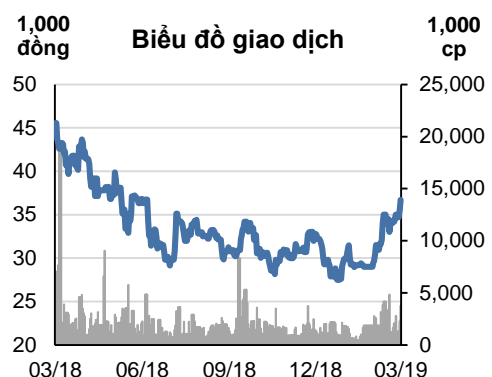


**VRE (HOSE) Tăng trưởng ổn định**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

**Bất động sản bán lẻ**

Giá thị trường (VND)	36,700
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	42,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	15.3%
Suất sinh lợi cổ tức	0.0%
Suất sinh lợi bình quân năm	15.3%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	32%	24%	12%	-19%
Tương đối	19%	17%	8%	-10%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thông kê 13/03/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	27.5k-45.6k
SL lưu hành (triệu cp)	2,329
Vốn hóa (tỷ đồng)	85,468
Vốn hóa (triệu USD)	3,684
% khối ngoại sở hữu	32%
SL cp tự do (triệu cp)	2,329
KLGD TB 3 tháng (cp)	1,659,713
VND/USD	23,199
Index: VNIndex / HNX	1,001/110

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu 13/03/2019**

Vingroup	56.8%
----------	-------

Nguồn: Stoxplus

**Trần Thị Ngọc Mai**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Mai.tt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

**Kết quả kinh doanh 2018**

Theo báo cáo tài chính chưa kiểm toán của VRE, doanh thu thuần tiếp tục đạt mức tăng trưởng ấn tượng 64% n/n lên tới 9,052 tỷ đồng trong năm 2018. Trong đó, 61% là từ cho thuê bất động sản đầu tư, 38% từ chuyển nhượng bất động sản và 1% còn lại đến từ những hoạt động khác.

**Bất động sản cho thuê tăng trưởng ổn định**

Tại ngày 31/12/2018, doanh thu cho thuê của VRE đạt 5,536 tỷ đồng (+24% n/n), đến từ 66 trung tâm thương mại (TTTTM) đang hoạt động, trong đó có 20 TTTM vừa khai trương trong năm. Tổng diện tích sàn xây dựng (GFA) là 1.45 triệu m2, chiếm 44% quy mô thị trường (theo JLL, tổng quy mô thị trường tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội là khoảng 2.7 triệu m2 vào năm 2018).

Bên cạnh việc nhanh chóng mở rộng diện tích bán lẻ, VRE sẽ tiếp tục tập trung vào việc cải thiện tỷ lệ lấp đầy của các TTTM hiện có. Trong năm 2018, VRE đã sắp xếp lại các khách thuê, ưu tiên phân khúc F&B, dịch vụ và vật dụng hộ gia đình; cải tạo các trung tâm với dự đoán về khách thuê tiềm năng để cải thiện tỷ lệ lấp đầy từ 87.6% lên 89.9%.

Năm 2019, VRE có kế hoạch mở mới 13 TTTM, nâng mạng lưới lên 79 TTTM trên toàn quốc và tăng tổng GFA bán lẻ lên 1.6 triệu m2. Nhìn lại lịch sử phát triển của VRE (Hình 05), kế hoạch mở mới năm 2019 khá khiêm tốn so với các năm trước. Theo VRE, lý do đến từ việc bàn giao các trung tâm thương mại trong năm 2019 khá ít và sẽ dời sang 2020. Dẫn tới kế hoạch mở mới trong 2020 tăng mạnh từ 25-30 trung tâm.

**Bất động sản chuyển nhượng đóng góp không đáng kể**

Doanh số bất động sản bùng nổ trong năm 2018 với mức tăng trưởng ấn tượng 261% n/n, từ 951 tỷ đồng năm 2017 lên 3,432 tỷ đồng năm 2018 đến từ việc bàn giao Đà Nẵng Condotel (khoảng 95%) và dự án khu dân cư tại Bắc Ninh.

