

CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

Khả quan (Duy trì)

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND19.500
Cao nhất/thấp nhất 52	VND28.150/VND16.800
Giá mục tiêu	VND23.400
Giá mục tiêu cũ	VND29.600
Giá mục tiêu vs	-20,1%
Tiềm năng tăng giá	20,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	20,0%

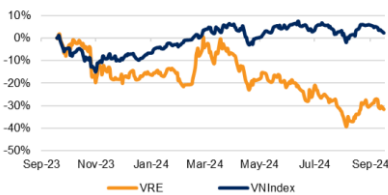
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	1.802
GTGDQB 3 tháng (tr) USD	8,8
Sở hữu NN (tr USD)	484
SLCP lưu hành (tr)	2.272
SLCP pha loãng (tr)	2.133

	VRE	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T (lần)	10,0	16,9	13,9
P/B hiện tại (lần)	1,1	1,5	1,7
ROA	9,3%	4,6%	2,1%
ROE	11,9%	11,0%	12,3%

\*dữ liệu ngày 19/09/2024

Diễn biến giá



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
VRE	4,0	-3,7	-30,6
VNINDEX	0,0	-0,8	3,7

Cơ cấu sở hữu

CTCP Kinh doanh Thương mại	
SADO	41,5%
Vingroup	18,8%
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 87 trung tâm thương mại và tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,83 triệu m<sup>2</sup> (tính đến tháng 8/2024). 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)

Shophouse và TTTM mới thúc đẩy tăng trưởng LN

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 20,0%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 20,9% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 4,4% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn dựa trên việc chúng tôi chuyển mô hình dự báo sang giai đoạn 2025-29 và hệ số P/E mục tiêu thấp hơn.
- Mức P/E trượt 12T là 10,0 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

- Lợi nhuận ròng 6T24 tăng 3,9% svck nhờ hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ phục hồi sau đại dịch và bàn giao shophouse đúng tiến độ.
- Biên lợi nhuận gộp giảm 5,7 điểm % svck do tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của mảng bán BĐS cao hơn và chi phí mùa vụ/ phát sinh một lần.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng giảm 6,7% svck đạt 4.111 tỷ đồng trong năm 2024 và tăng 2,1% svck lên 4.198 tỷ đồng trong năm 2025.

Luận điểm đầu tư

Hoạt động bán shophouse sẽ tiếp tục thúc đẩy doanh thu trong nửa cuối 2024

Trong 6T24, doanh thu bán shophouse đã tăng mạnh 272% svck lên 744 tỷ đồng. Tại cuối Q2/24, ban lãnh đạo VRE cho biết công ty có tổng doanh số bán shophouse chưa ghi nhận là 230 tỷ đồng, dự kiến sẽ ghi nhận trong nửa cuối năm.

Các TTTM mới sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu từ nửa cuối năm 2024

Vào tháng 6/2024, VRE đã mở ba trung tâm thương mại (TTTM) mới, bao gồm Vincom Mega Mall (VMM) Grand Park (TP.HCM), VCP Điện Biên Phủ, VCP Hà Giang, và khai trương lại VCP 3/2 (TP.HCM). VCP Điện Biên Phủ, VCP Hà Giang, và VMM Grand Park sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu cho thuê cả quý từ Q3/24 trở đi. VCP Bắc Giang sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu cho thuê từ Q4. Ngoài ra, VRE dự kiến sẽ khai trương Vincom Plaza (VCP) Đông Hà Quảng Trị vào tháng 11/24.

Dự kiến thu hồi 2.350 tỷ đồng cho vay các bên liên quan vào tháng 9/24

Tại cuối tháng 6/2024, VRE có 2.350 tỷ đồng khoản phải thu từ các bên liên quan. Khoản phải thu từ VinFast là 1.900 tỷ đồng và từ Vinbus là 450 tỷ đồng, với lãi suất 12% mỗi năm. Các khoản vay này sẽ đáo hạn vào tháng 9 và số tiền dự kiến sẽ được thu hồi vào cuối Q3/24.

VRE sở hữu lợi thế để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các nhà bán lẻ

VRE chủ yếu mở rộng GFA của mình thông qua mô hình VMM, phát triển các TTTM theo xu hướng tiêu dùng mới. VMM Grand Park với tỷ lệ lấp đầy cao (94%), cùng với nỗ lực thu hút các khách thuê mới cho các TTTM hiện có, đã giúp tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống Vincom Mega Mall tăng lên 90,3% trong Q2/24. VRE đã cải tạo và mở cửa lại Vincom Plaza 3/2 với tỷ lệ lấp đầy tăng từ 56% trong Q2/23 lên 82% (90% nếu tính cả các khoản tiền đặt cọc và cam kết) trong Q2/24. Tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống Vincom Plaza đã đạt 79,7% trong Q2/24. 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.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Số lượng TTTM hoạt động	83	88	94	101
Tổng diện tích mặt bằng bán lẻ (triệu m <sup>2</sup> )	1,75	1,86	2,03	2,23
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	33,0%	-1,1%	6,7%	17,6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	51,4%	51,0%	52,9%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	58,8%	-6,7%	2,1%	20,1%
P/E (lần)	12,1	13,0	12,7	10,6
P/B (lần)	1,5	1,5	1,5	1,4
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-3,3%	-1,7%	-2,4%	2,3%
Tỷ lệ bao phủ lãi vay (lần)	19,3	17,4	15,2	10,4

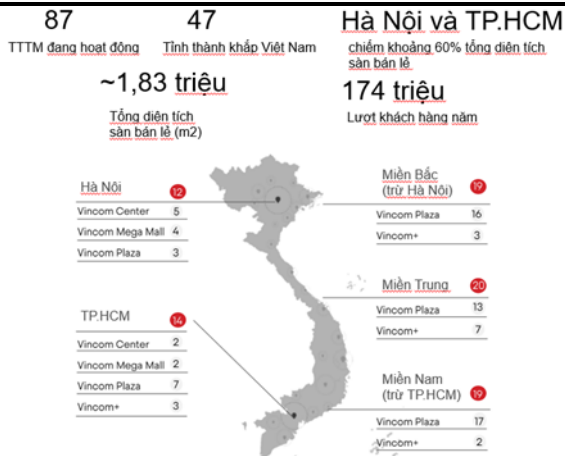
## Tổng quan doanh nghiệp: Nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu

Vincom Retail (HOSE: VRE) hiện là doanh nghiệp cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 87 trung tâm thương mại với tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,83 triệu m<sup>2</sup> (tính đến tháng 8/2024).

