

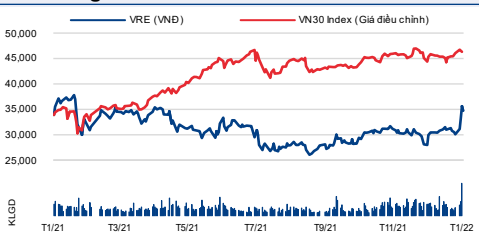
Mua vào

Giá mục tiêu: VND38,600
 Tiềm năng tăng/giảm: 11.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/1/2022)	34,750
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,050-37,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	78,963
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,471
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,272
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,113
Slg CP NN được mua (tr.đv)	432
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.0%
Tỷ lệ freefloat	36.7%
Cổ đông lớn	Vingroup (58.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-20A	12-21F	12-22F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	8,329	8,515	9,610
EBITDA đc (tỷ đồng)	4,569	4,894	5,826
LNTT (tỷ đồng)	2,993	3,114	3,890
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,309	2,451	3,111
FCF (tỷ đồng)	(376)	989	2,374
EPS ĐC (đồng)	1,016	1,078	1,369
DPS (đồng)	-	-	1,000
BVPS (đồng)	12,895	13,991	14,360
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(9.21)	7.10	19.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(14.4)	4.56	24.9
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	54.9	57.5	60.6
Tỷ suất LNTT (%)	35.9	36.6	40.5
Tỷ suất LNT ĐC (%)	28.6	29.3	32.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	73.0
Nợ thuần/VCSH (%)	10.6	6.79	6.30
ROAE (%)	8.47	8.15	9.66
ROACE (%)	9.19	8.76	10.7
EV/doanh thu (lần)	9.81	9.48	8.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.9	16.5	13.8
P/E ĐC (lần)	34.2	32.2	25.4
P/B (lần)	2.69	2.48	2.42
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	2.88

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VRE, một công ty con của Vingroup, hiện là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
 Trưởng Phòng cao cấp, Ngành Bất Động sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Còn nhiều điều đáng chờ đợi

- Giá cổ phiếu VRE tăng tốt nhờ: lưu lượng khách hồi phục, các đường bay quốc tế được nối lại, lo ngại về biến chủng mới Omicron giảm xuống và tin đồn bán tài sản.
- HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 sẽ hồi phục mạnh, tăng gần gấp đôi lên 2,7 nghìn tỷ đồng; và tăng trưởng tiếp 28,8% trong năm 2023 lên 3,5 nghìn tỷ đồng.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu dựa trên RNAV là 38.600đ.

Sự kiện: Giá cổ phiếu tăng mạnh

Giá cổ phiếu VRE đã tăng 18,3% trong 3 phiên vừa qua và tăng 25,6% kể từ khi HSC phát hành báo cáo khuyến nghị Mua vào ngày 21/8. Giá cổ phiếu tăng mạnh phản ánh việc chấm dứt các biện pháp giãn cách xã hội, từ đó lưu lượng khách đến các TTTM hồi phục; các đường bay quốc tế được nối lại; lo ngại về biến chủng Omicron giảm xuống và tin đồn về khả năng bán tài sản.

Lưu lượng khách hồi phục rất mạnh

Việt Nam đã chuyển từ chiến lược “zero Covid” sang “sống chung với Covid” vào cuối Q3/2021. HSC thấy lưu lượng khách đến các địa điểm bán lẻ & vui chơi giải trí hồi phục kể từ đó. Theo Chỉ số di chuyển của Google, lưu lượng khách đến các địa điểm bán lẻ & vui chơi giải trí đã tăng từ mức rất thấp là -80% vào khoảng cuối Q3/2021 lên -23% vào đầu tháng 1. Toàn bộ các TTTM của VRE hiện đang hoạt động và HSC kỳ vọng lợi nhuận của Công ty sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm 2022. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 tăng trưởng 98% đạt 2,7 nghìn tỷ đồng.

Triển vọng hồi phục đã rõ ràng hơn

Có 7 đường bay quốc tế đến Nhật Bản, Đài Loan, Singapore, Campuchia, Mỹ, Hàn Quốc, Lào và Thái Lan đã bắt đầu hoạt động trở lại. Việc du khách quốc tế trở lại Việt Nam có thể hỗ trợ hơn nữa cho sự hồi phục lưu lượng khách đến các TTTM trong tương lai.

