

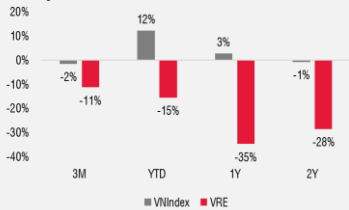
## Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 05/09/2024  
**Ngành:** Bất động sản  
**TPPT:** Trịnh Anh Tuấn  
**Email:** [tuanta2@ssi.com.vn](mailto:tuanta2@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8713

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **25.200 Đồng**  
**Giá CP ngày 05/09/2024:** 19.700 Đồng  
**% Tăng giá:** **+27,9%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 1.824  
**Giá trị vốn hoá (tỷ VND):** 45.560  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 2.272  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 10.578.617  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 30,3/16,8  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 213,1  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 22,1  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Vincom Retail (VRE) được thành lập vào năm 2012, là công ty con của CTCP Tập đoàn Vingroup (VIC: HOSE), hoạt động kinh doanh chính tập trung vào phát triển và vận hành trung tâm thương mại, đồng thời duy trì danh mục bất động sản để bán ở Vincom plaza và Vincom Plus trong thành phố và các tỉnh lân cận Hà Nội và TP. HCM. Đến hết quý 2/2024, lĩnh vực hoạt động của VRE đã mở rộng đến 46 tỉnh thành với 86 trung tâm mua sắm.

## Thách thức trong ngắn hạn nhưng triển vọng tươi sáng trong dài hạn

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng mới cho cổ phiếu VRE là **25.200 đồng/cp** (giảm từ 29.500 đồng/cp) do: i) chúng tôi dự báo tăng trưởng về giá cho thuê và công suất thuê thấp hơn trong năm 2025; ii) nợ ròng cao hơn tính tại cuối Q2/2024; và iii) chiết khấu định giá do lo ngại của các nhà đầu tư về việc Vinhomes mượn tài sản và các khoản cho Vinfast vay mượn. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VRE, với tiềm năng tăng giá là 27,9%.

VRE vẫn là đơn vị dẫn đầu thị trường trong mảng cho thuê trung tâm thương mại (TTTM), với 86 TTTM hiện hữu cũng như các TTTM mới đang được phát triển trên khắp cả nước. Do đó, Công ty được hưởng lợi lớn từ sự gia tăng của nhóm dân số có thu nhập trung bình tại Việt Nam trong tương lai.

**KQKD Q2/2024:** VRE đã ghi nhận sự phục hồi của tỷ lệ lấp đầy sau ghi sụt giảm từ Q3/2023 đến Q1/2024, khi khách thuê mới đã thuê trở lại từ Q2/2024. Cụ thể, tỷ lệ lấp đầy tăng lên mức 83,9% trong Q2/2024 từ mức 82,8% trong Q1/2024. Ngoài ra, VRE đã bàn giao 104 căn shophouse, tạo ra 467 tỷ đồng doanh thu (+137% svck và +68,7% so với quý trước). Theo đó, doanh thu thuần Q2/2024 đạt 2,48 nghìn tỷ đồng (+14,1% svck và +9,9% so với quý trước), trong khi LNST Q2/2024 đạt 1,02 nghìn tỷ đồng (+2,1% svck và -5,6% so với quý trước).

**Ước tính lợi nhuận:** Trong tháng 6 và tháng 7 năm 2024, VRE đã khai trương 4 TTTM mới tại TP.HCM, Bắc Giang, Điện Biên và Hà Giang với tổng diện tích sàn cho thuê là 80.400 m<sup>2</sup>, dự kiến sẽ đi vào hoạt động đầy đủ trong nửa cuối năm 2024. Ngoài ra, VRE dự kiến sẽ khai trương 1 TTTM mới tại tỉnh Quảng Trị vào tháng 9/2024, với tổng diện tích sàn cho thuê là 14.265 m<sup>2</sup>. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ đạt doanh thu và LNST lần lượt là 9,26 nghìn tỷ đồng (-5,4% svck) và 4,14 nghìn tỷ đồng (-6,2% svck) - phù hợp với dự báo trước đây của chúng tôi.

Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ khai trương 3 TTTM mới song hành với các dự án Vinhomes tại cả Hải Phòng và Hà Nội, bao gồm VMM Ocean Park 2. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt đạt 9,35 nghìn tỷ đồng (+0,9% svck) và 4,39 nghìn tỷ đồng (+6,1% svck).

**Rủi ro giảm giá đối với VRE bao gồm:** (i) việc phát triển các dự án của Vingroup không đúng tiến độ có thể ảnh hưởng đến việc mở rộng của công ty; và (ii) sức tiêu thụ yếu hơn dự kiến có thể dẫn đến kế hoạch mở rộng của khách thuê chậm lại.

**Quan điểm ngắn hạn: KÉM TÍCH CỰC,** chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2024 sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm 2024 do phần lớn doanh số bất động sản chưa ghi nhận đã được ghi nhận vào nửa đầu năm 2024.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.891	7.361	9.791	9.264	9.347
Tăng trưởng doanh thu thuần	-29,3%	25,0%	33,0%	-5,4%	0,9%
Lợi nhuận gộp	2.392	3.817	5.346	4.822	5.131
Biên lợi nhuận gộp	40,6%	51,8%	54,6%	52,0%	54,9%
LNTT	1.692	3.524	5.526	5.185	5.485
LNST	1.315	2.777	4.409	4.137	4.388
Tăng trưởng LN ròng	-44,8%	111,2%	58,8%	-6,2%	6,1%
Biên LN ròng	22,3%	37,7%	45,0%	44,7%	46,9%
EPS (VND)	578	1.222	1.940	1.820	1.931
ROA	3,4%	6,9%	9,8%	8,2%	8,1%
ROE	4,4%	8,7%	12,4%	10,4%	9,9%
P/E	52,0	21,5	12,0	10,8	10,2
P/B	2,2	1,8	1,4	1,1	1,0
EV/EBITDA	18,5	10,5	7,1	6,5	6,2

Nguồn: VRE, SSI Research

## Doanh số bán bất động sản tăng mạnh hơn trong Q2/2024 cùng với sự phục hồi của mảng cho thuê TTTM

(tỷ đồng)	2024	2023	YoY	1Q24	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							2024	2023	1Q24	2023
Doanh thu thuần	2.479	2.173	14,1%	2.255	9,9%	49,8%				
Lợi nhuận gộp	1.209	1.189	1,7%	1.255	-3,6%		48,8%	54,7%	55,7%	54,6%
Lợi nhuận hoạt động	953	1.072	-11,0%	1.049	-9,1%		38,5%	49,3%	46,5%	46,6%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	1.415	1.348	4,9%	1.508	-6,2%		57,1%	62,1%	66,9%	59,8%
EBITDA	1.415	1.710	-17,3%	1.508	-6,2%		57,1%	78,7%	66,9%	74,7%
Lợi nhuận trước thuế	1.277	1.268	0,7%	1.367	-6,6%		51,5%	58,4%	60,6%	56,4%
Lợi nhuận sau thuế	1.021	1.001	2,1%	1.083	-5,6%	47,6%	41,2%	46,1%	48,0%	45,0%
LNST thuộc cổ đông	1.021	1.001	2,1%	1.083	-5,6%		41,2%	46,1%	48,0%	45,0%

