

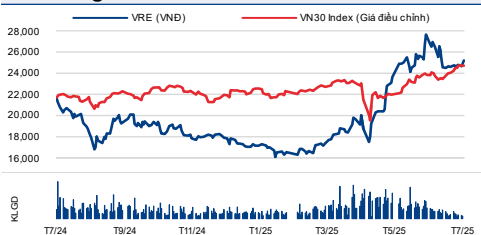
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ32,300
Tiềm năng tăng/giảm: 28.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/7/2025)	25,200
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,100-27,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,883
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	57,262
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,188
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)	677
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.2%
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	9,411	10,160
EBITDA đc (tỷ đồng)	5,152	5,924	6,415
LN TT (tỷ đồng)	5,133	5,201	5,401
LNT ĐC (tỷ đồng)	3,683	4,161	4,321
FCF (tỷ đồng)	(3,434)	1,374	479
EPS ĐC (đồng)	1,621	1,831	1,901
DPS (đồng)	-	-	-
BVPS (đồng)	18,449	20,280	22,182
T.trưởng EBITDA (%)	(14.4)	15.0	8.28
T.trưởng EPS ĐC (%)	(7.10)	1.58	3.85
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.6	62.9	63.1
Tỷ suất LN TT (%)	57.4	55.3	53.2
Tỷ suất LNT ĐC (%)	45.8	44.2	42.5
Tỷ lệ LN trả CT (%)	-	-	-
Nợ thuần/VCSH (%)	4.37	3.32	4.45
ROAE (%)	10.3	9.46	8.96
ROACE (%)	8.16	8.66	9.06
EV/doanh thu (lần)	6.59	6.11	5.62
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.4	9.71	8.90
P/E ĐC (lần)	15.5	13.8	13.3
P/B (lần)	1.37	1.24	1.14
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-

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

Tác động từ thuế quan hạn chế

- Khung thuế quan của Mỹ - Việt Nam đã được công bố. HSC kỳ vọng mức thuế 20% sẽ chỉ tác động gián tiếp lên thị trường bất động sản bán lẻ, trong đó có VRE.
- Chúng tôi nhận thấy tác động của chính sách thuế mới lên VRE khá hạn chế nhờ Công ty có danh mục khách thuê ổn định, các mô hình TTTM đa dạng và chiến lược tích cực điều chỉnh cơ cấu khách thuê. Với nhu cầu của khách thuê có HKKD trong mảng dịch vụ khá vững chắc và việc đưa vào hoạt động 3 TTTM mới trong năm 2025, VRE có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành bán lẻ.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 32.300đ. Sau khi giá cổ phiếu tăng 25% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với RNAV, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 44%.

Sự kiện: Công bố mức thuế nhập khẩu 20%

Khung thuế quan của Mỹ - Việt Nam đã được công bố. Theo đó, Việt Nam sẽ phải chịu mức thuế 20% đối với tất cả hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ. Trong khi đó, hàng hóa trung chuyển sẽ chịu mức thuế 40%.

Chúng tôi lưu ý rằng tình hình bất ổn liên quan đến thuế quan ở thời điểm hiện tại có thể có tác động gián tiếp đến tâm lý của thị trường bán lẻ, đặc biệt nếu niềm tin của người tiêu dùng suy yếu và sức chi tiêu trở nên thận trọng hơn. Trong tình huống này, lượng khách tại các TTTM có thể giảm nhẹ.

Dự báo VRE sẽ chịu tác động hạn chế

Hành vi chi tiêu thận trọng hơn trong ngắn hạn có thể dẫn đến lượng khách đến TTTM giảm. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng VRE được bảo vệ ở mức tương đối tốt nhờ:

- Danh mục khách thuê chủ chốt ổn định** mang lại cho VRE doanh thu cho thuê ổn định, với 65–70% hợp đồng cho thuê được tính giá thuê cố định và thời hạn thuê từ 3 đến 5 năm, trong khi các khách thuê chủ chốt khác có thể có thời hạn thuê dài hơn nhiều từ 5 đến 10 năm nhằm đảm bảo lợi nhuận từ hoạt động cho thuê của VRE.
- Các mô hình TTTM đa dạng** phục vụ các phân khúc khách hàng khác nhau, từ nhóm khách hàng có thu nhập trung bình đến thu nhập cao. Đặc biệt, các TTTM Vincom Mega Mall nằm trong các khu đô thị Vinhomes dự kiến sẽ được hưởng lợi từ danh mục khách hàng ổn định và thường xuyên, được hỗ trợ bởi cư dân xung quanh.
- Các TTTM tích cực điều chỉnh cơ cấu khách thuê để tăng lượng khách HSC** tin rằng các khách thuê hoạt động trong mảng dịch vụ vẫn là động lực tăng trưởng chính của thị trường bất động sản bán lẻ, nhờ các thương hiệu Trung Quốc tiếp tục mở rộng HKKD. Trên thực tế, VRE đã tăng tỷ lệ khách thuê thuộc mảng dịch vụ lên 30% từ 26% để cải thiện trải nghiệm của khách hàng - một chiến lược kịp thời khi niềm tin của người tiêu dùng phục hồi chậm cũng như những bất ổn liên quan đến thuế quan.

