



# Cập nhật nhanh VRE – MUA

Ngày 04/02/2025

---

### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

### Báo cáo Cập Nhật Nhanh

Khuyến nghị

**MUA**

HOSE: VRE

Bất động sản

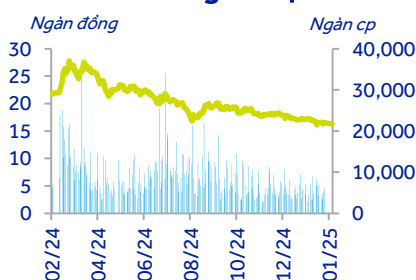
Giá mục tiêu (VND)	21.800
Giá hiện tại (VND)	16.300
Tỷ lệ tăng giá	36,0%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	36,0%

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-5,0	-5,2	-8,2	-26,9
Tương đối	-4,4	-5,1	-8,3	-35,7

Nguồn: Bloomberg

### Biểu đồ giao dịch



### Cơ cấu sở hữu

SADO	41,5%
Tập đoàn Vingroup - CTCP	18,8%

### Thống kê

Mã Bloomberg	VRE VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	16.100 - 28.750
SL lưu hành (triệu cp)	2.272
Vốn hóa (tỷ đồng)	37.039
Vốn hóa (triệu USD)	1.455
Room khối ngoại còn lại (%)	20,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	39,7
KLGD TB 3 tháng (tr cp)	5.624.529
VND/USD	25.460
Index: VNIndex / HNX	1259,29/224,96

### CTCP VINCOM RETAIL (HSX: VRE)

KQKD Q4/2024 đi ngang và KQKD cả năm 2024 giảm nhẹ svck, phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Sự sụt giảm chủ yếu là do số lượng nhà phố thương mại được bàn giao ít hơn khi các dự án hiện tại sắp hoàn thành bàn giao. Giữ nguyên dự phóng năm 2025 và khuyến nghị Mua với giá mục tiêu cuối năm 2025 giảm 22% xuống 21.800 đ/cp do nợ ròng và chi phí vốn chủ sở hữu tăng lên.

VRE công bố KQKD Q4/2024 đi ngang với doanh thu đạt 2.128 tỷ đồng (-9% svck) và LNST đạt 1.085 tỷ đồng (+2% svck). Sự sụt giảm doanh thu chủ yếu do doanh thu chuyển nhượng bất động sản (BDS) giảm 78% xuống 60 tỷ đồng khi số lượng nhà phố thương mại được bàn giao ít hơn (11 căn trong Q4/2024 so với 28 căn trong Q4/2023) mặc dù doanh thu cho thuê mặt bằng tại các trung tâm thương mại (TTTM) đang hoạt động vẫn tăng 4% svck, đạt 2.027 tỷ đồng.

VRE ghi nhận KQKD giảm nhẹ trong năm 2024 với doanh thu đạt 8.939 tỷ đồng (-9% svck) và LNST đạt 4.096 tỷ đồng (-7% svck), hoàn thành 92% kế hoạch và 98% dự phóng của ACBS. Sự sụt giảm này chủ yếu do doanh thu chuyển nhượng BDS giảm 53% svck xuống 839 tỷ đồng khi số lượng nhà phố thương mại được bàn giao ít hơn (167 căn chủ yếu tại dự án Đông Hà Quảng Trị trong 2024 so với 346 căn trong 2023).

Về mảng cho thuê BDS, doanh thu tăng nhẹ lên 2.027 tỷ đồng (+4% svck) trong Q4/2024 và 7.878 tỷ đồng trong năm 2024 (+1% svck) chủ yếu nhờ 5 TTTM mở mới trong năm 2024 (VMM Grand Park, VCP Điện Biên Phủ, VCP Hà Giang, VCP Bắc Giang và VCP Đông Hà Quảng Trị) với tổng diện tích sàn tăng thêm là 95.000 m2. Mặt khác, tỷ lệ lấp đầy trung bình giảm nhẹ từ 84,8% vào năm 2023 xuống 84,2% vào năm 2024 chủ yếu do một số khách thuê ngành giải trí đóng cửa sau thời gian bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19 và một số showroom VinFast trả mặt bằng với tổng diện tích trống khoảng 40.000 m2. Điểm tích cực là tỷ lệ lấp đầy trung bình có xu hướng tăng từ mức đáy 82,8% trong Q1/2024 lên 85,4% trong Q4/2024 (+0,6 điểm % theo quý và +2,4 điểm % theo năm).

Biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê BDS trong năm 2024 giảm từ 58,4% xuống 55,8% chủ yếu do: (1) chi phí năng lượng tăng 10% svck do giá điện EVN công bố tăng lên và sản lượng điện tiêu thụ cao hơn do có 5 TTTM mới đi vào hoạt động, (2) tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, (3) doanh thu cho thuê từ các phố thương mại có biên lợi nhuận 40-50% thấp hơn biên lợi nhuận thông thường của các TTTM.

Lợi nhuận cho thuê BDS cũng giảm 2% svck xuống 7.078 tỷ đồng trong năm 2024 chủ yếu do 240 tỷ đồng dự phòng cho các khoản nợ khó đòi của một số khách thuê ngành giải trí bị ảnh hưởng bởi COVID và đã nộp đơn xin phá sản.

	2022	2023	2024U	2025F	2026F
DT Thuần (tỷ đồng)	7.361	9.791	8.939	9.298	11.155
Tăng trưởng	25,0%	33,0%	-8,7%	4,0%	20,0%
EBITDA (tỷ đồng)	4.725	6.020	5.152	5.641	6.329
Tăng trưởng	45,4%	27,4%	-14,4%	9,5%	12,2%
LN ròng (tỷ đồng)	2.776	4.409	3.826	3.993	4.271
Tăng trưởng	111,2%	58,8%	-13,2%	4,4%	7,0%
EPS (hiệu chỉnh. VND)	1.222	1.940	1.684	1.757	1.880
Tăng trưởng	111,2%	58,8%	-13,2%	4,4%	7,0%
ROE	8,7%	12,4%	9,6%	9,1%	8,9%
ROIC	8,6%	11,0%	7,5%	7,2%	7,8%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,8	-0,2	0,3	0,0	-0,2
EV/EBITDA (x)	8,0	6,3	7,4	6,7	6,0
P/E (lần)	13,1	8,2	9,5	9,1	8,5
P/B (lần)	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tính đến cuối năm 2024, VRE có 88 TTTM đang hoạt động với tổng diện tích sàn khoảng 1,84 triệu m<sup>2</sup>. Trong năm 2025, VRE có kế hoạch mở 3 TTTM mới (VMM Ocean City, VMM Royal Island và VCP Vinh) với tổng diện tích sàn tăng thêm gần 117.000 m<sup>2</sup> (+6,3% svck) (Vui lòng tham khảo Bảng 2).

Đối với mảng chuyển nhượng BĐS, giá trị bán hàng chưa ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2024 là 187 tỷ đồng từ dự án Đông Hà Quảng Trị dự kiến sẽ được ghi nhận vào năm 2025. Trong Q2/2024, VRE đã mua lại cấu phần thương mại trong hai dự án của Vinhomes là Vinhomes Royal Island và Vinhomes Golden Avenue với diện tích thương phẩm lần lượt là 85.600 m<sup>2</sup> và 24.200 m<sup>2</sup>. Tổng vốn đầu tư của hai dự án này vào khoảng 6.100 tỷ đồng và VRE đã đặt cọc 5.500 tỷ đồng cho Vinhomes/Vingroup. VRE dự kiến sẽ mở bán hai dự án này vào năm 2025 và bàn giao và ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ năm 2026.

Trong Q4/2024, VRE thu được khoản tiền đặt cọc là 1.300 tỷ đồng từ VinWonder Nha Trang vì dự án này chậm tiến độ và VRE quyết định không phát triển dự án này. Tính đến cuối 2024, nợ ròng của VRE khoảng 1.500 tỷ đồng so với tiền mặt ròng khoảng 1.200 tỷ đồng vào cuối năm 2023 chủ yếu là do tiền đặt cọc cho Vingroup, Vinhomes và các bên liên quan (để có quyền mua các cấu phần TTTM và bán lẻ trong các dự án phức hợp theo giá vốn) tăng hơn 7.800 tỷ đồng, lên 19.700 tỷ đồng, chiếm hơn 1/3 tổng tài sản của VRE. Do đó, tỷ lệ nợ ròng/Vốn chủ sở hữu tăng từ -3,3% lên 3,6%.

**Nhận định nhanh:** Giữ nguyên dự phóng năm 2025 đi ngang so với năm 2024 với doanh thu ước tính khoảng 9.300 tỷ đồng (+4% svck) và LNST khoảng 4.000 tỷ đồng (+4% svck). Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu năm 2025 giảm 22% xuống 21.800 đ/cp do nợ ròng tăng gần 2.400 tỷ đồng trong Q4/2024 và chi phí vốn chủ sở hữu cao hơn do lợi suất trái phiếu và phần bù rủi ro vốn cổ phần cao hơn. Lập lại khuyến nghị Mua.

**Bảng 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q4/2024 và năm 2024**

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/2023	Q4/2024	Thay đổi svck	2023	2024	Thay đổi svck	Kế hoạch	% hoàn thành
Doanh thu	2.343	2.128	-9%	9.791	8.939	+9%	9.500	94%
Trong đó: Cho thuê BĐS	1.952	2.027	+4%	7.796	7.878	+1%		
Chuyển nhượng BĐS	267	60	-78%	1.772	839	-53%		
Khác	124	41	-67%	223	222	-1%		
Lợi nhuận gộp	1.268	1.201	-5%	5.346	4.755	-11%		
Doanh thu tài chính	343	547	+60%	1.146	1.786	+56%		
Chi phí tài chính	74	275	+271%	330	838	+154%		
Chi phí bán hàng	84	144	+72%	341	341	-0%		
Chi phí QLDN	179	169	-6%	439	642	+46%		
LNST	1.068	1.085	+2%	4.409	4.096	-7%	4.420	92%

Nguồn: VRE, ACBS.

**Bảng 2: Trung tâm thương mại dự kiến khai trương trong năm 2025 (+6,3% GFA)**

Dự án	Vị trí	Diện tích sàn (m <sup>2</sup> )	Ngày khai trương dự kiến
VMM Ocean City	Hưng Yên	53.200	Q2/2025
VMM Royal Island	Hải Phòng	47.600	Q3/2025
VCP Vinh	Nghệ An	19.000	Q4/2025
<b>Tổng số TTTM tính đến cuối 2024</b>			
<b>88</b>		<b>1.841.200</b>	

Nguồn: VRE

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM  
Tel: (+84 28) 7300 1000

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Giám Đốc Phòng Phân Tích

##### Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

[trangdm@acbs.com.vn](mailto:trangdm@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành

##### Bất động sản

##### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Tài

##### chính

##### Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành

##### Bán lẻ, Công nghệ

##### Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT- Dầu khí

##### Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vật liệu Xây dựng,

##### Hóa chất

##### Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### CVPT – Ngành Điện, nước

##### Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vĩ mô & TT Tiền tệ

##### Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 7300 7000 (x1046)

[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

#### CVPT - Logistics

##### Nguyễn Thế Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

[hungnt@acbs.com.vn](mailto:hungnt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Xây dựng

##### Đỗ Tiến Đạt

(+84 28) 7300 7000 (x1048)

[datdt@acbs.com.vn](mailto:datdt@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT

##### Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

[huvvp@acbs.com.vn](mailto:huvvp@acbs.com.vn)

#### NVPT – Dữ liệu thị trường

##### Mai Duy Anh

(+84 28) 7300Bo 7000 (x1110)

[anhmd@acbs.com.vn](mailto:anhmd@acbs.com.vn)

### KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc khối khách hàng định chế

##### Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 6879 (x1083)

[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Trần Thị Thanh

(+84 28) 7300 6879 (x1120)

[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

[huynhntn@acbs.com.vn](mailto:huynhntn@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức), cao hơn 20%,  $E(R) \geq 20\%$

**KHẢ QUAN:** nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) thấp hơn 20%, và cao hơn 10%,  $10\% = E(R) < 20\%$

**TRUNG LẬP:** nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -10%, và thấp hơn 10%,  $-10\% = E(R) < 10\%$

**KÉM KHẢ QUAN:** nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%,  $-20\% = E(R) < -10\%$

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%,  $E(R) < -20\%$

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2025). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.