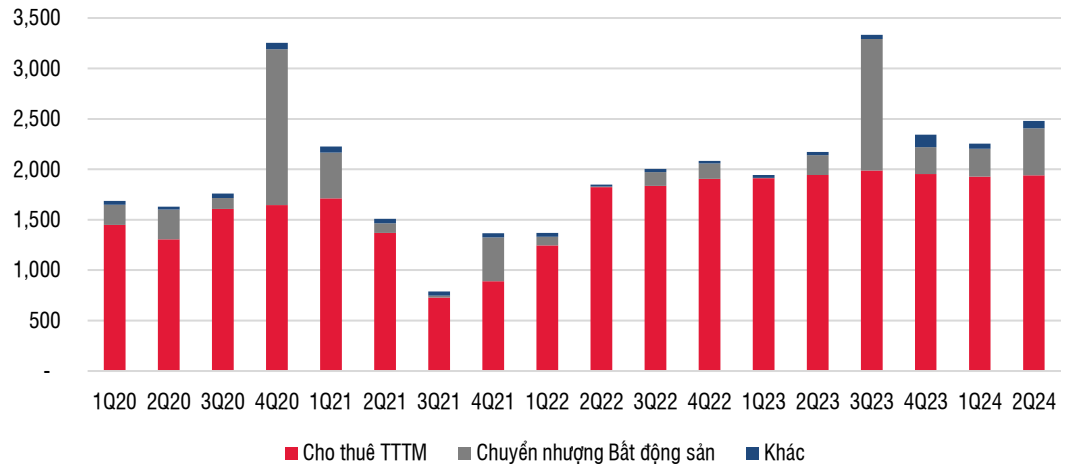
Nguồn: VRE, SSI Research

VRE đã công bố kết quả kinh doanh Q2/2024, trong đó doanh thu thuần đạt 2,48 nghìn tỷ đồng (+14,1% svck và 9,9% so với quý trước) và LNST đạt 1,02 nghìn tỷ đồng (+2,1% svck và -5,6% so với quý trước).

**Mảng cho thuê trung tâm thương mại** đóng góp 78,3% tổng doanh thu trong Q2/2024 và tăng trưởng 0,6% so với quý trước nhưng vẫn thấp hơn 0,2% so với doanh thu Q2/2023, đạt 1,94 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024. Tỷ lệ lấp đầy bắt đầu phục hồi trong Q2/2024, đạt mức trung bình là 83,9% (+1,1 điểm cơ bản so với Q1/2024) sau 3 quý liên tiếp suy giảm.

Vincom Megamall Grand Park, tọa lạc tại Quận 9, TP.HCM, đã chạy thử vào ngày 01/06/2024 và khai trương chính thức vào ngày 27/07/2024. TTTM này có tổng diện tích sàn là 45.255 m<sup>2</sup> và tỷ lệ lấp đầy cao là 94%. Ngoài ra, vào tháng 06/2024, VRE đã khai trương 2 TTTM mới tại tỉnh Điện Biên (tổng diện tích sàn cho thuê là 11.900 m<sup>2</sup>) và tỉnh Hà Giang (tổng diện tích sàn cho thuê là 9.800 m<sup>2</sup>), nâng tổng diện tích sàn cho thuê trong Q2/2024 lên hơn 1,81 triệu m<sup>2</sup> từ 1,75 triệu m<sup>2</sup> trong Q1/2024 (+3,8% so với quý trước). Khi khai trương, Vincom Plaza Điện Biên Phủ và Vincom Plaza Hà Giang có tỷ lệ lấp đầy lần lượt là 86% và 95%. Cả 3 TTTM đều bắt đầu hoạt động vào tháng 06/2024 nên doanh thu đóng góp vào hiệu suất chung trong Q2/2024 là rất nhỏ.

**Đối với doanh số bán bất động sản** trong Q2/2024, VRE tiếp tục bàn giao 104 căn shophouse tại dự án Đông Hà, tỉnh Quảng Trị, ghi nhận 467 tỷ đồng doanh thu (+137% svck và + 68,7% so với quý trước). Trong khi đó VRE chỉ bàn giao 23 căn shophouse trong Q2/2023 và 45 căn shophouse trong Q1/2024.

**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu theo quý (tỷ đồng)**

Nguồn: VRE, SSI Research

**Trong Q2/2024, biên lợi nhuận gộp (GPM) giảm đáng kể xuống còn 48,8% từ mức 55,7% trong Q1/2024 chủ yếu là do sự sụt giảm ở cả 2 mảng chính.**

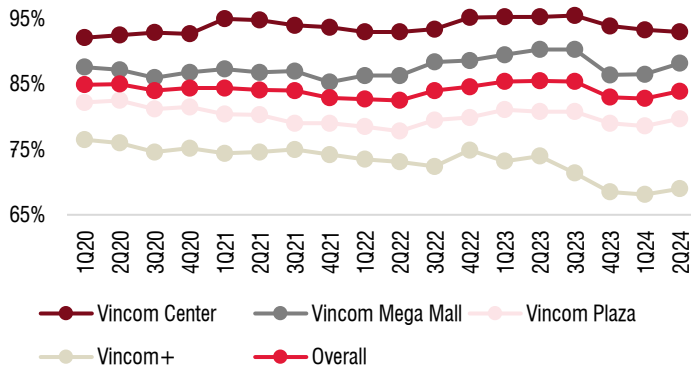
- *Mảng cho thuê TTTM* ghi nhận biên lợi nhuận gộp giảm xuống 53,9% trong Q2/2024, thấp hơn 6,1% so với Q1/2024 (59,9%) và thấp hơn 4% so với Q2/2023 (57,8%). Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, sự sụt giảm này là do chi phí thuê đất hàng năm cao hơn khi không được Chính phủ hỗ trợ như trong Q2/2023 và chi phí điện tăng so với quý trước vào những tháng nắng nóng gồm tháng 5 và tháng 6/2024. Trong năm 2023, Chính phủ đã quyết định giảm 30% tiền sử dụng đất cho các doanh nghiệp và cá nhân thuê đất để hỗ trợ nền kinh tế và được áp dụng cho cả năm 2023. Chính sách này đã hết hiệu lực vào đầu năm 2024. Do đó, chi phí sử dụng đất cho các TTTM lớn của VRE đã quay trở lại mức bình thường.

Sau khi biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê TTTM tăng mạnh lên mức 58,45% vào năm 2023, chủ yếu là do chi phí thuê đất giảm 30%, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê có thể dần cải thiện trong những năm tới từ mức 54% trong năm 2022. Sự cải thiện biên lợi nhuận gộp này sẽ phụ thuộc vào sự tăng trưởng của giá thuê và chi phí, bao gồm chi phí sử dụng đất và tiền lương.

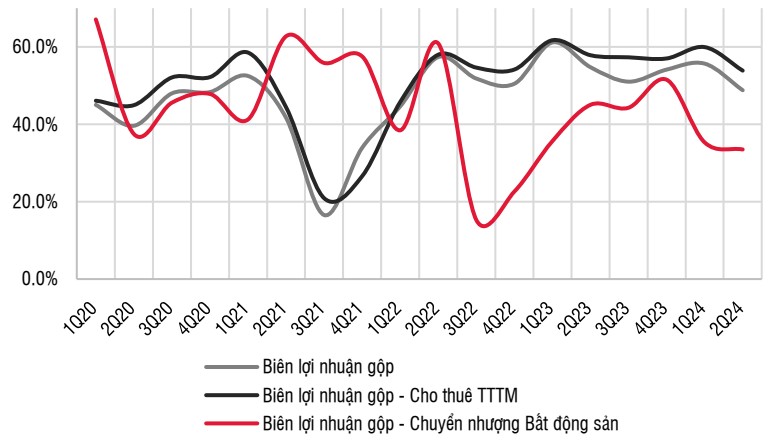
- *Tương tự, biên lợi nhuận gộp mảng bán bất động sản* đã giảm xuống mức 33,5% trong Q2/2024, so với mức 45% trong Q2/2023 và 35,3% trong Q1/2024, do sự khác biệt trong các dự án được bàn giao.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, VRE đã công bố doanh thu thuần đạt 4,73 nghìn tỷ đồng (+15% svck; tương đương 49,8% kế hoạch năm 2024) và LNST đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (+3,9% svck; tương đương 47,6% kế hoạch năm 2024).

Biểu đồ 2: Tỷ lệ lấp đầy của TTTM VRE %



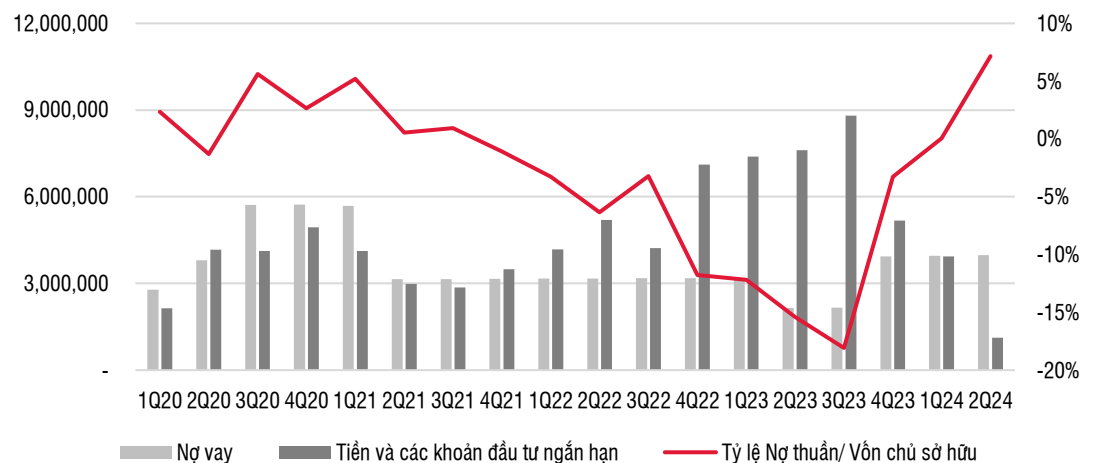
Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận gộp theo mảng hoạt động %



Nguồn: VRE, SSI Research

Tính đến cuối Q2/2024, tổng nợ vẫn ổn định ở mức 3,98 nghìn tỷ đồng, trong đó 1,82 nghìn tỷ đồng là nợ ngắn hạn và 2,15 nghìn tỷ đồng là nợ dài hạn. Tuy nhiên, VRE đã đặt cọc 3,04 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024 cho Vingroup và Vinhomes để mua các lô đất thương mại phục vụ cho mục đích phát triển bán bất động sản trong tương lai, chuẩn bị cho hàng tồn kho shophouse mới sau năm 2024. Do thiếu thông tin về các lô đất này, chúng tôi chưa dự báo doanh số bán bất động sản từ các lô đất này từ năm 2025. Tính đến cuối Q2/2024, khoản đặt cọc được ghi nhận là tài sản ngắn hạn và do đó, chúng tôi kỳ vọng VRE có thể hoàn tất các giao dịch trong 12 tháng tới. Do đó, số dư tiền mặt giảm từ 3,94 nghìn tỷ đồng tại cuối Q1/2024 xuống còn 1,12 nghìn tỷ đồng tại cuối Q2/2024. Mặc dù vậy, hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay) vẫn ở mức cao là 10,2 lần - cho thấy khả năng trả lãi vay tốt của VRE.

Biểu đồ 4: Nợ so với Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng) và tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu (%)



Nguồn: VRE, SSI Research

## Triển vọng và luận điểm đầu tư

Trong tháng 6/2024, VRE đã khai trương 3 TTTM mới với tổng diện tích sàn cho thuê khoảng 67.000 m<sup>2</sup>. Ngày 27/7/2024, VRE cũng đã khai trương Vincom Plaza Bắc Giang tại tỉnh Bắc Giang, giúp tăng thêm gần 13.400 m<sup>2</sup> vào tổng diện tích sàn cho thuê. Ngoài ra, VRE có kế hoạch khai trương 1 TTTM khác tại tỉnh Quảng Trị với tổng diện tích sàn cho thuê là 14.265 m<sup>2</sup> vào tháng 9/2024. Kế hoạch mở rộng này dự kiến sẽ tăng diện tích bán lẻ của VRE từ gần 1,75 triệu m<sup>2</sup> lên hơn 1,84 triệu m<sup>2</sup> vào cuối năm 2024.

