

Tăng tỷ trọng

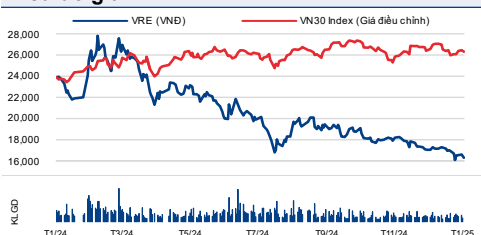
Giá mục tiêu: VNĐ21,800

Tiềm năng tăng/giảm: 33.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/1/2025)	16,300
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,100-27,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	37,039
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,474
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-23A	12-24F	12-25F
DT thuần (tỷ đồng)	9,791	8,919	9,101
EBITDA đc (tỷ đồng)	6,020	5,346	5,284
LN TT (tỷ đồng)	5,526	4,948	4,572
LNT ĐC (tỷ đồng)	4,264	3,958	3,658
FCF (tỷ đồng)	(4,430)	(1,141)	(1,120)
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,742	1,610
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	16,637	18,378	19,988
T.trưởng EBITDA (%)	28.8	(11.2)	(1.17)
T.trưởng EPS ĐC (%)	61.2	(10.2)	(7.59)
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	59.9	58.1
Tỷ suất LN TT (%)	56.4	55.5	50.2
Tỷ suất LNT ĐC (%)	45.0	44.4	40.2
Tỷ lệ LN trả CT (%)	51.5	57.4	62.1
Nợ thuần/VCSH (%)	0.39	3.63	5.79
ROAE (%)	12.4	9.95	8.39
ROACE (%)	11.4	8.45	8.20
EV/doanh thu (lần)	3.77	4.26	4.30
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.13	7.11	7.41
P/E ĐC (lần)	8.69	9.36	10.1
P/B (lần)	0.98	0.89	0.82
Lợi suất cổ tức (%)	6.13	6.13	6.13

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

Q4/2024: KQKD sát với dự báo, nhờ doanh thu cho thuê vững chắc

- Lợi nhuận thuần Q4/2024 của VRE đạt 1.085 tỷ đồng (tăng 19,7% so với cùng kỳ và tăng 1,7% so với quý trước), sát với dự báo của HSC, trên doanh thu 2.128 tỷ đồng (giảm 9,2% so với cùng kỳ nhưng tăng 2,4% so với quý trước) nhờ doanh thu cho thuê lành mạnh và tiếp tục bàn giao shophouse.
- Lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 4.096 tỷ đồng, giảm 7,1% so với cùng kỳ, trên doanh thu 8.939 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 100% và 93% dự báo của HSC và KHKD Công ty đề ra cho năm 2024.
- Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 51,7% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 40,7%. Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị và giá mục tiêu đối với VRE.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2024

Lợi nhuận thuần Q4/2024 của VRE đạt 1.085 tỷ đồng (tăng 1,7% so với cùng kỳ và tăng 19,7% so với quý trước), sát với dự báo của HSC, trên doanh thu 2.128 tỷ đồng (giảm 9,2% so với cùng kỳ nhưng tăng 2,4% so với quý trước) nhờ doanh thu cho thuê lành mạnh và tiếp tục bàn giao shophouse.

Lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 4.096 tỷ đồng, giảm 7,1% so với cùng kỳ do doanh thu chuyển nhượng shophouse giảm. KQKD sát với dự báo của chúng tôi và hoàn thành 93% KHKD Công ty đề ra cho năm 2024.

Doanh thu cho thuê đạt 2.027 tỷ đồng, tăng nhẹ 3,9% so với cùng kỳ và tăng 2,2% so với quý trước. Mạng kinh doanh cốt lõi của VRE hoạt động tốt, với tỷ lệ lấp đầy tăng 0,6 điểm phần trăm so với cùng kỳ lên 85,4% trên 4 mô hình TTTM tính đến cuối năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận của mảng cho thuê mặt bằng cải thiện so với quý trước lên 55,8% nhưng giảm từ mức 57,3% trong Q4/2023 do chi phí tiếp thị cao hơn tại các TTTM mới.