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



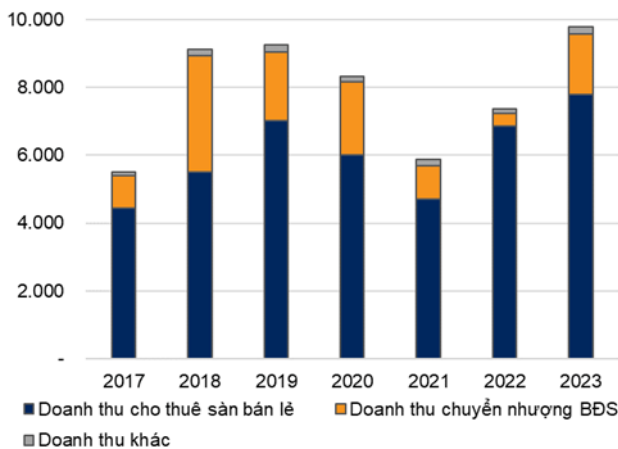
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các mô hình TTTM của VRE



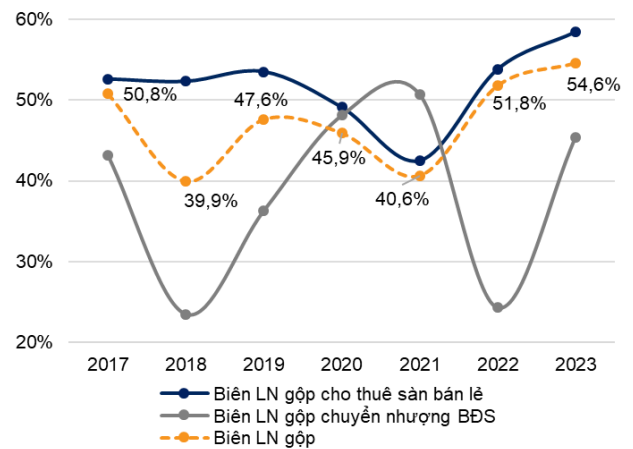
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

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: Hoạt động bán shophouse thúc đẩy tăng trưởng DT Q2

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q2/24

(Tỷ đồng)	Q2/24	% svck	% sv quý trước	6T24	% svck	6T24/dự phóng 2024
<b>Doanh thu</b>	<b>2.479</b>	<b>14,1%</b>	<b>9,9%</b>	<b>4.733</b>	<b>15,0%</b>	<b>49,0%</b>
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	1.940	-0,2%	0,6%	3.867	0,3%	43,5%
Chuyển nhượng bất động sản	467	136,8%	68,7%	744	271,9%	141,1%
Khác	72	123,7%	42,6%	122	105,6%	48,0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.209</b>	<b>1,7%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>2.465</b>	<b>3,7%</b>	<b>45,6%</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>48,8%</i>	<i>-5,9 đ %</i>	<i>-6,9 đ %</i>	<i>52,1%</i>	<i>-5,7 đ %</i>	
<i>Cho thuê mặt bằng bán lẻ (%)</i>	<i>53,9%</i>	<i>-4,0 đ %</i>	<i>-6,1 đ %</i>	<i>56,9%</i>	<i>-2,9 đ %</i>	
<i>Chuyển nhượng bất động sản (%)</i>	<i>33,5%</i>	<i>-11,5 đ %</i>	<i>-1,8 đ %</i>	<i>34,2%</i>	<i>-10,7 đ %</i>	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(216)</b>	<b>82,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>(423)</b>	<b>76,9%</b>	<b>47,0%</b>
<i>% chi phí BH&amp;QLDN/ Doanh thu</i>	<i>8,7%</i>	<i>3,3 đ %</i>	<i>-0,5 đ %</i>	<i>8,9%</i>	<i>3,5 đ %</i>	
<b>Danh thu tài chính</b>	<b>420</b>	<b>51,1%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>855</b>	<b>70,4%</b>	<b>73,7%</b>
Thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay	420	51,0%	-3,3%	855	70,3%	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(179)</b>	<b>123,5%</b>	<b>27,3%</b>	<b>(319)</b>	<b>76,9%</b>	<b>70,8%</b>
Chi phí lãi vay	(102)	40,0%	-2,0%	(206)	25,9%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.277</b>	<b>0,7%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>2.644</b>	<b>5,0%</b>	<b>52,0%</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.021</b>	<b>2,1%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>2.104</b>	<b>3,9%</b>	<b>51,8%</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>41,2%</i>	<i>-4,8 đ %</i>	<i>-6,8 đ %</i>	<i>44,5%</i>	<i>-4,7 đ %</i>	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

### Hoạt động bán shophouse thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong Q2

Vincom Retail công bố doanh thu Q2/24 đạt 2.479 tỷ đồng, tăng 14,1% svck và 9,9% so với quý trước. Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt 4.733 tỷ đồng, tăng 15% svck:

- 1) Doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ đạt 1.940 tỷ đồng trong Q2, tăng 0,6% so với quý trước, nhưng giảm 0,2% svck khi các TTTM mới được mở vào cuối tháng 6 chưa ghi nhận doanh thu. Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM trên toàn hệ thống trong Q2 đạt 83,9%, tăng 1,1 điểm % so với quý trước và giảm 1,6 điểm % svck.

Doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ 6 tháng đầu năm đạt 3.867 tỷ đồng, tăng 0,3% svck.

- 2) Doanh thu bán giao shophouse đạt 467 tỷ đồng trong Q2, tăng 137% svck và 68.7% so với Q1, nhờ vào việc bán giao 104 căn shophouse tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị).

Doanh thu bán giao shophouse 6 tháng đạt 744 tỷ đồng, tăng 272% svck.

### Biên LN gộp giảm do tăng tỷ trọng đóng góp của hoạt động bán giao BĐS, cùng các yếu tố chi phí mùa vụ của mảng cho thuê

Biên LN gộp trong Q2/24 của VRE đạt 48,8%, giảm 6,9 điểm % so với quý trước do mức tiêu thụ điện cao hơn trong mùa hè và giảm 5,9 điểm % svck do: 1) giá điện tăng; 2) 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; 3) tăng trích lập dự phòng nợ khó đòi liên quan đến một khách thuê; 4) tăng tỷ trọng đóng góp từ mảng bán giao shophouses (có biên LN gộp thấp hơn).

Kết quả, lợi nhuận ròng Q2 đạt 1.021 tỷ đồng, tăng 2,1% svck nhưng giảm 5,6% so với quý trước, nâng tổng mức lợi nhuận ròng 6 tháng lên 2.104 tỷ đồng (+3,9% svck).

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

	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
<b>Bảng CĐKT (Tỷ đồng)</b>					
Tiền và tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn	7.615	8.806	5.173	3.939	2.453
Phải thu ngắn hạn từ khách thuê	1.051	1.147	1.240	1.170	1.443
Bất động sản đầu tư	25.836	25.517	25.180	24.864	27.124
Hàng tồn kho	1.452	782	640	511	229
Xây dựng cơ bản dở dang	705	762	1.028	1.000	782
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	5.814	11.862	12.225	13.757
Tiền cọc từ khách thuê	1.399	1.408	1.489	1.441	1.476
Nợ vay	2.154	2.159	3.936	3.956	3.977
<b>Các chỉ tiêu quan trọng</b>					
Số ngày phải thu	50	45	48	46	50
Số ngày tồn kho	45	32	34	35	29
Vòng quay tiền mặt	66	51	60	58	53
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	80,2%	82,2%	79,4%	79,4%	76,3%
Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	-15,4%	-18,1%	-3,3%	0,0%	3,8%

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

### Sự sụt giảm thanh khoản chỉ là tạm thời

Số dư tiền mặt của VRE đã giảm đáng kể trong các quý vừa qua, chủ yếu do:

- 1) Tăng lượng tiền cọc theo hợp đồng BCC cho Vingroup/Vinpearl/Vinhomes cho cấu phần thương mại dịch vụ tại các dự án bất động sản của Vingroup/Vinpearl/Vinhomes
- 2) Trả thuế TNDN nhiều hơn các quý trước

Tuy nhiên, thanh khoản dự kiến sẽ cải thiện trong thời gian tới với việc VRE nhận được 2.350 tỷ đồng vào tháng 9 này và 1.336 tỷ đồng vào năm 2025.

### Dự kiến thu hồi 2.350 tỷ đồng cho vay các bên liên quan vào tháng 9/24

Tại cuối tháng 6/2024, VRE có 2.350 tỷ đồng khoản phải thu từ các bên liên quan. Khoản phải thu từ VinFast là 1.900 tỷ đồng và từ Vinbus là 450 tỷ đồng, với lãi suất 12% mỗi năm. Các khoản vay này sẽ đáo hạn vào tháng 9 và số tiền dự kiến sẽ được thu hồi vào cuối Q3/24.

Tổng số khoản vay ngắn hạn của VRE đối với VinFast ban đầu là 2.500 tỷ đồng, trong đó 600 tỷ đồng đã được thu hồi. Tương tự, VRE đã cho Vinbus vay 550 tỷ đồng và đã thu hồi 100 tỷ đồng.

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

Tính đến cuối tháng 6/2024, VRE đã đặt cọc 13.757 tỷ đồng cho các hoạt động kinh doanh với Vingroup, Vinhomes và các bên liên quan, tăng 12,5% so với Q1 và 136,6% svck. Trong đó, 10.716 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.

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..

**Gia tăng vay nợ để phục vụ kế hoạch mở rộng quy mô mặt bằng bán lẻ cho thuê**

Tổng nợ vay đạt 3.977 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2024, tăng nhẹ 1% so với đầu năm nhưng tăng mạnh 84,7% svck, trong đó 1.824 tỷ đồng sẽ đáo hạn trong vòng 12 tháng.

Do đó, tỷ lệ nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu đạt 3,8%, từ mức -3,3% vào cuối tháng 12/2023 và -15,4% vào cuối tháng 6/2023. Tuy nhiên, đây vẫn là mức đòn bẩy thấp và trong tầm kiểm soát.



