

CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

KHẢ QUAN (Duy trì)

BẤT ĐỘNG SẢN

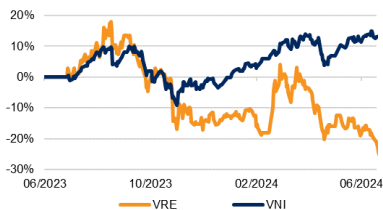
Giá hiện tại	VND20.400
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND31.500/VND21.700
Giá mục tiêu	VND29.600
Giá mục tiêu trước đó	VND32.300
Consensus	-3,8%
Tiềm năng tăng giá	45,1%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	39,0%
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tr USD)	2.385,9
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	7,4
Sở hữu NN (tr USD)	490
SLCP lưu hành (tr)	2.272
SLCP pha loãng (tr)	2.133

	VRE	Ngành	VNI
P/E trượt 12T (lần)	10,1x	15,1x	14,6x
P/B hiện tại (lần)	1,2x	1,4x	1,8x
ROA (%)	9,6%	5,3%	2,2%
ROE (%)	12,2%	11,2%	12,0%

**as of 6/5/2024*

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
VRE	-10,5%	-25,3%	-25,7%
Tương quan VNINDEX	-0,6%	-2,2%	11,0%

Cơ cấu sở hữu

SADO Trading	41,5%
Tập đoàn 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 84 trung tâm thương mại và tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,79 triệu m² (tính đến tháng 6/2024). VRE quản lý danh mục trung tâm mua sắm và thương mại đa dạng bao gồm Vincom Mega Malls, Vincom

Chuyên viên phân tích:



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng trưởng ổn định trong năm 2024-2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 45,1%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 9,1% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 26,0% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn dựa trên việc chúng tôi giả định WACC cao hơn và hệ số P/E mục tiêu thấp hơn.
- Mức P/E trượt 12T là 10,1 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 Q1/24 tăng 5,7% 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 phục hồi và vượt qua mức trước Covid khi doanh thu cho thuê phục hồi và các biện pháp tối ưu hóa chi phí phát huy hiệu quả.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận ròng năm 2024 là 4.060 tỷ đồng, giảm 7,9% svck, chủ yếu do dự báo biên lợi nhuận gộp thấp hơn do chi phí năng lượng và chi phí lao động cao hơn.

Luận điểm đầu tư

VRE sẽ khai trương tổng cộng bốn TTTM trong tháng 6/2024

VRE vừa khai trương kỹ thuật Vincom Mega Mall (VMM) Grand Park (TP Thủ Đức, TP.HCM) và dự kiến khai trương ba Vincom Plaza (VCP) tại Bắc Giang, Điện Biên Phủ, Hà Giang, cũng như tái mở cửa TTTM Vincom Plaza 3/2 vào cuối tháng 6/2024. Tỷ lệ lấp đầy tại VMM Grand Park đã đạt 92% vào tháng 6/2024. Trong khi đó, tỷ lệ lấp đầy tại VCP Bắc Giang đã đạt 92%, VCP Điện Biên Phủ đạt 84% và VCP Hà Giang đạt 86%.

Hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng trưởng ổn định trong năm 2024-25

Trong Q1/24, thị trường BĐS bán lẻ Việt Nam tiếp tục cho thấy nhu cầu tích cực, được thể hiện qua đà tăng ở cả tỷ lệ lấp đầy và giá thuê. Sự phục hồi của hoạt động tiêu dùng sẽ trực tiếp làm tăng lượng khách đến các trung tâm mua sắm của VRE. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy tổng hợp tại các trung tâm mua sắm của VRE sẽ duy trì ở mức trên 85% trong giai đoạn 2024-2025. Trong đó, chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy của Vincom Mega Mall sẽ ở mức khoảng 90% và Vincom Plaza là khoảng 81%.

Dự kiến thu hồi khoản vay 2.350 tỷ đồng trong năm 2024

Phải thu ngắn hạn tại thời điểm cuối Q1/24 tăng mạnh 169% so với đầu năm lên mức 4.322 tỷ đồng, chủ yếu đến từ khoản 2.350 tỷ đồng phải thu về cho vay ngắn hạn với các bên liên quan. Trong đó, 1.900 tỷ đồng cho VinFast vay và 450 tỷ đồng cho Vinbus vay sẽ đáo hạn vào 2024, với lãi suất 12%/năm.

Gia tăng vay nợ để tài trợ kế hoạch mở rộng diện tích sàn bán lẻ cho thuê

Chi phí đi vay tăng lên khiến cho hệ số bao phủ lãi vay trong Q1/24 giảm 7,0 lần so với đầu năm còn 10,7 lần. Nợ vay ròng/VCSH đạt 0,0 lần, sau 3 năm ở trạng thái âm (tức là tiền mặt cao hơn nợ vay), tuy nhiên đây vẫn là mức sử dụng đòn bẩy rất thấp và trong tầm kiểm soát.

