

Vincom Retail JSC

(VRE VN)

Mở rộng 2 VMM và 1 VCP trong 2025

MUA
(Báo cáo cập nhật)Giá mục tiêu:
VND24,100
Upside +39%

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Mở rộng ba trung tâm thương mại mới vào năm 2025, bổ sung 120.000 m² diện tích sàn (GFA)

- Năm 2024, VRE đã khai trương 1 Vincom Mega Mall (VMM) và 4 Vincom Plaza (VCP), bổ sung hơn 90.000 m² GFA. Trong năm 2025, dự kiến mở thêm 2 VMM và 1 VCP với tổng GFA đạt 120.000 m², bao gồm: Vincom Mega Mall Ocean City (Hưng Yên): 53.200 m², khai trương vào 2Q25; Vincom Mega Mall Royal Islands (Hải Phòng): 47.600 m², khai trương vào 3Q25; Vincom Plaza Vinh (Nghệ An): 19.000 m², khai trương vào 4Q25. Tổng cộng, VRE sẽ bổ sung 214.465 m² trong giai đoạn 2024-2025 (+12% so với cuối 2023), đánh dấu sự phục hồi sau giai đoạn 2020-2023 khi chỉ có 3 TTTM được khai trương (VMM Smart City, VCP Mỹ Tho, VCP Bạc Liêu) do tác động của COVID-19 và những thách thức vĩ mô.

Phát triển sản phẩm shophouse tại Royal Islands và Golden Avenue - Quảng Ninh

- Dù tồn kho hiện tại ở mức thấp (241 tỷ đồng), VRE đang chuẩn bị cho tăng trưởng mới với sản phẩm shophouse tại dự án Vinhomes Royal Island (Đảo Vũ Yên, Hải Phòng, NSA: 85.600 m²) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh, NSA: 24.200 m²). Hai dự án này dự kiến ra mắt trong năm 2025 cùng với các TTTM, với ghi nhận doanh thu vào cuối 2025-2026. Tính đến 3Q24, VRE đã đặt cọc 3.040 tỷ đồng ngắn hạn với VIC và VHM (2.683 tỷ đồng với VIC và 356 tỷ đồng với VHM).

Kết quả kinh doanh 9T24: Doanh thu cho thuê ổn định, doanh thu bán shophouse giảm mạnh

- Tổng doanh thu giảm từ 7.449 tỷ đồng (9T23) xuống còn 6.811 tỷ đồng (9T24, -8,6% svck). Doanh thu cho thuê trung tâm thương mại duy trì ổn định ở mức 5.851 tỷ đồng (+0,1% svck). Doanh thu bất động sản giảm mạnh từ 1.504 tỷ đồng xuống còn 779 tỷ đồng (-48,2% svck) do số lượng bàn giao shophouse giảm đáng kể. Doanh thu khác tăng trưởng mạnh (+82,1% svck), đạt 181 tỷ đồng nhờ đóng góp cao hơn từ condotel vận hành bởi Vinpearl, sau khi điều chỉnh tỷ lệ chia sẻ lợi nhuận.

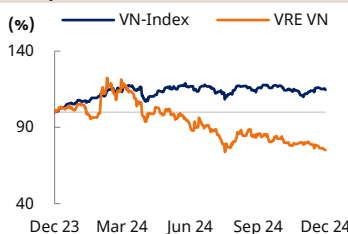
Dự phóng và định giá

Giá Mục tiêu 12 tháng: 24.100 đồng/cổ phiếu (+39%), dựa trên phương pháp định giá FCFF, tương ứng với P/B 1,4 lần. Định giá này phản ánh kết quả tài chính phù hợp với kỳ vọng của VRE. Tuy nhiên, do tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bị kìm hãm bởi sự chững lại của BĐS shophouse và số lượng TTTM mở mới chậm đi khiến mức định giá khó được nâng cao.

Rủi ro chính

- Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các đối thủ trong và ngoài nước.
- Sự phụ thuộc vào VIC/VHM trong việc triển khai các dự án tương lai, tiềm ẩn nhiều bất ổn sau khi Vingroup quyết định thoái vốn khỏi VRE trong 2024.

Dữ liệu



Giá hiện tại (12/30/2024, đồng)	17,150	Vốn hóa (tỷ đồng)	38,743
LNHĐ (25F, tỷ đồng)	5,584	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	2,272
Tăng trưởng EPS (25F, %)	12.8	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	40
Tăng trưởng EPS của Index(25F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20
P/E (25F, x)	12.7	Beta (12T)	1.04
P/E Index (x)	15.5	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	16,700
VN-Index	1,270	Cao nhất 52 tuần (đồng)	28,750

Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.7	-14.8	-25.9
Tương đối	-9.0	-12.8	-40.0