## Triển vọng kinh doanh 2024-25: Shophouse và TTTM mới sẽ thúc đẩy lợi nhuận

### Thay đổi dự phóng KQKD 2024-25

Hình 7: 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	
<b>Doanh thu</b>	<b>9.791</b>	<b>9.668</b>	<b>10.816</b>	<b>9.686</b>	<b>-1,1%</b>	<b>10.339</b>	<b>6,7%</b>	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu năm 2024 thêm 0,2% so với dự báo trước đó, do: 1) Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu từ bàn giao BĐS dựa trên kết quả thực tế trong 6T24 và cập nhật về doanh số bán trước shophouse của VRE; 2) Chúng tôi giảm ước tính doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ do hạ số lượng TTTM dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm (từ 89 xuống 88) và điều chỉnh mức đóng góp doanh thu của các TTTM mới bắt đầu từ Q3.
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.796	8.886	10.413	8.501	9,0%	9.756	14,8%	
Chuyển nhượng BĐS	1.772	527	94	924	-47,9%	267	-71,1%	Chúng tôi giảm doanh thu năm 2025 xuống 4,4% chủ yếu do kỳ vọng thấp hơn về số lượng TTTM sẵn sàng hoạt động (từ 95 xuống 94).
Giá vốn hàng bán	(4.446)	(4.541)	(5.145)	(4.708)	5,9%	(5.069)	7,7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.346</b>	<b>5.127</b>	<b>5.671</b>	<b>4.978</b>	<b>-6,9%</b>	<b>5.270</b>	<b>5,9%</b>	
Biên LN gộp (%)	54,6%	53,0%	52,4%	51,4%	-3,2 đ %	51,0%	-0,4 đ %	Biên LN gộp tổng hợp giảm xuống chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp mảng bán shophouse
Biên LN gộp cho thuê BĐS (%)	58,4%	57,5%	56,8%	55,8%	-2,6 đ %	54,3%	-1,5 đ %	
Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS (%)	45,4%	50,0%	50,0%	36,3%	-9,1 đ %	36,3%	0,0 đ %	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>1.146,0</b>	<b>1.160,2</b>	<b>1.081,6</b>	<b>1.452,9</b>	<b>26,8%</b>	<b>1.344,1</b>	<b>-7,5%</b>	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu tài chính và chi phí tài chính trong năm 2024 sau kết quả tốt hơn kỳ vọng trong 6T24.
Chi phí tài chính	(330,0)	(450,9)	(567,7)	(539,4)	63,5%	(371,6)	-31,1%	Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng doanh thu tài chính năm 2025, đồng thời giảm chi phí tài chính do điều chỉnh theo chi phí lãi vay thấp hơn.
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(780)</b>	<b>(900)</b>	<b>(1.169)</b>	<b>(892)</b>	<b>14,4%</b>	<b>(1.153)</b>	<b>29,3%</b>	
Chi phí bán hàng	(341)	(225)	(265)	(223)	-34,6%	(260)	16,6%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(439)	(675)	(904)	(669)	52,4%	(893)	33,5%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>5.526</b>	<b>5.089</b>	<b>5.197</b>	<b>5.153</b>	<b>-6,7%</b>	<b>5.262</b>	<b>2,1%</b>	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>4.408</b>	<b>4.060</b>	<b>4.146</b>	<b>4.111</b>	<b>-6,7%</b>	<b>4.198</b>	<b>2,1%</b>	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

### Bàn giao shophouse và các TTTM mới đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy lợi nhuận nửa cuối năm 2024

#### VRE dự kiến ghi nhận 230 tỷ đồng từ doanh số shophouse chưa bàn giao trong nửa cuối năm 2024

Tại cuối Q2/24, ban lãnh đạo VRE cho biết công ty có tổng doanh số shophouse chưa bàn giao là 230 tỷ đồng, dự kiến sẽ ghi nhận trong nửa cuối năm.

Trong 6T24, Vincom Retail đã đặt cọc để mua ba dự án shophouse tại Quảng Ninh, Hải Phòng và Nha Trang từ Vinhomes, Vingroup, và Vinwonders Nha Trang. Hai dự án tại Quảng Ninh (Vinhomes Golden Avenue) và Hải Phòng (Vinhomes Royal Island) dự kiến sẽ được mở bán vào đầu năm 2025 và sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2026.

Dự án tại Nha Trang không đạt tiến độ như mong đợi, dẫn đến việc VRE dừng đầu tư. VRE sẽ thu hồi khoản tiền đặt cọc trị giá 1.335,6 tỷ đồng trong vòng sáu tháng, cùng với một khoản tiền phạt.

### **Các TTTM mới sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu từ nửa cuối năm 2024**

VRE dự kiến sẽ khai trương Vincom Plaza (VCP) Đông Hà Quảng Trị vào tháng 11/24.

Vào tháng 6/2024, VRE đã mở ba trung tâm thương mại (TTTM) mới, bao gồm Vincom Mega Mall (VMM) Grand Park (TP.HCM), VCP Điện Biên Phủ, VCP Hà Giang, và khai trương lại VCP 3/2 (TP.HCM). Tính đến cuối tháng 6, tỷ lệ lấp đầy tại VMM Grand Park đạt 94%, còn tại VCP Điện Biên Phủ/VCP Hà Giang là 86%/95%. Sau đó, VCP Bắc Giang đã được khai trương vào ngày 27/07.

VCP Điện Biên Phủ và VCP Hà Giang được khai trương vào ngày 28/06, còn VMM Grand Park đã khai trương thử nghiệm vào ngày 01/06 và chính thức mở cửa vào ngày 20/07. Do đó, VCP Điện Biên Phủ, VCP Hà Giang, và VMM Grand Park sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu cho thuê cả quý từ Q3/24 trở đi. VCP Bắc Giang sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu cho thuê cả quý từ Q4.

Ban đầu, VRE dự kiến đưa vào hoạt động sáu TTTM mới trong năm 2024, nâng tổng số TTTM toàn hệ thống lên 89, với tổng diện tích mặt bằng bán lẻ hơn 1.921.000 m<sup>2</sup> (GFA). Tuy nhiên, VMM Ocean City (Hưng Yên) đã được dời lịch khai trương sang tháng 4/2025.

