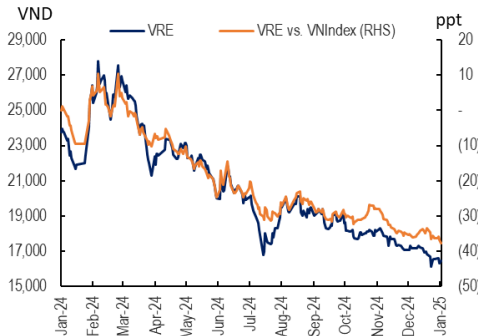


MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm	+33%
Đóng cửa:	24/01/2025
Giá hiện tại:	16.550 đồng
Giá mục tiêu 12T:	22.000 đồng

Tương quan giá cổ phiếu VHM với VN-Index



Vốn hóa thị trường	1,477 triệu USD
GTGD BQ 6T	8 triệu USD
SLCP đang lưu hành	2,3 tỷ CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	30%
Sở hữu nước ngoài	18%
Cổ đông lớn	64%
Room ngoại còn lại	31%
Nợ ròng / VCSH Q4/2024	3,6%
P/B hiện tại (x)	0,9x
Tỷ suất cổ tức 2024	0,0%

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp

Chuyên viên phân tích:
Tâm Nguyễn
 +84 28 3622 6868 ext 3874
tam.nguyen@yuanta.com.vn
 Bloomberg code: YUTA

CTCP Vincom Retail (VRE)

Bạn không thể lựa chọn người thân cho mình!

KQKD Q4/2024 kém tích cực do việc bàn giao nhà phố giảm. Doanh thu Q4/2024 của VRE giảm -9,2% YoY, do số lượng bàn giao nhà phố giảm mạnh, với chỉ 11 căn nhà phố bàn giao (tương đương 60 tỷ đồng) được ghi nhận. Tuy nhiên, doanh thu cho thuê tăng +3,9% YoY nhờ mở trung tâm thương mại mới và tỷ lệ lấp đầy cao hơn. Kết quả cả năm phản ánh xu hướng tương tự, với doanh thu đạt 8,9 nghìn tỷ đồng (-8,7% YoY) và LNST đạt 4,1 nghìn tỷ đồng (-7,1% YoY).

Doanh thu và LNST cả năm thấp hơn mức mục tiêu. VRE hoàn thành 94% kế hoạch doanh thu thuần cả năm và 93% mục tiêu LNST năm 2024. So với ước tính của chúng tôi, doanh thu 2024 của VRE tương đương 103% mức dự báo, trong khi LNST cả năm tương đương 98%.

Trích lập dự phòng nợ xấu. Biên lợi nhuận hoạt động cả năm đạt 69% (-2,1ppt YoY) do khoản trích lập dự phòng 240 tỷ đồng liên quan đến việc phá sản của một số khách thuê trong ngành giải trí – theo VRE, đây là hệ quả từ COVID. Nếu loại trừ khoản này, biên lợi nhuận hoạt động sẽ đạt khoảng 73%, giảm -1ppt YoY, chủ yếu do giá năng lượng tăng +10% YoY.

5 trung tâm thương mại mới khai trương trong năm 2024 đạt tỷ lệ lấp đầy 94-99% tính đến tháng 12/2024. Ngoài ra, VRE đã khai trương Vincom Plaza Đông Hà Quảng Trị vào ngày 08/12, với tổng diện tích sàn (GFA) đạt 1.841 nghìn m² (+5,3% YoY).

Nhà phố: Doanh thu hợp đồng đặt trước (unbilled booking) đạt 187 tỷ đồng, toàn bộ đến từ dự án nhà phố Đông Hà Quảng Trị.

Các dự án trong kế hoạch: VRE đã mua lại hai hạng mục thương mại trong số các dự án của VHM và VIC, với kế hoạch chuyển đổi thành khu thương mại nhằm gia tăng giá trị bất động sản. VRE dự kiến mở bán các hạng mục này vào năm 2025 và bàn giao vào năm 2026.

Tiền đặt cọc dự án tăng mạnh lên 21,1 nghìn tỷ đồng (+26% QoQ / +64% YoY), chiếm 38,2% tổng tài sản. Trong đó bao gồm 1,4 nghìn tỷ đồng dành cho các thương vụ M&A với bên thứ ba (với thông tin chi tiết chưa được công bố). Ngoài ra còn có 5,5 nghìn tỷ đồng dành riêng cho hai dự án nhà phố để bán lại cho khách hàng cá nhân và 14,2 nghìn tỷ đồng dành cho VIC và các công ty liên kết để triển khai trung tâm thương mại trong các dự án đại đô thị mới.

Các giao dịch liên quan đến VIC vẫn được phân loại là giao dịch với bên liên quan. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), các bên liên quan được định nghĩa là những đơn vị có khả năng kiểm soát hoặc ảnh hưởng đáng kể đến các quyết định tài chính và hoạt động của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi cho rằng việc duy trì cách phân loại là giao dịch với bên liên quan này là lựa chọn bất buộc.

Chúng tôi vẫn đánh giá cao quyết định giữ nguyên cách phân loại này. Việc giảm minh bạch đối với yếu tố mà chúng tôi tin là nguyên nhân chính khiến giá cổ phiếu VRE hoạt động kém hiệu quả trên thị trường, sẽ khó có thể giúp công ty khôi phục niềm tin của nhà đầu tư, theo quan điểm của chúng tôi.

Chúng tôi giảm mức giá mục tiêu -4%, xuống còn 22.000 đồng/cổ phiếu để phản ánh mức độ tiếp xúc cao hơn với các giao dịch bên liên quan trong Q4/2024 của VRE, theo cùng phương pháp đã [đề cập chi tiết](#) trong báo cáo tháng 11 của chúng tôi.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

“You can choose your friends, but you can't choose your family. They're still kin to you no matter whether you acknowledge them or not, and it makes you look right silly when you don't.”

























— Harper Lee, *“To Kill a Mockingbird”*

“bác có thể chọn bạn cho bác, nhưng chắc chắn bác không thể chọn gia đình cho mình và họ vẫn là họ hàng của bác dù cho bác có thừa nhận hay không, và nếu bác không thừa nhận thì thật lố bịch”

-- Nhã Nam dịch, cuốn sách *“Giết con chim nhại”*

Biểu đồ 1: Tổng quan chiến lược

2025 Strategic Pillars: Optimizing Existing Shopping Malls & Accelerating Expansion of New Generation Mega Mall to Capture Demands of Evolving Consumer Trends

<p>Enhancing operational efficiency of existing shopping mall portfolio; targeting double-digit growth in leasing revenue</p> <p>Enhancing occupancy rate across the mall system</p> <ul style="list-style-type: none"> Maximize existing space through a curated tenant mix, creating a vibrant and bustling experience <p>Revitalizing older malls' facade & interior, bringing in trending brands</p> <ul style="list-style-type: none"> Upgrade mall's facade and interiors with modern design aesthetics Reposition mall with curated tenant mix, aligning with evolving consumer behaviour 	<p>Plan to open 3 new shopping malls, adding c.120,000 sqm of new retail GFA</p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="839 757 1018 958"> <p>VMM Ocean City</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 2Q2025 GFA: 53,200 m² </td> <td data-bbox="1048 757 1227 958"> <p>VMM Royal Islands</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 3Q2025 GFA: 44,500 m² </td> <td data-bbox="1257 757 1436 958"> <p>VCP Vinh</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 4Q2025 GFA: 19,200 m² </td> </tr> </table>	<p>VMM Ocean City</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 2Q2025 GFA: 53,200 m² 	<p>VMM Royal Islands</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 3Q2025 GFA: 44,500 m² 	<p>VCP Vinh</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 4Q2025 GFA: 19,200 m² 			
<p>VMM Ocean City</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 2Q2025 GFA: 53,200 m² 	<p>VMM Royal Islands</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 3Q2025 GFA: 44,500 m² 	<p>VCP Vinh</p>  <ul style="list-style-type: none"> Expected Opening: 4Q2025 GFA: 19,200 m² 					
<p>2025 Strategic Directions</p>							
<p>Continuing to lease commercial streets located in major urban developments of Vinhomes, creating new revenue stream</p> <p>Business Overview</p> <ul style="list-style-type: none"> Conceptualizing commercial streets in Vinhomes, Vingroup projects & Implementing marketing campaigns and large-scale event to attract footfall Leasing shophouses, earning commission & service fees <table border="1"> <tr> <td data-bbox="122 1167 339 1296"> <p>Vinhomes Ocean Park 2,3</p>  </td> <td data-bbox="354 1167 571 1296"> <p>Vinhomes Royal Island</p>  </td> <td data-bbox="585 1167 786 1296"> <p>Vinwonder Phu Quoc</p>  </td> </tr> </table>	<p>Vinhomes Ocean Park 2,3</p> 	<p>Vinhomes Royal Island</p> 	<p>Vinwonder Phu Quoc</p> 	<p>2 new shophouse-for-sale to be launched in 2025, with revenue contributions anticipated to commence in 2026</p> <ul style="list-style-type: none"> Acquired commercial components in Vinhomes/Vingroup projects to develop shophouse Conceptualizing into commercial streets to enhance property values <table border="1"> <tr> <td data-bbox="839 1128 1040 1296"> <p>Vinhomes Royal Island</p> <p>NSA: 85,600 m²</p>  </td> <td data-bbox="1054 1128 1256 1296"> <p>Vinhomes Golden Avenue</p> <p>NSA: 24,200 m²</p>  </td> <td data-bbox="1318 1160 1436 1249"> <p>Expected schedule</p> <ul style="list-style-type: none"> Launch: 2025 Delivery: 2026 </td> </tr> </table>	<p>Vinhomes Royal Island</p> <p>NSA: 85,600 m²</p> 	<p>Vinhomes Golden Avenue</p> <p>NSA: 24,200 m²</p> 	<p>Expected schedule</p> <ul style="list-style-type: none"> Launch: 2025 Delivery: 2026
<p>Vinhomes Ocean Park 2,3</p> 	<p>Vinhomes Royal Island</p> 	<p>Vinwonder Phu Quoc</p> 					
<p>Vinhomes Royal Island</p> <p>NSA: 85,600 m²</p> 	<p>Vinhomes Golden Avenue</p> <p>NSA: 24,200 m²</p> 	<p>Expected schedule</p> <ul style="list-style-type: none"> Launch: 2025 Delivery: 2026 					

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Định giá – Cắt giảm giá mục tiêu

Kịch bản cơ sở – Không thay đổi:

Giá trị hợp lý của VRE trong kịch bản cơ sở vẫn ở mức 27.100 đồng/cổ phiếu.

Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu dựa trên kịch bản thận trọng.

Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi khấu trừ khoản tiền đặt cọc tăng thêm trong Q4/2024 với bên liên quan ra khỏi ước tính giá trị hợp lý. Chúng tôi vẫn giữ nguyên giá trị các khoản đặt cọc cho ba trung tâm thương mại dự kiến khai trương năm 2025 và 5,5 nghìn tỷ đồng dành cho hai dự án nhà phố sẽ mở bán trong 2025. Tuy nhiên, chúng tôi ghi nhận giá trị bằng 0 đối với tất cả các khoản đặt cọc khác.

Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi, được tính toán theo kịch bản thận trọng, giảm từ 22.900 đồng/cổ phiếu (dựa trên thông tin tiền đặt cọc trong Q3/2024) xuống còn 22.000 đồng/cổ phiếu.

Kịch bản tiêu cực – Giả định 100% khoản đặt cọc với bên liên quan có giá trị bằng 0

Tổng tiền đặt cọc với bên liên quan vào cuối năm 2024 đạt con số 20.755 tỷ đồng. Nếu chúng tôi khấu trừ toàn bộ khoản này khỏi giá trị tài sản ròng (NAV) của VRE, giá trị ước tính sẽ giảm từ 20.200 đồng/cổ phiếu xuống 18.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng giá 8,8% so với giá đóng cửa ngày 24/01/2025. Điều này cho thấy VRE đang ở vùng định giá hấp dẫn ngay cả trong kịch bản cực đoan nhất. Tuy nhiên, diễn biến giá cổ phiếu cho thấy các nhà đầu tư chưa thực sự tin vào nhận định này.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn