

Ngày 11/06/2024

## BÁO CÁO DOANH NGHIỆP



# CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM RETAIL – HOSE: VRE

## Ngành Bất động sản

### XẾP HẠNG 12 THÁNG

**MUA**

|                         |                   |
|-------------------------|-------------------|
| Giá mục tiêu 12 tháng   | 25,900đ           |
| Vùng giá khuyến nghị    | 21,000đ – 22,000đ |
| Lợi nhuận kỳ vọng       | 18% – 23%         |
| Giá đóng cửa 11/06/2024 | 21,700đ           |

### THÔNG TIN GIAO DỊCH

|                      |                     |
|----------------------|---------------------|
| KLGD TB 52 tuần      | 6,777,407           |
| Khối lượng lưu hành  | 2,272.32 (Triệu CP) |
| Biên độ 52 tuần      | 21,300 đ – 31,500 đ |
| Vốn hóa doanh nghiệp | 49,423 tỷ VNĐ       |
| Beta                 | 1.19                |

## MỞ RA CHƯƠNG MỚI

**KQKD Q1/2024 tăng trưởng ổn định** khi doanh thu thuần đạt 2.254.6 tỷ đồng (+16% YoY), lợi nhuận sau thuế sau lợi ích CĐTS đạt 1.082,6 tỷ đồng (+6% YoY), chủ yếu là do ghi nhận bàn giao BĐS cao hơn trong quý. Dù biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) của mảng cho thuê bán lẻ giảm 5,7 điểm % so với mức cơ sở cao trong Q1/2023 và gần như đi ngang QoQ, ban lãnh đạo kỳ vọng biên NOI sẽ tiếp tục giảm trong Q2/2024 do chi phí năng lượng tăng trong mùa hè và kỳ vọng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024 được hỗ trợ bởi sự cải thiện của tỷ lệ lấp đầy trung bình.

**Kế hoạch khai trương TTTM 2024.** VRE tiếp tục dự kiến khai trương 6 TTTM mới trong năm 2024. Trong đó, 4 TTTM (bao gồm Vincom Mega Mall Grand Park với diện tích sàn cho thuê (GFA) khoảng 45.200 m2 và tỷ lệ lấp đầy là 87% tính đến tháng 4/2024; và 3 TTTM Vincom Plaza) dự kiến sẽ khai trương vào tháng 6/2024 và 2 TTTM dự kiến sẽ khai trương vào quý 4/2024.

**VRE sẽ tiếp tục hợp tác với Vingroup để triển khai các dự án phát triển mặt bằng bán lẻ cho thuê.** Theo ban lãnh đạo, nhóm bốn cổ đông lớn mới đã có kinh nghiệm trong ngành bán lẻ và thành công trước đó trong các mô hình kinh doanh bán lẻ, cũng như sở hữu kinh nghiệm lâu năm về quản trị và vận hành, những điều này sẽ giúp củng cố cho đà phát triển của VRE trong tương lai.

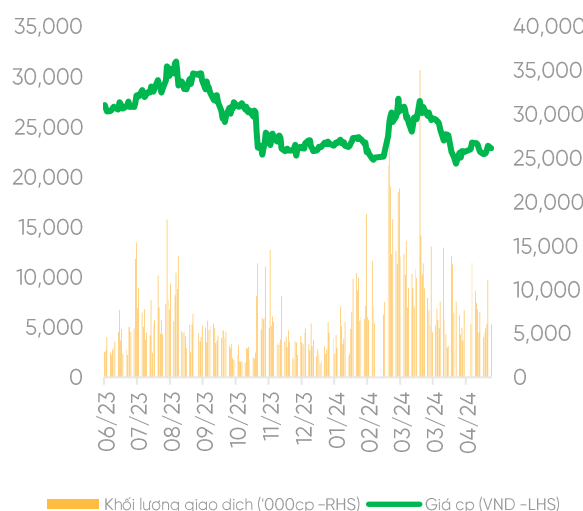
### Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VRE là 25,900 đồng/ cổ phiếu, theo đó **chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VRE** dựa trên những điểm nhấn về: (i) Kế hoạch mở rộng tham vọng phù hợp với xu hướng thị trường BĐS thương mại, (ii) Tiềm lực tài chính mạnh đảm bảo thực hiện kế hoạch mở rộng, và (iii) Sự phục hồi của trụ cột tiêu dùng sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh tại các TTTM, trong bối cảnh thị trường BĐS thương mại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định.

### Rủi ro

- Hồi phục tiêu dùng kém hơn dự kiến ảnh hưởng đến việc mở rộng của khách thuê
- Các đại dự án của Vinhomes không phát triển đúng tiến độ ảnh hưởng đến quá trình mở rộng trung tâm thương mại

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VRE



| Đơn vị: tỷ đồng      | Đơn vị | 2023A | 2024F | 2025F  |
|----------------------|--------|-------|-------|--------|
| Doanh thu            | Tỷ VNĐ | 9,791 | 8,963 | 10,293 |
| EBIT                 | Tỷ VNĐ | 4,566 | 4,560 | 5,032  |
| LNST                 | Tỷ VNĐ | 4,409 | 3,758 | 4,154  |
| EPS (VNĐ)            | VNĐ    | 1,893 | 1,608 | 1,777  |
| Tăng trưởng EPS (%)  | %      | 59%   | -15%  | 11%    |
| P/E (x)              | Lần    | 11.4  | 13.5  | 12.2   |
| P/B (x)              | Lần    | 1.3   | 1.2   | 1.1    |
| ROE (%)              | %      | 12%   | 9%    | 9%     |
| Nợ vay / Vốn CSH (%) | %      | 10%   | 8%    | 5%     |

Nguồn: VPBankS Research

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Thái Bình**

binhtt@vpbanks.com.vn

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Thông tin doanh nghiệp

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 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 trong thành phố và các tỉnh lân cận Hà Nội và TP. HCM nhằm thiết lập “điểm đến mua sắm” tại mỗi tỉnh thành. Đến nay, lĩnh vực hoạt động của VRE đã mở rộng đến 44 tỉnh thành với 83 trung tâm mua sắm.



