

Mua vào (giữ nguyên)

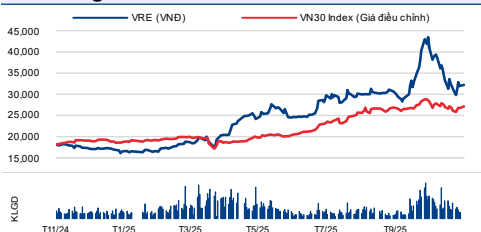
Giá mục tiêu: VNĐ39,600 (từ VNĐ36,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/11/2025)	32,200
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,100-43,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,083
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	73,169
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,776
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	(21.5)	6.27	76.9
So với chỉ số	(18.0)	0.08	18.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,133	2,043	53.3
2026F	2,042	2,340	(12.7)
2027F	2,716	2,365	14.8

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.

Tăng 19% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi giai đoạn 2025-2027; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 39.600đ (tiềm năng tăng giá là 23%), phản ánh điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi tăng 71% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 dựa trên khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán một TTTM và việc điều chỉnh tăng 37% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi nhờ lợi nhuận HĐ tài chính cải thiện. Chúng tôi cũng tăng 7-14% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 nhờ ghi nhận doanh thu bán shophouse tại Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island sớm hơn dự kiến.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua vào trong tháng 7/2025, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 35,2% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,6%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD 9 tháng đầu năm 2025

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận và định giá đối với VRE sau khi công ty ghi nhận KQKD Q3/2025 vượt kỳ vọng nhờ doanh thu cho thuê không ngừng tăng cao. Chúng tôi cũng phản ánh hoạt động bán Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội; công bố vào tháng 10/2025) và các dự báo mới liên quan đến việc khai trương 4 TTTM mới (dự kiến sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong trung hạn) vào mô hình dự báo lợi nhuận.

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

HSC tăng 37% dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi năm 2025 lên 5,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 28,8%, nhờ lợi nhuận HĐ tài chính tăng cao (như đã thấy trong Q3/2025, nhờ lợi ích từ hợp đồng hợp tác kinh doanh với Vinhomes) – và tăng 71% dự báo lợi nhuận thuần, nhờ khoản lợi nhuận 1,8 nghìn tỷ đồng dự kiến ghi nhận trong Q4/2025, từ việc bán Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội). Trong khi đó, chúng tôi tăng lần lượt 7% và 14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên 4,6 nghìn tỷ đồng (thấp hơn 18% so với cùng kỳ so với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025) và 6,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%) dựa trên doanh thu từ hoạt động trong cả năm 2025 của 3 TTTM được khai trương trong năm 2025 và việc ghi nhận doanh thu ban đầu từ hoạt động mở bán shophouse tại Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island (sớm hơn 1 năm so với dự báo trước đó của chúng tôi).

Nhìn chung, dự báo lợi nhuận thuần mới – thấp hơn 2% so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là 14,6% (trước đó: 9,6%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị Mua vào trong tháng 7/2025 (mặc dù giảm 22% trong 1 tháng qua), VRE hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 35,2% so với RNAV (được điều chỉnh tăng 7%), nhỏ hơn so với mức bình quân 3 năm ở mức 43,6%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 7% giá mục tiêu lên 39.600đ (tiềm năng tăng giá: 23%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, tăng giả định WACC và lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2026. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu khá nhỏ ở mức 20% để xác định giá mục tiêu. HSC có quan điểm lạc quan về triển vọng lợi nhuận của VRE, đặc biệt từ năm 2027 trở đi, dựa trên sự đóng góp doanh thu của 3 TTTM mới được khai trương và việc ghi nhận doanh thu từ hai dự án shophouse. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,020	5,152	5,751	6,538	8,069 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,409	4,096	7,118 ▲	4,640 ▲	6,171 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	3,133 ▲	2,042 ▲	2,716 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	16,637	18,449	21,582 ▲	23,624 ▲	26,339 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.1	14.5	12.2	11.1	8.42
P/E ĐC (lần)	17.2	19.9	10.3	15.8	11.9
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.94	1.75	1.49	1.36	1.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	93.3	(34.8)	33.0
ROAE (%)	12.4	10.3	15.7	9.03	10.9

