% so với dự báo của HSC – trên doanh thu 2,1 nghìn tỷ đồng (giảm 6,9% so với cùng kỳ và giảm 1,1% so với quý trước). Tỷ suất LN thuần HĐKD trong quý đạt 73,2% (cao hơn so với mức 69,9% trong dự báo trước đó của chúng tôi và mức 68,8% trong năm 2024).

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận sau khi tăng giả định tỷ suất LN thuần HĐKD

HSC tăng 24%, 22,7% và 25,4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Dựa trên các xu hướng dẫn đến KQKD Q1/2025 và KHKD năm 2025, chúng tôi tăng bình quân 74,2% giả định tỷ suất LN thuần HĐKD cho giai đoạn này (so với mức 70% trước đó; mức bình quân giai đoạn 2022-2024 là 71,3%). Mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ cốt lõi dự kiến sẽ tăng trưởng vững chắc trong giai đoạn dự báo, nhờ quá trình hoạt động nguyên năm của 5 TTTM được đưa vào vận hành trong năm 2024 và 3 TTTM mới dự kiến được đưa vào hoạt động trong năm 2025, trong khi 2 dự án shophouse mới sẽ đóng góp vào doanh thu từ năm 2027. Trong khi đó, chúng tôi dự báo tỷ suất LN thuần HĐKD sẽ duy trì ở mức cao nhờ tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê cao hơn vì các nhà bán lẻ có nhu cầu mở rộng HĐKD cũng như các sáng kiến nhằm tiết kiệm chi phí.

Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi, thấp hơn 4% so với bình quân dự báo thị trường, cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2027 là 17,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 50,5% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 43,5%. HSC tăng 21,5% giá mục tiêu lên 27.700đ dựa trên các tác động trái chiều của việc tăng dự báo lợi nhuận, lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025) và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 21,5% tại giá mục tiêu mới. Các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc dựa trên HĐKD của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ, mặc dù chịu tác động gián tiếp từ chính sách thuế quan. Danh mục dự án TTTM vốn đã vững chắc của Công ty đang được củng cố thêm với 3 TTTM mới chuẩn bị mở bán trong giai đoạn 2025-2027.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,020	5,152	5,924 ▲	6,415 ▲	7,392 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,409	4,096	4,161 ▲	4,321 ▲	5,393 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	1,831 ▲	1,901 ▲	2,373 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	16,637	18,449	20,280	22,182	24,555 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.58	10.4	8.79	8.04	6.65
P/E ĐC (lần)	12.1	14.1	12.5	12.0	9.61
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.37	1.24	1.12	1.03	0.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	13.0	3.85	24.8
ROAE (%)	12.4	10.3	9.46	8.96	10.2

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

KQKD Q1/2025 cao hơn dự báo nhờ tỷ suất LN thuần HĐKD; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE và tăng 21,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 27.700đ (tiềm năng tăng giá 21,5%) sau khi chúng tôi (1) tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, (2) lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025) và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH, dẫn đến giả định WACC cao hơn. Chúng tôi tăng 20-25% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho giai đoạn 2025-2027 sau khi tăng giả định tỷ suất LN thuần HĐKD mang cho thuê mặt bằng bán lẻ, dựa trên giả định tỷ lệ lấp đầy cải thiện khi nhu cầu của khách thuê tăng mạnh, giá cho thuê cao hơn cùng với các sáng kiến nhằm tiết kiệm chi phí. Việc VRE lần lượt khai trương 8 TTTM mới trong năm 2024-2025 giúp đảm bảo sự tăng trưởng lành mạnh của doanh thu cho thuê và lợi nhuận.

Tổ chức ĐHCĐ và công bố KQKD Q1/2025

VRE đã tổ chức ĐHCĐ vào ngày 22/4/2025, với tất cả các tờ trình được thông qua. BLĐ Công ty đề ra mục tiêu doanh thu thuần và LNST năm 2025 lần lượt là 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,5%) và 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14,8%). Đáng lưu ý, mục tiêu lợi nhuận cao hơn 40,1% so với dự báo của HSC ở mức 3,4 nghìn tỷ đồng sau khi tăng giả định tỷ suất LN thuần HĐKD.

