

CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

Khả quan (Duy trì)

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND17.350
Cao nhất/ thấp nhất 52 tuần	VND27.800/ VND16.100
Giá mục tiêu	VND20.200
Giá mục tiêu cũ	VND21.700
Giá mục tiêu vs Consensus	-13,9%
Tiềm năng tăng giá	16,4%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	16,4%

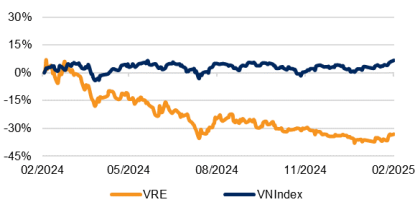
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.548
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	4,1
Sở hữu NN (tr USD)	497
SLCP lưu hành (tr)	2.272
SLCP pha loãng (tr)	2.272

	VRE	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T (lần)	9,6	14,2	12,9
P/B hiện tại (lần)	0,9	1,4	1,7
ROA	8,0%	4,9%	2,1%
ROE	10,3%	11,4%	13,0%

*dữ liệu ngày 23/01/2025

Diễn biến giá



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
VRE	4,8	-4,1	-31,8
VNINDEX	3,1	6,2	7,6

Cơ cấu sở hữu

CTCP Kinh doanh Thương mại	
SADO	41,5%
Vingroup	18,8%
Cổ đông khác	39,7%

Tổng quan doanh nghiệp

VRE là công ty cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 88 TTTM và tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,84 triệu m² (tính đến tháng 12/2024). VRE quản lý danh mục trung tâm mua sắm và thương mại đa dạng bao gồm Vincom Mega Malls, Vincom Centers, Vincom Plaza và Vincom+.

Chuyên viên phân tích:



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ dự kiến dẫn dắt đà phục hồi lợi nhuận năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 16,4%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 6,9% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 5,2% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn dựa trên việc chúng tôi thay đổi phương pháp định giá từ P/E sang P/B, và áp dụng WACC cao hơn trong định giá DCF 5 năm.
- P/B hiện tại ở mức 0,9 lần phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư về diễn biến cổ phiếu, trong bối cảnh VRE đang nỗ lực nâng hiệu suất tài sản.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng năm 2024 giảm 7,1% svck, chủ yếu do ghi nhận bàn giao BĐS thấp hơn khi các dự án hiện tại đã tới giai đoạn bàn giao cuối.
- Biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê giảm 5,4 điểm % svck do chi phí tăng, trích lập dự phòng một lần và kết quả thấp hơn trong nửa đầu năm 2024.
- Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng 14,4% svck đạt 4.685 tỷ đồng trong năm 2025 và tăng 12,6% svck lên 5.274 tỷ đồng trong năm 2026.

Luận điểm đầu tư

VRE dự kiến mở ba Trung tâm thương mại (TTTM) mới trong năm 2025

VRE đã công bố kế hoạch mở mới các TTTM Vincom Mega Mall (VMM) Ocean City, VMM Royal Island và Vincom Plaza (VCP) Vinh trong năm 2025, bổ sung 116.900 m² vào tổng diện tích sàn bán lẻ của doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê sẽ tăng lần lượt 16,5% và 13,6% svck trong năm 2025-26, nhờ các TTTM khai trương trong 2024 sẽ đóng góp doanh thu trọn năm, các TTTM được cải tạo và các TTTM hiện hữu với tỷ lệ lấp đầy được cải thiện đem lại doanh thu cao hơn.

Tỷ lệ lấp đầy phục hồi nhờ sự cải thiện trên toàn bộ danh mục BĐS cho thuê

Vincom Retail đã tiến hành cải tạo và tái định vị hai TTTM và triển khai nhiều biện pháp nhằm tối ưu hóa hoạt động của các TTTM trên toàn hệ thống và thu hút khách thuê. Trong Q4/24, tỷ lệ lấp đầy trung bình đã tăng 0,6 điểm % sv quý trước và 2,4 điểm % svck lên 85,4%, với sự cải thiện được ghi nhận trên cả bốn mô hình TTTM. Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy trung bình của toàn bộ hệ thống TTTM VRE sẽ tăng 1,1 điểm % và 0,9 điểm % svck trong năm 2025-26.

Doanh thu bán bất động sản sẽ phục hồi vào năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ bàn giao các căn shophouse còn lại tại Vincom Đông Hà (Quảng Trị) trong năm 2025. Dự án có tổng giá trị doanh thu chưa ghi nhận là 187 tỷ đồng vào cuối năm 2024.

VRE đang mua lại hai khu shophouse tại Vinhomes Royal Island (Hải Phòng) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh). Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ bắt đầu mở bán trong năm 2025 và ghi nhận doanh thu từ nửa cuối năm 2026.

Năng lực tài chính vẫn mạnh dù đòn bẩy và chi phí quản lý gia tăng trong kỳ

Tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu tăng từ mức âm lên 3,6% vào cuối năm 2024, chủ yếu do vay nợ gia tăng để đầu tư mở mới các TTTM. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn phản ánh tình hình tài chính vững mạnh.

Tỷ lệ bao phủ lãi vay giảm 6,3 lần svck xuống còn 8,5 lần trong năm 2024, khi LN giảm do LN từ HĐ bán BĐS giảm, trong khi lãi vay và chi phí BH&QLDN gia tăng.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Số lượng TTTM hoạt động	83	88	91	97
Tổng diện tích mặt bằng bán lẻ (triệu m ²)	1,75	1,84	1,98	2,20
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	33,0%	-8,7%	7,8%	16,7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	53,2%	55,0%	55,7%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	58,8%	-7,1%	14,4%	12,6%
P/E (lần)	12,1	13,0	11,4	10,1
P/B (lần)	1,5	1,2	0,9	1,0
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-3,3%	3,6%	2,9%	2,8%
Hệ số bao phủ lãi vay (lần)	15,1	7,5	7,1	8,4
Hệ số khả năng thanh toán nợ (lần)	4,5	6,6	2,8	6,6

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

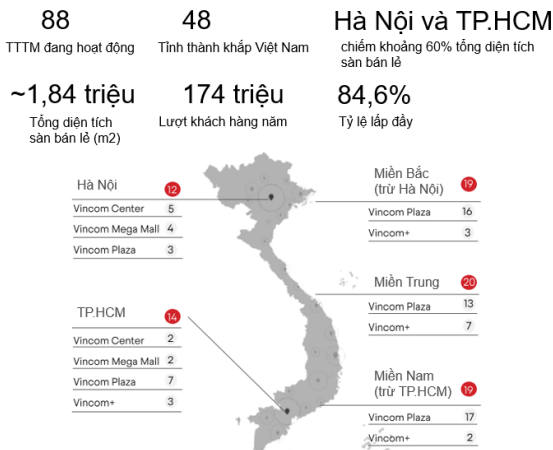
Tổng quan doanh nghiệp: Nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu

Vincom Retail (HOSE: VRE) hiện là doanh nghiệp cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 88 TTTM với tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,84 triệu m² (tính đến tháng 12/2024).

VRE đang vận hành một danh mục các trung tâm mua sắm và TTTM 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, bao gồm:

- Vincom Centers: nằm ở khu vực trung tâm thành phố và các quận nội thành tại Hà Nội và TP.HCM, khách thuê thường là các thương hiệu cao cấp.
- Vincom Mega Malls: được đặt ở các khu vực đông dân cư, với khách thuê là các thương hiệu từ phân khúc cao cấp đến phổ thông.
- Vincom Plaza: ở các khu vực ngoại thành của Hà Nội và TP.HCM, hoặc các khu vực đông dân cư tại các tỉnh và thành phố, các khách thuê chủ yếu là các thương hiệu phân khúc phổ thông.
- Vincom+: nằm ở các khu vực có mật độ dân số trung bình hoặc không phải là khu vực trung tâm của các tỉnh thành ngoài Hà Nội và TP.HCM, khách thuê là các nhãn hàng phân khúc phổ thông.