### **VRE sở hữu lợi thế để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các nhà bán lẻ**

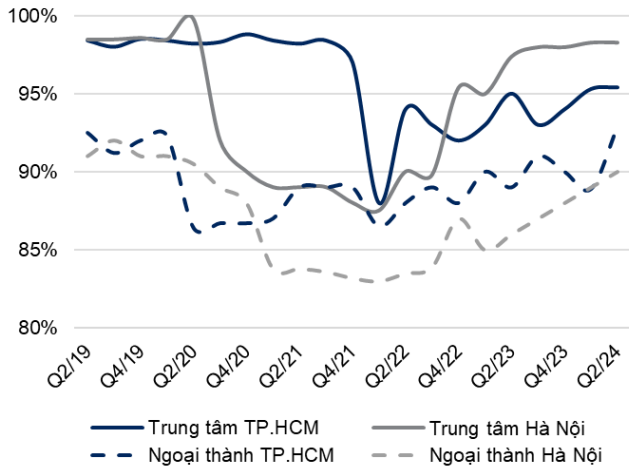
#### **Thị trường BĐS bán lẻ tiếp tục chứng kiến nhu cầu mạnh mẽ trong khi nguồn cung hạn chế**

Nhu cầu mạnh mẽ đã đẩy giá thuê và tỷ lệ lấp đầy tăng cao ở cả khu vực trung tâm và ngoại ô Hà Nội và TP.HCM. Ở các khu vực trung tâm, tỷ lệ lấp đầy tiếp tục tăng, mặc dù chậm hơn do nguồn cung bị hạn chế và giá thuê cao. Trong khi đó, các khu vực ngoại thành chứng kiến tỷ lệ lấp đầy đang ngày càng tăng trưởng nhanh hơn, được thúc đẩy bởi sự mở rộng của các khu dân cư ngoại ô và chi phí thuê thấp hơn.

Tại Hà Nội, tỷ lệ lấp đầy trung bình trong Q2/24 đạt 98,3% (không thay đổi so với Q1/24 và tăng 0,9 điểm % svck) ở khu vực trung tâm, và 90,0% (+1,0 điểm % so với quý trước và +4,0 điểm % svck) ở khu vực ngoại thành. Giá thuê trung bình cho tầng trệt tính đến Q2/24 ở khu vực trung tâm và ngoại thành lần lượt tăng 11,3%/18,3% svck, đạt 181,8 USD/m<sup>2</sup>/tháng và 31,9 USD/m<sup>2</sup>/tháng.

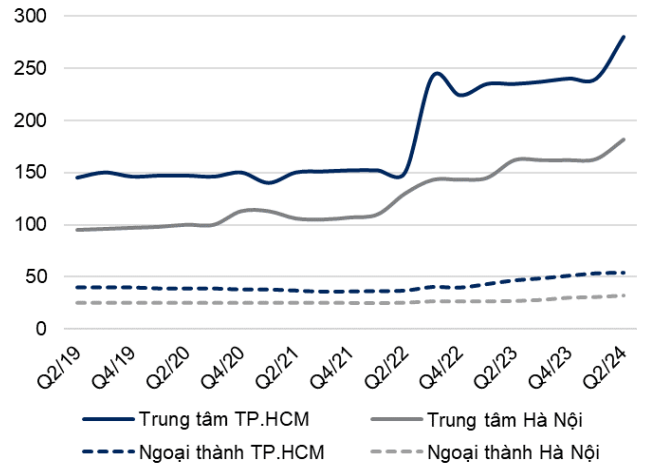
Tại TP.HCM, tỷ lệ lấp đầy trung bình trong Q2/24 tăng 0,1 điểm % so với quý trước và 0,4 điểm % svck, đạt 95,4% ở khu vực trung tâm. Tỷ lệ này ở khu vực ngoại thành tăng 4,0 điểm % so với quý trước và 3,9 điểm % svck lên 88,9%. Giá thuê trung bình cho tầng trệt ở khu vực trung tâm đạt 280 USD/m<sup>2</sup>/tháng (+18,5% svck), và tăng 15,5% svck, lên 53,8 USD/m<sup>2</sup>/tháng ở khu vực ngoại thành.

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



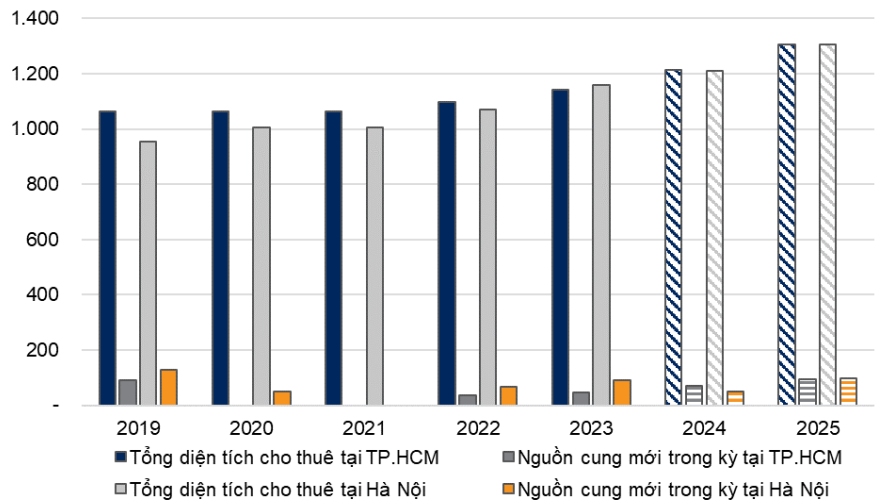
Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Giá chào thuê tăng trượt trung bình (đơn vị: USD/m2/tháng)**



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Nguồn cung mặt bằng bán lẻ tại Hà Nội và TP.HCM (đơn vị: nghìn m<sup>2</sup>)**



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

Nhu cầu cao cùng với nguồn cung hạn chế đã dẫn đến tỷ lệ lấp đầy gần như đạt kín ở các khu vực trung tâm (tỷ lệ lấp đầy tại Hà Nội đạt 98% và trên 95% tại TP.HCM), trong khi các khu vực ngoại thành đạt tỷ lệ lấp đầy 90% tại Hà Nội và 88,9% tại TP.HCM tính đến Q2/24. Các nhà bán lẻ thành công tại các khu vực trung tâm đang tìm cách mở rộng phạm vi hoạt động sang các khu vực ngoài trung tâm hoặc các tỉnh thành lân cận. Ngoài ra, các thương hiệu F&B và life-style của Trung Quốc đang ngày càng quan tâm đến việc mở rộng sự hiện diện thị trường của họ tại Việt Nam, theo nghiên cứu của CBRE

**Chiến lược phát triển TTTM để chuẩn bị cho kế hoạch tăng trưởng dài hạn**

VRE dự kiến phát triển mặt bằng cho thuê bán lẻ của mình bằng cách bổ sung thêm 800.000 m<sup>2</sup> GFA trong giai đoạn 2024-28, tiến độ dự án có thể được điều chỉnh tùy theo điều kiện thị trường. Tận dụng lợi thế từ quỹ đất và cơ sở hạ tầng của Vingroup/Vinhomes, VRE có vị thế tốt để thu hút cả các thương hiệu bán lẻ quốc tế và trong nước muốn gia tăng sự hiện diện của mình.

*VRE tập trung vào phát triển các VMM theo xu hướng tiêu dùng mới*

VRE chủ yếu mở rộng GFA của mình thông qua mô hình VMM, phát triển các TTTM theo xu hướng tiêu dùng mới.



Trung tâm thương mại mới nhất của công ty, VMM Grand Park, được phát triển theo chiến lược này từ đầu, đã đạt tỷ lệ lấp đầy cao (94%). Điều này, cùng với nỗ lực thu hút các khách thuê mới cho các TTTM hiện có, đã giúp tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống Vincom Mega Mall tăng 1,7 điểm % so với quý trước, đạt 90,3% trong Q2/24. VMM Grand Park là TTTM thứ hai theo mô hình “life-design mall” trong danh mục sáu Vincom Mega Mall của VRE.

*Vincom Retail cải tạo trung tâm thương mại để thu hút khách thuê*

VRE đã thành công trong việc cải tạo và mở cửa lại Vincom Plaza 3/2 tại TP.HCM, với tỷ lệ lấp đầy tăng đáng kể từ 56% trong Q2/23 lên 82% (90% nếu tính cả các khoản tiền đặt cọc và cam kết) trong Q2/24. TTTM này đã được tái định vị với sự kết hợp mới của các thương hiệu thời trang, F&B và giải trí, đáp ứng tốt hơn nhu cầu của các nhóm khách hàng mục tiêu như sinh viên, gia đình và nhân viên văn phòng.

Các VCP mới với tỷ lệ lấp đầy cao hơn và tỷ lệ lấp đầy được cải thiện tại các TTTM hiện có đã hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn hệ thống Vincom Plaza, tăng 1,1 điểm % so với quý trước, đạt 79,7%.

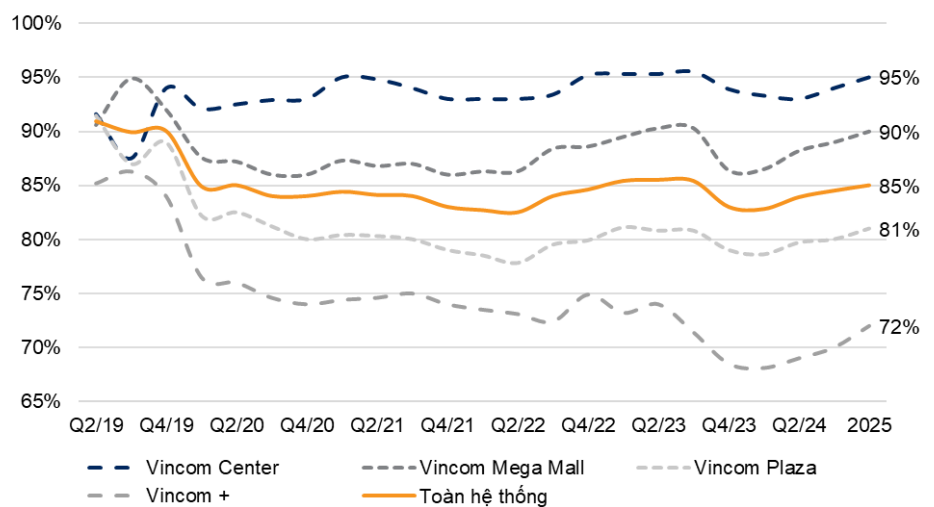
*Lợi thế của VRE là nhà phát triển BĐS bán lẻ hàng đầu trong thị trường nội địa*

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.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn bộ các TTTM của VRE đạt 84,5% trong năm 2024 và 85,0% trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của hệ thống Vincom Mega Mall sẽ đạt 89%/90% và Vincom Plaza sẽ đạt 80%/81% trong năm 2024-25.

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



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 23.400 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 10,7%. Chúng tôi sử dụng mức lãi suất phi rủi ro là 2,79% (dựa trên lợi suất TPCP kì hạn 10 năm tại ngày 30/06) và mức phần bù rủi ro thị trường là 7,78%. Chúng tôi điều chỉnh dự báo cho những năm tới dựa trên với quan điểm thận trọng hơn về tiến độ các TTTM mới đi vào hoạt động và chuyển mô hình dự báo của chúng tôi sang giai đoạn 2025-29.
- Phương pháp P/E: Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 13,0 lần (từ mức P/E mục tiêu trong báo cáo trước là 15,0 lần), cao hơn mức P/E trượt 12T là 10,0 lần và P/E trung bình 1 năm là 12,3 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.