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

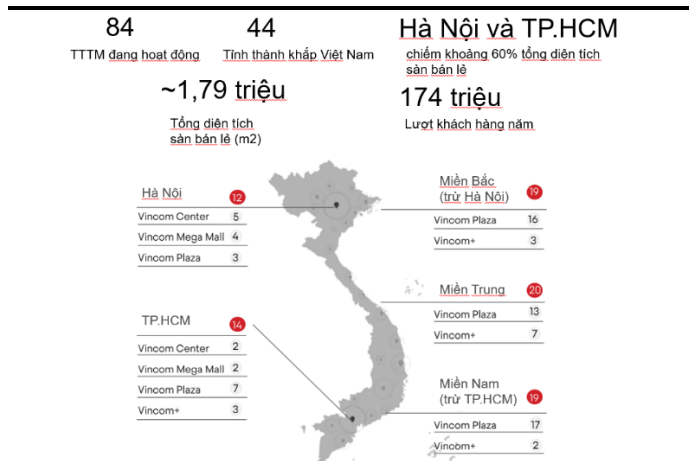
Tổng quan doanh nghiệp: Nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu

Vincom Retail (HOSE: VRE) hiện là doanh nghiệp cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 84 trung tâm thương mại với tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,79 triệu m² (tính đến tháng 6/2024).

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

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

Hình 1: Mạng lưới TTTM của VRE tại Việt Nam



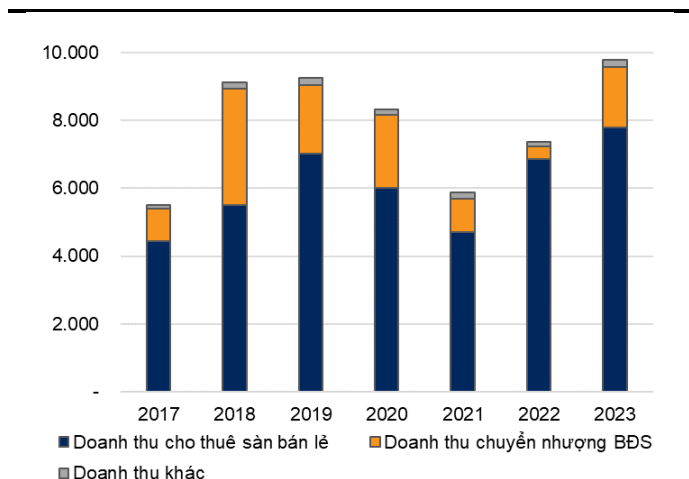
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các mô hình TTTM của VRE



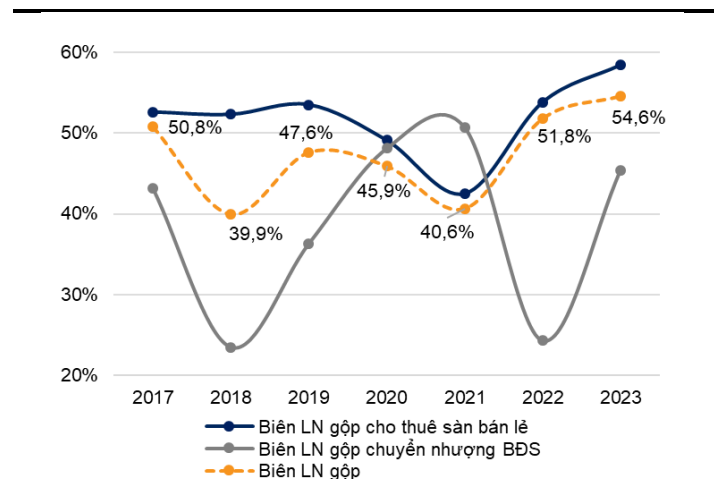
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

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 Q1/24: Lợi nhuận tăng trưởng tích cực

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q1/24

(Tỷ đồng)	Q1/24	Q1/23	% svck	Q4/23	% sv quý trước	% sv dự phóng
Doanh thu	2.255	1.943	16,0%	2.343	-3,8%	23,3%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	1.928	1.913	0,8%	1.952	-1,2%	21,7%
Chuyển nhượng bất động sản	277	3	9857,0%	267	3,5%	52,5%
Khác	50	27	84,4%	124	-59,3%	19,8%
Lợi nhuận gộp	1.255	1.188	5,6%	1.268	-1,0%	23,2%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>55,7%</i>	<i>61,2%</i>	<i>-5,5 đ %</i>	<i>54,1%</i>	<i>1,5 đ %</i>	
Chi phí BH&QLDN	(207)	(108)	92,4%	(263)	-21,2%	23,0%
<i>% chi phí BH&QLDN/DT</i>	<i>9,2%</i>	<i>5,5%</i>	<i>3,6 đ %</i>	<i>11,2%</i>	<i>-2,0 đ %</i>	
Danh thu tài chính	435	224	94,4%	343	26,9%	37,5%
Thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay	435	224	94,2%	343	26,8%	
Chi phí tài chính	(140)	(100)	39,9%	(74)	89,5%	31,2%
Chi phí lãi vay	(104)	(91)	14,6%	(68)	53,0%	
Lợi nhuận trước thuế	1.367	1.249	9,5%	1.353	1,1%	26,9%
Lợi nhuận ròng	1.083	1.024	5,7%	1.067	1,4%	26,7%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>48,0%</i>	<i>52,7%</i>	<i>-4,7 đ %</i>	<i>45,6%</i>	<i>2,4 đ %</i>	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Lợi nhuận tăng trưởng tích cực trong Q1/24 nhờ giá cho thuê cao hơn