Lợi nhuận và mức định giá các năm

FY	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,891	7,361	9,791	9,304	10,150	11,062
LNHĐ (tỷ đồng)	1,658	3,453	5,441	5,084	5,584	6,211
Biên LNHĐ (%)	28.1	46.9	55.6	54.6	55.0	56.2
LNST (tỷ đồng)	1,315	2,777	4,409	4,026	4,431	4,917
EPS (đồng)	578	1,222	1,893	1,728	1,902	2,111
ROE (%)	4.3	8.3	11.7	9.6	9.6	9.6
P/E (x)	41.9	19.8	12.8	14.0	12.7	11.5
P/B (x)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

Kết quả kinh doanh 9T24

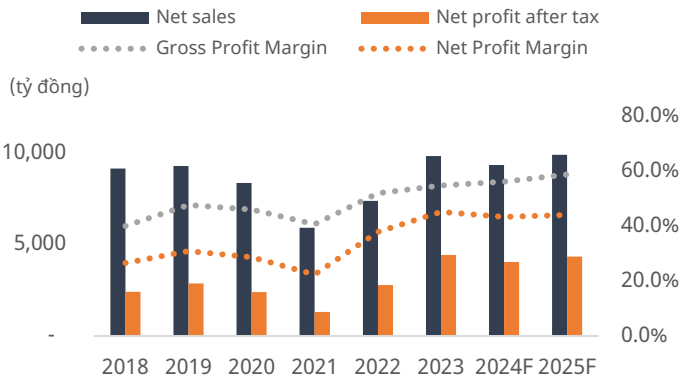
- Tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận:** Trong 3Q24, VRE ghi nhận doanh thu đạt 2.078 tỷ đồng (-38% svck) và lợi nhuận sau thuế (NPAT) đạt 906 tỷ đồng (-31% svck). Sự sụt giảm mạnh về doanh thu chủ yếu đến từ doanh thu chuyển nhượng bất động sản, chỉ đạt 36 tỷ đồng (-97% svck). **Kết quả 9T24:** VRE đạt doanh thu 6.811 tỷ đồng (-8,6% svck, hoàn thành 72% kế hoạch năm 2024) và NPAT đạt 3.010 tỷ đồng (-10% svck, hoàn thành 68% kế hoạch năm 2024).
 - Doanh thu cho thuê trung tâm thương mại** duy trì ổn định ở mức 5.851 tỷ đồng (+0,1% svck). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê giảm từ mức thông thường 58% xuống còn 56% (-3 điểm % Svck).
 - Doanh thu bán bất động sản** sụt giảm mạnh 48,2% Svck, từ 1.504 tỷ đồng xuống còn 779 tỷ đồng, do số lượng bàn giao shophouse giảm đáng kể (156 căn trong 9T24 so với 292 căn trong 9T23).
 - Doanh thu khác** tăng mạnh 82,1% Svck, đạt 181 tỷ đồng, nhờ lợi nhuận chia sẻ cao hơn từ các condotel đang vận hành với Vinpearl, sau khi điều chỉnh tỷ lệ chia sẻ doanh thu.
 - Thu nhập tài chính** đạt 1.238 tỷ đồng (+54,2% svck), trong khi chi phí tài chính tăng mạnh lên 563 tỷ đồng (+120% svck), tương ứng với tổng dư nợ vay đạt 4.022 tỷ đồng (+86% svck) tại thời điểm cuối 3Q24.
- Cân đối kế toán:** Tại thời điểm cuối 3Q24, tiền mặt của VRE đạt 3.426 nghìn tỷ đồng, giảm 49,4% svck. Trong 9T24, VRE đã chi 2.715 tỷ đồng cho việc mua sắm, xây dựng tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác (giảm 8,5% svck) và thu lại 952 tỷ đồng sau khi cho vay, thu hồi các khoản vay, góp vốn vào đơn vị khác. Điều này phản ánh sự thận trọng hơn trong hoạt động đầu tư, đồng thời cho thấy VRE đã tập trung vào việc thu hồi các khoản nợ nhằm cải thiện dòng tiền hoạt động. **Đầu tư ngắn hạn** đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (-28% svck), trong khi giá trị bất động sản đầu tư tăng lên 27 nghìn tỷ đồng (+5,9% svck), phản ánh tiến độ phát triển các dự án. Về nợ phải trả, nợ ngắn hạn tăng lên 6 nghìn tỷ đồng (+37,3% svck), và nợ dài hạn tăng mạnh lên 6,3 nghìn tỷ đồng (+77,3% svck), cho thấy tỷ lệ đòn bẩy tăng để tài trợ cho các dự án mới.