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

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Định giá theo DCF	23.233	50%	11.617
Định giá theo P/E	23.520	50%	11.760
Giá mục tiêu (làm tròn)			23.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: Giá định WACC**

	Giá trị
Beta	1,1
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí vốn	11,4%
Chi phí nợ	10,0%
WACC	10,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Định giá theo DCF 5 năm**

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7.775	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	39.365	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	47.140	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	10.673	Tỷ đồng
Tổng nợ	(5.020)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	52.792	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu (làm tròn)	23.233	Đồng/CP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Tóm tắt dự phóng dòng tiền**

(Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	4.086	4.117	5.304	6.077	7.160	8.039
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(1.041)	(1.063)	(1.277)	(1.479)	(1.738)	(1.886)
EBIAT	3.045	3.054	4.027	4.598	5.422	6.153
Cộng: Chi phí khấu hao	2.588	3.850	3.984	4.341	4.517	4.644
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(10.389)	(10.901)	(8.007)	(4.400)	(2.810)	(4.086)
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	2.380	333	259	157	51	(291)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(2.376)	(3.664)	263	4.696	7.180	6.420
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(2.138)	(2.968)	189	3.052	4.164	3.338

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng DCF với giả định của chúng tôi**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	Giá định	WACC (%)				
		Giả định				
		10,3%	10,5%	10,7%	10,9%	11,1%
3,0%		22.103	21.671	21.262	20.873	20.504
3,5%		23.142	22.650	22.185	21.745	21.328
4,0%		24.344	23.776	<b>23.233</b>	22.741	22.267
4,5%		25.750	25.088	24.470	23.890	23.345
5,0%		27.418	26.636	25.909	25.231	24.597

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Định giá theo P/E**

Lợi nhuận ròng ước tính cho năm 2024 (tỷ đồng)	4.111
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.272,3
EPS 2024	1.809,2
PE mục tiêu (lần)	13,0
Giá mục tiêu (đồng/CP)	23.520

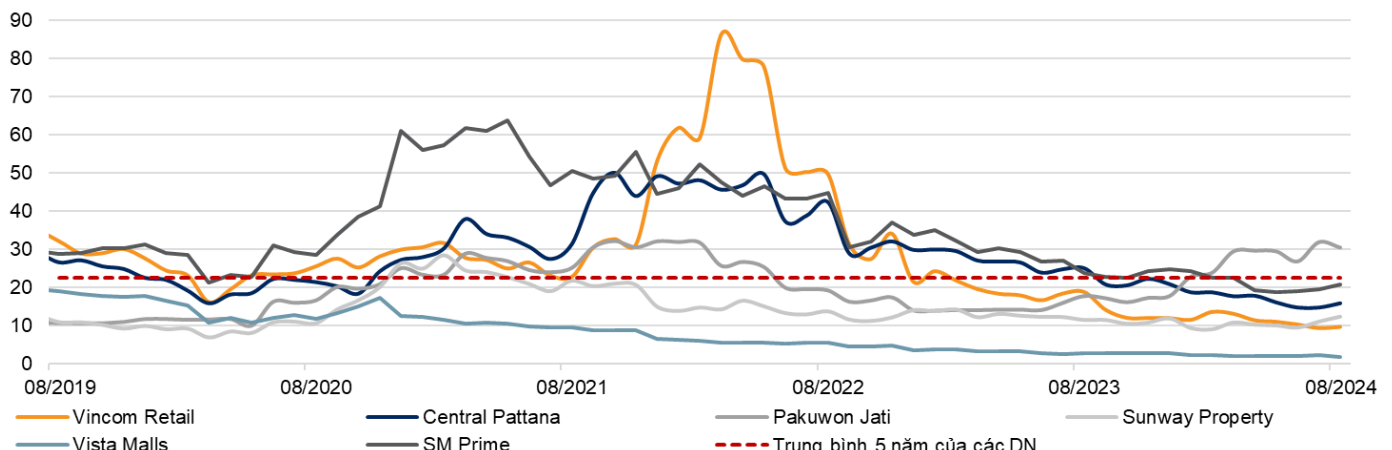
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng P/E với giả định của chúng tôi**

P/E mục tiêu (lần)								
Giả định								
11,0	11,5	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5	15,0
19.901	20.806	21.710	22.615	<b>23.520</b>	24.424	25.329	26.233	27.138

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: So sánh P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (P/E trượt 12T, dữ liệu ngày 16/09/2024)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 19/09/2024)

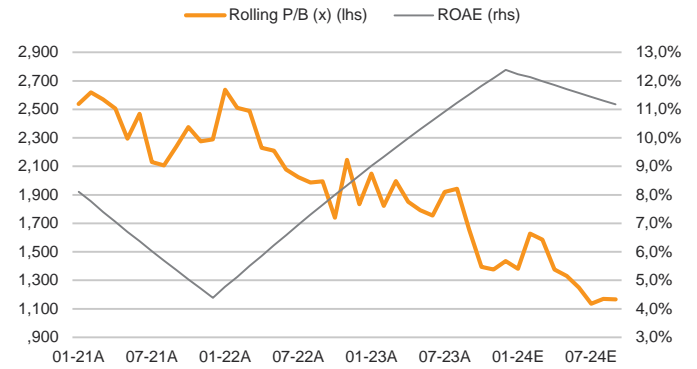
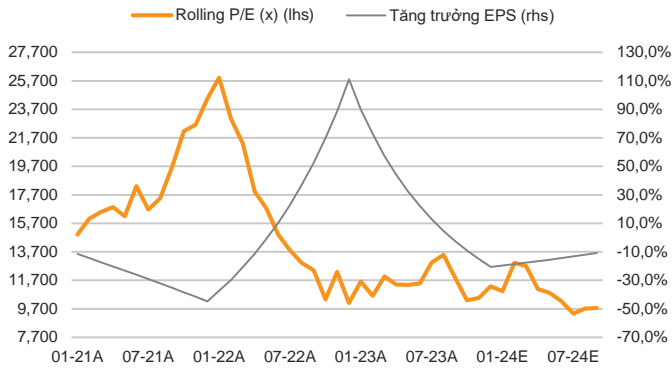
Công ty	Mã	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	P/E (lần)		P/E điều chỉnh	P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	ROE (%)		ROA (%)		Nợ/ VCSH (lần)
				Trượt 12T	2024		Hiện tại	2024		Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024	
Central Pattana	CPN TB	Thái Lan	9.000	18,0	18,1	16,7	3,2	2,9	40,0	19,1	16,6	5,8	5,7	1,2
Sunway Bhd	SWB TK	Malaysia	5.918	33,0	30,7	18,6	2,2	1,7	9,8	7,0	5,8	3,1	2,9	0,7
Uol Group	UOL SP	Singapore	1.652	14,0	11,8	16,9	1,3	1,2	36,8	9,9	10,1	5,6	6,4	0,3
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	3.624	7,0	15,3	5,4	0,4	0,4	43,8	6,5	2,6	3,1	1,9	0,3
Aeon Mall	8905 JP	Nhật Bản	3.271	22,0	25,4	21,3	1,0	1,0	57,0	4,5	4,0	1,3	1,8	1,8
Vistamalls	STR PM	Philippines	285	2,0	N/A	2,5	0,3	N/A	2,1	19,2	N/A	8,6	N/A	0,2
Sm Prime	SMPH PM	Philippines	16.731	22,0	20,6	27,0	2,3	2,2	33,0	10,9	10,7	4,5	4,7	1,0
<b>Trung bình</b>				<b>16,9</b>	<b>20,3</b>	<b>15,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>31,8</b>	<b>11,0</b>	<b>8,3</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>0,8</b>
<b>Trung vị</b>				<b>18,0</b>	<b>19,4</b>	<b>16,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>36,8</b>	<b>9,9</b>	<b>7,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>0,6</b>
Vincom Retail	VRE VN	Việt Nam	1.802	10,0	10,9	14,0	1,1	1,1	58,8	11,9	10,7	9,3	8,6	0,1