Ngoài ra, lo ngại về biến chủng mới là Omicron đang dịu xuống với có các nghiên cứu cho thấy biến chủng này có thể sẽ không gây ra những triệu chứng nặng như các chủng trước đó – Nghiên cứu tại Anh cho thấy tỷ lệ phải nhập viện giảm 50-70% đối với người đã tiêm chủng đầy đủ. Hiện Việt Nam là một trong những quốc gia có tỷ lệ tiêm chủng cao nhất thế giới. Với 3 nhân tố trên, sự hồi phục của lĩnh vực cho thuê mặt bằng bán lẻ đã trở nên rõ ràng hơn.

Các thông tin cập nhật khác

Trên thị trường liên tục có tin đồn VRE có thể bán một trong những TTTM của mình, có khả năng là Vincom Đồng Khởi. Giá bán có thể lên đến 900 triệu USD; tuy nhiên hiện chưa rõ diện tích bán là toàn bộ tòa Vincom Đồng Khởi gồm phần văn phòng và TTTM, hay chỉ gồm phần TTTM. HSC định giá phần TTTM của Vincom Đồng Khởi là khoảng 450-500 triệu USD.

VRE hiện có tỷ lệ vay nợ tại thời điểm cuối Q3/2021 rất thấp, là 0,9% trong khi việc bán tài sản (nếu xảy ra) có thể làm tăng lượng tiền mặt của VRE, tạo điều kiện cho việc chi trả cổ tức tiền mặt cao trong tương lai.

Duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC hiện khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 38.600đ; dựa trên phương pháp định giá tổng hợp từng phần.

Cho năm 2021, HSC dự báo lợi nhuận thuần giảm 42,7% xuống còn 1.365 tỷ đồng với doanh thu đạt 7 nghìn tỷ đồng (giảm 16,4%) do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 sẽ hồi phục mạnh, tăng gần gấp đôi lên 2,7 nghìn tỷ đồng; và tăng trưởng tiếp 28,8% trong năm 2023 lên 3,5 nghìn tỷ đồng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/1

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Doanh thu	9,259	8,329	8,515	9,610	10,765
Lợi nhuận gộp	4,405	3,821	4,134	5,091	5,627
Chi phí BH&QL	(820)	(729)	(809)	(894)	(1,001)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,585	3,093	3,326	4,197	4,626
Lãi vay thuần	(37.4)	(191)	(252)	(307)	(272)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	30.4	91.3	40.0	0	0
LNTT	3,578	2,993	3,114	3,890	4,353
Chi phí thuế TNDN	(729)	(610)	(623)	(778)	(871)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.45)	(0.45)	(0.47)	(0.59)	(0.66)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,848	2,382	2,491	3,111	3,482
Lợi nhuận thuần ĐC	2,824	2,309	2,451	3,111	3,482
EBITDA ĐC	5,032	4,569	4,894	5,826	6,372
EPS (đồng)	1,225	1,048	1,096	1,369	1,532
EPS ĐC (đồng)	1,214	1,016	1,078	1,369	1,532
DPS (đồng)	1,050	-	-	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,326	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tiền & tương đương tiền	1,388	3,051	4,883	3,521	2,130
Đầu tư ngắn hạn	789	1,894	1,894	1,894	1,894
Phải thu khách hàng	724	1,533	1,743	2,026	2,022
Hàng tồn kho	986	520	500	228	(85.3)
Các tài sản ngắn hạn khác	1,183	101	106	115	125
Tổng tài sản ngắn hạn	5,070	7,099	9,126	7,784	6,087
TSCĐ hữu hình	450	430	413	396	380
TSCĐ vô hình	23.4	20.0	13.3	6.66	3.32
Bất động sản đầu tư	28,064	27,599	29,468	29,839	31,901
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,231	4,622	4,141	4,802	5,601
Tổng tài sản dài hạn	30,768	32,670	34,035	35,044	37,886
Tổng cộng tài sản	35,839	39,769	43,161	42,828	43,972
Nợ ngắn hạn	19.4	19.9	19.9	19.9	19.9
Phả trả người bán	2,055	741	927	957	1,088
Nợ ngắn hạn khác	1,939	1,978	1,776	2,003	2,241
Tổng nợ ngắn hạn	4,780	3,491	3,548	3,839	4,248
Nợ dài hạn	2,765	5,706	6,550	5,086	4,611
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	80.2	78.2	78.2	78.2	78.2
Nợ dài hạn khác	1,259	1,158	1,158	1,158	1,158
Tổng nợ dài hạn	4,105	6,943	7,786	6,323	5,848
Tổng nợ phải trả	8,885	10,434	11,335	10,162	10,096
Vốn chủ sở hữu	26,920	29,301	31,792	32,631	33,841
Lợi ích cổ đông thiểu số	33.9	34.3	34.8	35.4	36.1
Tổng vốn chủ sở hữu	26,954	29,336	31,827	32,666	33,877
Tổng nợ phải trả và VCSH	35,839	39,769	43,161	42,828	43,972
BVPS (đ)	11,847	12,895	13,991	14,360	14,893
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,396	2,675	1,686	1,584	2,501

