

Mua vào (giữ nguyên)

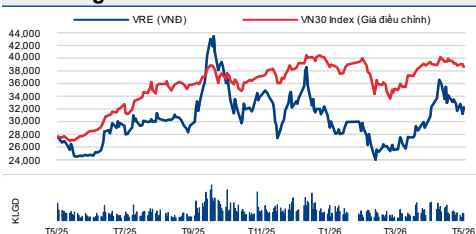
Giá mục tiêu: VNĐ40,600 (từ VNĐ39,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026) 32,250

Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,050-43,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	73,282
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,783
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	(0.15)	11.0	16.6
So với chỉ số	0.99	14.5	(16.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,938	2,404	(19.4)
2027F	2,611	2,555	2.2
2028F	2,898	3,125	(7.3)

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

Danh mục dự án TTTM và shophouse dồi dào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 2,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá là 25,9%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cũng như lùi cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026).
- Chúng tôi giảm lần lượt 1,1% và 3,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 4,6 nghìn tỷ đồng (giảm 28,8% so với cùng kỳ) và 5,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,6%), do tác động trái chiều từ việc lùi thời điểm mở bán các căn shophouse và tăng dự báo thu nhập từ lãi tiền gửi.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2026

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá đối với VRE sau khi công ty công bố lợi nhuận Q1/2026 cao hơn dự báo nhờ lợi nhuận HĐ tài chính vượt kỳ vọng và khoản lợi nhuận không cốt lõi từ hoạt động thoái vốn tài sản.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC giảm lần lượt 1,1% và 3,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 4,6 nghìn tỷ đồng (giảm 28,8% so với cùng kỳ) và 5,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,6%). Sự thay đổi này phản ánh tác động từ việc dời tiến độ mở bán các dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island sang năm 2027, làm sụt giảm doanh thu phân khúc nhà phố thương mại. Tuy nhiên, áp lực trên đã phần nào được giảm thiểu nhờ đóng góp tích cực từ lợi nhuận HĐ tài chính gia tăng cùng khoản lợi nhuận không thường xuyên 185 tỷ đồng từ việc thanh lý tài sản trong Q1/2026. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, kỳ vọng lợi nhuận thuần đạt 6,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) trên doanh thu 13,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8,4%). Động lực bất phá trong giai đoạn này được thúc đẩy mạnh mẽ từ việc ghi nhận doanh thu trọn năm từ 3 TTTM mới đưa vào vận hành từ năm 2027 và việc tiếp tục ghi nhận doanh thu bán các căn shophouse.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 2,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá là 25,9%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cũng như lùi cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026).

Mặc dù lợi nhuận trong ngắn hạn có phần kém khả quan do tiến độ mở bán phân khúc shophouse tại dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island được lùi sang năm 2027 (so với kế hoạch trước đó là năm 2026), chúng tôi đánh giá các yếu tố nền tảng cốt lõi của VRE vẫn vững chắc. Triển vọng tăng trưởng trong giai đoạn 2026-2028 sẽ được hỗ trợ vững chắc nhờ tỷ lệ lấp đầy lành mạnh, kết hợp với kế hoạch đưa vào hoạt động 4 TTTM mới và triển khai 2 dự án shophouse. Với động lực tăng trưởng lợi nhuận được tích lũy mạnh mẽ từ năm 2027 trở đi, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,152	5,274	5,756 ▼	7,387 ▼	8,078
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,096	6,446	4,404 ▼	5,934	6,585
EPS ĐC (đồng)	1,621	2,615	1,938 ▼	2,611	2,898
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	18,449	21,286	22,305 ▼	24,917 ▼	27,815
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.5	14.3	13.3	9.91	8.24
P/E ĐC (lần)	19.9	12.3	16.6	12.4	11.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.75	1.52	1.45	1.29	1.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.6)	61.4	(25.9)	34.7	11.0
ROAE (%)	10.3	14.3	8.89	11.1	11.0

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

Mảng cho thuê hưởng lợi từ danh mục dự án TTTM đang triển khai, duy trì k/n Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá là 25,9%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 cũng như lùi cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Chúng tôi giảm lần lượt 1,1% và 3,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống còn 4,6 nghìn tỷ đồng (giảm 28,8% so với cùng kỳ) và 5,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,6%). Sự thay đổi này chủ yếu do tác động tiêu cực từ việc lùi thời điểm mở bán phân khúc shophouse tại các dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island được giảm thiểu một phần nhờ doanh thu tài chính ghi nhận mức cao hơn. Các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc, với triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 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.

Khai trương 4 TTTM mới trong năm 2026-2027, ghi nhận doanh thu bán shophouse từ năm 2027

Cho năm 2026, TTTM Vincom Plaza Wonder Park (tổng diện tích sàn - GFA đạt 27.000 m², Hà Nội) dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động. Đồng thời, công ty sẽ khởi công xây dựng 3 TTTM mới nhằm chuẩn bị cho kế hoạch khai trương trong năm 2027, bao gồm: Vincom Mega Mall tại dự án Green Hạ Long (GFA 110.000 m², Quảng Ninh), Vincom Mega Mall Green City tại Tây Ninh (trước đây thuộc Long An; GFA 70.000 m²), và Vincom Plaza Làng Vân (GFA 40.000 m², Đà Nẵng). Thông tin chi tiết được trình bày trong Bảng 1.

Đối với doanh thu bán **shophouse**, chúng tôi kỳ vọng các căn 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 năm 2027 (trước đây là năm 2026). Công tác xây dựng đang được triển khai và việc ghi nhận doanh thu dự kiến sẽ diễn ra ngay sau khi mở bán.

BLĐ cho biết mảng kinh doanh BĐS ghi nhận doanh thu chưa thực hiện 413 tỷ đồng, và sẽ không có dự án mới được mở bán trong năm 2026.

Bảng 1: Các dự án TTTM, VRE

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	Hung Yen	3Q25	98%
2 VMM Royal Island	47,600	Hai Phong	3Q25	100%
3 VCP Vinh	19,200	Nghe An	4Q25	98%
Dự kiến triển khai năm 2026				
4 VCP Wonder Park	27,000	Hanoi	2026	N/a
Dự kiến triển khai năm 2027				
5 VMM Green City	70,000	Tay Ninh	2027	N/a
6 VMM Hạ Long Xanh	110,000	Quang Ninh	2027	N/a
7 VCP Làng Vân	40,000	Da Nang	2027	N/a

Nguồn: VRE, HSC

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC điều chỉnh giảm 7,9% dự báo doanh thu cho năm 2026 xuống còn 9,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,1%) nhằm phản ánh việc giảm giá định doanh thu phân khúc shophouse khi lùi thời điểm mở bán hai dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island sang năm 2027 (thay vì năm 2026), phù hợp với KHKD mới nhất của BLĐ công ty.

Trong khi đó, chúng tôi tăng 32,1% dự báo lợi nhuận HĐ tài chính năm 2026 lên 1,8 nghìn tỷ đồng sau khi công ty công bố lợi nhuận Q1/2026 vượt kỳ vọng nhờ thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay cao hơn dự kiến. Tại thời điểm cuối Q1/2026, các khoản tiền gửi tại VIC/VHM để phát triển quỹ đất đạt 24,5 nghìn tỷ đồng (tăng 19,7% so với cùng kỳ), hưởng mức lãi suất khoảng 12%.

Trong Q1, VRE ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên 185 tỷ đồng từ hoạt động thanh lý bất động sản đầu tư. Khoản thu nhập này đến từ việc thoái vốn một tài sản cho thuê không cốt lõi tại phường Tân Sơn Nhất, TP.HCM.

Nhìn chung, chúng tôi giảm nhẹ 1,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống còn 4,6 nghìn tỷ đồng (giảm 28,8% so với cùng kỳ). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc thanh lý tài sản này, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi sẽ đạt 4,4 nghìn tỷ đồng (giảm 10% so với cùng kỳ), tương đương với mức điều chỉnh giảm 4,3% so với dự báo trước đây. Lợi nhuận dự kiến giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do so với mức nền cao của năm trước. Lợi nhuận năm 2025 tăng cao đột biến nhờ thương vụ chuyển nhượng TTTM Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội), ghi nhận khoản lợi nhuận HĐ tài chính khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng trong Q4/2025. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng mảng cho thuê cốt lõi sẽ duy trì mức tăng trưởng vững chắc 8,3%, nhờ vận hành trọn năm của 3 TTTM đã khai trương trong năm 2025.

Chúng tôi giảm lần lượt 3,8% và 5,2% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2027 xuống còn 5,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,6%) và 12,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,8%), nhằm phản ánh việc ghi nhận doanh thu thấp hơn dự kiến từ phân khúc shophouse tại hai dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island. Chúng tôi cho rằng doanh thu bán shophouse sẽ tiếp tục dễ bị tổn thương trong những giai đoạn tâm lý thị trường còn mờ nhạt, do phân khúc này phụ thuộc nhiều hơn vào nhu cầu đầu tư. Trong khi đó, doanh thu mảng cho thuê được dự báo sẽ tăng trưởng 16,4% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi 3 TTTM mới được đưa vào hoạt động trong năm nay.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 6,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 13,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8,4%). Doanh thu trong năm nay dự kiến sẽ đến từ việc vận hành trọn năm của 3 TTTM mới khai trương trong năm 2027, cùng với việc tiếp tục ghi nhận doanh thu từ phân khúc nhà phố thương mại.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 10,1% trong giai đoạn 2025-2028.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VRE

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Doanh thu	8,837	9,814	-7.9%	11.1%	12,348	-5.2%	25.8%	13,389	8.4%
Lợi nhuận gộp	4,732	5,369	-13.1%	13.5%	7,073	-15.1%	31.7%	7,800	10.3%
LNTT	6,446	5,736	-1.1%	-11.0%	7,417	-3.8%	29.3%	8,232	11.0%
Lợi nhuận thuần	6,446	4,589	-1.1%	-28.8%	5,934	-3.8%	29.3%	6,585	11.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	1,513	148	-	-90.2%	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	4,933	4,441	-4.3%	-10.0%	5,934	-3.8%	33.6%	6,585	11.0%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá là 25,9%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 cũng như cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). 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.

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 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 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 giả định tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần trong khoảng 7-10%, trong khi tỷ lệ lấp đầy bình quân dự kiến đạt 83% trong năm 2026-2027 và sẽ tăng lên mức 85% vào năm 2028 tính trên cả 4 mô hình TTTM.
- 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 (không đổi). Theo đó, giả định WACC là 15,7% (không đổi).

Bảng 3: Định giá, VRE

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ suất sinh lời	Giá trị (cuối năm 2026)
Cho thuê BĐS thương mại	NOI/cap rate	7.0-10.0%	95,575
Phát triển BĐS	DCF		1,462
Tài sản thuần khác	Book value		19,486
Tổng giá trị tài sản			116,523
Dòng tiền thuần			(1,403)
RNAV			115,119
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.3
RNAV/cp (đồng)			50,700
Mức chiết khấu giả định			20%
Giá mục tiêu (đồng)			40,600

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	50,700	45,600	40,600	35,500	30,400
Tiềm năng tăng giá tại mức giá hiện tại	57.2%	41.4%	25.9%	10.1%	-5.7%

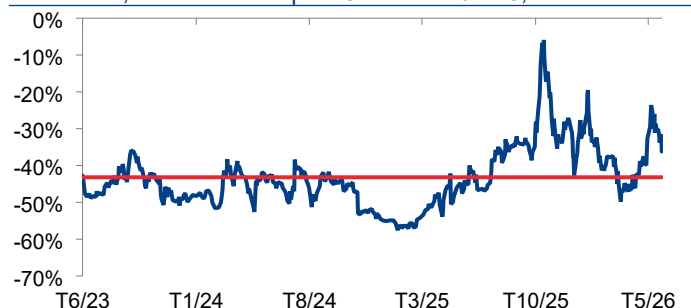
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần.

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

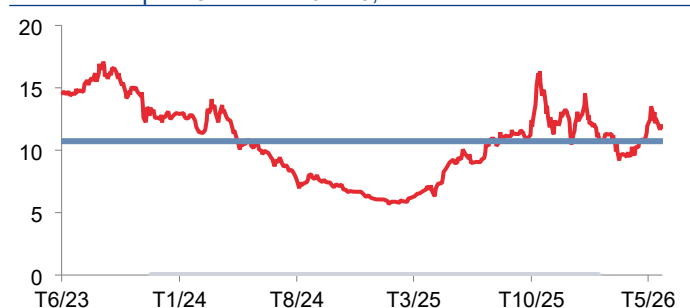
Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,2% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 43,2%



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 11,8 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	8,939	8,837	9,814	12,348	13,389
Lợi nhuận gộp	4,755	4,732	5,369	7,073	7,800
Chi phí BH&QL	(983)	(839)	(868)	(950)	(987)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,773	3,893	4,501	6,123	6,813
Lãi vay thuần	948	3,687	1,050	1,294	1,419
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	413	503	0	0	0
LN TT	5,133	8,083	5,551	7,417	8,232
Chi phí thuế TNDN	(1,038)	(1,637)	(1,147)	(1,483)	(1,646)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,096	6,446	4,404	5,934	6,585
Lợi nhuận thuần ĐC	3,683	5,943	4,404	5,934	6,585
EBITDA ĐC	5,152	5,274	5,756	7,387	8,078
EPS (đồng)	1,802	2,837	1,938	2,611	2,898
EPS ĐC (đồng)	1,621	2,615	1,938	2,611	2,898
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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,885	4,435	3,222	6,507	7,922
Đầu tư ngắn hạn	126	133	133	133	133
Phải thu khách hàng	2,016	2,886	4,037	5,237	5,695
Hàng tồn kho	295	236	1,116	1,809	2,430
Các tài sản ngắn hạn khác	6,990	271	792	660	260
Tổng tài sản ngắn hạn	12,312	7,961	9,300	14,347	16,440
TSCĐ hữu hình	203	263	228	193	156
TSCĐ vô hình	18.8	9.82	18.8	18.8	18.8
Bất động sản đầu tư	27,084	27,231	26,424	27,374	27,986
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	15,608	25,814	27,017	27,502	27,705
Tổng tài sản dài hạn	42,914	53,318	53,689	55,087	55,866
Tổng cộng tài sản	55,226	61,279	62,989	69,434	72,306
Nợ ngắn hạn	2,010	20.6	20.6	20.6	20.6
Phải trả người bán	462	659	183	217	230
Nợ ngắn hạn khác	2,129	2,467	2,450	3,082	3,341
Tổng nợ ngắn hạn	5,921	5,174	4,567	5,079	6,604
Nợ dài hạn	2,523	6,380	6,380	6,380	1,141
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4,860	1,357	1,357	1,357	1,357
Tổng nợ dài hạn	7,383	7,737	7,737	7,737	2,498
Tổng nợ phải trả	13,304	12,911	12,304	12,816	9,102
Vốn chủ sở hữu	41,922	48,368	50,685	56,618	63,204
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.36	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	41,923	48,368	50,685	56,618	63,204
Tổng nợ phải trả và VCSH	55,226	61,279	62,989	69,434	72,306
BVPS (đ)	18,449	21,286	22,305	24,917	27,815
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,648	1,966	3,179	(106)	(6,761)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	3,773	3,893	4,501	6,123	6,813
Khấu hao	(1,379)	(1,381)	(1,255)	(1,264)	(1,265)
Lãi vay thuần	948	3,687	1,050	1,294	1,419
Thuế TNDN đã nộp	(1,274)	(1,089)	(1,147)	(1,483)	(1,646)
Thay đổi vốn lưu động	(3,113)	(7,190)	(3,212)	(1,885)	537
Khác	560	445	2,000	2,072	2,152
LCT thuần từ HKKD	758	(3,262)	2,632	5,312	8,387
Đầu tư TS dài hạn	(4,192)	(2,686)	(1,572)	(2,027)	(1,733)
Góp vốn & đầu tư	(0.35)	0	0	0	0
Thanh lý	(5,342)	2,592	0	0	0
Khác	7,071	3,102	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,463)	3,008	(1,572)	(2,027)	(1,733)
Cổ tức trả cho CSH	(21.4)	(23.0)	(2,272)	0	0
Thu từ phát hành CP	0.36	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	994	6,273	0	0	(5,239)
Khác	(485)	(4,446)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	488	1,804	(2,272)	0	(5,239)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,102	2,885	4,435	3,222	6,507
LCT thuần trong kỳ	(1,217)	1,550	(1,213)	3,286	1,415
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,885	4,435	3,222	6,507	7,922
Dòng tiền tự do	(3,434)	(5,948)	1,059	3,286	6,654

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	53.2	53.5	54.7	57.3	58.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.6	59.7	58.7	59.8	60.3
Tỷ suất LNT (%)	45.8	72.9	44.9	48.1	49.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	20.3	20.7	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.70)	(1.14)	11.1	25.8	8.43
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(14.4)	2.38	9.14	28.3	9.35
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(13.6)	61.4	(25.9)	34.7	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	(7.10)	57.4	(31.7)	34.7	11.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.6)	61.4	(25.9)	34.7	11.0
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.3	14.3	8.89	11.1	11.0
ROACE (%)	8.16	7.39	7.86	9.97	10.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.17	0.15	0.16	0.19	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.20	(0.84)	0.58	0.87	1.23
Số ngày tồn kho	25.7	21.0	91.6	125	159
Số ngày phải thu	176	257	332	362	372
Số ngày phải trả	40.3	58.6	15.0	15.0	15.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	4.37	4.70	7.00	0.46	(7.91)
Nợ/tài sản (%)	8.54	11.0	10.7	9.75	4.04
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.92	1.27	1.18	0.92	0.36
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.08	1.54	2.04	2.83	2.49
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	8.38	8.51	7.79	5.93	4.97
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.5	14.3	13.3	9.91	8.24
P/E (lần)	17.9	11.4	16.6	12.4	11.1
P/E ĐC (lần)	19.9	12.3	16.6	12.4	11.1
P/B (lần)	1.75	1.52	1.45	1.29	1.16
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 W: www.hsc.com.vn