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

(\*): Dự phóng năm 2024, ngoại trừ VRE, được lấy dựa trên Bloomberg consensus.

(\*\*): P/E điều chỉnh được tính bằng P/E trượt 12T của các mã cổ phiếu chia cho VN-Index P/E.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	9.791	9.686	10.339
Giá vốn hàng bán	(4.445)	(4.708)	(5.069)
Chi phí quản lý DN	(439)	(669)	(893)
Chi phí bán hàng	(341)	(223)	(260)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>4.566</b>	<b>4.086</b>	<b>4.117</b>
EBITDA thuần	5.928	6.667	7.553
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.362)</b>	<b>(2.581)</b>	<b>(3.436)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>4.566</b>	<b>4.086</b>	<b>4.117</b>
Thu nhập lãi	1.146	1.453	1.344
Chi phí tài chính	(330)	(539)	(372)
Thu nhập ròng khác	144	153	173
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.526</b>	<b>5.153</b>	<b>5.262</b>
Thuế	(1.117)	(1.041)	(1.063)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	(1)
<b>LN ròng</b>	<b>4.408</b>	<b>4.111</b>	<b>4.198</b>
Thu nhập trên vốn	4.408	4.111	4.198
Cổ tức phổ thông	0	(3.493)	(3.493)
<b>LN giữ lại</b>	<b>4.408</b>	<b>618</b>	<b>705</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	4.102	4.613	5.780
Đầu tư ngắn hạn	1.071	1.060	1.131
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.613	305	338
Hàng tồn kho	640	277	93
Các tài sản ngắn hạn khác	2.611	2.583	2.757
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.036</b>	<b>8.838</b>	<b>10.099</b>
Tài sản cố định	1.442	1.478	1.008
Tổng đầu tư	12	11	11
Tài sản dài hạn khác	36.164	39.162	40.451
<b>Tổng tài sản</b>	<b>47.655</b>	<b>49.488</b>	<b>51.569</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.792	2.678	3.484
Phải trả người bán	448	772	831
Nợ ngắn hạn khác	4.005	3.724	3.967
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.245</b>	<b>7.174</b>	<b>8.283</b>
Vay & nợ dài hạn	2.144	2.343	2.492
Các khoản phải trả khác	1.438	1.525	1.642
Vốn điều lệ và	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	16.476	17.094	17.800
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.805</b>	<b>38.422</b>	<b>39.127</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	24	25
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>47.655</b>	<b>49.488</b>	<b>51.569</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.526</b>	<b>5.153</b>	<b>5.262</b>
Khấu hao	1.454	2.588	3.850
Thuế đã nộp	(576)	(1.041)	(1.063)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.020)	(2.091)	(1.399)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.492)</b>	<b>2.380</b>	<b>333</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>3.892</b>	<b>6.989</b>	<b>6.984</b>
Đầu tư TSCĐ	(8.322)	(10.389)	(10.901)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	817	777	738
Các khoản khác	1.950	11	(71)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(1.966)	5.445	6.837
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(7.521)</b>	<b>(4.156)</b>	<b>(3.397)</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	1.085	956
Dòng tiền từ HĐTC khác	(21)	87	117
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(3.493)	(3.493)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>711</b>	<b>(2.321)</b>	<b>(2.421)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.020	4.102	4.613
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(2.918)</b>	<b>512</b>	<b>1.166</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.102	4.613	5.780

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	45,0%	42,4%	40,6%
Vòng quay TS	0,22	0,20	0,20
ROAA	9,8%	8,5%	8,3%
Đòn bẩy tài chính	1,27	1,27	1,30
ROAE	12,4%	10,8%	10,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	46,2	8,6	9,0
Số ngày nắm giữ HTK	52,5	21,5	6,7
Số ngày phải trả tiền bán	36,8	60,0	59,9
Vòng quay TSCĐ	7,65	6,63	8,32
ROIC	10,6%	9,5%	9,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,2	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,2	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,8
Vòng quay tiền	61,9	(29,8)	(44,1)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	33,0%	(1,1%)	6,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	39,5%	(10,5%)	0,8%
Tăng trưởng LN ròng	58,8%	(6,7%)	2,1%
Tăng trưởng EPS	(20,6%)	(6,7%)	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)

### Steven Woo – Trưởng phòng

Email: [le.canthu@vndirect.com.vn](mailto:le.canthu@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>