Hình 1: Mạng lưới TTTM của VRE tại Việt Nam



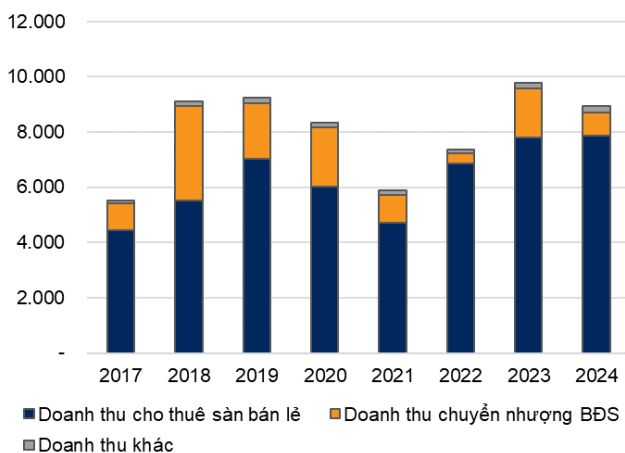
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các mô hình TTTM của VRE



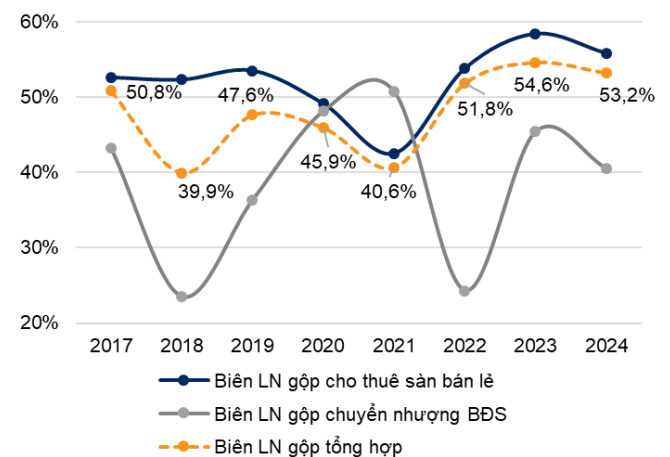
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Cơ cấu doanh thu (Tỷ đồng)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật KQKD: Lợi nhuận Q4 tăng nhờ HĐ cho thuê mặt bằng bán lẻ phục hồi

Hình 5: Cập nhật KQKD Q4/24 và năm 2024

(Tỷ đồng)	Q4/24	% svck	% sv quý trước	2024	% svck 2024 thực tế/dự phòng	
Doanh thu	2.128	-9,2%	2,4%	8.939	-8,7%	96,3%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	2.027	3,9%	2,2%	7.878	1,0%	96,1%
Chuyển nhượng bất động sản	60	-77,6%	68,5%	839	-52,6%	102,5%
Hoạt động khác	41	-66,9%	-30,4%	222	-0,5%	85,1%
Lợi nhuận gộp	1.201	-5,3%	10,3%	4.755	-11,0%	99,8%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>56,5%</i>	<i>2,3 đ %</i>	<i>4,0 đ %</i>	<i>53,2%</i>	<i>-1,4 đ %</i>	
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	55,8%	-1,2 đ %	2,0 đ %	55,8%	-2,6 đ %	
Chuyển nhượng bất động sản	116,1%	64,6 đ %	71,9 đ %	40,5%	-5,0 đ %	
Hoạt động khác	2,0%	-12,4 đ %	-10,9 đ %	8,4%	15,5 đ %	
Chi phí BH&QLDN	(312)	18,8%	26,2%	(983)	26,0%	110,2%
<i>% chi phí BH&QLDN/DT</i>	<i>14,7%</i>	<i>3,5 đ %</i>	<i>2,8 đ %</i>	<i>11,0%</i>	<i>3,0 đ %</i>	
Thu nhập ròng từ HĐ cho thuê	1.432	2,4%	2,4%	5.626	-2,1%	119,2%
<i>Biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê (%)</i>	<i>67,5%</i>	<i>-4,5 đ %</i>	<i>0,0 đ %</i>	<i>68,8%</i>	<i>-5,4 đ %</i>	
Doanh thu tài chính	547	59,6%	42,8%	1.786	55,8%	101,3%
Thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay	547	59,7%	42,8%	1.771	54,5%	
Chi phí tài chính	(275)	271,0%	12,8%	(838)	153,6%	135,8%
Chi phí lãi vay	(147)	99,0%	5,4%	(566)	71,3%	
Lợi nhuận trước thuế	1.370	1,3%	22,5%	5.133	-7,1%	99,4%
Lợi nhuận ròng	1.085	1,7%	19,7%	4.096	-7,1%	99,4%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>51,0%</i>	<i>5,4 đ %</i>	<i>7,4 đ %</i>	<i>45,8%</i>	<i>0,8 đ %</i>	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu giảm khi các dự án shophouse hiện tại đã bàn giao gần xong

Doanh thu Q4/24 giảm 9,2% svck còn 2.128 tỷ đồng, dẫn đến doanh thu cả năm 2024 giảm 8,7% svck còn 8.939 tỷ đồng, hoàn thành 96,3% dự báo cả năm của chúng tôi. Doanh thu từ cho thuê tăng 3,9% YoY, nhưng tổng doanh thu bị ảnh hưởng bởi việc ghi nhận doanh thu bán bất động sản thấp hơn do các dự án hiện tại đã tới giai đoạn bàn giao cuối. Tuy nhiên, doanh thu 4Q24 tăng 2,4% QoQ, nhờ hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ và bàn giao shophouse tăng tốc so với quý trước.

- 1) **Doanh thu chuyển nhượng BĐS** đạt 60 tỷ đồng trong Q4, sau khi bàn giao các căn shophouse còn lại tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị). Doanh thu chuyển nhượng BĐS cả năm 2024 giảm 52,6% svck, đạt 839 tỷ đồng.
- 2) **Doanh thu cho thuê sàn bán lẻ** đạt 2.027 tỷ đồng trong Q4, tăng 3,9% svck và 2,2% sv quý trước, nhờ tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM hiện hữu tiếp tục cải thiện và tỷ lệ lấp đầy cao tại năm TTTM mới (94-99%). Doanh thu cho thuê cả năm 2024 tăng nhẹ 1,0% svck, đạt 7.878 tỷ đồng.

Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM trên toàn hệ thống năm 2024 đạt 84,2%, giảm 0,6 điểm % svck. Tỷ lệ lấp đầy cả năm bị ảnh hưởng bởi kết quả thấp hơn trong nửa đầu năm 2024, do một số khách thuê không phục hồi sau Covid-19 đã chấm dứt hợp đồng trong giai đoạn cuối năm 2023 – đầu năm 2024. Tuy nhiên, tỷ lệ lấp đầy trung bình vào Q4 đã tăng 0,6 điểm % sv quý trước và 2,4 điểm % svck lên 85,4%, với sự cải thiện ghi nhận ở cả bốn mô hình TTTM. Lưu lượng khách trong Q4/24 đã tăng 19% svck, sau khi VRE khai trương TTTM mới, nâng cấp các TTTM hiện hữu, và triển khai các chiến dịch tiếp thị hiệu quả trong 2024.

Biên LN gộp phục hồi nhưng biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê thu hẹp

Biên LN gộp của hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi trong Q4/24...

Biên LN gộp tổng hợp năm 2024 giảm 1,4 điểm % svck xuống 53,2%, trong đó biên LN gộp của hoạt động cho thuê giảm 2,6 điểm % svck xuống 55,8%, và biên LN gộp từ bán bất động sản giảm 5,0 điểm % svck xuống 40,5%.

Trong Q4/24, biên LN gộp tổng hợp tăng 4,0 điểm % sv quý trước và 2,3 điểm % svck lên 56,5%, chủ yếu nhờ biên LN gộp bán shophouse cao hơn.

Biên LN gộp của hoạt động kinh doanh cốt lõi – cho thuê mặt bằng bán lẻ trong Q4/24 tăng 2,0 điểm % sv quý trước do các TTTM mới và các TTTM được nâng cấp giúp tăng doanh thu và tối ưu hóa chi phí. Tuy nhiên, biên LN gộp cho thuê giảm 1,2 điểm % svck do chi phí điện tăng.

... nhưng biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê bị ảnh hưởng bởi chi phí cao hơn và khoản dự phòng một lần

Biên thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê Q4/24 không đổi sv Q3 ở mức 67,5%, nhưng giảm 4,5 điểm % svck do chi phí điện tăng (EVN tăng giá điện 4,8% vào tháng 10/2024) và chi phí marketing tăng.

