

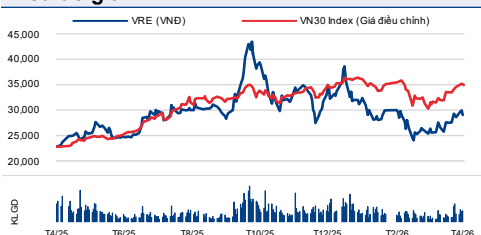
## Mua vào

Giá mục tiêu: VND39,600  
Tiềm năng tăng/giảm: 37.5%

| Giá cổ phiếu (đồng) (24/4/2026) | 28,800           |
|---------------------------------|------------------|
| Mã Bloomberg                    | VRE VN           |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)        | 22,800-43,400    |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)        | 29,310           |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)       | 65,443           |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)     | 2,484            |
| Sig CP lưu hành (tr.đv)         | 2,272            |
| Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)   | 1,113            |
| Sig 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



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

| Cuối năm: Thg12       | 12-24A  | 12-25F | 12-26F  |
|-----------------------|---------|--------|---------|
| DT thuần (tỷ đồng)    | 8,939   | 9,218  | 10,651  |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 5,152   | 5,751  | 6,538   |
| LNTT (tỷ đồng)        | 5,133   | 8,898  | 5,800   |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 3,683   | 7,118  | 4,640   |
| FCF (tỷ đồng)         | (3,434) | 4,428  | (2,104) |
| EPS ĐC (đồng)         | 1,621   | 3,133  | 2,042   |
| DPS (đồng)            | -       | -      | -       |
| BVPS (đồng)           | 18,449  | 21,582 | 23,624  |
| T.trưởng EBITDA (%)   | (14.4)  | 11.6   | 13.7    |
| T.trưởng EPS ĐC (%)   | (7.10)  | 73.8   | (34.8)  |
| Tăng trưởng DPS (%)   | -       | -      | -       |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 57.6    | 62.4   | 61.4    |
| Tỷ suất LNTT (%)      | 57.4    | 96.5   | 54.5    |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 45.8    | 77.2   | 43.6    |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | -       | -      | -       |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 4.37    | 1.22   | 8.14    |
| ROAE (%)              | 10.3    | 15.7   | 9.03    |
| ROACE (%)             | 8.16    | 7.86   | 8.33    |
| EV/doanh thu (lần)    | 7.51    | 6.80   | 6.08    |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 13.0    | 10.9   | 9.91    |
| P/E ĐC (lần)          | 17.8    | 9.19   | 14.1    |
| P/B (lần)             | 1.56    | 1.33   | 1.22    |
| Lợi suất cổ tức (%)   | -       | -      | -       |

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

## KQKD Q1/2026 vượt kỳ vọng nhờ lợi nhuận không thường xuyên; bắt đầu tái định vị TTTM

- VRE công bố KQKD Q1/2026 ấn tượng, với lợi nhuận thuần đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 36,4% so với cùng kỳ) trên doanh thu 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 7,6% so với cùng kỳ). Kết quả này vượt xa kỳ vọng của HSC nhờ lợi nhuận tài chính cao hơn kỳ vọng và khoản lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động thoái vốn các tài sản không cốt lõi.
- Nhìn chung, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần Q1/2026 đạt lần lượt 34,6% và 21,5% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi và hoàn thành 29,9% và 22,6% mục tiêu của BLĐ công ty đề ra.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 39.600đ. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 35,4% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43,6% nhưng chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này sẽ tiếp tục thu hẹp.

## Sự kiện: KQKD Q1/2026 cao hơn kỳ vọng

VRE công bố KQKD Q1/2026 ấn tượng, với lợi nhuận thuần đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 36,4% so với cùng kỳ) trên doanh thu 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 7,6% so với cùng kỳ). Kết quả này vượt xa kỳ vọng của HSC nhờ lợi nhuận tài chính cao hơn kỳ vọng và khoản lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động thoái vốn các tài sản không cốt lõi.

Nhìn chung, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần Q1/2026 đạt lần lượt 34,6% và 21,5% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi và hoàn thành 29,9% và 22,6% mục tiêu của BLĐ công ty đề ra. Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi đạt 31,4% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi và hoàn thành 21,7% mục tiêu của BLĐ công ty đề ra.

**Doanh thu cho thuê** đạt 2.208 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ và tăng 1,2% so với quý trước. Tỷ suất LN thuần HĐKD đạt 70,4%, tăng từ mức 62,8% trong Q4/2025 nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện.

Tỷ lệ lấp đầy Q1/2026 của VRE tăng ấn tượng lên 88,9% (so với 86,1% trong Q1/2025 và 88,1% trong Q4/2025) trên cả bốn loại hình TTTM, phần lớn đến từ khách thuê thuộc nhóm ngành dịch vụ như F&B và giải trí. Cho năm 2026, BLĐ đặt mục tiêu nâng tỷ lệ lấp đầy lên 95% vào cuối năm, với tiềm năng tăng trưởng từ các sáng kiến đang triển khai – bao gồm cải tạo theo hướng có chọn lọc các TTTM và tối ưu hóa cơ cấu khách thuê.