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBIT	3,585	3,093	3,326	4,197	4,626
Khấu hao	(1,447)	(1,476)	(1,568)	(1,629)	(1,747)
Lãi vay thuần	(37.4)	(191)	(252)	(307)	(272)
Thuế TNDN đã nộp	(663)	(593)	(623)	(778)	(871)
Thay đổi vốn lưu động	(588)	222	(691)	(464)	(157)
Khác	84.8	169	403	348	286
LCT thuần từ HKKD	3,567	3,904	3,443	4,350	5,146
Đầu tư TS dài hạn	(3,942)	(4,280)	(2,454)	(1,976)	(3,790)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	1,609	0	0	0	0
Khác	2,129	(882)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(205)	(5,162)	(2,454)	(1,976)	(3,790)
Cổ tức trả cho CSH	(2,451)	0	0	(2,272)	(2,272)
Thu từ phát hành CP	(1,954)	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	2,920	843	(1,464)	(475)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(4,405)	2,920	843	(3,736)	(2,747)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,431	1,388	3,051	4,883	3,521
LCT thuần trong kỳ	(1,043)	1,663	1,832	(1,362)	(1,391)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,388	3,051	4,883	3,521	2,130
Dòng tiền tự do	(375)	(376)	989	2,374	1,356

Các chỉ số tài chính	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	47.6	45.9	48.6	53.0	52.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	54.3	54.9	57.5	60.6	59.2
Tỷ suất LNT (%)	30.8	28.6	29.3	32.4	32.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	20.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.48	(10.0)	2.23	12.9	12.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	24.3	(9.21)	7.10	19.1	9.38
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	19.9	(18.2)	6.14	27.0	11.9
Tăng trưởng EPS (%)	18.6	(14.4)	4.56	24.9	11.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	20.0	(16.3)	6.14	27.0	11.9
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	85.7	-	-	73.0	65.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.3	8.47	8.15	9.66	10.5
ROACE (%)	11.3	9.19	8.76	10.7	11.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.25	0.22	0.21	0.22	0.25
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.99	1.26	1.04	1.04	1.11
Số ngày tồn kho	74.1	42.1	41.7	18.4	(6.06)
Số ngày phải thu	54.5	124	145	164	144
Số ngày phải trả	155	60.0	77.3	77.3	77.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	6.94	10.6	6.79	6.30	8.78
Nợ/tài sản (%)	9.08	15.5	16.3	13.0	11.6
EBIT/lãi vay (lần)	95.8	16.2	13.2	13.7	17.0
Nợ/EBITDA (lần)	0.65	1.35	1.44	0.96	0.80
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.06	2.03	2.57	2.03	1.43
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	8.68	9.81	9.48	8.39	7.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.0	17.9	16.5	13.8	12.8
P/E (lần)	28.4	33.2	31.7	25.4	22.7
P/E ĐC (lần)	28.6	34.2	32.2	25.4	22.7
P/B (lần)	2.93	2.69	2.48	2.42	2.33
Lợi suất cổ tức (%)	3.02	-	-	2.88	2.88

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn