

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

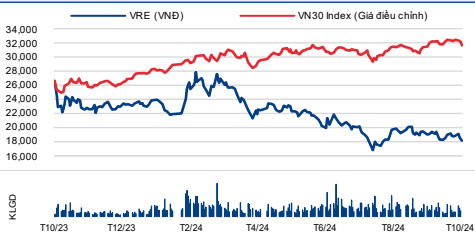
Giá mục tiêu: VNĐ21,800 (từ VNĐ20,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/10/2024)	18,150
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,800-27,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,625
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	41,243
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,624
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,272
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,113
Slg CP NN được mua (tr.đv)	391
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	31.8%
Tỷ lệ freefloat	62.5%
Cổ đông lớn	Vingroup (18.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.72)	(9.93)	(31.8)
So với chỉ số	(4.63)	(13.3)	(42.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,608	1,824	(11.9)
2025F	1,644	2,016	(18.5)
2026F	1,934	2,298	(15.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VRE, một công ty con của Vingroup, hiện là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành, tăng 6% giá mục tiêu

- Sau khi phân tích sâu ngành, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE nhưng tăng 5,3% giá mục tiêu lên 21.800đ nhờ giảm giá định tỷ suất vốn hóa. Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 20% và P/E dự phóng năm 2025 là 13,3 lần.
- HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 3,7 nghìn tỷ đồng, giảm 17,1% do doanh thu ghi nhận được từ chuyển nhượng shophouse được dự báo giảm. Dự báo năm 2024 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 giảm 35% so với cùng kỳ (giảm 26% so với nửa đầu năm) xuống 1,5 nghìn tỷ đồng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39,8%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

Thị trường trong Q3/2024 phản ánh sự tương tác sôi động giữa nhu cầu mạnh mẽ, nguồn cung hạn chế và giá thuê tăng trở lại (bình quân 17% ở khu vực trung tâm và 12% ở khu vực ngoài trung tâm trong 1 năm qua, theo dữ liệu của CBRE). HSC dự báo đà phục hồi của thị trường BĐS bán lẻ bắt đầu tăng tốc, với nhu cầu thuê mặt bằng và giá thuê liên tục tăng.

HSC dự báo tỷ lệ lấp đầy trong Q3/2024 sẽ cải thiện so với quý trước lên bình quân 84,5% (Q2/2024 – 83,9%; Q3/2023 – 85,4%) khi những khách thuê chính mở rộng HĐKD, trong khi tác động của giá thuê tăng dự kiến sẽ được phản ánh trong các quý tiếp theo do việc điều chỉnh tăng giá thuê chỉ được áp dụng cho một phần diện tích cho thuê (80% hợp đồng cho thuê của VRE là hợp đồng có mức giá cố định, thường có thời hạn khoảng 4 năm).

Tác động: Giữ nguyên dự báo giai đoạn 2024-2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 3,7 nghìn tỷ đồng, giảm 17,1% chủ yếu do ghi nhận doanh thu chuyển nhượng shophouse thấp, nhưng doanh thu phân khúc cho thuê vẫn được dự báo tăng trưởng 3%. Dự báo năm 2024 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 giảm 35% so với cùng kỳ (giảm 26% so với nửa đầu năm). Trong khi đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 tăng trưởng lần lượt 2,3% và 17,6%. Dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn 9,5% so với bình quân thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39,8%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 21.800đ – sau khi áp dụng mức chiết khấu không đổi 40%, cho thấy tiềm năng tăng giá 20% – dựa trên giả định tỷ suất vốn hóa giảm (nhờ KQKD của mảng BĐS bán lẻ phục hồi tốt trong 2 quý trước đó, nhất là khi tâm lý lo ngại tình hình kinh tế bất ổn sẽ kéo dài nhường chỗ cho kỳ vọng tăng trưởng). Được hỗ trợ từ sự phục hồi của ngành BĐS bán lẻ (đặc biệt là từ Q4/2024), các hoạt động cho thuê cốt lõi của VRE dự kiến sẽ cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với VRE do một số giao dịch với các bên liên quan và tình hình quản trị doanh nghiệp vốn còn nhiều khó khăn. Theo quan điểm của chúng tôi, những điều này làm ảnh hưởng tiêu cực đến định giá của Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,672	6,020	5,513	5,637	6,493
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,735	4,409	3,653	3,736	4,394
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,608	1,644	1,934
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,677	16,637	18,244	19,888	21,822
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.01	6.83	7.44	7.19	6.27
P/E ĐC (lần)	15.5	9.67	11.3	11.0	9.39
Lợi suất cổ tức (%)	5.51	5.51	5.51	5.51	5.51
P/B (lần)	1.24	1.09	0.99	0.91	0.83
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(14.3)	2.26	17.6
ROAE (%)	8.55	12.4	9.22	8.62	9.27

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BDS bán lẻ: Nước lên thuyền lên, không loại trừ VRE

KQKD Q3/2024 của ngành BDS bán lẻ được dự báo sẽ tái khẳng định quan điểm của chúng tôi rằng sự phục hồi của toàn ngành đã và đang diễn ra, và đà phục hồi này được dự báo sẽ tăng tốc khi các khách thuê chính có kế hoạch mở rộng KHKD. Nhu cầu cải thiện từ những khách thuê hiện tại và khách thuê mới cũng như thách thức từ tình trạng thiếu nguồn cung được dự báo sẽ trở nên dễ nhận thấy hơn trong khoảng một năm tới, dẫn đến sự chuyển dịch của ngành khi tốc độ tăng trưởng cao tập trung ở các khu vực ven đô thay vì các trung tâm bán lẻ đã được hình thành tại trung tâm thành phố. Do nguồn cung mới không bắt kịp nhu cầu, giá thuê được dự báo sẽ tăng. HSC nhận thấy VRE (Tăng tỷ trọng) đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng này nhờ có danh mục dự án TTTM trên khắp cả nước. Cổ phiếu đang được giao dịch ở mức chiết khấu khá lớn 54% so với ước tính RNAV.

Trong báo cáo này, chúng tôi xem xét các xu hướng gần đây và triển vọng của ngành BDS bán lẻ tại Việt Nam tính đến cuối Q3/2024. Sau đó, chúng tôi đánh giá mức độ phù hợp của VRE (công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC) đối với những xu hướng này, dựa trên danh mục dự án TTTM hiện tại và kế hoạch trong tương lai.

Xin nhắc lại, VRE hiện là đơn vị cho thuê BDS bán lẻ lớn nhất Việt Nam, với 378.000 m2 diện tích sàn bán lẻ tại TP.HCM, 675.000 m2 tại Hà Nội, và 715.000 m2 tại các tỉnh thành khác trên khắp cả nước, với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,81 triệu m2 tính đến cuối Q3/2024. Đáng lưu ý, diện tích sàn bán lẻ của VRE tại những vị trí đặc địa của các thành phố lớn như Hà Nội, TP.HCM chiếm đến 58,3% thị phần (theo ước tính của HSC). VRE cũng đang triển khai xây dựng các dự án TTTM mới, dự kiến sẽ bổ sung khoảng 100.000 m2 diện tích sàn bán lẻ vào danh mục đầu tư của Công ty trong năm 2025.

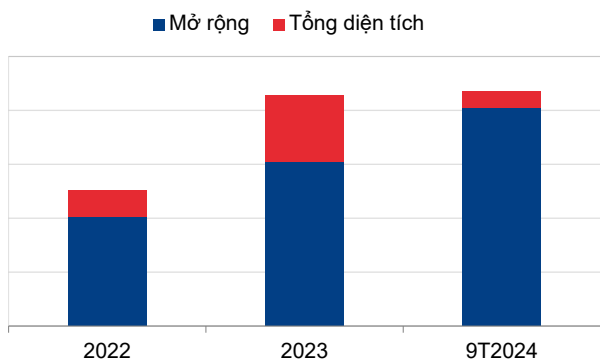
KQKD Q3/2024: Nhu cầu mở rộng diện tích bán lẻ tăng

Dựa trên dữ liệu thị trường mới cập nhật của CBRE và JLL, tỷ lệ mặt bằng bán lẻ còn trống trên khắp cả nước giảm mạnh do nhu cầu tăng, tình hình HĐKD của khách thuê phục hồi, và sự hạn chế nguồn cung mặt bằng bán lẻ mới. Hơn nữa, nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ đang chuyển sang các khu vực xa trung tâm hoặc các quận loại 2 tại TP.HCM và Hà Nội, hai thành phố lớn nhất Việt Nam. Trong Q3/2024, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ mặt bằng trống tại các khu vực xa trung tâm giảm (1,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ tại TP.HCM xuống còn 7,5% và 1,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống 12,1% tại Hà Nội) mạnh hơn khu vực trung tâm (0,1 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống 5,4% tại TP.HCM, và đi ngang so với cùng kỳ tại Hà Nội).

Nhu cầu tiếp tục tăng mạnh trong Q3/2024 (nhu cầu tăng chiếm đến 93% tổng diện tích cho thuê mới) (Biểu đồ 1). Các nhà bán lẻ thời trang và F&B cùng với các nhà bán lẻ thuộc các lĩnh vực khác đẩy mạnh tỷ lệ hấp thụ trong quý, nhờ nhu cầu tăng mạnh từ các thương hiệu F&B và phong cách sống đến từ Trung Quốc (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 1: Giao dịch theo mục đích sử dụng, Hà Nội và TP.HCM

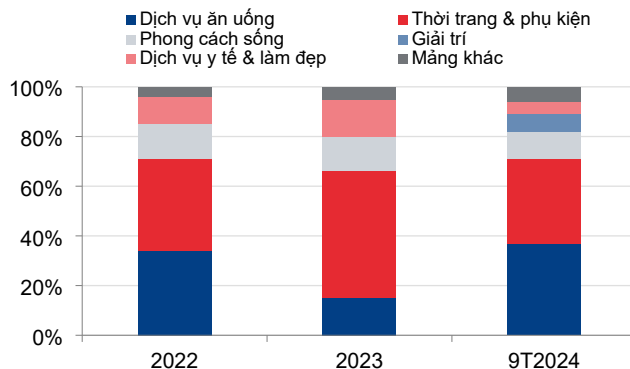
Trong Q3/2024, nhu cầu tăng so với quý trước và chiếm phần lớn diện tích cho thuê



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 2: Nhu cầu cho thuê mặt bằng theo lĩnh vực kinh doanh, Hà Nội và TP.HCM

Mặt bằng cho thuê lĩnh vực ăn uống và thời trang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong các giao dịch



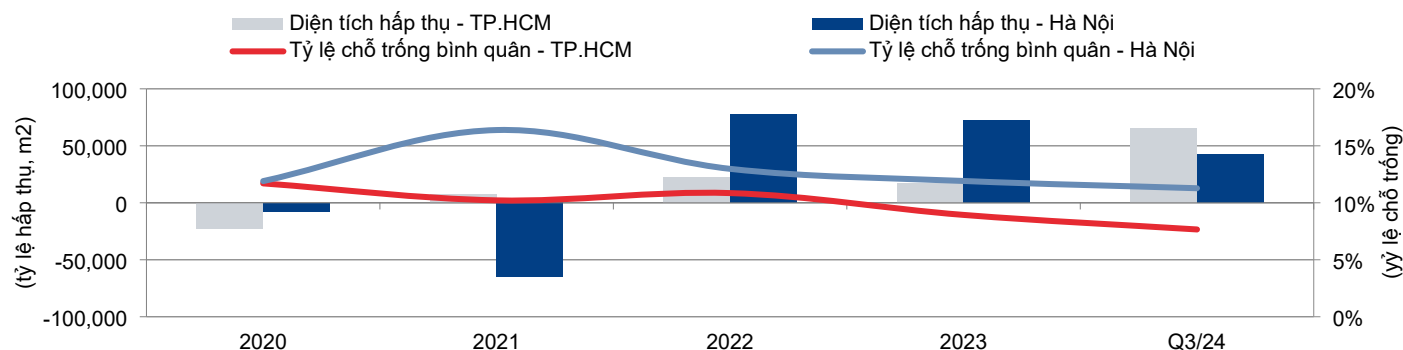
Nguồn: CBRE, HSC

Nhiều TTTM lớn được khai trương trong Q3/2024, bao gồm Parc Mall tại Quận 8. TP.HCM (34.000 m²; do Vạn Thái Land sở hữu; chưa niêm yết) và The Diamond Plaza tại Hà Nội (14.000 m²; do Công ty IBC sở hữu; chưa niêm yết).

Tổng nguồn cung BĐS bán lẻ tính đến cuối Q3/2024 đạt 1,16 triệu m² (tăng 4,4% so với cùng kỳ và 3,3% so với quý trước) tại TP.HCM và 1,18 triệu m² (tăng 3,6% so với cùng kỳ và 1,2% so với quý trước) tại Hà Nội. Các khu trung tâm đóng góp 21,9% tổng diện tích sàn bán lẻ tại TP.HCM và 20,9% tổng diện tích tại thị trường Hà Nội. Điều này cho thấy tỷ lệ đóng góp diện tích sàn bán lẻ tại các khu vực xa trung tâm của hai thành phố nói trên lần lượt ở mức 78,1% và 79,1%.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ chỗ trống và tỷ lệ hấp thụ ròng, diện tích bán lẻ tại thành phố lớn

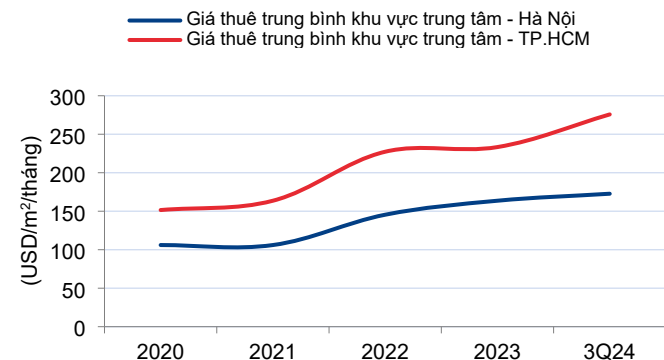
TP.HCM ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao nhất trong 5 năm qua



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 4: Giá thuê trung bình khu vực trung tâm

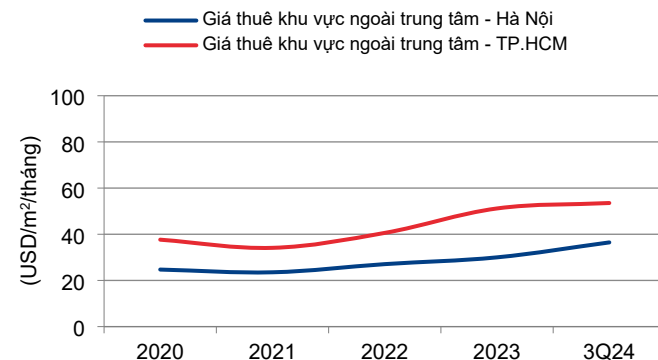
Giá cho thuê Q3/2024 tăng 16% so với cùng kỳ tại Hà Nội và 17% tại TP.HCM



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 5: Giá thuê trung bình khu vực ngoài trung tâm

Giá cho thuê Q3/2024 tăng 13% so với cùng kỳ tại Hà Nội và 10% tại TP.HCM



Nguồn: CBRE, HSC

Thị trường bán lẻ TP.HCM ghi nhận mức hấp thụ thuần hơn 60.000 m² trong Q3/2024 – mức cao nhất trong 5 năm qua, cho thấy đây là thị trường sôi động với tốc độ cho thuê mặt bằng cao hơn mức bình quân (Biểu đồ 3). Nhu cầu tăng mạnh trong bối cảnh hạn chế nguồn cung dẫn đến giá cho thuê bình quân tăng mạnh 16-17% tại TP.HCM và 10-13% tại Hà Nội. (Biểu đồ 4-5).

Dự báo: Nhu cầu tăng mạnh dự kiến sẽ làm tỷ lệ mặt bằng trống tăng/giảm trong bối cảnh nguồn cung hiện tại

Thị trường cho thuê mặt bằng tại Việt Nam dự kiến sẽ sôi động dù sự khan hiếm mặt bằng còn trống tại các vị trí đắc địa sẽ kìm hãm đà tăng trưởng của tỷ lệ hấp thụ chung. Đà tăng trưởng của hoạt động cho thuê BĐS bán lẻ – tại các khu vực ngoài trung tâm và cửa ngõ thành phố đến các TTTM được hình thành từ lâu tại khu trung tâm – có thể sẽ tăng tốc.

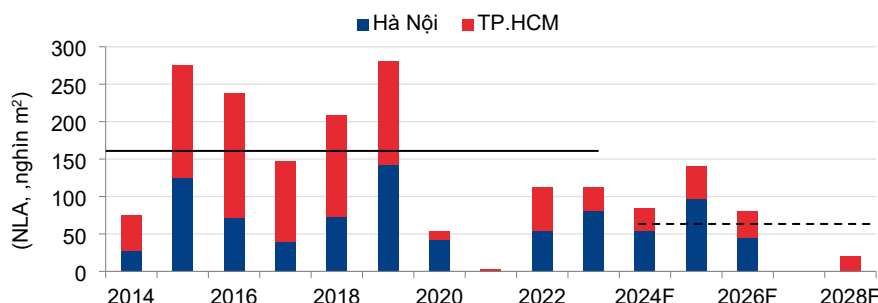
Sự khan hiếm diện tích cho thuê làm thay đổi cách tiếp cận của các nhà bán lẻ đối với thị trường BĐS bán lẻ

Trong bối cảnh nhu cầu đang cải thiện, nhu cầu tìm mặt bằng bán lẻ tại các vị trí đắc địa ngày càng tăng trong khi số lượng dự án đang triển khai cho thấy nguồn cung mới dự kiến sẽ thấp hơn nhiều so với mức bình quân lịch sử. Biểu đồ 6 thể hiện bình quân nguồn cung mới của thị trường BĐS bán lẻ tại TP.HCM và Hà Nội trong 5 năm tới (đến cuối năm 2028) dự kiến sẽ thấp hơn 57% so với 10 năm qua. Thật vậy, tình trạng khan hiếm diện tích cho thuê làm thay đổi cách tiếp cận của các nhà bán lẻ đối với nhu cầu thuê mặt bằng của mình. Nhiều nhà bán lẻ đang kinh doanh tại khu trung tâm đang tìm mặt bằng tại các khu vực ngoại trung tâm hoặc các quận loại 2 ở TP.HCM và Hà Nội.

Hai TTTM mới tại khu vực ven đô dự kiến sẽ được khai trương trong Q2/2024 là TTTM Central Premium Mall ở quận 8 (24.000 m²) do Quốc Cường Gia Lai sở hữu (QCG; chưa khuyến nghị) và Central Mall ở quận 6 (15.355 m²) do Tổng công ty thương mại Sài Gòn sở hữu (SATRA; chưa niêm yết).

Biểu đồ 6: Tổng nguồn cung bán lẻ, TP.HCM và Hà Nội, 2024-28F

Nguồn cung bình quân trong 5 năm tới được dự báo thấp hơn 57% so với 10 năm qua



Nguồn: CBRE, HSC

Sức cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các nhà phát triển BĐS bán lẻ ngoại như Lotte, Aeon, và Central Group đang định hình lại bối cảnh ngành BĐS bán lẻ. Các nhà phát triển BĐS bán lẻ nước ngoài vốn có nhiều kinh nghiệm trong việc phát triển TTTM kiểu mới và cửa hàng kinh doanh mở ưu tiên vào sự trải nghiệm của khách hàng, chuẩn bị khai trương Aeon Huế (tại Huế) và Aeon Thanh Hóa trong năm 2024-2025 và L7 Mega Mall tại Tây Hồ. Theo ước tính của chúng tôi, trong tổng nguồn cung BĐS bán lẻ tại TP.HCM và Hà Nội, các công ty nước ngoài được cho là đóng góp lần lượt 17% và 41%.

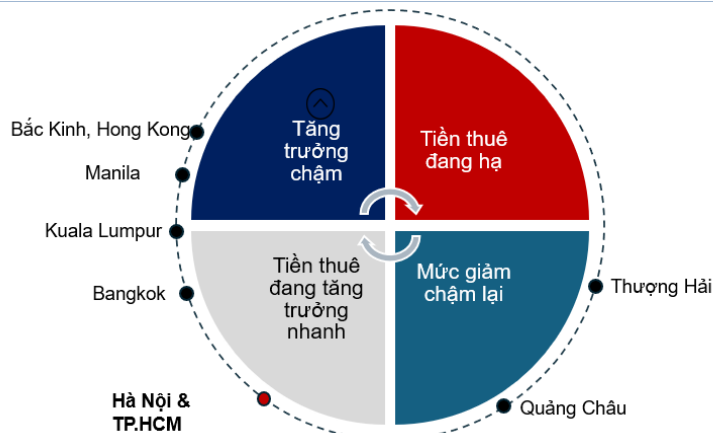
Do đó, nhiều TTTM hiện hữu đang được cải tạo và đổi mới cơ cấu khách thuê để có thêm không gian cho những khách hàng mới tham gia thị trường. Các TTTM như vậy tại TP.HCM bao gồm Vincom Plaza 3/2 của VRE (hoàn thành vào Q2/2024), Cantavil Premier (do công ty Mai Việt Land sở hữu (chưa niêm yết) và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm và Platinum Plaza (do WCT Engineering Berhad Indonesia (chưa niêm yết) sở hữu, cũng dự kiến hoàn thành trong năm 2025.

