Ngày 25/04/2024

BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

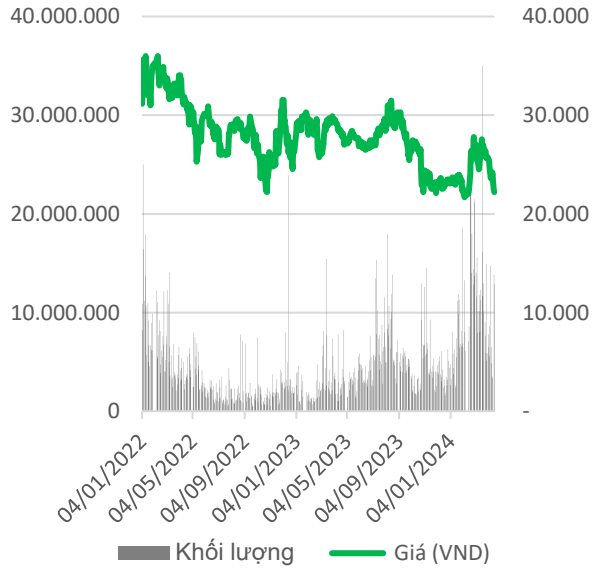
CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM RETAIL – HOSE: VRE

Ngành Bất động sản

XẾP HẠNG 12 THÁNG		
MUA	Giá mục tiêu 12 tháng	26,500₫
	Vùng giá khuyến nghị	21,000₫ - 22,000₫
	Lợi nhuận kỳ vọng	20% - 26%
	Giá đóng cửa 25/04/2024	22,500₫

THÔNG TIN GIAO DỊCH	
KLGD TB 52 tuần	6,061,739
Khối lượng lưu hành	2,272.32 (Triệu CP)
Biên độ 52 tuần	21,300 ₫ – 31,500 ₫
Vốn hóa doanh nghiệp	50,445.47 tỷ VNĐ
Beta	1.16

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VRE



MỞ RA CHƯƠNG MỚI

Năm 2023 Vincom Retail ghi nhận KQKD tích cực khi doanh thu thuần năm 2023 đạt 9.791 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 4.409 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 33% và 59% so với năm 2022, hoàn thành 95% và 94% kế hoạch 2023. Thành quả này có được là nhờ việc nâng cao hiệu quả hoạt động của các tài sản hiện hữu gồm 83 TTTM tọa lạc tại các vị trí trung tâm trên khắp 44 tỉnh thành của Việt Nam đồng thời tiếp tục tiên phong đem đến những thương hiệu, mô hình sản phẩm và trải nghiệm mới cho khách hàng.

Cùng với kế hoạch mở các trung tâm thương mại mới trong năm 2024 (bao gồm 02 Vincom Mega Mall và 04 Vincom Plaza), chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục nâng cao hiệu quả hoạt động của 83 trung tâm mua sắm và bàn giao thêm các căn nhà phố thương mại từ dự án tại tỉnh Quảng Trị.

Cập nhật thông tin trọng yếu: Tập đoàn Vingroup, công ty mẹ của VRE đã quyết định thoái 100% vốn điều lệ tại Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Thương mại SDI ("SDI"). SDI sở hữu hơn 99% vốn điều lệ của Công ty Cổ phần Kinh Doanh Thương mại Sado ("Sado") và Sado là cổ đông lớn của VRE với 40,5% vốn điều lệ của VRE (tương đương 41,5% quyền biểu quyết do VRE có 56,5 triệu cổ phiếu quỹ). Giao dịch dự kiến sẽ hoàn tất vào quý 3 năm nay. **Với sự tham gia của các cổ đông lớn mới, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ hoạt động hiệu quả hơn khi có thêm sự đóng góp từ các cổ đông mới có kinh nghiệm trong lĩnh vực bán lẻ tiêu dùng.** Theo ban lãnh đạo, VRE vẫn sẽ là đối tác chiến lược trong hệ sinh thái Vingroup.

Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VRE là 26,500 đồng/ cổ phiếu, theo đó **chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VRE** dựa trên những điểm nhấn về: (i) Kế hoạch mở rộng tham vọng phù hợp với xu hướng thị trường BĐS thương mại, (ii) Tiềm lực tài chính mạnh đảm bảo thực hiện kế hoạch mở rộng, và (iii) Sự phục hồi của trụ cột tiêu dùng sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh tại các TTTM, trong bối cảnh thị trường BĐS thương mại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định.

Rủi ro

(1) Hồi phục tiêu dùng kém hơn dự kiến ảnh hưởng đến việc mở rộng của khách thuê

(2) Các đại dự án của Vinhomes không phát triển đúng tiến độ ảnh hưởng đến quá trình mở rộng trung tâm thương mại

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	**Tỷ VND**	**9,791**	**8,963**	**10,293**
EBIT	Tỷ VND	4,566	4,560	5,032
LNST	**Tỷ VND**	**4,409**	**3,758**	**4,154**
EPS (VND)	VND	1,893	1,608	1,777
Tăng trưởng EPS (%)	%	59%	-15%	11%
P/E (x)	**Lần**	**11.8**	**13.9**	**12.6**
P/B (x)	Lần	1.4	1.3	1.1
ROE (%)	**%**	**12%**	**9%**	**9%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	10%	8%	5%

Nguồn: VPBankS Research

Chuyên viên phân tích
Trần Thái Bình
binhtt@vpbanks.com.vn
Chuyên viên phân tích
Nguyễn Phương Trinh
trinhnp@vpbanks.com.vn

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thông tin doanh nghiệp

CTCP Vincom Retail (VRE) được thành lập vào năm 2012, là công ty con của CTCP Tập đoàn Vingroup (VIC: HOSE), hoạt động kinh doanh chính tập trung vào phát triển và vận hành 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 trong thành phố và các tỉnh lân cận Hà Nội và TP. HCM nhằm thiết lập "điểm đến mua sắm" tại mỗi tỉnh thành. Đến nay, lĩnh vực hoạt động của VRE đã mở rộng đến 44 tỉnh thành với 83 trung tâm mua sắm.

Hệ thống TTTM Vincom Center

BIỂU TƯỢNG CỦA ĐẲNG CẤP

Vincom Center tọa lạc tại các vị trí đắc địa tại các đô thị lớn, đông dân cư của Việt Nam với các thương hiệu nổi tiếng trong nước và quốc tế.

Hệ thống trung tâm mua sắm Vincom+

ĐÓN ĐẦU VÀ THAY ĐỔI XU HƯỚNG TIÊU DÙNG CỦA NGƯỜI DÂN ĐỊA PHƯƠNG

Vincom Retail đã ra mắt 15 trung tâm mua sắm Vincom+ tại 11 tỉnh thành trên cả nước.

Hệ thống TTTM Vincom Plaza

ĐIỂM ĐẾN YÊU THÍCH HÀNG NGÀY CỦA MỌI GIA ĐÌNH

Hiện tại, Vincom Retail sở hữu và vận hành 56 TTTM Vincom Plaza tại 44 tỉnh thành trên cả nước.

Hệ thống TTTM Vincom Mega Mall

BIỂU TƯỢNG CỦA PHONG CÁCH SỐNG MỚI

Vincom Mega Mall là các TTTM có quy mô lớn, hướng tới các đối tượng trung lưu với vị trí hấp dẫn tại các khu đô thị phức hợp, khu vực động dân cư, mang đến hàng trăm thương hiệu và các phân khu giải trí – ẩm thực quy mô và độc đáo. Hiện có năm TTTM Vincom Mega Mall trên cả nước, gồm bốn tại Hà Nội và một tại Thành phố Hồ Chí Minh.

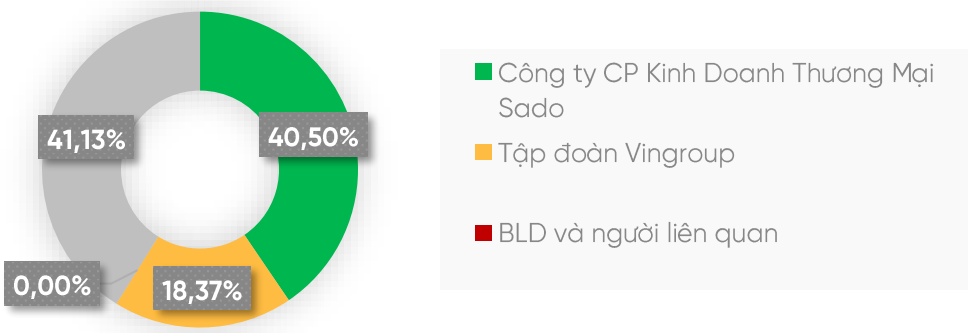
Bất động sản nhà phố thương mại

Vincom Retail phát triển nhà phố thương mại (shophouse) xung quanh các TTTM Vincom Plaza và Vincom+.

Du lịch bán lẻ

Vincom Retail giúp kết nối chủ sở hữu các bất động sản nhà phố thương mại với khách thuê tại các khu phố thương mại, xây dựng và triển khai các chương trình marketing thu hút khách mua sắm tới các dự án bất động sản du lịch bán lẻ phát triển tại những điểm đến du lịch hấp dẫn nhất Việt Nam

Cơ cấu cổ đông



VRE có các cổ đông lớn là Công ty CP Kinh doanh Thương Mại Sado (40,50%), Tập đoàn Vingroup (18,37%), tuy nhiên BLD và người liên quan không sở hữu cổ phần. Cổ đông nước ngoài chiếm 28,60%.

Cập nhật thông tin trọng yếu: VIC thông báo bán phần lớn cổ phần sở hữu VRE

- Tập đoàn Vingroup, công ty mẹ của VRE đã quyết định thoái 100% vốn điều lệ tại Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Thương mại SDI ("SDI"). SDI sở hữu hơn 99% vốn điều lệ của Công ty Cổ phần Kinh Doanh Thương mại Sado ("Sado") và Sado là cổ đông lớn của VRE với 40,5% vốn điều lệ của VRE (tương đương 41,5% quyền biểu quyết do VRE có 56,5 triệu cổ phiếu quỹ). Giao dịch dự kiến sẽ hoàn tất vào quý 3 năm nay. Bên mua được cho biết là các NĐT tài chính trong nước, độc lập với Vingroup và các bên liên quan của tập đoàn. Mặc dù danh tính của bên mua không được tiết lộ, nhưng họ được cho là có chuyên môn nhất định trong lĩnh vực bán lẻ hàng tiêu dùng Việt Nam nhưng không trực tiếp tham gia vào hoạt động vận hành các TTTM.
- Sau khi giao dịch hoàn tất, tỷ lệ sở hữu của VIC tại VRE sẽ giảm về 18,37%. Các giao dịch liên quan đến việc bán cổ phần của VIC dự kiến sẽ hoàn thành trong quý 3 năm nay và được chia thành hai đợt: 55% sẽ được bán trong tháng này và 45% còn lại trong vòng 6 tháng. Chúng tôi đánh giá giao dịch này đối với VRE là tích cực vì Công ty có thể sẽ giảm bớt lo ngại về các khoản nợ vay của các bên liên quan và tác động từ tình hình của VIC hiện tại.
- Theo BLĐ chia sẻ sẽ không có sự thay thổi đáng kể trong mô hình tổ chức, vận hành,... của VRE và vẫn sẽ là đối tác chiến lược trong hệ sinh thái Vingroup - VRE vẫn được hưởng lợi nhờ mối quan hệ đối tác chiến lược nằm trong hệ sinh thái của Vingroup và có thể được tận dụng để phát triển các trung tâm thương mại mới dễ dàng trong tương lai, đồng thời duy trì được lợi thế cạnh tranh mà Công ty có được trước khi Vingroup thoái vốn.
- Tuy nhiên, thương vụ này cũng làm gia tăng rủi ro liên quan đến chi phí mở rộng quỹ đất. Trước đây, VRE thanh toán một khoản đặt cọc sớm để mua đất của Vingroup tại giá vốn. Tuy nhiên, sau thương vụ này, Vingroup cho biết đối với các dự án chưa xây dựng, cụ thể là các trung tâm thương mại khác nằm trong dự án bất động sản của Tập đoàn Vingroup, VRE và Vingroup sẽ trao đổi, thống nhất chuyển nhượng với các điều khoản phù hợp – theo đó VRE có thể phải chịu mức vốn đầu tư cao hơn để mua lại các trung tâm thương mại mới trong các dự án bất động sản của Vingroup. VRE đã đặt cọc 11,86 nghìn tỷ đồng cho Vingroup và các bên liên quan để phát triển các trung tâm thương mại mới, bao gồm 6 trung tâm thương mại mới tại TP. Hà Nội, TP.HCM, tỉnh Bắc Giang, tỉnh Quảng Trị, tỉnh Hà Giang và tỉnh Điện Biên và các trung tâm thương mại trong kế hoạch của Công ty sau năm 2025. Những trung tâm thương mại này sẽ được khai trương vào năm 2024 ***(tham khảo thông tin các dự án đang và sắp triển khai ở trang 7).***