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

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 lệ lấp đầy cao hơn & danh mục dự án vững chắc củng cố triển vọng

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE và tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 39.600đ (tiềm năng tăng giá: 23%) dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, giả định WACC cao hơn và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 71%, 7% và 14% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 (lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi: 37%), dựa trên khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán TTTM Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội) trong năm nay, lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn (nhờ các hợp đồng BCC) và việc ghi nhận doanh thu từ hoạt động mở bán shophouse tại các dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island (dự báo trước đây của chúng tôi là mở bán trong năm 2026 và ghi nhận doanh thu từ năm 2027). Mặc dù cổ phiếu có vẻ đang sát với giá trị hợp lý (dựa trên dữ liệu trong quá khứ), chúng tôi cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn dựa trên triển vọng lợi nhuận vững chắc hơn từ năm 2027.

Khai trương một TTTM trong Q4/2025, 4 TTTM khác trong năm 2026-2027

Trong Q3/2025, VRE đã khai trương thành công hai TTTM mới, cụ thể là VMM Royal Island tại Hải Phòng và VMM Ocean City tại Hưng Yên với tỷ lệ lấp đầy lần lượt là 100% và 98%. Hai TTTM mới này bổ sung thêm 100.800 m2 vào tổng diện tích sàn bán lẻ của VRE. Theo đó, tổng diện tích sàn bán lẻ của công ty được nâng lên 1,89 triệu m2, với 89 TTTM đang hoạt động.

Trong quý, VRE cũng đã hoàn tất việc bán toàn bộ cổ phần tại TTTM Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (tổng diện tích sàn bán lẻ là 46.500 m2, Hà Nội), thu về 3,6 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận tài chính 1,9 nghìn tỷ đồng (theo BLĐ) trong Q4/2025. HSC cũng đã loại bỏ TTTM này (khai trương vào năm 2015) ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận. Trong năm 2024, chúng tôi ước tính TTTM này tạo ra 150 tỷ đồng doanh thu, chỉ bằng 36,5% so với mức bình thường do VRE dần dần chấm dứt hợp đồng với khách thuê để chuyển địa điểm từ năm 2023.

Trong thời gian tới, công ty dự kiến sẽ khai trương VCP Vinh (Nghệ An) vào tháng 12/2025, với tỷ lệ lấp đầy cam kết là 98%, cho thấy nhu cầu giữ chỗ khá vững chắc. VRE khai trương TTTM này đúng vào mùa Giáng sinh để tối đa hóa lượng khách tham quan mua sắm. Trong năm 2026, công ty dự kiến chỉ khai trương một VCP: Vincom Plaza Wonder Park (tổng diện tích sàn bán lẻ: 27.000 m2, Hà Nội). Trong khi đó, công tác xây dựng một Vincom Mega Mall trong dự án Green Hạ Long (diện tích sàn 110.000 m2, Quảng Ninh), một TTTM mới tại Long An (diện tích sàn 70.000 m2), và một Vincom Plaza (diện tích sàn 40.000 m2, Đà Nẵng) dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2027. Thông tin chi tiết được trình bày trong Bảng 1.

Các dự án khác bao gồm **shophouse** tại Vinhomes Golden Avenue (24.200 m2, khoảng 280 căn) và Vinhomes Royal Island (85.600 m2, khoảng 1.000 căn) dự kiến sẽ được mở bán trong Q2/2026 (trước đó là Q4/2025). Công tác xây dựng đang được triển khai và việc ghi nhận doanh thu dự kiến sẽ diễn ra ngay sau khi mở bán.

Bảng 1: Các dự án TTTM, VRE

STT	Dự án	Tổng diện tích cho thuê (m ²)	Vị trí	Năm đi vào hoạt động	Tỷ lệ lấp đầy
Triển khai năm 2025					
1	VMM Ocean City	53,200	Hưng Yên	Q3/25	98%
2	VMM Royal Island	47,600	Hải Phòng	Q3/25	100%
3	VCP Vinh	19,200	Nghệ An	Q4/25	N/a
Dự kiến triển khai năm 2026					
4	VCP Wonder Park	27,000	Hà Nội	2026	N/a
Dự kiến triển khai năm 2027					
6	VMM Green City	70,000	Tây Ninh	2027	N/a
7	VMM Ha Long Xanh	110,000	Quảng Ninh	2027	N/a
8	VCP Làng Vân	40,000	Đà Nẵng	2027	N/a

Nguồn: VRE, HSC

Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 71,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 7,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 61,5%) nhằm phản ánh khoản lợi nhuận HĐ tài chính 1,8 nghìn tỷ đồng từ việc bán Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội) đồng thời giảm 2,1% dự báo doanh thu thuần xuống 9,2 nghìn tỷ đồng (giảm 5,9% so với cùng kỳ). Trong khi đó, nếu ngoại trừ các khoản lợi nhuận bất thường/không thường xuyên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi năm 2025 đạt 5,7 nghìn tỷ đồng, cao hơn 37% so với dự báo trước đó – dựa trên dự báo lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn, nhờ lợi ích từ các hợp đồng BCC của Vinhomes – và tăng 29% so với cùng kỳ.

Đáng chú ý, dự báo mới cho năm 2025 và QKQD 9 tháng đầu năm 2025 cho thấy doanh thu Q4/2025 sẽ đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng 26,6% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận thuần Q4/2025 dự kiến đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (tăng gấp 2,1 lần so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi Q4/2025 dự kiến đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, tăng 76,2% so với cùng kỳ.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, VRE

Tỷ đồng	2024	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu	9,791	9,218	-5.9%	-2.1%	10,651	15.5%	4.8%	13,025	22.3%	10.4%
Lợi nhuận gộp	5,346	5,158	-3.5%	-3.0%	6,181	19.8%	1.8%	8,335	34.9%	8.9%
LNTT	4,409	8,898	101.8%	71.1%	5,800	-34.8%	7.4%	7,713	33.0%	14.4%
Lợi nhuận thuần	4,409	7,118	61.5%	71.1%	4,640	-34.8%	7.4%	6,171	33.0%	14.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	1,440	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	4,409	5,678	28.8%	36.5%	4,640	-18.3%	7.4%	6,171	33.0%	14.4%

Nguồn: HSC ước tính

Trong khi đó, chúng tôi tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 4,6 nghìn tỷ đồng (thấp hơn 18% so với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025) trong khi tăng 4,8% dự báo doanh thu lên 10,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,5%), nhờ tỷ lệ lấp đầy tại ba TTTM mới được khai trương trong năm 2025 cao hơn kỳ vọng (98-100%, so với dự báo của chúng tôi ở mức 95%) và việc ghi nhận doanh thu ban đầu từ hoạt động mở bán shophouse tại các dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island (dự báo trước đây của chúng tôi là mở bán trong năm 2026 và ghi nhận doanh thu từ năm 2027), bất chấp việc mất đi doanh thu từ TTTM vừa được bán. Chúng tôi cũng tăng 14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 lên 6,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%) và tăng 10% dự báo doanh thu lên 13 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22%). Doanh thu năm 2027 dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi việc ra mắt ba TTTM mới và tiếp tục ghi nhận doanh thu bán shophouse.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,6% (trước đó: 9,6%).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VRE nhưng tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 39.600đ (tiềm năng tăng giá: 23%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 cũng như chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc, với triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 được hỗ trợ bởi tỷ lệ lấp đầy ổn định, bốn TTTM mới và hai dự án shophouse. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Đáng chú ý, ước tính RNAV mới của chúng tôi cao hơn 7% – tương đương 7,6 nghìn tỷ đồng – so với dự báo trước đó. Việc điều chỉnh tăng 4,4% định giá mảng thương mại đóng góp 3,9 nghìn tỷ đồng (phần lớn đến từ hoạt động phát triển BĐS) vào phần RNAV tăng thêm này.