Giá cho thuê tăng

Sự mất cân bằng giữa cung và cầu có thể sẽ làm gia tăng sự cạnh tranh giữa các thương hiệu lớn để giữ lại mặt bằng tốt. CBRE kỳ vọng điều này sẽ đẩy giá thuê (đối với hợp đồng tái ký) tăng 17-18% mỗi năm trong năm 2025 tại các khu trung tâm (lên mức bình quân 180-280 USD/m²/tháng) và tăng 12% mỗi năm trong năm 2025 tại các khu vực ngoại trung tâm (lên mức bình quân 35-50 USD/m²/tháng). HSC đa phần đồng ý với dự báo trên.

Trong khi đó, JLL, nhà cung cấp dịch vụ tư vấn BĐS toàn cầu chuyên tập trung vào phân khúc BĐS thương mại và quản lý đầu tư, cho rằng thị trường BĐS bán lẻ tại Hà Nội và TP.HCM đang trong giai đoạn đầu của xu hướng tăng giá cho thuê (Biểu đồ 7).

Biểu đồ 7: Chu kỳ của thị trường bất động sản bán lẻ
Hà Nội và TP.HCM đều trong giai đoạn đầu giá tăng

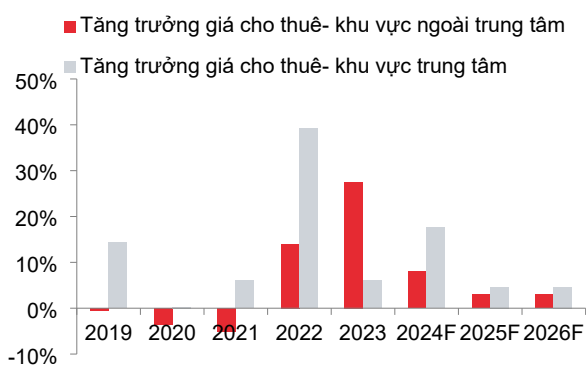


Nguồn: JLL

Trong khi đó, CBRE dự báo các khu trung tâm với tốc độ phát triển nhanh, mặt bằng có vị trí thuận lợi dọc theo các tuyến đường chính, và sự phục hồi của ngành bán lẻ đều hỗ trợ cho sự phát triển của ngành. Do đó, CBRE dự báo mức giá thuê đối với các hợp đồng dài hạn có thể tăng mạnh (Biểu đồ 8-9).

Biểu đồ 8: Tốc độ tăng trưởng giá thuê, TP.HCM

Giá cho thuê được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng dương



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 9: Tốc độ tăng trưởng giá thuê

Giá cho thuê được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng dương



Nguồn: CBRE, HSC

VRE hưởng lợi khi nhu cầu và giá cho thuê cải thiện

Sau khi tìm hiểu sâu thị trường BĐS bán lẻ, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE nhưng tăng 5,3% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 21.800đ (tiềm năng tăng giá là 20% và P/E dự phóng năm 2025 là 13,3 lần) do giảm giả định tỷ suất vốn hóa. BĐS bán lẻ tại Việt Nam đã chứng tỏ khả năng phục hồi tốt trong 2 quý vừa qua, nhờ nhu cầu và giá cho thuê cải thiện. Chúng tôi dự báo những xu hướng này sẽ tiếp diễn và VRE sẽ hưởng lợi nhờ có danh mục dự án TTTM rất mạnh và sắp đưa vào hoạt động 6 TTTM mới, giúp đảm bảo doanh thu từ hoạt động cho thuê lành mạnh và tăng trưởng lợi nhuận chung. Chúng tôi đã phân giữ nguyên dự báo lợi nhuận. HSC tiếp tục đưa ra giá mục tiêu ở mức chiết khấu 40% so với RNAV dự phóng, sát với bình quân 3 năm của VRE ở mức 39,8% (có thể do những lo ngại về các bên liên quan và tình hình quản trị doanh nghiệp).

Dự phóng KQKD cốt lõi Q3/2024: Tỷ lệ lấp đầy cải thiện nhẹ

HSC dự báo lợi nhuận từ hoạt động cho thuê đạt 1,98 nghìn tỷ đồng (giảm nhẹ 0,5% so với cùng kỳ nhưng tăng 2% so với quý trước) do tỷ lệ lấp đầy của tất cả TTTM trong quý đạt 84,5% (giảm nhẹ từ mức 85,4% trong Q3/2023, nhưng tăng từ mức 83,9% trong Q2/2024). Chúng tôi tin rằng nhu cầu mở rộng HĐKD mạnh mẽ của các nhà bán lẻ, đặc biệt tại các khu vực ngoài trung tâm, sẽ giúp VRE hưởng lợi.

Chúng tôi lưu ý rằng tính đến cuối Q3/2024, tất cả TTTM của VRE có tổng cộng 1,8 triệu m² sàn. 86 TTTM Công ty đang vận hành – bao gồm 7 Vincom Center (VCC), 7 Vincom Mega Malls (VMM), và 74 TTTM mang thương hiệu khác – tọa lạc tại nhiều địa điểm khác nhau, bao gồm các khu trung tâm của các thành phố loại 2 đến các khu vực xa trung tâm của thành phố và các tỉnh. Trong khi đó, chúng tôi ước tính có đến 16,1% danh mục dự án BĐS bán lẻ của VRE (tổng cộng 291.924 m²) tọa lạc tại các khu trung tâm của TP.HCM và Hà Nội.

Đáng lưu ý, các TTTM với thương hiệu VCC, tọa lạc tại các vị trí đắc địa ở trung tâm thành phố, luôn là những mặt bằng được săn đón nhiều nhất, dẫn đến tỷ lệ hấp thụ thường cao hơn trong bối cảnh nhu cầu từ các thương hiệu mới đang tăng. Trong khi đó, các TTTM thuộc các khu vực ngoài trung tâm được ưa chuộng do khách đang thuê có nhu cầu mở rộng HĐKD. Các TTTM với thương hiệu Vincom Mega Mall của VRE đang chiếm vị thế áp đảo tại đây, đáng chú ý là các VMM Grand Park (diện tích sàn 45.255 m², thành phố Thủ Đức, được đưa vào hoạt động trong Q2/2024) ghi nhận tỷ lệ lấp đầy vững chắc (ước đạt 80% vào cuối Q3/2024).

Chúng tôi dự báo giá cho thuê tăng sẽ có tác động không đáng kể đến lợi nhuận từ hoạt động cho thuê của VRE trong ngắn hạn do 80% hợp đồng cho thuê cố định với thời hạn kết thúc hợp đồng cho thuê bình quân là 3,8 năm. Điều này giúp Công ty tránh khỏi việc ảnh hưởng từ những bất ổn trong ngắn hạn nhưng phải mất nhiều quý để lợi nhuận từ hoạt động cho thuê được phản ánh.

Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng VRE sẽ hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường BĐS do (1) chiến lược tập trung phát triển Mega Malls của VRE nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng HĐKD mạnh mẽ của khách thuê và (2) mức tăng tiền thuê khi gia hạn hợp đồng cao hơn mức tăng giá cho thuê kỳ vọng.

Dự báo: Áp lực giảm lên tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần

HSC nhận thấy tỷ lệ vốn hóa thực của ngành BĐS bán lẻ có mối tương quan tích cực đối với việc cắt giảm lãi suất tại thị trường Việt Nam. Cùng với những gì chúng tôi đang thấy là nền tảng cơ bản đang được cải thiện để hỗ trợ KQKD vững chắc của mảng BĐS thương mại, thúc đẩy tăng trưởng giá cho thuê và lãi đầu tư, tạo thêm áp lực giảm lên tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần. Hơn nữa, các mối lo ngại về sự bất ổn của tình hình kinh tế vĩ mô tạo ra kỳ vọng tăng trưởng, được thể hiện qua nhu cầu cho thuê tăng đều đặn trong hai quý gần đây.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 50 điểm cơ bản tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần đối với 4 mô hình TTTM của VRE. Các giả định về tỷ suất vốn hóa được đưa ra dựa trên các đánh giá của riêng HSC. Đáng lưu ý là chúng tôi cũng tham khảo các báo cáo thị trường của bên thứ ba (bao gồm báo cáo của CBRE và Colliers International)

để so sánh tỷ suất vốn hóa cho loại hình BĐS tương đương, có xét đến môi trường pháp lý, tiêu chuẩn thị trường và thông lệ của Việt Nam.

Trong đó, đối với Vincom Center (VCC), chúng tôi giảm tỷ suất vốn hóa xuống 7% từ 7,5% do các TTTM này chủ yếu tọa lạc tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội, Hải Phòng và Đà Nẵng, những nơi có lưu lượng giao thông tốt và có khả năng duy trì lợi nhuận trong trung và dài hạn. Đối với các mô hình TTTM khác như VMM, VP và VC+, chúng tôi áp dụng tỷ suất vốn hóa lần lượt ở mức 7,5%, 9,5% và 10%, so với mức 8%, 10% và 10,5% trước đó. Chúng tôi lưu ý rằng những ước tính này mang tính chủ quan do có rất ít TTTM tại Việt Nam có cùng đặc điểm với TTTM của VRE.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2024 giảm lần lượt 17,1% và 8,4% xuống 3,7 nghìn tỷ đồng và 9 nghìn tỷ đồng. Dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần giảm là do chúng tôi giảm giả định doanh thu chuyển nhượng shophouse, nhưng KQKD của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 đạt lần lượt 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,3%) và 4,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17,6%), nhờ sự đóng góp (khoảng 2,3 nghìn tỷ đồng) của việc vận hành 6 TTTM mới trong quý (Bảng 10).

Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 11.

Bảng 10: Tiến độ các dự án TTTM mới, VRE

(m ²)	Tổng diện tích sàn	Vị trí	Thời gian đi vào hoạt động	Tỷ lệ lấp đầy
VMM Grand Park	45,255	TP.HCM	Q2/24	87%
VMM Ocean Park 2	76,679	TP.HCM	2025	N/a
VCP Hà Giang	9,796	Hà Giang	Q4/24	86%
VCP Điện Biên Phủ	11,942	Điện Biên Phủ	Q2/24	95%
VCP Bắc Giang	13,372	Bắc Giang	Q2/24	79%
VCP Đông Hà Quảng Trị	14,265	Quảng Trị	Q4/24	N/a

Ghi chú: Tỷ lệ lấp đầy bao gồm cả các hợp đồng đăng lý và đặt cọc tính đến ngày 30 tháng 6.
Nguồn: VRE, HSC

Bảng 11: Bảng CĐKT thực tế và dự báo, VRE

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng
Doanh thu	9,791	8,972	-8.4%	9,459	5.4%	10,643	12.5%
Lợi nhuận gộp	5,346	4,561	-14.7%	4,931	8.1%	5,969	21.0%
LNTT	4,409	4,566	3.6%	4,670	2.3%	5,493	17.6%
Lợi nhuận thuần	4,409	3,653	-17.1%	3,736	2.3%	4,394	17.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Dự báo 6 tháng cuối năm 2024 và Q3/2024, VRE

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 966 tỷ đồng (giảm 26,6% so với cùng kỳ và 5,4% so với quý trước) nhờ doanh thu đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (giảm 34,7% so với cùng kỳ và 12,2% so với quý trước)

Tỷ đồng	6 tháng cuối năm 2023	Q3/2023	6 tháng đầu năm 2024	Q3/2024F	So với cùng kỳ	So với quý trước	6 6 tháng cuối năm 2024	So với cùng kỳ	So với nửa năm đầu	2024F
Doanh thu	5,675	3,333	4,733	2,175	-34.7%	-12.2%	4,238	-25.3%	-10.5%	8,972
Lợi nhuận gộp	2,968	1,700	2,465	1,136	-33.2%	-6.0%	2,096	-29.4%	-15.0%	4,561
LNTT	3,009	1,656	2,644	1,241	-25.1%	-2.8%	1,922	-36.1%	-27.3%	4,566
Lợi nhuận thuần	2,384	1,317	2,104	966	-26.6%	-5.4%	1,549	-35.0%	-26.4%	3,653

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo cho Q3/2024

Cho năm 2024, với KQKD nửa đầu năm 2024, HSC dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (giảm 35% so với cùng kỳ và 26,4% so với nửa đầu năm) và doanh thu thuần đạt 4,2 nghìn tỷ đồng (giảm 25,3% so với cùng kỳ và 10,5% so với nửa đầu năm) (Bảng 12). Doanh thu và lợi nhuận nửa cuối năm 2024 được dự báo giảm là do giảm bán giao shophouse, trong khi doanh thu mảng cho thuê cốt lõi

tăng được dự báo tăng 5,3% so với cùng kỳ và 7,3% so với nửa đầu năm. Cho Q3/2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 966 tỷ đồng (giảm 26,6% so với cùng kỳ và 5,4% so với quý trước) và doanh thu thuần đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (giảm 34,7% so với cùng kỳ và 12,2% so với quý trước).

Bảng 13: Định giá, VRE

Triệu đồng	Phương pháp	Tỷ suất sinh lời	Giữa năm 2025
Cho thuê BĐS thương mại	NOI/cap rate	7.0-10.0%	68,631,505
Phát triển BĐS	DCF		162,008
Tài sản thuần khác	Book value		12,145,808
Tổng giá trị tài sản			81,299,357
Dòng tiền thuần			1,574,535
RNAV			82,513,856
Số lượng cổ phiếu (triệu)			2,272.3
RNAV/cp (đồng)			36,471
Chiết khấu			40%
Giá mục tiêu (đồng)			21,800

Nguồn: HSC ước tính

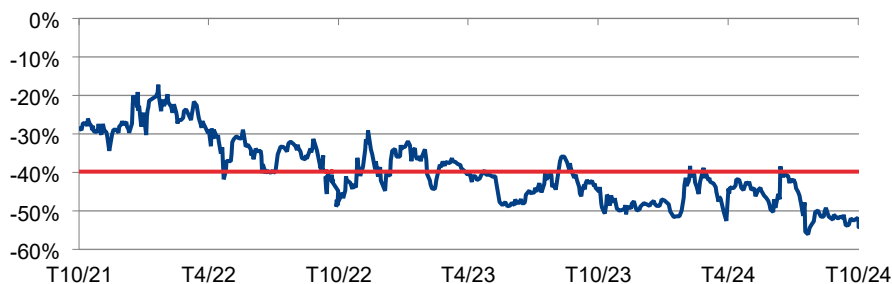
Bảng 14: Độ nhạy giá mục tiêu lên mức chiết khấu giả định so với RNAV, VRE

Chiết khấu với giả định RNAV	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu	29,200	25,500	21,800	18,200	14,600
Tiềm năng tăng giá tại thị giá	56.6%	36.7%	20%	-2.4%	-21.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VRE

VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,2% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 39,8%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,2% so với ước tính RNAV (giá trị hợp lý), cao hơn bình quân 3 năm ở mức 39,8%.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	7,309	9,791	8,972	9,459	10,643
Lợi nhuận gộp	3,764	5,346	4,561	4,931	5,969
Chi phí BH&QL	(543)	(780)	(672)	(729)	(803)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,220	4,566	3,889	4,202	5,166
Lãi vay thuần	179	816	677	468	327
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	72.8	144	0	0	0
LN TT	3,473	5,526	4,566	4,670	5,493
Chi phí thuế TNDN	(737)	(1,117)	(913)	(934)	(1,099)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.03)	(0.21)	(0.17)	(0.18)	(0.21)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,735	4,409	3,653	3,736	4,394
Lợi nhuận thuần ĐC	2,662	4,264	3,653	3,736	4,394
EBITDA ĐC	4,672	6,020	5,513	5,637	6,493
EPS (đồng)	1,204	1,940	1,608	1,644	1,934
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,608	1,644	1,934
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	7,020	4,102	2,506	3,100	3,035
Đầu tư ngắn hạn	97.4	1,071	1,071	1,071	1,071
Phải thu khách hàng	1,352	1,613	3,598	2,177	2,533
Hàng tồn kho	1,178	640	149	175	222
Các tài sản ngắn hạn khác	835	2,611	3,060	3,756	3,780
Tổng tài sản ngắn hạn	10,482	10,036	10,383	10,279	10,640
TSCĐ hữu hình	407	387	359	335	310
TSCĐ vô hình	10.6	26.0	7.30	7.30	7.30
Bất động sản đầu tư	26,514	25,180	26,384	27,377	27,736
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	5,245	12,024	13,123	16,040	20,068
Tổng tài sản dài hạn	32,177	37,617	39,873	43,759	48,121
Tổng cộng tài sản	42,659	47,654	50,256	54,038	58,761
Nợ ngắn hạn	1,065	19.9	16.4	16.4	16.4
Phải trả người bán	725	448	544	558	576
Nợ ngắn hạn khác	1,980	2,195	2,061	2,172	2,443
Tổng nợ ngắn hạn	5,818	4,473	5,111	5,045	5,257
Nợ dài hạn	2,121	3,916	2,227	2,339	2,456
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,336	1,438	1,438	1,438	1,438
Tổng nợ dài hạn	3,457	5,354	3,666	3,777	3,894
Tổng nợ phải trả	9,275	9,827	8,776	8,822	9,151
Vốn chủ sở hữu	33,351	37,804	41,457	45,192	49,586
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	23.3	23.5	23.6	23.8
Tổng vốn chủ sở hữu	33,383	37,827	41,480	45,216	49,610
Tổng nợ phải trả và VCSH	42,659	47,654	50,256	54,038	58,761
BVPS (đ)	14,677	16,637	18,244	19,888	21,822
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(3,833)	(166)	(262)	(745)	(563)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	3,220	4,566	3,889	4,202	5,166
Khấu hao	(1,452)	(1,454)	(1,624)	(1,434)	(1,327)
Lãi vay thuần	179	816	677	468	327
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(576)	(913)	(934)	(1,099)
Thay đổi vốn lưu động	822	(1,492)	(1,780)	(2,649)	(4,506)
Khác	132	271	1,085	801	639
LCT thuần từ HKKD	5,108	3,892	3,578	2,558	1,216
Đầu tư TS dài hạn	(2,538)	(8,322)	(3,482)	(2,075)	(1,398)
Góp vốn & đầu tư	0	1,956	0	0	0
Thanh lý	(109)	(2.19)	0	0	0
Khác	1,281	(1,153)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,366)	(7,521)	(3,482)	(2,075)	(1,398)
Cổ tức trả cho CSH	0	(21.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2.00	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	1,782	(1,692)	111	117
Khác	(21.4)	(1,050)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(19.4)	711	(1,692)	111	117
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,297	7,020	4,102	2,506	3,100
LCT thuần trong kỳ	3,722	(2,918)	(1,595)	594	(65.2)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7,019	4,102	2,506	3,100	3,035
Dòng tiền tự do	2,570	(4,430)	96.3	482	(182)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	51.5	54.6	50.8	52.1	56.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	63.9	61.5	61.4	59.6	61.0
Tỷ suất LNT (%)	37.4	45.0	40.7	39.5	41.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	34.0	(8.37)	5.43	12.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	44.3	28.8	(8.42)	2.24	15.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	108	60.2	(14.3)	2.26	17.6
Tăng trưởng EPS (%)	108	61.2	(17.1)	2.26	17.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(14.3)	2.26	17.6
Tăng trưởng DPS (%)	-	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	83.1	51.5	62.2	60.8	51.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.55	12.4	9.22	8.62	9.27
ROACE (%)	8.97	11.4	8.81	8.93	10.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.22	0.18	0.18	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.59	0.85	0.92	0.61	0.24
Số ngày tồn kho	121	52.5	12.3	14.1	17.3
Số ngày phải thu	139	132	298	176	198
Số ngày phải trả	74.6	36.8	45.0	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.85)	0.39	0.86	(0.29)	0.29
Nợ/tài sản (%)	10.3	8.92	5.70	5.50	5.41
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.71	0.52	0.53	0.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	2.24	2.03	2.04	2.02
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.12	4.20	4.57	4.28	3.82
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.01	6.83	7.44	7.19	6.27
P/E (lần)	15.1	9.36	11.3	11.0	9.39
P/E ĐC (lần)	15.5	9.67	11.3	11.0	9.39
P/B (lần)	1.24	1.09	0.99	0.91	0.83
Lợi suất cổ tức (%)	5.51	5.51	5.51	5.51	5.51

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn