

CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

Khả quan (Duy trì)

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND18.300
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND27.800/VND16.800
Giá mục tiêu	VND21.700
Giá mục tiêu cũ	VND23.400
Giá mục tiêu vs	-24,2%
Tiềm năng tăng giá	21,2%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	21,2%

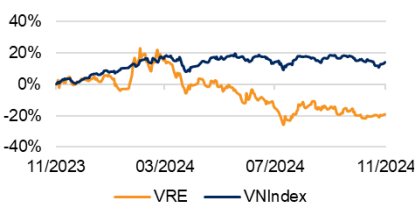
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.632
GTGDQBQ 3 tháng (tr) USD	5,6
Sở hữu NN (tr USD)	455
SLCP lưu hành (tr)	2.272
SLCP pha loãng (tr)	2.272

	VRE	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T (lần)	10,2	15,1	13,0
P/B hiện tại (lần)	1,0	1,6	1,6
ROA	5,3%	4,7%	2,1%
ROE	13,9%	11,0%	12,5%

*dữ liệu ngày 27/11/2024

Diễn biến giá



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
VRE	0,8	-7,8	-19,0
VNINDEX	-0,8	-3,0	13,4

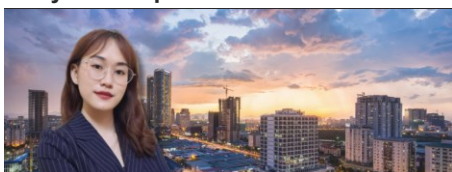
Cơ cấu sở hữu

CTCP Kinh doanh Thương mại	
SADO	41,5%
Vingroup	18,8%
Cổ đông khác	39,7%

Business Description

VRE là công ty cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 88 trung tâm thương mại và tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,84 triệu m² (tính đến tháng 11/2024). VRE quản lý danh mục trung tâm mua sắm và thương mại đa dạng bao gồm Vincom Mega Malls, Vincom Centers, Vincom Plaza và Vincom+.

Chuyên viên phân tích:



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Đương đầu với thách thức của thị trường BĐS bán lẻ

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 21,2%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 7,3% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 7,1% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn dựa trên việc chúng tôi hạ dự phóng lợi nhuận trong giai đoạn 2025-29, áp dụng tỷ lệ chiết khấu WACC cao hơn trong mô hình định giá DCF 5 năm, và hệ số P/E mục tiêu thấp hơn.
- Mức P/E trượt 12T là 10,2 lần đang thấp hơn các DN cùng ngành trong khu vực và chưa phản ánh đúng tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng 9T24 giảm 9,9% svck, chủ yếu do ghi nhận bàn giao BĐS thấp hơn khi các dự án hiện tại đã được bàn giao gần hết.
- Biên LN gộp 9T24 giảm 2,6% svck khi biên LN gộp ở cả hai mảng cho thuê và bán BĐS đều thấp hơn svck.
- Chúng tôi dự báo LN ròng giảm 6,7% svck đạt 4.122 tỷ đồng trong năm 2024 và tăng 3,7% svck lên 4.273 tỷ đồng trong năm 2025.

Luận điểm đầu tư

Mở rộng danh mục TTTM với ba cơ sở mới trong năm 2025

VRE đã công bố kế hoạch khai trương hai Vincom Mega Mall và một Vincom Plaza trong năm 2025, bổ sung thêm 120.000 m² GFA bán lẻ. Ngày 8/11, VRE đã khai trương Vincom Plaza Đông Hà (Quảng Trị), TTTM thứ năm và cũng là cuối cùng trong kế hoạch mở mới TTTM năm 2024. Các TTTM được khai trương trong năm 2024 đã đóng góp gần 93.000 m², chiếm khoảng 11,6% mục tiêu dài hạn của VRE.

Nỗ lực thu hút khách thuê sẽ giúp tỷ lệ lấp đầy phục hồi vào năm 2025

Đề ứng phó với những thách thức trong thị trường BĐS bán lẻ, VRE đã tiến hành cải tạo các TTTM nhằm tối ưu hóa hoạt động và thu hút khách thuê. Các Vincom Plaza (VCP) mới với tỷ lệ lấp đầy cao hơn, cùng với sự cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM hiện hữu, đã hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống Vincom Plaza tăng 1,6 điểm % sv quý trước, đạt 81,3% trong Q3/24. Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống sẽ giảm 0,6 điểm % svck xuống còn 84,2% trong năm 2024, trước khi tăng 1,1 điểm % svck lên 85,3% trong năm 2025.

Các dự án shophouse mới được phát triển ở trong đại dự án của VIC/VHM

VRE đã đặt cọc để mua các shophouse tại các dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh), dự kiến mở bán trong năm 2025 và ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2025 – 2026. Các dự án này có lợi thế về vị trí đắc địa tại các tỉnh ven biển nổi tiếng về du lịch (Hải Phòng và Quảng Ninh) và kết hợp với các tiện ích giải trí tích hợp, có tiềm năng thu hút các cá nhân và doanh nghiệp tìm kiếm cơ hội kinh doanh và dịch vụ.

Thanh khoản được cải thiện sau khi thu hồi khoản vay từ các bên liên quan

Trong Q3/24, VRE đã thu hồi khoản cho vay bên liên quan trị giá 2.350 tỷ đồng, công ty đã chuyển sang vị thế nợ ròng trên vốn chủ sở hữu âm, ở mức -2,1%, so với 3,8% vào cuối tháng 6/2024, giúp giảm áp lực đáo hạn nợ vay trong ngắn hạn.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Số lượng TTTM hoạt động	83	88	91	97
Tổng diện tích mặt bằng bán lẻ (triệu m ²)	1,75	1,84	1,96	2,17
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	33,0%	-5,2%	9,2%	24,4%
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	51,4%	52,2%	51,1%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	58,8%	-6,5%	3,7%	16,8%
P/E (lần)	12,1	12,9	12,0	12,5
P/B (lần)	1,5	1,4	1,3	1,1
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-3,3%	-4,8%	3,6%	-3,8%
Tỷ lệ bao phủ lãi vay (lần)	19,3	14,2	12,1	12,5
Tỷ lệ khả năng thanh toán nợ (lần)	2,7	1,5	1,2	1,3

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu

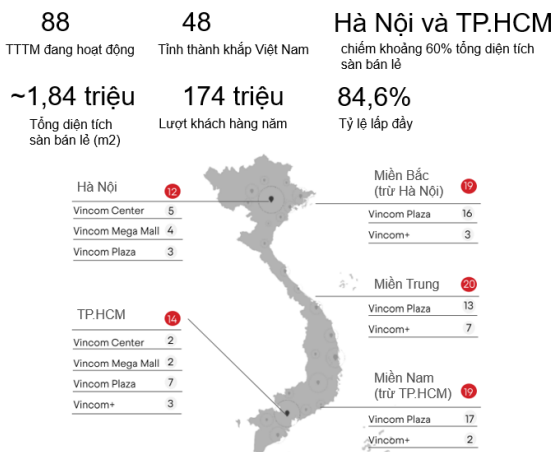
Vincom Retail (HOSE: VRE) hiện là doanh nghiệp cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 88 trung tâm thương mại với tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,84 triệu m² (tính đến tháng 11/2024).

VRE đang vận hành một danh mục các trung tâm mua sắm và trung tâm thương mại đa dạng, được thiết kế để đáp ứng nhu cầu cụ thể của các nhóm đối tượng khách hàng ở các phân khúc khác nhau, bao gồm:

- Vincom Centers: nằm ở khu vực trung tâm thành phố và các quận nội thành tại Hà Nội và TP.HCM, khách thuê thường là các thương hiệu cao cấp.
- Vincom Mega Malls: được đặt ở các khu vực đông dân cư, với khách thuê là các thương hiệu từ phân khúc cao cấp đến phổ thông.
- Vincom Plaza: ở các khu vực ngoại thành của Hà Nội và TP.HCM, hoặc các khu vực đông dân cư tại các tỉnh và thành phố, các khách thuê chủ yếu là các thương hiệu phân khúc phổ thông.

Vincom+: nằm ở các khu vực có mật độ dân số trung bình hoặc không phải là khu vực trung tâm của các tỉnh thành ngoài Hà Nội và TP.HCM, khách thuê là các nhãn hàng phân khúc phổ thông

Hình 1: Mạng lưới TTTM của VRE tại Việt Nam



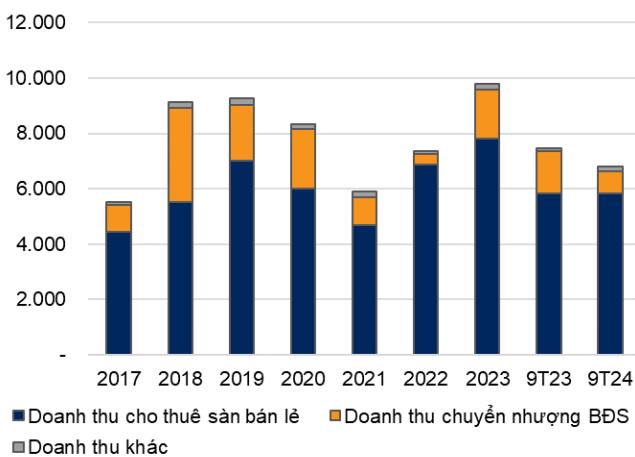
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các mô hình TTTM của VRE



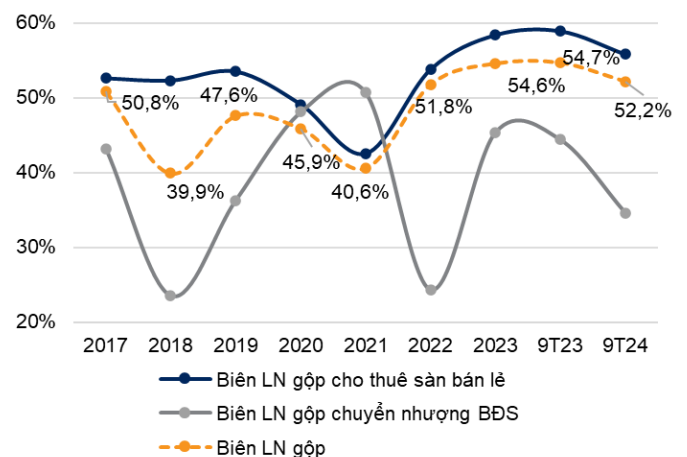
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Cơ cấu doanh thu (Tỷ đồng)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật KQKD Q3: Lợi nhuận giảm do số lượng BĐS để bàn giao còn lại thấp

Hình 5: 3Q24 results comparison

(Tỷ đồng)	Q3/24	% svck	% sv quý trước	9T24	% svck	9T24/dự phóng 2024
Doanh thu	2.078	-37,7%	-16,2%	6.811	-8,6%	70,3%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	1.983	-0,2%	2,2%	5.851	0,1%	68,8%
Chuyển nhượng bất động sản	36	-97,3%	-92,4%	779	-48,2%	84,3%
Hoạt động khác	59	47,2%	-18,2%	181	82,1%	69,4%
Lợi nhuận gộp	1.089	-35,9%	-9,9%	3.554	-12,8%	71,4%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>52,4%</i>	<i>1,4 đ %</i>	<i>3,6 đ %</i>	<i>52,2%</i>	<i>-2,6 đ %</i>	
<i>Cho thuê mặt bằng bán lẻ (%)</i>	<i>53,7%</i>	<i>-3,6 đ %</i>	<i>-0,1 đ %</i>	<i>55,8%</i>	<i>-3,1 đ %</i>	
<i>Chuyển nhượng bất động sản (%)</i>	<i>44,2%</i>	<i>0,0 đ %</i>	<i>10,7 đ %</i>	<i>34,6%</i>	<i>-9,7 đ %</i>	
<i>Hoạt động khác (%)</i>	<i>13,0%</i>	<i>54,9 đ %</i>	<i>1,6 đ %</i>	<i>9,9%</i>	<i>43,8 đ %</i>	
Chi phí BH&QLDN	(248)	-15,1%	14,8%	(670)	29,7%	75,2%
<i>% chi phí BH&QLDN/DT</i>	<i>11,9%</i>	<i>3,2 đ %</i>	<i>3,2 đ %</i>	<i>9,8%</i>	<i>2,9 đ %</i>	
Thu nhập ròng từ HĐ cho thuê	1.399	-1,4%	0,8%	4.193	-3,6%	88,9%
<i>Biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê (%)</i>	<i>67,5%</i>	<i>-4,5 đ %</i>	<i>-0,2 đ %</i>	<i>69,1%</i>	<i>-5,8 đ %</i>	
Doanh thu tài chính	383	27,1%	-8,8%	1.239	54,2%	85,2%
Thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay	383	27,1%	-8,8%	1.223	52,3%	
Chi phí tài chính	(244)	221,3%	36,4%	(563)	119,7%	104,4%
Chi phí lãi vay	(140)	84,4%	37,0%	(344)	43,5%	
Lợi nhuận trước thuế	1.119	-32,4%	-12,4%	3.763	-9,8%	73,0%
Lợi nhuận ròng	906	-31,2%	-11,3%	3.010	-9,9%	73,2%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>43,6%</i>	<i>4,1 đ %</i>	<i>2,4 đ %</i>	<i>44,2%</i>	<i>-0,7 đ %</i>	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu giảm khi các dự án shophouse hiện tại đã bàn giao gần xong

Vincom Retail công bố doanh thu Q3/24 giảm 16,2% sv quý trước và 37,7% svck, đạt 2.078 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng, doanh thu đạt 6.811 tỷ đồng, giảm 8,6% svck.

- 1) Doanh thu chuyển nhượng shophouse giảm còn 35,6 tỷ đồng trong Q3/24, từ mức 467 tỷ đồng trong Q2/24 và 1.304 tỷ đồng trong Q3/23, sau khi bàn giao các căn shophouse còn lại tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị). Doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm đáng kể do VRE đã bàn giao gần hết sản phẩm shophouse tại các dự án đã mở bán.

Doanh thu 9 tháng đạt 779 tỷ đồng, giảm 48,2% svck.

- 2) Doanh thu cho thuê sàn bán lẻ đạt 1.983 tỷ đồng trong Q3, giảm 0,2% svck, nhưng tăng 2,2% sv quý trước, nhờ vào việc tiếp tục cải thiện tỷ lệ lấp đầy của các TTTM hiện hữu và việc khai trương các TTTM mới với tỷ lệ lấp đầy cao (93%-98%). Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM trên toàn hệ thống tại Q3/24 đạt 84,6%, giảm 0,8 điểm % svck và tăng 0,7 điểm % sv quý trước.

Doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 5.851 tỷ đồng, tăng 0,1% svck.

Biên LN gộp cải thiện nhưng biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê giảm

Biên LN gộp Q3/24 tăng 3,6 điểm % sv quý trước và 1,4 điểm % svck lên 52,4%, chủ yếu nhờ biên LN gộp mảng chuyển nhượng BĐS tăng và các mảng kinh doanh khác chuyển từ lỗ sang lãi gộp. Biên LN gộp mảng cho thuê giảm 0,1 điểm % sv quý trước và 3,6 điểm % svck trong Q3/24, do: 1) giá điện tăng; 2) tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM thấp hơn so với năm ngoái; và 3) chi phí thuê đất cao

hơn, khi chính sách ưu đãi tiền thuê đất của Nhà nước cho một số TTTM (được ban hành từ trong giai đoạn Covid-19) hết hiệu lực.

Biên thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê giảm 0,2 điểm % sv quý trước và 4,5 điểm % svck trong Q3/24, do chi phí cho marketing cao hơn và tăng trích lập dự phòng nợ khó đòi liên quan đến một khách thuê lĩnh vực giải trí.

Tuy nhiên, với việc các TTTM mới và các TTTM hiện hữu được nâng cấp đã tăng doanh thu và tối ưu hóa chi phí, biên LN gộp từ cho thuê và biên thu nhập ròng từ cho thuê sàn bán lẻ dự kiến sẽ phục hồi trong các quý tới.

Lợi nhuận ròng Q3 đạt 906 tỷ đồng, giảm 11,3% sv quý trước và 31,2% svck, dẫn đến tổng mức lợi nhuận ròng 9 tháng giảm 9,9% svck còn 3.010 tỷ đồng.

Hình 6: Các chỉ tiêu đáng chú ý trong bảng cân đối kế toán

	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Bảng CĐKT (Tỷ đồng)					
Tiền và tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn	8.806	5.173	3.939	2.453	4.885
Phải thu ngắn hạn từ khách thuê	1.147	1.240	1.170	1.443	1.485
Bất động sản đầu tư	25.517	25.180	24.864	27.124	27.034
Hàng tồn kho	782	640	511	229	251
Xây dựng cơ bản dở dang	762	1.028	1.000	782	838
Phải thu về cho vay	-	-	2.350	2.350	-
Đặt cọc cho VIC và các công ty liên quan để phát triển dự án	5.814	11.862	12.225	13.757	14.220
Tiền cọc từ khách thuê	1.408	1.489	1.441	1.476	1.494
Nợ vay	2.159	3.936	3.956	3.977	4.022
Các chỉ tiêu quan trọng					
Số ngày phải thu	45	48	46	50	61
Số ngày tồn kho	32	34	35	29	21
Vòng quay tiền mặt	51	60	58	53	57
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	82,2%	79,4%	79,4%	76,3%	76,8%
Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	-18,1%	-3,3%	0,0%	3,8%	-2,1%

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

VRE đã thu hồi khoản 2.350 tỷ đồng cho vay các bên liên quan trong Q3

VRE đã thu hồi khoản cho vay trị giá 2.350 tỷ đồng từ VinFast và VinBus vào cuối tháng 9.

BLĐ cũng cho biết công ty đã thu hồi khoản 1.336 tỷ đồng đặt cọc cho dự án tại Nha Trang vào đầu tháng 10.

Trở lại trạng thái tiền mặt cao hơn nợ vay

Tổng nợ vay đã tăng 2,2% kể từ đầu năm và 86,3% svck lên 4.022 tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 9/2024, trong đó bao gồm 2.490 tỷ đồng sẽ đáo hạn trong vòng 12 tháng tới.

Áp lực đáo hạn nợ được cân bằng lại một phần nhờ vị thế thặng dư tiền mặt cao hơn nợ vay của VRE, với mức nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu đạt -2,1%, từ -3,3% tại cuối tháng 12/2023 và 3,8% tại cuối tháng 6/2024.

Hàng tồn kho giảm mạnh do các dự án hiện tại đã bàn giao gần hết

Giá trị hàng tồn kho tại thời điểm cuối Q3/24 đã giảm 60,7% sv đầu năm còn 251 tỷ đồng, trong đó 241 tỷ đồng là các sản phẩm shophouse đang chờ để bàn giao cho khách hàng.

BLĐ VRE cho biết kế hoạch sẽ ghi nhận doanh thu bán shophouse vào Q4/24 tương đương với mức ở Q3 (chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận khoảng 40 tỷ đồng).

Tiền cọc lớn cho VIC/VHM để phát triển các TTTM trong dài hạn

Tính đến cuối tháng 9/2024, VRE đã đặt cọc 14.220 tỷ đồng cho các hoạt động kinh doanh với Vingroup, Vinhomes và các bên liên quan, tăng 3,4% so với Q2 và 144,6% svck. Trong đó, 11.180 tỷ đồng là tiền gửi dài hạn để phát triển TTTM tại các dự án BĐS nhà ở của Vingroup/Vinhomes theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC), còn lại 3.040 tỷ đồng được đặt cọc cho VIC và VHM cho cấu phần thương mại dịch vụ tại các dự án BĐS của Vingroup/Vinhomes, mà chúng tôi sẽ đề cập kỹ hơn trong phần Triển vọng 2024-25.

Theo các hợp đồng BCC, VRE sẽ đặt cọc cho Vingroup hoặc Vinhomes, tùy vào đơn vị phát triển được chỉ định, để xây dựng các TTTM, và các nhà phát triển này sẽ chuyển giao các TTTM trong danh mục cho VRE theo giá trị sổ sách tại thời điểm xong thủ tục và hoàn thiện xây dựng. Ngoài ra, theo các hợp đồng BCC này, khi các trung tâm thương mại sẵn sàng hoạt động thương mại nhưng Vingroup và các bên liên quan chưa hoàn tất thủ tục bàn giao TTTM cho VRE, VRE có quyền quản lý và vận hành các TTTM này, nhận lợi ích kinh tế và chia sẻ lợi nhuận với VIC tương đương với chi phí phát sinh tại VIC để đảm bảo nguyên tắc phù hợp giữa doanh thu và chi phí do tài sản lúc này vẫn đang chưa chuyển về VRE.

Triển vọng 2024-25: Các shophouse và TTTM mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN

Thay đổi dự phóng KQKD 2024-25

Hình 7: Tóm tắt thay đổi dự phóng KQKD 2024-25

(Tỷ đồng)	2023	Cũ		Mới			Ghi chú về điều chỉnh dự phóng KQKD	
		2024	2025	2024	% svck	2025		% svck
Doanh thu	9.791	9.686	10.339	9.279	-5,2%	10.130	9,2%	Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu năm 2024 giảm 4,2% sv dự báo trước đó, do: 1) Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu từ bàn giao BĐS trong Q4/24 dựa trên kế hoạch của BLĐ; và 2) Chúng tôi giảm ước tính doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ do chúng tôi hạ dự báo về tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM trong năm (từ 84,5% còn 84,0%). Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2025 2,0% chủ yếu do kỳ vọng thấp hơn về số lượng TTTM sẵn sàng hoạt động (từ 94 còn 91), dựa trên kế hoạch mở mới TTTM năm 2025 của VRE.
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.796	8.501	9.756	8.199	5,2%	9.503	15,9%	
Chuyển nhượng BĐS	1.772	924	267	819	-53,8%	311	-62,0%	
Giá vốn hàng bán	(4.446)	(4.708)	(5.069)	(4.513)	1,5%	(4.847)	7,4%	
Lợi nhuận gộp	5.346	4.978	5.270	4.766	-10,8%	5.283	10,8%	
Biên LN gộp (%)	54,6%	51,4%	51,0%	51,4%	-3,2 đ %	52,2%	0,8 đ %	
Biên LN gộp cho thuê BĐS (%)	58,4%	55,8%	54,3%	54,2%	-4,2 đ %	54,1%	-0,1 đ %	
Biên LN gộp chuyển nhượng B	45,4%	36,3%	36,3%	36,3%	-9,1 đ %	36,3%	0,0 đ %	
Doanh thu tài chính	1.146,0	1.452,9	1.344,1	1.763,0	53,8%	1.519,5	-13,8%	
Chi phí tài chính	(330,0)	(539,4)	(371,6)	(617,2)	87,0%	(484,6)	-21,5%	
Chi phí BH&QLDN	(780)	(892)	(1.153)	(892)	14,4%	(1.132)	26,9%	
Chi phí bán hàng	(341)	(223)	(260)	(223)	-34,6%	(256)	14,8%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(439)	(669)	(893)	(669)	52,4%	(876)	30,9%	
Lợi nhuận trước thuế	5.526	5.153	5.262	5.166	-6,5%	5.355	3,7%	
Lợi nhuận ròng	4.408	4.111	4.198	4.122	-6,5%	4.273	3,7%	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Thích ứng với thách thức trong thị trường BĐS bán lẻ tại Việt Nam

Thị trường cho thuê mặt bằng bán lẻ tại Việt Nam đang đối mặt với các thách thức, bao gồm nguồn cung hạn chế tại các vị trí trung tâm, sự thay đổi hành vi tiêu dùng do sự phát triển của thương mại điện tử, và nhu cầu áp dụng các chiến lược sáng tạo để tạo sự gắn bó với khách thuê. Những yếu tố này đang ảnh hưởng đáng kể đến triển vọng thị trường trong năm 2025.

Một mối quan ngại chính là nguồn cung hạn chế của mặt bằng bán lẻ tại các vị trí đắc địa, điều này đã làm gia tăng cạnh tranh giữa các nhà bán lẻ và đẩy chi phí thuê mặt bằng lên cao. Cùng với sự phục hồi chậm của tiêu dùng, điều này đã gây áp lực tài chính cho một số nhà bán lẻ, buộc họ phải đóng cửa một số cửa hàng, qua đó cũng ảnh hưởng đến doanh thu của các bên cho thuê.

Hơn nữa, sự mở rộng nhanh chóng của thương mại điện tử đang thay đổi hành vi tiêu dùng, dẫn đến giảm lượng khách ghé thăm tại các cơ sở bán lẻ truyền thống. Các nhà bán lẻ và bên cho thuê mặt bằng buộc phải thích nghi bằng cách tích hợp các chiến lược số hóa và nâng cao trải nghiệm tại cửa hàng để thu hút khách hàng.

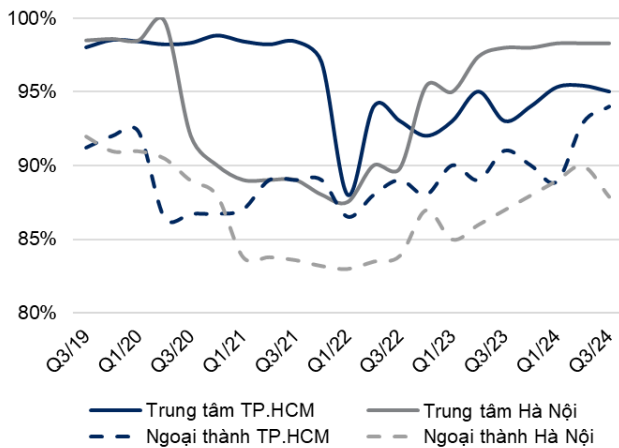
Nhu cầu mạnh mẽ tiếp tục đẩy giá thuê tăng và duy trì tỷ lệ lấp đầy cao

Nhu cầu cao trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt tiếp tục thúc đẩy giá thuê tại thị trường Hà Nội. Theo dữ liệu từ CBRE, giá thuê trung bình cho mặt bằng tầng trệt đến Q3/24 đã tăng 16,2% svck và 0,2% sv quý trước tại khu vực trung tâm

(CBD), trong khi tăng 12,8% svck và 3,4% sv quý trước tại khu vực ngoài trung tâm (non-CBD). Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại Hà Nội duy trì ở mức 98,3% trong ba quý liên tiếp tại khu vực CBD, nhưng giảm 2,1 điểm % so với quý trước xuống còn 87,9% tại khu vực non-CBD do nguồn cung mới (The Diamond Plaza tại Thanh Xuân) và một số khách thuê trả lại mặt bằng.

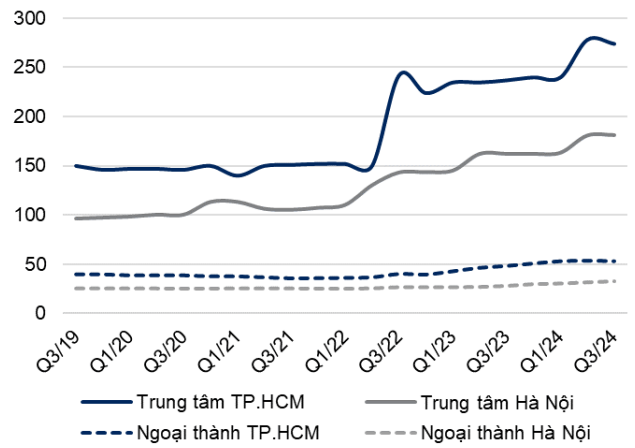
Tại TP.HCM, giá thuê trung bình cho mặt bằng tầng trệt đến Q3/24 gần như không thay đổi so với Q2, trong khi nguồn cung mới tại các quận ngoại thành với mức giá thuê thấp hơn đã giúp giảm giá thuê trung bình tại khu vực non-CBD 0,9% sv quý trước. Tỷ lệ lấp đầy trung bình gần như ngang bằng giữa khu vực CBD và non-CBD, lần lượt ở mức khoảng 95% và 94%.

Hình 8: Tỷ lệ lấp đầy trung bình (đơn vị: %)



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Giá chào thuê tầng trệt trung bình (đơn vị: USD/m2/tháng)



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

VRE và các nhà phát triển mặt bằng bán lẻ hàng đầu đang nỗ lực để thúc đẩy nhu cầu khách hàng

Trước những thách thức của toàn ngành, các doanh nghiệp cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu trên thị trường đang triển khai các chiến lược đổi mới để tối ưu hóa hiệu suất hoạt động và thu hút khách thuê. Các nhà phát triển hàng đầu tại thị trường Việt Nam đang thực hiện nhiều biện pháp khác nhau.

AEON MALL tập trung nâng cao trải nghiệm khách hàng bằng cách cải tạo các TTTM hiện có, bổ sung cơ sở phụ giúp trông trẻ, sân thượng ngoài trời và khu ẩm thực theo chủ đề dã ngoại. Họ cũng hợp tác với các công ty lữ hành để thu hút khách du lịch tại thị trường nội địa. Ngoài ra, AEON hỗ trợ khách thuê bằng cách mở rộng khu vực dịch vụ giao hàng chung để giảm chi phí logistics từ kho đến TTTM. AEON đã báo cáo doanh thu tăng 8,9% svck đối với các trung tâm thương mại được cải tạo trong 6 tháng đầu năm tài chính 2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 2/2025) và tăng 10,0% đối với các TTTM có các biện pháp hướng đến khách du lịch.

Lotte Shopping cũng đã cải thiện các mảng hoạt động kém hiệu quả bằng cách nâng cao dịch vụ chăm sóc tại nhà, giới thiệu các định dạng cửa hàng mới cho mặt hàng điện tử, và thúc đẩy sản phẩm K-beauty cùng thời trang thông qua HomeShopping. Họ cũng tối ưu hóa chi phí BH&QLDN trong mảng rạp chiếu phim, mảng đang hoạt động mạnh tại Việt Nam. Thêm vào đó, Lotte đang chuyển đổi các siêu thị lớn thành không gian tập trung vào hàng tạp hóa, với trọng tâm là xuất khẩu các thương hiệu nội địa Hàn, đặc biệt là sản phẩm K-food, nhằm củng cố vị thế tại Đông Nam Á.

Vincom Retail đã thành công cải tạo và khai trương lại Vincom Plaza 3/2 tại TP.HCM trong Q2/24 và tiếp tục tái định vị Vincom Plaza Imperia (Hải Phòng),

với tỷ lệ lấp đầy tăng từ 56% trong Q1/24 lên 93% trong Q3/24 (nếu tính cả các lô được đặt cọc và cam kết). TTTM được cải tạo mới có danh mục khách thuê mở rộng, bao gồm khu mua sắm golf, thời trang, ẩm thực, và các thương hiệu giải trí, nhắm đến nhóm gia đình trẻ trung lưu và nhân viên văn phòng. Các Vincom Plaza mới với tỷ lệ lấp đầy cao hơn cùng sự cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại các trung tâm hiện hữu đã hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống Vincom Plaza, tăng 1,6 điểm % sv quý trước, đạt 81,3% trong Q3/24.

Hình 10: So sánh các nhà phát triển BDS bán lẻ hàng đầu tại thị trường Việt Nam

Công ty	Thương hiệu được biết đến	Số lượng TTTM/ siêu thị ở Việt Nam	Vị trí	Khách hàng mục tiêu	Chiến lược mở rộng quy mô	Các điểm phân biệt chính
Vincom Retail	Nhà phát triển mặt bằng bán lẻ hàng đầu thị trường nội địa	88 TTTM, bao gồm: 06 Vincom Mega Mall, 07 Vincom Centers, 60 Vincom Plaza, và 15 Vincom+	Toàn quốc, tập trung tại các khu vực đô thị	- Phù hợp với khách hàng ở mọi phân khúc nhu nhập, với các mô hình TTTM được thiết kế riêng cho các thị trường từ phổ thông đến cao cấp - Hướng đến các khu vực đô thị đông đúc, cung cấp các lựa chọn bán lẻ và giải trí đa dạng	- Mở rộng mạnh mẽ trên toàn quốc, hướng tới bao phủ toàn bộ các tỉnh thành của Việt Nam - Tập trung vào các dự án phức hợp kết hợp tiện ích nhà ở, văn phòng và bán lẻ	- Nhà vận hành không gian bán lẻ lớn nhất Việt Nam với mối liên kết chặt chẽ với hệ sinh thái Vingroup (bao gồm nhà ở, y tế, giáo dục) - Ưu tiên tạo ra các điểm đến tích hợp trải nghiệm giải trí, ẩm thực và thư giãn, đảm bảo các TTTM không chỉ là nơi mua sắm mà còn là trung tâm giao lưu văn hóa và giải trí.
AEON MALL	Chủ đầu tư đến từ Nhật Bản, mở rộng sang một số thị trường khác trong khu vực	07 TTTM	Hà Nội, TP.HCM, Bình Dương, Hải Phòng, Huế	- Các gia đình trung lưu và người mua sắm ở khu vực đô thị - Tập trung mang lại trải nghiệm về mua sắm và phong cách sống Nhật Bản	- Tiến độ mở mới TTTM chậm và ổn định, tập trung vào các thành phố trung tâm; dần mở rộng sang các thị trường lân cận (như Huế, Hải Phòng, Quảng Ninh) - Các TTTM được thiết kế tích hợp không gian xanh và thân thiện với môi trường	- Cung cấp sản phẩm và dịch vụ từ các thương hiệu Nhật Bản, bao gồm các mô hình cửa hàng tạp hóa lớn - Tập trung vào dịch vụ chất lượng cao, bao gồm xe buýt đưa đón miễn phí và các tiện ích thân thiện với gia đình
Lotte Shopping	Đơn vị thành viên của Lotte Group (Hàn Quốc), thương hiệu đã được biết đến rộng rãi trên toàn Châu Á	03 TTTM và 16 siêu thị (Lotte Mart, Lotte Super)	Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Hà Nội	- Người tiêu dùng ở khu vực đô thị thuộc phân khúc cao cấp và trung cấp - Hệ thống cửa hàng bách hóa và rạp chiếu phim phức hợp nhằm đến tệp khách hàng có thu nhập trung bình	- Tập trung vào các thành phố trung tâm và đi cùng với các dự án bất động sản của tập đoàn Lotte - Kết hợp siêu thị, rạp chiếu phim và khu ẩm thực để thu hút khách hàng	- Tích hợp các dịch vụ giải trí (rap chiếu phim) và các lựa chọn ẩm thực quốc tế. - Có các tiện ích mua sắm và giải trí hiện đại, thời thượng được thiết kế riêng để thu hút khách hàng phân khúc cao cấp.
Central Retail	Đơn vị thành viên của Central Group - tập đoàn BĐS Thái Lan có sự hiện diện tại một số thị trường khác trong khu vực	350 TTTM và siêu thị, chuỗi cửa hàng chuyên doanh, bao gồm các siêu thị như Go! (trước là Big C), cửa hàng chuyên doanh (chuỗi Điện máy Nguyễn Kim, Supersports, Nội thất Come Home, Khu vui chơi Kubo, Robins), và các điểm bán lẻ nhỏ như (Tops Daily, Family Mart, Lan Chi)	Khắp các tỉnh và thành phố trên Việt Nam	- Phục vụ tất cả phân khúc khách hàng, từ người tiêu dùng tiết kiệm đến người mua sắm hàng hóa cao cấp - Thu hút các gia đình, người trẻ, và cư dân đô thị - Cung cấp các mô hình bán lẻ đa dạng: từ TTTM lớn như GO! đến các cơ sở phục vụ cư dân địa phương	- Hướng đến việc mở rộng thị phần tại Việt Nam với kế hoạch xây thêm các TTTM ở các tỉnh thành cấp 2 - Tập trung tìm các vị trí đắc địa ở cả khu vực đô thị và ngoại ô - Đầu tư vào tích hợp kỹ thuật số và phát triển trải nghiệm bán lẻ đa kênh	- Danh mục đa dạng: từ các TTTM quy mô lớn, đa dịch vụ đến các siêu thị nhỏ phục vụ cư dân địa phương. - Tích hợp giữa bán lẻ và tạp hóa thông qua các TTTM GO! (Big C). - Hợp tác với các thương hiệu địa phương và chú trọng vào trải nghiệm khách hàng được bản địa hóa. - Tập trung vào mô hình bán lẻ hiện đại với tính bền vững và đổi mới trong trải nghiệm khách hàng.

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Tiếp tục mở rộng diện tích mặt bằng cho thuê và tăng hiệu suất TTTM trong năm 2025

Chúng tôi cho rằng các nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn đang cạnh tranh để thu hút các thương hiệu bán lẻ và lượt khách ghé TTTM thông qua 1) vị trí đắc địa; 2) quy mô TTTM (diện tích lớn, đa dạng thương hiệu bán lẻ và các hoạt động giải trí); 3) mức độ nhận diện thương hiệu (sự nổi bật của thương hiệu trung tâm thương mại); và 4) trải nghiệm khách hàng.

Vincom Retail có lợi thế với việc sở hữu quỹ đất từ sớm ở các vị trí tiềm năng trong tương lai cùng với các dự án khu đô thị của Vingroup/Vinhomes. Trong khi các VMM vượt trội về quy mô, các VCP hưởng lợi từ sự hiện diện sớm tại các khu vực trung tâm của các tỉnh thành ngoài Hà Nội và TP.HCM.

VRE dự kiến mở thêm ba TTTM mới trong năm 2025

VRE đã công bố kế hoạch khai trương hai Vincom Mega Mall và một Vincom Plaza trong năm 2025, bổ sung thêm 120.000 m² GFA vào tổng diện tích mặt bằng bán lẻ cho thuê:

Hình 11: Vincom Mega Mall Ocean City



- Vị trí: Văn Giang, Hưng Yên
- Diện tích: 53.200 m² GFA bán lẻ
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng, dự kiến khai trương vào Q2/25
- Khách hàng mục tiêu: Cư dân tại Vinhomes Ocean City (Hà Nội và Hưng Yên), người sống và làm việc tại các KCN, sinh viên từ các trường Đại học quanh khu vực này

Hình 12: Vincom Mega Mall Royal Islands



- Vị trí: Thủy Nguyên, Hải Phòng
- Diện tích: 47.600 m² GFA bán lẻ
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng, dự kiến khai trương vào Q3/25
- Khách hàng mục tiêu: Cư dân ở Vinhomes Royal Island và khách du lịch đến Hải Phòng

Hình 13: Vincom Plaza Vinh



- Vị trí: Vinh, Nghệ An
- Diện tích: 19.000 m² GFA bán lẻ
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng, dự kiến khai trương vào Q4/25
- Khách hàng mục tiêu: người trẻ, gia đình và nhân viên văn phòng ở khu vực trung tâm đô thị

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

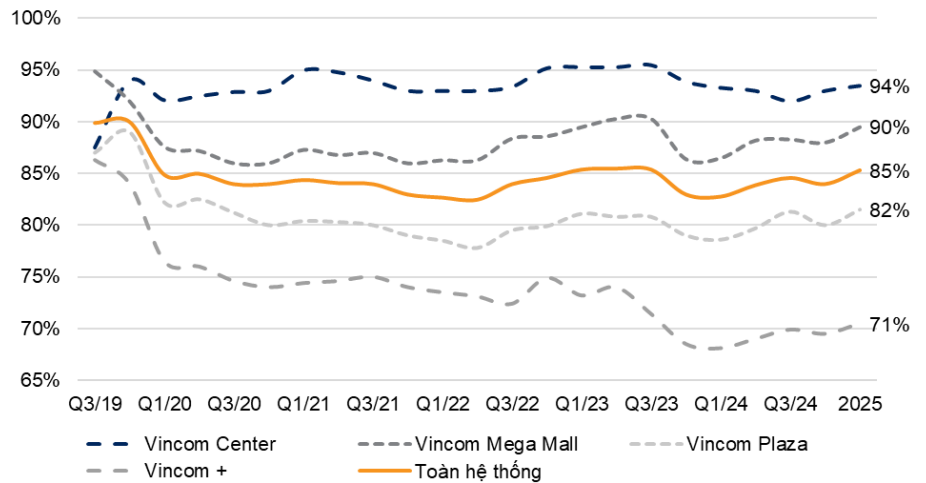
VRE dự kiến phát triển mặt bằng cho thuê bán lẻ của mình bằng cách bổ sung thêm 800.000 m² GFA trong giai đoạn 2024-28, tiến độ dự án có thể được điều chỉnh tùy theo điều kiện thị trường.

Ngày 8/11, VRE đã khai trương Vincom Plaza Đông Hà (Quảng Trị), TTTM thứ năm và cũng là cuối cùng trong kế hoạch mở mới TTTM năm 2024. Các TTTM được khai trương trong năm 2024 đã đóng góp khoảng 93.000 m², chiếm 11,6% mục tiêu mở rộng dài hạn của công ty.

Tỷ lệ lấp đầy trung bình dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2025

Chúng tôi điều chỉnh dự báo về tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống TTTM của VRE trong năm 2024 từ 84,5% xuống 84,2% (-0,6 điểm % svck) do tỷ lệ lấp đầy thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi tại các Vincom Center và Vincom Mega Mall (chiếm 15% và 31% danh mục TTTM của VRE). Trong khi đó, chúng tôi tăng dự báo về tỷ lệ lấp đầy trung bình trong năm 2025 từ 85,0% lên 85,3% (+1,1 điểm % svck) nhờ tỷ lệ lấp đầy đang được cải thiện tại các Vincom Plaza (chiếm 50% danh mục TTTM của VRE).

Hình 14: Ước tính tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM của VRE (đơn vị: %)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Các dự án shophouse mới sẽ đóng góp vào lợi nhuận năm 2025-26

VRE đã đặt cọc để mua các shophouse tại các dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng, NSA: 85.600 m²) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh, NSA: 24.200 m²), dự kiến mở bán trong năm 2025 và ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2025 – 2026. Tính đến cuối Q3/24, VRE đang nắm giữ 3.040 tỷ đồng tiền đặt cọc ngắn hạn với VIC và VHM để mua các dự án này.

Các dự án này có lợi thế về vị trí đắc địa tại các tỉnh ven biển nổi tiếng về du lịch – Hải Phòng và Quảng Ninh – khiến chúng trở nên hấp dẫn đối với cả cư dân và du khách. Kết hợp với các tiện ích giải trí tích hợp, các dự án này có thể thúc đẩy nhu cầu đối với BĐS thương mại, thu hút các cá nhân và doanh nghiệp tìm kiếm cơ hội kinh doanh và dịch vụ, từ đó mang lại khả năng hấp thụ cao tại cầu phần shophouse.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 21.700 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp định giá với tỷ trọng tương đương là DCF và P/E:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu WACC cho mô hình chiết khấu dòng tiền 5 năm là 11,2% (hình 16). Chúng tôi sử dụng mức lãi suất phi rủi ro là 2,66% (dựa trên lợi suất TPCP kì hạn 10 năm tại ngày 30/09) và mức phần bù rủi ro thị trường là 7,78%. Chúng tôi giảm dự báo tỷ lệ tăng trưởng dài hạn từ 4% còn 3%. Chúng tôi cũng điều chỉnh dự phóng các TTTM mở mới giai đoạn 2025-29, qua đó số lượng các TTTM đang vận hành vào năm 2029 giảm từ 110 xuống 107.
- Phương pháp P/E: Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 12,0 lần (từ mức P/E mục tiêu trong báo cáo trước là 13,0 lần), cao hơn mức P/E 12 tháng là 10,2 lần nhưng thấp hơn mức trung bình 3 năm tại 28,7 lần. Mặc dù VRE có mức tăng trưởng EPS vượt trội so với các công ty cùng ngành, cổ phiếu vẫn đang được giao dịch ở mức thấp hơn so với trung bình ngành trong các năm gần đây. Chi tiết về mức độ ảnh hưởng của các hệ số P/E khác nhau đến giá mục tiêu theo phương pháp này của chúng tôi được đề cập tại bảng phân tích độ nhạy (hình 21).

Tiềm năng tăng giá đến từ: Ngành bán lẻ phục hồi tốt hơn kỳ vọng, giúp cho: 1) tiến độ mở mới TTTM và tăng trưởng doanh thu cho thuê nhanh hơn dự kiến; 2) tỷ lệ hấp thụ các dự án shophouse tốt hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá đến từ: 1) ngành bán lẻ phục hồi chậm hơn kỳ vọng, dẫn đến các TTTM mở mới chậm hơn, tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, và giá cho thuê trung bình tăng chậm hơn dự kiến; và 2) sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các đối thủ như AEON, Lotte và Central.

Hình 15: Tóm tắt định giá (đơn vị: đồng/CP)

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Định giá theo DCF	20.822	50%	10.411
Định giá theo P/E	22.566	50%	11.283
Giá mục tiêu (đồng/CP)			21.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Giá định WACC

	Cũ	Mới
Beta (YTD, Dstock)	1,10	1,20
Phần bù rủi ro thị trường	7,78%	7,78%
Lãi suất phi rủi ro	2,79%	2,66%
Chi phí vốn	11,35%	12,00%
Chi phí nợ	10,00%	10,00%
WACC	10,68%	11,20%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Định giá theo DCF 5 năm

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7.746	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	33.682	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	41.428	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	10.673	Tỷ đồng
Tổng nợ vay	(4.785)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	47.315	Tỷ đồng
Giá mục tiêu	20.822	Đồng/CP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (Tỷ đồng)

	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	4.151	5.329	5.574	6.543	7.494
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(1.082)	(1.264)	(1.326)	(1.551)	(1.715)
EBIAT	3.069	4.065	4.248	4.992	5.779
Cộng: Chi phí khấu hao	3.745	4.024	4.244	4.417	4.584
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(12.554)	(6.695)	(3.698)	(3.431)	(3.346)
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	238	(5)	407	47	(273)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(5.502)	1.389	5.201	6.025	6.744
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(4.952)	1.125	3.745	3.916	3.912

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng DCF với giả định của chúng tôi

Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định	WACC (%)				
		Giá định				
		10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
2,0%		20.822	20.822	20.822	20.822	20.822
2,5%		20.822	20.822	20.822	20.822	20.822
3,0%		20.822	20.822	20.822	20.822	20.822
3,5%		20.822	20.822	20.822	20.822	20.822
4,0%		20.822	20.822	20.822	20.822	20.822

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Định giá theo P/E

LN ròng ước tính cho năm 2025 (Tỷ đồng)	4.273
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.272,3
EPS 2025	1.880,5
P/E mục tiêu (lần)	12,0
Giá mục tiêu (đồng/CP)	22.566

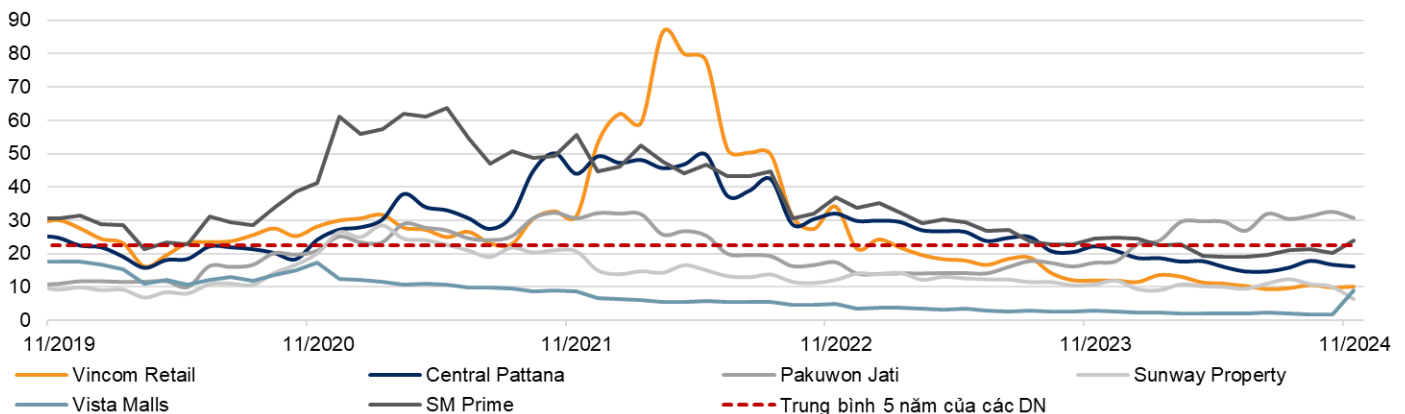
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng P/E với giả định của chúng tôi

P/E mục tiêu (lần)									
Giá định									
10,0	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	
18.805	19.745	20.686	21.626	22.566	23.506	24.447	25.387	26.327	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: So sánh P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (P/E trượt 12T, dữ liệu ngày 27/11/2024)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 27/11/2024)

Mã	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	ROE (%)		ROA (%)		Nợ/VCSH (lần)
			Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024		Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024	
CPN TB	Thái Lan	7.863	16,2	16,5	2,8	2,7	40,0	18,1	16,9	5,8	5,9	1,2
SWB TK	Malaysia	6.304	30,8	35,5	2,4	1,9	9,8	7,0	5,9	3,1	2,8	0,7
UOL SP	Singapore	1.284	9,0	9,7	1,0	1,0	36,8	11,7	10,5	6,9	6,4	0,3
PWON IJ	Indonesia	3.343	6,4	15,4	0,4	0,4	43,8	6,5	2,5	3,1	1,9	0,3
8905 JP	Nhật Bản	2.948	23,9	26,1	0,9	1,0	57,0	3,9	3,7	1,1	2,6	1,8
STR PM	Philippines	240	1,5	N/A	N/A	N/A	2,1	19,2	N/A	8,6	N/A	0,2
SMPH PM	Philippines	13.436	18,1	17,6	1,9	1,9	33,0	10,8	10,9	4,5	4,8	1,0
			15,1	20,1	1,6	1,5	31,8	11,0	8,4	4,7	4,1	0,8
			16,2	17,0	1,4	1,4	36,8	10,8	8,2	4,5	3,8	0,6
VRE VN	Việt Nam	1.636	10,2	10,1	1,0	1,0	58,8	10,5	10,3	8,3	8,2	0,1

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	8.329	5.891	7.361	9.791	9.279	10.130	12.600
Giá vốn hàng bán	(4.508)	(3.499)	(3.545)	(4.445)	(4.513)	(4.847)	(6.161)
Lợi nhuận gộp	3.821	2.392	3.817	5.346	4.766	5.283	6.439
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(399)	(433)	(371)	(439)	(669)	(876)	(824)
Chi phí bán hàng	(330)	(202)	(172)	(341)	(223)	(256)	(286)
EBIT	3.093	1.757	3.273	4.566	3.874	4.151	5.329
Khấu hao	1.483	1.492	1.452	1.454	2.588	3.745	4.024
EBITDA	4.576	3.249	4.725	6.020	6.462	7.896	9.353
Lãi tiền gửi và cho vay	276	387	539	1.146	1.763	1.520	1.260
Chi phí tài chính	(443)	(445)	(321)	(302)	(391)	(485)	(544)
Thu nhập khác	(1.416)	(1.499)	(1.419)	(1.338)	(2.668)	(3.576)	(3.814)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	2.993	1.692	3.524	5.526	5.166	5.355	6.255
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(610)	(377)	(747)	(1.117)	(1.044)	(1.082)	(1.264)
Lợi nhuận sau thuế	2.382	1.315	2.777	4.409	4.123	4.273	4.992
Lợi nhuận ròng	2.382	1.315	2.776	4.408	4.122	4.273	4.991

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	3.051	3.297	7.020	4.102	5.797	3.374	6.860
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.894	190	97	1.071	1.015	1.108	1.378
Phải thu ngắn hạn	1.446	1.488	1.404	1.613	286	326	445
Hàng tồn kho	520	583	1.178	640	246	109	350
Tài sản ngắn hạn khác	101	1.268	835	2.611	2.475	2.701	3.360
Tài sản ngắn hạn	7.012	6.827	10.535	10.036	9.818	7.618	12.394
Tài sản cố định	450	439	418	413	141	(157)	(475)
Đầu tư dài hạn	27.732	26.269	26.514	25.180	30.619	39.401	41.709
Tài sản dài hạn khác	4.622	4.338	5.234	12.025	8.215	2.367	3.018
Tổng tài sản	39.816	37.873	42.701	47.654	48.793	49.229	56.646
Nợ vay ngắn hạn	20	20	1.065	1.792	2.678	3.484	4.330
Phải trả ngắn hạn	788	526	725	448	740	795	1.010
Nợ ngắn hạn khác	2.730	2.344	4.029	4.005	3.712	3.924	4.493
Nợ ngắn hạn	3.538	2.890	5.819	6.245	7.130	8.203	9.833
Nợ vay dài hạn	5.706	3.138	2.121	2.144	2.108	2.654	1.975
Nợ dài hạn khác	1.237	1.195	1.336	1.438	1.462	1.571	1.996
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288
LNST chưa phân phối	7.974	9.289	12.065	16.476	20.598	24.873	29.873
Vốn chủ sở hữu	29.301	30.616	33.392	37.804	41.926	46.198	51.189
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	34	35	32	23	24	25	26
Tổng cộng nguồn vốn	39.816	37.873	42.701	47.654	52.650	58.651	65.019

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	2.993	1.692	3.524	5.526	5.166	5.355	6.255
Khấu hao và hao mòn	1.483	1.492	1.452	1.454	2.588	3.745	4.024
Thuế TNDN đã trả	(593)	(584)	(159)	(576)	(1.044)	(1.082)	(1.264)
Các điều chỉnh khác	(192)	(238)	(475)	(1.020)	(2.304)	(1.621)	(1.490)
Thay đổi vốn lưu động	331	(657)	730	(1.492)	2.399	238	(5)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	4.022	1.705	5.072	3.892	6.805	6.635	7.520
Đầu tư TSCĐ	(4.377)	(1.567)	(2.538)	(8.322)	(8.823)	(12.554)	(6.695)
Thanh lý TSCĐ	-	915	374	817	777	738	702
Khác	244	402	443	953	1.763	1.520	1.260
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	(1.126)	1.412	393	(969)	300	(224)	106
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(5.259)	1.162	(1.328)	(7.521)	(5.983)	(10.520)	(4.627)
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	2.920	(2.600)	-	732	850	1.353	167
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(20)	(21)	(21)	(21)	24	108	426
Trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	2.900	(2.621)	(21)	711	874	1.461	593
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.388	3.051	3.297	7.020	4.102	5.797	3.374
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1.663	246	3.723	(2.918)	1.696	(2.424)	3.486
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3.051	3.297	7.020	4.102	5.797	3.374	6.860

Các chỉ tiêu tài chính

Chi tiêu về định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (đồng)	1.116	616	1.301	2.066	1.932	2.003	2.339
P/E (lần)	11,2	20,3	9,6	12,1	12,9	12,0	12,5
PEG 1 năm (lần)	(0,7)	(0,5)	0,1	0,2	(2,0)	3,2	0,7
EV/EBIT (lần)	23,9	39,7	17,5	11,6	13,3	12,8	9,3
EV/EBITDA (lần)	16,2	21,5	12,1	8,8	8,0	6,7	5,3
P/S (lần)	3,8	5,1	3,6	2,4	2,5	2,2	1,8
P/B (lần)	1,1	1,0	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-
Chi tiêu về tăng trưởng							
Doanh thu (svck)	-10,0%	-29,3%	25,0%	33,0%	-5,2%	9,2%	24,4%
Lợi nhuận gộp (svck)	-13,2%	-37,4%	59,5%	40,1%	-10,8%	10,8%	21,9%
Lợi nhuận ròng (svck)	-16,5%	-44,8%	111,2%	58,8%	-6,5%	3,7%	16,8%
EPS (svck)	-16,5%	-44,8%	111,2%	58,8%	-6,5%	3,7%	16,8%
Chi tiêu về khả năng sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	40,6%	51,8%	54,6%	51,4%	52,2%	51,1%
Biên EBITDA	54,6%	54,8%	64,2%	61,2%	69,6%	77,9%	74,2%
Biên LN thuần từ HĐKD	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	41,8%	41,0%	42,3%
Biên lợi nhuận ròng	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	44,4%	42,2%	39,6%
ROAA	6,3%	3,4%	6,9%	9,8%	8,5%	8,7%	9,4%
ROAE	8,5%	4,4%	8,7%	12,4%	10,3%	9,7%	10,2%
Chi tiêu về sử dụng đòn bẩy							
EBIT/Lãi vay (lần)	7,0	3,9	10,2	15,1	9,9	8,6	9,8
Khả năng thanh toán nợ (lần)	9,2	6,8	3,5	2,7	1,5	1,2	1,3
EBITDA/(Lãi vay+CAPEX)	94,9%	161,5%	165,3%	69,8%	70,1%	60,6%	129,2%
Nợ vay/Vốn	16,3%	9,4%	8,7%	9,4%	10,2%	11,7%	11,0%
Nợ vay/VCSH	19,5%	10,3%	9,5%	10,4%	11,4%	13,3%	12,3%
Nợ vay ròng/VCSH	2,7%	-1,1%	-11,8%	-3,3%	-4,8%	3,6%	-3,8%
Chi tiêu về tính thanh khoản							
Vòng quay tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vòng quay khoản phải thu	13,3	5,9	6,5	7,6	9,8	22,2	23,6
Số ngày phải thu	27,4	61,9	56,2	48,0	37,2	16,4	15,5
Vòng quay khoản phải trả	5,9	9,0	11,8	16,7	15,6	13,2	14,0
Số ngày phải trả	61,9	40,6	30,9	21,9	23,4	27,7	26,1
Vòng quay hàng tồn kho	11,1	10,7	8,4	10,8	21,0	57,1	54,9
Số ngày hàng tồn kho	32,9	34,1	43,5	33,8	17,4	6,4	6,6
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,0	2,4	1,8	1,6	1,4	0,9	1,3
Chỉ số thanh toán nhanh	1,8	2,2	1,6	1,5	1,3	0,9	1,2

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Steven Woo – Trưởng phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – Chuyên viên phân tích

Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>