Vincom Retail công bố doanh thu Q1/24 đạt 2.255 tỷ đồng, tăng 16,0% svck và giảm 3,8% sv quý trước, trong đó:

- (1) Doanh thu cho thuê sàn bán lẻ đạt 1.928 tỷ đồng, tăng 0,8% svck nhờ giá cho thuê tăng, nhưng đã giảm 1,2% sv quý trước do số lượng khách hết hạn hợp đồng thuê cao hơn trong khi Công ty tập trung nguồn lực vào 4 TTTM mở mới trong Q2/24. Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM trên toàn hệ thống trong Q1 đạt 82,8%, giảm 2,6 điểm % svck và 0,2 điểm % sv quý trước
- (2) Doanh thu chuyển nhượng shophouse đạt 277 tỷ đồng, sv mức 3 tỷ đồng của cùng kỳ, tăng 3,7% sv quý trước, nhờ vào việc bàn giao 44 căn shophouse tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị) và 1 căn shophouse Vincom Shophouse Hải Phòng

Lợi nhuận ròng đạt 1.083 tỷ đồng, tăng 5,7% svck và 1,4% sv quý trước. Mức tăng theo quý chủ yếu đến từ việc chi phí BH&QLDN đã giảm 21,2% (sau khi ghi nhận khoản chi thưởng cho nhân viên vào Q4/23).

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cho thấy sự cải thiện qua các quý

Biên LN gộp trong Q1/24 của VRE đạt 55,7%, tăng 1,5 điểm % sv Q4/23 nhờ vào việc tối ưu hóa hiệu suất tại các TTTM đang hoạt động. Tuy nhiên, biên LN gộp Q1/24 giảm 5,5 điểm % svck do (1) 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; (2) chi phí marketing cao hơn để thu hút người tiêu dùng, điều này đã có tác dụng ở một mức độ nhất định khi tỷ lệ khách đến TTTM của VRE đã tăng 11% trong Q1.

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

(Tỷ đồng)	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23	Q1/23
Tổng tài sản	49.016	47.654	44.706	44.194	44.259
Tài sản ngắn hạn	11.393	10.036	13.023	12.223	11.910
Tiền và tương đương tiền	2.921	4.102	6.766	7.515	7.295
Phải thu ngắn hạn	4.322	1.613	1.790	1.462	1.355
Hàng tồn kho	511	640	782	1.452	1.427
Tài sản ngắn hạn khác	2.622	2.611	1.644	1.695	1.735
Tài sản dài hạn	37.623	37.617	31.684	31.971	32.349
Bất động sản đầu tư	24.864	25.180	25.517	25.836	26.176
Tài sản dài hạn khác	11.346	10.984	4.972	5.003	5.045
Số ngày phải thu	103	55	58	60	55
Số ngày hàng tồn kho	35	34	32	45	46
Nợ phải trả	10.107	9.827	7.947	8.751	9.817
Nợ ngắn hạn	6.625	6.245	4.386	5.254	6.295
Phải trả người bán	488	448	762	766	765
Người mua trả tiền trước	732	314	441	1.447	1.421
Nợ vay ngắn hạn	1.808	1.792	20	20	1.069
Nợ dài hạn	3.482	3.582	3.561	3.498	3.522
Nợ vay dài hạn	2.148	2.144	2.139	2.134	2.127
Vốn chủ sở hữu	38.909	37.827	36.759	35.443	34.442
Nợ vay ròng/VCSH (lần)	0,00	(0,03)	(0,18)	(0,15)	(0,12)

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Dự kiến thu hồi khoản vay 2.350 tỷ đồng trong năm 2024

Phải thu ngắn hạn tại thời điểm cuối Q1/24 tăng mạnh 169% so với đầu năm lên mức 4.322 tỷ đồng, chủ yếu đến từ khoản 2.350 tỷ đồng phải thu về cho vay ngắn hạn với các bên liên quan. Trong đó, 1.900 tỷ đồng cho VinFast vay và 450 tỷ đồng cho Vinbus vay sẽ đáo hạn vào 2024, với lãi suất 12%/năm. VRE dự kiến sẽ thu hồi toàn bộ lợi ích từ các giao dịch này trong năm nay.

VRE tiếp tục hợp tác dài hạn với hệ sinh thái Vingroup

Tại thời điểm cuối tháng 3/24, VRE đã thực hiện 12.225 tỷ đồng đặt cọc cho Vingroup và các bên liên quan, trong đó 1.515 tỷ đồng được phân bổ cho các TTTM mới sẽ được khai trương trong năm nay. Các khoản đặt cọc này dùng để hợp tác phát triển các TTTM tại các dự án bất động sản nhà ở của Vingroup/Vinhomes.

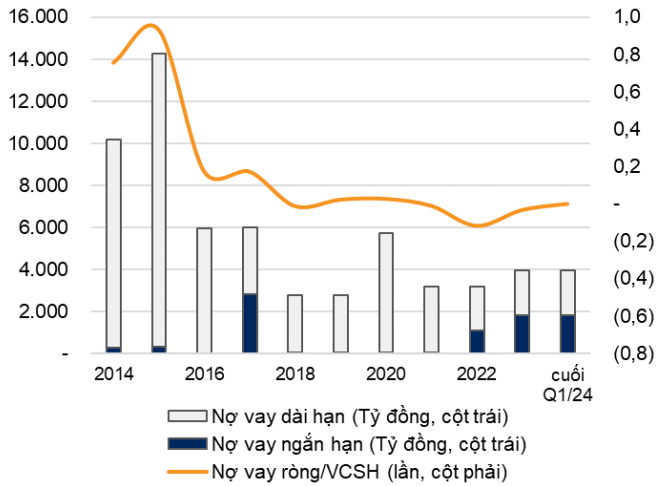
Gia tăng vay nợ để tài trợ kế hoạch mở rộng diện tích sàn bán lẻ cho thuê

Tổng nợ vay đạt 3.956 tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 3/24, tăng 0,5% so với đầu năm. Trong đó, 1.808 tỷ đồng sẽ đáo hạn trong năm nay.

Chi phí đi vay tăng lên khiến cho hệ số bao phủ lãi vay trong Q1/24 giảm 7,0 lần so với đầu năm còn 10,7 lần.

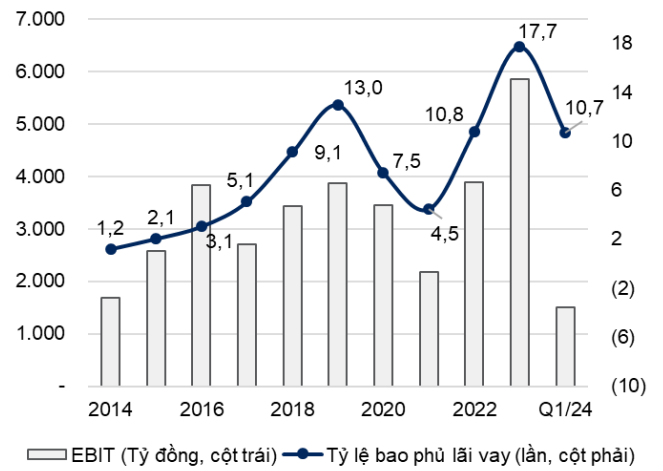
Nợ vay ròng/VCSH đạt 0,0 lần, sau 3 năm ở trạng thái âm (tức là tiền mặt cao hơn nợ vay), tuy nhiên đây vẫn là mức sử dụng đòn bẩy rất thấp và trong tầm kiểm soát.

Hình 7: VRE duy trì mức sử dụng đòn bẩy thấp



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Tỷ lệ bao phủ nợ vay giảm xuống trong Q1/24



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng kinh doanh năm 2024-25: Hoạt động cho thuê tăng trưởng ổn định

Chúng tôi duy trì dự phóng KQKD do kết quả Q1/24 như kỳ vọng

Hình 9: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-25 (Tỷ đồng)

	2023	Dự phóng		% svck	
		2024	2025	2024	2025
Doanh thu	9.791	9.668	10.816	-1,3%	11,9%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.796	8.886	10.413	14,0%	17,2%
Chuyển nhượng BĐS	1.772	527	94	-70,3%	-82,2%
Giá vốn hàng bán	(4.446)	(4.541)	(5.145)	2,1%	13,3%
Lợi nhuận gộp	5.346	5.127	5.671	-4,1%	10,6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	53,0%	52,4%	-1,6 điểm %	-0,6 điểm %
Biên LN gộp cho thuê BĐS	58,4%	57,5%	56,8%	-0,9 điểm %	-0,7 điểm %
Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS	45,4%	50,0%	50,0%	4,6 điểm %	0,0 điểm %
Thu nhập tài chính ròng	816,0	709,3	513,9	-13,1%	-27,5%
Chi phí bán hàng	(341)	(225)	(265)	-34,0%	17,8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(439)	(675)	(904)	53,8%	33,9%
Chi phí BH&QLDN	(780)	(900)	(1.169)	15,4%	29,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu	3,50%	2,33%	2,45%	-1,2 điểm %	0,1 điểm %
Chi phí QLDN/Doanh thu	4,50%	6,98%	8,36%	2,5 điểm %	1,4 điểm %
Lợi nhuận trước thuế	5.526	5.089	5.197	-7,9%	2,1%
Lợi nhuận ròng	4.408	4.060	4.146	-7,9%	2,1%
% svck		-7,9%	2,1%		

