



Cập nhật VRE – MUA

Ngày 15/11/2021

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VRE

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND) **36.661**

Giá hiện tại (VND) **30.100**

Tỷ lệ tăng giá 21,8%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

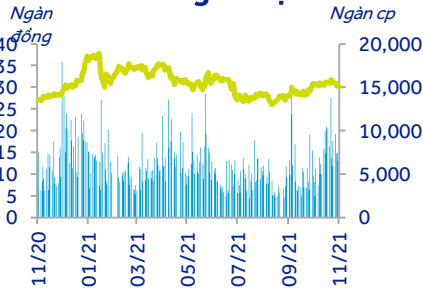
Tổng tỷ suất lợi nhuận **21,8%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-4,1	-2,3	7,5	10,7
Tương đối	-38,9	-8,0	-1,8	-45,1

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup - CTCP 60,3%

Thông kê

12/11/21

Mã Bloomberg

VRE VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 25.100 – 38.300

SL lưu hành (triệu cp) 2.272

Vốn hóa (tỷ đồng) 68.397

Vốn hóa (triệu USD) 3.007

Room khối ngoại còn lại (%) 19,6

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 31,2

KLGD TB 3 tháng (cp) 5.663.063

VND/USD 22.745

Index: VNIndex / HNX 1473,37/441,63

CTCP VINCOM RETAIL (VRE VN)

Chuyển giá mục tiêu sang năm 2022 và nhắc lại khuyến nghị Mua với kỳ vọng phục hồi trở lại vào năm sau

Như dự kiến, KQKD Q3/2021 của VRE bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sóng COVID thứ 4 dài nhất và nghiêm trọng nhất kể từ khi dịch bùng phát tại Việt Nam, dẫn đến việc giải ngân 925 tỷ đồng dưới hình thức miễn giảm tiền thuê để hỗ trợ khách thuê trong giai đoạn giãn cách xã hội và tạm thời đóng cửa các trung tâm thương mại (TTTTM) trên toàn quốc kể từ cuối tháng 5 (bao gồm 13 TTTM tại TP.HCM, 11 TTTM tại Hà Nội và một số TTTM ở các tỉnh thành khác). Do đó, biên lợi nhuận gộp trong quý này giảm đáng kể xuống còn 17% so với 48% trong Q3/2020. Doanh thu và LNST lần lượt giảm xuống còn 787 tỷ đồng (-55% n/n) và 24 tỷ đồng (-96% n/n).

	9T2020	9T2021	Thay đổi n/n
Doanh thu cho thuê BĐS	4.364	3.810	-12,7%
Doanh thu bán BĐS	602	568	-5,6%
Doanh thu khác	111	146	31,9%
Tổng doanh thu	5.076	4.524	-10,9%
Lợi nhuận gộp	2.249	1.928	-14,3%
Lợi nhuận sau thuế	1.407	1.193	-15,2%

Nguồn: BCTC Q3/2021 của VRE.

Trong 9T2021, doanh thu giảm 11% n/n còn hơn 4.500 tỷ đồng và LNST giảm 15% n/n đạt gần 1.200 tỷ đồng, tương đương khoảng một nửa kế hoạch công ty để ra chủ yếu do gói hỗ trợ 1.349 tỷ đồng dưới hình thức miễn giảm tiền thuê so với mức 820 tỷ đồng chi trong 9T2020. Do đó, doanh thu cho thuê giảm 13% n/n xuống 3.810 tỷ đồng.

Không có TTTM mới nào được mở trong Q3/2021 nên tổng số TTTM vẫn ở mức 80 với tổng GFA bán lẻ đạt gần 1,7 triệu m² tính đến 30/09/2021. Hiện tại tất cả các TTTM đã hoạt động trở lại trừ rạp chiếu phim và khu vui chơi giải trí sẽ được mở cửa dần dần tùy thuộc vào chỉ đạo của chính phủ. Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại Q3/2021 là 84%, hầu như không thay đổi so với Q3/2020. (Vui lòng xem Phụ lục 1). Gói hỗ trợ cho Q4/2021 dự kiến là 700 tỷ đồng để tiếp tục hỗ trợ khách thuê phục hồi hoạt động kinh doanh. VRE tiếp tục dời ngày khai trương VCP Mỹ Tho và VCP Bạc Liêu sang năm 2022 và mở cửa một phần VMM Smart City vào Q4/2021 do một số khách thuê có trụ sở tại TP.HCM không thể ra Hà Nội để mở cửa hàng mới trong giai đoạn giãn cách xã hội. VMM này sẽ mở cửa toàn bộ vào năm 2022.

	2018	2019	2020	2021E	2022E
DT Thuần (tỷ đồng)	9.124	9.259	8.329	7.151	8.797
Tăng trưởng	65,3%	1,5%	-10,0%	-14,1%	23,0%
EBITDA (tỷ đồng)	4.048	5.030	4.575	4.024	5.108
Tăng trưởng	9,2%	24,3%	-9,0%	-12,0%	26,9%
LNST (tỷ đồng)	2.413	2.853	2.382	1.855	2.748
Tăng trưởng	19,0%	18,2%	-16,5%	-22,1%	48,1%
EPS (hiệu chỉnh. VND)	1.219	1.227	1.048	816	1.209
Tăng trưởng	25,9%	0,6%	-14,6%	-22,1%	48,1%
ROE	8,8%	10,3%	8,5%	6,1%	8,4%
ROIC	7,8%	10,3%	8,5%	6,3%	8,3%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (x)	17,0	13,7	15,0	17,1	13,4
P/E (lần)	28,4	24,0	28,7	36,9	24,9
P/B (lần)	2,4	2,5	2,3	2,2	2,0
Cổ tức (đồng)	-	1.050	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%

Dự phóng năm 2021 của chúng tôi gần như không đổi với doanh thu thuần đạt 7.151 tỷ đồng (-14% n/n) và LNST là 1.855 tỷ đồng (-22% n/n), tương ứng với 79% và 74% kế hoạch. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi trở lại vào năm 2022 nhờ VMM Smart City mở cửa toàn bộ, 2 VCP nói trên đi vào hoạt động và tỷ lệ lấp đầy bình quân tăng lên trên 85% với doanh thu ước tính đạt ~8.800 tỷ đồng (+23% n/n) và LNST đạt 2.748 tỷ đồng (+48% n/n).

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu vào cuối năm 2022 là 36.661 đ/cp và lặp lại khuyến nghị Mua vì cho rằng VRE sẽ tiếp tục đứng vững trong đại dịch với sức mạnh nội tại (thị phần dẫn đầu, tình hình tài chính tốt, sự hỗ trợ từ hệ sinh thái Vingroup) và các cơ hội thúc đẩy tăng trưởng (thị trường bán lẻ trong nước phục hồi, sự mở rộng liên tục của các thương hiệu quốc tế tại Việt Nam và tỷ lệ thâm chủng tăng lên).

Phụ lục 1: Tỷ lệ lấp đầy tại ngày 30/9/2021

	Q3/20	Q3/21	Thay đổi (điểm %)
Vincom Center (VCC)	92,9%	94%	+1.1
Vincom Mega Mall (VMM)	86,0%	87%	+1.0
Vincom Plaza (VCP)	81,2%	79%	-2.2
Vincom+ (VC+)	74,6%	75%	+0.4
Tổng cộng	84,0%	84%	n/a

Nguồn: VRE.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VRE (đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	Giá hiện tại (VND):	30.100	Giá mục tiêu (VND):	36.661	Vốn hóa (Tỷ đồng):	68.397
		2018	2019	2020	2021E	2022E
Doanh thu thuần		9.124	9.259	8.329	7.151	8.797
Trong đó: Cho thuê BĐS đầu tư		5.506	7.017	6.008	5.627	7.306
Chuyển nhượng BĐS		3.433	2.027	2.149	1.277	1.220
Khác		185	215	172	247	272
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		<i>65,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>-14,1%</i>	<i>23,0%</i>
GVHB trừ khấu hao		4.326	3.408	3.025	2.501	2.919
Lợi nhuận gộp		3.641	4.404	3.821	3.088	4.239
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>		<i>39,9%</i>	<i>47,6%</i>	<i>45,9%</i>	<i>43,2%</i>	<i>48,2%</i>
Chi phí bán hàng và QLDN		751	821	729	626	770
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>		<i>8,2%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>
EBITDA		4.048	5.030	4.575	4.024	5.108
<i>Tỷ suất EBITDA</i>		<i>44,4%</i>	<i>54,3%</i>	<i>54,9%</i>	<i>56,3%</i>	<i>58,1%</i>
Khấu hao		1.157	1.447	1.483	1.561	1.639
Lợi nhuận từ HĐKD		2.891	3.583	3.093	2.463	3.469
<i>Biên LN HĐKD</i>		<i>31,7%</i>	<i>38,7%</i>	<i>37,1%</i>	<i>34,4%</i>	<i>39,4%</i>
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay)		-1	-	-	-	-
Chi phí tài chính (trừ chi phí lãi vay)		47	6	24	45	45
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>		<i>-7,2%</i>	<i>24,6%</i>	<i>24,1%</i>	<i>24,8%</i>	<i>8,2%</i>
Lợi nhuận khác		60	30	91	91	91
Thuế		640	724	610	475	704
<i>Thuế suất thực tế</i>		<i>21,0%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,4%</i>
Lợi ích cổ đông thiểu số		9	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ		2.404	2.851	2.382	1.855	2.748
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>		<i>26,4%</i>	<i>30,8%</i>	<i>28,6%</i>	<i>25,9%</i>	<i>31,2%</i>
Tiền mặt đạt được		3.561	4.299	3.864	3.416	4.387
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		2.329	2.272	2.272	2.272	2.272
EPS (VND)		1.219	1.227	1.048	816	1.209
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)		1.219	1.227	1.048	816	1.209
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>		<i>25,9%</i>	<i>0,6%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>-22,1%</i>	<i>48,1%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2018	2019	2020	2021E	2022E
Thay đổi vốn lưu động	-4.839	1.242	1.499	1.886	2.565
Capex	1.992	1.896	4.377	1.411	2.064
Các khoản mục dòng tiền khác	-1.564	2.284	1.838	-	-
Dòng tiền tự do	4.844	3.445	-173	119	-242
Phát hành cp	-	-1.954	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	2.451	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-4.844	960	173	-119	242
Nợ ròng cuối năm	-352	608	781	662	903
Vốn chủ sở hữu	28.509	26.954	29.336	31.191	33.939
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12.224	11.847	12.895	13.709	14.916
Nợ ròng / VCSH	-1,2%	2,3%	2,7%	2,1%	2,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Tổng tài sản	38.684	35.839	39.816	45.591	52.474

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2018	2019	2020	2021E	2022E
ROE	8,8%	10,3%	8,5%	6,1%	8,4%
ROA	6,3%	7,7%	6,3%	4,3%	5,6%
ROIC	7,8%	10,3%	8,5%	6,3%	8,3%
WACC	15,0%	12,1%	11,8%	11,9%	11,9%
EVA	-7,2%	-1,8%	-3,2%	-5,6%	-3,6%
P/E (x)	28,4	24,0	28,7	36,9	24,9
EV/EBITDA (x)	17,0	13,7	15,0	17,1	13,4
EV/FCF (x)	14,2	19,9	-397,0	575,7	-284,3
P/B (x)	2,4	2,5	2,3	2,2	2,0
P/S (x)	7,5	7,4	8,2	9,6	7,8
EV/sales (x)	7,5	7,4	8,2	9,6	7,8
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chilkt@acbs.com.vn

NVPT – Vật liệu xây dựng
Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
huyha@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trần Trí An Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Trưởng bộ phận – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Tài chính
Cao Việt Hùng
(+8428) 3823 4159 (ext: 326)
hungcv@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 38 234 876
tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận - GDKHĐC
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 3824 6679
huongctk@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 3824 7677
thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Chu Thị Minh Phương
(+84 28) 3823 4159 (ext:357)
phuongctm@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Phương Nhi
(+84 28) 3823 4159 (ext:315)
nhinp@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.

GIỮ: 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 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 (2021). 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.