Kết hợp chi phí cao hơn với khoản dự phòng một lần liên quan đến một khách thuê trong ngành giải trí, và kết quả thấp hơn trong nửa đầu năm 2024, biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê năm giảm 5,4 điểm % svck xuống 68,8%. Nếu loại trừ khoản dự phòng một lần, biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê năm 2024 sẽ đạt 73%.

Kết quả, LN ròng Q4 đạt 1.085 tỷ đồng, tăng 1,7% svck và 19,7% sv quý trước. LN ròng cả năm 2024 giảm 7,1% svck còn 4.096 tỷ đồng, hoàn thành 99,4% dự báo cả năm của chúng tôi.

Số dư đặt cọc cho VIC/VHM tăng đáng kể để phát triển các dự án mới

Hình 6: Các chỉ tiêu đáng chú ý trong bảng cân đối kế toán

	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Bảng CĐKT (Tỷ đồng)					
Tiền và tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn	5.173	3.939	2.453	4.885	3.011
Phải thu ngắn hạn từ khách thuê	1.240	1.170	1.443	1.485	1.462
Bất động sản đầu tư	25.180	24.864	27.124	27.034	27.084
Hàng tồn kho	640	511	229	251	295
Xây dựng cơ bản dở dang	1.028	1.000	782	838	802
Phải thu về cho vay	-	2.350	2.350	-	-
Đặt cọc cho VIC và các công ty liên quan để phát triển dự án	11.862	12.225	13.757	14.220	19.678
Tiền cọc từ khách thuê	1.489	1.441	1.476	1.494	1.523
Nợ vay	3.936	3.956	3.977	4.022	4.533
Các chỉ tiêu quan trọng					
Số ngày phải thu	48	46	50	61	64
Số ngày tồn kho	34	35	29	21	19
Vòng quay tiền mặt	34	32	24	30	43
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	79,4%	79,4%	76,3%	76,8%	75,9%
Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	-3,3%	0,0%	3,8%	-2,1%	3,6%

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Tính đến cuối Q4/24, VRE đã đặt cọc 19.678 tỷ đồng cho các hoạt động kinh doanh với Vingroup, Vinhomes và các bên liên quan, tăng 38,4% so với Q3 và 65,9% svck. Đây là các khoản đặt cọc ngắn hạn và dài hạn nhằm phát triển TTTM mới và mua lại shophouse trong các dự án nhà ở của Vingroup/Vinhomes theo hợp đồng BCC.

Trong Q4, VRE đã đặt cọc 3.000 tỷ đồng để phát triển các TTTM mới và 1.400 tỷ đồng cho các dự án shophouse, dự kiến sẽ được triển khai trong năm 2025.

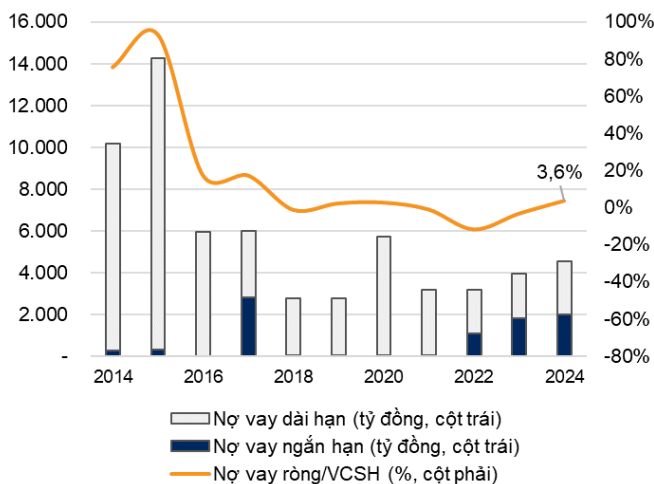
Theo các hợp đồng BCC, VRE sẽ đặt cọc cho Vingroup hoặc Vinhomes, tùy vào đơn vị phát triển được chỉ định, để xây dựng các TTTM, và các nhà phát triển này sẽ chuyển giao các TTTM trong danh mục cho VRE theo giá trị sổ sách tại thời điểm xong thủ tục và hoàn thiện xây dựng. Ngoài ra, theo các hợp đồng BCC này, khi các TTTM sẵn sàng hoạt động thương mại nhưng Vingroup và các bên liên quan chưa hoàn tất thủ tục bàn giao TTTM cho VRE, VRE có quyền quản lý và vận hành các TTTM này, nhận lợi ích kinh tế và chia sẻ lợi nhuận với VIC tương đương với chi phí phát sinh tại VIC để đảm bảo nguyên tắc phù hợp giữa doanh thu và chi phí do tài sản lúc này vẫn đang chưa chuyển về VRE.

Năng lực tài chính vẫn mạnh bất chấp đòn bẩy và chi phí quản lý gia tăng

Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng nợ vay của VRE tăng 15,2% svck lên 4.533 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu tăng từ -3,3% lên 3,6%, đạt mức cao nhất kể từ năm 2020, do công ty tiếp tục sử dụng đòn bẩy tài chính để hỗ trợ kế hoạch mở rộng TTTM đầy tham vọng. Tuy nhiên, tỷ lệ đòn bẩy này vẫn phản ánh một tình hình tài chính vững mạnh.

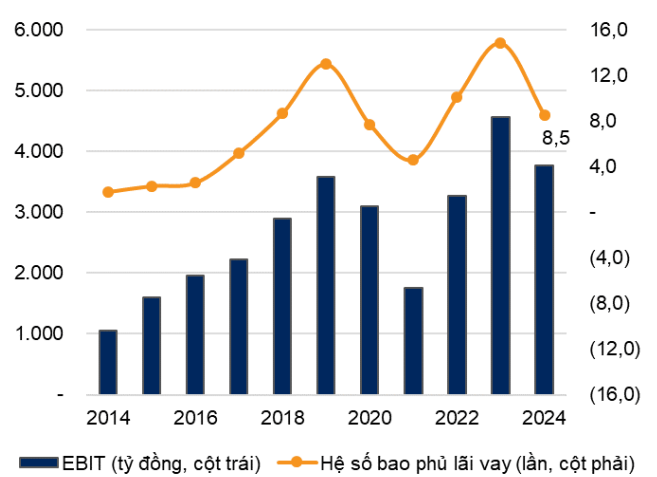
Hệ số bao phủ lãi vay giảm 6,3 lần svck xuống 8,5 lần trong năm 2024, khi lợi nhuận giảm do LN từ hoạt động bán bất động sản thấp đi, trong bối cảnh chi phí lãi vay và chi phí BH&QLDN gia tăng.

Hình 7: Tỷ lệ nợ ròng/VCSH



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Hệ số bao phủ lãi vay



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2025-26: Hoạt động cho thuê sàn bán lẻ sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN

Thay đổi dự phóng KQKD 2025-26

Hình 9: Tóm tắt thay đổi dự phóng KQKD 2025-26

(Tỷ đồng)	Cũ		Mới				Ghi chú về điều chỉnh dự phóng KQKD
	2024	2025	2025	% svck	2026	% svck	
Doanh thu	8.939	10.130	9.636	7,8%	11.241	16,7%	Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu năm 2025 giảm 4,9% sv dự báo trước đó, do: 1) chúng tôi hạ dự báo giá thuê trung bình, do kỳ vọng VRE sẽ duy trì mức giá thuê cạnh tranh để thu hút khách thuê mới và hỗ trợ khách thuê hiện tại; 2) chúng tôi giảm dự phóng doanh thu bán giao BDS, dựa trên lượng backlog còn lại để ghi nhận trong năm 2025.
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.878	9.503	9.180	16,5%	10.431	13,6%	
Chuyển nhượng BĐS	839	311	187	-77,7%	494	164,2%	
Giá vốn hàng bán	(4.184)	(4.847)	(4.333)	3,6%	(4.981)	15,0%	
Lợi nhuận gộp	4.755	5.283	5.303	11,5%	6.260	18,0%	
Biên LN gộp tổng hợp (%)	53,2%	52,2%	55,0%	1,8 đ %	55,7%	0,7 đ %	
Cho thuê mặt bằng bán lẻ (%)	55,8%	54,1%	56,7%	0,9 đ %	57,8%	1,1 đ %	
Chuyển nhượng BĐS (%)	40,5%	36,3%	40,6%	0,1 đ %	40,5%	-0,1 đ %	
Doanh thu tài chính	1.786,0	1.519,5	1.830,8	2,5%	1.686,2	-7,9%	
Chi phí tài chính	(838,0)	(484,6)	(745,1)	-11,1%	(785,1)	5,4%	
Chi phí BH&QLDN	(965)	(1.132)	(969)	0,4%	(1.079)	11,4%	Chúng tôi điều chỉnh giảm 14% chi phí BH&QLDN nhằm phản ánh hiệu quả từ việc tối ưu hóa chi phí tại các TTTM của VRE.
Chi phí bán hàng	(323)	(256)	(323)	0,0%	(366)	13,3%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(642)	(876)	(646)	0,6%	(713)	10,4%	
Lợi nhuận trước thuế	5.133	5.355	5.873	14,4%	6.610	12,5%	
Lợi nhuận ròng	4.095	4.273	4.685	14,4%	5.274	12,6%	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho các chủ đầu tư và khách thuê mặt bằng bán lẻ

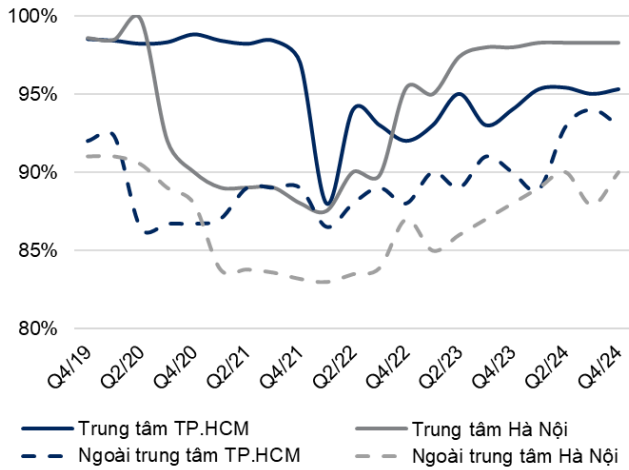
Nhu cầu mạnh mẽ đẩy giá thuê và tỷ lệ lấp đầy tăng cao bất chấp nguồn cung

Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ vẫn duy trì ở mức cao trong bối cảnh nguồn cung hạn chế, tiếp tục đẩy giá thuê tại khu vực trung tâm của Hà Nội và TP.HCM tăng mạnh. Theo dữ liệu từ CBRE, giá chào thuê trung bình tại tầng trệt đã tăng 16,2%/15,4% svck tại Hà Nội và TP.HCM vào Q4/24, lần lượt đạt 173 USD/m²/tháng và 280 USD/m²/tháng.

Tại các khu vực ngoài trung tâm, nguồn cung mở rộng nhưng vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu, khiến giá thuê cũng có xu hướng tăng. Dữ liệu từ CBRE cho thấy đến Q4/24, giá chào thuê trung bình tại tầng trệt đã tăng 10,1%/4% svck tại Hà Nội và TP.HCM, lần lượt đạt 37,3 USD/m²/tháng và 53 USD/m²/tháng.

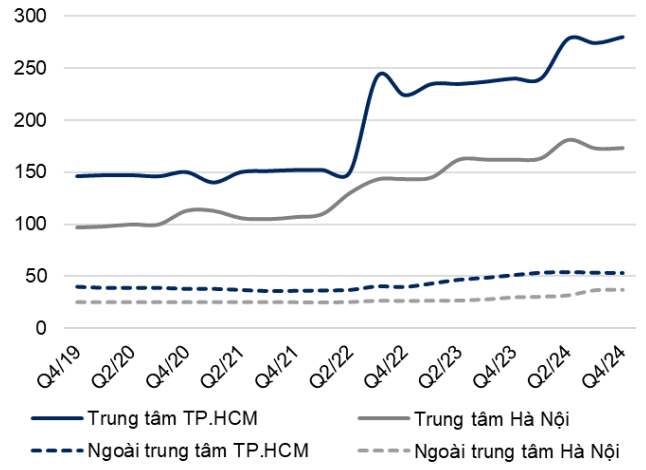
Tỷ lệ lấp đầy trung bình (cả khu vực trung tâm và ngoài trung tâm) tại Hà Nội và TP.HCM trong năm 2024 đều tăng nhờ tốc độ hấp thụ mặt bằng cao tại các TTTM mới mở cũng như sự gia tăng khách thuê tại các TTTM hiện hữu. Trong năm 2024, Hà Nội bổ sung thêm 24.581 m² và TP.HCM có thêm 117.000 m² diện tích cho thuê ròng mới (NLA). Tuy nhiên, tỷ lệ lấp đầy trung bình vẫn tiếp tục tăng, lần lượt +1,9% điểm svck lên 89,9% tại Hà Nội và +2% điểm svck lên 93% tại TP.HCM.

Hình 10: Tỷ lệ lấp đầy trung bình (%)



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

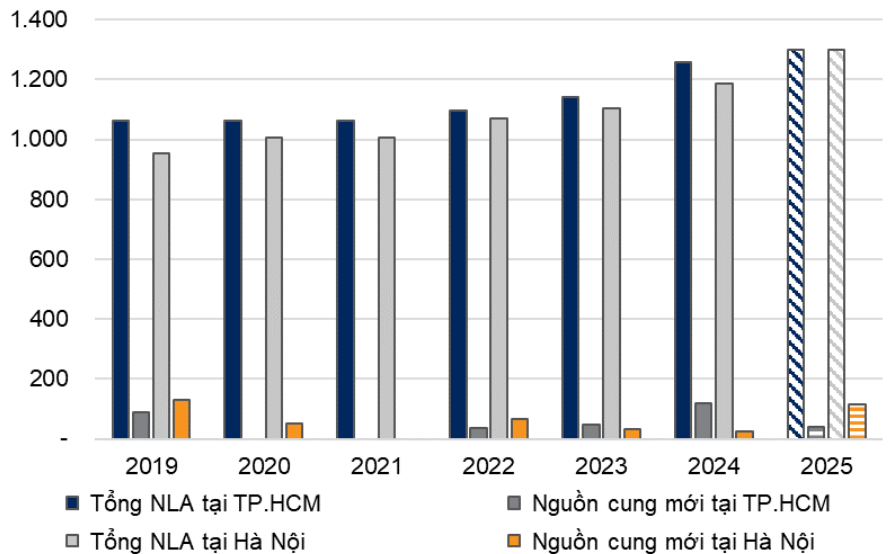
Hình 11: Giá chào thuê trung bình cho tầng trệt (USD/m²/tháng)



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Trong năm 2025, thị trường Hà Nội dự kiến sẽ đón nhận 115.800 m² diện tích cho thuê ròng mới (NLA), trong khi TP.HCM dự kiến bổ sung thêm 39.955 m² NLA. Tổng cộng, hai thành phố sẽ có thêm 115.755 m² NLA mới, tương đương mức tăng +10% svck.

Hình 12: Nguồn cung mới dự kiến gia tăng trong năm 2025 (đơn vị: '000 m² NLA)



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Các chủ đầu tư mặt bằng bán lẻ lớn có kế hoạch tiếp tục mở rộng tại VN

Các nhà phát triển mặt bằng bán lẻ đang chủ yếu tập trung mở rộng hệ thống TTTM tại các khu vực đô thị tiềm năng, đồng thời nâng cao hiệu quả vận hành tại các cơ sở hiện có. Tuy nhiên, dù các chủ đầu tư này có tiềm lực tài chính mạnh và nhu cầu cao từ các thương hiệu bán lẻ, việc hoàn tất thủ tục pháp lý vẫn gặp thách thức do quá trình phê duyệt kéo dài, dẫn đến tiến độ khai trương TTTM ban đầu bị trì hoãn.