#### Hệ thống TTTM Vincom Center BIỂU TƯỢNG CỦA ĐẲNG CẤP

Vincom Center tọa lạc tại các vị trí đắc địa tại các đô thị lớn, đông dân cư của Việt Nam với các thương hiệu nổi tiếng trong nước và quốc tế.



#### Hệ thống trung tâm mua sắm Vincom+

##### ĐÓN ĐẦU VÀ THAY ĐỔI XU HƯỚNG TIÊU DÙNG CỦA NGƯỜI DÂN ĐỊA PHƯƠNG

Vincom Retail đã ra mắt 15 trung tâm mua sắm Vincom+ tại 11 tỉnh thành trên cả nước.



#### Hệ thống TTTM Vincom Plaza ĐIỂM ĐẾN YÊU THÍCH HÀNG NGÀY CỦA MỌI GIA ĐÌNH

Hiện tại, Vincom Retail sở hữu và vận hành 56 TTTM Vincom Plaza tại 44 tỉnh thành trên cả nước.



#### Hệ thống TTTM Vincom Mega Mall BIỂU TƯỢNG CỦA PHONG CÁCH SỐNG MỚI

Vincom Mega Mall là các TTTM có quy mô lớn, hướng tới các đối tượng trung lưu với vị trí hấp dẫn tại các khu đô thị phức hợp, khu vực đông dân cư, mang đến hàng trăm thương hiệu và các phân khu giải trí – ẩm thực quy mô và độc đáo. Hiện có năm TTTM Vincom Mega Mall trên cả nước, gồm bốn tại Hà Nội và một tại Thành phố Hồ Chí Minh.



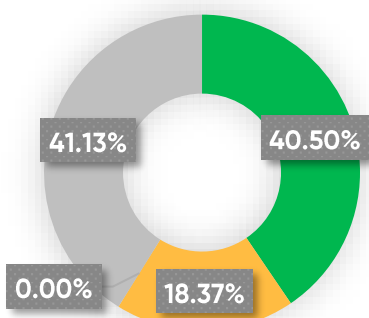
#### Bất động sản nhà phố thương mại

Vincom Retail phát triển nhà phố thương mại (shophouse) xung quanh các TTTM Vincom Plaza và Vincom+.

#### Du lịch bán lẻ

Vincom Retail giúp kết nối chủ sở hữu các bất động sản nhà phố thương mại với khách thuê tại các khu phố thương mại, xây dựng và triển khai các chương trình marketing thu hút khách mua sắm tới các dự án bất động sản du lịch bán lẻ phát triển tại những điểm đến du lịch hấp dẫn nhất Việt Nam

### Cơ cấu cổ đông



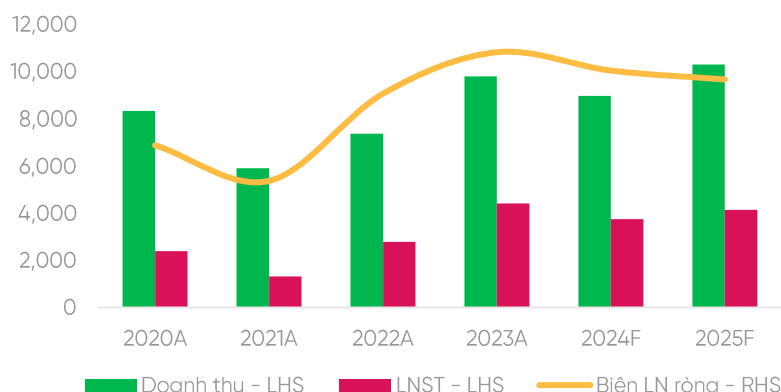
- Công ty CP Kinh Doanh Thương Mại Sado
- Tập đoàn Vingroup
- BLD và người liên quan

VRE có các cổ đông lớn là Công ty CP Kinh doanh Thương Mai Sado (40,50%), Tập đoàn Vingroup (18,37%), tuy nhiên BLD và người liên quan không sở hữu cổ phần. Cổ đông nước ngoài chiếm 27,31%.

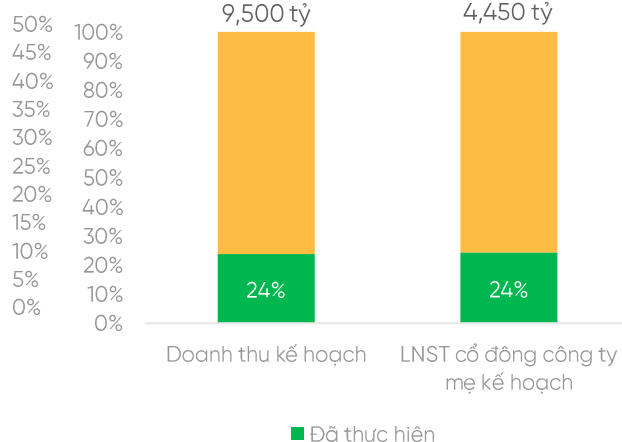
## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

**BIỂU 1. DOANH THU & LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG**

Đơn vị: Tỷ VNĐ


**BIỂU 2. KẾ HOẠCH NĂM & THỰC HIỆN 2024**

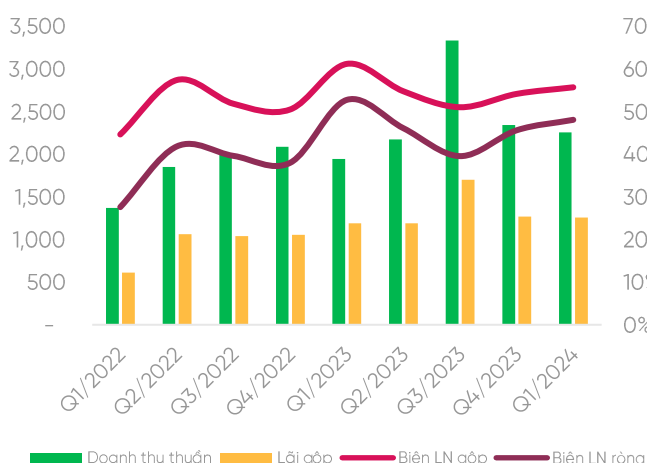
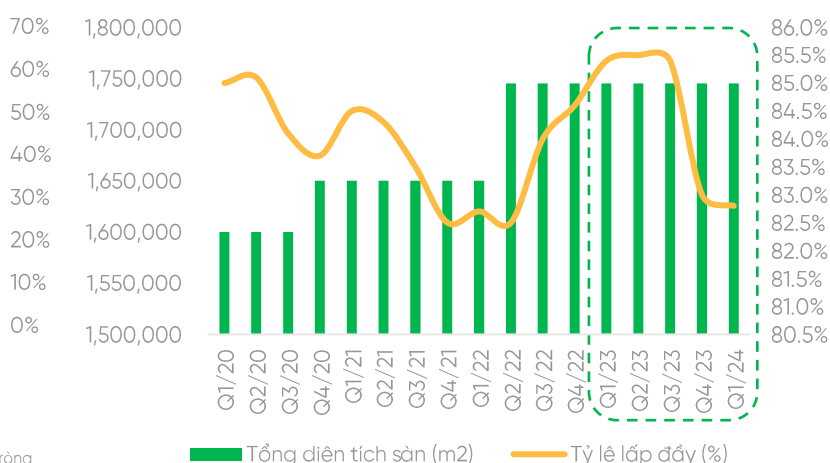
Đơn vị: Tỷ VNĐ



- Trong Q1/2024, Vincom Retail đạt 2.254.6 tỷ đồng tổng doanh thu, tăng 16% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế sau lợi ích CĐTS đạt 1.082,6 tỷ đồng, tăng 6% so với cùng kỳ năm trước và ghi nhận biên lợi nhuận sau thuế ở mức 48% doanh thu, hoàn thành 24% và 24% kế hoạch năm 2024. VRE ghi nhận biên lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng nhờ vào việc tập trung tối ưu về hiệu quả hoạt động và chi phí quản lý vận hành. Dù vậy, với việc tỷ lệ lấp đầy có sự sụt giảm liên tục trong 2 quý gần đây (giảm 2.6 điểm phần trăm so với cùng kỳ), đây sẽ rủi ro chúng tôi chú ý quan sát trong thời gian tới.
- Doanh thu cho thuê bán lẻ đạt 1.928 tỷ đồng (+1% YoY và -1% QoQ). Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) của mảng cho thuê bán lẻ đạt 72,3% trong Q1/2024, giảm 5,7 điểm % so với mức cơ sở cao trong Q1/2023 và gần như đi ngang QoQ, chủ yếu do (i) tỷ lệ lấp đầy trung bình giảm (tỷ lệ lấp đầy trung bình Q1/2024 là 82,8%, giảm 0,2 điểm % QoQ và -2,6 điểm % YoY), (ii) chi phí thuê đất tăng tại một số trung tâm thương mại (TTTM) khi chính sách hỗ trợ miễn tiền thuê đất của Chính phủ do COVID-19 đã hết hiệu lực vào đầu năm 2024 và (iii) chi phí tiếp thị tăng. Theo ban lãnh đạo, biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) của mảng cho thuê bán lẻ sẽ tiếp tục giảm trong Q2/2024 do chi phí năng lượng tăng trong mùa hè và kỳ vọng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024 được hỗ trợ bởi sự cải thiện của tỷ lệ lấp đầy trung bình.
- Doanh thu chuyển nhượng bất động sản đạt 277 tỷ đồng (so với 267 tỷ đồng trong Q4/2023 và 3 tỷ đồng trong Q1/2023), đến từ việc bàn giao đúng tiến độ 45 sản phẩm tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị). Theo ban lãnh đạo, VRE dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu mảng BĐS trong năm 2024 là 700 tỷ đồng.
- Kế hoạch khai trương TTTM 2024. VRE dự kiến khai trương 6 TTTM mới trong năm 2024 (không thay đổi so với kế hoạch được nêu trong cuộc họp nhà đầu tư vào tháng 10/2023). Trong đó, 4 TTTM (bao gồm Vincom Mega Mall Grand Park với diện tích sàn cho thuê (GFA) khoảng 45.200 m<sup>2</sup> và tỷ lệ lấp đầy là 87% tính đến tháng 4/2024; và 3 TTTM Vincom Plaza) dự kiến sẽ khai trương vào tháng 6/2024 và 2 TTTM dự kiến sẽ khai trương vào quý 4/2024.

