

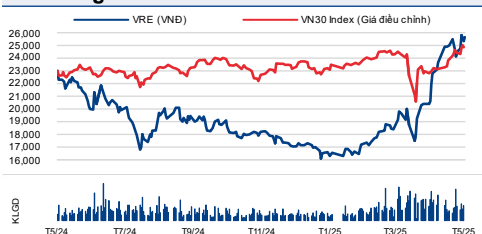
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ32,300 (từ VNĐ27,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	25,650
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,100-25,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,460
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	58,285
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,249
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	16.9	48.7	11.5
So với chỉ số	8.04	42.8	3.24
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,831	1,828	0.2
2026F	1,901	2,033	(6.5)
2027F	2,373	2,348	1.1

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

Các động lực tăng trưởng dẫn cải thiện; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE và tăng 16,6% giá mục tiêu lên 32.300đ (tiềm năng tăng giá 25,9%) để phản ánh các giả định định giá mới.
- Cho giai đoạn 2025-2027, chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần lần lượt ở mức 4,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%), 4,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,8%) và 5,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,8%). Dự báo cho giai đoạn 2024-2027 cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 17,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 1 tháng qua và tăng 57% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua vào trong báo cáo gần nhất được phát hành trong tháng 2/2025, VRE đang giao dịch với mức chiết khấu 44,4% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 44%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 14,2 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2025

Thị trường trong Q1/2025 phản ánh nhu cầu mạnh mẽ, nguồn cung hạn chế và giá cho thuê không ngừng tăng. HSC kỳ vọng nhu cầu thuê mặt bằng và giá thuê sẽ tiếp tục theo chiều hướng tăng, đa phần nhờ đa phần nhờ nhu cầu của nhóm khách thuê hoạt động trong mảng dịch vụ và khách thuê muốn mở rộng HKKD tăng.

Trong khi đó, chúng tôi dự báo tỷ suất LN thuần HKKD sẽ duy trì ở mức cao nhờ tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê cao hơn khi các nhà bán lẻ có nhu cầu mở rộng HKKD cũng như các sáng kiến nhằm tiết kiệm chi phí. Sự cải thiện này còn được củng cố hơn nữa nhờ đà phục hồi chung của ngành BĐS sản bán lẻ, tạo điều kiện cho VRE trở thành đơn vị hưởng lợi lớn.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần lần lượt ở mức 4,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%), 4,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,8%) và 5,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,8%). Chúng tôi tăng dự báo tỷ suất LN thuần HKKD giai đoạn 2025-2027 lần lượt lên 74,2%, 75% và 76,5% 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. Nhìn chung, dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi, thấp hơn 2% so với bình quân dự báo của thị trường, cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 17,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 1 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 44,4% so với RNAV hiện tại, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 44%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 32.300đ – được xác định bằng cách giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 30% từ 40%, với RNAV không đổi 46.100đ.

Với tình hình được cải thiện tại VIC/VHM và KQKD Q1/2025 phục hồi rõ rệt, chúng tôi cho rằng những lo ngại về các giao dịch với bên liên quan và rủi ro quản trị đã phần nào giảm bớt. Các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc, cùng với hiệu suất hoạt động của 88 TTTM đang triển khai và những yếu tố thuận lợi của ngành tiếp tục hỗ trợ đà tăng trưởng dài hạn của Công ty.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/5.

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)	9.66	11.6	9.89	9.05	7.53
P/E ĐC (lần)	13.7	15.8	14.0	13.5	10.8
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.54	1.39	1.26	1.16	1.04
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

Giảm lo ngại về các bên liên quan, duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE và tăng 16,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 32.300đ (tiềm năng tăng giá 25,9%) bằng cách giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 30% từ 40%. Với tình hình cải thiện tại các bên liên quan của VRE là VIC/VHM và sự cải thiện của tỷ suất LN thuần HĐKD trong Q1/2025, chúng tôi cho rằng những lo ngại về các giao dịch với bên liên quan đã giảm bớt phần nào. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 4,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%) trong năm 2025, 4,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,8%) trong năm 2026 và 5,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,8%) trong năm 2027. Các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc xung quanh HĐKD cốt lõi của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ trong bối cảnh chịu tác động gián tiếp từ chính sách thuế quan.