BLĐ cũng đã công bố KQKD Q1/2025 với LNST 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng 10,8% so với cùng kỳ và tăng 10,6% so với quý trước), cao hơn 10,6% so với dự báo của chúng tôi – trên doanh thu 2,1 nghìn tỷ đồng (giảm 6,9% so với cùng kỳ và giảm 1,1% so với quý trước). Tỷ suất LN thuần HĐKD trong quý đạt 73,2%. Kết quả trên hoàn thành lần lượt 24,3% và 35,8% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần cho cả năm 2025 của chúng tôi. Do KQKD của từng mảng kinh doanh chưa được công bố, chúng tôi chờ có thêm thông tin chi tiết về KQKD tại cuộc họp báo cáo lợi nhuận Q1/2025.

Mặc dù doanh thu Q1/2025 giảm (đa phần do đóng góp ít hơn từ doanh thu chuyển nhượng shophouse), LNST vẫn tăng trưởng vững chắc ở mức 10% so với cùng kỳ. Chúng tôi tin rằng kết quả này có được là nhờ tỷ suất LN thuần HĐKD cao hơn khi tỷ lệ lấp đầy cải thiện (khoảng 95%) và không thực hiện trích lập dự phòng nợ xấu đối với nhiều khách thuê.

Bảng 1: Dự án TTTM mới, VRE

STT	Dự án	Tổng diện tích mặt sàn cho thuê (m ²)	Vị trí	Thời gian đi vào HĐ thực tế/dự kiến	Tỷ lệ lấp đầy
1	VMM Grand Park	45,255	Thủ Đức	2024	99%
2	VCP Hà Giang	9,796	Hà Giang	2024	96%
3	VCP Điện Biên Phủ	11,942	Điện Biên Phủ	2024	95%
4	VCP Bắc Giang	13,372	Bắc Giang	2024	99%
5	VCP Đông Hà Quảng Trị	14,265	Quảng Trị	2024	94%
6	VCP Vinh	19,200	Vinh	4Q25	N/a
7	VMM Ocean City	53,200	Hưng Yên	2Q25	N/a
8	VMM Royal Island	47,600	Hải Phòng	3Q25	N/a

Nguồn: HSC ước tính

BLĐ VRE đặt mục tiêu mở bán 3 TTTM mới trong năm 2025: 2 Vincom Mega Malls (VMM Royal Island và VMM Ocean City) và 1 Vincom Plaza (VCP Vinh). Các TTTM mới dự kiến bổ sung thêm 120.000 m² sàn vào tổng diện tích 1,84 triệu m² của các dự án đang triển khai, nâng tổng số TTTM đang hoạt động lên 91 trung tâm và đóng góp 45,7% tổng diện tích sàn bán lẻ mới dự kiến mở bán trong năm 2025 (theo ước tính của HSC). Hai dự án shophouse cũng đã được bổ sung vào danh mục dự án đang triển khai: dự án shophouse tại Vinhomes Royal Island (85.600 m²) và Vinhomes Golden Avenue (24.200 m²). Hoạt động bàn giao và ghi nhận doanh thu dự kiến diễn ra trong năm 2027.

BLĐ cho biết VRE đang tập trung đa dạng hóa danh mục khách thuê và ưu tiên phục vụ các ngành có tốc độ tăng trưởng mạnh trong thời gian gần đây như F&B và giải trí

tại từng TTTM với các mô hình vui chơi trong nhà như Kids Korner hay Lotte Cinema. Lượng khách đến các TTTM của VRE trong Q1/2025 tăng 10% so với cùng kỳ.

Công ty không chi trả cổ tức cho KQKD năm 2024 nhằm tập trung nguồn vốn để đầu tư phát triển các TTTM trong thời gian tới.

Tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC tăng dự báo tỷ suất LN thuần HĐKD giai đoạn 2025-2027 lần lượt lên 74,2%, 75% và 76,5% (từ 70%, 70,9% và 71% trước đó) dựa trên các xu hướng dẫn đến KQKD Q1/2025 (tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê cải thiện) và KHKD của Công ty. Đáng lưu ý, chúng tôi đang kỳ vọng tỷ suất LN thuần HĐKD có thể được duy trì ở mức cao hơn nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện khi nhu cầu của khách thuê tăng mạnh và giá cho thuê cao hơn, bên cạnh việc triển khai các kế hoạch nhằm tiết giảm chi phí.