Chúng tôi nhận thấy mảng bất động sản bán lẻ vẫn đang phục hồi, được hỗ trợ bởi nhu cầu thuê mặt bằng mạnh mẽ của các khách thuê hiện tại và mới. Các khách thuê ưu tiên tập trung vào trải nghiệm của khách hàng như các hãng thời trang và chuỗi F&B dẫn đầu đã tăng trưởng của tỷ lệ hấp thụ thuần hàng năm. VRE có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng này, được hỗ trợ bởi một loạt dự án TTTM và kế hoạch đưa vào hoạt động 3 TTTM mới vào năm 2025: Hai TTTM Vincom Mega Mall (VMM Royal Island và VMM Ocean City) và một TTTM Vincom Plaza (VCP Vinh) sẽ tích cực hỗ trợ triển vọng lợi nhuận của Công ty. Các TTTM mới dự kiến bổ sung 120.000 m2 sàn vào tổng diện tích 1,84 triệu m2 của các dự án đang triển khai, nâng tổng số TTTM đang hoạt động lên 91 TTTM trên toàn quốc.

Duy trì khuyến nghị Mua vào; giá mục tiêu 32.300đ

Sau khi giá cổ phiếu tăng 25% trong 3 tháng qua, VRE đang giao dịch ở chiết khấu 45,3% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 44%. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 32.300đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/7.

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	9,411	10,160	11,796
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	5,315	6,069	7,658
Chi phí BH&QL	(780)	(983)	(857)	(1,012)	(1,156)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,566	3,773	4,458	5,057	6,502
Lãi vay thuần	816	948	743	344	239
Lãi/lỗ 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
LN TT	5,526	5,133	5,201	5,401	6,741
Chi phí thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(1,040)	(1,080)	(1,348)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.21)	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,409	4,096	4,161	4,321	5,393
Lợi nhuận thuần ĐC	4,264	3,683	4,161	4,321	5,393
EBITDA ĐC	6,020	5,152	5,924	6,415	7,392
EPS (đồng)	1,940	1,802	1,831	1,901	2,373
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	1,831	1,901	2,373
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg 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	2,896	3,508	4,137
Đầu tư ngắn hạn	1,071	126	126	126	126
Phải thu khách hàng	1,613	2,016	3,894	6,446	9,539
Hàng tồn kho	640	295	1,077	1,653	1,339
Các tài sản ngắn hạn khác	2,611	6,990	7,080	7,980	6,831
Tổng tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	15,072	19,712	21,971
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	28,955	27,931	28,846
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	14,930	17,063	17,920
Tổng tài sản dài hạn	37,617	42,914	44,073	45,147	46,883
Tổng cộng tài sản	47,654	55,226	59,146	64,859	68,854
Nợ ngắn hạn	19.9	2,010	521	521	521
Phải trả người bán	448	462	512	504	510
Nợ ngắn hạn khác	2,195	2,129	2,241	2,419	2,808
Tổng nợ ngắn hạn	4,473	5,921	5,553	6,814	7,210
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	13,062	14,455	13,057
Vốn chủ sở hữu	37,804	41,922	46,083	50,404	55,796
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	46,083	50,404	55,797
Tổng nợ phải trả và VCSH	47,654	55,226	59,146	64,859	68,854
BVPS (đ)	16,637	18,449	20,280	22,182	24,555
Nợ thuần/(tiền mặt)	(166)	1,648	274	(205)	(2,628)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,566	3,773	4,458	5,057	6,502
Khấu hao	(1,454)	(1,379)	(1,466)	(1,358)	(890)
Lãi vay thuần	816	948	743	344	239
Thuế TNDN đã nộp	(576)	(1,274)	(1,040)	(1,080)	(1,348)
Thay đổi vốn lưu động	(1,492)	(3,113)	(2,311)	(3,996)	(2,601)
Khác	271	560	1,248	874	601
LCT thuần từ HKKD	3,892	758	3,316	1,682	3,682
Đầu tư TS dài hạn	(8,322)	(4,192)	(1,942)	(1,203)	(1,259)
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)	(1,942)	(1,203)	(1,259)
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	2,896	3,508
LCT thuần trong kỳ	(2,918)	(1,217)	11.4	612	629
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,102	2,885	2,896	3,508	4,137
Dòng tiền tự do	(4,430)	(3,434)	1,374	479	2,424

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	56.5	59.7	64.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	57.6	62.9	63.1	62.7
Tỷ suất LNT (%)	45.0	45.8	44.2	42.5	45.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	34.0	(8.70)	5.28	7.95	16.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.8	(14.4)	15.0	8.28	15.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	60.2	(13.6)	13.0	3.85	24.8
Tăng trưởng EPS (%)	61.2	(7.10)	1.58	3.85	24.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	13.0	3.85	24.8
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.4	10.3	9.46	8.96	10.2
ROACE (%)	11.4	8.16	8.66	9.06	10.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.17	0.16	0.16	0.18
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.20	0.74	0.33	0.57
Số ngày tồn kho	52.5	25.7	96.0	147	118
Số ngày phải thu	132	176	347	575	841
Số ngày phải trả	36.8	40.3	45.6	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	0.39	4.37	3.32	4.45	(0.15)
Nợ/tài sản (%)	8.92	8.54	7.49	8.87	5.88
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.92	0.75	0.90	0.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.08	2.71	2.89	3.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.83	6.59	6.11	5.62	4.63
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.49	11.4	9.71	8.90	7.39
P/E (lần)	13.0	14.0	13.8	13.3	10.6
P/E ĐC (lần)	13.4	15.5	13.8	13.3	10.6
P/B (lần)	1.51	1.37	1.24	1.14	1.03
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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