LN thuần HĐKD năm 2024 đạt 5.626 tỷ đồng (giảm 2,1%), cho thấy tỷ suất LN thuần HĐKD ở mức 68,8% (thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi ở mức 69,9% và thấp hơn nhiều so với mức 74,2% trong năm 2023). Tỷ suất LN thuần HĐKD giảm là do trích lập dự phòng nợ xấu cho những khách thuê là chuỗi vui chơi giải trí có HĐKD kém tích cực sau đại dịch COVID-19. Ngoại trừ các khách thuê này, tỷ suất LN thuần HĐKD ước đạt 73%, thấp hơn một chút so với mức của năm 2023.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/1.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4/2024 và cả năm 2024, VRE

(tỷ đồng)	Q4/23	Q4/24	So với cùng kỳ	2023	2024	So với cùng kỳ	% dự báo HSCF
Doanh thu thuần	2,343	2,128	-9.2%	9,791	8,939	-8.7%	100%
Lợi nhuận gộp	1,268	1,201	-5.3%	5,346	4,755	-11.0%	
Thu nhập tài chính	343	547	59.6%	1,146	1,786	55.8%	
Chi phí tài chính	74	275	271%	330	838	153.6%	
Chi phí bán hàng	84	144	71.7%	341	341	-0.1%	
Chi phí BH&QL	179	169	-5.9%	439	642	46.3%	
LNTT	1,353	1,370	1.3%	5,526	5,133	-7.1%	
Lợi nhuận thuần	1,067	1,085	1.7%	4,409	4,096	-7.1%	100%

Nguồn: VRE, HSC

VRE đã khai trương thành công 5 TTTM mới trong năm 2024 bao gồm VMM Grand Park, VCP Hà Giang, VCP Bắc Giang, VCP Điện Biên Phủ, VCP Đông Hà Quảng Trị. Những TTTM mới này bổ sung thêm 94.000 m2 vào tổng diện tích sàn bán lẻ của VRE. Theo đó, tổng diện tích sàn bán lẻ của Công ty được nâng lên 1,84 triệu m2, với 88 TTTM đang hoạt động tại thời điểm cuối năm 2024.

Doanh thu BĐS đạt 60 tỷ đồng, tăng 68,5% so với quý trước nhưng giảm 77,6% so với cùng kỳ nhờ hoạt động bàn giao 11 căn shophouse tại dự án Đông Hà Quảng Trị, thấp hơn so với 28 căn trong Q4/2023. Doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu của dự án này đạt tổng cộng 180 tỷ đồng, dự kiến sẽ được ghi nhận trong năm 2025.

Chi phí bán hàng & quản lý đạt tổng cộng 312 tỷ đồng (tăng 26,2% so với quý trước và 18,8% so với cùng kỳ). Chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh so với cùng kỳ là do chi phí tiếp thị tăng 4 lần do khai trương 4 TTTM mới.

Chi phí tài chính Q4/2024 tăng mạnh 271% so với cùng kỳ và tăng 12,8% so với quý trước lên 275 tỷ đồng nhờ số nợ tăng. Doanh thu HĐ tài chính tăng 59,6% so với cùng kỳ và tăng 42,8% so với quý trước lên 547 tỷ đồng, nhờ lợi nhuận từ tiền gửi ngân hàng.

Bảng CĐKT: Từ vị thế tiền mặt đến nợ thuần

Tính đến cuối năm 2024, nợ thuần của VRE ở mức 1.522 tỷ đồng, từ vị thế tiền mặt 1.237 tỷ đồng vào cuối năm 2023 và 862 tỷ đồng vào Q3/2024 do mức dư nợ cao, nhằm tài trợ cho các dự án trong tương lai.

Tiền đặt cọc cho các dự án với VIC/VHM tăng đáng kể 33,8% so với quý trước và 20,9% so với cùng kỳ đạt 11 nghìn tỷ đồng, tương đương 19,7% tổng tài sản Công ty. Tổng tiền gửi bao gồm tiền gửi cho 1.000 căn shophouse tại dự án Vũ Yên, 200 căn hộ tại dự án Bắc Luân (Móng Cái), và 3,2 nghìn tỷ đồng cho các TTTM mới dự kiến khai trương trong năm 2025.

Xem xét lại giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận

Hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 51,7% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 40,7%. Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị và giá mục tiêu đối với VRE.