AEON MALL (Nhật Bản) đang tích cực tìm kiếm quỹ đất tại các thị trường nước ngoài để phát triển TTTM mới và gia tăng thị phần tại các thị trường này. Tại

Việt Nam, AEON tập trung cải thiện hiệu quả vận hành và lợi nhuận từ các TTTM thông qua đa dạng hóa nguồn thu, mở rộng các lĩnh vực kinh doanh mới trong TTTM, gia tăng những điểm chạm với khách hàng bằng công nghệ số và triển khai các chiến lược thu hút lượng khách hàng lớn hơn. Ngoài ra, AEON dự kiến khai trương các TTTM mới với mô hình phát triển linh hoạt, phù hợp với đặc điểm từng địa phương. AEON có kế hoạch mở ba TTTM mới tại Việt Nam trong vòng ba năm tới tại Hạ Long, Thanh Hóa và Đà Nẵng. Ban đầu, công ty dự kiến khai trương hai TTTM vào năm tài chính 2025 (năm tài chính kết thúc vào tháng 2/2025), nhưng tiến độ đã bị dời sang năm tài chính 2026-27. Vào tháng 1/2025, AEON khởi công dự án tại Đồng Nai, dự kiến sẽ khai trương vào năm 2027 (tức năm tài chính 2028 của AEON).

Lotte Shopping (Hàn Quốc) có kế hoạch nâng cấp các siêu thị trọng điểm tại thị trường nội địa để tập trung vào hàng xa xỉ, phát triển các trung tâm mua sắm phức hợp thể hệ mới, đẩy mạnh nền tảng thương mại điện tử và mở rộng hiện diện tại Đông Nam Á. Tập đoàn Lotte hiện đang phát triển khu phức hợp Lotte Eco Smart City Thủ Thiêm tại TP.HCM, bao gồm TTTM, khách sạn, căn hộ và văn phòng. Dù đã khởi công vào tháng 8/2022, dự án vẫn đang chờ định giá đất và dự kiến hoàn thành vào năm 2028.

Vincom Retail sẽ tiếp tục khai trương TTTM mới và cho thuê khu phố thương mại trong các dự án dân cư của Vinhomes/Vingroup. Nhằm thu hút khách hàng, VRE đang xây dựng mô hình phố thương mại và tổ chức các sự kiện quy mô lớn (ví dụ: sự kiện "Anh Trai Say Hi" tại Vinhomes OCP 3 Hưng Yên). Công ty cũng đang nâng cao hiệu quả vận hành và tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM hiện hữu bằng cách tối ưu diện tích cho thuê, cải thiện thiết kế nội ngoại thất và điều chỉnh cơ cấu ngành hàng để phù hợp với xu hướng tiêu dùng đang thay đổi. VRE dự kiến khai trương ba TTTM mới trong 2025, trong đó Vincom Mega Mall Ocean City trước đây được lên kế hoạch cho 2024. Việc khai trương VMM Ocean City đã được dời lại nhằm đồng bộ với tốc độ tăng số lượng cư dân về ở tại Vinhomes Ocean City, do năm 2024 vẫn cần đợi để cộng đồng cư dân tại đây phát triển dần lên mức ổn định.

Hình 13: Các nhà phát triển mặt bằng bán lẻ chủ chốt tại thị trường Việt Nam và kế hoạch mở rộng của họ

Công ty	Thương hiệu được biết đến	Số lượng TTTM/ Siêu thị ở Việt Nam	Khách hàng mục tiêu	Các điểm phân biệt chính	Kế hoạch mở rộng ở Việt Nam đã công bố
Vincom Retail	Nhà phát triển mặt bằng bán lẻ hàng đầu thị trường nội địa	88 TTTM, bao gồm: 06 Vincom Mega Mall, 07 Vincom Center, 60 Vincom Plaza, và 15 Vincom+	- Phù hợp với khách hàng ở mọi phân khúc thu nhập, với các mô hình TTTM được thiết kế riêng cho các thị trường từ phổ thông đến cao cấp. - Hướng đến các khu vực đô thị đông đúc, cung cấp các lựa chọn bán lẻ và giải trí đa dạng	- Nhà vận hành không gian bán lẻ lớn nhất Việt Nam với mối liên kết chặt chẽ với hệ sinh thái Vingroup (bao gồm nhà ở, y tế, giáo dục) - Ưu tiên tạo ra các điểm đến tích hợp trải nghiệm giải trí, ẩm thực và thư giãn, đảm bảo các TTTM không chỉ là nơi mua sắm mà còn là trung tâm giao lưu văn hóa và giải trí	Khai trương ba TTTM trong năm 2025, bao gồm các trung tâm tại Hưng Yên, Hải Phòng và Nghệ An.
AEON MALL	Chủ đầu tư đến từ Nhật Bản, mở rộng sang một số thị trường khác trong khu vực	07 TTTM	- Các gia đình trung lưu và người mua sắm ở khu vực đô thị - Tập trung mang lại trải nghiệm về mua sắm và phong cách sống Nhật Bản	- Cung cấp sản phẩm và dịch vụ từ các thương hiệu Nhật Bản, bao gồm các mô hình cửa hàng tạp hóa lớn - Tập trung vào dịch vụ chất lượng cao, bao gồm xe buýt đưa đón miễn phí và các tiện ích thân thiện với gia đình	Dự kiến mở ba TTTM mới tại Việt Nam trong ba năm tới tại Hạ Long, Thanh Hóa và Đà Nẵng. TTTM tại Thanh Hóa dự kiến khai trương vào nửa cuối năm 2026. Vào tháng 1/2025, AEON cũng đã khởi công một dự án tại Đồng Nai, với kế hoạch khai trương vào năm tài chính 2028.
Lotte Shopping	Đơn vị thành viên của Lotte Group (Hàn Quốc), thương hiệu đã được biết đến rộng rãi trên toàn Châu Á	03 TTTM và 16 siêu thị (Lotte Mart, Lotte Super)	- Người tiêu dùng ở khu vực đô thị thuộc phân khúc trung lưu trở lên - Hệ thống siêu thị và rạp chiếu phim phức hợp nhắm đến tệp khách hàng có thu nhập trung bình-cao	- Tích hợp các dịch vụ giải trí (rạp chiếu phim) và các lựa chọn ẩm thực quốc tế - Có các tiện ích mua sắm và giải trí hiện đại, thời thượng được thiết kế riêng để thu hút khách hàng thu nhập cao	Tập đoàn Lotte đang phát triển khu phức hợp Lotte Eco Smart City Thủ Thiêm tại TP.HCM. Dự án đã bắt đầu xây dựng từ tháng 8/2022 nhưng vẫn đang chờ định giá đất. Dự kiến hoàn thành vào năm 2028, khu phức hợp này sẽ bao gồm TTTM, khách sạn, căn hộ và văn phòng.
Central Retail	Đơn vị thành viên của Central Group - tập đoàn BĐS Thái Lan có sự hiện diện tại một số thị trường khác trong khu vực	350 TTTM và siêu thị, chuỗi cửa hàng chuyên doanh, bao gồm các siêu thị như Go! (trước là Big C), cửa hàng chuyên doanh (chuỗi điện máy Nguyễn Kim, Supersports, Nội thất Come Home, Khu vui chơi Kubo, Robins), và các điểm bán lẻ nhỏ (Tops Daily, Family Mart, Lan Chi)	- Phục vụ tất cả phân khúc khách hàng, từ người tiêu dùng tiết kiệm đến người mua sắm hàng cao cấp - Thu hút các gia đình, người trẻ và cư dân đô thị - Cung cấp các mô hình bán lẻ đa dạng: từ TTTM lớn như GO! đến các cơ sở phục vụ cư dân địa phương	- Danh mục đa dạng: từ các TTTM quy mô lớn, đa dịch vụ đến các siêu thị nhỏ phục vụ cư dân địa phương. - Tích hợp giữa bán lẻ và tạp hóa thông qua các TTTM GO! (BigC). - Hợp tác với các thương hiệu địa phương và chú trọng vào trải nghiệm khách hàng được bản địa hóa. - Tập trung vào mô hình bán lẻ hiện đại với tính bền vững và đổi mới trong trải nghiệm khách hàng.	Central Retail cho biết dự kiến mở thêm các TTTM tại Việt Nam từ năm 2025 trở đi. Công ty đang xây dựng trung tâm thương mại GO! Mall tại tỉnh Hưng Yên, dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025.

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Tiếp tục mở rộng diện tích mặt bằng cho thuê và tăng hiệu suất TTTM trong năm 2025

Chúng tôi cho rằng các nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn đang cạnh tranh để thu hút các thương hiệu bán lẻ và lượt khách ghé TTTM thông qua 1) vị trí đắc địa; 2) quy mô TTTM (diện tích lớn, đa dạng thương hiệu bán lẻ và các hoạt động giải trí); 3) mức độ nhận diện thương hiệu (sự nổi bật của thương hiệu TTTM); và 4) trải nghiệm khách hàng.

Vincom Retail có lợi thế với việc sở hữu quỹ đất từ sớm ở các vị trí tiềm năng trong tương lai cùng với các dự án khu đô thị của Vingroup/Vinhomes. Trong khi các VMM vượt trội về quy mô, các VCP hưởng lợi từ sự hiện diện sớm tại các khu vực trung tâm của các tỉnh thành ngoài Hà Nội và TP.HCM.

VRE dự kiến mở thêm ba TTTM mới trong năm 2025

VRE đã công bố kế hoạch khai trương hai Vincom Mega Mall và một Vincom Plaza trong năm 2025, bổ sung thêm 116.900 m² tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) vào tổng diện tích mặt bằng bán lẻ cho thuê:

Hình 14: Vincom Mega Mall Ocean City



- Vị trí: Văn Giang, Hưng Yên
- Diện tích: 53.200 m² GFA bán lẻ
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng, dự kiến khai trương vào Q2/25
- Khách hàng mục tiêu: Cư dân tại Vinhomes Ocean City (Hà Nội và Hưng Yên), người sống và làm việc tại các KCN, sinh viên từ các trường Đại học quanh khu vực này

Hình 15: Vincom Mega Mall Royal Island



- Vị trí: Thủy Nguyên, Hải Phòng
- Diện tích: 44.500 m² GFA bán lẻ
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng, dự kiến khai trương vào Q3/25
- Khách hàng mục tiêu: Cư dân ở Vinhomes Royal Island và khách du lịch đến Hải Phòng

Hình 16: Vincom Plaza Vinh



- Vị trí: Vinh, Nghệ An
- Diện tích: 19.200 m² GFA bán lẻ
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng, dự kiến khai trương vào Q4/25
- Khách hàng mục tiêu: người trẻ, gia đình và nhân viên văn phòng ở khu vực trung tâm đô thị

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

VRE dự kiến phát triển mặt bằng cho thuê bán lẻ của mình bằng cách bổ sung thêm 800.000 m² GFA trong giai đoạn 2024-28, tiến độ dự án có thể được điều chỉnh tùy theo điều kiện thị trường.

Trong năm 2024, VRE đã khai trương năm TTTM mới, đóng góp khoảng 93.000 m² GFA, chiếm 11,6% mục tiêu mở rộng dài hạn của công ty.

Chúng tôi duy trì dự báo về số lượng TTTM đang hoạt động vào cuối năm 2025 đạt 91 cơ sở, phù hợp với kế hoạch của công ty. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê sẽ quay trở lại mức tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2025-26, với mức tăng lần lượt 16,5%/13,6% svck, nhờ các TTTM khai trương trong 2024 sẽ đóng góp doanh thu trọn năm, các TTTM được cải tạo và các TTTM hiện hữu với tỷ lệ lấp đầy được cải thiện đem lại doanh thu cao hơn.

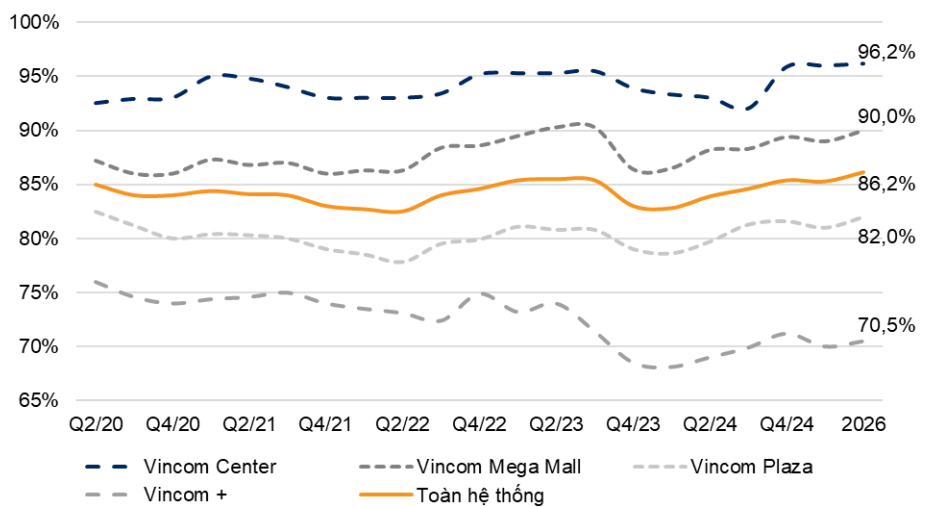
Tỷ lệ lấp đầy trung bình dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2025

Trong giai đoạn 2023-24, VRE đã thực hiện cải tạo Vincom Plaza 3/2 (TP.HCM) và nâng cấp Vincom Plaza Imperia (Hải Phòng), tập trung vào nâng cấp ngoại thất, điều chỉnh định vị khách hàng mục tiêu và cải thiện cơ cấu khách thuê. Những nỗ lực này đã giúp tỷ lệ lấp đầy tại hai cơ sở này tăng lần lượt 36 điểm % và 26 điểm % so với trước khi cải tạo, đạt 92%/82% vào cuối Q4/24.

Tỷ lệ lấp đầy trung bình trên toàn hệ thống TTTM của VRE trong năm 2024 phù hợp với dự báo của chúng tôi ở mức 84,2%. Chúng tôi duy trì dự báo tỷ lệ lấp đầy trung bình trong 2025 ở mức 85,3% (+1,1 điểm % svck), trong đó kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy tại các trung tâm Vincom Plaza và Vincom Mega Mall (chiếm lần lượt 50%/31% tổng diện tích sàn cho thuê của VRE) sẽ đạt 81%/89%.

Dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục cải thiện tỷ lệ hấp thụ diện tích cho thuê trong năm 2026, với tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng 0,9 điểm % svck, đạt 86,2%.

Hình 17: Ước tính tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM của VRE (đơn vị: %)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu bán BĐS sẽ chững lại trong 2025 và phục hồi vào 2026

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ bàn giao các căn shophouse còn lại tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà, Quảng Trị) trong năm 2025. Dự án này có tổng giá trị hợp đồng chưa ghi nhận doanh thu là 187 tỷ đồng tính đến cuối tháng 12/2024. Khi không có dự án nào khác được lên kế hoạch bàn giao trong FY25, chúng tôi dự báo doanh thu bán bất động sản sẽ giảm 77,7% svck.

Như đã đề cập, VRE đang mua lại hai phân khu shophouse tại Vinhomes Royal Island (Hải Phòng) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh). Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ bắt đầu được mở bán trong năm 2025, với việc ghi nhận

doanh thu bắt đầu từ nửa cuối năm 2026. Tại cuối năm 2024, VRE đang có khoản đặt cọc ngắn hạn 5.500 tỷ đồng với VIC và VHM để mua các dự án này.

Các dự án này có lợi thế về vị trí đặc địa tại các tỉnh ven biển nổi tiếng về du lịch – Hải Phòng và Quảng Ninh – khiến chúng trở nên hấp dẫn đối với cả cư dân và du khách. Kết hợp với các tiện ích giải trí tích hợp, các dự án này có thể thúc đẩy nhu cầu đối với BĐS thương mại, thu hút các cá nhân và doanh nghiệp tìm kiếm cơ hội kinh doanh và dịch vụ, từ đó mang lại khả năng hấp thụ cao tại cầu phần shophouse.

