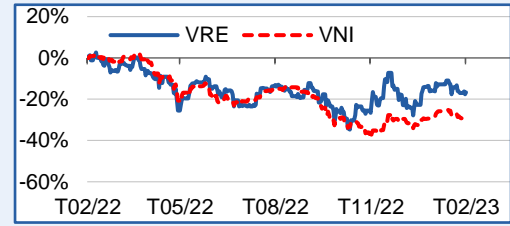




CTCP Vincom Retail (VRE) [MUA +40,8%]

Cập nhật

Ngành	BDS	2022	2023F	2024F	2025F	
Ngày báo cáo	17/02/2023	TT DT	24,1%	39,9%	1,8%	19,8%
Giá hiện tại	28.400VND	TT EPS	108,0%	39,5%	9,6%	22,7%
Giá mục tiêu hiện tại	40.000VND	Biên LN gộp	51,5%	52,3%	54,8%	54,8%
Last Giá mục tiêu	37.500VND	Biên LN ròng	37,4%	37,3%	40,2%	41,1%
TL tăng	+40,8%	EV/EBITDA	13,0x	9,9x	9,1x	7,7x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	1,9x	1,7x	1,6x	1,4x
Tổng mức sinh lời	+40,8%	P/E	23,6x	16,9x	15,4x	12,6x



		VRE	Peers*	VNI
GT vốn hóa	2,7 tỷ USD	23,6x	33,8x	13,6x
Room KN	457,7tr USD	1,9x	3,4x	1,7x
GTGD/ngày (30n)	1,9tr USD	Nợ ròng/CSH	-11,8%	117,8%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	8,6%	10,7%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ	ROA	6,8%	3,6%
Pha loãng	2,3 tỷ			

TT Tổng quan công ty

VRE, trong đó Vingroup (VIC) có tỷ lệ sở hữu 60.3%, là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích GFA sàn bán lẻ đạt 1.75 triệu m2.

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

Đà phục hồi cho thuê bán lẻ sẽ tiếp tục trong năm 2023

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Vincom Retail (VRE) với giá mục tiêu là 40.000 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn 7% so với Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi chủ yếu là do biên LN gộp cao hơn trong năm 2023 của chúng tôi đối với mảng cho thuê bán lẻ, ghi nhận doanh thu và biên LN gộp cao hơn cho mảng bán bất động sản trong năm 2023 và dự phóng cao hơn của chúng tôi đối với các trung tâm thương mại mới sẽ ra mắt vào giai đoạn các năm 2024-2027.
- Chúng tôi nâng 17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2023 đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (+39% YoY) chủ yếu nhờ đóng góp cao hơn từ mảng bất động sản. Mức dự phóng tăng trưởng mạnh YoY của LNST sau lợi ích CĐTTS 2023 được thúc đẩy bởi (1) đà phục hồi của các doanh nghiệp thuê, (2) không còn gói hỗ trợ dịch COVID-19, (3) đóng góp cả năm từ các trung tâm thương mại mới mở trong nửa đầu năm 2022 - bao gồm VMM Smart City - và (4) doanh số bán bất động sản đạt kết quả cao hơn YoY.
- Định giá của VRE là hấp dẫn với P/E 2023 là 16,9 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) so với P/E 2023 chung của các công ty cùng ngành trong khu vực là 25,5 lần, ngoài tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS 2022-2027 dự kiến của chúng tôi là 22% cho VRE, nhờ kỳ vọng của chúng tôi về những đóng góp bổ sung từ các trung tâm thương mại mới và cải thiện biên LN gộp nói chung.
- Chúng tôi tin rằng VRE có vị thế tốt để tận dụng sự phát triển của mảng bán lẻ hiện đại tại Việt Nam bằng cách tận dụng các lợi thế cạnh tranh, bao gồm vị trí đắc địa, quy mô rộng khắp trên toàn quốc và khả năng tiếp cận quỹ đất lớn nhất Việt Nam.
- Rủi ro tiêu cực đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Mở rộng trung tâm thương mại mới chậm hơn dự kiến do lo ngại về những thách thức và áp lực lạm phát có thể khiến ngành cho thuê bán lẻ phục hồi chậm hơn dự kiến

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng cho thuê bán lẻ sẽ tăng trưởng ổn định trong năm 2023.