**BIỂU 3. KẾT QUẢ KINH DOANH THEO QUÝ**

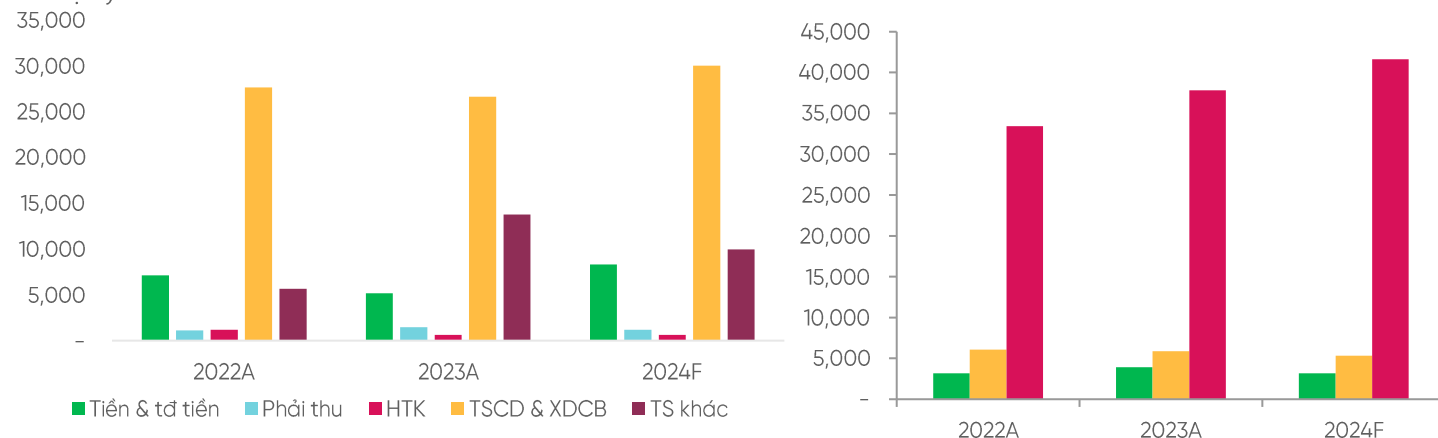
Đơn vị: Tỷ VNĐ


**BIỂU 4. TỔNG DIỆN TÍCH SÀN (m<sup>2</sup>) & TỶ LỆ LẤP ĐẦY TẠI CÁC TTTM CỦA VRE (%)**


## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

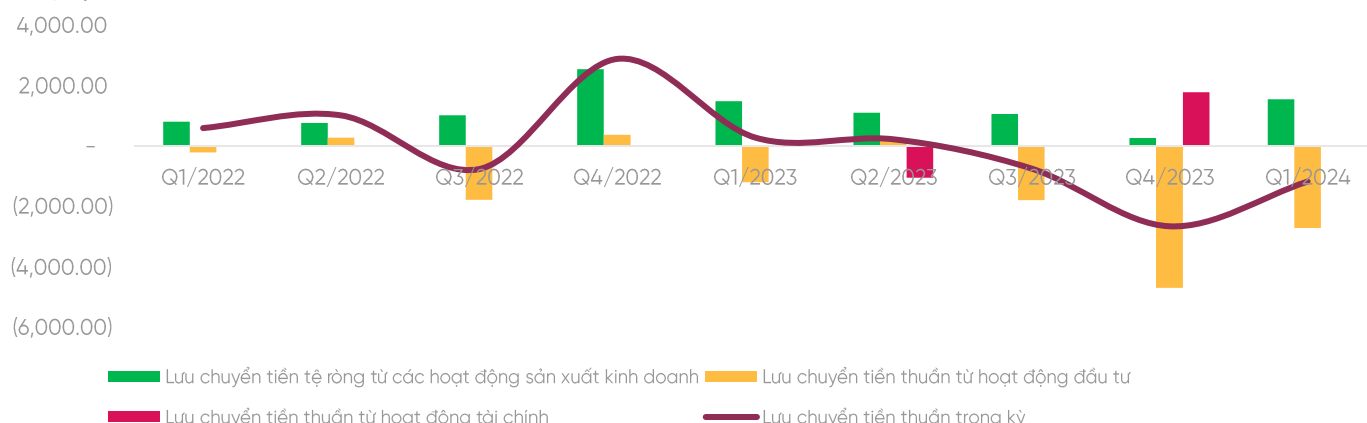
BIỂU 5. BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ VNĐ



BIỂU 6. DÒNG TIỀN KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ VNĐ



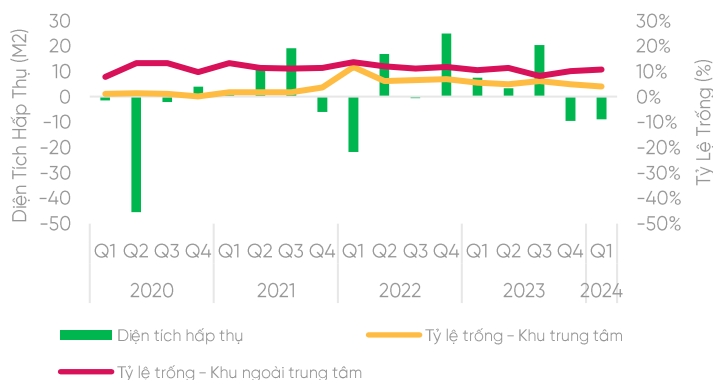
- Cuối Q1/2024, VRE có tổng tài sản là 49.016 tỷ đồng, tăng 1.362 tỷ đồng (+3%) so với cuối năm 2023.** Theo đó, tài sản ngắn hạn là 11.393 tỷ đồng, tăng 1.357 tỷ đồng so với cuối năm 2023, chủ yếu do tăng 2.350 tỷ đồng phải thu về cho vay ngắn hạn của bên liên quan. Tài sản dài hạn đạt 37.622 tỷ đồng vào cuối Q1/2024, chủ yếu là giá trị (ròng) tài sản đầu tư và khoản đặt cọc cho các bên liên quan để hợp tác đầu tư nhằm có quyền mua lại một số TTTM trong tương lai sau khi hoàn thiện.
- Tổng nợ vay của VRE đạt 3.956 tỷ đồng vào cuối Q1/2024,** khá tương đồng với cuối 2023. Tỷ lệ nợ vay ngắn dài hạn/ VCSH được duy trì ở mức khỏe mạnh 10%.
- VRE vẫn đang sở hữu bảng cân đối lành mạnh với các chỉ số về tỷ lệ đòn bẩy và khả năng thanh toán duy trì ở mức tốt, đảm bảo nguồn vốn cần thiết cho các kế hoạch tăng trưởng với dòng tiền mặt ròng ổn định từ sản xuất kinh doanh:** Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh lần lượt là 1,72 lần và 1,64 lần. Tỷ lệ Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn và tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn lần lượt ghi nhận ở mức 21% và 79%, và không có biến động đáng kể về cấu trúc nguồn vốn.
- Tiềm lực tài chính mạnh mẽ để đảm bảo việc thực hiện kế hoạch mở rộng:** Kế hoạch mở rộng mạnh mẽ trong 2024 (tham khảo trang 6) 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.



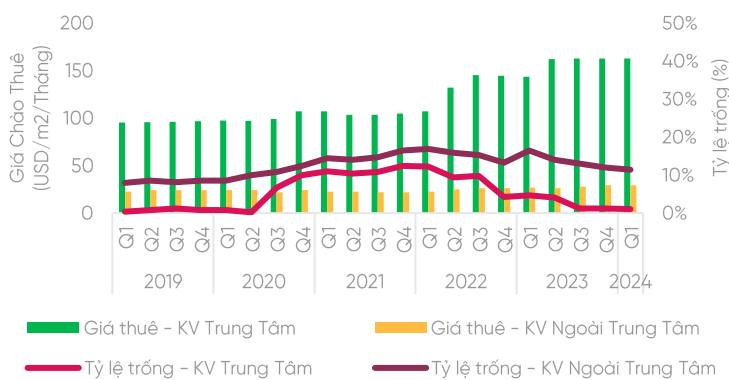
## TRIỂN VỌNG KINH DOANH: KẾ HOẠCH MỞ RỘNG MẠNH MẼ TRONG 2024F – HƯỞNG LỢI TỪ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG BĐS BÁN LẺ VIỆT NAM

- 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 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 (i) 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, (ii) 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, và (iii) 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.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê bán lẻ VRE sẽ tăng trưởng khả quan (+13% YoY), được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về doanh số khách thuê cao hơn nhờ kỳ vọng niềm tin của người tiêu dùng và sức mua phục hồi, theo đó tỷ lệ lấp đầy sẽ dần tăng từ nền thấp của Q1/2024 (tham khảo Biểu 4). Cải thiện tỷ lệ lấp đầy cũng là mục tiêu chính của VRE trong năm 2024 (để tránh ảnh hưởng trải nghiệm của người tiêu dùng, thậm chí có thể gây tác động dây chuyền khi lượng khách thấp càng khiến tỷ lệ lấp đầy giảm), và chúng tôi cho rằng VRE có thể sẽ giảm tốc độ tăng trưởng giá thuê để đạt mục tiêu này.
- Bên cạnh đó, trong 2024 VRE dự kiến sẽ đưa vào hoạt động 6 TTTM mới với tổng GFA bán lẻ mở mới đạt 171.309 m2, đưa tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE lên 1,91 triệu m2 vào cuối năm 2024 so với mức 1,75 triệu m2 vào cuối năm 2023. Tuy vậy, doanh thu từ chuyển nhượng shophouse sẽ không còn đóng góp đáng kể trong tương lai do VRE dự kiến sẽ chỉ ghi nhận lần lượt 700 tỷ doanh thu shophouse trong 2024 - hàng tồn kho bất động sản tại Q1/2024 chỉ còn 511 tỷ. Chúng tôi đánh giá các căn shophouse chuyển nhượng/ cho thuê sẽ không đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh ngắn hạn của VRE.
- Về dài hạn hơn, các dự án triển khai sau 2024 sẽ cần được đàm phán cụ thể với Vingroup. Dù chiến lược mở rộng của VRE ít nhất sẽ không bị ảnh hưởng trong năm tới do trước đây VRE đã thanh toán một khoản đặt cọc sớm để mua đất của VIC tại giá vốn, trong dài hạn hơn, chúng tôi đánh giá chi phí chuyển nhượng có thể sẽ kém thuận lợi hơn mức giá gốc hiện nay, tức có rủi ro gia tăng chi phí liên quan đến mở rộng quỹ đất. Tuy vậy, theo ban lãnh đạo VRE chia sẻ VRE vẫn sẽ tiếp tục là đối tác vận hành TTTM của Vingroup (do Vingroup vẫn là cổ đông lớn của VRE), đồng thời tiếp tục là đối tác chiến lược với các công ty trong hệ sinh thái của Vingroup.

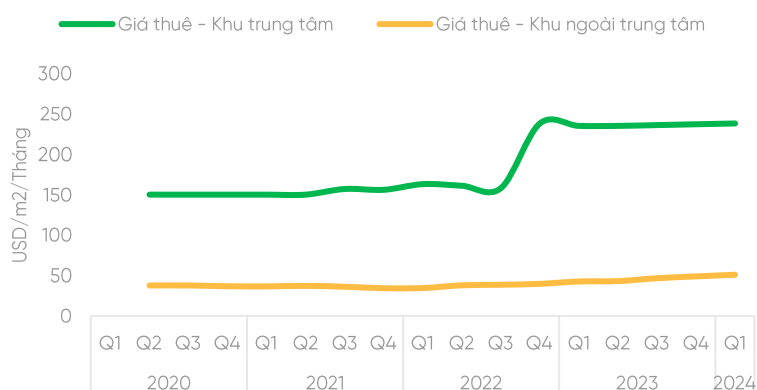
**BIỂU 7. HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ, TPHCM**