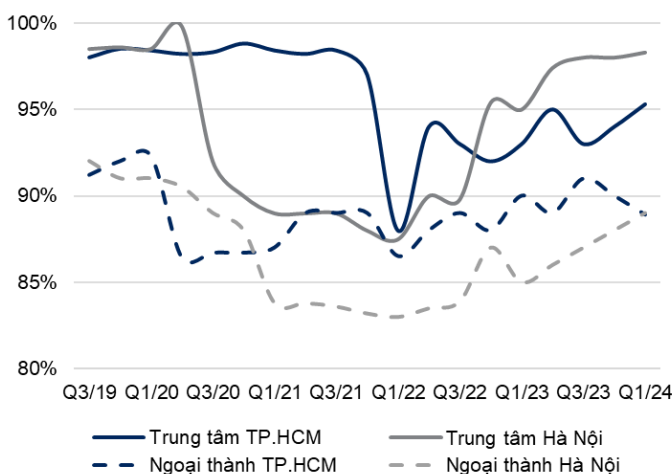
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2024-25

Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ tại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong Q1/24

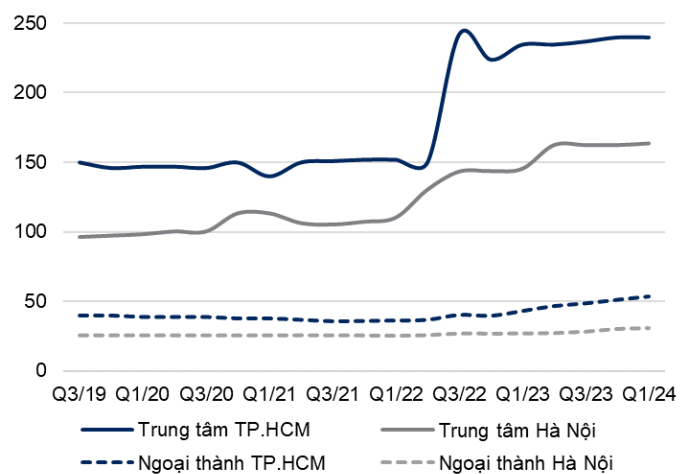
Trong Q1/24, thị trường BĐS bán lẻ Việt Nam tiếp tục cho thấy nhu cầu tích cực, được thể hiện qua đà tăng ở cả tỷ lệ lấp đầy và giá thuê.

Hình 10: Tỷ lệ lấp đầy trung bình (đơn vị: %)



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Giá chào thuê tầng trệt trung bình (đơn vị: USD/m2/tháng)



Nguồn: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, VNDIRECT RESEARCH

Tại thị trường Hà Nội, tỷ lệ lấp đầy trung bình trong Q1/24 đạt 98,3% ở khu vực trung tâm và nội thành (+3,3 điểm % svck), và đạt 89,0% (+4,0 điểm % svck) ở khu vực ngoại thành. Giá thuê trung bình cho tầng trệt ở khu vực trung tâm và

nội thành tăng 12,6% svck lên 163,2 USD/m²/tháng, và tăng 14,6% svck lên 30,6 USD/m²/tháng ở ngoại thành.

Tại thị trường TP.HCM, tỷ lệ lấp đầy trung bình trong Q1/24 tăng 2,3 điểm % svck đạt 95,3% tại khu vực trung tâm và nội thành, nhưng giảm 1,1 điểm % svck còn 88,9% ở khu vực ngoại thành. Tuy nhiên, giá thuê ở cả hai khu vực tiếp tục tăng khi nhu cầu vẫn cao trong khi nguồn cung còn hạn chế: Giá thuê trung bình cho tầng trệt ở khu vực trung tâm và nội thành đạt 240 USD/m²/tháng (+2,2% svck), và tăng 23,6% svck lên 53,3 USD/m²/tháng ở ngoại thành.