Do đó, chúng tôi tăng 24% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 4,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%) và tăng 9,1% dự báo doanh thu năm 2025 lên 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,3%). Dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 cũng được điều chỉnh tăng lần lượt 24% và 25,4% lên 4,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,8%) và 5,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,8%). Dự báo doanh thu thuần năm 2026-2027 cũng được điều chỉnh tăng lần lượt 8% và 9% lên 10,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và 11,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13,5%).

HSC đưa ra dự báo mới dựa trên cơ sở có 8 TTTM mới (khai trương trong năm 2024-2025) vận hành nguyên năm cũng như việc ghi nhận doanh thu tại 2 dự án shophouse mới – Vinhomes Royal Island (85.600 m2) và Vinhomes Golden Avenue (24.200 m2).

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 17,1%.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2025-2027, VRE

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu	8,626	9,411	9.1%	5.3%
Lợi nhuận gộp	4,426	5,315	20.1%	11.8%
Lợi nhuận thuần	3,356	4,161	24.0%	1.6%
2026F				
Doanh thu	9,406	10,160	8.0%	8.0%
Lợi nhuận gộp	5,171	6,069	17.4%	14.2%
Lợi nhuận thuần	3,523	4,321	22.7%	3.8%
2027F				
Doanh thu	10,826	11,796	9.0%	16.1%
Lợi nhuận gộp	6,537	7,658	17.1%	26.2%
Lợi nhuận thuần	4,301	5,393	25.4%	24.8%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE nhưng tăng 21,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 27.700đ (tiềm năng tăng giá 21,5%) dựa trên tác động trái chiều của việc tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và đưa ra các giả định định giá mới.

Mặc dù chịu tác động gián tiếp từ chính sách thuế quan, chúng tôi vẫn tin rằng VRE – được hỗ trợ bởi các yếu tố nền tảng vững chắc, với nhiều dự án shophouse đang trong giai đoạn triển khai – có triển vọng lợi nhuận tích cực trong những năm tới. Chúng tôi nhận thấy KQKD Q1/2025 của VRE cao hơn kỳ vọng là tín hiệu rõ nét cho sự tăng tốc của đà phục hồi và cũng kỳ vọng đà phục hồi này sẽ được giữ vững trong cả năm 2025. Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu VRE đang được định giá thấp, theo quan điểm của chúng tôi.

Thông tin chi tiết về các giả định định giá:

- HSC tiếp tục sử dụng tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần để định giá danh mục các dự án BĐS thương mại và sử dụng mô hình DCF để định giá các dự án BĐS đang được phát triển và sử dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác.

- Chúng tôi tăng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5%) nhằm phản ánh rủi ro cao hơn trên thị trường trong bối cảnh chính sách thuế quan bất ổn của ông Trump. Quyết định trên dẫn đến phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh tăng lên 10,25% (từ 9%) trước đó – chúng tôi tiếp tục áp dụng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm để phản ánh những đặc thù trong việc huy động vốn cho thị BĐS trong nước – và WACC cao hơn ở mức 13% (từ 12,5% trước đó) trong mô hình dự báo lợi nhuận theo phương pháp DCF. Hệ số beta không đổi ở mức 0,9 lần.
- Bất chấp tình hình bất ổn về thuế quan, HSC vẫn giữ nguyên tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần ở mức 7-10%.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 3: Định giá, VRE

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ suất sinh lời	Giá trị (giữa năm 2026)
Cho thuê BĐS thương mại	NOI/cap rate	7.0-10.0%	86,743
Phát triển BĐS	DCF		1,365
Tài sản thuần khác	Book value		16,614
Tổng giá trị tài sản			104,721
Dòng tiền thuần			91
RNAV			104,812
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.3
RNAV/cp (đồng)			46,100
Mức chiết khấu giá định			40%
Giá mục tiêu (đồng)			27,700