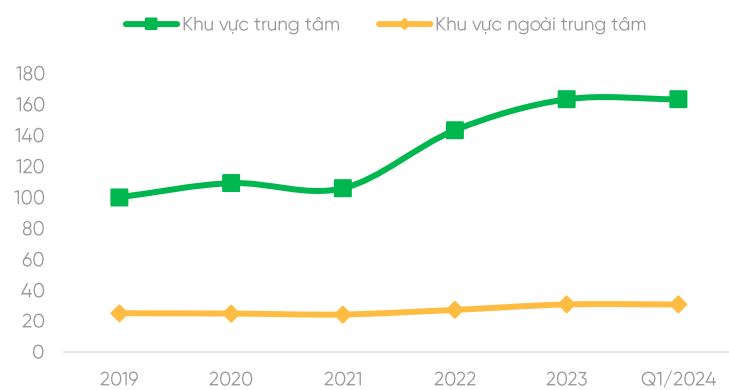
**BIỂU 8. HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ, HÀ NỘI**



**BIỂU 9. GIÁ CHÀO THUÊ BÁN LẺ, TPHCM**



**BIỂU 10. GIÁ CHÀO THUÊ BÁN LẺ, HÀ NỘI**



## CÁC DỰ ÁN ĐANG VÀ SẮP TRIỂN KHAI

Các dự án VNM Grand Park, VCP Hà Giang, VNM Empire, VCP Điện Biên Phủ, VCP Đông Hà Quảng Trị, VCP Bắc Giang sắp khai trương được kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh số bán hàng trong 2024F-2025F.

### **VMM Grand Park: tâm điểm mua sắm – vui chơi – giải trí không chỉ cho cư dân đại đô thị Vinhomes Grand Park và cư dân khu vực lân cận**

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Quận 9, TP HCM

Tổng diện tích cho thuê: 45.255 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

**Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024**



### **VCP Hà Giang: không gian đô thị hiện đại, mang đến trải nghiệm mua sắm, vui chơi giải trí và ẩm thực cho người dân Hà Giang**

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Hà Giang

Tổng diện tích sàn cho thuê: 9.796 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

**Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024**



### **VCP Điện Biên Phủ: dự án có 4 mặt tiền đẳng cấp – nơi được mệnh danh là tuyến đường đẹp nhất Điện Biên**

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Điện Biên

Tổng diện tích sàn cho thuê: 11.942 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

**Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024**



### **VCP Bắc Giang: định hướng phát triển trở thành khu phức hợp nhà phố cao cấp, trung tâm thương mại và dịch vụ, văn phòng**

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Bắc Giang

Tổng diện tích sàn cho thuê: 13.372 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

**Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024**



### **VCP Đông Hà Quảng Trị: Thiên đường mua sắm – giải trí tất cả trong một điểm đến**

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Quảng Trị

Tổng diện tích sàn cho thuê: 14.265 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

**Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q3/2024**



### **VMM The Empire: Đón đầu xu hướng phát triển đô thị đa trung tâm xoay trục thị trường bán lẻ, Vincom Mega Mall The Empire đánh thức dư địa tăng trưởng của khu vực phía Đông Hà Nội.**

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Hưng Yên

Tổng diện tích sàn cho thuê: 76.769 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

**Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q4/2024**



## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

### KHUYẾN NGHỊ

- **Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ mạnh mẽ, trong khi nguồn cung hạn chế khiến cho giá thuê tiếp tục tăng:** Thị trường bán lẻ Việt Nam giai đoạn ba tháng đầu năm 2024 tiếp tục cho thấy diễn biến khả quan với giá thuê và tỷ lệ lấp đầy tiếp tục đà tăng. Hầu hết các giao dịch thuê được ghi nhận trong quý đều từ các thương hiệu nước ngoài mở rộng tại Hà Nội và TP.HCM thuộc đa dạng các ngành hàng từ thời trang, ăn uống đến siêu thị. Trong Q1/2024, thị trường Hà Nội có thêm 10.581 m2 tổng diện tích mặt bằng bán lẻ mới với dự án khu phức hợp The Linc tại khu đô thị Park City Hà Nội. TP.HCM không ghi nhận nguồn cung mới trong Q1/2024. Tại thị trường Hà Nội, giá thuê trung bình cho tầng trệt vào Q1/24 ở khu vực nội thành và ngoại thành tăng 13-14% YoY, lần lượt đạt 163,2 USD/m2/tháng và 30,6 USD/m2/tháng. Ở TP.HCM, giá thuê trung bình vào Q1/24 cho tầng trệt đạt 240 USD/m2/tháng trong khu vực trung tâm và nội thành (+1,8% YoY), và ghi nhận mức tăng đáng kể 24% YoY lên 53,3 USD/m2/tháng tại khu vực ngoại thành.
- Trong 2024-2025, CBRE dự báo thị trường bất động sản bán lẻ sẽ chào đón các trung tâm bán lẻ mới với khoảng 221.000 m2 GFA bán lẻ, tương đương khoảng 10,2% GFA bán lẻ hiện tại tại TP. Hà Nội và TP. HCM. Một số trung tâm bán lẻ đáng chú ý dự kiến ra mắt trong 2 năm tới là Mỹ Đình Pearl, Taisei Square (tại TP. Hà Nội) và Vincom Mega Mall Grand Park & Parc Mall tại TP. HCM. **Với việc nguồn cung hạn chế, chúng tôi kỳ vọng 2 trung tâm thương mại lớn của VRE là Vincom Mega Mall Grand Park (TP HCM) và Vincom Ocean Park 2 (Hưng Yên, giáp Hà Nội) dự kiến khai trương trong năm 2024 sẽ có hiệu suất tích cực với tỷ lệ lấp đầy và cho thuê cao.**
- Theo CBRE, trong năm 2023, thị trường bất động sản bán lẻ vẫn duy trì hoạt động ổn định trong bối cảnh niềm tin người tiêu dùng giảm sút nhưng các thương hiệu cao cấp vẫn tích cực hoạt động bất chấp các thách thức về kinh tế. **Trong năm 2024, với sự kỳ vọng hồi phục tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của VRE sẽ tiếp tục khởi sắc.**
- **VRE duy trì kế hoạch mở rộng diện tích sàn bán lẻ cho thuê thêm 800.000 m2 trong giai đoạn 2024-2027**, tuy nhiên tiến độ thực hiện các dự án có thể được điều chỉnh tùy vào điều kiện thị trường. Trong đó, VRE sẽ tập trung vào mở rộng diện tích sàn bán lẻ với mô hình VMM, phát triển các TTTM theo hướng "life design", bắt kịp xu hướng tiêu dùng xanh đang có những ảnh hưởng rộng rãi lên thị trường bán lẻ, do các TTTM theo mô hình VMM sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong các TTTM mới mở trong thời gian tới.
- **VRE sẽ tiếp tục hợp tác với Vingroup để triển khai các dự án phát triển mặt bằng bán lẻ cho thuê.** Theo ban lãnh đạo, nhóm bốn cổ đông lớn mới đã có kinh nghiệm trong ngành bán lẻ và thành công trước đó trong các mô hình kinh doanh bán lẻ, cũng như sở hữu kinh nghiệm lâu năm về quản trị và vận hành, những điều này sẽ giúp củng cố cho đà phát triển của VRE trong tương lai.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Thách thức vĩ mô kéo dài dẫn đến hồi phục tiêu dùng kém hơn dự kiến ảnh hưởng đến việc mở rộng của khách thuê.
- Các dự án của Vinhomes không phát triển đúng tiến độ ảnh hưởng đến quá trình mở rộng trung tâm thương mại.

### BIỂU 11. DIỄN BIẾN PE VÀ PB TRONG 6 NĂM (2019-2024)



## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

## ĐỊNH GIÁ

- Chúng tôi cho rằng VRE có vị thế tốt để nắm bắt đà phát triển của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam với lợi thế cạnh tranh nhờ vị trí đặc địa, quy mô toàn quốc và khả năng tiếp cận quỹ đất. Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho VRE là **25,900đ/cp** dựa trên những điểm nhấn về: (i) Kế hoạch mở rộng tham vọng phù hợp với xu hướng thị trường BĐS thương mại, (ii) Tiềm lực tài chính mạnh đảm bảo thực hiện kế hoạch mở rộng, và (iii) Sự phục hồi của trụ cột tiêu dùng sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh tại các TTTM, trong bối cảnh thị trường BĐS thương mại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định.
- Chúng tôi cho rằng VRE vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn bởi nếu xét về mặt nội tại, VRE là cái tên đứng đầu trong ngành BĐS thương mại bán lẻ nhờ vào (i) VRE có khả năng tiếp cận quỹ đất của VIC/VHM và ở vị trí chiến lược bên trong các dự án đô thị của VHM với tệp khách hàng dồi dào, và (ii) VRE sở hữu các TTTM ở những vị trí đặc địa (đặc biệt là ở các quận trung tâm của Hà Nội và TP.HCM), có lợi thế thu hút khách thuê quốc tế vào Việt Nam. Ngoài ra, ngành BĐS thương mại bán lẻ của Việt Nam có nhiều dư địa tăng trưởng do mật độ bán lẻ của Hà Nội và TP.HCM tương đối thấp hơn so với các nước châu Á khác.
- Về mặt định giá, giá cổ phiếu hiện tại khá hấp dẫn với P/E 2024F là 13.6x và P/B 2024F là 1.2x, khá hấp dẫn với một công ty đầu ngành cũng như với chính lịch sử giao dịch của VRE (xem thêm Biểu 11). Chúng tôi tin rằng mức định giá trên là đáng cân nhắc, đặc biệt đối với các nhà đầu tư dài hạn khi xem xét một doanh nghiệp đầu ngành về năng lực triển khai cũng như khả năng tiếp cận quỹ đất và vị trí chiến lược, lợi nhuận duy trì ở mức cao và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt.

## Giả định

|  |       |
|--|-------|
| %NFA/GFA   | 75%   |
|  | 59%   |
| Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%) |       |
| WACC   | 18.5% |
| Số năm hoạt động giả định cho các TTTM                 | 50    |

## Định giá

|  | P/pháp     | NAV (tỷ đồng) |
|--|------------|---------------|
| <b>NAV - các TTTM hiện có</b>                    |            | <b>39,392</b> |
| Vincom Center                                    | DCF        | 16,277        |
| Vincom Mega Mall                                 | DCF        | 9,741         |
| Vincom Plaza                                     | DCF        | 12,828        |
| VINCOM+  | DCF        | 545           |
| <b>NAV - các TTTM trong tương lai</b>            | <b>DCF</b> | <b>20,124</b> |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS</b> | <b>DCF</b> | <b>365</b>    |
| <b>Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)</b>           |            | <b>59,880</b> |
| <b>Nợ vay (tỷ đồng)</b>                          |            | (1,035)       |
| <b>Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)</b>            |            | <b>58,845</b> |
| <b>Số lượng cổ phiếu</b>                         |            | 2,272,318,410 |
| <b>Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)</b>              |            | <b>25,900</b> |

Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research phân tích



## PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)                     | 2023          | 2024F         | 2025F         | Chỉ số chính                            | 2023         | 2024F        | 2025F        |
|--|---------------|---------------|---------------|---|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                           | <b>9,791</b>  | <b>8,963</b>  | <b>10,293</b> | <b>Định giá</b>                         |              |              |              |
| Giá vốn hàng bán                                 | 4,445         | 3,780         | 4,547         | EPS                                     | 1,893        | 1,608        | 1,777        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                             | <b>5,346</b>  | <b>5,183</b>  | <b>5,745</b>  | Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)     | 16,233       | 17,846       | 19,630       |
| Doanh thu hoạt động tài chính                    | 1,146         | 675           | 804           | P/E                                     | 11.8         | 13.9         | 12.6         |
| Chi phí tài chính                                | 330           | 540           | 649           | P/B                                     | 1.4          | 1.3          | 1.1          |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                     | 780           | 623           | 713           | <b>Khả năng sinh lời</b>                |              |              |              |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                      | <b>5,526</b>  | <b>4,754</b>  | <b>5,255</b>  | Biên lợi nhuận gộp                      | 55%          | 58%          | 56%          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                        | <b>4,409</b>  | <b>3,758</b>  | <b>4,154</b>  | Biên EBITDA                             | 61%          | 60%          | 58%          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b> | <b>4,409</b>  | <b>3,745</b>  | <b>4,139</b>  | Biên lợi nhuận sau thuế                 | 45%          | 42%          | 40%          |
|  |               |               |               | ROE                                     | 12%          | 9%           | 9%           |
|  |               |               |               | ROA                                     | 9%           | 7%           | 8%           |
| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)                   | 2023          | 2024F         | 2025F         | <b>Tăng trưởng</b>                      |              |              |              |
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>                          | <b>10,036</b> | <b>14,030</b> | <b>14,343</b> | Doanh thu                               | 33%          | -8%          | 15%          |
| I. Tiền & tương đương tiền                       | 4,102         | 7,258         | 6,689         | Lợi nhuận trước thuế                    | 57%          | -14%         | 11%          |
| II. Đầu tư tài chính ngắn hạn                    | 1,071         | 1,071         | 1,071         | Lợi nhuận sau thuế                      | 59%          | -15%         | 11%          |
| III. Các khoản phải thu ngắn hạn                 | 1,238         | 1,144         | 1,314         | EPS                                     | 59%          | -15%         | 11%          |
| IV. Hàng tồn kho                                 | 640           | 644           | 775           | Tổng tài sản                            | 12%          | 5%           | 8%           |
| V. Tài sản ngắn hạn khác                         | 2,986         | 3,913         | 4,494         | Vốn chủ sở hữu                          | 13%          | 10%          | 10%          |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                           | <b>37,617</b> | <b>36,114</b> | <b>39,948</b> | <b>Thanh khoản</b>                      |              |              |              |
| I. Các khoản Phải thu dài hạn                    | 12            | 10            | 11            | Thanh toán hiện hành                    | 1.61         | 2.88         | 3.14         |
| II. Tài sản cố định                              | 413           | 283           | 250           | Thanh toán nhanh                        | 0.83         | 1.71         | 1.70         |
| 1. Tài sản cố định hữu hình                      | 387           | 270           | 249           | Nợ/tài sản                              | 8%           | 6%           | 4%           |
| 2. Tài sản cố định vô hình                       | 26            | 13            | 0             | Nợ/vốn chủ sở hữu                       | 10%          | 8%           | 5%           |
| III. Bất động sản đầu tư                         | 25,180        | 28,804        | 31,715        | Khả năng thanh toán lãi vay             | 13.82        | 9.15         | 8.36         |
| IV. Tài sản dở dang dài hạn                      | 1,028         | 919           | 1,102         | <b>Hiệu quả hoạt động</b>               |              |              |              |
| V. Đầu tư tài chính dài hạn                      | 0             | 0             | 0             | Vòng quay phải thu khách hàng           | 7.6          | 6.8          | 8.1          |
| VI. Tài sản dài hạn khác                         | 10,984        | 6,098         | 6,871         | Thời gian thu tiền khách hàng bình quân | 48 days      | 54 days      | 45 days      |
| <b>Tổng tài sản</b>                              | <b>47,654</b> | <b>50,144</b> | <b>54,291</b> | Vòng quay hàng tồn kho                  | 4.9          | 5.9          | 6.4          |
| <b>Nợ phải trả</b>                               | <b>9,827</b>  | <b>8,523</b>  | <b>8,510</b>  | Thời gian tồn kho bình quân             | 75 days      | 62 days      | 57 days      |
| <b>I. Nợ ngắn hạn</b>                            | <b>6,245</b>  | <b>4,876</b>  | <b>4,569</b>  | Vòng quay phải trả nhà cung cấp         | 7.6          | 3.8          | 2.7          |
| 1. Các khoản phải trả ngắn hạn                   | 4,453         | 3,834         | 4,549         | Thời gian trả tiền bình quân            | 48 days      | 96 days      | 137 days     |
| 2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn              | 1,792         | 1,042         | 20            |   |              |              |              |
| <b>II. Nợ dài hạn</b>                            | <b>3,582</b>  | <b>3,647</b>  | <b>3,941</b>  | <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>       | <b>2023</b>  | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> |
| 1. Các khoản phải trả dài hạn                    | 1,438         | 1,503         | 1,797         | LCTT từ HĐ kinh doanh                   | 3,892        | 1,195        | 4,413        |
| 2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn               | 2,144         | 2,144         | 2,144         | LCTT từ HĐ đầu tư                       | 953          | 2,673        | -3,966       |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                            | <b>37,827</b> | <b>41,621</b> | <b>45,781</b> | LCTT từ HĐ tài chính                    | 0            | -712         | -1,016       |
| 1. Vốn điều lệ                                   | 23,288        | 23,288        | 23,288        | <b>LCTT trong kỳ</b>                    | <b>4,845</b> | <b>3,156</b> | <b>-568</b>  |
| 2. Thặng dư vốn cổ phần                          | 47            | 47            | 47            | Tiền/tương đương tiền đầu kỳ            | 7,020        | 4,102        | 7,258        |
| 3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối            | 16,476        | 20,396        | 24,582        | Tiền/tương đương tiền cuối kỳ           | 11,865       | 7,258        | 6,689        |
| 4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát               | 23            | 61            | 67            |   |              |              |              |
| 5. Vốn khác                                      | -2,007        | -2,171        | -2,203        |   |              |              |              |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                            | <b>47,654</b> | <b>50,144</b> | <b>54,291</b> |   |              |              |              |

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: [research@vpbanks.com](mailto:research@vpbanks.com)