Bảng 1. KQKD 9T24 của VRE

Đơn vị: tỷ đồng	3Q23	3Q24	+/- YoY	9T23	9T24	+/- YoY
Doanh thu	3,333	2,078	-38%	7,449	6,811	-8.6%
Cho thuê bất động sản	1,988	1,983	0%	5,845	5,851	0%
Chuyển nhượng bất động sản	1,304	36	-97%	1,504	779	-48.2%
Doanh thu khác	40	59	+47%	99	181	+82.8%
Lợi nhuận gộp	1,700	1,089	-36%	4,078	3,554	-12.8%
Biên lợi nhuận gộp	51%	52.4%		54.8%	52.2%	-2.6%p
Thu nhập tài chính	301	383	+27%	803	1,239	+54.3%
Chi phí tài chính	76	244	+221%	256	563	+119%
Chi phí bán hàng	185	77	-58%	257	197	-23.3%
• Tỷ lệ CPBH /Doanh thu	5.5%	3.7%		3.5%	2.9%	-0.6%p
Chi phí quản lý	107	170	+60%	259	473	+82.6%
• Tỷ lệ CPQL/Doanh thu	3.2%	8.2%		3.5%	6.9%	+3.4%p
Lợi nhuận ròng	1,317	906	-31%	3,341	3,010	-9.9%
• Biên lợi nhuận ròng	39.5%	43.6%		44.9%	44.2%	-0.7%p

Nguồn : VRE, Mirae Asset Vietnam Research

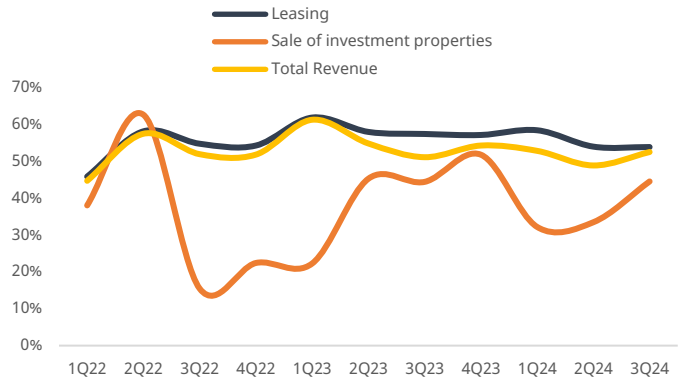
Hình 1. Hiệu suất lợi nhuận ròng



Chú thích: Net Sales: Doanh thu; Net profit after tax: Lợi nhuận sau thuế; Gross profit margin: Biên LN gộp; Net profit margin: Biên LN ròng

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

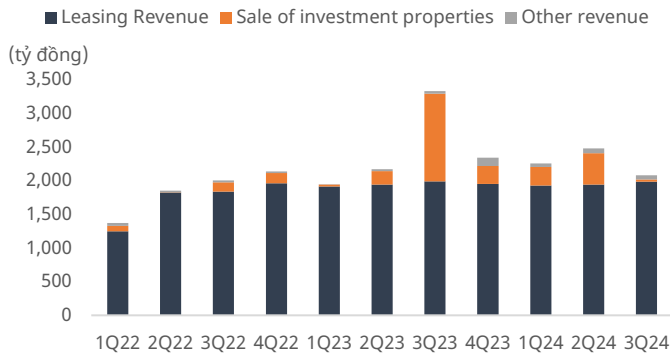
Hình 2. Biên lợi nhuận gộp



Chú thích: Leasing: cho thuê TTTM, Sale of investment properties: chuyển nhượng BĐS, Total revenue: doanh thu tổng

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

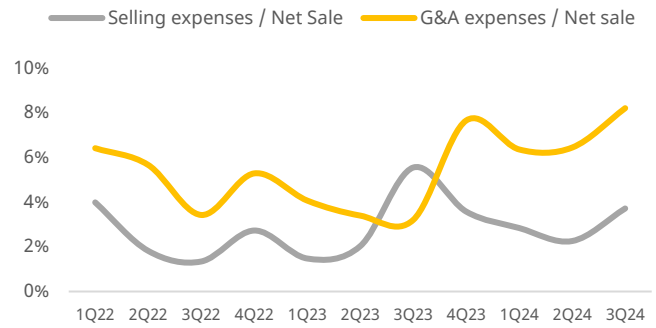
Hình 3. Cơ cấu doanh thu



Chú thích: Leasing: cho thuê TTTM, Sale of investment properties: chuyển nhượng BĐS, Other revenue: doanh thu khác

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

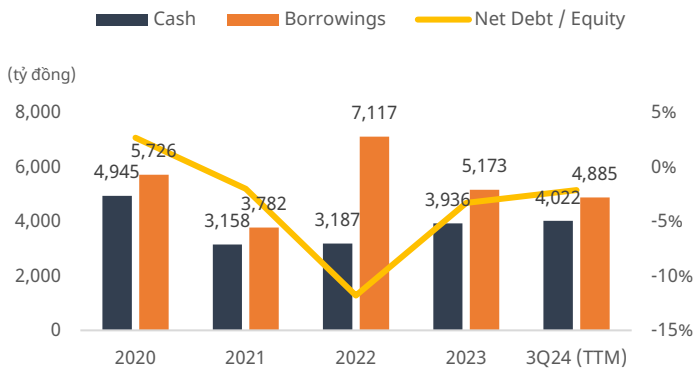
Hình 4. Chi phí bán hàng và quản lý DN/Doanh thu thuần



Chú thích: Selling expenses/Net Sale: Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu; G&A/Net Sale: Tỷ lệ chi phí quản lý DN /doanh thu

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

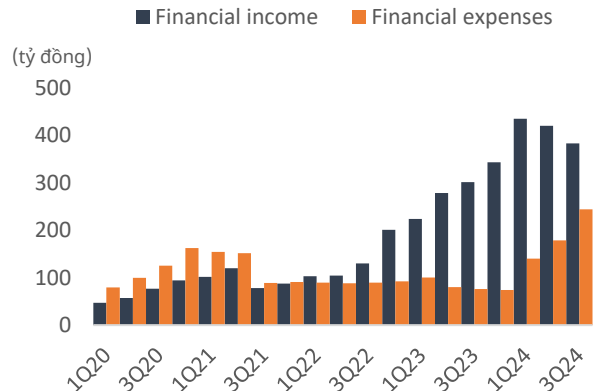
Hình 5. Tiền mặt và vay nợ



Chú thích: Cash: tiền mặt; Borrowings: nợ; Net debt/equity: Nợ ròng/VCSH

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6. Thu nhập tài chính và chi phí tài chính



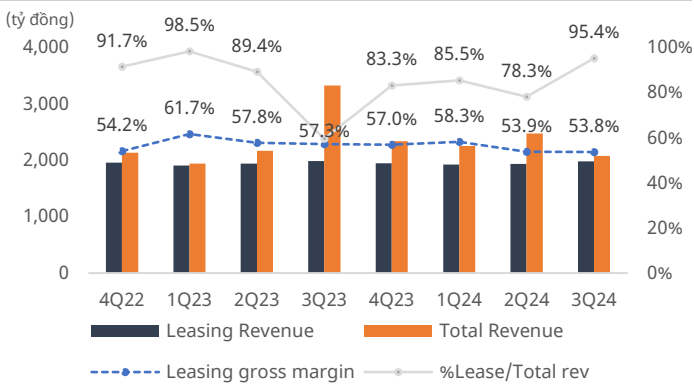
Chú thích: Financial income: doanh thu tài chính; Financial expenses: chi phí tài chính

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Mảng cho thuê TTTM: Biên lợi nhuận gặp áp lực trong ngắn hạn

- Hiệu quả tài chính:** Doanh thu cho thuê trong 9T24 gần như không tăng, chỉ đạt mức +0,1% YoY, do nhu cầu tiêu dùng yếu dẫn đến tỷ lệ khách thuê rời đi cao và tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, khi các khách thuê phải đối mặt với một năm nhiều thách thức. Để đối phó, VRE đang điều chỉnh danh mục khách thuê, tập trung vào các khách thuê thuộc lĩnh vực ẩm thực (F&B) và giải trí để tăng lượng khách ghé thăm, cũng như hợp tác với các thương hiệu cao cấp để thu hút khách hàng. Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê giảm từ mức trung bình 3 năm là 56,5% xuống còn 54% (-2,8 điểm % svck) trong 3Q24, do chi phí điện tăng và việc ngừng hỗ trợ giảm giá thuê của chính phủ từ đầu năm.
- Mở rộng trong tương lai:** Tổng GFA giai đoạn 2024–2025 dự kiến tăng 214.465 m² (+12% tổng GFA cuối 2023). Trong đó năm 2025, VRE đặt mục tiêu mở 3 trung tâm thương mại mới với tổng GFA đạt 120.000 m², bao gồm:
 - VMM Ocean City (Hưng Yên): 53.200 m², dự kiến khai trương 2Q25.
 - VMM Royal Island (Hải Phòng): 47.600 m², dự kiến khai trương 3Q25.
 - VCP Vinh (Nghệ An): 19.000 m², dự kiến khai trương 4Q25.
- Rủi ro:** VRE tiếp tục dẫn đầu thị trường về diện tích bán lẻ hiện tại, tận dụng các khu đô thị đông đúc của Vinhomes. Tuy nhiên, công ty đang đối mặt với sự cạnh tranh gia tăng khi các nhà phát triển quốc tế như Aeon và Lotte mở rộng hoạt động tại Việt Nam. Đối thủ chính, Aeon Mall, hiện vận hành 7 trung tâm thương mại tại các thành phố lớn với ít nhất 462.000 m² diện tích cho thuê và đang đẩy mạnh đầu tư với các dự án mới tại Đà Nẵng, Cần Thơ, Hạ Long và Hà Nam. Từ tháng 3 đến tháng 8/2024, doanh thu từ hoạt động tại Việt Nam của Aeon Mall đạt 1.390 tỷ đồng (+14% svck), với lợi nhuận trước thuế đạt 400 tỷ đồng (+21% svck), chiếm gần 40% lợi nhuận từ thị trường nước ngoài của Aeon Mall.