Nguồn: HSC ước tính

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

Giá định chiết khấu	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu	36,900	32,300	27,700	23,100	18,400
Tiềm năng tăng giá tại mức giá hiện tại	61.8%	41.7%	21.5%	1.3%	-19.3%

Nguồn: HSC ước tính

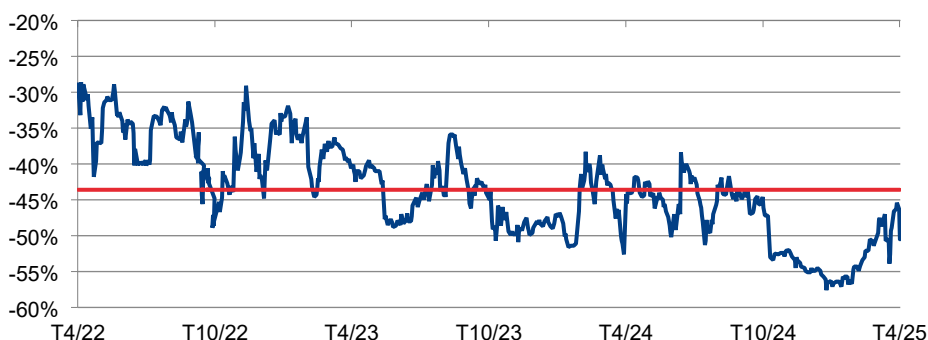
Dự báo RNAV/cp ở mức 46.100đ, tăng 21,5% so với dự báo trước đó. Theo đó chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 40% để xác định giá mục tiêu (chúng tôi trình bày kết quả phân tích độ nhạy đối với điều này trong Bảng 4).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 50,5% so với RNAV (giá trị hợp lý), lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 43,6%. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 14,3 lần.

Bảng 5: Mức chiết khấu so với RNAV, VRE

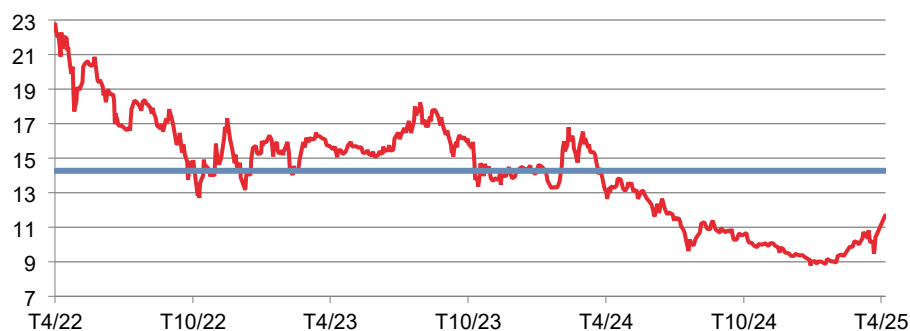
Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 50,5% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 43,6%



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: P/E trượt dự phóng 1 năm, VRE

