

MUA

Giá mục tiêu: **32.100 VND (▲17%)**

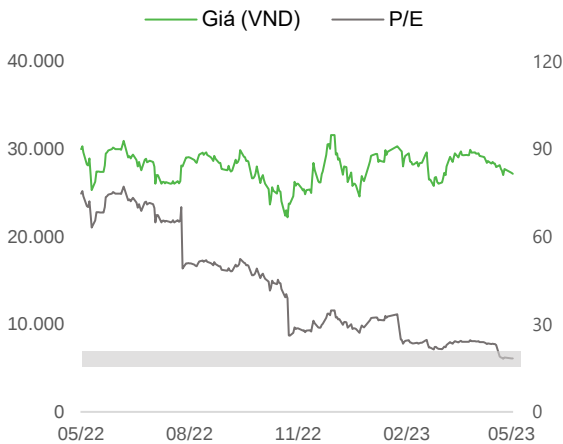
Cập nhật: 08/05/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Số lượng TTTM tiếp tục gia tăng bất chấp kinh tế khó khăn. Tỷ lệ lấp đầy tăng nhẹ so với năm 2022.

Tiêu cực: Thị trường BĐS vẫn ảm đạm. Tình hình kinh tế khó khăn khiến người dân thắt chặt chi tiêu, nhiều doanh nghiệp thu hẹp hoạt động.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu giao dịch quanh vùng giá 25.500-26.500, tương đương với mức P/E khoảng 17,2 lần.



Dữ liệu thị trường	
Ngành nghề	Cho thuê BĐS
Giá hiện tại (VND/cp)	27.450
Vốn hóa (Tỷ VND)	62.034
Số lượng CPLH (triệu cp)	2.272
EPS 4 quý gần nhất	1.488
P/B	2,2
Cao nhất 52 tuần	31.650
Thấp nhất 52 tuần	21.400

VRE

CTCP Vincom Retail



TỔNG QUAN

VRE là doanh nghiệp con thuộc Tập đoàn Vingroup, đồng thời là một trong những doanh nghiệp vận hành, phát triển và cho thuê hệ thống trung tâm thương mại hàng đầu Việt Nam với thương hiệu Vincom. Hiện nay VRE đang sở hữu 83 TTTM, tương đương khoảng 1,75 triệu m2 diện tích sàn bán lẻ tại 44 tỉnh, thành phố trên cả nước, trong đó Hà Nội và TP.HCM chiếm gần 60% tổng diện tích sàn và đóng góp hơn 70% tổng doanh thu mảng cho thuê Bất động sản đầu tư và các dịch vụ liên quan của công ty trong năm 2022.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Hoạt động kinh doanh vẫn tích cực bất chấp khó khăn

Bất chấp tình hình kinh tế khó khăn, VRE vẫn mở mới 2 TTTM trong năm 2022 với tỷ lệ lấp đầy cam kết khoảng 94%. Dự kiến doanh nghiệp sẽ mở mới thêm 2 TTTM trong năm nay, trong đó có TTTM Vincom Mega Mall Grand Park tại TP.HCM, cung ứng ra thị trường 48.000 m2 diện tích sàn cho thuê (GFA). Ngoài ra, VRE đã tích cực hợp tác với các đối tác lớn, kết hợp với việc duy trì 1 số gói hỗ trợ khách thuê mặt bằng, từ đó giúp tăng tỷ lệ lấp đầy bình quân từ 82,5% trong năm 2021 lên 83,5% vào thời điểm cuối năm 2022.

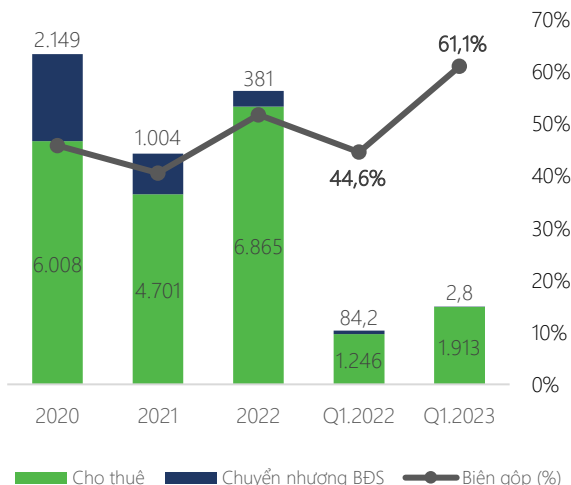
Từng bước giải quyết bài toán tối ưu chi phí

Cơ cấu chi phí của VRE được cho là đã sẵn chắc. Về chi phí năng lượng (chiếm 40% cơ cấu chi phí), bằng việc lắp đặt các tấm pin năng lượng mặt trời, VRE đã tiết kiệm được 2,3% chi phí mảng này. Trong khi đó đối với chi phí nhân sự (chiếm 30-35% cơ cấu chi phí), VRE đã tiết giảm 30% định biên trong giai đoạn 2019-2022 thông qua việc nâng cao năng suất và áp dụng công nghệ trong quy trình quản lý.

Mảng chuyển nhượng BĐS kỳ vọng tạo đột biến

VRE đã bán 2 dự án shophouse tại Quảng Trị và Điện Biên, gồm 556 căn với giá trị khoảng 2.355 tỷ đồng trong năm 2022 nhưng vẫn chưa ghi nhận doanh thu. Dự kiến doanh thu sẽ được ghi nhận vào năm 2023. Hiện tại, VRE đã ghi nhận giá trị tiền cọc từ khách hàng khoảng 1.400 tỷ đồng trong Q1/23.

CƠ CẤU DOANH THU



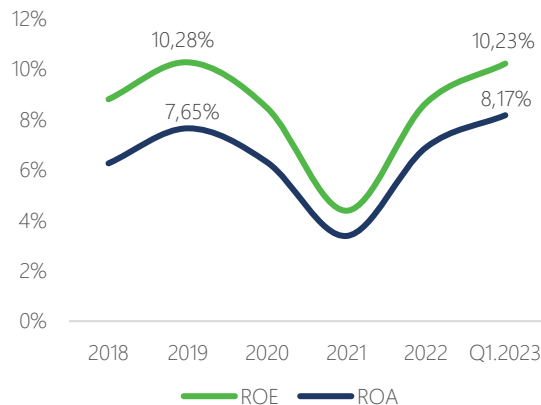
KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu hồi phục, biên gộp tăng mạnh

Kết thúc Q1.2023, VRE ghi nhận mức doanh thu thuần đạt 1.943 tỷ (+42% YoY). Trong đó, mảng cho thuê trung tâm thương mại chiếm hầu hết trong cơ cấu doanh thu, đạt 1.913 tỷ đồng (+54% YoY). Biên lợi nhuận gộp của VRE đạt mức 61,1% trong Q1.2023, cao hơn so với mức 44,6% cùng kỳ năm 2022.

Nhờ đà hồi phục trong mảng cho thuê trung tâm thương mại cùng với việc tối ưu hóa các loại chi phí và cắt giảm các gói hỗ trợ khách hàng thuê mặt bằng, lợi nhuận sau thuế của VRE ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, đạt 1.024 tỷ (+171% YoY) và tăng 23% so với quý trước đó.

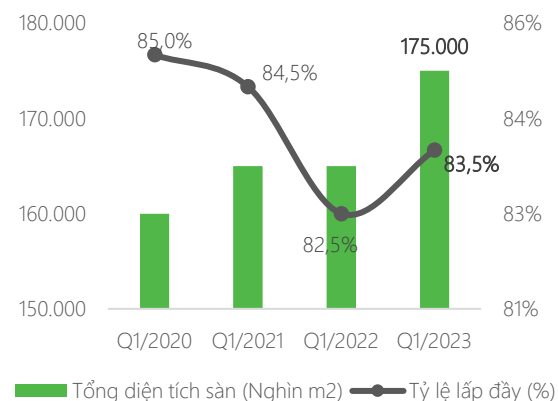
TỶ SUẤT SINH LỜI



Tỷ suất sinh lời phản ánh hiệu quả hoạt động

Lũy kế 4 quý liên tiếp tính tới Q1.2023, các chỉ số sinh lời của VRE đều đã hồi phục về bằng hoặc hơn so với thời điểm năm 2019 trước khi xảy ra dịch. Sự hồi phục của VRE đến từ việc doanh nghiệp vẫn lên kế hoạch mở mới các TTMM dù trong điều kiện kinh tế khó khăn và đạt được tỷ lệ lấp đầy cao cũng như dần tối ưu hóa được các loại chi phí. Bên cạnh đó VRE cũng sở hữu lượng tiền và tương đương tiền lớn, đạt 7.295 tỷ (+87,6% YoY), từ đó đem về khoản doanh thu tài chính 224 tỷ, đóng góp lớn cho sự trưởng lợi nhuận.

TÌNH TRẠNG CHO THUÊ MẶT BẰNG CỦA VRE



Tỷ lệ lấp đầy phục hồi thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Tỷ lệ lấp đầy của VRE tính tới hết Q1.2023 đạt 83,5%, cao hơn mức 82,5% cùng kỳ năm 2022. Sự phục hồi này là nhờ VRE đã có những chính sách hỗ trợ khách thuê để đồng thời duy trì lượng khách cũ và thu hút khách hàng mới. Đặc biệt, với chiến lược nâng cấp định vị, VRE sẽ tập trung vào nhóm khách hàng là các nhãn hàng được yêu thích trong nước và các nước khu vực Châu Á. DSC kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của VRE trong giai đoạn cuối năm nay sẽ đạt từ 85 - 88%, từ giúp doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận trong mảng cho thuê TTMM.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Kể từ khi được niêm yết trên sàn vào năm 2017, VRE chỉ trả cổ tức bằng tiền duy nhất vào năm 2018 với tỷ lệ 10,5% do doanh nghiệp tập trung sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và mở rộng hoạt động kinh doanh.

Định giá

P/E của VRE (tại giá đóng cửa ngày 08/05/2023) đạt 18,4 lần, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 33,5 lần.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC kỳ vọng hoạt động cho thuê mặt bằng thương mại của VRE sẽ tiếp tục khởi sắc và mảng chuyển nhượng BĐS có thể sẽ ghi nhận khoản doanh thu từ việc bán 2 dự án shophouse tại Quảng Trị và Điện Biên, từ đó DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận của VRE trong năm cả năm 2023 sẽ đạt lần lượt 10.570 tỷ (+43,6% YoY) và 4.180 tỷ (+50,5% YoY). Với mức dự phóng như trên, DSC ước tính EPS của VRE trong năm 2023 đạt 1.840 VND/cp, tương ứng với mức P/E forward 2023 đạt 14,9 lần. Bằng việc kết hợp phương pháp định giá so sánh P/E và Sum Of The Parts, DSC đưa ra định giá phù hợp cho VRE ở mức **32.100 VND/cp, upside 17%** so với giá đóng cửa ngày 08/05/2023.

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	5.891	7.361	10.570
Tăng trưởng DTT	-29,3%	+25%	+43,6%
Lợi nhuận gộp	2.392	3.817	5.710
Lợi nhuận sau thuế	1.315	2.777	4.180
Tăng trưởng LNST	-44,7%	+111%	+50,5%

BIỂU ĐỒ GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn

Phạm Vân Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Gia Khánh,
Chuyên viên Phân tích
khanh.ng@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn