



Cập nhật VRE – GIỮ

Ngày 01/02/2018

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303
trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HOSE: VRE

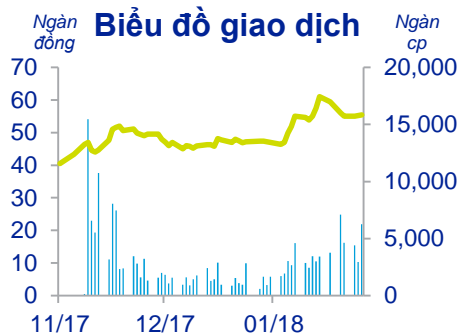
Bất động sản

Giá hiện tại (VND)	55.400
Giá mục tiêu (VND)	52.274
Tỷ lệ tăng giá	-5,6%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,9%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	-4,7%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	17,5	17,1	n/a	n/a
Tương đối	4,4	4,0	n/a	n/a

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCPĐT & PTĐT Sài Đồng	32,3%
Tập đoàn Vingroup - CTCP	18,4%
CTCP PTĐT Nam Hà Nội	8,3%
WP Investment III B.V.	4,9%
Credit Suisse AG	1,6%

Thông kê

31/01/18

Mã Bloomberg	VRE VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	40.550 – 61.500
SL lưu hành (triệu cp)	1.901
Vốn hóa (tỷ đồng)	105.320
Vốn hóa (triệu USD)	4.630
Room khối ngoại còn lại (%)	21,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	100,0
KLGD TB 3 tháng (cp)	n/a
VND/USD	22.745
Index: VNIndex / HNX	1.110,36 / 125,90

CTCP VINCOM RETAIL (VRE VN)

Vincom Retail công bố kết quả kinh doanh Q4/2017 với doanh thu thuần tăng 17% n/n, đạt trên 1.500 tỷ đồng nhờ doanh thu cho thuê bất động sản (BDS) đầu tư tăng 25% n/n, đạt 1.245 tỷ đồng. LNST đạt 528 tỷ đồng, so với khoản lỗ 251 tỷ đồng trong Q4/2016 do: (1) doanh thu cao hơn, (2) biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê BDS đầu tư tăng 8,3 điểm %, (3) chi phí lãi vay thấp hơn, và (4) Q4/2017 không bị lỗ từ công ty liên kết - Tân Liên Phát (TLP) như Q4/2016.

Tuy nhiên, tính cả năm 2017 thì doanh thu giảm 14% n/n, đạt trên 5.500 tỷ đồng và LNST giảm 17% n/n, đạt hơn 2.000 tỷ đồng, tương đương 120% và 95% kế hoạch cũng như 102% và 94% dự phóng của chúng tôi. Sự sụt giảm này chủ yếu là do doanh thu từ chuyển nhượng BĐS thấp hơn, thu nhập tài chính từ thanh lý các khoản đầu tư thấp hơn và giảm lợi nhuận từ TLP do VRE đã bán toàn bộ 32,5% cổ phần của công ty liên kết này vào tháng 6/2017.

Về việc cho thuê tài sản, trong năm 2017, VRE mở thêm 15 trung tâm thương mại (TTTTM), nâng tổng số TTTM đang vận hành lên 46, trong đó có 4 Vincom Center, 3 Vincom Mega Mall, 30 Vincom Plaza và 9 Vincom+. Trong 2 năm 2018 và 2019, VRE dự kiến sẽ khai trương thêm 51 TTTM, trong đó có 5 Vincom Center, 27 Vincom Plaza và 19 Vincom+. Tổng diện tích sàn bán lẻ vào cuối năm 2017 đạt 1,2 triệu m² (+15% n/n), trong đó Vincom Center chiếm 14%, Vincom Mega Mall 34%, Vincom Plaza 48% và Vincom+ 4%. Tỷ lệ lấp đầy trung bình của Vincom Center giảm từ 93,7% xuống 92,8%, Vincom Plaza giảm từ 92% xuống 90% và Vincom+ từ 72,5% xuống 65,6%. Tuy nhiên, nhờ tỷ lệ lấp đầy trung bình của Vincom Mega Mall tăng từ 80,2% lên 82,8% nên tỷ lệ cho thuê chung tăng từ 86,5% lên 87,2%. Doanh thu cho thuê năm 2017 đạt 4.500 tỷ đồng (+18% n/n).

Về chuyển nhượng BĐS, doanh thu năm 2017 đạt 923 tỷ đồng (-64% n/n) đến từ các dự án shophouse nhỏ và các shop-office của dự án Royal City và Times City, trong khi đó doanh thu năm 2016 đến từ việc bàn giao shophouse của Vinhomes Nguyễn Chí Thanh và Hải Phòng.

Trong năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tăng mạnh 35% n/n, đạt 7.425 tỷ đồng và LNST tăng 55% n/n, đạt 3.133 tỷ nhờ doanh thu bán BĐS tăng và biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê BDS đầu tư tăng lên. EPS 2018 ước đạt 1.566 đồng, tương đương với P/E là 35,4x.

Nhìn chung, VRE là công ty phát triển BĐS bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam với thị phần lớn nhất, nhận được nhiều hỗ trợ từ công ty mẹ (HSX: VIC), đội ngũ quản lý tích cực và tỷ lệ vay nợ thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường đã phản ánh sự tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2018 nên thay đổi khuyến nghị từ MUA sang **GIỮ** với giá mục tiêu là 52k, sử dụng trung bình các phương pháp định giá P/E, P/B và EV/EBITDA.

	2014	2015	2016	2017 (chưa kt)	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	1.928	5.958	6.386	5.518	7.425
Tăng trưởng (%)	226,4%	209,0%	7,2%	-13,6%	34,6%
EBITDA (tỷ đồng)	1.399	2.145	3.487	3.680	4.273
Tăng trưởng (%)	219,0%	53,3%	62,5%	5,5%	16,1%
LN ròng (tỷ đồng)	105	1.090	2.437	2.017	3.133
Tăng trưởng LN (%)	-64,1%	940,0%	123,6%	-17,2%	55,4%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	73	802	2.082	1.121	1.566
Tăng trưởng (%)	-68,6%	994,3%	159,7%	-46,1%	39,6%
ROE (%)	1,0%	8,1%	12,3%	7,9%	11,5%
ROIC (%)	2,1%	6,0%	9,0%	8,7%	9,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	6,5	6,5	1,2	1,3	1,4
EV/EBITDA (x)	78,6	51,3	31,5	29,9	25,7
P/E (lần)	1.005,2	96,6	43,2	55,0	35,4
P/B (lần)	8,8	7,1	4,3	4,0	3,7
Cổ tức (đồng)	0	0	0	340	500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,9%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VRE	Giá hiện tại (VNĐ):	55.400	Giá mục tiêu (VNĐ):	52.274	Vốn hóa (Tỷ đồng):	105.320
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2014	2015	2016	2017 (chưa kt)	2018E	
Doanh thu thuần	1.928	5.958	6.386	5.518	7.425	
Trong đó: Cho thuê mặt bằng	1.927	2.427	3.805	4.503	4.821	
Chuyển nhượng BĐS	0	3.267	2.556	924	2.508	
Khác	0	264	24	91	96	
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>226,4%</i>	<i>209,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>34,6%</i>	
GVHB trừ khấu hao	379	3.635	3.007	1.818	2.489	
Lợi nhuận gộp	1.226	2.007	2.642	2.780	3.925	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>63,6%</i>	<i>33,7%</i>	<i>41,4%</i>	<i>50,4%</i>	<i>52,9%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	175	403	676	560	663	
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>9,1%</i>	<i>6,8%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,9%</i>	
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	25	225	784	540	-	
EBITDA	1.399	2.145	3.487	3.680	4.273	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>72,6%</i>	<i>36,0%</i>	<i>54,6%</i>	<i>66,7%</i>	<i>57,5%</i>	
Khấu hao	323	316	737	920	1012	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.076	1.829	2.750	2.760	3.261	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>55,8%</i>	<i>30,7%</i>	<i>43,1%</i>	<i>50,0%</i>	<i>43,9%</i>	
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay)	13	0	647	9	0	
Chi phí tài chính (trừ chi phí lãi vay)	28	51	14	641	7	
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>11,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-1,5%</i>	
Lợi nhuận khác	25	31	(144)	(19)	-	
Thuế	201	237	148	130	202	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>65,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,1%</i>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	3	0	0	
Lợi nhuận ròng	105	1.090	2.437	2.017	3.133	
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>5,4%</i>	<i>18,3%</i>	<i>38,2%</i>	<i>36,6%</i>	<i>42,2%</i>	
Tiền mặt đạt được	428	1.406	3.174	2.937	4.145	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	1.201,1	824,7	1.516,6	1.901,1	1.901,1	
EPS (VNĐ)	98	1.076	2.082	1.121	1.566	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)	73	802	2.082	1.121	1.566	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-68,6%</i>	<i>994,3%</i>	<i>159,7%</i>	<i>-46,1%</i>	<i>39,6%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016	2017 (chưa kt)	2018E
Thay đổi vốn lưu động	6.354	-3.135	602	1.408	-648
Capex	2.621	2.971	1.461	7.574	5.420
Các khoản mục dòng tiền khác	3.704	-7.964	4.140	6.941	0
Dòng tiền tự do	-4.843	-6.394	5.251	895	-626
Phát hành cp	534	2.153	5.133	0	0
Cổ tức đã trả	335	547	804	1.262	646
Thay đổi nợ ròng	4.644	4.788	-9.580	367	1.272
Nợ ròng cuối năm	9.055	13.843	4.263	4.630	5.902
Vốn CSH	12.006	14.884	24.683	26.083	28.413
Giá trị sổ sách/cp (VND)	9.996	18.048	16.275	13.720	14.946
Nợ ròng / VCSH (%)	75,4%	93,0%	17,3%	17,8%	20,8%
Nợ ròng / EBITDA (x)	6,5	6,5	1,2	1,3	1,4
Tổng tài sản	30.059	35.961	34.299	37.851	42.390

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017 (chưa kt)	2018E
ROE (%)	1,0%	8,1%	12,3%	7,9%	11,5%
ROA (%)	0,4%	3,3%	6,9%	5,6%	7,8%
ROIC (%)	2,1%	6,0%	9,0%	8,7%	9,4%
WACC (%)	12,3%	9,4%	13,6%	12,6%	12,2%
EVA (%)	-10,1%	-3,4%	13,5%	-3,9%	-2,8%
PER (x)	1.005,2	96,6	43,2	55,0	35,4
EV/EBITDA (x)	78,6	51,3	31,5	29,9	25,7
EV/FCF (x)	-22,7	-17,2	20,9	122,8	-175,6
PBR (x)	8,8	7,1	4,3	4,0	3,7
PSR (x)	54,6	17,7	16,5	19,1	14,2
EV/sales (x)	57,0	18,5	17,2	19,9	14,8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,9%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

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

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

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

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)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

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

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

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

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Logistic, Nhựa
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (x352)
minh tvh@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu
Trần Vi Phúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khách hàng Định chế
Tyler Cheung
(+84 28) 5404 3070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH
Đặng Mạnh Hùng
(+84 28) 3823 4798
hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 28) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84 28) 3823 4160
hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 5404 6626
thanhtt@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 (2018). 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.