Các giả định định giá cơ bản khác bao gồm:

- HSC tiếp tục áp 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 giữ nguyên tỷ lệ vốn hóa ở mức 7-10%, trong khi tăng nhẹ giả định lợi nhuận thuần HĐKD từ các tài sản trong danh mục nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện và giá cho thuê nhìn chung ổn định.
- HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% – nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 44% – so với ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu.

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%	90,607
Phát triển BĐS	DCF		4,385
Tài sản thuần khác	Book value		16,630
Tổng giá trị tài sản			111,622
Dòng tiền thuần			801
RNAV			112,424
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.3
RNAV/cp (đồng)			47,900
Mức chiết khấu giả định			20%
Giá mục tiêu (đồng)			39,600

Nguồn: HSC ước tính

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

Giả định chiết khấu	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu	49,500	44,600	39,600	34,700	29,700
Tiềm năng tăng giá tại mức giá hiện tại	53.7%	38.5%	23.0%	7.8%	-7.8%

Nguồn: HSC ước tính

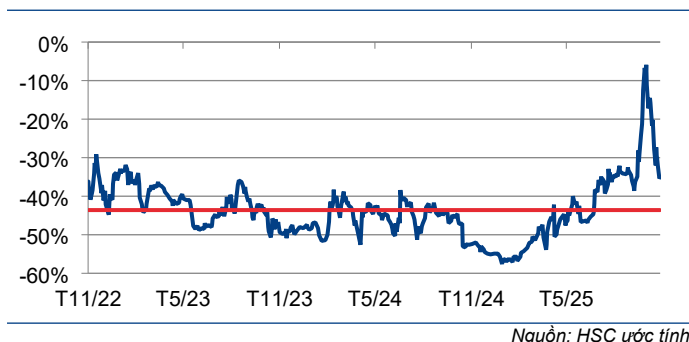
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 10,25% (không đổi), sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%, nhưng giả định hệ số beta ở mức 1,2 lần (so với 0,9 lần trước đó, theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 15,7% (từ mức 13,5%).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị Mua vào trong tháng 7/2025 (mặc dù giảm 22% trong 1 tháng qua), VRE hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 35,2% so với RNAV (được điều chỉnh tăng 7%), nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,6%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần.

Biểu đồ 5: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VRE

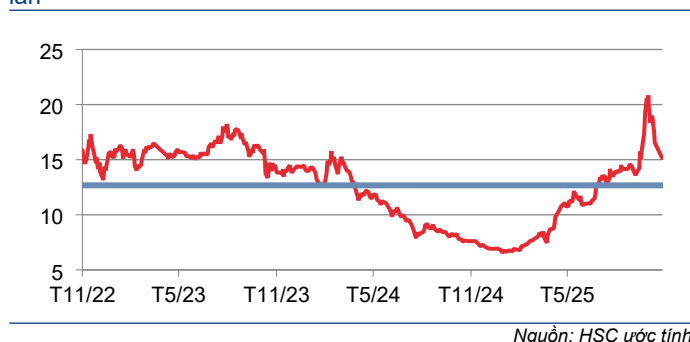
Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 35,2% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 43,6%



Nguồn: HSC ước tính

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

VRE hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 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	9,218	10,651	13,025
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	5,158	6,181	8,335
Chi phí BH&QL	(780)	(983)	(873)	(1,000)	(1,157)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,566	3,773	4,285	5,180	7,178
Lãi vay thuần	816	948	4,613	620	535
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	8,898	5,800	7,713
Chi phí thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(1,780)	(1,160)	(1,543)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.21)	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,409	4,096	7,118	4,640	6,171
Lợi nhuận thuần ĐC	4,264	3,683	7,118	4,640	6,171
EBITDA ĐC	6,020	5,152	5,751	6,538	8,069
EPS (đồng)	1,940	1,802	3,133	2,042	2,716
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	3,133	2,042	2,716
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	8,654	6,840	10,247
Đầu tư ngắn hạn	1,071	126	126	126	126
Phải thu khách hàng	1,613	2,016	3,850	6,571	9,841
Hàng tồn kho	640	295	3,243	4,385	4,297
Các tài sản ngắn hạn khác	2,611	6,990	5,732	7,856	4,279
Tổng tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	21,605	25,779	28,790
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	25,197	24,172	29,488
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	19,886	23,656	22,214
Tổng tài sản dài hạn	37,617	42,914	45,270	47,981	51,819
Tổng cộng tài sản	47,654	55,226	66,875	73,760	80,609
Nợ ngắn hạn	19.9	2,010	71.3	71.3	71.3
Phải trả người bán	448	462	508	551	578
Nợ ngắn hạn khác	2,195	2,129	2,195	2,536	3,101
Tổng nợ ngắn hạn	4,473	5,921	7,171	9,126	10,936
Nợ dài hạn	3,916	2,523	5,803	6,093	4,961
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	10,663	10,953	9,821
Tổng nợ phải trả	9,827	13,304	17,834	20,079	20,757
Vốn chủ sở hữu	37,804	41,922	49,040	53,681	59,851
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	49,041	53,681	59,852
Tổng nợ phải trả và VCSH	47,654	55,226	66,875	73,760	80,609
BVPS (đ)	16,637	18,449	21,582	23,624	26,339
Nợ thuần/(tiền mặt)	(166)	1,648	(2,780)	(675)	(5,214)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,566	3,773	4,285	5,180	7,178
Khấu hao	(1,454)	(1,379)	(1,466)	(1,358)	(890)
Lãi vay thuần	816	948	4,613	620	535
Thuế TNDN đã nộp	(576)	(1,274)	(1,780)	(1,160)	(1,543)
Thay đổi vốn lưu động	(1,492)	(3,113)	(4,558)	(5,579)	497
Khác	271	560	5,117	1,374	1,327
LCT thuần từ HKKD	3,892	758	4,027	419	7,558
Đầu tư TS dài hạn	(8,322)	(4,192)	401	(2,523)	(3,019)
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)	401	(2,523)	(3,019)
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	1,342	290	(1,132)
Khác	(1,050)	(485)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	711	488	1,342	290	(1,132)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7,020	4,102	2,885	8,654	6,840
LCT thuần trong kỳ	(2,918)	(1,217)	5,769	(1,814)	3,407
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,102	2,885	8,654	6,840	10,247
Dòng tiền tự do	(4,430)	(3,434)	4,428	(2,104)	4,539

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	56.0	58.0	64.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	57.6	62.4	61.4	61.9
Tỷ suất LNT (%)	45.0	45.8	77.2	43.6	47.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	34.0	(8.70)	3.12	15.5	22.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.8	(14.4)	11.6	13.7	23.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	60.2	(13.6)	93.3	(34.8)	33.0
Tăng trưởng EPS (%)	61.2	(7.10)	73.8	(34.8)	33.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	93.3	(34.8)	33.0
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.4	10.3	15.7	9.03	10.9
ROACE (%)	11.4	8.16	7.86	8.33	10.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.17	0.15	0.15	0.17
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.20	0.94	0.08	1.05
Số ngày tồn kho	52.5	25.7	292	358	334
Số ngày phải thu	132	176	346	537	766
Số ngày phải trả	36.8	40.3	45.6	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	0.39	4.37	1.22	8.14	1.91
Nợ/tài sản (%)	8.92	8.54	13.8	15.2	14.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.92	1.61	1.71	1.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.08	3.01	2.82	2.63
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	7.46	8.37	7.64	6.81	5.22
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.1	14.5	12.2	11.1	8.42
P/E (lần)	16.6	17.9	10.3	15.8	11.9
P/E ĐC (lần)	17.2	19.9	10.3	15.8	11.9
P/B (lần)	1.94	1.75	1.49	1.36	1.22
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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