

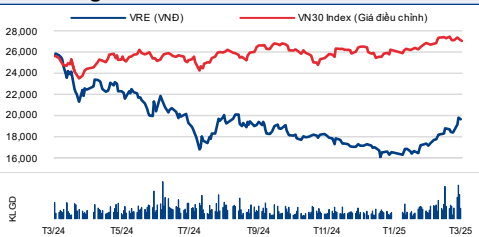
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ22,800
Tiềm năng tăng/giảm: 16.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/3/2025)	19,500
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,100-25,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,610
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	44,310
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,733
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	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	8,939	8,626	9,406
EBITDA đc (tỷ đồng)	5,152	4,880	5,245
LN TT (tỷ đồng)	5,133	4,194	4,403
LNT ĐC (tỷ đồng)	3,683	3,356	3,523
FCF (tỷ đồng)	(3,434)	1,773	1,287
EPS ĐC (đồng)	1,621	1,477	1,550
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,449	19,926	21,476
T.trưởng EBITDA (%)	(14.4)	(5.27)	7.48
T.trưởng EPS ĐC (%)	(7.10)	(18.1)	4.98
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.6	56.6	55.8
Tỷ suất LN TT (%)	57.4	48.6	46.8
Tỷ suất LNT ĐC (%)	45.8	38.9	37.5
Tỷ lệ LN trả CT (%)	55.5	67.7	64.5
Nợ thuần/VCSH (%)	4.37	2.50	2.12
ROAE (%)	10.3	7.70	7.49
ROACE (%)	8.16	6.76	7.19
EV/doanh thu (lần)	5.14	5.12	4.56
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.92	9.05	8.18
P/E ĐC (lần)	12.0	13.2	12.6
P/B (lần)	1.06	0.98	0.91
Lợi suất cổ tức (%)	5.13	5.13	5.13

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

Công bố tài liệu ĐHCĐ: Đặt KHKD đầy tham vọng

- VRE vừa công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2025. Công ty đề ra mục tiêu kinh doanh năm 2025 với LNST 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%) nhờ mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng trưởng vững chắc.
- Mục tiêu doanh thu và lợi nhuận thuần của VRE lần lượt cao hơn 10% và 40% so với dự báo của HSC. KHKD cao hơn dự báo là do Công ty đưa ra giả định tỷ suất LN thuần HĐKD của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ cao hơn giả định của chúng tôi. VRE đề xuất không chi trả cổ tức cho năm 2024, sát với dự báo.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua vào gần đây nhất, VRE đang giao dịch ở chiết khấu khá lớn 48,7% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 41,8%. Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố tài liệu ĐHCĐ

VRE công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2025, đưa ra thông tin về KHKD với KQKD chi tiết của từng mảng kinh doanh (mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ và kinh doanh shophouse) và đề xuất không trả cổ tức cho năm 2024.

BLĐ Công ty đề ra mục tiêu doanh thu thuần và LNST năm 2025 lần lượt là 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,5%) và 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14,8%). Đáng lưu ý, mục tiêu lợi nhuận cao hơn 40,1% so với dự báo của chúng tôi ở mức 3,4 nghìn tỷ đồng do Công ty đưa ra giả định tỷ suất LN thuần HĐKD cao hơn.

KQKD vững chắc của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ dự kiến sẽ dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong khi lợi nhuận từ hoạt động chuyển nhượng shophouse được dự báo giảm từ mức nền cao của năm 2024. Chúng tôi chờ có thêm thông tin tại ĐHCĐ, dự kiến sẽ diễn ra vào ngày 22/4/2025 tại Hà Nội.

Hoạt động cho thuê: KHKD năm 2025 của VRE dự báo doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ cốt lõi đạt 9,3 nghìn tỷ đồng (cao hơn 13,6% so với dự báo của HSC), nhờ KQKD vững chắc của 88 TTTM trong danh mục dự án đang triển khai. BLĐ VRE đặt mục tiêu mở bán 3 TTTM mới trong năm FY25: 2 Vincom Mega Malls (VMM Royal Island và VMM Ocean City) và 1 Vincom Plaza (VCP Vinh). Các TTTM mới dự kiến bổ sung 120.000 m2 sàn vào diện tích sàn hiện tại là 1,84 triệu m2.

Trong dài hạn, VRE thực hiện chiến lược phát triển các TTTM Vincom Mega Mall nằm bên trong các khu dân cư hỗn hợp của VHM, nhằm đảm bảo số lượng khách đi bộ ổn định ngay cả trong các ngày trong tuần và tận dụng được lợi thế từ các quy trình phê duyệt pháp lý.

Kinh doanh BĐS: Đặt mục tiêu doanh thu năm 2025 ở mức 220 tỷ đồng, sát với dự báo. Có thêm 2 dự án shophouse vừa được thêm vào danh mục dự án đang triển khai: Vinhomes Royal Island (85.600 m2) và Vinhomes Golden Avenue (24.200 m2). Hoạt động bàn giao và ghi nhận doanh thu dự kiến diễn ra trong năm 2026.

Công ty cũng đề xuất không chi trả cổ tức cho năm 2024 do đang đẩy mạnh kế hoạch phát triển hệ thống TTTM và shophouse, sát với dự báo.

Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua vào gần đây nhất, VRE đang giao dịch ở chiết khấu khá lớn 48,7% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 41,8%. Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị và giá mục tiêu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/3.

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2024, VRE

(tỷ đồng)	Kết quả 2024	Kế hoạch 2025	Tăng trưởng	Dự báo của HSC	Tăng trưởng	% chênh lệch
Doanh thu	8,939	9,520	6.5%	8,626	-3.5%	10.4%
Mảng cho thuê	7,878	9,300	18.1%	8,184	3.9%	13.6%
Doanh thu BĐS	839	220	-73.8%	186	-77.8%	18.1%
LNST	4,096	4,700	14.8%	3,356	-18.1%	40.1%

Nguồn: VRE, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	9,791	8,939	8,626	9,406	10,826
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	4,426	5,171	6,537
Chi phí BH&QL	(780)	(983)	(973)	(1,245)	(1,582)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,566	3,773	3,453	3,926	4,954
Lãi vay thuần	816	948	742	477	422
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	144	413	0	0	0
LNTT	5,526	5,133	4,194	4,403	5,377
Chi phí thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(839)	(881)	(1,075)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.21)	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,409	4,096	3,356	3,523	4,301
Lợi nhuận thuần ĐC	4,264	3,683	3,356	3,523	4,301
EBITDA ĐC	6,020	5,152	4,880	5,245	5,695
EPS (đồng)	1,940	1,802	1,477	1,550	1,893
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	1,477	1,550	1,893
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	4,102	2,885	3,296	4,715	4,747
Đầu tư ngắn hạn	1,071	126	126	126	126
Phải thu khách hàng	1,613	2,016	3,225	4,913	7,137
Hàng tồn kho	640	295	1,077	1,653	1,339
Các tài sản ngắn hạn khác	2,611	6,990	6,863	7,222	6,440
Tổng tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	14,586	18,629	19,788
TSCĐ hữu hình	387	203	169	134	98.2
TSCĐ vô hình	26.0	18.8	18.8	18.8	18.8
Bất động sản đầu tư	25,180	27,084	27,486	27,813	28,877
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	12,024	15,608	15,907	16,500	17,165
Tổng tài sản dài hạn	37,617	42,914	43,580	44,465	46,159
Tổng cộng tài sản	47,654	55,226	58,167	63,094	65,947
Nợ ngắn hạn	19.9	2,010	521	521	521
Phải trả người bán	448	462	525	522	529
Nợ ngắn hạn khác	2,195	2,129	2,054	2,240	2,578
Tổng nợ ngắn hạn	4,473	5,921	5,380	6,652	6,998
Nợ dài hạn	3,916	2,523	2,649	2,782	987
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,438	4,860	4,860	4,860	4,860
Tổng nợ dài hạn	5,354	7,383	7,509	7,641	5,847
Tổng nợ phải trả	9,827	13,304	12,889	14,294	12,845
Vốn chủ sở hữu	37,804	41,922	45,278	48,800	53,102
Lợi ích cổ đông thiểu số	23.3	0.36	0.36	0.36	0.36
Tổng vốn chủ sở hữu	37,827	41,923	45,278	48,801	53,102
Tổng nợ phải trả và VCSH	47,654	55,226	58,167	63,094	65,947
BVPS (đ)	16,637	18,449	19,926	21,476	23,369
Nợ thuần/(tiền mặt)	(166)	1,648	(125)	(1,412)	(3,238)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,566	3,773	3,453	3,926	4,954
Khấu hao	(1,454)	(1,379)	(1,427)	(1,319)	(741)
Lãi vay thuần	816	948	742	477	422
Thuế TNDN đã nộp	(576)	(1,274)	(839)	(881)	(1,075)
Thay đổi vốn lưu động	(1,492)	(3,113)	(1,277)	(1,827)	(1,303)
Khác	271	560	1,246	1,007	784
LCT thuần từ HKKD	3,892	758	3,506	3,015	3,740
Đầu tư TS dài hạn	(8,322)	(4,192)	(1,733)	(1,728)	(1,914)
Góp vốn & đầu tư	1,956	(0.35)	0	0	0
Thanh lý	(2.19)	(5,342)	0	0	0
Khác	(1,153)	7,071	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,521)	(2,463)	(1,733)	(1,728)	(1,914)
Cổ tức trả cho CSH	(21.4)	(21.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0.36	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,782	994	(1,362)	132	(1,794)
Khác	(1,050)	(485)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	711	488	(1,362)	132	(1,794)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7,020	4,102	2,885	3,296	4,715
LCT thuần trong kỳ	(2,918)	(1,217)	411	1,420	31.6
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,102	2,885	3,296	4,715	4,747
Dòng tiền tự do	(4,430)	(3,434)	1,773	1,287	1,826

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	54.6	53.2	51.3	55.0	60.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	57.6	56.6	55.8	52.6
Tỷ suất LNT (%)	45.0	45.8	38.9	37.5	39.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	34.0	(8.70)	(3.50)	9.04	15.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.8	(14.4)	(5.27)	7.48	8.58
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	60.2	(13.6)	(8.89)	4.98	22.1
Tăng trưởng EPS (%)	61.2	(7.10)	(18.1)	4.98	22.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	(8.89)	4.98	22.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	51.5	55.5	67.7	64.5	52.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.4	10.3	7.70	7.49	8.44
ROACE (%)	11.4	8.16	6.76	7.19	8.59
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.17	0.15	0.16	0.17
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.20	1.02	0.77	0.75
Số ngày tồn kho	52.5	25.7	93.6	142	114
Số ngày phải thu	132	176	280	423	607
Số ngày phải trả	36.8	40.3	45.6	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	0.39	4.37	2.50	2.12	(1.31)
Nợ/tài sản (%)	8.92	8.54	7.61	9.12	6.14
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.92	0.91	1.10	0.71
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.08	2.71	2.80	2.83
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.51	5.14	5.12	4.56	3.79
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.34	8.92	9.05	8.18	7.21
P/E (lần)	10.1	10.8	13.2	12.6	10.3
P/E ĐC (lần)	10.4	12.0	13.2	12.6	10.3
P/B (lần)	1.17	1.06	0.98	0.91	0.83
Lợi suất cổ tức (%)	5.13	5.13	5.13	5.13	5.13

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