Năm 2019, doanh thu dự kiến sẽ đến từ các dự án shophouse và phần còn lại của dự án Bắc Ninh và Condotel Đà Nẵng. Hơn nữa, cho đến nay vẫn chưa có thêm dự án mới nào được công bố. Do đó, chúng tôi ước tính rằng doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản sẽ giảm 38% n/n xuống còn 2,115 tỷ đồng trong năm 2019.

**Duy trì khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG**

Là công ty bất động sản thương mại hàng đầu tại Việt Nam, VRE có mạng lưới trên toàn quốc với 66 TTTM và GFA là 1.45 triệu m2. Chúng tôi đánh giá rất cao sự hỗ trợ từ công ty mẹ - Vingroup cũng như hệ sinh thái hoàn hảo mà VRE được thừa hưởng. Trên thực tế, sự phát triển của Vinhomes (công ty về bất động sản của Vingroup) cùng với các dự án dân cư lớn như Vincity, Vinhomes Central Park... sẽ là động lực phát triển cho hoạt động kinh doanh của VRE. Sử dụng phương pháp DCF, chúng tôi định giá cổ phiếu VRE là **42,300 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

## Dự phóng

Tỷ đồng	2017	2018U	2019E	2020E
<b>Doanh thu</b>	<b>5,518</b>	<b>9,052</b>	<b>9,092</b>	<b>9,447</b>
<i>Cho thuê bất động sản đầu tư</i>	4,455	5,536	6,879	7,466
<i>Chuyển nhượng bất động sản</i>	951	3,432	2,115	1,890
<i>Khác</i>	112	84	98	91
<b>Tăng trưởng DT năm (%)</b>	<b>-14%</b>	<b>64%</b>	<b>0%</b>	<b>4%</b>
<i>Cho thuê bất động sản đầu tư</i>	17%	24%	24%	9%
<i>Chuyển nhượng bất động sản</i>	-63%	261%	-38%	-11%
<i>Khác</i>	367%	-25%	17%	-7%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>2,717</b>	<b>5,410</b>	<b>5,005</b>	<b>5,747</b>
<i>Cho thuê bất động sản đầu tư</i>	2,113	2,666	3,313	4,235
<i>Chuyển nhượng bất động sản</i>	540	2,626	1,692	1,512
<i>Khác</i>	64	118	-	-
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,801</b>	<b>3,642</b>	<b>4,087</b>	<b>3,700</b>
<i>Cho thuê bất động sản đầu tư</i>	2,342	2,870	3,566	3,231
<i>Chuyển nhượng bất động sản</i>	411	806	423	378
<i>Khác</i>	48	-34	98	91
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>51%</b>	<b>40%</b>	<b>45%</b>	<b>39%</b>
<i>Cho thuê bất động sản đầu tư</i>	53%	52%	52%	43%
<i>Chuyển nhượng bất động sản</i>	43%	23%	20%	20%
<i>Khác</i>	43%	-40%	100%	100%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>2,231</b>	<b>2,891</b>	<b>3,333</b>	<b>2,916</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	16%	23%	24%	-9%
<i>Biên LN (%)</i>	40%	32%	37%	31%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,028</b>	<b>2,415</b>	<b>2,892</b>	<b>2,693</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-17%	19%	20%	-7%
<i>Biên LN (%)</i>	37%	27%	32%	29%

## Định giá

Chúng tôi định giá VRE bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) cho từng mảng hoạt động.

**Chuyển nhượng bất động sản**

Sử dụng phương pháp DCF cho hoạt động chuyển nhượng bất động sản, chúng tôi giả định rằng dòng tiền chủ yếu đến từ các shophouse cho đến năm 2026, khi số lượng TTTM lên tới 200.