Hình 18: Vinhomes Royal Island

Diện tích: 85.600 m² NSA
Số căn shophouse: ~1.000
Thời gian mở bán dự kiến: 2025
Thời gian bàn giao dự kiến: 2026

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Vinhomes Golden Avenue

Diện tích: 24.200 m² NSA
Số căn shophouse: ~200
Thời gian mở bán dự kiến: 2025
Thời gian bàn giao dự kiến: 2026

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 20.200 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp định giá với tỷ trọng tương đương là DCF và P/B:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu WACC cho mô hình chiết khấu dòng tiền 5 năm cao hơn là 12,0% từ mức 11,2% (hình 21). Chúng tôi sử dụng mức lãi suất phi rủi ro là 3,0% (dựa trên lợi suất TPCP kì hạn 10 năm tại ngày 31/12/2024) và mức phần bù rủi ro thị trường là 8,35%.
- Phương pháp P/B: Chúng tôi áp dụng mức P/B mục tiêu là 1,0 lần trên giá trị sổ sách ước tính năm 2025, phản ánh giá trị hợp lý của công ty dựa trên tài sản sổ sách. Hiện tại, VRE đang được giao dịch ở mức P/B 0,9 lần, thấp hơn mức trung bình lịch sử là 1,2 lần trong một năm và 1,7 lần trong ba năm, cho thấy tâm lý thận trọng của nhà đầu tư đối với diễn biến giá cổ phiếu, trong bối cảnh VRE vẫn đang nỗ lực nâng cao hiệu quả tài sản. Với mức P/B 0,9 lần hiện tại, cổ phiếu đang được định giá thấp hơn so với nền tảng cơ bản của doanh nghiệp.

Chúng tôi kỳ vọng tâm lý thị trường sẽ cải thiện, tạo động lực giúp cổ phiếu được định giá lại. Việc điều chỉnh tăng P/B mục tiêu có thể phụ thuộc vào khả năng cải thiện ROE bền vững thông qua tăng trưởng lợi nhuận từ kế hoạch mở rộng của công ty, duy trì tính thanh khoản lành mạnh và có các yếu tố thúc đẩy bổ sung giúp nâng triển vọng doanh thu. Xem Hình 26 để thấy tác động của việc thay đổi hệ số P/B đối với giá mục tiêu của chúng tôi.

Hình 20: Tóm tắt định giá (đơn vị: đồng/CP)

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Định giá theo DCF	20.331	50%	10.166
Định giá theo P/B	20.013	50%	10.007
Giá mục tiêu (làm tròn)			20.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Giá định WACC

	Cũ	Mới
Beta (YTD, Dstock)	1,20	1,20
Phần bù rủi ro thị trường	7,78%	8,35%
Lãi suất phi rủi ro	2,66%	3,00%
Chi phí vốn	12,00%	13,02%
Chi phí nợ	10,00%	10,00%
WACC	11,20%	12,02%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Định giá theo DCF 5 năm

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	14.081	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	33.640	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	47.721	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	3.011	Tỷ đồng
Tổng nợ vay	(4.533)	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	46.198	Tỷ đồng
Giá mục tiêu	20.331	Đồng/CP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (Tỷ đồng)

	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	4.334	4.951	6.800	7.126	7.259
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(1.186)	(1.335)	(1.672)	(1.748)	(1.758)
EBIAT	3.148	3.616	5.128	5.378	5.501
Cộng: Chi phí khấu hao	2.907	3.573	3.775	3.962	4.183
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(6.740)	(4.609)	(3.725)	(4.320)	(5.084)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(1.973)	1.095	1.707	1.043	768
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(2.658)	3.675	6.885	6.063	5.368
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(2.658)	3.308	5.577	4.365	3.489

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng DCF với giả định của chúng tôi

Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định	WACC (%)				
		Giả định				
		11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
	2,0%	21.234	20.409	19.666	18.994	18.383
	2,5%	21.681	20.785	19.984	19.262	18.609
	3,0%	22.178	21.200	20.331	19.553	18.853
	3,5%	22.734	21.661	20.714	19.872	19.118
	4,0%	23.364	22.177	21.139	20.222	19.407

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Định giá theo P/B

Giá trị sổ sách ước tính năm 2025					20.133
P/B (lần)	Hiện tại	TB 1 năm	TB 3 năm	TB 5 năm	
VRE	0,9	1,2	1,7	1,9	
Trung bình ngành	1,2	1,2	1,7	2,1	
P/B mục tiêu (lần)					1,0
Giá mục tiêu (đồng/cp)					20.133

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng P/E với giả định của chúng tôi

		P/B mục tiêu (lần)								
		Giả định								
		0,80	0,85	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10	1,15	1,20
		16.106	17.113	18.120	19.126	20.133	21.140	22.146	23.153	24.160

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 24/02/2025)

Công ty	Mã	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	ROE (%)		ROA (%)		Nợ/ VCSH (%)
				Trượt 12T	2025	Hiện tại	2025		Trượt 12T	2025	Trượt 12T	2025	
Central Pattana	CPN TB	Thái Lan	6.828	13,6	13,8	2,4	2,2	40,0	18,1	16,9	5,8	6,0	122,6
Sunway Bhd	SWB TK	Malaysia	6.586	29,3	31,9	2,3	1,9	9,8	8,4	6,6	3,7	3,3	65,1
Uol Group	UOL SP	Singapore	1.165	8,3	8,4	0,9	0,9	36,8	11,7	10,6	6,9	6,5	27,0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	3.402	6,5	17,5	0,4	0,4	43,8	6,5	2,6	3,1	1,7	32,2
Aeon Mall	8905 JP	Nhật Bản	2.977	24,8	27,0	0,9	0,9	57,0	3,8	3,5	1,1	1,8	180,0
Vistamalls	STR PM	Philippines	217	1,3	N/A	0,2	N/A	2,1	20,3	N/A	9,2	N/A	21,5
Sm Prime	SMPH PM	Philippines	11.673	15,4	13,8	2,4	1,4	N/A	10,8	10,7	4,5	5,1	95,3
Average				14,2	18,7	1,4	1,3	31,6	11,4	8,5	4,9	4,0	77,7
Median				13,6	15,7	0,9	1,2	38,4	10,8	8,6	4,5	4,2	65,1
Vincom Retail	VRE VN	Việt Nam	1.547	9,6	11,4	0,9	1,0	(7,1)	10,3	10,6	8,0	8,1	10,8

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

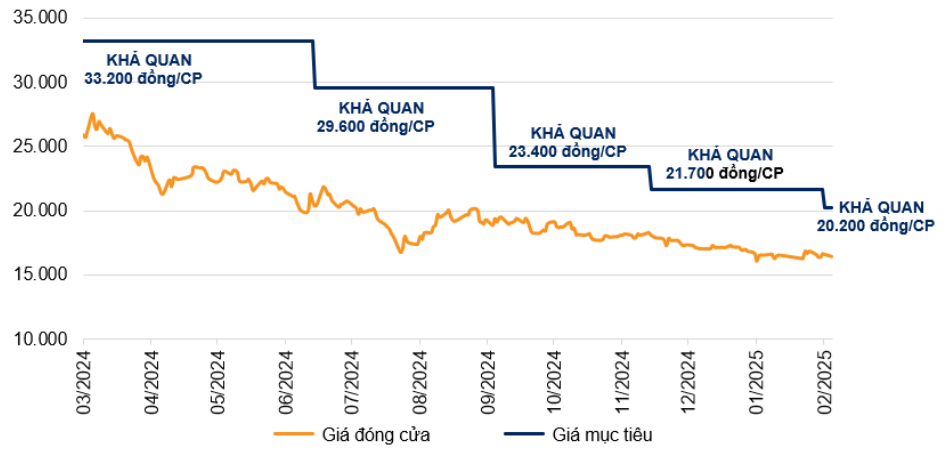
Tiềm năng tăng giá đến từ: Ngành bán lẻ phục hồi tốt hơn kỳ vọng, giúp cho:

- 1) tiến độ mở mới TTTM và tăng trưởng doanh thu cho thuê nhanh hơn dự kiến;
- 2) tỷ lệ hấp thụ các dự án shophouse tốt hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá đến từ: 1) ngành bán lẻ phục hồi chậm hơn kỳ vọng, dẫn đến các TTTM mở mới chậm hơn, tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, và giá cho thuê trung bình tăng chậm hơn dự kiến; và 2) sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các đối thủ như AEON, Lotte và Central.