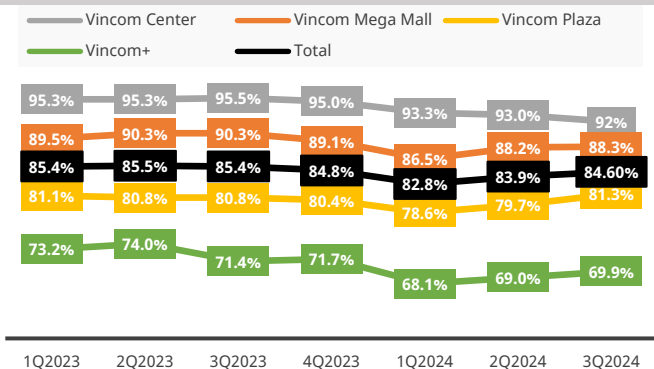
Hình 7. Đóng góp từ mảng cho thuê vào doanh thu và biên lợi nhuận



Chú thích: Leasing revenue: doanh thu cho thuê TTTM; Total revenue: doanh thu tổng; Leasing gross margin: LN gộp cho thuê TTTM; %Lease/total rev: tỷ trọng cho thuê TTTM/ tổng doanh thu

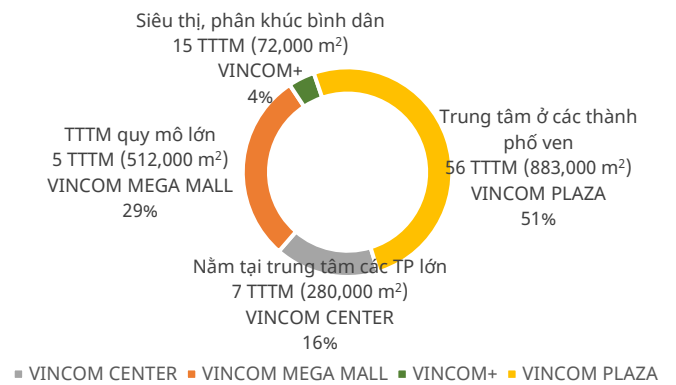
Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 9. Tỷ lệ lấp đầy



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. Danh mục trung tâm thương mại của VRE



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 10. Kế hoạch phát triển trung tâm thương mại

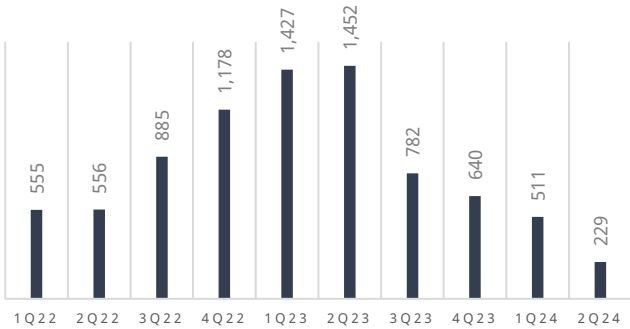
DỰ ÁN	VỊ TRÍ	GFA (M ²)	MỞ	TỶ LỆ LẤP ĐẦY
VMM GRANDPARK	HCMC	45,255	2Q24	
VCP BAC GIANG	Bắc Giang	13,372	2Q24	
VCP DIEN BIEN	Điện Biên	11,942	2Q24	
VCP HA GIANG	Hà Giang	9,796	2Q24	
VCP DH QUANG TRI	Quảng Trị	14,265	4Q24	
VMM OCEAN CITY	Hưng Yên	53,200	2Q25	80% (dự phóng)
VMM ROYAL ISLAND	Hải Phòng	47,600	3Q25	75% (dự phóng)
VCP VINH	Nghệ An	19,000	4Q25	90% (dự phóng)
TOTAL (2025)		119,800		

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Mảng chuyển nhượng BĐS shophouse: Biên lợi nhuận giảm mạnh trong 1H24

- Doanh thu từ shophouse có thể đóng góp ít hơn trong năm 2025:** Doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản giảm 48,2% svck, từ 1.504 tỷ đồng xuống còn 779 tỷ đồng, do số lượng bàn giao shophouse giảm mạnh (156 căn trong 9T24 so với 292 căn trong 9T23). Doanh thu từ chuyển nhượng shophouse trong 3Q24 chỉ đạt 35,6 tỷ đồng, giảm mạnh so với 467 tỷ đồng trong 2Q24 và 1.304 tỷ đồng trong 3Q23, khi VRE đã hoàn tất bàn giao các căn shophouse còn lại tại dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà – Quảng Trị).
- Giá trị tồn kho** cuối 3Q24 giảm 60,7% YTD, còn 251 tỷ đồng, trong đó 241 tỷ đồng là các căn shophouse chờ bàn giao cho khách hàng. VRE dự kiến ghi nhận doanh thu từ bán shophouse khoảng 40 tỷ đồng trong 4Q24. Trong tương lai, đóng góp từ doanh thu bán shophouse được kỳ vọng sẽ ổn định ở mức 10–15% tổng doanh thu trung hạn, với biên lợi nhuận gộp của các dự án mới dự kiến phục hồi nhẹ vào năm 2025 khi áp lực chi phí giảm.
- Đặt cọc tại Royal Island và Golden Avenue – Quảng Ninh:** VRE đã đặt cọc để mua shophouse tại dự án Vinhomes Royal Island (Đảo Vũ Yên, Hải Phòng, NSA: 85.600 m²) và dự án Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh, NSA: 24.200 m²). Các dự án này dự kiến sẽ ra mắt vào năm 2025 và ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2025–2026. Tính đến cuối 3Q24, VRE đã đặt cọc ngắn hạn 3.040 tỷ đồng với VIC và VHM (2.683 tỷ đồng với VIC và 356 tỷ đồng với VHM).

Hình 11. Tồn kho chủ yếu bao gồm chi phí xây dựng và phát triển shophouse (tỷ đồng)



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 13. Dự án shophouse triển khai trong 2025

Vinhomes Royal Islands – Hải Phòng		Vinhomes Golden Avenue – Quảng Ninh	
Description of Vinhomes project	Large-scale mixed-use integrated residential and commercial project	Description of Vinhomes project	Large-scale mixed-use integrated residential and commercial project
Acquired component	Shophouse	Acquired component	Shophouse
NSA ¹	85,600 sqm	NSA ¹	24,200 sqm
Expected launch date	2025	Expected launch date	2025

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 12. Khoản đặt cọc với Vingroup và Vinhomes

Currency: VND million

	From 01/01/2024 to 30/09/2024	From 01/01/2023 to 30/09/2023
Deposit for investment purpose		
Vingroup JSC	525,782	125,000
Vinhomes JSC	101,127	1,090,000
Green City Development JSC	262,000	700,000
Can Gio Tourist City Corporation	500,000	-
Refund for investment purpose		
Vingroup JSC	-	543,768
Deposit for business cooperation purpose		
Vingroup JSC	2,683,666	-
Vinhomes JSC	356,449	-
Deposit received for investment		
Vinpearl JSC	68,828	-

Nguồn: VRE (3Q24), Mirae Asset Vietnam Research

Hình 14. Các tài sản khác

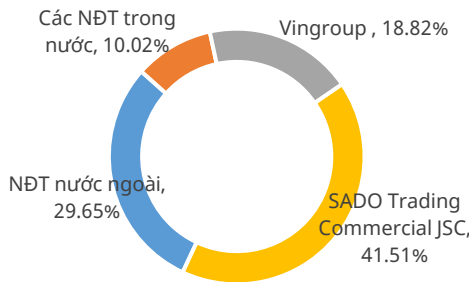
10. OTHER ASSETS	Currency: VND million	
	As at 30/09/2024	As at 31/12/2023
Short-term:		
Deposits to related parties for business purposes (Note 29) (i)	3,040,115	-
Deposits to others for investment purposes (i)	2,374,300	1,000,000
Deposits to related parties for investment purposes (Note 29) (i)	-	1,515,420
TOTAL	5,414,415	2,515,420
Long-term:		
Deposits to related parties for investment purposes (Note 29) (i)	11,180,230	10,346,408
TOTAL	11,180,230	10,346,408

Nguồn: VRE (3Q24), Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng và định giá

- Định giá chịu áp lực, phản ánh những lo ngại kéo dài:** Từ đầu năm 2024, giá cổ phiếu VRE giảm -26,9% từ đầu năm (tính đến 25/12/2024), trong khi VN-Index tăng +11,1%, đưa giá cổ phiếu xuống mức thấp nhất kể từ khi niêm yết. Sự giảm giá này phản ánh những lo ngại của thị trường về: 1) tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của công ty; và 2) lợi thế đòn bẩy của hệ sinh thái Vingroup suy yếu, dẫn đến chi phí đầu tư cao hơn cho các dự án trung tâm thương mại và shophouse so với trước đây.
- So với các đối thủ khu vực:** VRE được đánh giá là thấp hơn giá trị với P/E 10,6 lần và P/B 1,0 lần, cho thấy tâm lý thị trường thận trọng dù công ty có vị thế mạnh trong ngành bán lẻ tại Việt Nam. Chỉ số EV/EBITDA ở mức 9,3 lần, thấp hơn đáng kể so với các đối thủ như Central Pattana (13,6 lần) và SM Prime Holdings (13,2 lần).
- Liên quan đến các bên liên kết:** Các giao dịch với bên liên kết tiếp tục gây lo ngại về quản trị và minh bạch. Trong 3Q24, VRE thu hồi được 2.350 tỷ đồng các khoản vay liên kết phát sinh từ 1Q24 (1.900 tỷ đồng từ VinFast và 450 tỷ đồng từ VinBus). Nhờ đó, tiền và tương đương tiền tăng mạnh 337%, đạt 4.885 tỷ đồng trong 3Q24. Vào tháng 10/2024, VRE thu hồi khoản đặt cọc 1.300 tỷ đồng từ VinWonders Nha Trang do dự án bị trì hoãn. Việc thu hồi nợ đã cải thiện tính minh bạch trong các giao dịch với bên liên kết, duy trì sự tin tưởng.
- Dự phóng năm 2025:** Doanh thu thuần đạt 10.150 tỷ đồng (+9,1% svck) và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 4.431 tỷ đồng (+10% svck). Dự báo này phản ánh lượng tồn kho shophouse hạn chế (241 tỷ đồng) và tăng trưởng mạnh của doanh thu cho thuê (+6,5% YoY), đạt 8.347 tỷ đồng, nhờ đóng góp cả năm từ 5 địa điểm bán lẻ mới khai trương trong 2024. Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện lên 57,4% (từ 56% năm 2024), nhờ tỷ lệ duy trì khách thuê cao hơn, tỷ lệ lấp đầy tốt hơn và giá thuê phục hồi vào năm 2025, trong khi đóng góp từ các shophouse biên lợi nhuận thấp giảm.