Tỷ đồng	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	379	339	147	147	163	163	163	163
NOPAT	304	271	118	118	131	131	131	131
WACC	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Hệ số chiết khấu	1.00	0.87	0.76	0.66	0.57	0.50	0.43	0.38
<b>Giá trị dòng tiền hiện tại</b>	<b>951</b>							

### Cho thuê bất động sản

Vì VRE đã lên kế hoạch vận hành tới 200 trung tâm, chúng tôi ước tính doanh thu cho thuê và dòng tiền như sau:

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Số lượng TTTM mở mới</b>	<b>13</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
<i>Vincom Center</i>	1	0	1	1	1	1	1	1
<i>Vincom Mega Mall</i>	0	1	1	1	1	1	1	2
<i>Vincom Plaza</i>	9	15	9	9	10	10	10	10
<i>Vincom +</i>	3	9	5	4	4	4	4	4
<b>Số lượng TTTM lũy kế</b>	<b>79</b>	<b>104</b>	<b>120</b>	<b>135</b>	<b>151</b>	<b>167</b>	<b>183</b>	<b>200</b>
<i>Vincom Center</i>	7	7	8	9	10	11	12	13
<i>Vincom Mega Mall</i>	3	4	5	6	7	8	9	11
<i>Vincom Plaza</i>	54	69	78	87	97	107	117	127
<i>Vincom +</i>	15	24	29	33	37	41	45	49
Tổng diện tích sàn xây dựng (m2)	1,653,147	2,114,147	2,654,578	3,022,294	3,410,010	3,797,725	4,185,441	4,704,872
Tỷ lệ lấp đầy (%)	88%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
<b>Doanh thu cho thuê (Tỷ đồng)</b>	<b>6,879</b>	<b>7,466</b>	<b>9,154</b>	<b>10,916</b>	<b>12,095</b>	<b>13,513</b>	<b>14,913</b>	<b>16,391</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,188</b>	<b>4,700</b>	<b>5,763</b>	<b>6,871</b>	<b>7,613</b>	<b>8,507</b>	<b>9,388</b>	<b>10,319</b>
EBIT (Tỷ đồng)	2,925	3,184	3,879	4,567	5,309	6,202	7,083	8,014
NOPAT (Tỷ đồng)	2,340	2,547	3,103	3,654	4,247	4,962	5,667	6,411
Tăng vốn lưu động	67	49	102	106	71	86	85	89
<b>FCFF (Tỷ đồng)</b>	<b>1,536</b>	<b>1,514</b>	<b>2,885</b>	<b>3,852</b>	<b>4,481</b>	<b>5,181</b>	<b>5,887</b>	<b>6,627</b>
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Hệ số chiết khấu	1.00	0.87	0.76	0.66	0.57	0.50	0.43	0.38
<b>PV của FCF (Tỷ đồng)</b>	<b>1,536</b>	<b>1,317</b>	<b>2,181</b>	<b>2,533</b>	<b>2,562</b>	<b>2,576</b>	<b>2,545</b>	<b>2,491</b>
PV giá trị vĩnh cửu (*)								78,157
<b>PV doanh thu cho thuê (Tỷ đồng)</b>	<b>93,407</b>							

(\*) Chúng tôi ước tính giá trị vĩnh cửu dựa trên phương pháp định giá EV/EBITDA vào năm 2026. Sử dụng EV/EBITDA trung bình trong khu vực là 19.7x (trung bình theo tỷ lệ vốn hóa) và EBITDA ước tính của VRE ở mức 10,319 tỷ đồng vào cuối năm 2026, EV của VRE sẽ là 93,407 tỷ đồng vào cuối năm 2019.

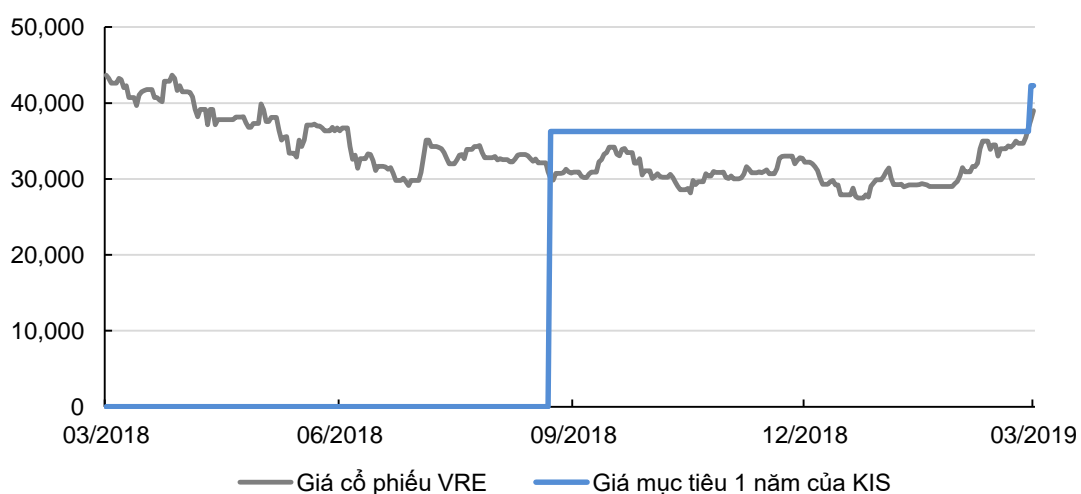
Do đó, chúng tôi định giá cổ phiếu VRE ở mức **42,300 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Với mức giá hiện tại là 36,700 đồng/cổ phiếu, tổng lợi nhuận kỳ vọng 1 năm là **15.3%**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu VRE.

Tỷ đồng	Giá trị
PV BĐS cho thuê	93,407
PV BĐS chuyển nhượng	951
Tổng PV	94,358
Nợ ròng	-4,146
Lợi ích cổ đông thiểu số	42
Số lượng CP lưu hành (triệu)	2,329
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>42,300</b>

### Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
VRE	05/09/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	36,245	37,638
	13/03/2019	TĂNG TỶ TRỌNG	42,300	

