



Cập nhật VRE – GIỮ

Ngày 02/08/2018



Phạm Thái Thanh Trú

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HOSE: VRE

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND) 42.712

Giá hiện tại (VND) 40.700

Tỷ lệ tăng giá 4,9%

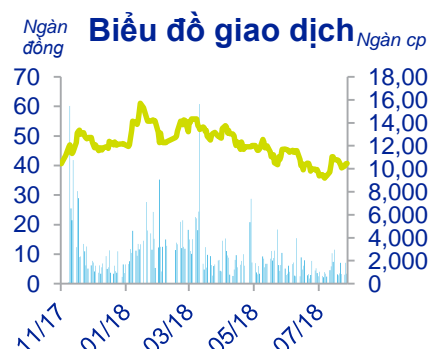
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 4,9%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-13,9	4,9	-12,1	n/a
Tương đối	-11,4	5,7	-3,4	n/a

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCP ĐT & PTĐT Sài Đồng	32,2%
Tập đoàn Vingroup - CTCP	18,4%
CTCP PTĐT Nam Hà Nội	3,0%
WP Investment III B.V.	4,3%
Credit Suisse AG	1,4%

Thông kê

01/08/18

Mã Bloomberg	VRE VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	35.000-61.500
SL lưu hành (triệu cp)	1.901
Vốn hóa (tỷ đồng)	77.184
Vốn hóa (triệu USD)	3.309
Room khối ngoại còn lại (%)	17,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	100,0
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.643.327
VND/USD	23.325
Index: VNIndex / HNX	949,52/105,08

CTCP VINCOM RETAIL (VRE VN)

KQKD Q2/2018 và 6T2018 khả quan

VRE công bố KQKD Q2/2018 khả quan với doanh thu thuần tăng 13% n/n, đạt hơn 1.500 tỷ đồng và LNST tăng 55% n/n, đạt 620 tỷ đồng. Mặc dù VRE không có lợi nhuận được chia từ công ty liên kết Tân Liên Phát (TLP) như trong Q2/2017 nhưng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong Q2/2018 chủ yếu nhờ: (1) doanh thu cho thuê bất động sản (BDS) đầu tư tăng 26% n/n, đạt 1.352 tỷ đồng, chủ yếu nhờ mở mới 13 trung tâm thương mại (TTTM) trong 12 tháng qua, tỷ lệ lấp đầy được cải thiện và giá cho thuê tăng, (2) trong Q2/2017 phát sinh lỗ tài chính 664 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 32,5% cổ phần TLP cho Vinfest, và (3) trong Q2/2017 phát sinh thuế TNDN hoãn lại 216 tỷ khi CTCP An Phong được sát nhập vào Công ty TNHH Vincom Retail Miền Nam. Nếu loại trừ các khoản được ghi nhận một lần trong mục (2) và (3) thì LNST Q2/2018 tăng 46% n/n. Trong 6T2018, VRE đạt 3.134 tỷ doanh thu thuần (+15% n/n) và 1.162 tỷ LNST (+6% n/n), lần lượt hoàn thành 39% và 47% kế hoạch.

Đối với mảng cho thuê BDS đầu tư, trong Q2/2018, VRE đã mở thêm 5 TTTM mới (Vincom Plaza Trần Phú - Thanh Hóa, Vincom Plaza Tân An - Long An, Vincom Plaza Bảo Lộc - Lâm Đồng, Vincom Plaza Đồng Hới - Quảng Bình và Vincom Plaza Hùng Vương - Huế), nâng tổng số TTTM lên 51, trải dài trên 28 tỉnh/thành phố, với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,2 triệu m². Tỷ lệ lấp đầy chung tại ngày 30/6/2018 cải thiện lên mức 87,9%, so với mức 86,6% tại ngày 30/6/2017 nhờ quá trình tái cơ cấu khách thuê và do nhiều TTTM bước vào giai đoạn vận hành ổn định. Tỷ lệ lấp đầy trung bình của Vincom Center là 93,0% (+210 điểm cơ bản (đcb)), Vincom Mega Mall là 88,2% (+750 đcb), Vincom Plaza là 87,7% (-450 đcb) và Vincom+ là 73,6% (+1.180 đcb). VRE có kế hoạch mở thêm 15 TTTM mới trong 6 tháng cuối năm 2018 và 25 TTTM vào năm 2019, nâng tổng số TTTM cuối năm 2018 và 2019 lên 66 và 91.

Về doanh thu bán BDS, trong 6T2018, VRE bán giao shophouse ở tỉnh Long An và Vĩnh Long và ghi nhận 492 tỷ đồng doanh thu (-12% n/n). Cũng trong giai đoạn này, VRE bán được 168 shophouse với tổng giá trị 620 tỷ đồng. Trong 6T2018, công ty sẽ bán giao condotel tại Đà Nẵng và căn hộ ở Bắc Ninh.

Trong 6T2018, VRE đã trả 3.200 tỷ đồng trái phiếu và giảm tổng nợ vay xuống 2.788 tỷ đồng. Tỷ lệ Nợ ròng/VCSH tại ngày 30/6/2018 ở mức rất thấp là 5%, so với 17% vào đầu năm 2018.

Trong năm 2018, chúng tôi ước tính tổng doanh thu đạt 7.870 tỷ đồng (+43% n/n) và LNST đạt 2.592 tỷ đồng (+28% n/n), tương ứng với 98% và 104% kế hoạch.

Trong 6 tháng cuối năm 2018, VRE có kế hoạch trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 1000:225, tương đương 427,7 triệu cp, cho cổ đông hiện hữu. Tổng số cổ phần dự kiến sau khi phát hành là 2.329 triệu cổ phiếu.

Nhìn chung, VRE là công ty BDS bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam dẫn đầu về thị phần, được sự hỗ trợ từ công ty mẹ Vingroup (HSX: VIC), đội ngũ quản lý có năng lực và tỷ lệ vay nợ thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường đã phản ánh mức tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2018 nên duy trì khuyến nghị **GIỮ** với giá mục tiêu trước khi phát hành là 43k/cp, tương đương giá mục tiêu sau phát hành là 35k/cp, sử dụng nhiều phương pháp định giá (P/E, P/B và EV/EBITDA). Cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2018 là 31,4 lần và P/B là 2,8 lần.

	2014	2015	2016	2017	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	1.928	5.958	6.386	5.518	7.870
Tăng trưởng	226,4%	209,0%	7,2%	-13,6%	42,6%
EBITDA (tỷ đồng)	1.399	2.145	3.487	3.707	4.239
Tăng trưởng	219,0%	53,3%	62,5%	6,3%	14,3%
LN ròng (tỷ đồng)	105	1090	2.437	2.027	2.592
Tăng trưởng LN	-63,9%	934,7%	123,5%	-16,8%	27,8%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	60	655	1.700	920	1.164
Tăng trưởng	-68,5%	988,7%	159,6%	-45,9%	26,5%
ROE	1,0%	8,1%	12,3%	8,0%	9,6%
ROIC	2,1%	6,0%	9,0%	8,7%	8,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	6,5	6,5	1,2	1,2	0,5
EV/EBITDA (x)	56,8	37,0	22,8	21,4	18,8
P/E (lần)	732,5	70,8	31,7	40,1	31,4
P/B (lần)	6,4	5,2	3,1	3,0	2,8
Cổ tức (đồng)	0	0	0	340	0
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VRE	Giá hiện tại (VNĐ):	40.700	Giá mục tiêu (VNĐ):	42.712	Vốn hóa (Tỷ đồng):	77.184
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2014	2015	2016	2017	2018E	
Doanh thu thuần	1.928	5.958	6.386	5.518	7.870	
Trong đó: Cho thuê mặt bằng	1.927	2.427	3.805	4.455	5.230	
Chuyển nhượng BĐS	0	3.267	2.556	951	2.584	
Khác	0	264	24	112	55	
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>226,4%</i>	<i>209,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>42,6%</i>	
GVHB trừ khấu hao	379	3.635	3.007	1.781	3.041	
Lợi nhuận gộp	1.226	2.007	2.642	2.801	3.800	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>63,6%</i>	<i>33,7%</i>	<i>41,4%</i>	<i>50,8%</i>	<i>48,3%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	175	403	676	570	590	
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>9,1%</i>	<i>6,8%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,3%</i>	<i>7,5%</i>	
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	25	225	784	540	-	
EBITDA	1.399	2.145	3.487	3.707	4.239	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>72,6%</i>	<i>36,0%</i>	<i>54,6%</i>	<i>67,2%</i>	<i>53,9%</i>	
Khấu hao	323	316	737	936	1030	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.076	1.829	2.750	2.771	3.209	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>55,8%</i>	<i>30,7%</i>	<i>43,1%</i>	<i>50,2%</i>	<i>40,8%</i>	
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay)	13	0	647	13	13	
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>4,2%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>1,8%</i>	
Lợi nhuận khác	25	31	(144)	(24)	86	
Thuế	201	237	148	141	648	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>65,6%</i>	<i>17,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>20,0%</i>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	3	0	0	
Lợi nhuận ròng	105	1.090	2.437	2.027	2.592	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>5,5%</i>	<i>18,3%</i>	<i>38,2%</i>	<i>36,7%</i>	<i>32,9%</i>	
Tiền mặt đạt được	428	1.406	3.174	2.964	3.622	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	1.201,1	824,7	1.516,6	1.901,1	2.328,8	
EPS (VNĐ)	99	1.076	2.082	1.127	1.164	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,6	0,6	0,8	0,8	1,0	
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)	60	655	1.700	920	1.164	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-68,5%</i>	<i>988,7%</i>	<i>159,6%</i>	<i>-45,9%</i>	<i>26,5%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016	2017	2018E
Thay đổi vốn lưu động	6.354	-3.135	602	1.846	-229
Capex	2.621	2.971	1.461	7.234	4.696
Các khoản mục dòng tiền khác	3.704	-7.964	4.140	7.149	3.700
Dòng tiền tự do	-4.843	-6.394	5.251	1.033	2.855
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	229	-2.208
Nợ ròng cuối năm	9.055	13.843	4.263	4.492	2.284
Vốn CSH	12.006	14.884	24.683	26.094	27.910
Giá trị sổ sách/cp (VND)	9.996	18.048	16.275	13.726	14.681
Nợ ròng / VCSH	75,4%	93,0%	17,3%	17,2%	8,2%
Nợ ròng / EBITDA (x)	6,5	6,5	1,2	1,2	0,5
Tổng tài sản	30.059	35.961	34.299	38.133	40.795

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017	2018E
ROE	1,0%	8,1%	12,3%	8,0%	9,6%
ROA	0,4%	3,3%	6,9%	5,6%	6,6%
ROIC	2,1%	6,0%	9,0%	8,7%	8,4%
EVA	-10,2%	-3,3%	13,5%	-4,0%	-5,5%
PER (x)	732,5	70,8	31,7	40,1	31,4
EV/EBITDA (x)	56,8	37,0	22,8	21,4	18,8
EV/FCF (x)	-16,4	-12,4	15,1	76,9	27,9
PBR (x)	6,4	5,2	3,1	3,0	2,8
PSR (x)	40,0	13,0	12,1	14,0	9,8
EV/sales (x)	41,2	13,3	12,4	14,4	10,1
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%

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 – Tài chính

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 – 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: 218)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 (x325)

phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Trái phiếu, Kỹ thuật

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (x250)

phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

phuocld@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@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) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 54046630

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.

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 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 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.