Hình 15. Cơ cấu cổ đông (tính đến 3Q24)



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 17. Định giá tương quan của ngành

DOANH NGHIỆP	NƯỚC	VỐN HÓA	P/E	P/B	EV/EBITDA
CENTRAL PATTANA	THAILAND	US\$7.3bn	15.9	2.3	13.6
AEON MALLS	JAPAN	US\$2.9bn	24.1	0.9	8.6
SM PRIME HOLDINGS	PHILIPPINES	US\$12.4bn	16.5	1.9	13.2
VINCOM RETAIL	VIETNAM	US\$1.6bn	10.6	1.0	9.3

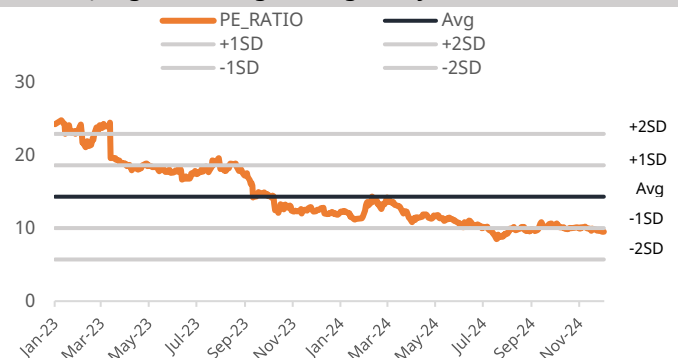
Nguồn: Bloomberg (tới 25 Tháng 12, 2024) Mirae Asset Vietnam Research

Hình 16. Giao dịch với các bên liên quan

29. TRANSACTIONS AND BALANCES WITH RELATED PARTIES (continued)		
Significant transactions with related parties during the period (continued):		
	Currency: VND million	
	From 01/01/2024 to 30/09/2024	From 01/01/2023 to 30/09/2023
Held-to-maturity investments		
VinWonders Nha Trang JSC	1,335,613	-
Interests receivable		
Vingroup JSC	688,704	153,279
Vinfast Trading and Production JSC (*)	171,337	118,647
Can Gio Tourist City Corporation	132,398	12,192
Green City Development JSC	56,528	87,510
Vinhomes JSC	84,385	59,726
Vinbus Ecology Transport Services LLC	30,970	-
VinWonders Nha Trang JSC	10,502	-
Other income		
Vinhomes JSC	125,776	36,097
VinFast Auto Ltd.	46,841	15,874
VinWonders Nha Trang JSC	45,411	-
Can Gio Tourist City Corporation	4,685	-
Vingroup JSC	8,319	-

Nguồn: VRE (3Q24), Mirae Asset Vietnam Research

Hình 18. Định giá P/E trong 3 năm gần đây



Nguồn: Bloomberg (tới 25 Tháng 12, 2024), Mirae Asset Vietnam Research

Vincom Retail (VRE VN)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	7,361	9,791	9,304	10,150
Chi phí vốn	(3,545)	(4,445)	(4,089)	(4,319)
Lợi nhuận gộp	3,817	5,346	5,215	5,830
Thu nhập tài chính	539	1,146	1,334	1,054
Chi phí tài chính	(359)	(330)	(660)	(559)
Chi phí bán hàng	(172)	(228)	(251)	(233)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(371)	(493)	(554)	(507)
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	3,453	5,441	5,084	5,584
Lãi / Lỗ khác	72	144	(51)	(45)
Lợi nhuận trước thuế	3,524	5,526	5,033	5,539
Thuế TNDN	868	1,105	1,007	1,108
Lợi nhuận sau thuế	2,777	4,409	4,026	4,431
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	2,776	4,409	4,025	4,430
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	1.1	0.2	1.1	1.0
EBITDA	4,725	6,079	5,819	6,462
FCF (Dòng tiền tự do)	2,098	3,382	3,500	2,556
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	64.2%	62.1%	62.5%	63.7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	51.8%	54.6%	56.0%	57.4%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	46.9%	55.6%	54.6%	55.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	37.7%	45.0%	43.3%	43.7%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	5,072	3,892	6,585	5,563
LNTT	3,524	5,526	5,033	5,539
Chi phí không bằng tiền	1,291	727	2,406	1,308
Khấu hao	1,452	1,454	1,409	1,372
Khấu trừ	26	87	12	(3)
Khác	(160)	(727)	997	(64)
Thay đổi vốn lưu động	898	(1,559)	792	355
Tăng giảm phải thu	(214)	(1,294)	389	146
Tăng giảm tồn kho	(503)	544	(791)	(80)
Tăng giảm phải trả	1,614	(808)	1,194	290
Thay đổi chi phí trả trước	(168)	67	6	(28)
Thuế TNDN	(159)	(576)	(1,007)	(1,108)
Khác	(315)	(293)	(644)	(504)
LCTT hoạt động đầu tư	(1,328)	(7,521)	(3,177)	(2,298)
Tăng giảm Tài sản cố định	(2,539)	(8,322)	(2,562)	(2,561)
Tăng giảm Tài sản vô hình	1.1	-	4.5	2.0
Khác	1,210	801	(620)	261
LCTT hoạt động tài chính	(21)	711	1,004	1,032
Phát hành cổ phiếu	0	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-
LCTT trong kỳ	3,723	(2,918)	4,411	4,296
Số dư đầu kỳ	3,297	7,020	4,102	8,513
Số dư cuối kỳ	7,020	4,102	8,513	12,809

Nguồn: BCTC Công ty, Mirae Asset Vietnam dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	10,535	10,036	13,813	18,144
Tiền và tương đương tiền	7,020	4,102	8,513	12,809
Phải thu ngắn hạn	1,404	1,613	1,227	1,080
Tồn kho	1,178	640	1,431	1,512
Khác	932	3,682	2,643	2,744
Tài sản dài hạn	32,166	37,617	39,306	40,941
Các khoản phải thu dài hạn	8	12	9	10
Tài sản cố định hữu hình	418	413	410	409
Tài sản dài hạn khác	31,740	37,192	38,887	40,522
Tổng tài sản	42,701	47,654	53,119	59,085
Nợ ngắn hạn	5,819	4,473	5,440	6,302
Phải trả ngắn hạn	1,886	1,618	2,308	2,572
Vay nợ ngắn hạn	1,065	20	436	837
Nợ ngắn hạn khác	2,868	2,835	2,697	2,892
Nợ dài hạn	3,457	5,354	5,826	6,499
Nợ vay dài hạn	2,121	3,916	4,503	5,133
Nợ dài hạn khác	1,336	1,438	1,323	1,366
Tổng nợ	9,276	9,827	11,266	12,801
Vốn chủ sở hữu	33,425	37,827	41,853	46,284
Cổ phiếu quỹ	(1,954)	(1,954)	(1,954)	(1,954)
Lợi nhuận giữ lại	12,065	16,476	20,502	24,933
Khác	26	17	17	17
Tổng vốn chủ sở hữu	42,701	47,654	53,119	59,085

Các chỉ số chính

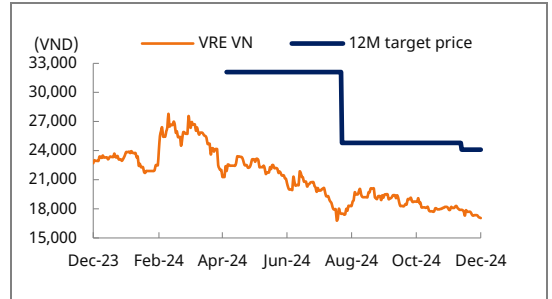
(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	19.8	12.8	14.0	12.7
P/CF (x)	38.6	27.1	29.0	43.8
P/B (x)	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	16.9	15.8	16.8	16.3
EPS (VND)	1,222	1,893	1,728	1,902
CFPS (VND)	628	894	836	552
BPS (VND)	14,353	16,243	17,972	19,875
DPS (VND)	-	-	-	-
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng doanh thu	25.0%	33.0%	-5.0%	9.1%
Tăng trưởng EBITDA (%)	45.4%	28.6%	-4.3%	11.0%
Tăng trưởng LN HĐKD (%)	108.3%	57.6%	-6.6%	9.8%
Tăng trưởng EPS (%)	111.4%	54.9%	-8.7%	10.1%
Vòng quay phải thu (x)	5.1	6.5	6.6	8.8
Vòng quay tồn kho (x)	4.0	4.9	3.9	2.9
Vòng quay phải trả (x)	5.7	7.6	7.5	6.4
ROA (%)	6.5%	9.3%	7.6%	7.5%
ROE (%)	8.3%	11.7%	9.6%	9.6%
ROIC (%)	7.6%	10.6%	8.6%	8.5%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	27.8%	26.0%	26.9%	27.7%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	1.8	2.2	2.5	2.9
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	9.5%	10.4%	11.8%	12.9%

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
Vincom Retail JSC	04/23/2024	Mua	32,100
Vincom Retail JSC	10/1/2024	Mua	24,800
Vincom Retail JSC	12/26/2024	Mua	24,100



Lịch sử khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

- Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
- Tăng Tỷ Trọng : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
- Nắm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
- Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

- Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
- Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
- Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
 * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
 * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTSK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336