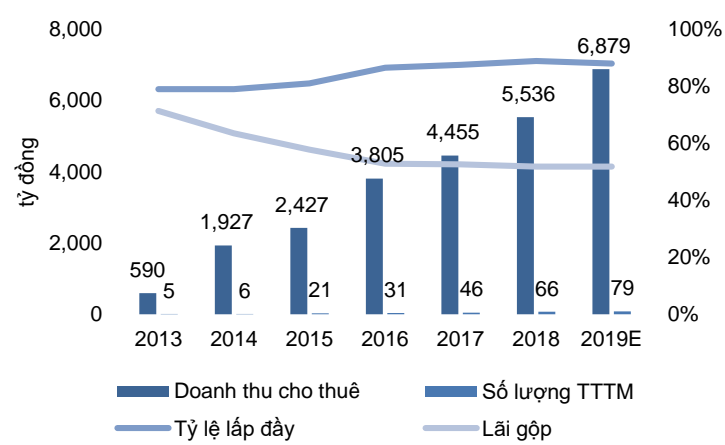
### Ước tính và dự phóng của công ty



Nguồn: Bloomberg, KIS

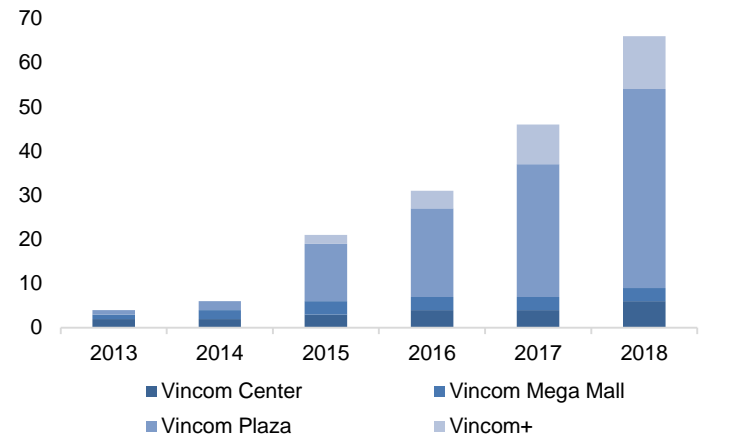
## Phụ lục

Hình 01. Doanh thu cho thuê



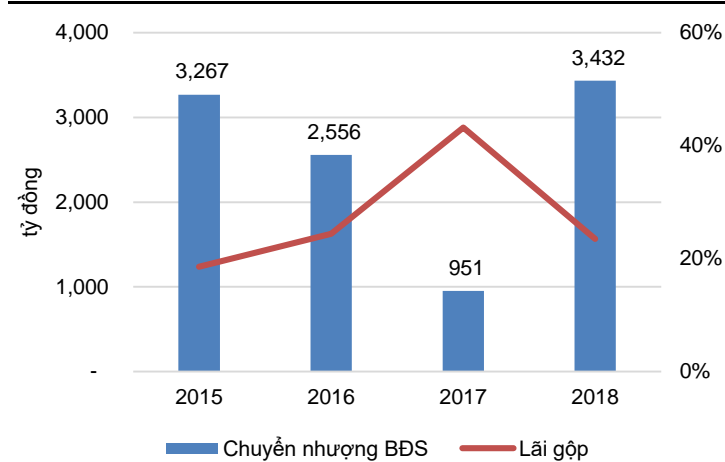
Nguồn: VRE, KIS

Hình 02. Số lượng trung tâm thương mại



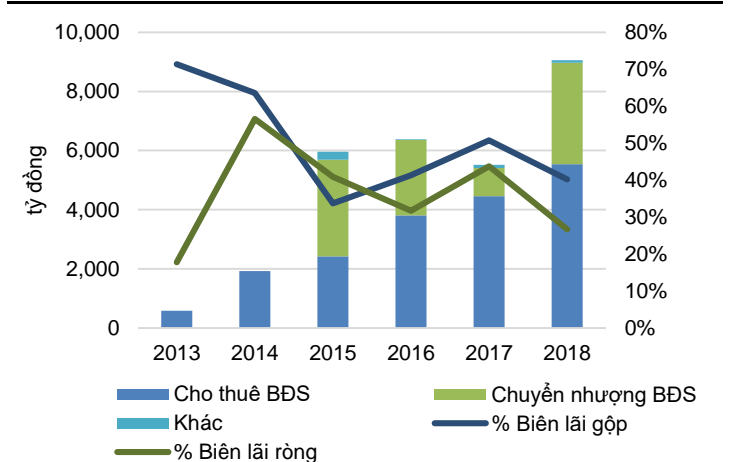
Nguồn: VRE, KIS

Hình 03. Doanh thu chuyển nhượng BĐS



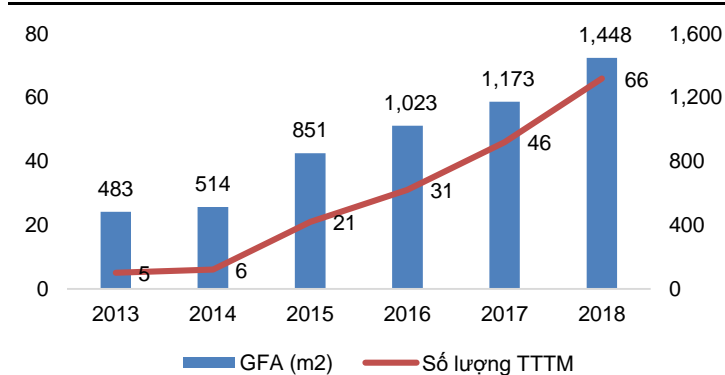
Nguồn: VRE, KIS

Hình 04. Kết quả kinh doanh



Nguồn: VRE, KIS

Hình 05. TTTM & Tổng diện tích sàn xây dựng



Nguồn: VRE, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 85,468 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,386</b>	<b>5,518</b>	<b>9,052</b>	<b>9,092</b>	<b>9,447</b>	
Tăng trưởng (%)	7%	-14%	64%	0%	4%	
Cho thuê BĐS	3,805	4,455	5,536	6,879	7,466	
Chuyển nhượng BĐS	2,556	951	3,432	2,115	1,890	
Khác	24	112	84	98	91	
<b>GVHB</b>	<b>3,743</b>	<b>2,717</b>	<b>5,410</b>	<b>5,005</b>	<b>5,747</b>	
Biên LN gộp (%)	41%	51%	40%	45%	39%	
Chi phí BH & QLDN	676	570	751	754	784	
<b>EBITDA</b>	<b>2,703</b>	<b>3,167</b>	<b>4,048</b>	<b>4,469</b>	<b>4,101</b>	
Biên lợi nhuận (%)	42%	57%	45%	49%	43%	
Khấu hao	737	936	1,157	1,136	1,184	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1,966</b>	<b>2,231</b>	<b>2,891</b>	<b>3,333</b>	<b>2,916</b>	
Biên LN HĐKD (%)	31%	40%	32%	37%	31%	
Chi phí lãi vay ròng	513	-65	-196	-282	-450	
% so với nợ ròng	8%	-8%	18%	9%	9%	
Khả năng trả lãi vay (x)	3.8	-34.2	-14.8	-11.8	-6.5	
Lãi/lỗ khác	1,135	-128	-33	-	-	
Lãi/lỗ từ cty liên kết	784	540	-	-	-	
Lãi/lỗ từ việc thanh lý các khoản đầu tư tài chính	-	618	-	-	-	
Bồi thường/tiền phạt chấm dứt hợp đồng	-	-140	-	-	-	
Khác	351	-1,146	33	0	0	
Thuế	148	141	638	723	673	
Thuế suất hiệu dụng (%)	6%	7%	21%	20%	20%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,440</b>	<b>2,028</b>	<b>2,415</b>	<b>2,892</b>	<b>2,693</b>	
Biên lợi nhuận (%)	38%	37%	27%	32%	29%	
Lợi ích CĐ thiểu số	3	0	9	0	0	
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>2,437</b>	<b>2,027</b>	<b>2,406</b>	<b>2,892</b>	<b>2,693</b>	
Số lượng CP (triệu)	1,517	1,901	2,329	2,329	2,329	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>427</b>	<b>553</b>	<b>1,033</b>	<b>1,242</b>	<b>1,157</b>	
Tăng EPS (%)	64%	-37%	53%	20%	-7%	
Cổ tức (VND)	530	664	-	-	-	

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	2,788	-5,300	-4,883	65	67
Capex	1,457	7,214	1,992	2,000	2,500
Dòng tiền khác	-9,300	6,797	4,686	0	0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>8,232</b>	<b>-5,747</b>	<b>1,776</b>	<b>1,964</b>	<b>1,311</b>
Phát hành cổ phiếu	2,152	8,609	455	0	0
Cổ tức	804	1,262	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	-9,580	-1,601	-2,231	-1,964	-1,311
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,649</b>	<b>49</b>	<b>-2,182</b>	<b>-4,146</b>	<b>-5,457</b>
Giá trị doanh nghiệp	84,353	82,752	80,532	78,569	77,258
<b>Tổng VCSH</b>	<b>24,683</b>	<b>26,094</b>	<b>28,511</b>	<b>31,403</b>	<b>34,097</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	31	31	42	42	42
<b>VCSH</b>	<b>24,653</b>	<b>26,063</b>	<b>28,469</b>	<b>31,362</b>	<b>34,055</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16,255	13,710	12,225	13,467	14,623
Nợ ròng / VCSH (%)	6.7%	0.2%	-7.7%	-13.2%	-16.0%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.6	0.0	-0.5	-0.9	-1.3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34,299</b>	<b>38,133</b>	<b>38,104</b>	<b>39,033</b>	<b>39,919</b>

*Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền*

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	12%	8%	9%	10%	8%
ROA (%)	7%	5%	6%	7%	7%
ROIC (%)	11%	8%	9%	10%	8%
WACC (%)	14%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	83.1	67.5	49.6	28.6	30.7
PBR (x)	1.3	2.6	2.9	2.6	2.4
PSR (x)	12.9	15.0	9.1	9.1	8.8
EV/EBITDA (x)	31.2	26.1	19.9	17.6	18.8
EV/Sales (x)	13.2	15.0	8.9	8.6	8.2
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính, lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

#### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.