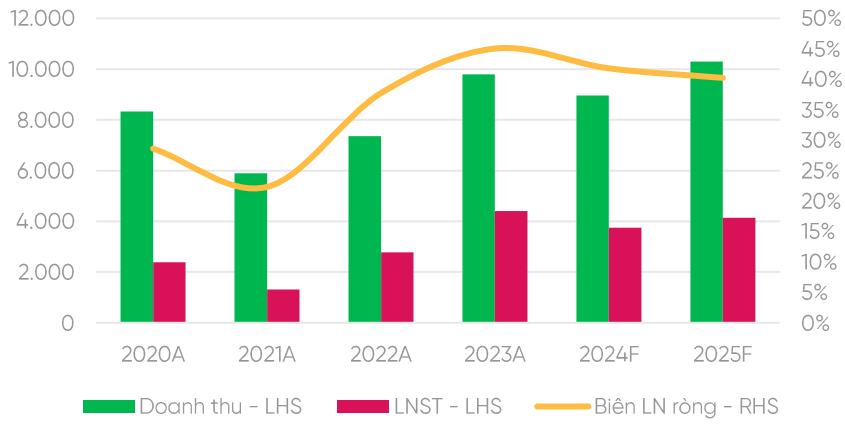
Tác động của việc tiNiWorld và tiNiStore đóng cửa tại các TTTM dự kiến không đáng kể

- tiNiWorld và tiNiStore gần đây đã thông báo đóng cửa 12 cửa hàng tại các trung tâm thương mại (TTTM) thuộc sở hữu của VRE. Theo VRE, 12 cửa hàng này chỉ chiếm 2% tổng diện tích sàn bán lẻ cho thuê của toàn bộ TTTM do VRE quản lý.
- Việc tiNiWorld và tiNiStore đóng cửa những cửa hàng này tác động không đáng kể đến VRE vì VRE đã tìm được khách thuê mới để lấp chỗ trống của các cửa hàng đã đóng là Vuivuiland đã thay thế tiNiWorld tại các địa điểm này và bắt đầu hoạt động từ ngày 5/2/2024, từ đó giúp hạn chế tác động đến tỷ lệ lấp đầy.
- Đồng thời VRE cũng thu hồi một số tài sản của tiNiWorld để bù cho các khoản chi phi dự phòng: Công ty đã chủ động làm việc với tiNiWorld để giảm thiểu các tác động xấu bằng cách thông báo cho chuỗi này về việc vi phạm hợp đồng và xử lý một số tài sản của họ. Dự phòng cho các khoản phải thu khó đòi từ tiNiWorld ước tính khoảng 186 tỷ đồng (tương đương 4,4% tổng lợi nhuận thuần dự báo của VRE trong năm 2024). Tuy nhiên, thiệt hại này sẽ được bù đắp phần nào nhờ việc VRE thu hồi và xử lý tài sản của tiNiWorld tại các cửa hàng này.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

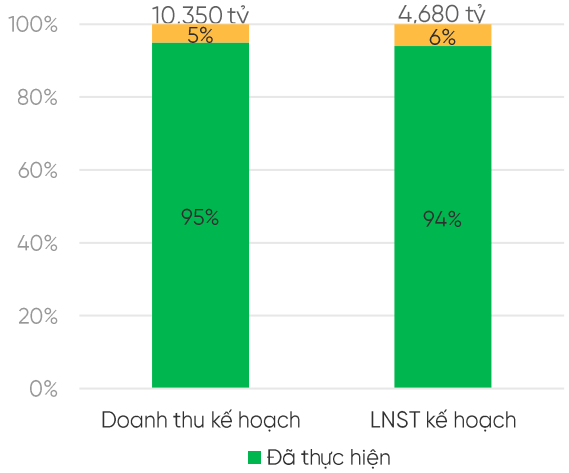
BIỂU 1. DOANH THU & LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ VNĐ



BIỂU 2. KẾ HOẠCH NĂM & THỰC HIỆN 2023

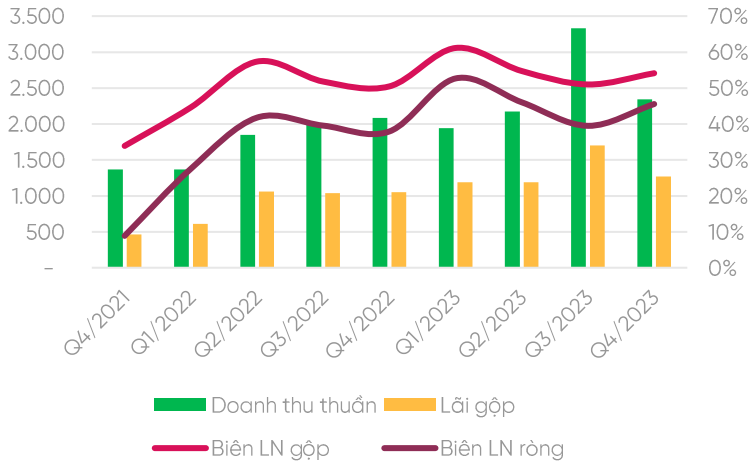
Đơn vị: Tỷ VNĐ



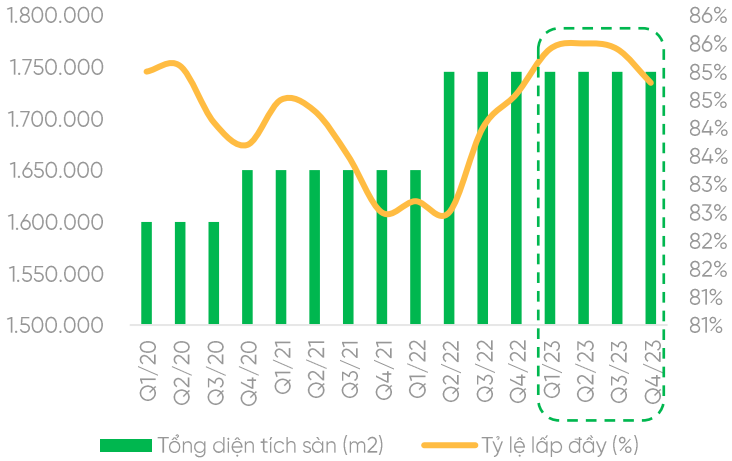
- **Trong năm 2023, Vincom Retail đạt 9.791 tỷ đồng tổng doanh thu, tăng 33% so với cùng kỳ năm trước.** Lợi nhuận sau thuế đạt 4.409 tỷ đồng, tăng 59% so với cùng kỳ năm trước và ghi nhận biên lợi nhuận sau thuế ở mức 45% doanh thu, hoàn thành 95% và 94% kế hoạch năm 2023. Nhờ vào việc tỷ lệ lấp đầy được cải thiện trong năm 2023, do thiếu nguồn cung trên thị trường dẫn đến giá thuê trung bình tăng và ngừng triển khai gói hỗ trợ khách thuê. VRE đồng thời ghi nhận doanh thu bán bất động sản của 346 căn nhà phố giúp doanh thu tăng mạnh YoY. VRE ghi nhận biên lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng nhờ vào việc tập trung tối ưu về hiệu quản hoạt động và chi phí quản lý vận hành.
- **Doanh thu cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan đạt 7.796 tỷ đồng,** đóng góp lớn nhất từ tăng tỷ lệ lấp đầy, bên cạnh việc tăng doanh thu tiền điện, nước, các dịch vụ gia tăng khác và không còn các gói hỗ trợ khách hàng về miễn tiền thuê như trong năm 2022. Thu nhập thuần từ hoạt động cho thuê (Leasing NOI) tăng 18% lên 5.746 tỷ đồng nhờ tỷ lệ lấp đầy trung bình 2023 tăng 1,3 điểm phần trăm YoY. Tuy vậy, sự tăng trưởng KQKD mảng TTTM chủ yếu nhờ Q1-Q3/2023 khả quan trong khi Q4/2023 chịu tác động tiêu cực khi tỷ lệ lấp đầy sụt giảm đáng kể 2,4 điểm phần trăm QoQ.
- **Doanh thu chuyển nhượng bất động sản** đạt 1.772 tỷ đồng, ghi nhận mức tăng 1.391 tỷ đồng so với năm trước, đến từ việc bàn giao đúng tiến độ 346 bất động sản chủ yếu tại các dự án Quảng Trị và Điện Biên Phủ. Vincom Retail ghi nhận 223 tỷ đồng trong doanh thu khác, chủ yếu đến từ doanh thu môi giới và quản lý từ việc cung cấp dịch vụ cho thuê các căn shophouse ở Mega Grand World (Hưng Yên) của Vinhomes.
- **Doanh thu tài chính đạt 1.146 tỷ đồng, tăng mạnh 113% YoY** do thu nhập lãi từ tiền đặt cọc của VRE (11,9 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2023) cho mục đích phát triển kế hoạch TTTM theo hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC/VHM.

BIỂU 3. KẾT QUẢ KINH DOANH THEO QUÝ

Đơn vị: Tỷ VNĐ



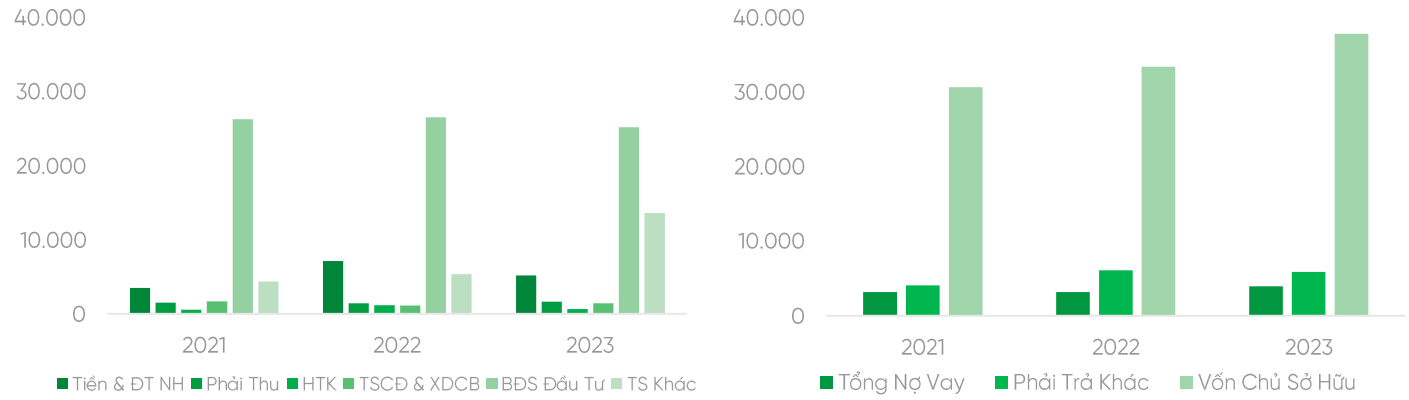
BIỂU 4. TỔNG DIỆN TÍCH SÀN (m²)
& TỶ LỆ LẤP ĐẦY TẠI CÁC TTTM CỦA VRE (%)



CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

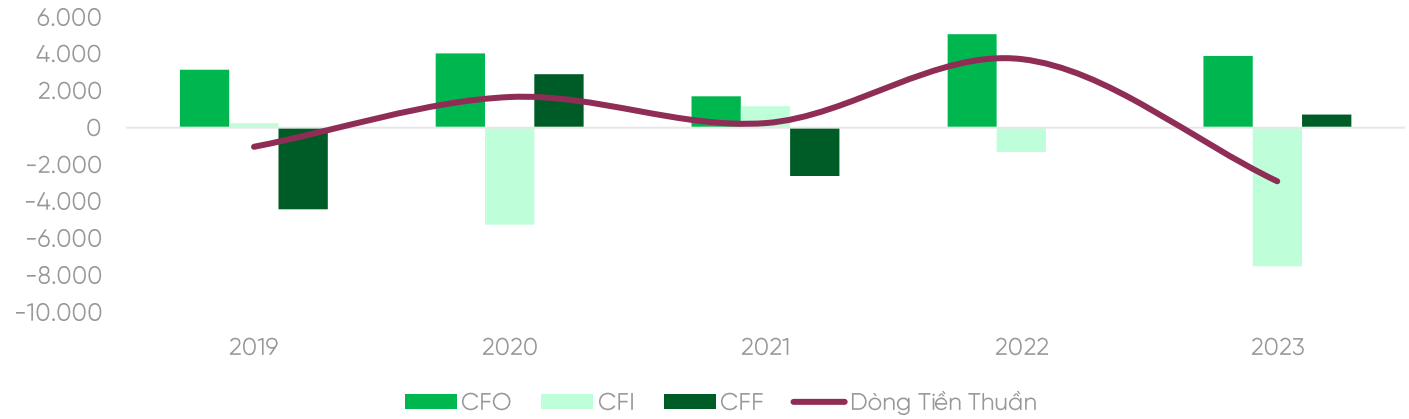
BIỂU 5. BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ VNĐ



BIỂU 6. DÒNG TIỀN KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ VNĐ

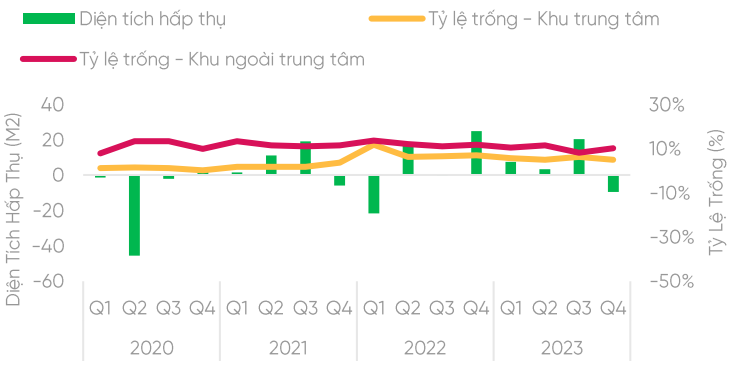


- **Năm 2023, VRE có tổng tài sản là 47.654 tỷ đồng, tăng 4.953 tỷ đồng so với cuối năm 2022.** Theo đó, tài sản ngắn hạn là 10.037 tỷ đồng, giảm 498 tỷ đồng so với cuối năm 2022, chủ yếu do do giảm giá trị hàng tồn kho của các dự án bất động sản shophouse xây dựng tại Điện Biên và Quảng Trị được bàn giao cho khách hàng trong năm 2023. Tài sản dài hạn đạt 37.617 tỷ đồng vào cuối năm 2023, đến phần lớn từ tăng khoản đặt cọc hợp tác đầu tư nhằm có quyền mua lại một số TTTM trong tương lai sau khi hoàn thiện.
- **Tổng nợ vay của VRE đạt 3.936 tỷ đồng vào cuối năm 2023,** do Công ty thực hiện tất toán khoản trái phiếu 1.050 tỷ và tăng khoản vay dài hạn 1.776,5 tỷ để tài trợ cho khoản đầu tư trung tâm thương mại mới thông qua tập đoàn Vingroup khi Vingroup thay mặt VRE sử dụng số tiền này để phát triển các trung tâm thương mại mới trong các dự án bất động sản của Vingroup.
- **VRE vẫn đang sở hữu bảng cân đối lành mạnh với các chỉ số về tỷ lệ đòn bẩy và khả năng thanh toán duy trì ở mức tốt, đảm bảo nguồn vốn cần thiết cho các kế hoạch tăng trưởng với dòng tiền mặt ròng ổn định từ sản xuất kinh doanh:** Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh lần lượt là 1,61 lần và 1,09 lần do phát sinh khoản vay ngắn hạn trong khi Tài sản ngắn hạn giảm nhẹ so với cùng kỳ. Tỷ lệ Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn và tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn lần lượt ghi nhận ở mức 21% và 79%, và không có biến động đáng kể về cấu trúc nguồn vốn.
- Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận tăng mạnh nhờ các biện pháp tối ưu giúp cấu trúc chi phí trong khi doanh thu cho thuê tăng nhờ tăng được tỷ lệ lấp đầy và giá thuê biến động thuận lợi trong năm 2023.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ để đảm bảo việc thực hiện kế hoạch mở rộng: Kế hoạch mở rộng mạnh mẽ trong 2024** *(tham khảo trang 6)* sẽ tiếp tục đòi hỏi bổ sung vốn đầu tư trong những năm tiếp theo, theo đó doanh nghiệp có thể sẽ cần gia tăng vay nợ. Tuy nhiên, dựa trên tình hình tài chính lành mạnh và lịch sử quản lý thận trọng của doanh nghiệp, chúng tôi tin rằng VRE sẽ không gặp khó khăn trong việc hoàn thành các nghĩa vụ nợ.

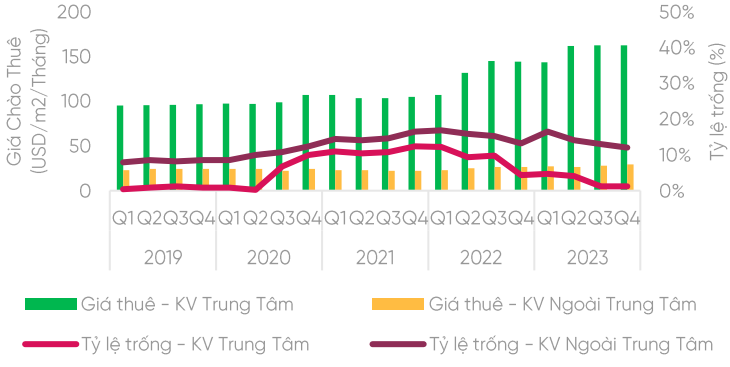
TRIỂN VỌNG KINH DOANH: KẾ HOẠCH MỞ RỘNG MẠNH MẼ TRONG 2024F – HƯỞNG LỢI TỪ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG BĐS BÁN LẺ VIỆT NAM

- **Trong giai đoạn 2024-2025, thị trường dự kiến sẽ có thêm tổng diện tích mặt bằng bán lẻ khoảng 70 ha-95 ha tại TP.HCM và 50 ha-96 ha tại Hà Nội.** Chúng tôi tin rằng tỷ lệ lấp đầy của hai thị trường này sẽ tiếp tục ở mức trên 90% trong các khu vực trung tâm và nội thành và trên 85% tại các khu vực ngoại thành, do nhu cầu thuê tiếp tục được hỗ trợ bởi (i) Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của các thương hiệu quốc tế, đặc biệt trong mảng thời trang cao cấp và nhà hàng, ẩm thực, (ii) Xu hướng "mua sắm kết hợp với giải trí", hướng tới những nơi mà người tiêu dùng có thể vừa mua sắm và vừa tham gia các hoạt động giải trí, và (iii) sự phát triển của các dự án bất động sản nhà ở tại các khu vực ngoại thành, cũng sẽ tăng nhu cầu cho các trung tâm thương mại và trung tâm mua sắm.
- **Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê bán lẻ VRE sẽ tăng trưởng khả quan (+13% YoY),** được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về doanh số khách thuê cao hơn nhờ kỳ vọng niềm tin của người tiêu dùng và sức mua phục hồi, theo đó tỷ lệ lấp đầy sẽ dần tăng từ nền thấp của Q4/2023 *(tham khảo Biểu 4)*. Cải thiện tỷ lệ lấp đầy cũng là mục tiêu chính của VRE trong năm 2024 (để tránh ảnh hưởng trải nghiệm của người tiêu dùng, thậm chí có thể gây tác động dây chuyền khi lượng khách thấp càng khiến tỷ lệ lấp đầy giảm), và chúng tôi cho rằng VRE có thể sẽ giảm tốc độ tăng trưởng giá thuê để đạt mục tiêu này.
- Bên cạnh đó, trong 2024 VRE dự kiến sẽ đưa vào hoạt động 6 TTTM mới với tổng GFA bán lẻ mở mới đạt 171.309 m2, đưa tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE lên 1,91 triệu m2 vào cuối năm 2024 so với mức 1,75 triệu m2 vào cuối năm 2023. **Tuy vậy, doanh thu từ chuyển nhượng shophouse sẽ không còn đóng góp đáng kể trong tương lai** do VRE dự kiến sẽ chỉ ghi nhận lần lượt 120 và 170 tỷ doanh thu shophouse trong 2024 và 2025 từ những căn đã bán – tương ứng với khoảng 25% của 600 tỷ hàng tồn kho bất động sản tại Q4/2023. Với ~440 tỷ hàng tồn kho còn lại, VRE dự kiến không chuyển nhượng mà chỉ cho thuê. Chúng tôi đánh giá các căn shophouse cho thuê sẽ không còn đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh ngắn hạn của VRE.
- **Về dài hạn hơn, các dự án triển khai sau 2024 sẽ cần được đàm phán cụ thể với Vingroup.** Dù chiến lược mở rộng của VRE ít nhất sẽ không bị ảnh hưởng trong năm tới do trước đây VRE đã thanh toán một khoản đặt cọc sớm để mua đất của VIC tại giá vốn, trong dài hạn hơn, chúng tôi đánh giá chi phí chuyển nhượng có thể sẽ kém thuận lợi hơn mức giá gốc hiện nay, tức có rủi ro gia tăng chi phí liên quan đến mở rộng quỹ đất. Tuy vậy, theo ban lãnh đạo VRE chia sẻ VRE vẫn sẽ tiếp tục là đối tác vận hành TTTM của Vingroup (do Vingroup vẫn là cổ đông lớn của VRE), đồng thời tiếp tục là đối tác chiến lược với các công ty trong hệ sinh thái của Vingroup.

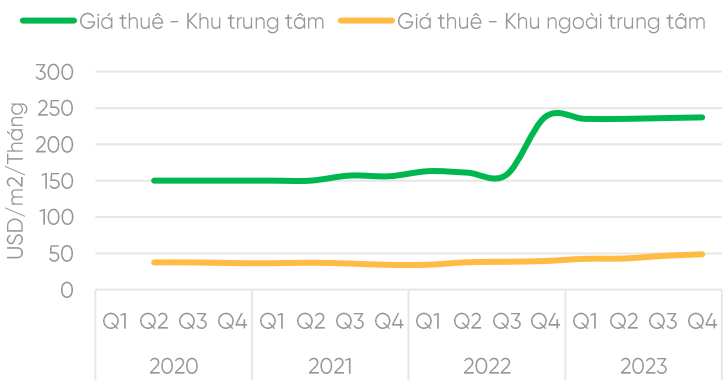
BIỂU 7. HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ, TPHCM



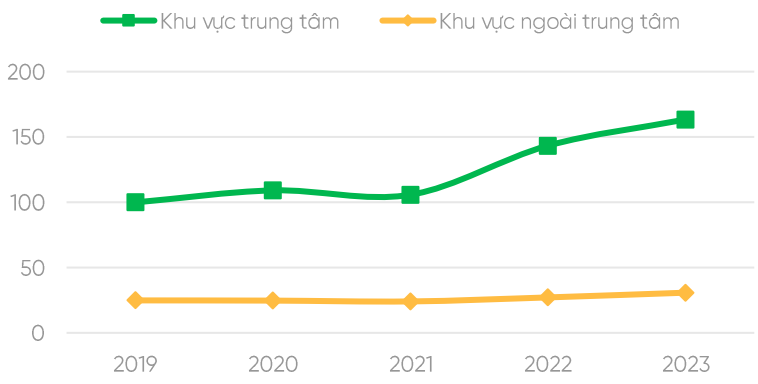
BIỂU 8. HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ, HÀ NỘI



BIỂU 9. GIÁ CHÀO THUÊ BÁN LẺ, TPHCM



BIỂU 10. GIÁ CHÀO THUÊ BÁN LẺ, HÀ NỘI



Nguồn: CBRE, VPBankS Research phân tích

CÁC DỰ ÁN ĐANG VÀ SẮP TRIỂN KHAI

Các dự án VNM Grand Park, VCP Hà Giang, VNM Empire, VCP Điện Biên Phủ, VCP Đông Hà Quảng Trị, VCP Bắc Giang sắp khai trương được kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh số bán hàng trong 2024F-2025F.

VMM Grand Park: tâm điểm mua sắm – vui chơi – giải trí không chỉ cho cư dân đại đô thị Vinhomes Grand Park và cư dân khu vực lân cận

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Quận 9, TP HCM

Tổng diện tích cho thuê: 45.255 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024

VCP Hà Giang: không gian đô thị hiện đại, mang đến trải nghiệm mua sắm, vui chơi giải trí và ẩm thực cho người giân Hà Giang

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Hà Giang

Tổng diện tích sàn cho thuê: 9.796 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024

VCP Điện Biên Phủ: dự án có 4 mặt tiền đẳng cấp – nơi được mệnh danh là tuyến đường đẹp nhất Điện Biên

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Điện Biên

Tổng diện tích sàn cho thuê: 11.942 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024

VCP Bắc Giang: định hướng phát triển trở thành khu phức hợp nhà phố cao cấp, trung tâm thương mai và dịch vụ, văn phòng

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Bắc Giang

Tổng diện tích sàn cho thuê: 13.372 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q2/2024

VCP Đông Hà Quảng Trị: Thiên đường mua sắm – giải trí tất cả trong một điểm đến

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Quảng Trị

Tổng diện tích sàn cho thuê: 14.265 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q3/2024

VMM The Empire: Đón đầu xu hướng phát triển đô thị đa trung tâm xoay trục thị trường bán lẻ, Vincom Mega Mall The Empire đánh thức dư địa tăng trưởng của khu vực phía Đông Hà Nội.

Mô tả: Dự án Trung tâm thương mại

Địa điểm: Hưng Yên

Tổng diện tích sàn cho thuê: 76.769 m2.

Thành phần chính: Khu vui chơi/ khu thời trang/ rạp chiếu phim/ khu ẩm thực

Hiện trạng: Dự kiến khai trương Q4/2024

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

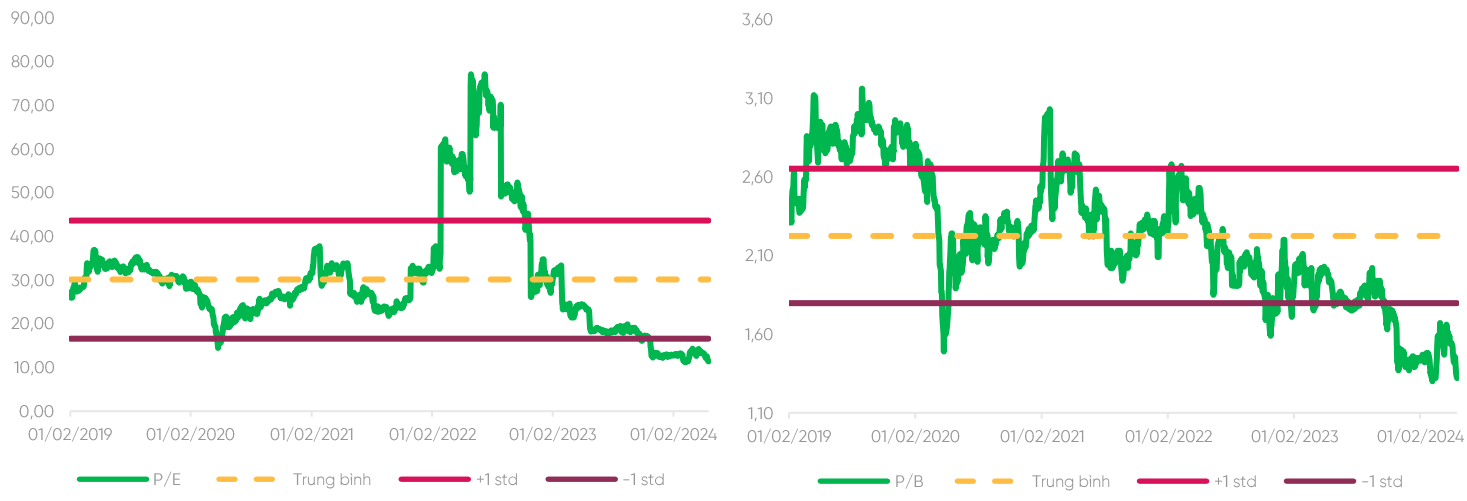
KHUYẾN NGHỊ

- **Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ mạnh mẽ, trong khi nguồn cung hạn chế khiến cho giá thuê tiếp tục tăng:** Trong năm 2023, thị trường Hà Nội có thêm gần 90.000 m2 tổng diện tích mặt bằng bán lẻ mới, dẫn đến tổng diện tích cho thuê tăng lên 116,0 ha. TP.HCM chứng kiến sự tăng thêm diện tích mặt bằng bán lẻ cho thuê khoảng 45.000 m2 , nâng tổng diện tích tăng lên 114,2 ha. Tại thị trường Hà Nội, giá thuê trung bình cho tầng trệt vào Q4/23 ở khu vực nội thành và ngoại thành đều tăng 13% YoY, lần lượt đạt 162 USD/m2 /tháng và 30 USD/m2 /tháng. Ở TP.HCM, giá thuê trung bình vào Q4/23 cho tầng trệt đạt 240 USD/m2 /tháng trong khu vực trung tâm và nội thành (+7,1% YoY), và ghi nhận mức tăng đáng kể 28% YoY lên 51 USD/m2 /tháng tại khu vực ngoại thành.
- Trong 2 năm tới, CBRE dự báo thị trường bất động sản bán lẻ sẽ chào đón các trung tâm bán lẻ mới với khoảng 221.000 m2 GFA bán lẻ, tương đương khoảng 10,2% GFA bán lẻ hiện tại tại TP. Hà Nội và TP. HCM. Một số trung tâm bán lẻ đáng chú ý dự kiến ra mắt trong 2 năm tới là The Linc Park City, Mỹ Đình Pearl, Taisei Square (tại TP. Hà Nội) và Vincom Mega Mall Grand Park & Parc Mall tại TP. HCM. **Với việc nguồn cung hạn chế, chúng tôi kỳ vọng 2 trung tâm thương mại lớn của VRE là Vincom Mega Mall Grand Park (TP HCM) và Vincom Ocean Park 2 (Hưng Yên, giáp Hà Nội) dự kiến khai trương trong năm 2024 sẽ có hiệu suất tích cực với tỷ lệ lấp đầy và cho thuê cao.**
- Theo CBRE, trong năm 2023, thị trường bất động sản bán lẻ vẫn duy trì hoạt động ổn định trong bối cảnh niềm tin người tiêu dùng giảm sút nhưng các thương hiệu cao cấp vẫn tích cực hoạt động bất chấp các thách thức về kinh tế. **Trong năm 2024, với sự kỳ vọng hồi phục tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của VRE sẽ tiếp tục khởi sắc.**
- Tập đoàn Vingroup, công ty mẹ của VRE đã quyết định thoái 100% vốn điều lệ tại Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Thương mại SDI ("SDI"). SDI sở hữu hơn 99% vốn điều lệ của Công ty Cổ phần Kinh Doanh Thương mại Sado ("Sado") và Sado là cổ đông lớn của VRE với 40,5% vốn điều lệ của VRE (tương đương 41,5% quyền biểu quyết do VRE có 56,5 triệu cổ phiếu quỹ), giao dịch dự kiến sẽ hoàn tất vào quý 3 năm nay. **Chúng tôi đánh giá giao dịch này đối với VRE là tích cực vì Công ty có thể sẽ giảm bớt lo ngại về các khoản nợ vay của các bên liên quan và tác động từ tình hình của Vingroup hiện tại, cơ cấu cổ đông đa dạng giúp đẩy mạnh thực hiện chiến lược của Công ty tốt hơn.** Theo BLĐ chia sẻ sẽ không có sự thay đổi đáng kể trong mô hình tổ chức, vận hành,... của VRE và vẫn sẽ là đối tác chiến lược trong hệ sinh thái Vingroup - **VRE vẫn được hưởng lợi nhờ mối quan hệ đối tác chiến lược nằm trong hệ sinh thái của Vingroup và có thể được tận dụng để phát triển các trung tâm thương mại mới dễ dàng trong tương lai, đồng thời duy trì được lợi thế cạnh tranh mà Công ty có được trước khi Vingroup thoái vốn.**

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Thách thức vĩ mô kéo dài dẫn đến hồi phục tiêu dùng kém hơn dự kiến ảnh hưởng đến việc mở rộng của khách thuê.
- Các dự án của Vinhomes không phát triển đúng tiến độ ảnh hưởng đến quá trình mở rộng trung tâm thương mại.