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

(Xem tiếp trang 2)

## Bảng 1: KQKD Q1/2026, VRE

| Tỷ đồng                               | Q1/25        | Q1/26        | So với cùng kỳ | Dự báo HSC | % dự báo | % kế hoạch |
|---------------------------------------|--------------|--------------|----------------|------------|----------|------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>2,131</b> | <b>2,294</b> | <b>7.6%</b>    | 10,651     | 21.5%    | 22.6%      |
| Lợi nhuận gộp                         | 1,202        | 1,254        | 4.3%           |            |          |            |
| Doanh thu HĐ tài chính                | 625          | 836          | 33.7%          |            |          |            |
| Chi phí tài chính                     | (243)        | (205)        | -15.5%         |            |          |            |
| Chi phí BH                            | (67)         | (63)         | -6.0%          |            |          |            |
| Chi phí QL                            | (105)        | (86)         | -18.3%         |            |          |            |
| LNTT                                  | 1,476        | 1,999        | 35.5%          |            |          |            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>                | <b>1,177</b> | <b>1,606</b> | <b>36.4%</b>   | 4,640      | 34.6%    | 29.9%      |
| Các khoản mục ròng không thường xuyên | -            | 148          | Nm             |            |          |            |
| <b>Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'</b>      | <b>1,177</b> | <b>1,458</b> | <b>23.9%</b>   | 4,640      | 31.4%    | 27.1%      |

Nguồn: VRE, HSC

BLĐ định hướng sẽ ra mắt Vincom Plaza Wonder Park (Hà Nội) với tổng diện tích sàn cho thuê đạt 27.000 m2 trong năm 2026. Vincom Mega Mall Green City (tổng diện tích sàn: 70.000 m2) tại Tây Ninh (Long An cũ) và việc chuyển đổi Vincom Plaza Cộng Hòa (TP.HCM) thành Vincom Mega Mall dự kiến vào năm 2027.

Sang năm 2028, VRE đặt mục tiêu khai trương 3-5 TTTM mới, với các dự án trọng điểm gắn liền với các tuyến đường sắt cao tốc, bao gồm các dự án tại Green Paradise (Cần Giờ) và Global Gate (Hà Nội).

Doanh thu kinh doanh BĐS trong quý không đáng kể và sát với dự báo. Doanh thu chưa ghi nhận của mảng kinh doanh BĐS đạt 413 tỷ đồng, trong đó 280 tỷ đồng đã được ghi nhận trong Q1/2026 từ việc thanh lý một tài sản không cốt lõi, còn 133 tỷ đồng còn lại thuộc về dự án Đông Hà (Quảng Trị).

Trong Q1, VRE ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên 185 tỷ đồng từ hoạt động thanh lý bất động sản. Khoản lợi nhuận này phát sinh từ thương vụ thoái vốn tại một tài sản cho thuê không cốt lõi tại phường Tân Sơn Nhất, TP.HCM. Bên mua chính là bệnh viện địa phương đang thuê cơ sở này. Tổng số tiền thu được là 280 tỷ đồng.

### Tái định vị TTTM: Động lực chính để tăng giá thuê

VRE đang triển khai một loạt sáng kiến vận hành nhằm tối đa hóa tỷ lệ lấp đầy và nâng cao chất lượng tài sản, từ đó kỳ vọng sẽ cải thiện giá thuê trên toàn bộ danh mục.

Vincom Plaza Đà Nẵng dự kiến sẽ được nâng cấp và đổi tên thành Vincom Center, nhằm thu hút các nhóm khách thuê cao cấp hơn và áp dụng mức giá thuê cao hơn. Tương tự, Vincom Plaza Hạ Long và Vincom Mega Mall Times City cũng đã được đưa vào danh sách cải tạo để nâng cao chất lượng tài sản.

### Bảng CĐKT: Tập trung nguồn vốn cho các dự án đang triển khai

Chi phí bán hàng & quản lý được ghi nhận ở mức 149 tỷ đồng, giảm 13,5% so với cùng kỳ và giảm 58,9% so với quý trước nhờ chi phí khấu hao và chi phí dự phòng thấp hơn.

Lợi nhuận HĐ tài chính tăng vọt 33,7% so với cùng kỳ, đạt 836 tỷ đồng nhờ lãi tiền gửi và lãi cho vay cao hơn. Trong khi đó, chi phí tài chính giảm 15,5% so với cùng kỳ và không đổi so với quý trước xuống 205 tỷ đồng. Tính đến cuối Q1/2026, dư nợ thuần của VRE ở mức 2,5 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức 1,8 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2025 và 1,5 nghìn tỷ đồng cuối Q1/2025. Bảng CĐKT vẫn lành mạnh theo quan điểm của chúng tôi, được hỗ trợ bởi dòng tiền mạnh từ các hoạt động cho thuê.

Khoản đặt cọc để phát triển quỹ đất với VIC/VHM đạt 24,5 nghìn tỷ đồng (không đổi so với quý trước) tính đến cuối Q1/2026. BLĐ đã công bố thông tin chi tiết về mục đích của các khoản đặt cọc này. Trong đó: 11,5 nghìn tỷ đồng được đặt cọc với VHM (Nắm giữ; giá mục tiêu 123.300đ) để mua các căn shophouse tại các dự án Vinhomes Green Paradise Cần Giờ, Vinhomes Golden Avenue (Móng Cái) và Vinhomes Royal Island (Vũ Yên) và 13 nghìn tỷ đồng còn lại dành riêng cho việc phát triển các TTTM trong tương lai, bao gồm hai TTTM tại Cần Giờ và đại siêu thị Global Gate Mega Mall tại Hà Nội. Cho năm 2026, các khoản đặt cọc với VIC/VHM dự kiến đạt khoảng 1,5- 2 nghìn tỷ đồng, tùy thuộc vào tình trạng phê duyệt pháp lý.

Chi phí đầu tư nâng cấp TTTM: VRE đã trích ngân sách khoảng 400 tỷ đồng cho kế hoạch nâng cấp các TTTM trong năm 2026, chủ yếu bao gồm các sáng kiến cải tạo và nâng cấp cơ sở vật chất.

### Duy trì khuyến nghị Mua vào; giá mục tiêu 39.600đ

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 39.600đ. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 35,4% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43,6%.

## 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                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>4,566</b> | <b>3,773</b> | <b>4,285</b> | <b>5,180</b> | <b>7,178</b> |
| 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            |
| <b>LN TT</b>                        | <b>5,526</b> | <b>5,133</b> | <b>8,898</b> | <b>5,800</b> | <b>7,713</b> |
| 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             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>4,409</b> | <b>4,096</b> | <b>7,118</b> | <b>4,640</b> | <b>6,171</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>4,264</b> | <b>3,683</b> | <b>7,118</b> | <b>4,640</b> | <b>6,171</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>6,020</b> | <b>5,152</b> | <b>5,751</b> | <b>6,538</b> | <b>8,069</b> |
| 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         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>10,036</b> | <b>12,312</b> | <b>21,605</b> | <b>25,779</b> | <b>28,790</b> |
| 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        |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>37,617</b> | <b>42,914</b> | <b>45,270</b> | <b>47,981</b> | <b>51,819</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>47,654</b> | <b>55,226</b> | <b>66,875</b> | <b>73,760</b> | <b>80,609</b> |
| 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         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>4,473</b>  | <b>5,921</b>  | <b>7,171</b>  | <b>9,126</b>  | <b>10,936</b> |
| 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         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>5,354</b>  | <b>7,383</b>  | <b>10,663</b> | <b>10,953</b> | <b>9,821</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>9,827</b>  | <b>13,304</b> | <b>17,834</b> | <b>20,079</b> | <b>20,757</b> |
| 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          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>37,827</b> | <b>41,923</b> | <b>49,041</b> | <b>53,681</b> | <b>59,852</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>47,654</b> | <b>55,226</b> | <b>66,875</b> | <b>73,760</b> | <b>80,609</b> |
| 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          |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>3,892</b>   | <b>758</b>     | <b>4,027</b> | <b>419</b>     | <b>7,558</b>   |
| 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              |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(7,521)</b> | <b>(2,463)</b> | <b>401</b>   | <b>(2,523)</b> | <b>(3,019)</b> |
| 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              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>711</b>     | <b>488</b>     | <b>1,342</b> | <b>290</b>     | <b>(1,132)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 7,020          | 4,102          | 2,885        | 8,654          | 6,840          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(2,918)</b> | <b>(1,217)</b> | <b>5,769</b> | <b>(1,814)</b> | <b>3,407</b>   |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0              | 0              | 0            | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>4,102</b>   | <b>2,885</b>   | <b>8,654</b> | <b>6,840</b>   | <b>10,247</b>  |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(4,430)</b> | <b>(3,434)</b> | <b>4,428</b> | <b>(2,104)</b> | <b>4,539</b>   |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| 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 (%) | -      | -      | -      | -      | -      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| 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   |
| Tiền 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   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 6.67   | 7.51   | 6.80   | 6.08   | 4.62   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 10.8   | 13.0   | 10.9   | 9.91   | 7.46   |
| P/E (lần)                 | 14.8   | 16.0   | 9.19   | 14.1   | 10.6   |
| P/E ĐC (lần)              | 15.3   | 17.8   | 9.19   | 14.1   | 10.6   |
| P/B (lần)                 | 1.73   | 1.56   | 1.33   | 1.22   | 1.09   |
| 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 gợi 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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)