



Cập nhật VRE – MUA

Ngày 20/06/2023



Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VRE

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND) **33.054**

Giá hiện tại (VND) **26.550**

Tỷ lệ tăng giá 24,5%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

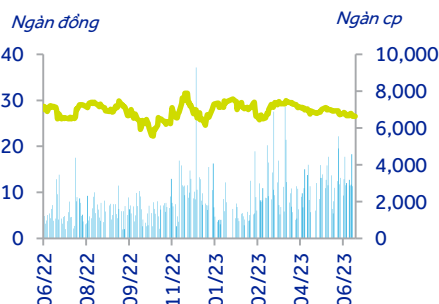
Tổng tỷ suất lợi nhuận **24,5%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	1,5	-5,2	-10,0	-9,5
Tương đối	-9,0	-9,1	-16,3	-1,9

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup - CTCP 60,3%

Thông kê 19/6/23

Mã Bloomberg **VRE VN**

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 21.400 - 31.650

SL lưu hành (triệu cp) 2.272

Vốn hóa (tỷ đồng) 60.671

Vốn hóa (triệu USD) 2.560

Room khối ngoại còn lại (%) 16,4

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 26,4

KLGD TB 3 tháng (cp) 2.882.826

VND/USD 23.700

Index: VNIndex / HNX 1105,43/227,34

CTCP VINCOM RETAIL (VRE VN)

Lập lại khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 33.054 đ/cp dựa trên kỳ vọng tích cực của cả hai mảng cho thuê BĐS và chuyển nhượng BĐS

VRE đạt KQKD Q1/23 khả quan với doanh thu thuần đạt 1.943 tỷ đồng (+42% n/n) và LNST hơn 1.000 tỷ đồng (+171% n/n), hoàn thành 19% và 22% kế hoạch chủ yếu nhờ mảng cho thuê tăng trưởng mạnh khi không chỉ hỗ trợ khách thuê (trong khi Q1/22 chỉ 464 tỷ đồng) và 3 trung tâm thương mại (TTTM) mới được khai trương kể từ Q2/22, bao gồm VMM Smart City, VCP Mỹ Tho và VCP Bạc Liêu với GFA tăng thêm ~93.000m². Biên lợi nhuận gộp tăng từ 44,6% lên 61,2% nhờ hoạt động vượt trội của mảng cho thuê với lợi nhuận hoạt động cho thuê đạt 1.478 tỷ đồng (+62% n/n), tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 85,4% (+2,7 đpt n/n), giá thuê tăng 7-10% so với cùng kỳ năm 2019 và các biện pháp cắt giảm chi phí như bãi đỗ xe tự động và lắp điện mặt trời cho 50/83 TTTM tính đến Q1/23.

Mặt khác, doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm mạnh 97% n/n xuống còn 3 tỷ đồng do VRE chỉ bàn giao 1 căn shophouse tại dự án Thái Hòa so với 20 căn trong Q1/22. VRE dự kiến bắt đầu bàn giao dự án Điện Biên Phủ và Đông Hà Quảng Trị từ cuối tháng 6 nên doanh thu chuyển nhượng BĐS sẽ bật tăng trở lại trong nửa cuối 2023.

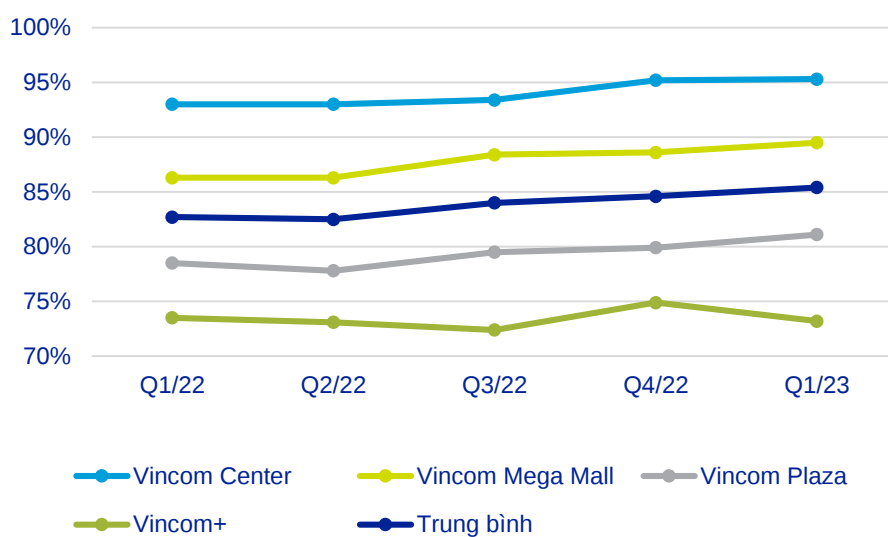
Vì VRE tập trung vào việc tối ưu hóa hoạt động của 83 TTTM thay vì mở mới TTTM trong năm 2023 nên đã điều chỉnh kế hoạch số lượng mở mới TTTM từ 6 xuống 2, cụ thể gồm VMM Grand Park với GFA là 45.700m² trong tháng 10 và VCP Hà Giang với GFA là 9.500m² trong tháng 12. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng tổng doanh thu công ty giảm 9% xuống 10.215 tỷ đồng (+39% n/n). Ngược lại, tiền đặt cọc của VRE để phát triển cấu phần TTTM trong các dự án cho Vingroup (HSX: VIC) và các bên liên quan đã tăng hơn 30% lên hơn 5.800 tỷ đồng trong Q1/23 (tương đương ~13% tổng tài sản), giúp thu nhập từ lãi tiền gửi, cho vay và đặt cọc tăng gấp đôi n/n đạt 224 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh LNST 2023 tăng 2% lên 3.877 tỷ đồng (+40% n/n).

Với tình hình tài chính lành mạnh (tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu là 12,2%), đội ngũ quản lý năng động và thị phần dẫn đầu, VRE được kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ tăng lớp trung lưu đang gia tăng, sự phát triển các khu đô thị mới và sự mở rộng liên tục của các thương hiệu quốc tế tại Việt Nam. Kết hợp các phương pháp định giá EV/EBITDA, P/B và DCF, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 33.054 đ/cp vào cuối 2023, cao hơn một chút so với giá mục tiêu trước đây.

Các rủi ro của VRE bao gồm: (1) việc mở thêm TTTM phụ thuộc phần lớn vào tiến độ các dự án của Vingroup trong khi thị trường nhà ở đang đối mặt với nhiều thách thức như lãi suất cao, thủ tục pháp lý chậm và vấn đề phát hành trái phiếu doanh nghiệp mặc dù những thách thức này đã bắt đầu có dấu hiệu suy giảm và (2) lo ngại về lạm phát và lãi suất có thể ảnh hưởng đến việc mua sắm các mặt hàng không thiết yếu của người tiêu dùng và (3) sự phát triển thần tốc của thương mại điện tử.

	2019	2020	2021	2022	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	9.259	8.329	5.891	7.361	10.215
Tăng trưởng	1,5%	-10,0%	-29,3%	25,0%	38,8%
EBITDA (tỷ đồng)	5.030	4.575	3.250	4.725	5.935
Tăng trưởng	24,3%	-9,0%	-29,0%	45,4%	25,6%
LNST (tỷ đồng)	2.853	2.382	1.315	2.777	3.877
Tăng trưởng	18,2%	-16,5%	-44,8%	111,2%	39,6%
EPS (hiệu chỉnh. VND)	1.227	1.048	578	1.222	1.706
Tăng trưởng	0,6%	-14,6%	-44,8%	111,2%	39,6%
ROE	10,3%	8,5%	4,4%	8,7%	11,0%
ROIC	10,3%	8,5%	4,5%	8,6%	11,9%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,1	0,2	-0,1	-0,8	-1,5
EV/EBITDA (x)	11,2	12,3	17,3	11,9	9,5
P/E (lần)	21,2	25,3	45,9	21,7	15,6
P/B (lần)	2,2	2,1	2,0	1,8	1,6
Cổ tức (đồng)	1.050	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Phụ lục 1: Tỷ lệ lấp đầy trung bình



Nguồn: ACBS tổng hợp.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VRE	Giá hiện tại (VNĐ):	26.550	Giá mục tiêu (VNĐ):	33.054	Vốn hóa (Tỷ đồng):	60.671
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)		2019	2020	2021	2022	2023E
Doanh thu thuần		9.259	8.329	5.891	7.361	10.215
Trong đó: Doanh thu cho thuê BĐS		7.017	6.008	4.701	6.865	7.939
Doanh thu chuyển nhượng BĐS		2.027	2.149	1.004	381	2.160
Doanh thu khác		215	172	186	116	116
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		<i>1,5%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>25,0%</i>	<i>38,8%</i>
GVHB trừ khấu hao		3.408	3.025	2.007	2.093	3.382
Lợi nhuận gộp		4.404	3.821	2.392	3.817	5.289
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>		<i>47,6%</i>	<i>45,9%</i>	<i>40,6%</i>	<i>51,8%</i>	<i>51,8%</i>
Chi phí bán hàng và QLDN		821	729	635	543	899
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>		<i>8,9%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,8%</i>
EBITDA		5.030	4.575	3.250	4.725	5.935
<i>Tỷ suất EBITDA</i>		<i>54,3%</i>	<i>54,9%</i>	<i>55,2%</i>	<i>64,2%</i>	<i>58,1%</i>
Khấu hao		1.447	1.483	1.492	1.452	1.545
Lợi nhuận từ HĐKD		3.583	3.093	1.757	3.273	4.390
<i>Biên LN HĐKD</i>		<i>38,7%</i>	<i>37,1%</i>	<i>29,8%</i>	<i>44,5%</i>	<i>43,0%</i>
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay)		0	-	-	-	-
Chi phí tài chính (trừ chi phí lãi vay)		6	24	41	38	38
<i>Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng trung bình</i>		<i>n/a</i>	<i>24,1%</i>	<i>n/a</i>	<i>10,2%</i>	<i>7,9%</i>
Lợi nhuận khác		30	91	34	72	72
Thuế		724	610	377	747	1.043
<i>Thuế suất thực tế</i>		<i>20,2%</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,3%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,2%</i>
Lợi ích cổ đông thiểu số		0	0	1	1	0
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ		2.851	2.382	1.315	2.776	3.877
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>		<i>30,8%</i>	<i>28,6%</i>	<i>22,3%</i>	<i>37,7%</i>	<i>37,9%</i>
Tiền mặt đạt được		4.299	3.864	2.807	4.228	5.422
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		2.272	2.272	2.272	2.272	2.272
EPS (VNĐ)		1.227	1.048	578	1.222	1.706
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)		1.227	1.048	578	1.222	1.706
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>		<i>0,6%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>-44,8%</i>	<i>111,2%</i>	<i>39,6%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2019	2020	2021	2022	2023E
Thay đổi vốn lưu động	1.242	1.499	752	-1.372	-2.192
Capex	1.896	4.377	652	2.164	2.910
Các khoản mục dòng tiền khác	2.284	1.838	-292	164	0
Dòng tiền tự do	3.445	-173	1.111	3.601	4.703
Phát hành cp	-1.954	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	2.451	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	960	173	-1.111	-3.601	-4.703
Nợ ròng cuối năm	608	781	-330	-3.930	-8.634
Vốn chủ sở hữu	26.954	29.336	30.651	33.425	37.301
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11.847	12.895	13.473	14.695	16.396
Nợ ròng / VCSH	2,3%	2,7%	-1,1%	-11,8%	-23,1%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,1	0,2	-0,1	-0,8	-1,5
Tổng tài sản	35.839	39.816	37.873	42.701	58.398

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021	2022	2023E
ROE	10,3%	8,5%	4,4%	8,7%	11,0%
ROA	7,7%	6,3%	3,4%	6,9%	7,7%
ROIC	10,3%	8,5%	4,5%	8,6%	11,9%
WACC	15,3%	14,8%	16,0%	16,0%	16,0%
EVA	-5,1%	-6,2%	-11,5%	-7,4%	-4,1%
P/E (x)	21,2	25,3	45,9	21,7	15,6
EV/EBITDA (x)	11,2	12,3	17,3	11,9	9,5
EV/FCF (x)	16,3	-324,5	50,5	15,6	11,9
P/B (x)	2,2	2,1	2,0	1,8	1,6
P/S (x)	6,5	7,2	10,2	8,2	5,9
EV/sales (x)	6,1	6,7	9,5	7,6	5,5
Suất sinh lợi cổ tức	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

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 phân tích ngành
Bất động sản**

Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

**Giám đốc phân tích ngành Tài
chính**

Cao Việt Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1049)
hungcv@acbs.com.vn

**Giám đốc phân tích ngành
Hàng tiêu dùng, Công nghệ**

Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

**CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng**

(+84 28) 7300 7000 (x1044)
hungpv@acbs.com.vn

**CVPT – Hàng tiêu dùng,
Truyền thông**

Trần Nhật Trung
(+84 28) 7300 7000 (x1045)
trungtn@acbs.com.vn

**CVPT – Vật liệu xây dựng
Huỳnh Anh Huy**

(+84 28) 7300 7000 (x1048)
huyha@acbs.com.vn

**CVPT – Năng lượng
Phạm Đức Toàn**

(+84 28) 7300 7000 (x1051)
toanpd@acbs.com.vn

**CVPT – Vĩ mô
Nguyễn Thị Hòa**

(+84 28) 7300 7000 (x1050)
hoant@acbs.com.vn

**CVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh**

(+84 28) 7300 7000 (x1046)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Lương Duy Phước
(+84 28) 7300 7000 (x1047)
phuocld@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu
(+84 28) 7300 7000 (x1052)
huvvp@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn

**NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành**
(+84 28) 7300 7000 (x1089)
thanhln@acbs.com.vn

**Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Trần Như Huỳnh**
(+84 28) 7300 7000 (x1088)
huynhnhtn@acbs.com.vn

**Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Thị Thảo**
(+84 28) 7300 7000 (x1087)
thaont@acbs.com.vn

**Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung**
(+84 28) 7300 7000 (x1084)
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

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 đây.

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 chung khoản 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 (2023). 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.