BDS bán lẻ: Nhu cầu tiếp tục tăng mạnh

Do nhu cầu thuê mặt bằng của khách có sẵn và khách thuê mới tăng mạnh, tỷ lệ hấp thụ thuần tại Hà Nội và TP.HCM lần lượt đạt 25.000 m2 và 6.200 m2 trong Q1/2025 (Biểu đồ 1-2). Tỷ lệ mặt bằng trống giảm xuống còn 8% tại Hà Nội nhưng tăng lên 9% tại TP.HCM. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do thị trường Hà Nội không có nguồn cung mới trong Q1/2025, trong khi TP.HCM có thêm Centre Mall (15.000 m2, quận 6).

Các khách thuê ưu tiên tập trung vào trải nghiệm của khách hàng như các hãng thời trang và chuỗi F&B dẫn dắt đà tăng trưởng của tỷ lệ hấp thụ thuần hằng năm (Biểu đồ 3). Các giao dịch đáng chú ý bao gồm cửa hàng Uniqlo (mở rộng) tại Vincom Mega Mall Thảo Điền (Quận 2, TP.HCM), Muji tại Aeon Mall Tân Phú (TP.HCM), thương hiệu Trung Quốc – KKV (mở rộng) tại Vincom Mega Mall Times City và Aeon Mall Long Biên (Hà Nội), Face Wash Fox tại Sài Gòn Centre.

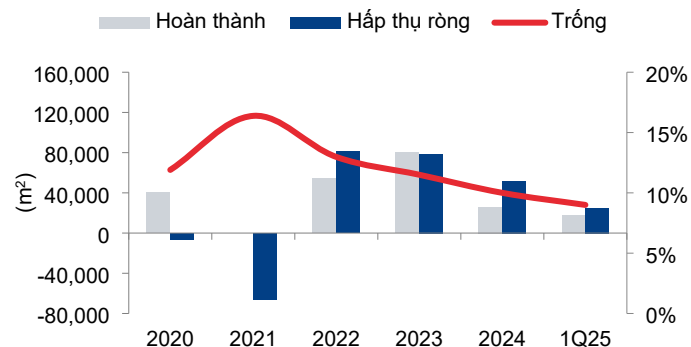
HSC cho rằng khách thuê thuộc mảng dịch vụ sẽ tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng về nhu cầu, được hỗ trợ từ hoạt động mở rộng HĐKD của các khách thuê hiện hữu, đặc biệt là các thương hiệu Trung Quốc cũng như chiến lược cơ cấu khách thuê của chủ TTTM nhằm thu hút khách hàng. Ví dụ, VRE ưu tiên tập trung vào việc nâng cao trải nghiệm của khách hàng với chiến lược tăng tỷ lệ khách thuê thuộc mảng này từ 26% lên 30% để nâng cao trải nghiệm tổng thể của khách hàng. Chiến lược này rất quan trọng trong bối cảnh niềm tin của người tiêu dùng vẫn đang trong quá trình phục hồi cũng như những bất ổn từ thuế quan.

Giá cho thuê của các TTTM có vị trí đắc địa tại các khu vực trung tâm ở Hà Nội tăng 15% so với cùng kỳ lên 175 USD/m2 và tăng 16% tại TP.HCM lên 275 USD/m2. Trong khi đó, mức tăng giá cho thuê ở vùng ngoại của Hà Nội tăng chậm hơn, với mức tăng 5% so với cùng kỳ lên 30 USD/m2 trong khi giá cho thuê vùng ven TP.HCM giảm nhẹ 3% xuống 58 USD/m2 do mức độ cạnh tranh ở các khu vực ngoại trung tâm ngày càng gay gắt hơn. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tiếp tục tăng do nhu cầu mở rộng HĐKD còn nhiều và nguồn cung hạn chế.

Dựa trên triển vọng ngành thuận lợi với nhu cầu thuê mặt bằng ở mức cao, VRE với danh mục TTTM vững chắc dự kiến đưa vào vận hành 3 TTTM mới trong năm 2025: Hai TTTM Vincom Mega Mall (VMM Royal Island và VMM Ocean City) và một TTTM Vincom Plaza (VCP Vinh) sẽ được hưởng lợi. 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 TTTM trên toàn quốc.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ hấp thụ ròng, Hà Nội

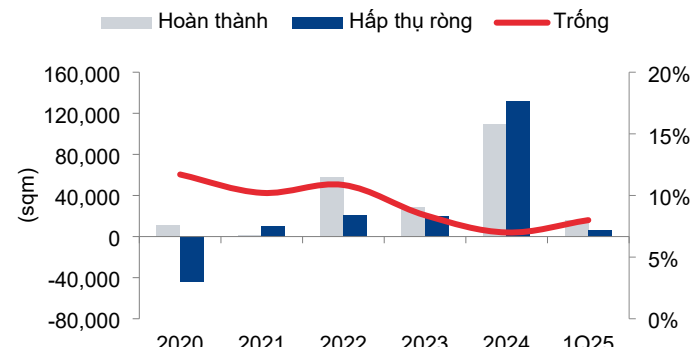
Tỷ lệ hấp thụ ròng dương và tỷ lệ trống giảm trong Q1/2025



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ hấp thụ ròng, TP.HCM

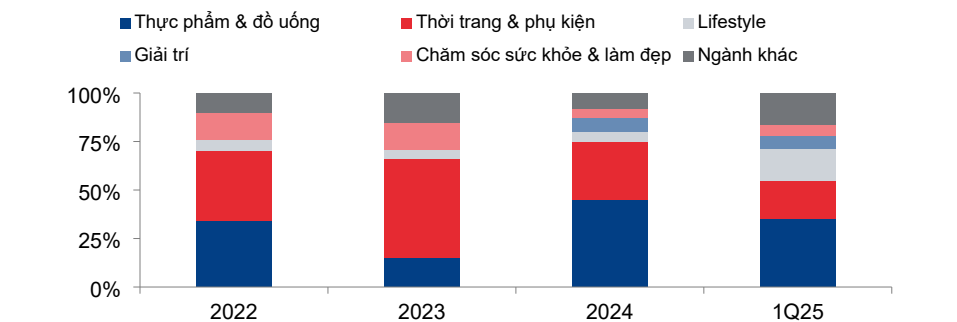
Tỷ lệ hấp thụ ròng dương trong Q1/2025



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 3: Nhu cầu cho thuê theo ngành, Hà Nội và TP.HCM

Diện tích cho thuê lĩnh vực thực phẩm & đồ uống và thời trang chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: CBRE, HSC

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 4,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%) trong năm 2025, 4,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,8%) trong năm 2026 và 5,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,8%) trong năm 2027. 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%.

HSC cũng giữ nguyên 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 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.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng giá mục tiêu lên 32.300đ sau khi giảm giả định chiết khấu so với RNAV xuống 30% (từ 40%) và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE, với tiềm năng tăng giá 25,9% tại giá mục tiêu mới.

Chúng tôi giảm giả định chiết khấu so với RNAV xuống 30% từ mức 40%. Trong tháng 7/2024, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 40% so với RNAV để phản ánh rủi ro quản trị doanh nghiệp và những bất ổn xung quanh các giao dịch liên quan đến bên thứ ba (thông tin chi tiết '[Rủi ro lớn hơn nền tảng vững chắc; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng](#)'). Tuy nhiên, với tình hình cải thiện tại các bên liên quan của VRE là VIC/VHM

và sự cải thiện rõ rệt của KQKD Q1/2025, chúng tôi cho rằng những lo ngại về các bên liên quan đã giảm bớt phần nào. Các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc, cùng với hiệu suất hoạt động của 88 TTTM đang triển khai và những yếu tố thuận lợi của ngành tiếp tục hỗ trợ đà tăng trưởng dài hạn của Công ty.

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 vẫn giữ nguyên tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần ở mức 7-10%
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 10,3% (không đổi), sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Hệ số beta là 0,9 lần (không đổi, theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 13% (không đổi).

Bảng 4: Định giá, VRE

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ suất sinh lời	Giá trị (giữa năm 2026)
Cho thuê BĐS thương mại	NOI/tỷ trọng vốn hóa	7.0-10.0%	86,743
Phát triển BĐS	DCF		1,365
Tài sản thuần khác	Giá trị sổ sách		16,614
Tổng giá trị tài sản			104,722
Dòng tiền thuần			91
RNAV			104,813
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.3
RNAV/cp (đồng)			46,100
Mức chiết khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng)			32,300

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Độ nhạy giá mục tiêu lên mức chiết khấu giả định so với RNAV, VRE

Giả định chiết khấu	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	41,500	36,900	32,300	27,700	23,100
Tiềm năng tăng giá tại mức giá hiện tại	61.8%	43.9%	25.9%	8.0%	-9.9%

Nguồn: HSC ước tính

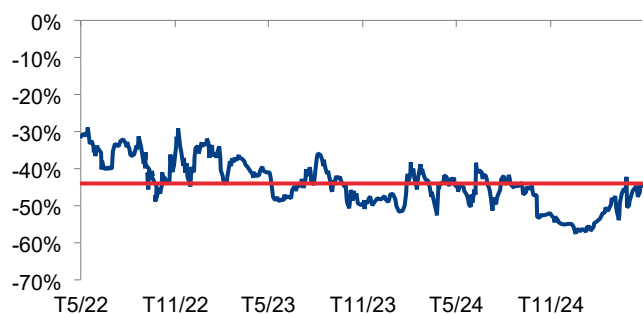
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 1 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 44,4% so với RNAV (giá trị hợp lý), nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 44%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 14,2 lần.

HSC cho rằng câu chuyện của VRE chưa được đánh giá đúng mức. Theo quan điểm của chúng tôi, mức chiết khấu nên thu hẹp về gần mức 10% do triển vọng cải thiện khi ngành bán lẻ phục hồi, cùng với việc VRE có nền tảng vững chắc và ít chịu tác động từ cuộc khủng hoảng tín dụng lên thị trường BĐS. Chúng tôi tin rằng cổ phiếu này sẽ sớm trở lại mức định giá cao như trước đây..

Biểu đồ 6: P/E trượt dự phóng 1 năm, VRE

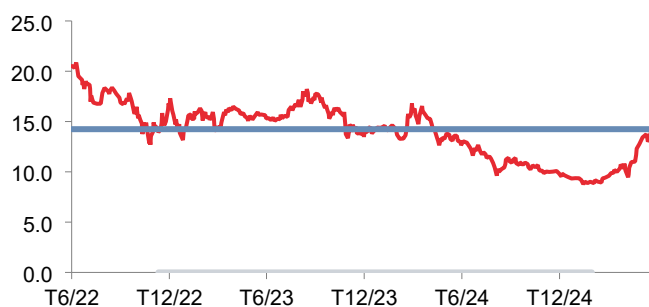
VRE hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 14,2 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VRE

Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 44,4% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 44%



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/nỗ 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
LN TT	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)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg 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
Tiền 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)	5.94	6.70	6.22	5.72	4.72
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.66	11.6	9.89	9.05	7.53
P/E (lần)	13.2	14.2	14.0	13.5	10.8
P/E ĐC (lần)	13.7	15.8	14.0	13.5	10.8
P/B (lần)	1.54	1.39	1.26	1.16	1.04
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