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	8,919	9,101	9,825
Lợi nhuận gộp	3,764	5,346	4,494	4,662	5,373
Chi phí BH&QL	(543)	(780)	(772)	(813)	(834)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,220	4,566	3,722	3,849	4,539
Lãi vay thuần	179	816	1,226	723	177
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	4,948	4,572	4,716
Chi phí thuế TNDN	(737)	(1,117)	(990)	(914)	(943)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.03)	(0.21)	(0.19)	(0.17)	(0.18)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,735	4,409	3,958	3,658	3,773
Lợi nhuận thuần ĐC	2,662	4,264	3,958	3,658	3,773
EBITDA ĐC	4,672	6,020	5,346	5,284	5,866
EPS (đồng)	1,204	1,940	1,742	1,610	1,660
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,742	1,610	1,660
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	3,211	2,491	2,924
Đầu tư ngắn hạn	97.4	1,071	1,071	1,071	1,071
Phải thu khách hàng	1,352	1,613	3,580	2,121	2,402
Hàng tồn kho	1,178	640	101	127	174
Các tài sản ngắn hạn khác	835	2,611	4,765	7,679	7,931
Tổng tài sản ngắn hạn	10,482	10,036	12,728	13,489	14,501
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	27,665	26,377
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	12,935	14,826	19,097
Tổng tài sản dài hạn	32,177	37,617	39,685	42,834	45,791
Tổng cộng tài sản	42,659	47,654	52,413	56,323	60,292
Nợ ngắn hạn	1,065	19.9	2,476	2,476	2,476
Phả trả người bán	725	448	546	547	549
Nợ ngắn hạn khác	1,980	2,195	2,048	2,090	2,256
Tổng nợ ngắn hạn	5,818	4,473	7,480	7,331	7,422
Nợ dài hạn	2,121	3,916	1,710	2,110	2,216
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	3,148	3,548	3,654
Tổng nợ phải trả	9,275	9,827	10,628	10,880	11,076
Vốn chủ sở hữu	33,351	37,804	41,762	45,419	49,192
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	23.3	23.5	23.7	23.8
Tổng vốn chủ sở hữu	33,383	37,827	41,785	45,443	49,216
Tổng nợ phải trả và VCSH	42,659	47,654	52,413	56,323	60,292
BVPS (đ)	14,677	16,637	18,378	19,988	21,649
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(3,833)	(166)	975	2,095	1,768

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	3,220	4,566	3,722	3,849	4,539
Khấu hao	(1,452)	(1,454)	(1,624)	(1,434)	(1,327)
Lãi vay thuần	179	816	1,226	723	177
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(576)	(990)	(914)	(943)
Thay đổi vốn lưu động	822	(1,492)	(3,508)	(4,897)	(4,759)
Khác	132	271	1,710	1,085	578
LCT thuần từ HKKD	5,108	3,892	2,156	232	341
Đầu tư TS dài hạn	(2,538)	(8,322)	(3,297)	(1,352)	(14.1)
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)	(3,297)	(1,352)	(14.1)
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	250	400	106
Khác	(21.4)	(1,050)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(19.4)	711	250	400	106
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,297	7,020	4,102	3,211	2,491
LCT thuần trong kỳ	3,722	(2,918)	(890)	(720)	433
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7,019	4,102	3,211	2,491	2,924
Dòng tiền tự do	2,570	(4,430)	(1,141)	(1,120)	327

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	50.4	51.2	54.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	63.9	61.5	59.9	58.1	59.7
Tỷ suất LNT (%)	37.4	45.0	44.4	40.2	38.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	34.0	(8.91)	2.04	7.96
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	44.3	28.8	(11.2)	(1.17)	11.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	108	60.2	(7.18)	(7.59)	3.15
Tăng trưởng EPS (%)	108	61.2	(10.2)	(7.59)	3.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(7.18)	(7.59)	3.15
Tăng trưởng DPS (%)	-	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	83.1	51.5	57.4	62.1	60.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.55	12.4	9.95	8.39	7.98
ROACE (%)	8.97	11.4	8.45	8.20	8.91
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.22	0.18	0.17	0.17
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.59	0.85	0.58	0.06	0.08
Số ngày tồn kho	121	52.5	8.33	10.4	14.3
Số ngày phải thu	139	132	295	174	197
Số ngày phải trả	74.6	36.8	45.0	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.85)	0.39	3.63	5.79	4.87
Nợ/tài sản (%)	10.3	8.92	9.02	9.09	8.82
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.71	0.88	0.97	0.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	2.24	1.70	1.84	1.95
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.55	3.77	4.26	4.30	3.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.11	6.13	7.11	7.41	6.62
P/E (lần)	13.5	8.40	9.36	10.1	9.82
P/E ĐC (lần)	13.9	8.69	9.36	10.1	9.82
P/B (lần)	1.11	0.98	0.89	0.82	0.75
Lợi suất cổ tức (%)	6.13	6.13	6.13	6.13	6.13

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