VRE đã cung cấp cho khách thuê gói hỗ trợ trị giá 464 tỷ đồng trong quý 1/2022 nhưng chỉ ở mức tối thiểu trong thời gian còn lại của năm 2022. Chúng tôi cho rằng sẽ không có gói hỗ trợ COVID-19 nào trong năm 2023 nhưng kỳ vọng sẽ ghi nhận các chi phí liên quan đến (1) marketing và sự kiện trong mùa lễ hội và (2) hỗ trợ cho một số khách thuê trong trung tâm thương mại tại các khu vực ngoại thành vốn chưa phục hồi nhanh sau 2 năm dịch COVID-19. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ năm 2023 của VRE sẽ tăng 22% đạt 4,4 nghìn tỷ đồng so với năm 2022.

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ khai trương 2 trung tâm thương mại vào năm 2023, điều này sẽ tái khẳng định vị thế là chủ đầu tư TTTM hàng đầu và có uy tín. Ban lãnh đạo có kế hoạch khai trương 2 TTTM: VMM Grand Park (diện tích sàn - GFA khoảng 46.000 m2 - dự kiến sẽ khai trương vào nửa cuối năm 2023) và VCP Hà Giang (diện tích khoảng 10.000 m2 - dự kiến mở cửa vào nửa cuối năm 2023), sẽ nâng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE gần 1,8 triệu m2 vào cuối năm 2023.

Chúng tôi dự kiến GFA cho thuê bán lẻ bổ sung là khoảng 274.000 m2/năm trong giai đoạn 2024-2027, điều này hỗ trợ một phần cho dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS 22% giai đoạn 2022-2027 của chúng tôi.

Lượng backlog (hợp đồng đã ký và chưa ghi nhận) cao hỗ trợ lợi nhuận mảng BĐS năm 2023. Theo ban lãnh đạo, tổng doanh thu chưa ghi nhận vào cuối năm 2022 đạt 2,7 nghìn tỷ đồng - chủ yếu là các dự án ở Quảng Trị và Điện Biên. Hầu hết các dự án này dự kiến sẽ được bàn giao vào năm 2023 và do đó sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong năm. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận gộp mảng bất động sản năm 2023 là 882 tỷ đồng so với 278 tỷ đồng trong năm 2022.

Báo cáo Tài chính

P&L (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue	7,309	10,227	10,414	12,475
COGS	-3,545	-4,330	-4,867	-5,597
Gross Profit	3,764	5,347	5,707	6,842
Sales & Marketing exp	-172	-378	-423	-483
General & Admin exp	-371	-316	-354	-404
Operating Profit	3,220	4,526	4,964	5,967
Financial income	539	566	594	623
Financial expenses	-359	-264	-264	-96
- o/w interest expense	-359	-264	-264	-96
Associates	0	0	0	0
Net other income/(loss)	73	0	0	0
Profit before Tax	3,473	4,828	5,294	6,495
Income Tax	-737	-1,014	-1,112	-1,364
NPAT before MI	2,736	3,814	4,182	5,131
Minority Interest	1	0	0	0
NPAT less MI, reported	2,735	3,814	4,182	5,131
NPAT less MI, adjusted	2,735	3,814	4,182	5,131
EBITDA	4,672	6,117	6,685	7,918
EPS reported, VND	1,204	1,678	1,840	2,258
EPS adjusted, VND	1,204	1,678	1,840	2,258
EPS fully diluted, VND	1,204	1,678	1,840	2,258
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%
RATIOS	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth				
Revenue growth	24.1%	39.9%	1.8%	19.8%
Op profit (EBIT) growth	83.3%	40.5%	9.7%	20.2%
PBT growth	105.2%	39.0%	9.6%	22.7%
EPS growth, adjusted	108.0%	39.5%	9.6%	22.7%
Profitability				
Gross Profit Margin	51.5%	52.3%	54.8%	54.8%
Op Profit, (EBIT) Margin	44.1%	44.3%	47.7%	47.8%
EBITDA Margin	63.9%	59.8%	64.2%	63.5%
NPAT-MI Margin, adj,	37.4%	37.3%	40.2%	41.1%
ROE	8.6%	10.8%	10.7%	11.7%
ROA	6.8%	8.6%	8.7%	9.9%
Efficiency	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Inventory On Hand	90.7	109.3	127.0	129.6
Days Accts, Receivable	70.9	54.5	65.0	61.8
Days Accts, Payable	64.4	73.3	76.8	74.0
Cash Conversion Days	97.2	90.5	115.2	117.4
Liquidity				
Current Ratio x	1.8	2.2	1.9	2.6
Quick Ratio x	1.6	1.9	1.6	2.2
Cash Ratio x	1.2	1.4	1.2	1.7
Debt / Assets	7.5%	4.8%	4.4%	0.4%
Debt / Capital	8.7%	5.6%	5.0%	0.5%
Net Debt / Equity	-11.8%	-13.8%	-14.9%	-18.5%
Interest Coverage x	9.0	17.2	18.8	62.4

B/S (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Cash & equivalents	7,020	7,240	8,238	8,760
ST investment	97	97	97	97
Accounts receivables	1,352	1,703	2,005	2,223
Inventories	1,178	1,416	1,972	2,004
Other current assets	835	835	835	835
Total Current assets	10,482	11,291	13,147	13,919
Fix assets, gross	692	707	1,207	2,207
- Depreciation	-274	-357	-427	-583
Fix assets, net	418	349	780	1,624
LT investment	0	3,500	7,000	10,500
LT assets other	31,759	30,621	29,036	27,306
Total LT assets	32,177	34,471	36,815	39,429
Total Assets	42,659	45,762	49,962	53,348
Accounts payable	725	1,014	1,033	1,237
Short-term debt	1,065	65	2,014	65
Other ST liabilities	4,028	4,028	4,028	4,028
Total current liabilities	5,818	5,108	7,075	5,331
Long term debt	2,121	2,121	172	172
Other LT liabilities	1,336	1,336	1,336	1,336
Total Liabilities	9,275	8,564	8,583	6,838
Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	23,288	23,288	23,288	23,288
Share premium	47	47	47	47
Retained earnings	12,023	15,837	20,019	25,150
Other equity	-2,007	-2,007	-2,007	-2,007
Minority interest	32	32	32	32
Total equity	33,383	37,197	41,379	46,510
Liabilities & equity	42,659	45,762	49,962	53,348
Y/E shares out, mn	2,272	2,272	2,272	2,272
CASH FLOW (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Beginning Cash Balance	3,297	7,020	7,240	8,238
Net Income	2,735	3,814	4,182	5,131
Dep, & amortization	1,452	1,591	1,721	1,951
Chge in Working Cap	822	-299	-839	-46
Other adjustments	99	0	0	0
Cash from Operations	5,108	5,105	5,064	7,036
Capital Expenditures, net	-2,538	-3,885	-4,065	-4,565
Investments, net	838	0	0	0
Cash from Investments	-1,364	-3,885	-4,065	-4,565
Dividends Paid	0	0	0	0
Δ in Share Capital	0	0	0	0
Δ in ST debt	0	-1,000	1,949	-1,949
Δ in LT debt	-21	-1	-1,949	0
Other financing C/F	0	0	0	0
Cash from Financing	-21	-1,001	0	-1,949
Net Change in Cash	3,723	220	999	522
Ending Cash Balance	7,020	7,240	8,238	8,760

Nguồn: Báo cáo tài chính của VRE, VCSC dự báo

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.