BIỂU 11. DIỄN BIẾN PE VÀ PB TRONG 6 NĂM (2019-2024)



Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research phân tích

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ

- **Chúng tôi cho rằng VRE có vị thế tốt để nắm bắt đà phát triển của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam với lợi thế cạnh tranh nhờ vị trí đắc địa, quy mô toàn quốc và khả năng tiếp cận quỹ đất. Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho VRE là 26,500đ/cp** dựa trên những điểm nhấn về: (i) Kế hoạch mở rộng tham vọng phù hợp với xu hướng thị trường BĐS thương mại, (ii) Tiềm lực tài chính mạnh đảm bảo thực hiện kế hoạch mở rộng, và (iii) Sự phục hồi của trụ cột tiêu dùng sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh tại các TTTM, trong bối cảnh thị trường BĐS thương mại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định.
- **Chúng tôi cho rằng VRE vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn bởi nếu xét về mặt nội tại, VRE là cái tên đứng đầu trong ngành BĐS thương mại bán lẻ** nhờ vào (i) VRE có khả năng tiếp cận quỹ đất của VIC/VHM và ở vị trí chiến lược bên trong các dự án đô thị của VHM với tệp khách hàng dồi dào, và (ii) VRE sở hữu các TTTM ở những vị trí đắc địa (đặc biệt là ở các quận trung tâm của Hà Nội và TP.HCM), có lợi thế thu hút khách thuê quốc tế vào Việt Nam. Ngoài ra, ngành BĐS thương mại bán lẻ của Việt Nam có nhiều dư địa tăng trưởng do mật độ bán lẻ của Hà Nội và TP.HCM tương đối thấp hơn so với các nước châu Á khác.
- **Về mặt định giá, giá cổ phiếu hiện tại khá hấp dẫn** với P/E 2024F là 13.9x và P/B 2023 là 1.3x, khá hấp dẫn với một công ty đầu ngành cũng như với chính lịch sử giao dịch của VRE *(xem thêm Biểu 11)*. Chúng tôi tin rằng mức định giá trên là đáng cân nhắc, đặc biệt đối với các nhà đầu tư dài hạn khi xem xét một doanh nghiệp đầu ngành về năng lực triển khai cũng như khả năng tiếp cận quỹ đất và vị trí chiến lược, lợi nhuận duy trì ở mức cao và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt.

Giả định	
%NFA/GFA	75%
	59%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	
WACC	18.5%
Số năm hoạt động giả định cho các TTTM	50

Định giá	P/pháp	NAV (tỷ đồng)
NAV - các TTTM hiện có		**39,525**
Vincom Center	*DCF*	*16,519*
Vincom Mega Mall	*DCF*	*9,704*
Vincom Plaza	*DCF*	*12,756*
VINCOM+	*DCF*	*546*
NAV - các TTTM trong tương lai	**DCF**	**20,213**
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS	**DCF**	**365**
Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)		**60,103**
Nợ vay (tỷ đồng)		166
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)		**60,269**
Số lượng cổ phiếu		2,272,318,410
Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)		**26,500**

Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research phân tích

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**9,791**	**8,963**	**10,293**
Giá vốn hàng bán	4,445	3,780	4,547
Lợi nhuận gộp	**5,346**	**5,183**	**5,745**
Doanh thu hoạt động tài chính	1,146	675	804
Chi phí tài chính	330	540	649
Chi phí quản lý doanh nghiệp	780	623	713
Lợi nhuận trước thuế	**5,526**	**4,754**	**5,255**
Lợi nhuận sau thuế	**4,409**	**3,758**	**4,154**
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	**4,409**	**3,745**	**4,139**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	**10,036**	**14,030**	**14,343**
I. Tiền & tương đương tiền	4,102	7,258	6,689
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,071	1,071	1,071
III. Cac khoản phải thu ngắn hạn	1,238	1,144	1,314
IV. Hàng tồn kho	640	644	775
V. Tài sản ngắn hạn khác	2,986	3,913	4,494
Tài sản dài hạn	**37,617**	**36,114**	**39,948**
I. Các khoản Phải thu dài hạn	12	10	11
II. Tài sản cố định	413	283	250
1. Tài sản cố định hữu hình	387	270	249
2. Tài sản cố định vô hình	26	13	0
III. Bất động sản đầu tư	25,180	28,804	31,715
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,028	919	1,102
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	10,984	6,098	6,871
Tổng tài sản	**47,654**	**50,144**	**54,291**
Nợ phải trả	**9,827**	**8,523**	**8,510**
I. Nợ ngắn hạn	**6,245**	**4,876**	**4,569**
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	4,453	3,834	4,549
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,792	1,042	20
II. Nợ dài hạn	**3,582**	**3,647**	**3,941**
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,438	1,503	1,797
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,144	2,144	2,144
Vốn chủ sở hữu	**37,827**	**41,621**	**45,781**
1. Vốn điều lệ	23,288	23,288	23,288
2. Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	16,476	20,396	24,582
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	23	61	67
5. Vốn khác	-2,007	-2,171	-2,203
Tổng nguồn vốn	**47,654**	**50,144**	**54,291**

Chỉ số chính	2023	2024F	2025F
Định giá			
EPS	1,893	1,608	1,777
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	16,233	17,846	19,630
P/E	11.8	13.9	12.6
P/B	1.4	1.3	1.1
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	55%	58%	56%
Biên EBITDA	61%	60%	58%
Biên lợi nhuận sau thuế	45%	42%	40%
ROE	12%	9%	9%
ROA	9%	7%	8%
Tăng trưởng			
Doanh thu	33%	-8%	15%
Lợi nhuận trước thuế	57%	-14%	11%
Lợi nhuận sau thuế	59%	-15%	11%
EPS	59%	-15%	11%
Tổng tài sản	12%	5%	8%
Vốn chủ sở hữu	13%	10%	10%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.61	2.88	3.14
Thanh toán nhanh	0.83	1.71	1.70
Nợ/tài sản	8%	6%	4%
Nợ/vốn chủ sở hữu	10%	8%	5%
Khả năng thanh toán lãi vay	13.82	9.15	8.36
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	7.6	6.8	8.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	48 days	54 days	45 days
Vòng quay hàng tồn kho	4.9	5.9	6.4
Thời gian tồn kho bình quân	75 days	62 days	57 days
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	7.6	3.8	2.7
Thời gian trả tiền bình quân	48 days	96 days	137 days

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F
LCTT từ HĐ kinh doanh	3,892	1,195	4,413
LCTT từ HĐ đầu tư	953	2,673	-3,966
LCTT từ HĐ tài chính	0	-712	-1,016
LCTT trong kỳ	**4,845**	**3,156**	**-568**
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	7,020	4,102	7,258
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	11,865	7,258	6,689

Nguồn: VRE, VPBankS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội
Điện thoại: 1900 636679
Email: cskh@vpbanks.com.vn
Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên phân tích

Trần Thái Bình
binhtt@vpbanks.com.vn

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phương Trinh
trinhnp@vpbanks.com.vn