

**CTCP Vincom Retail (VRE)**

**Khả quan (Duy trì)**

**BẤT ĐỘNG SẢN**

Giá hiện tại	VND27.550
Cao nhất 52 tuần	VND31.500
Thấp nhất 52 tuần	VND21.700
Giá mục tiêu	VND33.200
Giá mục tiêu trước đó	VND37.000
Consensus	-1,4%
Tiềm năng tăng giá	20,5%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	20,5%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>
Thị giá vốn (tr USD)	2.385,9
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	7,4
Sở hữu NN (tr USD)	490
SLCP lưu hành (tr)	2.272
SLCP pha loãng (tr)	2.133

	<b>VRE</b>	<b>VNI</b>
P/E trượt 12T (lần)	13,3	14,4
P/B hiện tại (lần)	1,6	1,8
ROA (%)	9,9	2,0
ROE (%)	12,4	12,1

\*dữ liệu ngày 18/3/2024

**Diễn biến giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
VRE	18,3	12,6	-11,0
Tương quan VNINDEX	12,3	-1,4	-31,7

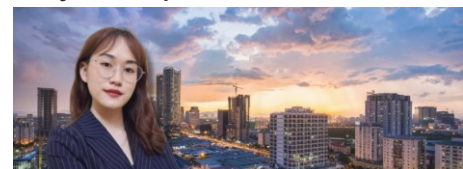
**Cơ cấu sở hữu**

Tập đoàn Vingroup	18,8%
SADO Trading	41,5%
Cổ đông khác	39,7%

**Tổng quan doanh nghiệp**

VRE là công ty cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 83 trung tâm thương mại và tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,75 triệu m2 (tính đến tháng 1/2024). 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](mailto:huyen.phanthanh@vndirect.com.vn)

[www.vndirect.com.vn](http://www.vndirect.com.vn)

**Kế hoạch mở rộng tham vọng trong 2024-25**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 20,5%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 10,3% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 20,8% kể từ báo cáo gần nhất.
- Yếu tố chính dẫn đến sự thay đổi giá mục tiêu của chúng tôi là việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2024-25 khi chúng tôi điều chỉnh ước tính về hoạt động mở mới TTTM và hoạt động chuyển nhượng bất động sản.
- Mức P/E trượt 12 tháng là 13,3 lần đang thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

**Tiêu điểm tài chính**

- Lợi nhuận ròng năm 2023 tăng 58,8% svck nhờ vào sự phục hồi của hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ sau đại dịch và việc bàn giao shophouse đúng tiến độ.
- Biên lợi nhuận gộp phục hồi và vượt mức trước Covid nhờ doanh thu cho thuê phục hồi và quá trình tiết giảm chi phí đạt hiệu quả.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2024 giảm 7,9% svck chủ yếu do sự gia tăng chi phí tài chính nhằm phục vụ kế hoạch mở rộng của công ty.

**Luận điểm đầu tư**

**Kế hoạch mở rộng đầy tham vọng phù hợp với xu hướng thị trường BĐS**

Trong năm 2024, VRE dự kiến mở thêm 6 TTTM, hầu hết trong số đó được đặt tại các khu dân cư đô thị do Vinhomes phát triển. Về dài hạn, chúng tôi tin rằng các nhà bán lẻ sẽ đòi hỏi không gian thuê ở "vị trí đắc địa ở khu vực ngoại thành", thị trường bất động sản nhà ở phát triển ra ngoài khu vực trung tâm. Chúng tôi tin rằng VRE đã chuẩn bị tốt cho xu hướng này với mô hình Vincom Mega Mall và Vincom Plaza và sẽ có lợi thế mở rộng thị phần của mình.

**VRE có tiềm lực tài chính mạnh để đảm bảo thực hiện kế hoạch mở rộng**

Tỷ lệ nợ ròng/VCSH vào cuối năm 2023 đạt -0,03x. Trên thực tế, VRE đã duy trì tiền mặt và tương đương tiền cao hơn tổng nợ vay trong ba năm qua. Tỷ lệ bao phủ lãi vay trong năm 2023 đạt 17,7 lần. Kế hoạch mở rộng sẽ tiếp tục đòi hỏi nhiều nguồn vốn trong những năm tiếp theo, có thể dẫn đến việc tăng nợ, tuy nhiên, dựa trên tình hình tài chính lành mạnh và lịch sử quản lý thận trọng của doanh nghiệp, chúng tôi tin rằng VRE sẽ không gặp khó khăn trong việc hoàn thành các nghĩa vụ nợ.

**Thị trường BĐS bán lẻ của Việt Nam sẽ tăng trưởng ổn định trong 2024-25**

Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS bán lẻ của Việt Nam sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi: 1) Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho các thương hiệu thời trang cao cấp và ẩm thực quốc tế; 2) Xu hướng "mua sắm kết hợp giải trí"; và 3) Quá trình đô thị hóa, mở rộng phát triển bất động sản nhà ở ra ngoài khu vực trung tâm.

**Tiêu dùng phục hồi sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh tại các TTTM hiện hữu**

Chúng tôi tin rằng sự phục hồi của hoạt động tiêu dùng trong 2024-25 sẽ trực tiếp làm tăng lượng khách đến các TTTM của VRE, qua đó hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các khách thuê hiện tại. Điều này cũng có thể giúp thu hút khách hàng mới tham gia vào thị trường Việt Nam, và chúng tôi tin rằng VRE có những lợi thế cạnh tranh (về uy tín và vị trí chiến lược) để thu hút các khách hàng này.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Số lượng TTTM hoạt động	83	89	95	102
Tổng diện tích mặt bằng bán lẻ (triệu m2)	1,75	1,91	2,08	2,27
Doanh thu (Tỷ đồng)	9.791	9.668	10.816	13.126
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	33,0%	-1,3%	11,9%	21,4%
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	53,0%	52,4%	54,7%
Biên EBITDA (%)	61,2%	70,5%	77,1%	76,2%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	58,8%	-7,9%	2,1%	25,1%
P/E (lần)	17,00	18,50	18,98	19,20
P/B (lần)	1,54	1,54	1,51	1,45
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-3,3%	-14,0%	-1,5%	4,6%
Tỷ lệ bao phủ lãi vay (lần)	17,72	12,29	10,15	10,38

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 83 trung tâm thương mại với tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,75 triệu m<sup>2</sup> (tính đến tháng 1/2024).

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 nhãn hàng 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.

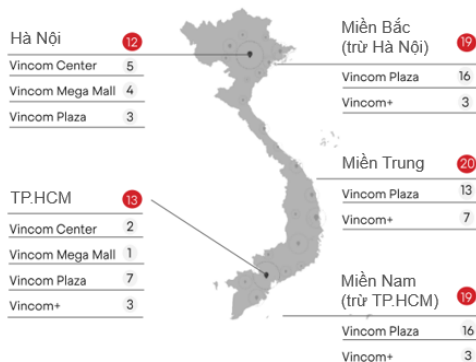
Hình 1: Mạng lưới TTTM của VRE tại Việt Nam

**83**      **~1.75 triệu**      **Hà Nội và TP.HCM**

Vận hành TTTM tại 44/63 tỉnh thành trên khắp Việt Nam

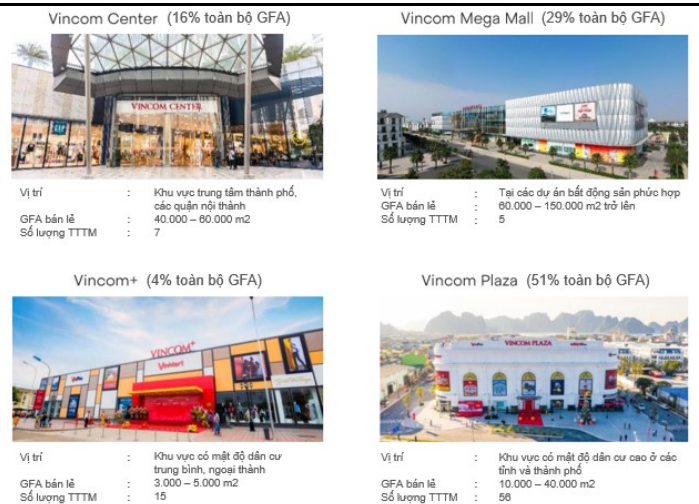
Tổng diện tích sàn bán lẻ (m<sup>2</sup>)

Chiếm khoảng 60% tổng diện tích sàn bán lẻ



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: VRE's malls



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, Company reports

## Cập nhật KQKD Q4/23: Duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q4/23 và cả năm 2023

(Tỷ đồng)	Q4/23	Q4/22	% svck	2023	2022	% svck	% so với dự phóng
<b>Doanh thu</b>	<b>2.343</b>	<b>2.137</b>	<b>9,6%</b>	<b>9.791</b>	<b>7.361</b>	<b>33,0%</b>	<b>96,5%</b>
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	1.952	1.959	-0,4%	7.796	6.865	13,6%	99,7%
Chuyển nhượng bất động sản	267	152	75,9%	1.772	381	365,2%	84,0%
Khác	124	26	368,0%	223	116	92,4%	102,4%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.268</b>	<b>1.105</b>	<b>14,8%</b>	<b>5.346</b>	<b>3.817</b>	<b>40,1%</b>	<b>99,0%</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>54,1%</i>	<i>51,7%</i>	<i>2,4 điểm %</i>	<i>54,6%</i>	<i>51,8%</i>	<i>2,8 điểm %</i>	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(263)</b>	<b>(167)</b>	<b>57,5%</b>	<b>(780)</b>	<b>(543)</b>	<b>43,6%</b>	<b>114,5%</b>
<i>% chi phí BH&amp;QLDN/DT</i>	<i>11,2%</i>	<i>7,8%</i>	<i>3,4 điểm %</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>0,6 điểm %</i>	
<b>Danh thu tài chính</b>	<b>343</b>	<b>201</b>	<b>70,7%</b>	<b>1.146</b>	<b>539</b>	<b>112,8%</b>	<b>125,5%</b>
Thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay	343	201	70,5%	1.146	539	112,8%	125,5%
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(74)</b>	<b>(92)</b>	<b>-19,5%</b>	<b>(330)</b>	<b>(359)</b>	<b>-8,0%</b>	<b>156,4%</b>
Chi phí lãi vay	(68)	(83)	-17,6%	(302)	(359)	-16,0%	142,8%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.353</b>	<b>1.074</b>	<b>25,9%</b>	<b>5.526</b>	<b>3.524</b>	<b>56,8%</b>	<b>101,3%</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.067</b>	<b>832</b>	<b>28,3%</b>	<b>4.409</b>	<b>2.776</b>	<b>58,8%</b>	<b>101,6%</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>45,6%</i>	<i>38,9%</i>	<i>6,6 điểm %</i>	<i>45,0%</i>	<i>37,7%</i>	<i>7,3 điểm %</i>	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

### Bàn giao shophouse tại dự án Quảng Trị thúc đẩy tăng trưởng doanh thu năm 2023

Vincom Retail công bố doanh thu Q4 đạt 2.342,7 tỷ đồng, tăng 9,6% svck, trong đó:

- (1) Doanh thu chuyển nhượng shophouse tăng 75,9% svck lên 267,3 tỷ đồng, nhờ vào việc bàn giao đúng tiến độ 54 căn shophouse, bao gồm 46 căn tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị);
- (2) Doanh thu cho thuê sàn bán lẻ giảm 0,4% svck đạt 1.951,6 tỷ đồng do số lượng khách thuê giảm xuống sau khi một số khách phải đóng cửa hàng vì các hệ quả từ giai đoạn dịch Covid-19 (tỷ lệ lấp đầy trung bình toàn hệ thống trong Q4/23 giảm 1,7 điểm % svck còn 83%), mặc dù giá thuê trung bình trong kỳ đã cao hơn (+5,0% svck) và công ty không còn miễn tiền thuê cho khách hàng như giai đoạn vẫn còn dịch Covid trong năm 2022;
- (3) Doanh thu khác tăng 368% svck đạt 123,8 tỷ đồng nhờ khoản phí môi giới và quản lý từ việc cung cấp dịch vụ cho thuê các căn shophouse ở Mega Grand World (Hưng Yên) của Vinhomes (HOSE: VHM).

Lũy kế cả năm 2023, doanh thu đạt 9.791,3 tỷ đồng, tăng 33,0% svck, hoàn thành 95,1% kế hoạch của công ty và 96,5% dự phóng của chúng tôi. Doanh thu chuyển nhượng shophouse tăng 365,2% svck lên 1.771,6 tỷ đồng, trong khi doanh thu cho thuê sàn bán lẻ tăng 13,6% svck đạt 7.796,5 tỷ đồng.

### Chi phí BH&QLDN tăng đáng kể trong nửa cuối năm 2023

Chi phí BH&QLDN tăng mạnh 57,5% svck trong Q4/23 lên mức 262,9 tỷ đồng, chủ yếu do: 1) chi phí liên quan đến hoạt động môi giới để bán shophouse tăng 197,1% svck (lên mức 41,2 tỷ đồng); 2) chi phí nhân công tăng 61,3% svck (lên mức 45,2 tỷ đồng) chủ yếu do phát sinh khoản tiền thưởng cho nhân viên lâu năm; và 3) chi phí dự phòng tăng 247,8% svck lên mức 64,8 tỷ đồng.

Trong 6 tháng cuối năm 2023, chi phí BH&QLDN đã tăng 111,1% svck lên mức 554,4 tỷ đồng, trong đó chi phí liên quan đến môi giới chiếm 202,0 tỷ đồng (so với mức 15,2 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm 2022). Điều này đã đẩy chi phí BH&QLDN cả năm tăng 43,6% svck lên mức 779,9 tỷ đồng.

**Thu nhập tài chính tăng mạnh**

Thu nhập ròng từ hoạt động tài chính tăng 147,1% svck trong Q4/23 (đạt 268,8 tỷ đồng) và tăng 354,8% svck trong cả năm 2023 (đạt 815,9 tỷ đồng) nhờ vào: (1) chi phí lãi vay thấp hơn và (2) lãi từ các khoản đặt cọc dự án cao hơn (lãi suất từ 10-12%/năm).

Kết quả, lợi nhuận ròng Q4/23 tăng 28,3% svck đạt 1.067,5 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2023, lợi nhuận ròng đạt 4.408,6 tỷ đồng, tăng 58,8% svck.

**Tiên phong mở đường cho 11 nhãn hàng quốc tế lớn gia nhập thị trường Việt Nam**

Trong năm 2023, VRE là nhà phát triển BĐS bán lẻ cho thuê đầu tiên hợp tác với các thương hiệu quốc tế lớn như Lush, ADLV, Wulao và có 10 cửa hàng flagship cho các thương hiệu Nike Live, Pizza 4P's Premium, Aldo, Swarovski được mở tại các trung tâm thương mại của Vincom, tiếp tục làm mới các trải nghiệm khách hàng.

Hình 4: VRE có danh mục khách thuê đa dạng và bao gồm những tên tuổi đầu ngành:



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

**Vincom Retail sẽ không còn là công ty con của Vingroup**

Ngày 17/3/2024, HĐQT Vingroup đã thông qua kế hoạch chuyển nhượng tối đa 100% vốn điều lệ được sở hữu bởi Vingroup và các công ty con tại Công ty TNHH Phát triển và Đầu tư Thương mại SDI (hiện hữu hơn 99% vốn điều lệ của CTCP Thương mại Sado Trading - cổ đông nắm giữ 41,5% cổ phần của VRE).

Tổng giá trị giao dịch được xác định là 39,08 nghìn tỷ đồng, trong đó:

- 55% vốn điều lệ SDI dự kiến sẽ được hoàn tất chuyển nhượng trong tháng 3/2024, với giá trị 21,50 nghìn tỷ đồng.
- Giao dịch của 45% còn lại dự kiến sẽ được hoàn tất trong 6 tháng tiếp theo, với giá trị 17,58 nghìn tỷ đồng.

Số tiền thu được sẽ được sử dụng để đáp ứng nhu cầu vốn của tập đoàn và để thanh toán các nghĩa vụ nợ đến hạn.

Bên mua là các nhà đầu tư nội địa, tuy nhiên danh tính chưa được tiết lộ.

Vingroup sẽ duy trì nắm giữ 18,8% cổ phần của VRE. Ban lãnh đạo cho biết sẽ không có sự thay đổi nào trong các hoạt động kinh doanh của VRE và VRE sẽ tiếp tục là đối tác chiến lược với các công ty trong hệ sinh thái của Vingroup.

## Triển vọng kinh doanh: Kế hoạch mở rộng tham vọng trong giai đoạn 2024-25

Hình 5: Thay đổi dự phóng KQKD giai đoạn 2024-25

(Tỷ đồng)	2023	Cũ		Mới				Ghi chú
		2024	2025	2024	% thay đổi	2025	% thay đổi	
<b>Doanh thu</b>	<b>9.791</b>	<b>9.973</b>	<b>11.843</b>	<b>9.668</b>	<b>-3,1%</b>	<b>10.816</b>	<b>-8,7%</b>	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2024 giảm 3,1% so với dự báo trước đó, khi chúng tôi giảm ước tính về tổng số TTTM hoạt động trong năm (từ 90 xuống còn 89 trung tâm).
% svck	33,0%	1,9%	18,8%	-1,3%	0,0%	11,9%	0,0%	
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.796	9.191	11.033	8.886	-3,3%	10.413	-5,6%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2025 8,7% khi chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn về số lượng TTTM, và chúng tôi điều chỉnh dự phóng mảng chuyển nhượng BĐS.
Chuyển nhượng BĐS	1.772	527	501	527	0,0%	94	-81,2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.346</b>	<b>5.609</b>	<b>6.560</b>	<b>5.127</b>	<b>-8,6%</b>	<b>5.671</b>	<b>-13,6%</b>	Chúng tôi giảm dự phóng lợi nhuận gộp do tăng ước tính về chi phí năng lượng và chi phí nhân công so với dự báo trước.
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	56,2%	55,4%	53,0%	-3,2 điểm %	52,4%	-3,0 điểm %	
Biên LN gộp cho thuê BĐS	58,4%	60,8%	59,8%	57,5%	-3,3 điểm %	56,8%	-3,0 điểm %	
Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS	45,4%	50,0%	50,0%	50,0%	0,0 điểm %	50,0%	0,0 điểm %	
<b>Thu nhập tài chính ròng</b>	<b>816,0</b>	<b>590,6</b>	<b>614,4</b>	<b>709,3</b>	<b>20%</b>	<b>513,9</b>	<b>-16%</b>	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng thu nhập tài chính ròng lên trong năm 2024 chủ yếu do lãi suất cao hơn từ các khoản đặt cọc, và giảm số lieeuj dự phóng trong năm 2025 do ước tính nợ vay tăng cao hơn để tài trợ kế hoạch mở rộng của VRE.
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(780)</b>	<b>(727)</b>	<b>(851)</b>	<b>(900)</b>	<b>23,8%</b>	<b>(1.169)</b>	<b>37,4%</b>	
Chi phí bán hàng	(341)	(304)	(344)	(225)	-26,0%	(265)	-23,0%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(439)	(423)	(507)	(675)	59,6%	(904)	78,3%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>5.526</b>	<b>5.505</b>	<b>6.363</b>	<b>5.089</b>	<b>-7,6%</b>	<b>5.197</b>	<b>-18,3%</b>	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>4.408</b>	<b>4.381</b>	<b>5.064</b>	<b>4.060</b>	<b>-7,3%</b>	<b>4.146</b>	<b>-18,1%</b>	
% svck	58,8%			-7,9%		2,1%		

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

### Thị trường bất động sản bán lẻ tại Việt Nam dự kiến sẽ phát triển ổn định trong giai đoạn 2024-2025

#### Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ vẫn mạnh mẽ, ưa chuộng các vị trí đắc địa

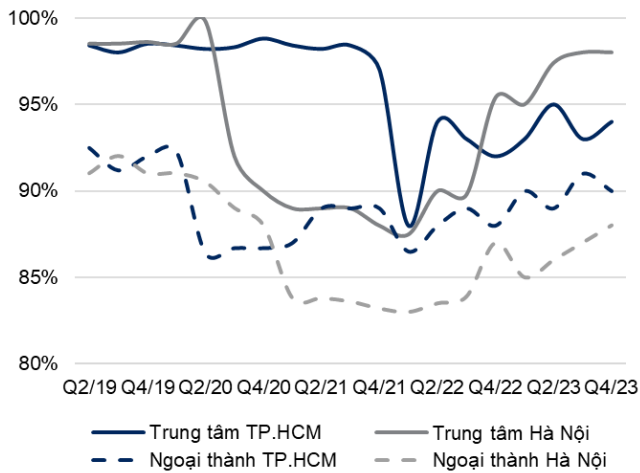
Trong năm 2023, thị trường Hà Nội có thêm gần 90.000 m<sup>2</sup> tổng diện tích mặt bằng bán lẻ mới, dẫn đến tổng diện tích cho thuê tăng lên 116,0 ha. TP.HCM chứng kiến sự tăng thêm diện tích mặt bằng bán lẻ cho thuê khoảng 45.000 m<sup>2</sup>, nâng tổng diện tích tăng lên 114,2 ha.

Cả hai thị trường đều ghi nhận sức hấp thụ tốt, khi tỷ lệ lấp đầy tiếp tục phục hồi: Ở Hà Nội, tỷ lệ lấp đầy trung bình trong năm 2023 đạt 97,1% trong khu vực trung tâm và nội thành (+6,4 điểm % svck) và 86,5% (+2,2 điểm %) tại khu vực ngoại thành; con số vào Q4/23 đạt 98% trong khu vực trung tâm và nội thành (+2,6 điểm % svck) và 88% (+1,0 điểm % svck) tại khu vực ngoại thành. Đối với TP.HCM, tỷ lệ lấp đầy trung bình trong cả năm đạt 93,8% tại khu vực trung tâm và nội thành (+2,0 điểm % svck) và 90% (+2,1 điểm % svck) trong khu vực ngoại thành; tỷ lệ lấp đầy vào Q4/23 đạt 94% trong khu vực trung tâm và nội thành (+2,0 điểm % svck) và 90% (+2,0 điểm % svck) trong khu vực ngoại thành.

Nhu cầu cao trong khi nguồn cung hạn chế khiến cho giá thuê tiếp tục tăng: Tại thị trường Hà Nội, giá thuê trung bình cho tầng trệt vào Q4/23 ở khu vực nội thành và ngoại thành đều tăng 13% svck, lần lượt đạt 162 USD/m<sup>2</sup>/tháng và 30 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Ở TP.HCM, giá thuê trung bình vào Q4/23 cho tầng trệt đạt 240 USD/m<sup>2</sup>/tháng trong khu vực trung tâm và nội thành (+7,1% svck), và ghi nhận mức tăng đáng kể 28% svck lên 51 USD/m<sup>2</sup>/tháng tại khu vực ngoại thành.

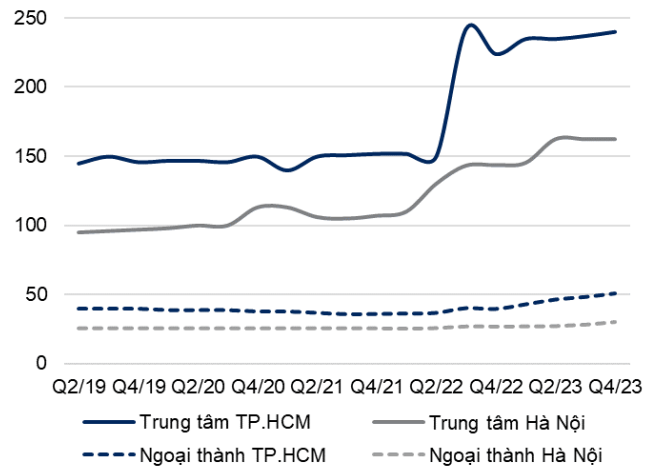
Khu vực trung tâm và nội thành tại Hà Nội và TP.HCM đều chứng kiến đà tăng giá thuê diễn ra với tốc độ đáng kể trong vòng hai năm qua, *khi nhu cầu cho các vị trí đắc địa tăng lên cùng với sự mở rộng mạng lưới của các thương hiệu cao cấp (chủ yếu là quốc tế)*. Giá thuê trung bình ở khu vực trung tâm và nội thành TP.HCM vào năm 2023 cao hơn gần 60% so với năm 2021, trong khi giá thuê trung bình ở khu vực trung tâm và nội thành Hà Nội đã tăng hơn 46%.

**Hình 6: Tỷ lệ lấp đầy trung bình (đơn vị: %)**



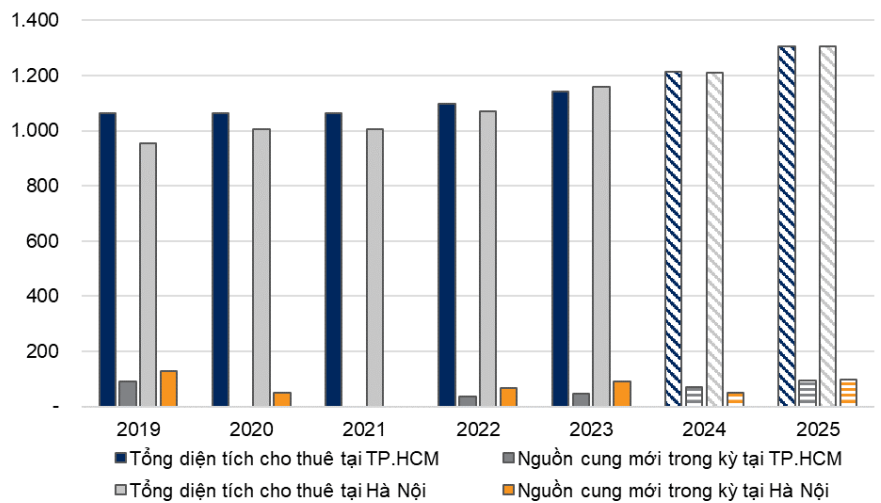
Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Giá chào thuê tăng trệt trung bình (đơn vị: USD/m2/tháng)**



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Nguồn cung mặt bằng bán lẻ tại Hà Nội và TP.HCM (đơn vị: nghìn m2)**



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

Trong giai đoạn 2024-2025, thị trường dự kiến sẽ có thêm tổng diện tích mặt bằng bán lẻ khoảng 70 ha-95 ha tại TP.HCM, và tương ứng là 50 ha-96 ha tại Hà Nội. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ lấp đầy của hai thị trường này sẽ tiếp tục ở mức trên 90% trong các khu vực trung tâm và nội thành và trên 85% tại các khu vực ngoại thành, do nhu cầu thuê tiếp tục được hỗ trợ bởi:

- 1) Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của các thương hiệu quốc tế, đặc biệt trong mảng thời trang cao cấp và nhà hàng, ẩm thực, khi xét đến nền kinh tế đang tăng trưởng với tốc độ nhanh và dân số thuộc tầng lớp trung lưu ngày càng tăng.

- 2) Xu hướng "mua sắm kết hợp với giải trí", hướng tới những nơi mà người tiêu dùng có thể vừa mua sắm và vừa tham gia các hoạt động giải trí, cũng như những nơi mà trải nghiệm khách hàng được ưu tiên chú trọng.
- 3) Quá trình đô thị hóa, cụ thể hơn là sự phát triển của các dự án bất động sản nhà ở tại các khu vực ngoại thành, cũng sẽ tăng nhu cầu cho các trung tâm thương mại và trung tâm mua sắm.

**Sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng sẽ hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các khách thuê hiện hữu và góp phần thu hút các nhãn hàng mới**

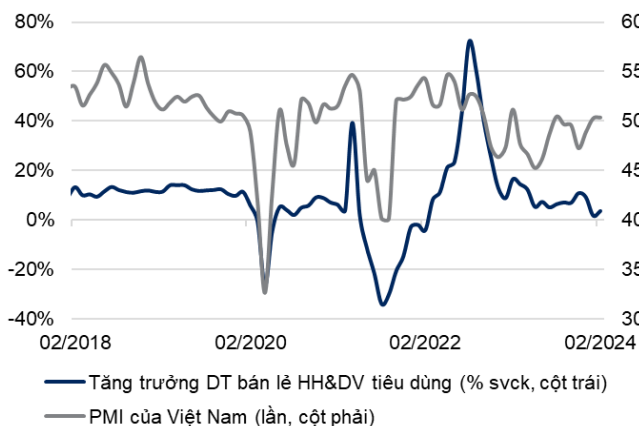
Trong năm 2023, tổng giá trị bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng 9,1% svck, đạt 6.231,6 nghìn tỷ đồng. Nhu cầu tiêu dùng cho thấy tốc độ phục hồi chậm, khi số liệu của hai tháng đầu năm 2024 chỉ tăng 2,7% svck, ngay cả khi đã có dịp lễ Tết Nguyên đán làm động lực, và chưa chạm về mức trung bình 11,0% trong giai đoạn 2016-2019 (trước đại dịch Covid-19).

Tuy nhiên, vào tháng 2/2024, chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam đã tăng lên 50,3 điểm sau bốn tháng liên tiếp dưới mức 50, cho thấy dấu hiệu sớm của nhu cầu tiêu dùng tăng lên, và cũng là dấu hiệu cải thiện cho thị trường việc làm. Chúng tôi tin rằng đây là một điểm tích cực cho nền kinh tế nói chung, giúp nhu cầu tiêu dùng hàng hóa và dịch vụ bán lẻ cải thiện trong những tháng tiếp theo.

Ngoài ra, du lịch quốc tế cũng là một động lực kích thích nhu cầu mua sắm, ăn uống và giải trí. Việt Nam đã ghi nhận 12,6 triệu lượt du khách quốc tế vào năm 2023 (tăng 3,4 lần so với năm 2022), vượt kế hoạch cả năm của Chính phủ là 8,0 triệu lượt du khách quốc tế. Trong khi đó, tổng số lượng du khách nội địa đạt 108,2 triệu người (+6,8% svck), giúp doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng 14,8% svck.

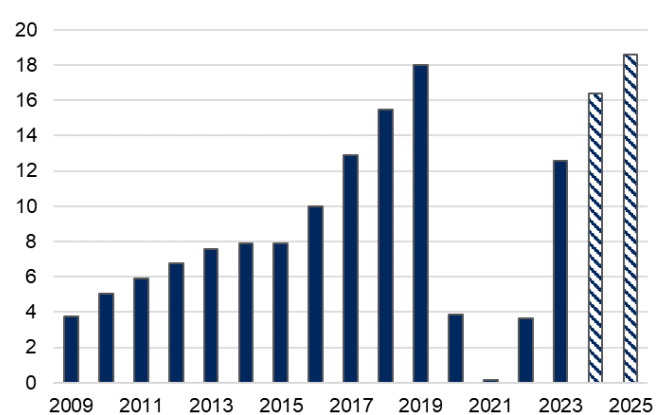
Bước sang năm 2024, với triển vọng kinh tế toàn cầu tích cực hơn (khi chi tiêu không thiết yếu dự kiến sẽ được giảm dần áp lực từ môi trường tiền tệ thắt chặt) và du lịch quốc tế trở lại mức như trước Covid-19 (đặc biệt là du khách từ Trung Quốc), chúng tôi dự kiến số lượng du khách quốc tế đến Việt Nam sẽ tăng khoảng 30% svck.

**Hình 9: PMI tăng lên trên 50 điểm, cho thấy dấu hiệu nhu cầu tiêu dùng phục hồi trong các tháng tiếp theo**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ đón 16,4 triệu lượt du khách quốc tế trong năm 2024 (đơn vị: triệu)**

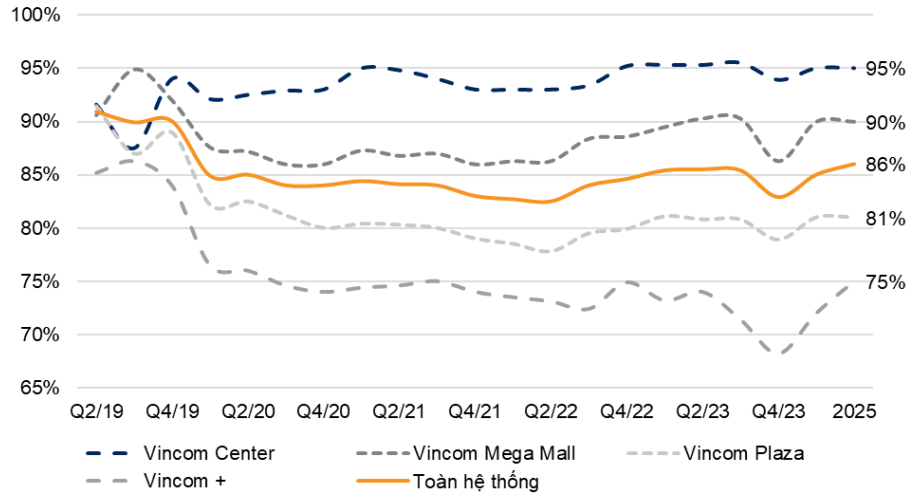


Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Sự phục hồi của hoạt động tiêu dùng sẽ trực tiếp làm tăng lượng khách đến các trung tâm mua sắm của VRE, qua đó hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các khách thuê hiện tại. Điều này cũng có thể giúp thu hút khách hàng mới tham gia vào

thị trường Việt Nam, và chúng tôi tin rằng VRE có những lợi thế cạnh tranh (về uy tín và vị trí chiến lược) để thu hút các khách hàng này. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy tổng hợp tại các trung tâm mua sắm của VRE sẽ duy trì ở mức trên 85% trong giai đoạn 2024-2025. Trong đó, chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy của Vincom Mega Mall sẽ ở mức khoảng 90% và Vincom Plaza là khoảng 81%.

**Hình 11: Ước tính tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM của VRE (đơn vị: %)**



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

**VRE sẽ phát triển thêm 160.000 diện tích trung tâm thương mại**

Trong năm 2024, Vincom Retail dự kiến sẽ đưa vào hoạt động 6 TTTM mới, hầu hết trong số đó được đặt tại khu dân cư trong các dự án bất động sản do Vinhomes phát triển:

**Vincom Mega Mall Ocean Park 2**



- Vị trí: huyện Văn Giang, tỉnh Hưng Yên
- Quy mô (GFA): 76.679 m2
- Thời gian vận hành dự kiến: Q4/24

**Vincom Mega Mall Grand Park**



- Vị trí: Quận 9, tp. Thủ Đức, TP.HCM
- Quy mô (GFA): 45.255 m2
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24

**Vincom Plaza Bắc Giang**



**Vincom Plaza Điện Biên Phủ**





- Vị trí: phường Trần Phú, tp. Bắc Giang, tỉnh Bắc Giang
- Quy mô (GFA): 13.372 m<sup>2</sup>
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24

**Vincom Plaza Hà Giang**



- Vị trí: phường Trần Phú, tp. Hà Giang, tỉnh Hà Giang
- Quy mô (GFA): 9.796 m<sup>2</sup>
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24

- Vị trí: phường Mường Thanh, tp. Điện Biên Phủ, tỉnh Điện Biên
- Quy mô (GFA): 11.942 m<sup>2</sup>
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24

**Vincom Plaza Đông Hà Quảng Trị**



- Vị trí: tp. Đông Hà, tỉnh Quảng Trị
- Quy mô (GFA): 14.265 m<sup>2</sup>
- Thời gian vận hành dự kiến: Q3/24

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Về dài hạn, chúng tôi dự kiến nhu cầu bất động sản bán lẻ sẽ dịch chuyển ra khỏi khu vực trung tâm thành phố khi nguồn cung tại khu vực trung tâm và nội thành trở nên khan hiếm, cũng như việc thị trường bất động sản tại các khu vực ngoại thành ngày càng phát triển. Các nhà bán lẻ sẽ đòi hỏi không gian cho thuê tại các "vị trí đặc địa" (đường lớn, khu dân cư đông đúc nhộn nhịp,...) ở các khu vực ngoại thành. Chúng tôi tin rằng VRE đã sẵn sàng cho xu hướng này với mô hình Vincom Mega Mall và Vincom Plaza và có lợi thế để mở rộng thị phần của mình bằng cách tận dụng quỹ đất và hạ tầng từ hệ sinh thái của Vingroup.

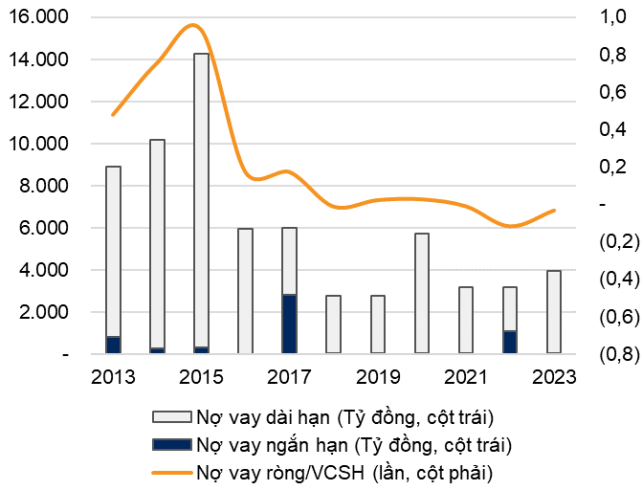
**Tiềm lực tài chính mạnh mẽ để đảm bảo việc thực hiện kế hoạch mở rộng**

Tổng nợ vay tại thời điểm cuối năm 2023 đạt 3.935,6 tỷ đồng, tăng 23,5% so với đầu năm, hầu hết là nợ vay dài hạn (chiếm 99,5%) ở mức 3.915,7 tỷ đồng, nhằm phục vụ cho kế hoạch mở rộng thị phần của VRE trên thị trường. Đồng thời, VRE vẫn đang sở hữu bảng cân đối lành mạnh với tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp: Tỷ lệ nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu vào cuối năm 2023 là -0,03 lần (+0,08 lần trong năm), VRE đã duy trì vị thế tiền mặt và tương đương tiền cao hơn tổng nợ vay trong vòng 3 năm qua. Tỷ lệ bao phủ lãi vay trong năm 2023 đạt 17,7 lần, tăng 6,9 lần so với năm trước.

So với một số nhà phát triển bất động sản bán lẻ đầu ngành khác trong khu vực, VRE đang là doanh nghiệp có tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp và khả năng thanh toán lãi vay vượt trội hơn. (Chi tiết hơn về các công ty hình 24).

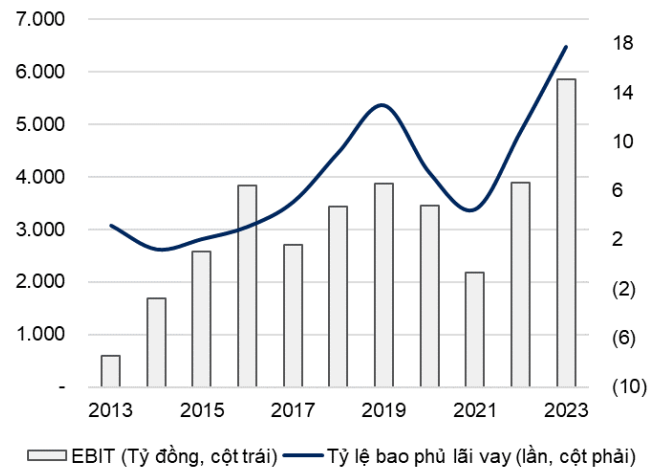
Kế hoạch mở rộng sẽ tiếp tục đòi hỏi bổ sung vốn đầu tư trong những năm tiếp theo, theo đó doanh nghiệp có thể sẽ cần gia tăng vay nợ. Tuy nhiên, dựa trên tình hình tài chính lành mạnh và lịch sử quản lý thận trọng của doanh nghiệp, chúng tôi tin rằng VRE sẽ không gặp khó khăn trong việc hoàn thành các nghĩa vụ nợ.

**Hình 12: VRE duy trì tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp...**



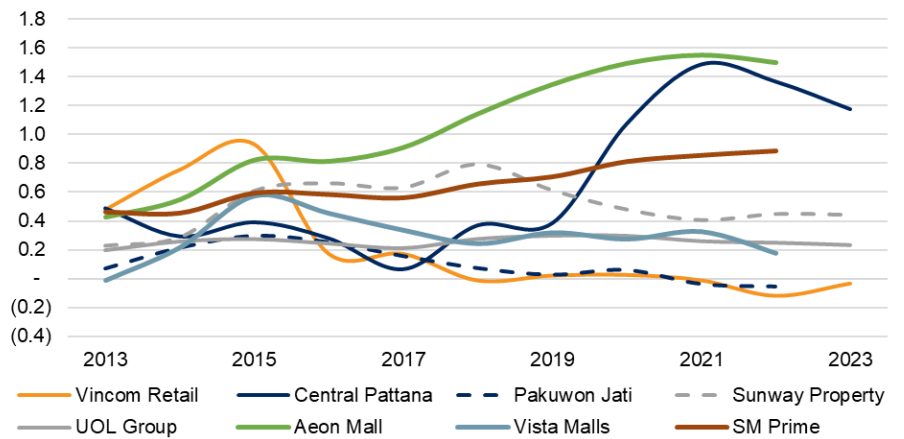
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: ... và khả năng thanh toán lãi vay cao**



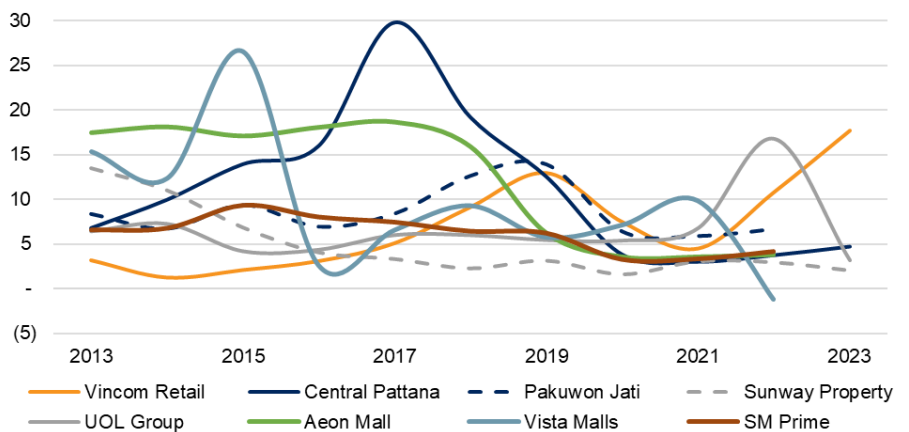
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: So sánh các công ty cùng ngành trong khu vực về tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH (lần)**



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: So sánh các công ty cùng ngành trong khu vực về tỷ lệ bao phủ lãi vay (lần)**



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu là 33.200 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 chuyển năm cơ sở mô hình dự phóng DCF sang năm 2024 và giảm WACC từ 13,2% xuống 11,3% do chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 2,7% xuống 2,24% (dựa trên lợi suất trái phiếu kì hạn 10 năm tại ngày 31/12) và giảm phần bù rủi ro thị trường từ 9,6% xuống 9,0%.
- Phương pháp P/E: Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 18,5 lần trên EPS ước tính cho năm 2024. Mức P/E này cao hơn P/E trung bình năm 2023 của VRE (17,0 lần), nhưng thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 3 năm của cổ phiếu (32,7 lần). Bên cạnh đó, P/E mục tiêu của chúng tôi đang thấp hơn mức trung bình 5 năm của các doanh nghiệp trong cùng khu vực tại 23,3 lần (hình 25).

**Tiềm năng tăng giá** đến từ: 1) Tiến độ mở mới trung tâm mua sắm diễn ra nhanh hơn dự kiến; 2) đà phục hồi nhanh hơn dự kiến của lĩnh vực bán lẻ, dẫn đến sự tăng trưởng mạnh mẽ cho hoạt động cho thuê mặt bằng.

**Rủi ro giảm giá** đến từ: 1) Tiến độ mở mới trung tâm mua sắm diễn ra chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy thấp hơn dự kiến và giá thuê thấp hơn dự kiến; 3) sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các đối thủ như Aeon Mall, Central Retail.

**Hình 16: Tóm tắt định giá (đơn vị: đồng/CP)**

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Định giá theo DCF	33.300	50%	16.650
Định giá theo P/E	33.100	50%	16.550
Giá mục tiêu (làm tròn)			33.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Giá định WACC**

	Giá trị
Beta	1,10
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,2%
Chi phí vốn	12,1%
Chi phí nợ	5,0%
WACC	11,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Định giá theo DCF 10 năm**

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	14.681	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	55.799	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	70.480	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	10.792	Tỷ đồng
Tổng nợ	(5.520)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	75.752	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu (làm tròn)	33.300	Đồng/CP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Tóm tắt dự phóng dòng tiền**

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	4.566	4.227	4.502	6.046	7.298	9.213	10.745	11.663	13.090	16.380
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(1.117)	(1.028)	(1.050)	(1.313)	(1.595)	(2.017)	(2.365)	(2.566)	(2.878)	(3.598)
EBIAT	3.449	3.199	3.452	4.733	5.703	7.196	8.380	9.097	10.212	12.782
Cộng: Chi phí khấu hao	1.422	2.589	3.840	3.961	4.358	4.565	4.691	4.720	4.721	4.718
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(8.322)	(10.220)	(10.613)	(8.522)	(5.038)	(2.942)	(3.879)	(5.248)	(6.229)	(6.127)
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	(1.492)	2.507	289	196	193	52	(330)	60	16	75
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCF)	(4.943)	(1.925)	(3.032)	368	5.216	8.871	8.862	8.629	8.720	11.448
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(4.449)	(1.559)	(2.183)	239	3.025	4.613	4.165	3.624	3.314	4.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 20: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng DCF với giả định của chúng tôi**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định	Chi phí vốn (%)				
		Giá định				
		11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%
3,0%		33.612	32.189	30.920	29.782	28.756
3,5%		35.179	33.563	32.133	30.860	29.719
4,0%		36.988	35.135	<b>33.337</b>	32.074	30.797
4,5%		39.100	36.950	35.086	33.453	32.012
5,0%		41.599	39.073	36.908	35.033	33.392

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 21: Định giá theo P/E (đơn vị: đồng/CP)**

Lợi nhuận ròng ước tính cho năm 2024 (tỷ đồng)	4.060
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.272
EPS 2024	1.787
PE mục tiêu (lần)	18,5
Giá mục tiêu (làm tròn)	33.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 22: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng P/E với giả định của chúng tôi**

		P/E mục tiêu (lần)								
		Giá định								
		16,5	17,0	17,5	18,0	18,5	19,0	19,5	20,0	20,5
		29.481	30.374	31.267	32.161	<b>33.054</b>	33.947	34.841	35.734	36.627

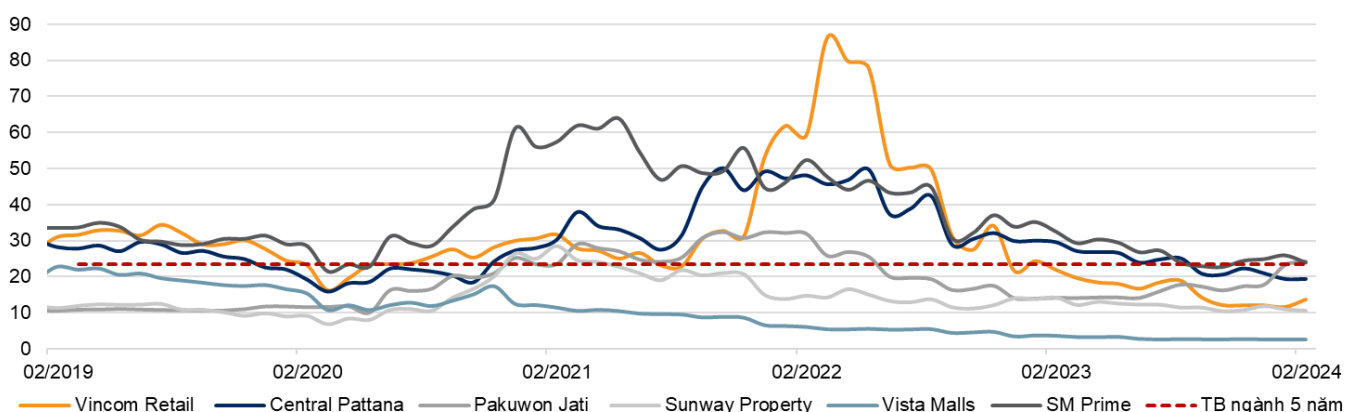
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 23: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu tại ngày 12/3/2024)**

Công ty	Mã	Quốc gia	Giá hiện tại	Vốn hóa	Doanh thu 2023	svck	LN ròng 2023	svck	Biến LN ròng 2023	ROE trượt	P/E trượt	P/B hiện tại	Nợ ròng/VCSH
Central Pattana	CPN TB	Thái Lan	63	8.195	1.280	28,2%	423	40,0%	33,0%	17,3	18,8	3,1	117,6
Sunway Bhd	SWB MK	Malaysia	3	3.481	1.346	18,2%	162	9,0%	12,0%	6,0	25,7	1,4	44,3
Uol Group	UOL SP	Singapore	6	3.648	1.997	-16,2%	527	43,9%	26,4%	6,5	6,9	0,4	23,4
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	410	1.269	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10,3	10,8	1,1	(5,6)
Aeon Mall	8905 JP	Nhật Bản	1.748	2.694	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3,6	23,0	0,8	149,8
Vistamalls	STR PM	Philippines	2	363	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25,1	2,1	0,5	17,7
Sm Prime	SMPH PM	Philippines	32	16.698	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10,3	24,2	2,4	88,5
<b>Trung bình</b>						<b>10,1%</b>		<b>31,0%</b>	<b>23,8%</b>	<b>11,3</b>	<b>15,9</b>	<b>1,4</b>	<b>62,2</b>
Vincom Retail	VRE VN	Việt Nam	25.900	2.385,90	403	33,0%	181	58,8%	45,0%	12,4	13,3	1,6	(3,3)

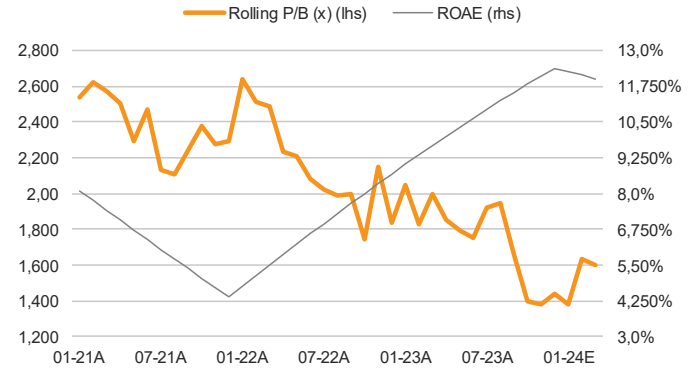
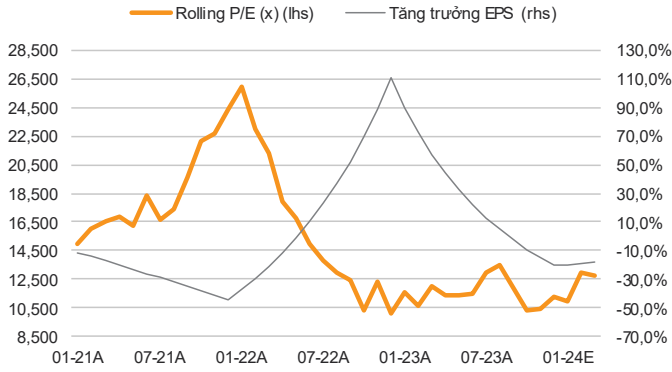
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 24: Cổ phiếu của các DN BĐS bán lẻ trong khu vực đang được giao dịch dưới mức P/E trung bình 5 năm (dữ liệu tại ngày 12/3/2024)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	9.791	9.668	10.816
Giá vốn hàng bán	(4.445)	(4.541)	(5.145)
Chi phí quản lý DN	(439)	(675)	(904)
Chi phí bán hàng	(341)	(225)	(265)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>4.566</b>	<b>4.227</b>	<b>4.502</b>
EBITDA thuần	5.928	6.809	7.927
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.362)</b>	<b>(2.582)</b>	<b>(3.425)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>4.566</b>	<b>4.227</b>	<b>4.502</b>
Thu nhập lãi	1.146	1.160	1.082
Chi phí tài chính	(330)	(451)	(568)
Thu nhập ròng khác	144	153	181
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.526</b>	<b>5.089</b>	<b>5.197</b>
Thuế	(1.117)	(1.028)	(1.050)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	(1)
<b>LN ròng</b>	<b>4.408</b>	<b>4.060</b>	<b>4.146</b>
Thu nhập trên vốn	4.408	4.060	4.146
Cổ tức phổ thông	0	(3.493)	(3.493)
<b>LN giữ lại</b>	<b>4.408</b>	<b>567</b>	<b>653</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	4.102	9.735	6.519
Đầu tư ngắn hạn	1.071	1.058	1.183
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.613	306	362
Hàng tồn kho	640	158	33
Các tài sản ngắn hạn khác	2.611	2.578	2.884
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.036</b>	<b>13.835</b>	<b>10.982</b>
Tài sản cố định	1.442	1.475	1.066
Tổng đầu tư	12	11	12
Tài sản dài hạn khác	36.164	33.990	40.061
<b>Tổng tài sản</b>	<b>47.655</b>	<b>49.311</b>	<b>52.121</b>
Vay & nợ ngắn hạn	20	20	20
Phải trả người bán	448	745	844
Nợ ngắn hạn khác	4.005	3.761	4.019
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.473</b>	<b>4.525</b>	<b>4.883</b>
Vay & nợ dài hạn	3.916	5.500	7.092
Các khoản phải trả khác	1.438	1.471	1.667
Vốn điều lệ và	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	16.476	17.042	17.696
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.805</b>	<b>37.789</b>	<b>38.454</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	24	25
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>47.655</b>	<b>49.311</b>	<b>52.121</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.526</b>	<b>5.089</b>	<b>5.197</b>
Khấu hao	1.454	2.589	3.840
Thuế đã nộp	(576)	(1.028)	(1.050)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.020)	(1.793)	(1.251)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.492)</b>	<b>2.507</b>	<b>289</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>3.892</b>	<b>7.364</b>	<b>7.025</b>
Đầu tư TSCĐ	(8.322)	(10.220)	(10.613)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	817	777	738
Các khoản khác	1.950	13	(126)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(1.966)	10.157	1.454
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(7.521)</b>	<b>727</b>	<b>(8.546)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	732	1.003	1.603
Dòng tiền từ HĐTC khác	(21)	33	196
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(3.493)	(3.493)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>711</b>	<b>(2.458)</b>	<b>(1.694)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.020	4.102	9.735
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(2.918)</b>	<b>5.633</b>	<b>(3.215)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.102	9.735	6.519

**Các chỉ số cơ bản**

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	45,0%	42,0%	38,3%
Vòng quay TS	0,22	0,20	0,21
ROAA	9,8%	8,4%	8,2%
Đòn bẩy tài chính	1,27	1,28	1,33
ROAE	12,4%	10,7%	10,9%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	46,2	8,6	9,3
Số ngày nắm giữ HTK	52,5	12,7	2,3
Số ngày phải trả tiền bán	36,8	60,0	59,9
Vòng quay TSCĐ	7,65	6,63	8,51
ROIC	10,6%	9,4%	9,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	3,1	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	2,1	3,0	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	2,4	1,6
Vòng quay tiền	61,9	(38,7)	(48,2)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	33,0%	(1,3%)	11,9%
Tăng trưởng LN từ HKKD	39,5%	(7,4%)	6,5%
Tăng trưởng LN ròng	58,8%	(7,9%)	2,1%
Tăng trưởng EPS	(20,6%)	(7,9%)	2,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## 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](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Phan Thanh Huyền – Chuyên viên phân tích

Email: [huyen.phanthanh@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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