VRE sẽ khai trương tổng cộng bốn TTTM trong tháng 6/2024

VRE vừa khai trương kỹ thuật Vincom Mega Mall (VMM) Grand Park (TP Thủ Đức, TP.HCM) và dự kiến khai trương ba Vincom Plaza (VCP) tại Bắc Giang, Điện Biên Phủ, Hà Giang vào ngày 28/6, cũng như tái mở cửa TTTM Vincom Plaza 3/2 đã được cải tạo tại TP.HCM với tỷ lệ lấp đầy trên 90% và cơ cấu khách thuê được làm mới hoàn toàn vào cuối tháng 6/2024. Tỷ lệ lấp đầy tại VMM Grand Park đã đạt 92% vào tháng 6/ 2024. Ba trung tâm mua sắm còn lại đã mở cửa cho thuê trong Q1/24, đến tháng 6/2024, tỷ lệ lấp đầy tại VCP Bắc Giang đạt 92%, VCP Điện Biên Phủ đạt 84% và VCP Hà Giang đạt 86%.

VRE dự kiến sẽ đưa vào hoạt động sáu TTTM mới trong năm tài chính 2024, nâng tổng số TTTM đang vận hành lên 89, với tổng diện tích bán lẻ vượt quá 1.921.000 m² GFA. Hai trung tâm thương mại còn lại dự kiến sẽ mở cửa trong Q4/24.

VRE duy trì kế hoạch phát triển mặt bằng cho thuê bán lẻ với việc bổ sung thêm 800.000 m² GFA trong giai đoạn 2024-27, mặc dù tiến độ kế hoạch này có thể được điều chỉnh do điều kiện thị trường. VRE đang tập trung mở rộng diện tích mặt bằng bán lẻ cho thuê với mô hình VMM, phát triển các trung tâm thương mại lớn có thiết kế theo phong cách sống và thích ứng với xu hướng tiêu dùng xanh đang định hình lại thị trường bán lẻ.

Các TTTM dự kiến được triển khai trong năm 2024:

Vincom Mega Mall Ocean Park 2



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

Vincom Mega Mall Grand Park



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

Vincom Plaza Bắc Giang

Vincom Plaza Điện Biên Phủ



- Vị trí: phường Trần Phú, tp. Bắc Giang, tỉnh Bắc Giang
- Quy mô (GFA): 13.372 m²
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24

Vincom Plaza Hà Giang



- Vị trí: phường Mường Thanh, tp. Điện Biên Phủ, tỉnh Điện Biên
- Quy mô (GFA): 11.942 m²
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24

Vincom Plaza Đông Hà Quảng Trị



- Vị trí: phường Trần Phú, tp. Hà Giang, tỉnh Hà Giang
- Quy mô (GFA): 9.796 m²
- Thời gian vận hành dự kiến: Q2/24



- Vị trí: tp. Đông Hà, tỉnh Quảng Trị
- Quy mô (GFA): 14.265 m²
- Thời gian vận hành dự kiến: Q4/24

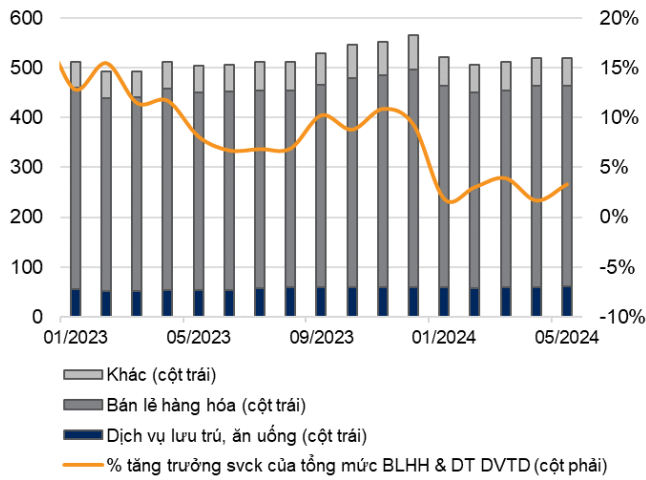
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Nhu cầu tiêu dùng phục hồi sẽ hỗ trợ hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ

Trong 5T2024, Việt Nam ghi nhận tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 8,7% svck lên 2,58 triệu tỷ đồng. Tuy nhiên, đà phục hồi của sức tiêu dùng hiện tại vẫn tương đối chậm, khi so sánh với mức tăng trưởng trung bình 11,0%/năm trong giai đoạn 2016-19 (trước Covid-19).

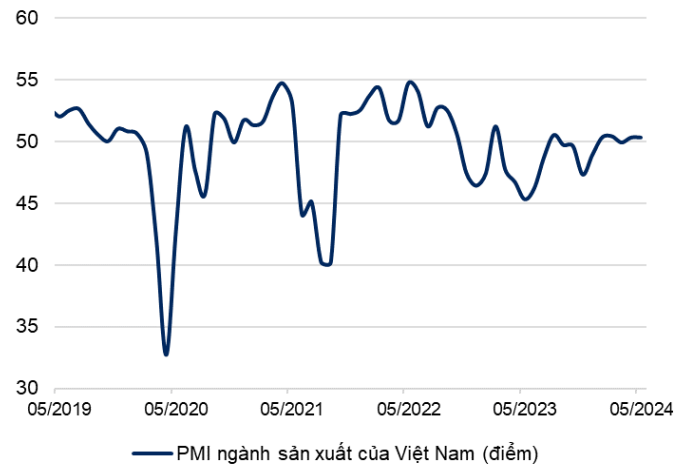
Tuy nhiên, chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam đã đạt mức 50,3 điểm vào tháng 5/2024, tháng thứ hai liên tiếp trên ngưỡng 50, cho thấy sự cải thiện trong hoạt động sản xuất, điều này sẽ hỗ trợ thu nhập, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng ngành bán lẻ.

Hình 12: Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng đang dần phục hồi (triệu tỷ đồng)



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

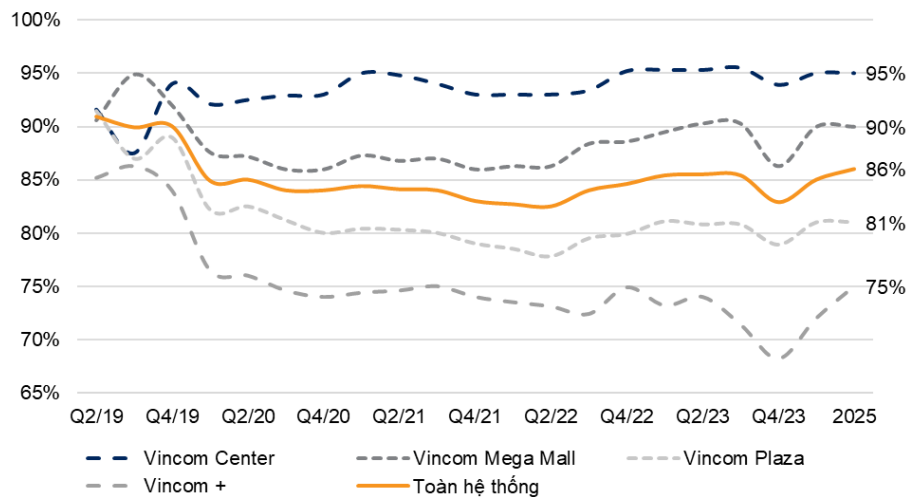
Hình 13: PMI ngành sản xuất của Việt Nam tiếp tục đạt trên 50 điểm trong tháng 5/2024



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

Sự phục hồi của hoạt động tiêu dùng sẽ trực tiếp làm tăng lượng khách đến các trung tâm mua sắm của VRE, qua đó hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các khách thuê hiện tại. Điều này cũng có thể giúp thu hút khách hàng mới tham gia vào thị trường Việt Nam, và chúng tôi tin rằng VRE có những lợi thế cạnh tranh (về uy tín và vị trí chiến lược) để thu hút các khách hàng này. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy tổng hợp tại các trung tâm mua sắm của VRE sẽ duy trì ở mức trên 85% trong giai đoạn 2024-2025. Trong đó, chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy của Vincom Mega Mall sẽ ở mức khoảng 90% và Vincom Plaza là khoảng 81%.

Hình 14: 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 **29.600 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 tăng tỷ lệ chiết khấu WACC từ 11,3% lên 12,3%. Chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro từ 2,24% lên 2,63% (dựa trên lợi suất TPCP kì hạn 10 năm tại ngày 31/03) và giữ mức phần bù rủi ro thị trường tại 9,0%.
- Phương pháp P/E: Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 15,0 lần (từ mức P/E mục tiêu trong báo cáo trước là 18,5 lần) trên EPS ước tính cho năm 2022), gần bằng mức P/E trượt 12T trung bình ngành (hình 22). 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 tại hình 21.

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

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Định giá theo DCF	32.351	50%	16.176
Định giá theo P/E	26.801	50%	13.401
Giá mục tiêu (làm tròn)			29.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Giá định WACC

	Giá trị
Beta	1,2
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,6%
Chi phí vốn	13,4%
Chi phí nợ	10,0%
WACC	12,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Định giá theo DCF 5 năm

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	21.287	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	46.954	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	68.241	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	10.792	Tỷ đồng
Tổng nợ	(5.520)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	73.513	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu	2.272	Triệu
Giá mục tiêu	32.351	Đồng / CP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Tóm tắt dự phóng dòng tiền

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	4.227	4.502	6.046	7.298	9.213
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(1.028)	(1.050)	(1.313)	(1.595)	(2.017)
EBIAT	3.199	3.452	4.733	5.703	7.196
Cộng: Chi phí khấu hao	2.589	3.840	3.961	4.358	4.565
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(10.220)	(10.613)	(8.522)	(5.038)	(2.942)
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	2.507	289	196	193	52
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1.925)	(3.032)	368	5.216	8.871
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(1.733)	(2.456)	265	3.390	5.145

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định	WACC (%)				
		Giả định				
		11,9%	12,1%	12,3%	12,5%	12,7%
3,0%		33.612	32.189	30.920	29.782	28.756
3,5%		35.179	33.563	32.133	30.860	29.719
4,0%		36.988	35.135	32.351	32.074	30.797
4,5%		39.100	36.950	35.086	33.453	32.012
5,0%		41.599	39.073	36.908	35.033	33.392

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Định giá theo P/E

Lợi nhuận ròng ước tính cho năm 2024 (tỷ đồng)	4.060
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.272,3
EPS 2024	1.786,7
PE mục tiêu (lần)	15,0
Giá mục tiêu (đồng/CP)	26.801

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

P/E mục tiêu (lần)									
Giả định									
13,0	13,5	14,0	14,5	15,0	15,5	16,0	16,5	17,0	
23.227	24.120	25.014	25.907	26.801	27.694	28.587	29.481	30.374	

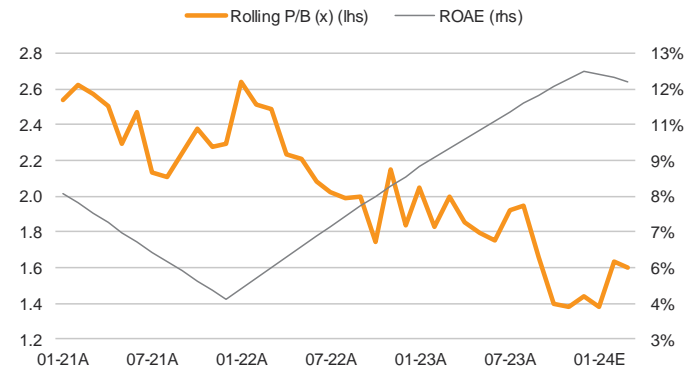
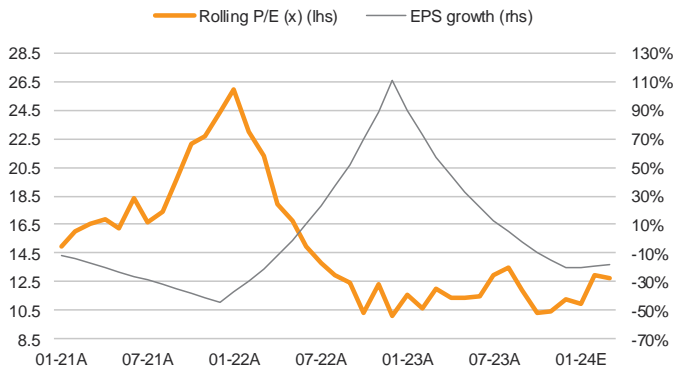
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: So sánh các công ty cùng ngành

Company	Mã	Quốc gia	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)		Nợ/VCSH (lần)
					Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024		CAGR (%)	Trượt 12T	2024	Trượt 12T	
Vincom Retail	VRE VN	Việt Nam	24.150	2.196	12,0	12,4	1,4	1,2	58,8	12,2	10,7	9,6	8,6	0,1
Central Pattana	CPN TB	Thái Lan	55	7.405	N/A	16,1	N/A	2,5	40,0	17,6	16,3	5,6	5,7	1,2
Sunway Bhd	SWB TK	Malaysia	3	4.028	29,0	26,1	1,7	1,4	9,8	6,2	5,5	2,7	2,6	0,7
Uol Group	UOL SP	Singapore	5	3.209	N/A	9,0	N/A	0,9	36,8	9,9	10,5	5,7	6,7	0,3
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	6	3.550	7,0	13,3	0,4	0,4	43,8	6,5	3,2	3,2	2,1	0,3
Aeon Mall	8905 JP	Nhật Bản	1.747	2.596	19,0	23,1	0,9	0,9	57,0	4,5	3,7	1,3	1,8	1,8
Vistamalls	STR PM	Philippines	2	350	2,0	N/A	0,4	N/A	2,1	22,1	N/A	9,5	N/A	0,2
Sm Prime	SMPH PM	Philippines	30	15.305	21,0	18,1	2,1	1,8	33,0	10,5	10,6	4,5	4,9	1,0
Trung bình					15,0	16,9	1,2	1,3	35,2	11,2	8,6	5,3	4,6	0,7
Trung vị					15,5	16,1	1,2	1,2	38,4	10,2	10,5	5,1	4,9	0,6

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

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

Bảng cân đối kế toán

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

Báo cáo LCTT

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

Các chỉ số cơ bản

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

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

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

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

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

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

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

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

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tíchEmail: barry.weisblatt@vndirect.com.vn**Phan Thanh Huyền – Chuyên viên phân tích**Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vnWebsite: <https://vndirect.com.vn>