Tuy nhiên, VRE đã lùi kế hoạch khai trương Vincom Megamall Ocean Park 2 với diện tích sàn cho thuê là 76.679 m<sup>2</sup> từ Q4/2024 sang năm sau. Quyết định này được đưa ra để chờ nhiều cư dân hơn chuyển đến các dự án Ocean Park 2 & 3, dự kiến sẽ thu hút nhiều khách hàng hơn đến TTTM VMM Ocean Park 2.

Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh nhẹ *dự báo năm 2024 đối với VRE, với doanh thu ước đạt 9,26 nghìn tỷ đồng (-5,4% svck) và LNST ước đạt 4,14 nghìn tỷ đồng (-6,2% svck)* do lùi thời gian khai trương VMM Ocean Park 2. So với ước tính doanh thu và LNST trước đây lần lượt là 9,24 nghìn tỷ đồng và 4,14 nghìn tỷ đồng.

Trong nửa cuối năm 2024, doanh thu bán bất động sản có thể giảm 69% so với nửa đầu năm 2024, đạt gần 230 tỷ đồng do phần lớn doanh số bán bất động sản chưa ghi nhận đã được ghi nhận vào nửa đầu năm 2024. Tuy nhiên, với 4 TTTM mới đi vào hoạt động hoàn toàn trong nửa cuối năm 2024 cùng với 1 TTTM mới khác sẽ đi vào hoạt động vào tháng 9/2024, doanh thu máng cho thuê TTTM dự kiến sẽ tăng trưởng 8% so với nửa đầu năm 2024 và đạt 4,18 nghìn tỷ đồng. Theo đó, ***doanh thu thuần và LNST trong nửa cuối năm 2024 dự kiến đạt lần lượt là 4,53 nghìn tỷ đồng (-4,3% so với nửa đầu năm 2024 và -20,2% svck) và 2,03 nghìn tỷ đồng (-3,4% so với nửa đầu năm 2024 và -14,7% svck).***

Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo VRE sẽ phục hồi nhờ:

- Tỷ lệ lấp đầy dự kiến cải thiện nhẹ và giá thuê tại các TTTM tiếp tục tăng.
- 5 TTTM mở mới trong Q2/2024 và Q3/2024, thay vì 6 TTTM như kế hoạch trước đó, sẽ đi vào hoạt động hoàn toàn trong năm 2025.
- Mở 3 TTTM mới vào giữa năm 2025, thay vì 2 TTTM như dự báo trước đó.

Do đó, ***chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt là 9,35 nghìn tỷ đồng (+0,9% svck) và 4,39 nghìn tỷ đồng (+6,1% svck)***, thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi là 9,57 nghìn tỷ đồng và 4,62 nghìn tỷ đồng.

Với hoạt động kinh doanh chính của VRE là đầu tư và vận hành TTTM trên khắp cả nước, chúng tôi sử dụng phương pháp vốn hóa để định giá cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm mới cho cổ phiếu VRE là **25.200 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 27,9%), giảm 14,6% so với giá mục tiêu trước đó là 29.500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do 3 lý do như sau:

- Doanh thu bán lẻ của cả nước tăng chậm trong 7 tháng đầu năm 2024 so với những năm trước dịch Covid-19, điều này có thể làm chậm kế hoạch mở rộng của khách thuê. Do đó, dự kiến tỷ lệ lấp đầy và giá thuê tại các TTTM hiện tại sẽ tăng chậm, cũng như kế hoạch khai trương TTTM mới.

- Nợ ròng tăng 2,86 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2024, so với 17 tỷ đồng vào cuối Q1/2024.
- Mọi lo ngại về việc trải trợ cho Vinfast vay và cho Vinhomes mượn tài sản có thể gây rủi ro đối với tài sản của VRE nếu Vinfast hoặc Vinhomes không trả được nợ đúng hạn. Do đó, để thận trọng, chúng tôi đã áp dụng mức chiết khấu 10% cho định giá TTTM.

Tại mức giá 19.700 đồng/cổ phiếu, cổ phiếu VRE đang giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 10,8x và P/B là 1,1x và P/E năm 2025 là 10,2x và P/B là 1,0x, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp vận hành TTTM khác trong khu vực như SM Prime Holdings (Philippines) và Central Pattana (Thái Lan).

Tên công ty	Nước	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B
SM Prime Holdings Inc	Philippine	15.296,2	18,7	2,1
Central Pattana PCL	Thái Lan	7.613,9	15,2	2,8
Vincom Retail	Việt Nam	1.677,4	10,1	1,0

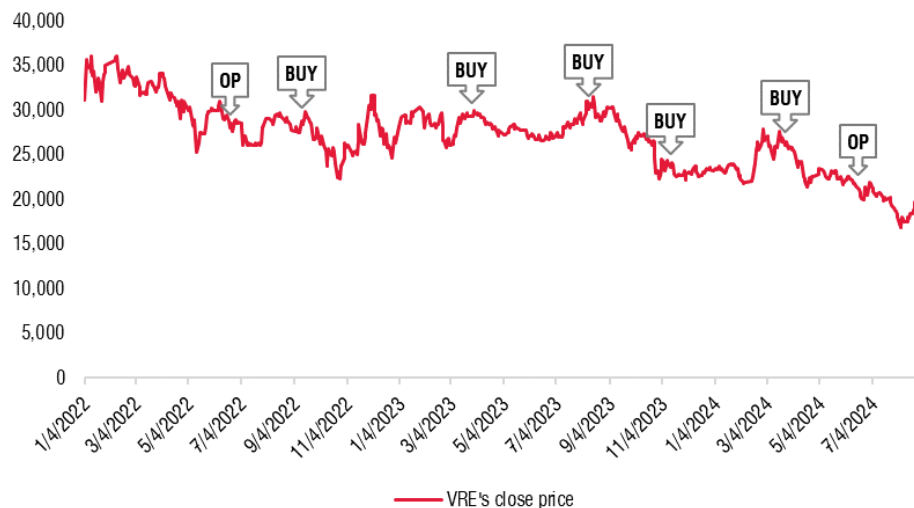
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VRE với giá mục tiêu 1 năm là **25.200 đồng/cp**.

**Rủi ro giảm giá đối với VRE bao gồm:** (i) việc phát triển các dự án của Vingroup không đúng tiến độ (bao gồm Vinhomes Wonder Park và Vinhomes Cổ Loa đều ở Hà Nội) có thể ảnh hưởng đến việc mở rộng của công ty; và (ii) sức tiêu thụ yếu hơn dự kiến có thể dẫn đến kế hoạch mở rộng của khách thuê chậm lại.

**Quan điểm ngắn hạn: KÉM TÍCH CỰC**, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2024 sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm 2024 do doanh số bất động sản chưa ghi nhận trước đó được ghi nhận vào nửa đầu năm 2024.

#### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	7.020	4.102	3.897	5.992
+ Đầu tư ngắn hạn	97	1.071	964	964
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.404	1.613	1.515	1.529
+ Hàng tồn kho	1.178	640	320	182
+ Tài sản ngắn hạn khác	835	2.611	6.045	6.094
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.535</b>	<b>10.036</b>	<b>12.740</b>	<b>14.762</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	8	12	12	12
+ GTCL Tài sản cố định	418	413	380	347
+ Bất động sản đầu tư	26.514	25.180	27.731	29.447
+ Tài sản dài hạn dở dang	699	1.028	1.028	1.028
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	4.526	10.984	11.447	9.889
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>32.166</b>	<b>37.617</b>	<b>40.598</b>	<b>40.723</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>42.701</b>	<b>47.654</b>	<b>53.339</b>	<b>55.485</b>
+ Nợ ngắn hạn	5.819	4.473	5.904	4.847
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>1.065</i>	<i>20</i>	<i>1.988</i>	<i>1.886</i>
+ Nợ dài hạn	3.457	5.354	5.471	4.286
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>2.121</i>	<i>3.916</i>	<i>3.131</i>	<i>2.080</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>9.276</b>	<b>9.827</b>	<b>11.375</b>	<b>9.133</b>
+ Vốn góp	23.288	23.288	23.288	23.288
+ Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47
+ Lợi nhuận chưa phân phối	12.065	16.476	20.612	25.000
+ Quỹ khác	-1.975	-1.984	-1.984	-1.984
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>33.425</b>	<b>37.827</b>	<b>41.963</b>	<b>46.352</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>42.701</b>	<b>47.654</b>	<b>53.339</b>	<b>55.485</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	5.072	3.892	2.773	6.716
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.328	-7.521	-4.161	-3.467
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-21	711	1.183	-1.153
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>3.723</b>	<b>-2.918</b>	<b>-205</b>	<b>2.096</b>
Tiền đầu kỳ	3.297	7.020	4.102	3.897
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>7.020</b>	<b>4.102</b>	<b>3.897</b>	<b>5.992</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,81	2,24	2,16	3,05
Hệ số thanh toán nhanh	1,46	1,52	1,08	1,75
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,22	1,16	0,82	1,44
Nợ ròng / EBITDA	-0,37	-0,27	0,07	-0,05
Khả năng thanh toán lãi vay	10,81	17,72	11,13	14,83
Ngày phải thu	56,6	48	56	54,2
Ngày phải trả	64,4	48,2	55,2	75,6
Ngày tồn kho	90,7	74,6	39,4	21,7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,78	0,79	0,79	0,84
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,22	0,21	0,21	0,16
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,28	0,26	0,27	0,2
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,1	0,1	0,12	0,09
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,03	0,0	0,05	0,04

Nguồn: VRE, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.361</b>	<b>9.791</b>	<b>9.264</b>	<b>9.347</b>
Giá vốn hàng bán	-3.545	-4.445	-4.443	-4.216
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.817</b>	<b>5.346</b>	<b>4.822</b>	<b>5.131</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	539	1.146	1.672	1.508
Chi phí tài chính	-359	-330	-512	-397
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-172	-341	-248	-232
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-371	-439	-610	-634
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>3.453</b>	<b>5.382</b>	<b>5.124</b>	<b>5.377</b>
Thu nhập khác	72	144	61	108
Lợi nhuận trước thuế	3.524	5.526	5.185	5.485
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2.777</b>	<b>4.409</b>	<b>4.137</b>	<b>4.388</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>2.776</b>	<b>4.409</b>	<b>4.136</b>	<b>4.388</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	1.222	1.940	1.820	1.931
Giá trị sổ sách (VND)	14.695	16.637	18.457	20.388
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	3.884	5.857	5.697	5.882
EBITDA	5.336	7.310	7.340	7.667
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	25,0%	33,0%	-5,4%	0,9%
EBITDA	45,3%	37,0%	0,4%	4,5%
EBIT	78,3%	50,8%	-2,7%	3,3%
Lợi nhuận ròng	111,2%	58,8%	-6,2%	6,1%
Vốn chủ sở hữu	9,0%	13,2%	10,9%	10,5%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	12,7%	11,6%	11,9%	4,0%
<b>Định giá</b>				
PE	21,5	12	10,8	10,2
PB	1,8	1,4	1,1	1
Giá/Doanh thu	8,1	5,4	4,8	4,8
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	10,5	7,1	6,5	6,2
EV/Doanh thu	7,6	5,3	5,1	5,1
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	51,8%	54,6%	52,0%	54,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	44,5%	46,6%	42,8%	45,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	37,7%	45,0%	44,7%	46,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,3%	3,5%	2,7%	2,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	5,0%	4,5%	6,6%	6,8%
ROE	8,7%	12,4%	10,4%	9,9%
ROA	6,9%	9,8%	8,2%	8,1%
ROIC	8,7%	11,9%	10,2%	9,7%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Ví mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Ngành bất động sản

#### Trịnh Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích

tuanta2@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8713

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6737

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704