VRE hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 14,3 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	9,791	8,939	9,411	10,160	11,796
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	5,315	6,069	7,658
Chi phí BH&QL	(780)	(983)	(857)	(1,012)	(1,156)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,566	3,773	4,458	5,057	6,502
Lãi vay thuần	816	948	743	344	239
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	144	413	0	0	0
LNTT	5,526	5,133	5,201	5,401	6,741
Chi phí thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(1,040)	(1,080)	(1,348)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.21)	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,409	4,096	4,161	4,321	5,393
Lợi nhuận thuần ĐC	4,264	3,683	4,161	4,321	5,393
EBITDA ĐC	6,020	5,152	5,924	6,415	7,392
EPS (đồng)	1,940	1,802	1,831	1,901	2,373
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	1,831	1,901	2,373
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	4,102	2,885	2,896	3,508	4,137
Đầu tư ngắn hạn	1,071	126	126	126	126
Phải thu khách hàng	1,613	2,016	3,894	6,446	9,539
Hàng tồn kho	640	295	1,077	1,653	1,339
Các tài sản ngắn hạn khác	2,611	6,990	7,080	7,980	6,831
Tổng tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	15,072	19,712	21,971
TSCĐ hữu hình	387	203	169	134	98.2
TSCĐ vô hình	26.0	18.8	18.8	18.8	18.8
Bất động sản đầu tư	25,180	27,084	28,955	27,931	28,846
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	12,024	15,608	14,930	17,063	17,920
Tổng tài sản dài hạn	37,617	42,914	44,073	45,147	46,883
Tổng cộng tài sản	47,654	55,226	59,146	64,859	68,854
Nợ ngắn hạn	19.9	2,010	521	521	521
Phải trả người bán	448	462	512	504	510
Nợ ngắn hạn khác	2,195	2,129	2,241	2,419	2,808
Tổng nợ ngắn hạn	4,473	5,921	5,553	6,814	7,210
Nợ dài hạn	3,916	2,523	2,649	2,782	987
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,438	4,860	4,860	4,860	4,860
Tổng nợ dài hạn	5,354	7,383	7,509	7,641	5,847
Tổng nợ phải trả	9,827	13,304	13,062	14,455	13,057
Vốn chủ sở hữu	37,804	41,922	46,083	50,404	55,796
Lợi ích cổ đông thiểu số	23.3	0.36	0.36	0.36	0.36
Tổng vốn chủ sở hữu	37,827	41,923	46,083	50,404	55,797
Tổng nợ phải trả và VCSH	47,654	55,226	59,146	64,859	68,854
BVPS (đ)	16,637	18,449	20,280	22,182	24,555
Nợ thuần/(tiền mặt)	(166)	1,648	274	(205)	(2,628)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,566	3,773	4,458	5,057	6,502
Khấu hao	(1,454)	(1,379)	(1,466)	(1,358)	(890)
Lãi vay thuần	816	948	743	344	239
Thuế TNDN đã nộp	(576)	(1,274)	(1,040)	(1,080)	(1,348)
Thay đổi vốn lưu động	(1,492)	(3,113)	(2,311)	(3,996)	(2,601)
Khác	271	560	1,248	874	601
LCT thuần từ HKKD	3,892	758	3,316	1,682	3,682
Đầu tư TS dài hạn	(8,322)	(4,192)	(1,942)	(1,203)	(1,259)
Góp vốn & đầu tư	1,956	(0.35)	0	0	0
Thanh lý	(2.19)	(5,342)	0	0	0
Khác	(1,153)	7,071	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,521)	(2,463)	(1,942)	(1,203)	(1,259)
Cổ tức trả cho CSH	(21.4)	(21.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0.36	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,782	994	(1,362)	132	(1,794)
Khác	(1,050)	(485)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	711	488	(1,362)	132	(1,794)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7,020	4,102	2,885	2,896	3,508
LCT thuần trong kỳ	(2,918)	(1,217)	11.4	612	629
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,102	2,885	2,896	3,508	4,137
Dòng tiền tự do	(4,430)	(3,434)	1,374	479	2,424

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	54.6	53.2	56.5	59.7	64.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	57.6	62.9	63.1	62.7
Tỷ suất LNT (%)	45.0	45.8	44.2	42.5	45.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	34.0	(8.70)	5.28	7.95	16.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.8	(14.4)	15.0	8.28	15.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	60.2	(13.6)	13.0	3.85	24.8
Tăng trưởng EPS (%)	61.2	(7.10)	1.58	3.85	24.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	13.0	3.85	24.8
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.4	10.3	9.46	8.96	10.2
ROACE (%)	11.4	8.16	8.66	9.06	10.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.17	0.16	0.16	0.18
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.20	0.74	0.33	0.57
Số ngày tồn kho	52.5	25.7	96.0	147	118
Số ngày phải thu	132	176	347	575	841
Số ngày phải trả	36.8	40.3	45.6	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	0.39	4.37	3.32	4.45	(0.15)
Nợ/tài sản (%)	8.92	8.54	7.49	8.87	5.88
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.92	0.75	0.90	0.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.08	2.71	2.89	3.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.28	5.98	5.53	5.08	4.17
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.58	10.4	8.79	8.04	6.65
P/E (lần)	11.8	12.6	12.5	12.0	9.61
P/E ĐC (lần)	12.1	14.1	12.5	12.0	9.61
P/B (lần)	1.37	1.24	1.12	1.03	0.93
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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