Lịch sử khuyến nghị

Hình 28: Khuyến nghị trong quá khứ của chúng tôi so với diễn biến thực tế của giá cổ phiếu (đồng/cp)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

*Tính từ thời điểm analyst hiện tại bắt đầu cover cổ phiếu

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	8.329	5.891	7.361	9.791	8.939	9.636	11.241
Giá vốn hàng bán	(4.508)	(3.499)	(3.545)	(4.445)	(4.184)	(4.333)	(4.981)
Lợi nhuận gộp	3.821	2.392	3.817	5.346	4.755	5.303	6.260
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(399)	(433)	(371)	(439)	(642)	(646)	(713)
Chi phí bán hàng	(330)	(202)	(172)	(341)	(341)	(323)	(366)
EBIT	3.093	1.757	3.273	4.566	3.773	4.334	5.181
Khấu hao	1.483	1.492	1.452	1.454	1.379	2.907	3.573
EBITDA	4.576	3.249	4.725	6.020	5.152	7.241	8.754
Lãi tiền gửi và cho vay	276	387	539	1.146	1.786	1.831	1.686
Chi phí tài chính	(443)	(445)	(321)	(302)	(505)	(612)	(620)
Thu nhập khác	(1.416)	(1.499)	(1.419)	(1.338)	(1.300)	(2.587)	(3.210)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	2.993	1.692	3.524	5.526	5.133	5.873	6.610
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(610)	(377)	(747)	(1.117)	(1.038)	(1.186)	(1.335)
Lợi nhuận sau thuế	2.382	1.315	2.777	4.409	4.096	4.686	5.275
Lợi nhuận ròng	2.382	1.315	2.776	4.408	4.095	4.685	5.274

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	3.051	3.297	7.020	4.102	2.885	4.217	4.768
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.894	190	97	1.071	126	136	158
Phải thu ngắn hạn	1.446	1.488	1.404	1.613	2.016	842	1.099
Hàng tồn kho	520	583	1.178	640	295	65	173
Tài sản ngắn hạn khác	101	1.268	835	2.611	6.990	7.535	8.790
Tài sản ngắn hạn	7.012	6.827	10.535	10.036	12.312	12.796	14.988
Tài sản cố định	450	439	418	413	221	(76)	(395)
Đầu tư dài hạn	27.732	26.269	26.514	25.180	27.084	30.456	31.416
Tài sản dài hạn khác	4.622	4.338	5.234	12.025	15.609	17.948	20.746
Tổng tài sản	39.816	37.873	42.701	47.654	55.226	61.124	66.755

Nợ vay ngắn hạn	20	20	1.065	1.792	2.010	2.482	2.827
Phải trả ngắn hạn	788	526	725	448	462	711	817
Nợ ngắn hạn khác	2.730	2.344	4.029	4.005	3.449	3.749	4.186
Nợ ngắn hạn	3.538	2.890	5.819	6.245	5.921	6.942	7.830
Nợ vay dài hạn	5.706	3.138	2.121	2.144	2.523	3.240	3.555
Nợ dài hạn khác	1.237	1.195	1.336	1.438	4.860	4.333	3.486
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288
LNST chưa phân phối	7.974	9.289	12.065	16.476	20.595	25.288	30.569
Vốn chủ sở hữu	29.301	30.616	33.392	37.804	41.922	46.608	51.882
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	34	35	32	23	-	1	2
Tổng cộng nguồn vốn	39.816	37.873	42.701	47.654	55.226	61.124	66.755

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	2.993	1.692	3.524	5.526	5.133	5.873	6.610
Khấu hao và hao mòn	1.483	1.492	1.452	1.454	1.379	2.907	3.573
Thuế TNDN đã trả	(593)	(584)	(159)	(576)	(1.274)	(1.457)	(1.640)
Các điều chỉnh khác	(192)	(238)	(475)	(1.020)	(1.367)	(2.397)	(2.667)
Thay đổi vốn lưu động	331	(657)	730	(1.492)	(3.113)	1.973	(1.095)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	4.022	1.705	5.072	3.892	758	6.899	4.781
Đầu tư TSCĐ	(4.377)	(1.567)	(2.538)	(8.322)	(4.192)	(6.740)	(4.609)
Thanh lý TSCĐ	-	915	374	817	11	401	410
Khác	244	402	443	953	630	-	-
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	(1.126)	1.412	393	(969)	1.088	110	156
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(5.259)	1.162	(1.328)	(7.521)	(2.463)	(6.229)	(4.043)
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	2.920	(2.600)	-	732	509	1.189	659
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(20)	(21)	(21)	(21)	(21)	(526)	(846)
Trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	2.900	(2.621)	(21)	711	488	663	(187)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.388	3.051	3.297	7.020	4.102	2.885	4.217
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1.663	246	3.723	(2.918)	(1.217)	1.333	551
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3.051	3.297	7.020	4.102	2.885	4.217	4.768

Các chỉ tiêu tài chính

Chi tiêu về định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (đồng)	1.116	616	1.301	2.066	1.919	2.196	2.472
P/E (lần)	11,2	20,3	9,6	12,1	13,0	11,4	10,1
PEG 1 năm (lần)	(0,7)	(0,5)	0,1	0,2	(1,8)	0,8	0,8
EV/EBIT (lần)	23,9	39,7	17,5	11,6	14,6	12,2	10,2
EV/EBITDA (lần)	16,2	21,5	12,1	8,8	10,7	7,3	6,0
P/S (lần)	3,8	5,1	3,6	2,4	2,6	2,3	2,0
P/B (lần)	2,0	1,9	1,7	1,5	1,2	0,9	1,0
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-
Chi tiêu về tăng trưởng							
Doanh thu (svck)	-10,0%	-29,3%	25,0%	33,0%	-8,7%	7,8%	16,7%
Lợi nhuận gộp (svck)	-13,2%	-37,4%	59,5%	40,1%	-11,0%	11,5%	18,0%
Lợi nhuận ròng (svck)	-16,5%	-44,8%	111,2%	58,8%	-7,1%	14,4%	12,6%
EPS (svck)	-16,5%	-44,8%	111,2%	58,8%	-7,1%	14,4%	12,6%
Chi tiêu về khả năng sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	40,6%	51,8%	54,6%	53,2%	55,0%	55,7%
Biên EBITDA	54,6%	54,8%	64,2%	61,2%	57,6%	75,1%	77,9%
Biên LN thuần từ HĐKD	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	42,2%	45,0%	46,1%
Biên lợi nhuận ròng	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	45,8%	48,6%	46,9%
ROAA	6,3%	3,4%	6,9%	9,8%	8,0%	8,1%	8,2%
ROAE	8,5%	4,4%	8,7%	12,4%	10,3%	10,6%	10,7%
Chi tiêu về sử dụng đòn bẩy							
EBIT/Lãi vay (lần)	7,0	3,9	10,2	15,1	7,5	7,1	8,4
Khả năng thanh toán nợ (lần)	13,9	1,0	19,3	4,5	6,6	2,8	6,6
EBITDA/(Lãi vay+CAPEX)	94,9%	161,5%	165,3%	69,8%	109,7%	98,5%	167,4%
Nợ vay/Vốn	16,3%	9,4%	8,7%	9,4%	9,8%	10,9%	11,0%
Nợ vay/VCSH	19,5%	10,3%	9,5%	10,4%	10,8%	12,3%	12,3%
Nợ vay ròng/VCSH	2,7%	-1,1%	-11,8%	-3,3%	3,6%	2,9%	2,8%
Chi tiêu về tính thanh khoản							
Vòng quay tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vòng quay khoản phải thu	13,3	5,9	6,5	7,6	5,7	9,1	22,9
Số ngày phải thu	27,4	61,9	56,2	48,0	64,0	40,1	15,9
Vòng quay khoản phải trả	5,9	9,0	11,8	16,7	19,6	16,4	14,7
Số ngày phải trả	61,9	40,6	30,9	21,9	18,6	22,3	24,8
Vòng quay hàng tồn kho	11,1	10,7	8,4	10,8	19,1	53,5	94,3
Số ngày hàng tồn kho	32,9	34,1	43,5	33,8	19,1	6,8	3,9
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,0	2,4	1,8	1,6	2,1	1,8	1,9
Chỉ số thanh toán nhanh	1,8	2,2	1,6	1,5	2,0	1,8	1,9

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Steven Woo – Trưởng phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – Chuyên viên phân tích

Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>