

Khuyến nghị **MUA** CTCP VINCOM RETAIL (HSX: VRE) Tiềm năng hồi phục mạnh mẽ

Giá hiện tại	27,600	Ngày viết báo cáo:	16/10/2020	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu cũ	N/A	Số CP lưu hành (Triệu)	2,272	CTCP ĐT&PTĐT Sài Đồng	33.05%
Giá mục tiêu mới:	36,730	Vốn hóa (tỷ đồng)	64,988	Tập đoàn Vingroup	18.82%
Tỷ suất cổ tức	0%	KLGD BQ 10 phiên	3,300,265	CTCP PTĐT Nam Hà Nội	8.46%
Tiềm năng tăng giá	33%	Sở hữu nước ngoài	30.78%	Tổng cộng	60.33%

Chuyên viên PTCB

Nguyễn Thị Kiều Hạnh
(Vật liệu xây dựng, Bất động sản)
hanhntk@bsc.com.vn

Chuyên viên PTKT

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá mục tiêu 35,000
Giá cắt lỗ 25,000

ĐỊNH GIÁ *(Chi tiết tham khảo trang 13)*

Chúng tôi đánh giá cao vị thế đầu ngành bất động sản bán lẻ của VRE, khuyến nghị MUA với giá mục tiêu trong 1 năm tới là 36,730 đồng/CP. Giá mục tiêu của BSC dựa trên kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh EV/EBITDA với tỷ trọng 50-50

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH *(Chi tiết tham khảo trang 11)*

BSC ước tính doanh thu năm 2020 của VRE đạt 9,324 tỷ đồng (+0.7% yoy), LNST 2,392 tỷ đồng (-16.1% YoY), tương đương với EPS = 1,053 đồng/CP. Năm 2021 chúng tôi đánh giá VRE sẽ tăng trưởng tốt sau năm 2020 khó khăn với doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021F lần lượt là 12,156 tỷ (+30.4% YoY) và 3,746 tỷ (+56.6% YoY).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ *(Chi tiết tham khảo trang 5)*

- (1) Thị trường bán lẻ hiện đại của Việt Nam nhiều tiềm năng, được ủng hộ bởi tăng trưởng vĩ mô ổn định và các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi
- (2) Vincom Retail được hưởng lợi trọn vẹn từ tăng trưởng của ngành nhờ vị thế là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại hàng đầu tại Việt Nam
- (3) Vincom Retail được kỳ vọng có triển vọng hồi phục tốt hơn sau đại dịch so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực

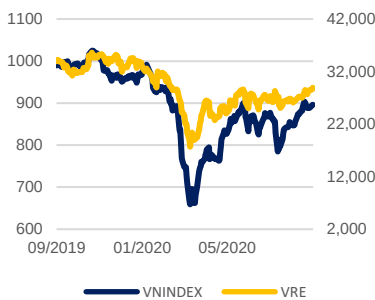
RỦI RO *(Chi tiết tham khảo trang 12)*

- (1) Rủi ro dịch bệnh
- (2) Rủi ro chu kỳ ngành bất động sản

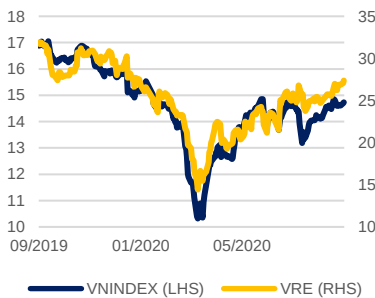
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP *(Chi tiết tham khảo trang 18)*

- (1) Lũy kế 6T2020, doanh thu đạt 3,316 tỷ đồng (-22.3% YoY), LNST 835 tỷ (-33.2% YoY) tương ứng hoàn thành 33.5% và 33.4% kế hoạch năm. Mảng cho thuê bất động sản và cung cấp dịch vụ: Ảnh hưởng nặng nề trong giai đoạn giãn cách xã hội nhưng đã có tín hiệu hồi phục tích cực.
- (2) Trong Q4/2020, công ty dự kiến đưa Vincom Mega Mall Ocean Park vào hoạt động. Các kế hoạch mở mới các TTTM còn lại của năm 2020 được chuyển sang 2021 nhằm tối ưu hóa thời điểm mở cửa.
- (3) Trong lần dịch bệnh quay trở lại gần đây, VRE không bị ảnh hưởng nhiều do chỉ có Vincom Plaza Ngô Quyền đóng cửa từ 28/07-05/09/2020 (trừ các gian hàng thiết yếu) và Vincom Plaza Buôn Ma Thuột đóng cửa từ 03/08-17/08/2020.

Bảng so sánh giá CP & VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



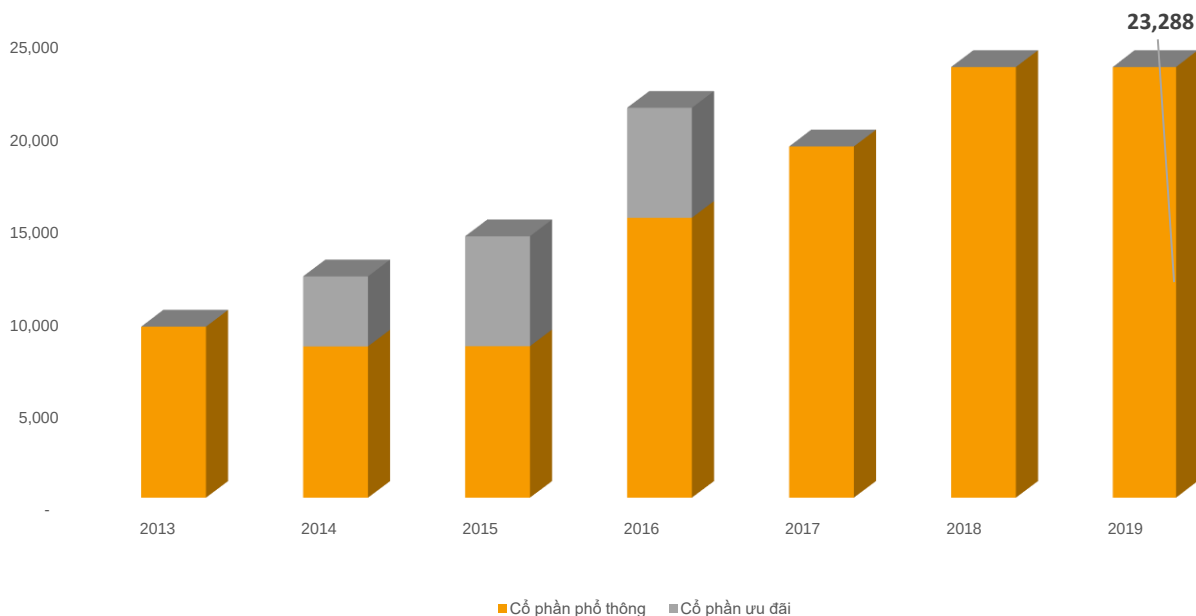
	2019	2020E	Peer	VNIndex		2018	2019	2020E	2021F
PE	27.7	26.0	22.2	14.1	Doanh thu	9,124	9,259	9,324	12,156
PB	2.9	2.0	2.6	1.9	Lợi nhuận gộp	3,641	4,404	3,978	5,921
PS	8.5	6.6	5.5	29	LNST	2,404	2,851	2,392	3,746
ROE (%)	10.3%	8.5%	9.43%	13.6%	EPS	1,033	1,224	1,053	1,648
ROA (%)	7.7%	6.2%	4.19%	2.4%	Biên LNG	39.9%	47.6%	42.7%	48.7%
EV/EBITDA	15.5	14.2	15.3	11.7	Nợ/ VCSH	35.7%	33.0%	40.8%	42.5%

Tổng quan doanh nghiệp

Vincom Retail là đơn vị phát triển và vận hành hệ thống trung tâm thương mại (TTTM) thương hiệu Vincom kể từ năm 2004. Đến nay, VRE đã thiết lập và giữ vững vị thế là nhà phát triển và vận hành các TTTM số 1 trên thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam.

Lịch sử phát triển và tăng vốn

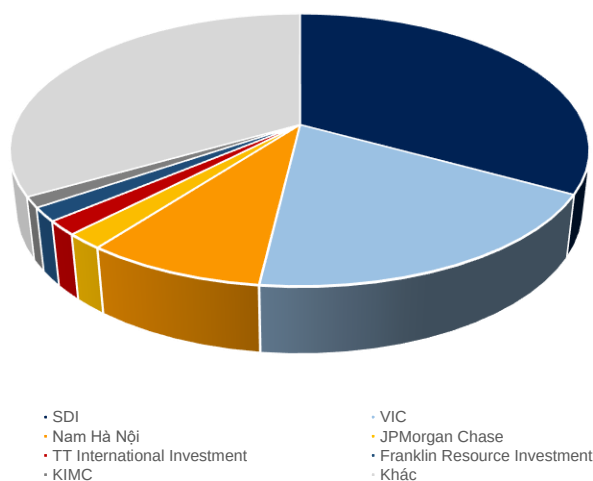
Biến động vốn góp của chủ sở hữu
(Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu tính đến 31/12/2019



Tập đoàn Vingroup và các bên liên quan (SDI, CTCP Phát triển đô thị Nam Hà Nội) hiện đang sở hữu trên 60% cổ phần tại VRE. Trước khi niêm yết, VRE đã nhận được 300 triệu USD vốn đầu tư của quỹ ngoại Warburg Pincus trong giai đoạn 2013-2015, tuy nhiên hiện quỹ này đã thoái vốn và rút khỏi HĐQT công ty. VRE được đánh giá là một khoản đầu tư dài hạn tốt để có thể hưởng lợi từ sự tăng trưởng của ngành bán lẻ và tiêu dùng tại Việt Nam nên được nhiều tổ chức lựa chọn nắm giữ.

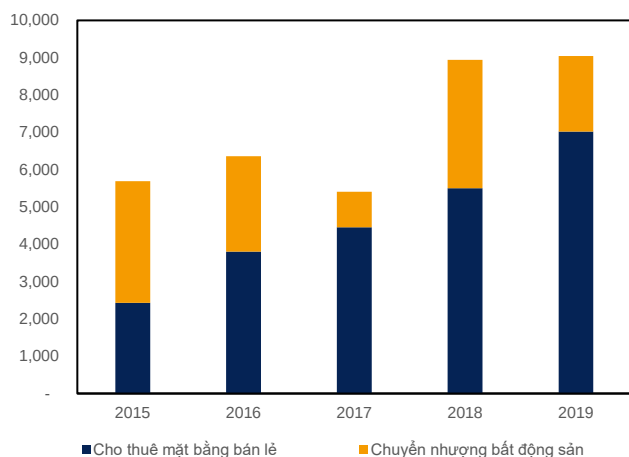
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tổng quan doanh nghiệp

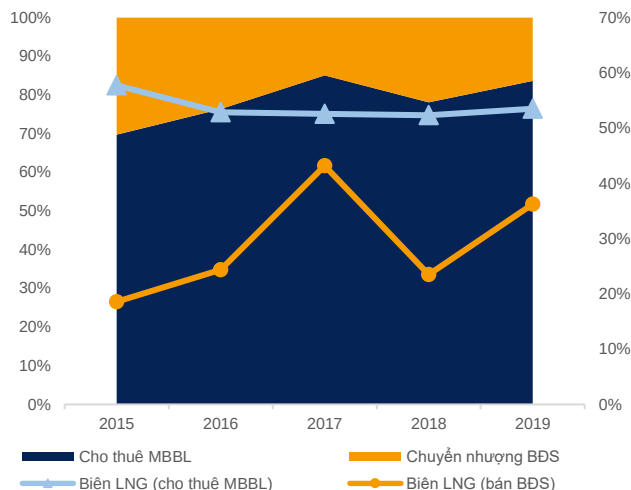
Hoạt động kinh doanh

VRE có hai hoạt động kinh doanh chính là: (i) cho thuê mặt bằng bán lẻ tại các trung tâm thương mại và (ii) đầu tư và phát triển các bất động sản để bán.

Doanh thu của Vincom Retail
(Đơn vị: Tỷ đồng)



Cơ cấu lợi nhuận gộp
(LHS: Tỷ trọng LNG; RHS: Biên LNG)



Nguồn: BCTC, BSC Research

Mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ

Cho thuê mặt bằng bán lẻ tại các trung tâm thương mại (TTTM) mang lại 75-80% doanh thu và dòng tiền ổn định. VRE đóng vai trò là nhà phát triển, sở hữu, quản lý, vận hành và cho thuê mặt bằng bán lẻ tại hệ thống TTTM thương hiệu Vincom trên khắp cả nước.

- Các hợp đồng thuê mặt bằng thường có thời hạn từ 3 năm đến 10 năm, trong đó phổ biến là 3 năm với các khách hàng phổ thông, kéo dài từ 5-10 năm đối với một số khách thuê lớn, chủ chốt (chiếm khoảng 50% diện tích thuê).
- Giá thuê có hai hình thức là (i) giá thuê cố định và (ii) chia sẻ doanh thu bán hàng với khách thuê (có quy định mức giá thuê tối thiểu áp dụng) với tỷ lệ đóng góp trong tổng doanh thu cho thuê lần lượt là 80% và 20%. Giá thuê cố định được xác định dựa trên vị trí khu vực thuê, loại hình trung tâm thương mại, ngành hàng, diện tích, định vị thương hiệu của khách thuê, dao động từ 9-70 USD/m²/tháng (chưa bao gồm phí dịch vụ 3-5 USD/m²/tháng). VRE cũng sẽ cung cấp một số dịch vụ quản lý và vận hành đối với các khách thuê tại TTTM như quản lý, an ninh, vệ sinh...và thuê ngoài đối với một số dịch vụ như bảo trì, sửa chữa...

Tính đến 30/06/2020, VRE đang sở hữu và vận hành 79 TTTM, chiếm gần 40% số TTTM trên phạm vi cả nước (theo số liệu Tổng cục thống kê). Hệ thống TTTM thương hiệu Vincom bỏ xa các đối thủ khác về cả quy mô, loại hình, cũng như độ phủ khi gồm 4 loại hình khác nhau, trải dài 43/63 tỉnh thành. Với độ phủ rộng và loại hình đa dạng, VRE sẽ tận dụng được lợi thế, hưởng trọn lợi ích từ xu hướng phát triển của kênh bán lẻ hiện đại ở Việt Nam.

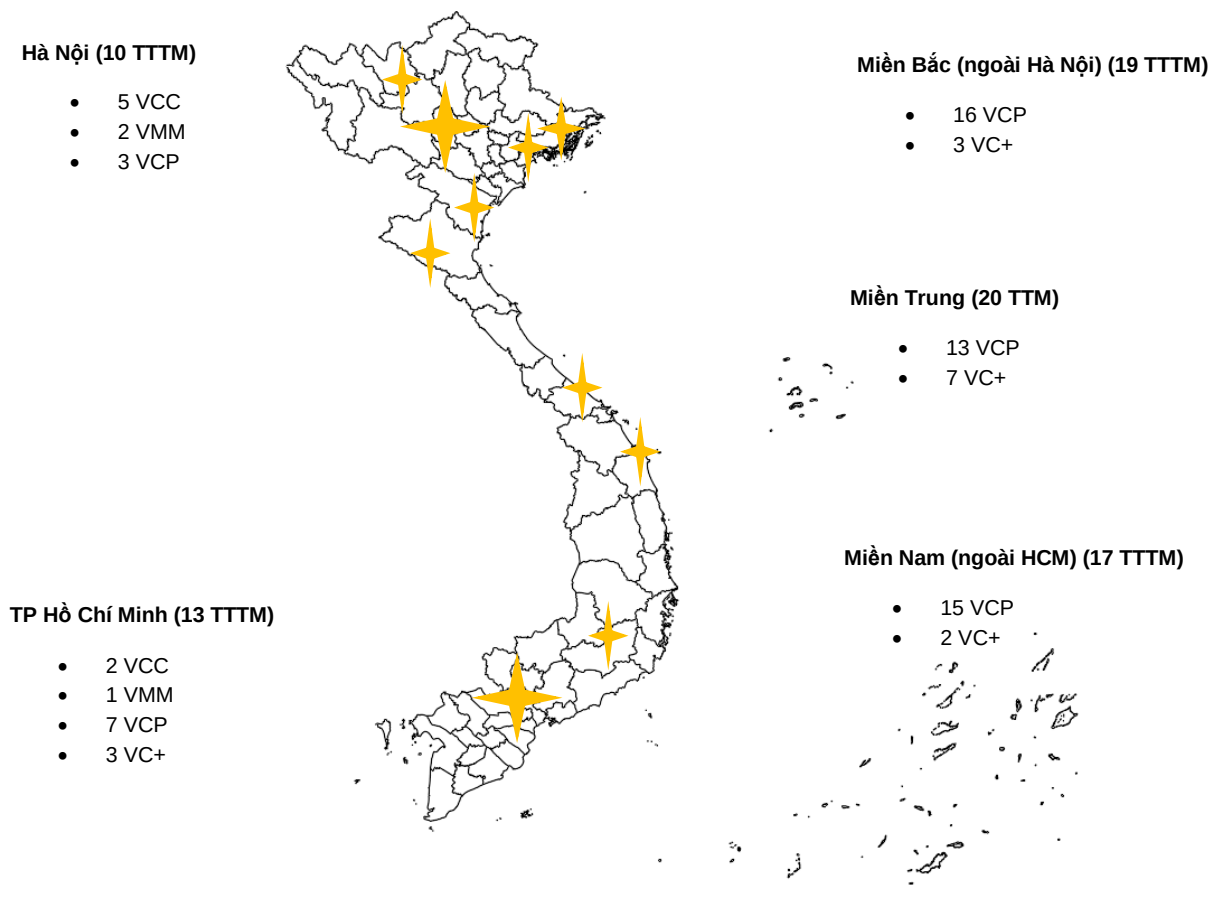
Chiến lược phát triển mảng cho thuê diện tích bán lẻ của VRE đến năm 2026 tăng cường mức độ hiện diện, hướng tới mục tiêu vận hành 5 triệu m² GFA bán lẻ (tương ứng với CAGR 2020-2026 = 19%)

Bảng 1: Các loại hình TTTM của Vincom Retail

	Vincom Center (VCC)	Vincom Mega Mall (VMM)	Vincom Plaza (VCP)	Vincom+ (VC+)
Đối tượng khách hàng chủ yếu (Theo thu nhập khả dụng đầu người (USD/năm))				
Trên 25,000 USD (1.6%)	x	x		
Từ 10,000-25,000 USD (13.4%)		x	x	
Từ 5,000-10,000 USD (38.3%)		x	x	
Từ 3,000-5,000 USD (29.2%)			x	
Dưới 3,000 USD (17.5%)				x
Lĩnh vực kinh doanh của khách thuê	Thời trang, Ẩm thực, Vui chơi giải trí, Siêu thị, Dịch vụ và các ngành hàng khác			
Vị trí	Khu vực trung tâm Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh	Trong các đại đô thị của Vingroup	Ngoại ô Hà Nội, Hồ Chí Minh có mật độ dân số cao Trung tâm các tỉnh lân cận	Ngoại ô Hà Nội, Hồ Chí Minh có mật độ dân số TB Trung tâm các tỉnh lân cận
Số lượng TTTM (30/06/2020)	7	3	54	15
GFA bình quân (m2)	40,000 - 60,000	60,000 - 150,000+	10,000 - 40,000	3,000-5,000
Tổng diện tích (30/06/2020) (m2)	280,026 (18%)	388,082 (24%)	857,517 (53%)	71,936 (5%)

Nguồn: Vincom Retail, BSC Research

Hình 1: Mạng lưới TTTM của VRE phủ khắp 43/63 tỉnh thành, đặc biệt tại hai thành phố lớn là HN và HCM



Mảng bất động sản

Mảng bất động sản được Công ty xác định là một hoạt động hỗ trợ cho mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ dựa trên hai khía cạnh:

- Nâng cao hình ảnh các khu trung tâm thương mại do Vincom Retail triển khai. Hầu hết các dự án bất động sản VRE triển khai là các dự án nhà phố liền kề ở khu vực xung quanh các TTTM thương hiệu Vincom, tạo thành một khu vực mua sắm, vui chơi và ăn uống tập trung, đáp ứng đa dạng nhu cầu của người tiêu dùng.
- Đóng góp dòng tiền cho hoạt động đầu tư. Biên lợi nhuận của mảng BĐS của Vincom đối với các dự án nhà phố liền kề (Shophouse) duy trì trên 40%. Doanh thu mảng BĐS ổn định ở mức 20-25% tổng doanh thu hàng năm, tương đương với 2,000-3,000 tỷ. Giả sử biên lợi nhuận ròng của mảng này ổn định ở 20% thì lợi nhuận hàng năm thu về khoảng 400-600 tỷ, tương đương 15-20% lợi nhuận.

Công ty định hướng tiếp tục duy trì tỷ trọng đóng góp của mảng chuyển nhượng bất động sản là 20-25% doanh thu trong thời gian tới, tập trung vào các dự án nhà phố liền kề xung quanh các TTTM Vincom hoặc trong các đại đô thị của Vingroup. Biên lợi nhuận mục tiêu đối với các dự án thấp tầng là trên 40%.

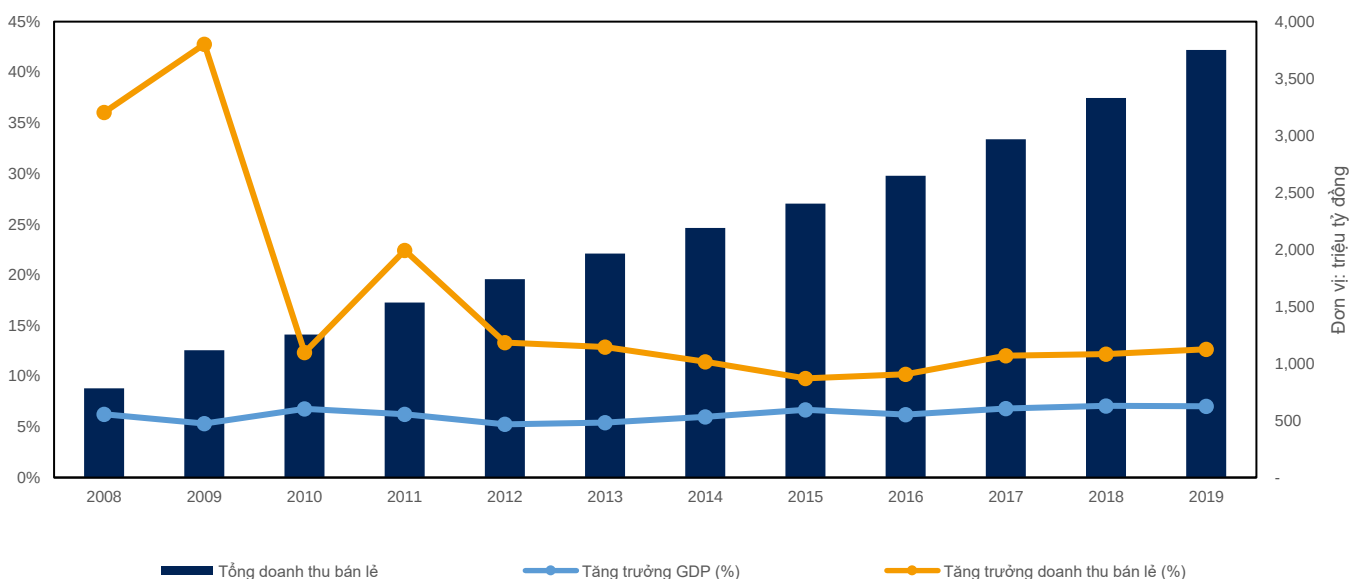
Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn 1: Thị trường bán lẻ hiện đại của Việt Nam nhiều tiềm năng, được ủng hộ bởi tăng trưởng vĩ mô ổn định và các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi

Các điều kiện vĩ mô của Việt Nam thuận lợi, ủng hộ cho sự phát triển của ngành bán lẻ

Việt Nam là nước duy trì được tăng trưởng kinh tế trên 5%, cao hơn so với phần lớn các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á. Tăng trưởng kinh tế cao trong một thời gian dài sẽ củng cố niềm tin tiêu dùng và gia tăng thu nhập khả dụng của người dân. Nhờ đó, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng trưởng với tốc độ CAGR = 11% trong giai đoạn 2013-2018. Tốc độ tăng có xu hướng cao hơn kể từ năm 2017 do thu nhập khả dụng của người dân ngày càng tăng (tốc độ bình quân 9%/năm) cùng với sự xuất hiện và ngày càng phổ biến của thương mại điện tử.

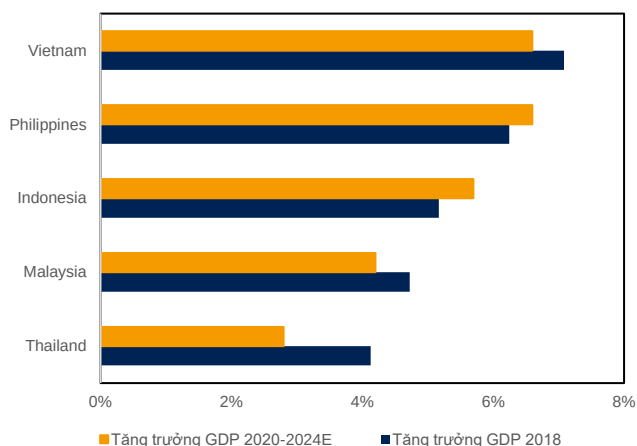
Tăng trưởng doanh thu bán lẻ đi cùng với tăng trưởng kinh tế



Nguồn: Ngân hàng thế giới (WB), Tổng cục thống kê (GSO)

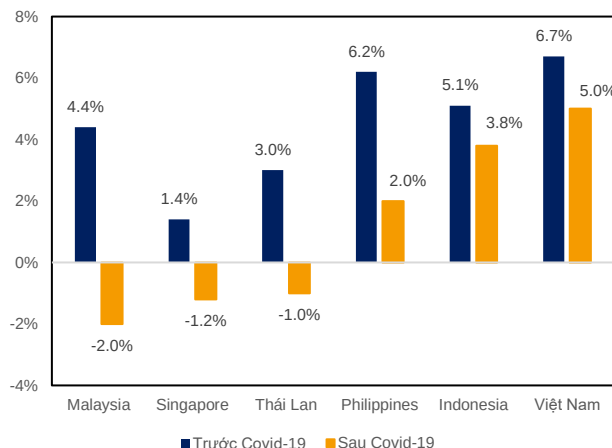
Trong thập kỷ tới, Việt Nam được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất khu vực ở mức 6.6%. Đặc biệt, Việt Nam cũng là quốc gia có tăng trưởng ít bị ảnh hưởng nhất bởi dịch bệnh nhất trong khu vực với tốc độ tăng trưởng dự kiến 2-2.5% cho năm 2020 và có thể đạt 6.7% trong năm 2021. Với triển vọng tăng trưởng lạc quan của nền kinh tế, doanh thu bán lẻ tiêu dùng cũng sẽ được hưởng lợi từ niềm tin và khả năng tiêu dùng của người dân tăng lên.

Tốc độ tăng trưởng của một số quốc gia trong khu vực



Nguồn: WB

Dự báo tăng trưởng GDP của các quốc gia trong khu vực

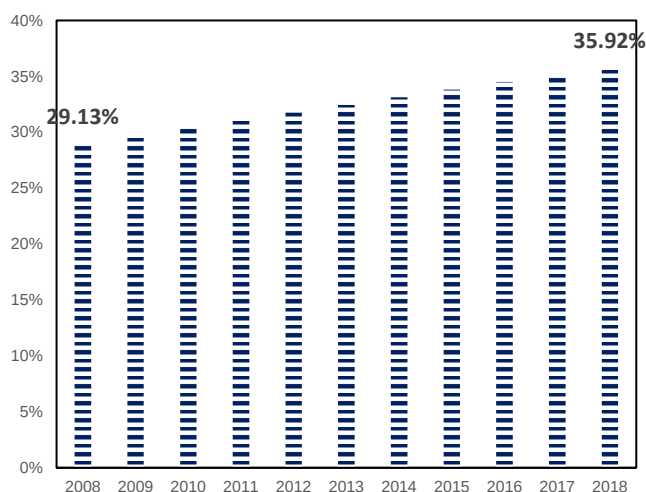


Nguồn: Tài liệu thuyết trình VRE, dẫn Factset

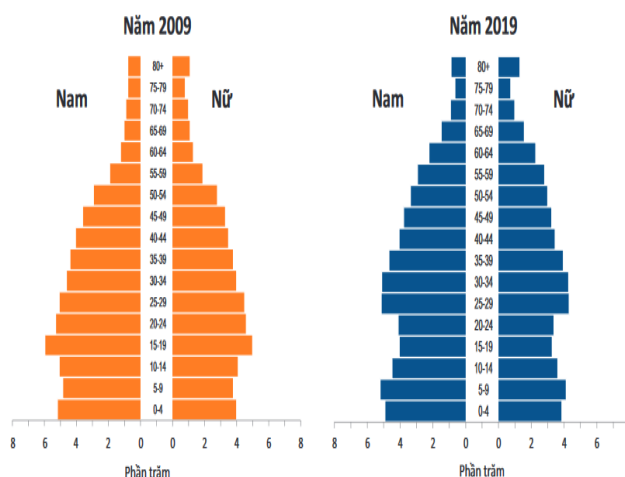
Đô thị hóa và các yếu tố nhân khẩu học cũng ủng hộ cho tăng trưởng của ngành bán lẻ

Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam không ngừng tăng qua các năm và dự kiến sẽ duy trì tốc độ CAGR = 2.3% đến năm 2030, cao nhất Đông Nam Á (theo JLL). Đô thị hóa sẽ tạo ra dòng dịch chuyển lao động đến các thành phố lớn, tìm kiếm những công việc có mức thu nhập cao. Thu nhập tăng lên và tư duy tiêu dùng hiện đại sẽ thúc đẩy chi tiêu cho mua sắm hàng hóa và các dịch vụ giải trí.

Tỷ lệ dân thành thị (% tổng dân số)



Tháp dân số Việt Nam



Nguồn: Kết quả Tổng điều tra dân số & nhà ở năm 2019

Dân số trẻ (15-64 tuổi) chiếm 70% dân số là động lực cho ngành bán lẻ. Niềm tin tiêu dùng của người trẻ cao hơn so với thế hệ trước, chính vì vậy họ cũng mạnh tay hơn trong việc chi tiêu, đặc biệt cho các dịch vụ vui chơi giải trí, ăn uống, du lịch và trải nghiệm. Bên cạnh đó, người trẻ rất nhanh nhạy với những xu hướng tiêu dùng và công nghệ mới, trong đó có thương mại điện tử, một kênh bán hàng quan trọng trong sự phát triển của ngành bán lẻ.

Dòng vốn đầu tư vào thị trường bán lẻ trong thời gian gần đây dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng và cạnh tranh của ngành trong thời gian tới. Thời gian qua¹, thị trường bán lẻ Việt Nam chào đón rất nhiều cái tên ngoại như Central Group (Thái Lan), AEON (Nhật Bản), Lotte (Hàn Quốc), Circle K, K-Mart, Family Mart, Alibaba (mua lại Lazada)...chứng tỏ sức hấp dẫn của thị trường. Các thương hiệu bán lẻ nước ngoài hiện đang chiếm 25-30% thị phần kênh bán lẻ hiện đại. Dòng vốn ngoại đổ vào thị trường mang đến cho người tiêu dùng cơ hội tiếp cận với các phương thức bán lẻ mới và cũng như sản phẩm, dịch vụ tốt hơn; đồng thời thúc đẩy cạnh tranh và tăng trưởng của thị trường. **Trong xu hướng đó, những nhà phát triển bất động sản bán lẻ nội địa như VRE tỏ ra có lợi thế hơn khi nhạy bén hơn với việc tìm kiếm các vị trí đắc địa để xây dựng các TTTM.**

Điểm nhấn 2: Vincom Retail được hưởng lợi trọn vẹn từ tăng trưởng của ngành nhờ vị thế là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại hàng đầu tại Việt Nam

VRE vượt trội hơn so với các đối thủ cạnh tranh nhờ khả năng triển khai 04 loại hình trung tâm thương mại hướng đến nhiều đối tượng khách hàng và phù hợp với những khu vực địa lý khác nhau. Nhờ cung cấp nhiều loại hình đa dạng, VRE đáp ứng tốt nhu cầu của nhiều khách thuê, từ các thương hiệu cao cấp có thể lựa chọn những vị trí đẹp trong các TTTM Vincom Center và Vincom Mega Mall đến các thương hiệu bình dân hơn với các lựa chọn như Vincom Plaza hay Vincom +. Nhờ có tiềm lực lớn, Vincom Retail còn có thể vươn ra nhiều khu vực, tỉnh thành thay vì chỉ tập trung vào một số đô thị lớn như Hà Nội, TP Hồ Chí Minh. Điều này giúp các TTTM thương hiệu Vincom hưởng lợi từ nhu cầu tiêu dùng đang lên tại các khu vực này trong khi phải đối mặt với một mức độ cạnh tranh thấp hơn.

Nhà bán lẻ	Số lượng TTTM	Loại hình	Diện tích sàn (GFA - m2)	Vị trí
Vincom Retail	79	4 loại hình với diện tích và định hướng khách hàng khác nhau	~1,600,000	Hà Nội, TP Hồ Chí Minh, 41 tỉnh khác
AEON	5	TTTM diện tích lớn	570,000	Hà Nội, TP Hồ Chí Minh, Bình Dương
Lotte	1	TTTM diện tích lớn	N/A	Hà Nội
Parkson	5	TTTM diện tích lớn	N/A	TP Hồ Chí Minh
The Crescent Mall	1	TTTM diện tích lớn	45,000	TP Hồ Chí Minh
Diamond Plaza	1	TTTM diện tích lớn	N/A	TP Hồ Chí Minh
Takashiyama	1	TTTM diện tích lớn	55,000	TP Hồ Chí Minh

Nguồn: BSC Research tổng hợp, cập nhật đến hết 30/06/2020

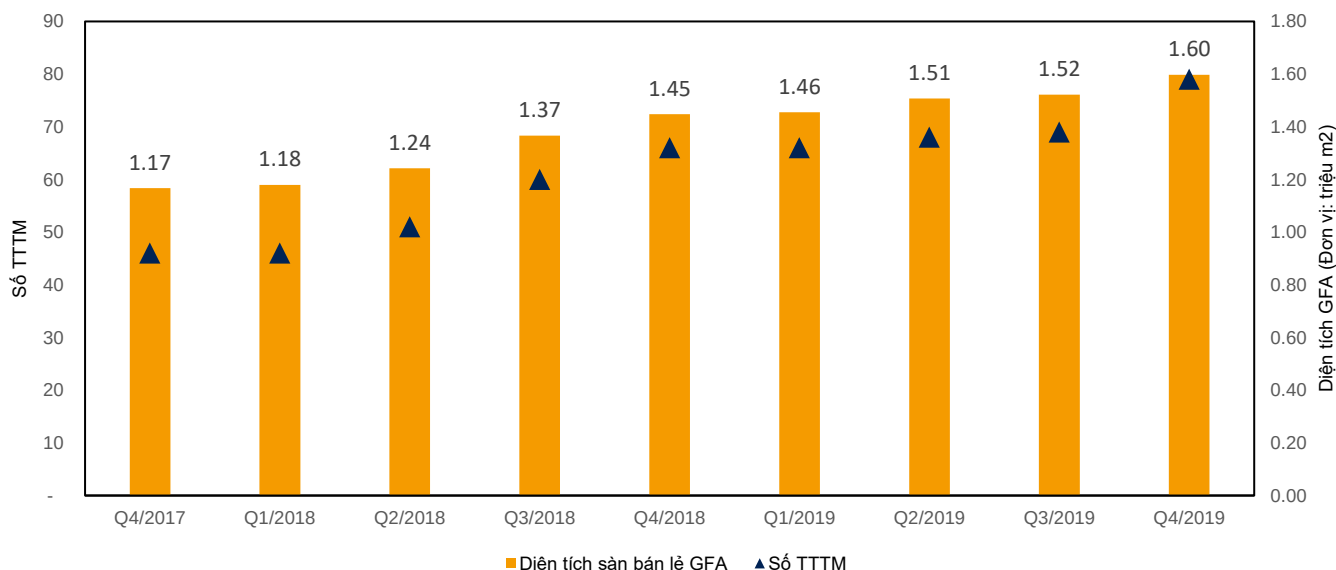
Diện tích bán lẻ của VRE tăng lên nhanh chóng, đưa Vincom Retail trở thành một nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu, là lựa chọn đầu tiên của các thương hiệu quốc tế khi gia nhập thị trường Việt Nam như Zara, H&M, Mango, Uniqlo, Haidilao...Đối với các thương hiệu quốc tế, vị trí mở cửa hàng flag-ship² đầu tiên tại một thị trường nước ngoài đóng vai trò quan trọng trong việc tạo dựng hình ảnh thương hiệu, tiếp cận người tiêu dùng, nắm bắt được thị hiếu để có các chiến lược phát triển phù hợp. Do đó, nhiều thương hiệu nước ngoài đến Việt Nam lựa chọn Vincom bởi đây là hệ thống TTTM có ưu thế tuyệt đối tại các đô thị lớn, lưu lượng khách hàng tới mua sắm và trải nghiệm cao

¹ <https://baodautu.vn/von-ngoai-do-bo-thi-truong-ban-le-bo-cong-thuong-noi-chua-dang-lo-ngai-d109669.html>

² Cửa hàng flag-ship là cửa hàng hàng đầu trong một chuỗi cửa hàng bán lẻ, tạo ấn tượng về sự hiện diện của thương hiệu, nhằm thu hút khách hàng đến thăm quan mua sắm

đồng thời việc có độ phủ rộng khắp cả nước giúp cho khách thuê dễ dàng nhận rộng mô hình khi thâm nhập sâu vào thị trường.

Tăng trưởng nhanh về quy mô



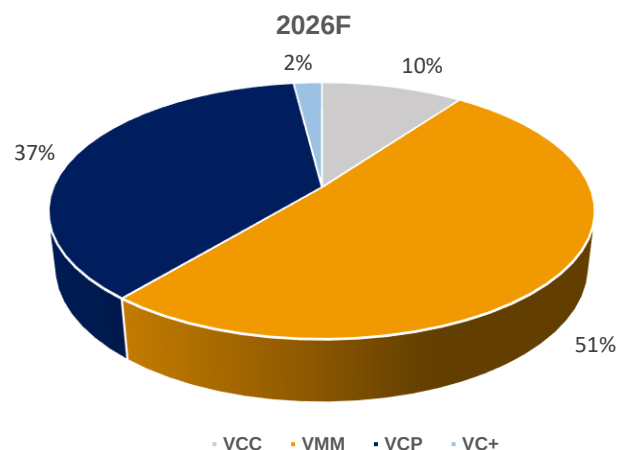
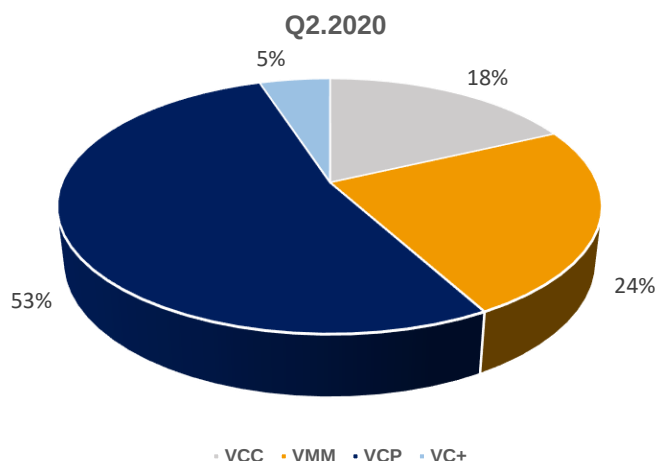
Nguồn: Bản tin IR hàng quý

Độ phủ của VRE hiện đã rộng khắp 43/63 tỉnh thành, vượt trội so với các đối thủ tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội. Tại TP Hồ Chí Minh, VRE hiện đang sở hữu 13 TTTM (chiếm khoảng 30% số lượng trung tâm thương mại tại thành phố) trong đó có những công trình biểu tượng như Vincom Center Đồng Khởi, Vincom Center Landmark 81. Tại Hà Nội, 10 TTTM do VRE phát triển và vận hành chiếm gần 50% số lượng TTTM của thành phố. Hai thành phố lớn này là các địa phương ghi nhận sự bùng nổ của kênh bán lẻ hiện đại trong thời gian gần đây, với tỷ trọng chiếm gần 50% kênh bán lẻ. Sự hiện diện rộng khắp của VRE sẽ giúp công ty hưởng lợi tối đa từ sự phát triển của ngành bán lẻ, cũng như đáp ứng được nhu cầu của người tiêu dùng. Tại thị trường các tỉnh, VRE là đơn vị tiên phong triển khai các TTTM ở vị trí trung tâm và đắc địa.

Bên cạnh đó, VRE còn được hưởng lợi từ hệ sinh thái rộng lớn của Tập đoàn Vingroup. Hệ sinh thái của Vingroup gồm 3 mảng hoạt động là công nghệ, công nghiệp, thương mại và dịch vụ với các thương hiệu như VinFast, VinSmart, Vincom Retail, Vinhomes, Vinpearl... Với vai trò là một thành viên trong tập đoàn cùng với kinh nghiệm trên thị trường bất động sản bán lẻ, Vincom Retail có thể tìm kiếm và tiếp cận được với những vị trí đẹp, hài hòa trong kế hoạch triển khai các dự án căn hộ và khu đô thị của Vinhomes hay khu nghỉ dưỡng của Vinpearl. Điều này giúp các TTTM đảm bảo lượng khách hàng đến tham quan mua sắm, ví dụ như đối với các Vincom Mega Mall tọa lạc trong các đại đô thị dân cư đông đúc của Vinhomes. Ngoài ra, các đơn vị thành viên trong tập đoàn như VinFast, VinMart³... cũng là khách thuê tiềm năng đối với mặt bằng bán lẻ trong các TTTM. Đặc biệt, việc tiếp cận hệ sinh thái VinID của tập đoàn Vingroup với trên 10 triệu thành viên giúp VRE phân tích và đưa ra những chiến lược quảng cáo, bán hàng phù hợp và hiệu quả nhằm tăng lượng khách đến các TTTM, đem lại giá trị cộng hưởng cho cả hai.

Trong thời gian tới, VRE đặt ra kế hoạch mở rộng tham vọng với tầm nhìn đến năm 2026 hướng tới sở hữu và vận hành tổng diện tích GFA là 5 triệu m2 (CAGR =19%).

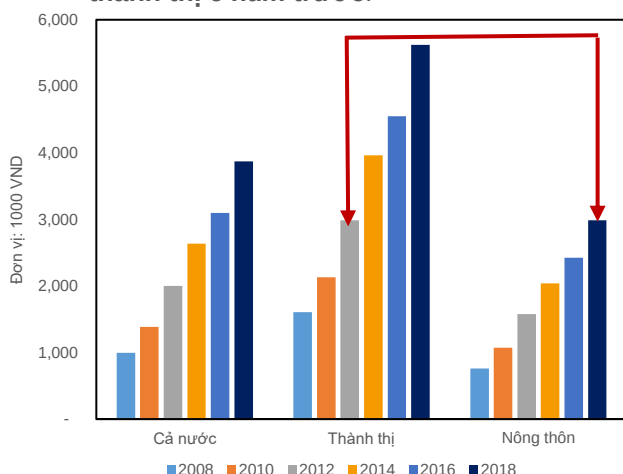
³ Vingroup sở hữu 15.2% của Crown X (sở hữu 83.74% của Vincommerce, công ty mẹ của chuỗi Vinmart và Vinmart+)



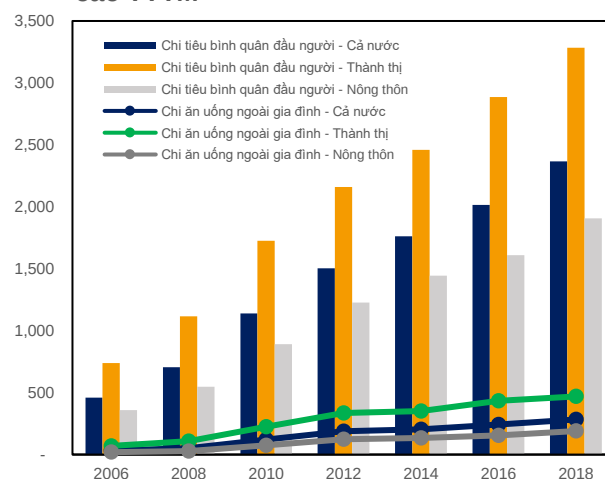
Nguồn: Tài liệu thuyết trình công ty

Vincom Mega Mall và Vincom Plaza là hai loại hình được đẩy mạnh phát triển trong thời gian tới với tốc độ tăng trưởng GFA bình quân hàng năm lần lượt là 37% và 14%. BSC đánh giá đây là chiến lược phát triển đúng đắn của VRE do VMM và VCP có khả năng tiếp cận với bộ phận khách hàng có thu nhập trung bình và tiệm cận cao, tại các vùng ven hay đô thị cấp 2 lớn và hưởng lợi từ chi tiêu tăng lên ở nhóm khách hàng này. Với các Vincom Mega Mall VMM có lợi thế nằm trong các đại đô thị của Vinhomes với quy mô nhân khẩu từ 100,000 người trở lên sẽ đảm bảo nguồn khách hàng tới thăm quan và mua sắm. Trong khi đó, chúng tôi cũng lạc quan với khả năng thu hút khách hàng tới các VCP bởi chúng tôi cho rằng VCP sẽ không đơn giản chỉ là địa điểm mua sắm mà còn là trung tâm vui chơi giải trí, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của cư dân những khu vực này. Với vai trò tiên phong trong phát triển các TTTM tại các khu vực ven hay tỉnh thành lân cận của các đô thị lớn, VRE dễ dàng có được vị trí thuận lợi cũng như nắm bắt được sự cải thiện trong thu nhập và chi tiêu của người dân.

Thu nhập bình quân đầu người hàng tháng tại vùng nông thôn năm 2018 tương đương với mức thu nhập của dân thành thị 6 năm trước.



Chi tiêu cho ăn uống ngoài gia đình cũng như các hoạt động giải trí tăng lên là một động lực cho các gian hàng tại các TTTM



Nguồn: Tổng cục thống kê, BSC Research

Điểm nhấn 3: Vincom Retail được kỳ vọng có triển vọng hồi phục tốt hơn sau đại dịch so với các doanh nghiệp cùng ngành

Vincom Retail đặt kết quả kinh doanh tự tin hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Kế hoạch kinh doanh 2020 của VRE đặt ra trong ĐHCĐ là 9,900 tỷ doanh thu (+7% YoY) và 2,500 tỷ lợi nhuận sau thuế (-12.3% YoY), đã tính đến tác động của các gói hỗ trợ đợt 1 của dịch bệnh. Tăng trưởng này tương đối lạc quan nếu so sánh với một số DN khác không đưa ra số kế hoạch cụ thể hay như Central Pattana (Thái Lan) với kế hoạch doanh thu giảm 20-25%.

Dự báo của các chuyên viên phân tích đối với doanh thu và lợi nhuận của VRE trong giai đoạn 2020-2021 lạc quan nhất so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực và trên thế giới.

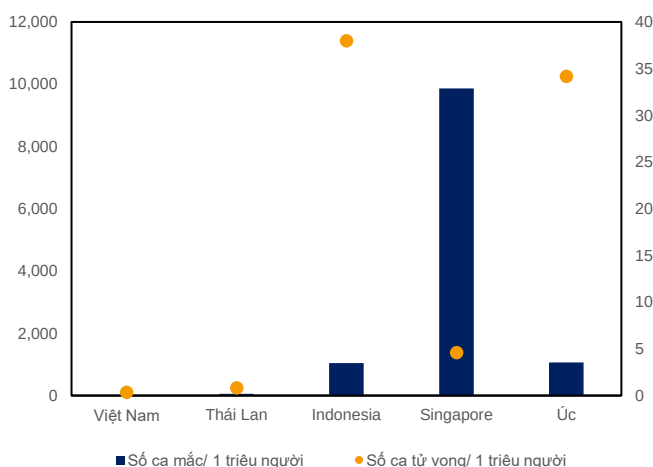
		Doanh thu			Lợi nhuận sau thuế		
		2019A	2020F/2019	2021F/2019	2019A	2020F/2019	2021F/2019
VRE VN Equity	VND	9,259,257	93.5%	113.3%	2,851,480	87.0%	120.6%
CPN TB Equity	THB	36,719	74.5%	97.1%	11,738	56.5%	88.3%
SCG AU Equity	AUD	2,616	59.3%	70.3%	1,180	67.2%	85.2%
SMPH PM Equity	PHP	118,311	72.6%	94.8%	38,086	55.6%	83.0%
SPG US Equity	USD	5,755	80.2%	81.4%	2,102	63.4%	76.1%
ALI PM Equity	PHP	157,849	60.9%	93.7%	33,188	41.0%	80.4%
PWON IJ Equity	IDR	7,202,001	70.8%	80.1%	2,719,533	62.0%	74.7%
CAPL SP Equity	SGD	6,235	87.9%	106.7%	2,136	38.6%	64.3%

Nguồn: Bloomberg

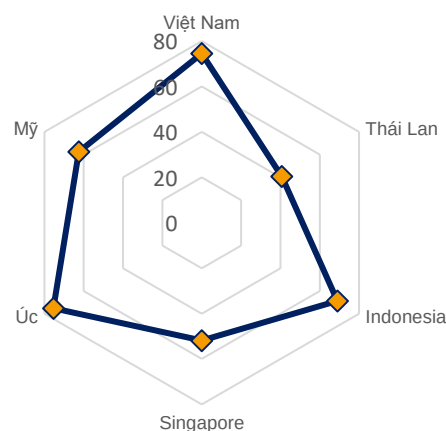
Triển vọng hồi phục tích cực của VRE trong thời gian tới được hỗ trợ bởi:

- (1) **Việt Nam kiểm soát dịch bệnh tốt giúp cho nhu cầu tiêu dùng nhanh chóng được phục hồi.** Việt Nam là một trong số những quốc gia đã chủ động áp dụng các biện pháp truy vết, xét nghiệm dịch tễ, giãn cách xã hội và hạn chế tiếp xúc ngay khi ghi nhận các ca lây nhiễm trong cộng đồng. Nhờ vậy số ca nhiễm bệnh của Việt Nam tương đối thấp, tạo điều kiện cho hoạt động đi lại, làm việc và sinh hoạt nhanh chóng trở lại bình thường sau khi dịch được kiểm soát.

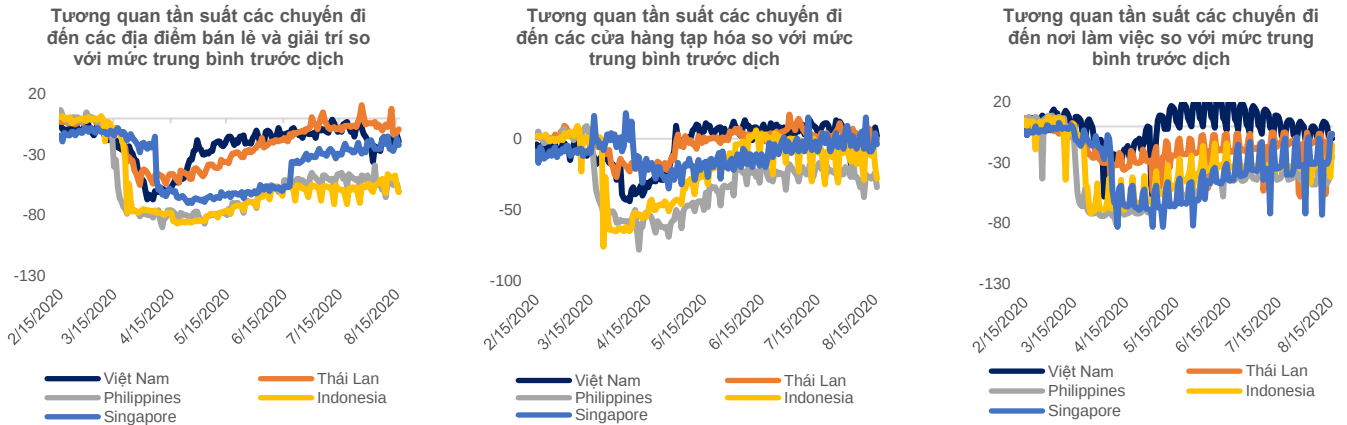
Mức độ lây lan của dịch bệnh ở mức thấp so với các quốc gia trong khu vực



Chỉ số hạn chế xã hội của Việt Nam cao nhất do đã áp dụng nhanh và triệt để các BP giãn cách xã hội, hạn chế tiếp xúc

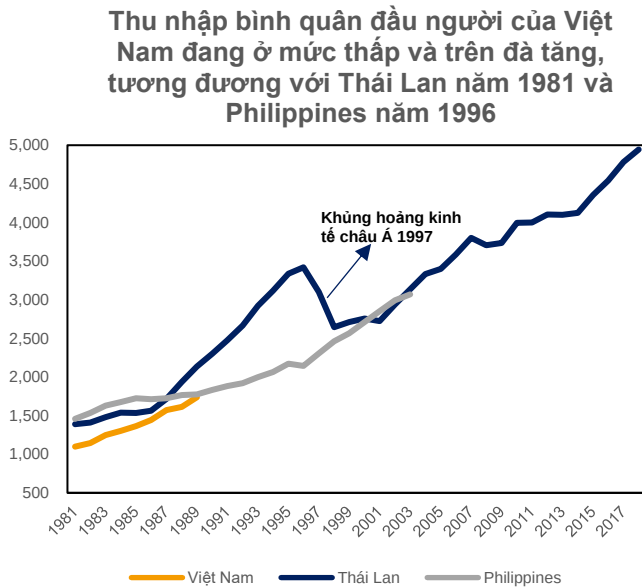


Nguồn: Tổ chức Y tế thế giới (WHO)

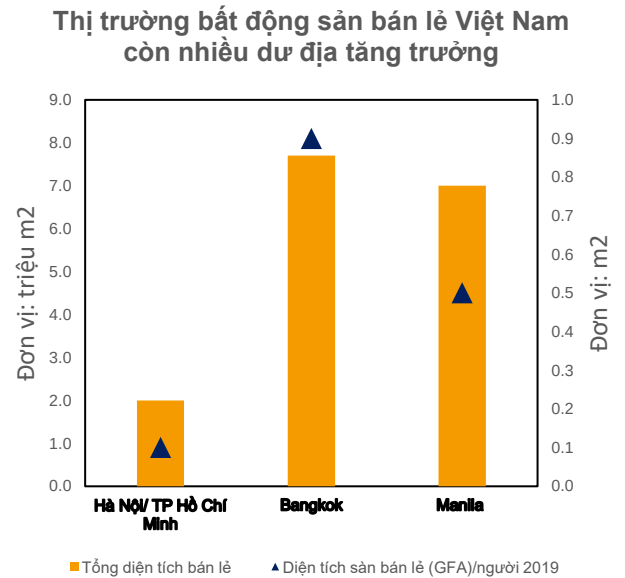


Nguồn: Báo cáo xu hướng di chuyển của cộng đồng trong đại dịch Covid-19 của Google

- (2) Thị trường bán lẻ hiện đại Việt Nam mới bắt đầu quá trình tăng trưởng, còn nhiều dư địa phát triển.** Diện tích bán lẻ bình quân đầu người tại hai thành phố lớn nhất Việt Nam hiện chỉ tương đương 10% của Thái Lan và 20% của Manila. Do đó, nhu cầu mở rộng diện tích bán lẻ là rất lớn trong thời gian tới.



Nguồn: World Bank



Nguồn: Tài liệu thuyết trình VRE

Rủi ro

Rủi ro dịch bệnh

Trong ngắn hạn, dịch bệnh có tính lây nhiễm cao như dịch SARS-Covi2 ảnh hưởng lớn đến hoạt động của VRE. Thứ nhất, như trong đợt bùng dịch hồi tháng 4, các TTTM ở khu vực có nguy cơ cao, thực hiện giãn cách xã hội đã phải tạm ngừng hoạt động, làm suy giảm nguồn thu của VRE. Thứ hai, các gói hỗ trợ khách thuê trong giai đoạn này cũng làm giảm lợi nhuận kinh doanh. Tính trong 6 tháng đầu năm, VRE đã chi ra 675 tỷ hỗ trợ cho các khách thuê.

Trong dài hạn, độ phổ biến của thương mại điện tử tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn dịch bệnh có thể thúc đẩy những xu hướng mới trong ngành bán lẻ, cạnh tranh với hình thức bán lẻ tại các cửa hàng vật lý. Tuy nhiên, quan điểm của BSC tại thời điểm này là sự phát triển của thương mại điện tử vẫn diễn ra nhanh kể cả khi dịch bệnh đi qua nhưng không thể tạo ra thay đổi đủ lớn đe dọa đến hoạt động của các TTTM. Thứ nhất, người tiêu dùng đến các TTTM không chỉ để mua sắm mà còn để trải nghiệm và tận hưởng dịch vụ vui chơi, giải trí, ẩm thực. Vì thế, các TTTM sẽ ít bị ảnh hưởng hơn so với các mặt bằng bán lẻ đơn lẻ khi nhu cầu thuê cửa hàng giảm. Thứ hai, các cửa hàng hiện hữu trong TTTM cung cấp cho khách hàng trải nghiệm thực tế về sản phẩm mà thương mại điện tử không thể đem lại. Đối với một số mặt hàng nhất định như thời trang, đồ công nghệ..., nhiều người tiêu dùng có xu hướng sẽ trải nghiệm sản phẩm trước khi quyết định mua sắm. Do đó, các nhãn hàng đang dần tích hợp cả 2 kênh bán hàng online và offline, trong đó khách hàng có thể tìm hiểu trước về sản phẩm trên các nền tảng công nghệ, sau đó đến cửa hàng trải nghiệm và mua hàng hoặc ngược lại.

Rủi ro chu kỳ ngành bất động sản

Mảng chuyển nhượng các dự án bất động sản của công ty chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ chung của ngành. Các bất động sản được công ty phân phối chủ yếu là các nhà phố thương mại nhằm phục vụ mục đích đầu tư. Do đó, chúng tôi đánh giá trong chu kỳ suy thoái của bất động sản, hoạt động bán hàng của VRE có thể bị chậm lại do nhu cầu giảm, ảnh hưởng đến kế hoạch doanh thu và dòng tiền của công ty.

Dự báo KQKD và Định giá

Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2020

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020 của VRE đạt 9,324 tỷ đồng (+0.7% yoy) với giả định

- Dịch bệnh Covid-19 sẽ được Việt Nam kiểm soát tốt trong phần còn lại của năm 2020. Do đó, việc đóng cửa tạm thời các TTTM do lệnh giãn cách xã hội như đã xảy ra trong tháng 4/2020 và tháng 7-8/2020 sẽ không lặp lại, VRE không cần chi thêm các gói hỗ trợ cho khách thuê mà chỉ xem xét hỗ trợ tùy từng trường hợp.
- Tiến độ đưa vào hoạt động các TTTM mới được điều chỉnh theo kế hoạch của Vincom Retail: VMM Ocean Park (Gia Lâm) đi vào hoạt động từ cuối năm trong khi kế hoạch mở mới VMM Smart City và VMM Grand Park được dời sang 2021.
- VRE ghi nhận doanh thu 2,200 tỷ từ chuyển nhượng bất động sản trong năm 2020.

Biên lợi nhuận gộp giảm về 42.7% trong năm 2020 do biên lợi nhuận mùng cho thuê bất động sản và cung cấp dịch vụ dự báo giảm từ 53.5% về 46.9% do (1) VRE miễn giảm tiền thuê cho khách hàng trong giai đoạn phải tạm ngừng hoạt động theo lệnh giãn cách 675 tỷ, (2) tỷ lệ lấp đầy năm 2020 giảm nhẹ so với 2019 do việc tìm kiếm khách thuê lấp đầy diện tích của VinPro để lại chậm hơn do dịch bệnh và tỷ lệ lấp đầy khi mới đưa vào vận hành của VMM Ocean Park thấp hơn năm 2019.

Lợi nhuận sau thuế năm 2020 ước tính đạt 2,392 tỷ đồng (-16.1% YoY), tương đương với EPS = 1,053 đồng/CP.

Năm 2021

BSC dự báo kết quả kinh doanh năm 2021 của VRE sẽ có tăng trưởng tốt sau năm 2020 khó khăn. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021F lần lượt là 12,156 tỷ (+30.4% YoY) và 3,746 tỷ (+56.6% YoY). Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định chính như sau:

- Tổng diện tích sàn thương mại của VRE tăng thêm gần 170,000 m² (tương đương +14% YoY)
- Tỷ lệ lấp đầy của các loại hình TTTM tăng về mức tương đương 2019, trừ VMM sẽ duy trì ở mức tương đương 2020 khi các TTTM mới sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2021 chưa thể đạt tỷ lệ lấp đầy như 2019 nhưng sẽ tăng dần trong các năm tiếp theo.
- Giá thuê bình quân đối với tất cả các loại hình tăng 5% YoY.
- Doanh thu chuyển nhượng bất động sản 2,869 tỷ đồng (+30.4% YoY), biên LNG 40%

Giai đoạn sau 2021

Dự báo của chúng tôi dựa trên một số giả định chính như sau:

Mảng cho thuê BĐS và cung cấp dịch vụ:

- Diện tích bán lẻ GFA tính đến 2026 đạt 4.7 triệu m² (tương đương với CAGR = 18%), tập trung vào các TTTM Vincom Mega Mall và Vincom Plaza.
- Biên lợi nhuận hoạt động trước thuế, khấu hao và lãi vay dao động từ 71% đến 71.2%; biên LNG từ 56% đến 59%.

Mảng chuyển nhượng bất động sản:

- Doanh thu chuyển nhượng bất động sản dao động 20-25% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp giả định duy trì ở mức 40%.

Bảng: Dự báo doanh thu 2020-2021

Năm	2017A	2018A	2019A	2020E	2021F
Đơn vị: Tỷ đồng	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21
Tổng doanh thu	5,518	9,124	9,259	9,324	12,156
% YoY	-14%	65%	1%	1%	30%
% GPM	51%	40%	48%	43%	49%
Chuyển nhượng bất động sản	951	3,433	2,027	2,200	2,869
% YoY	-63%	261%	-41%	9%	30%
% GPM	43%	23%	36%	40%	40%
Cho thuê bất động sản & cung cấp DV	4,455	5,506	7,017	6,973	9,092
% YoY	17%	24%	27%	-1%	30%
% GPM	53%	52%	53%	47%	52%
Khác	112	185	215	150	196
% YoY	357%	66%	16%	-30%	30%
% GPM	43%	-25%	-39%	-110%	0%

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2020-2026

Năm	2020 E	2021 F	2022 F	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F
Đơn vị: Tỷ đồng	12/31/20	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26
Doanh thu	9,324	12,156	14,622	17,680	21,403	25,938	31,548
Giá vốn hàng bán	5,346	6,235	7,065	8,401	10,019	11,981	14,394
Lợi nhuận gộp	3,978	5,921	7,556	9,279	11,384	13,957	17,154
CP bán hàng	326	486	658	796	963	1,167	1,420
CP QLDN	513	669	731	884	1,070	1,297	1,577
EBIT	3,139	4,767	6,167	7,600	9,351	11,493	14,156
Doanh thu tài chính	244	507	655	425	414	602	866
Chi phí tài chính	393	592	673	666	352	472	590
Lợi nhuận trước thuế	2,990	4,682	6,150	7,358	9,413	11,623	14,432
Thuế TNDN	598	936	1,230	1,472	1,883	2,325	2,886
Lợi nhuận CĐ CT mẹ	2,392	3,746	4,920	5,887	7,530	9,298	11,546

Nguồn: BSC Research dự báo

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF so sánh EV/EBITDA để định giá cổ phiếu Vincom Retail (tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%). Giá mục tiêu cho 1 năm tới của chúng tôi với cổ phiếu VRE là **36,730 đồng/CP**. Tại giá mục tiêu này của chúng tôi, VRE được giao dịch tại P/E fw 2021 là 22 lần.

Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
Chiết khấu dòng tiền FCFF	50%	33,994
So sánh EV/EBITDA	50%	39,461
Tổng hợp định giá		36,730

Giá định mô hình DCF

Hệ số beta	0.86
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro thị trường	10.5%
Chi phí sử dụng vốn chủ Ke	12.0%
Chi phí sử dụng vốn vay Kd	10.0%
Chi phí vốn bình quân WACC	11.6%
Tăng trưởng dài hạn (sau 2026)	3.0%

Chiết khấu dòng tiền FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

Năm	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
FCFF	4,616	3,122	4,003	4,943	6,103	7,565
Giá trị tại 31/12/2021		2,797	3,214	3,557	3,935	4,371
Giá trị doanh nghiệp (50%)						74,866

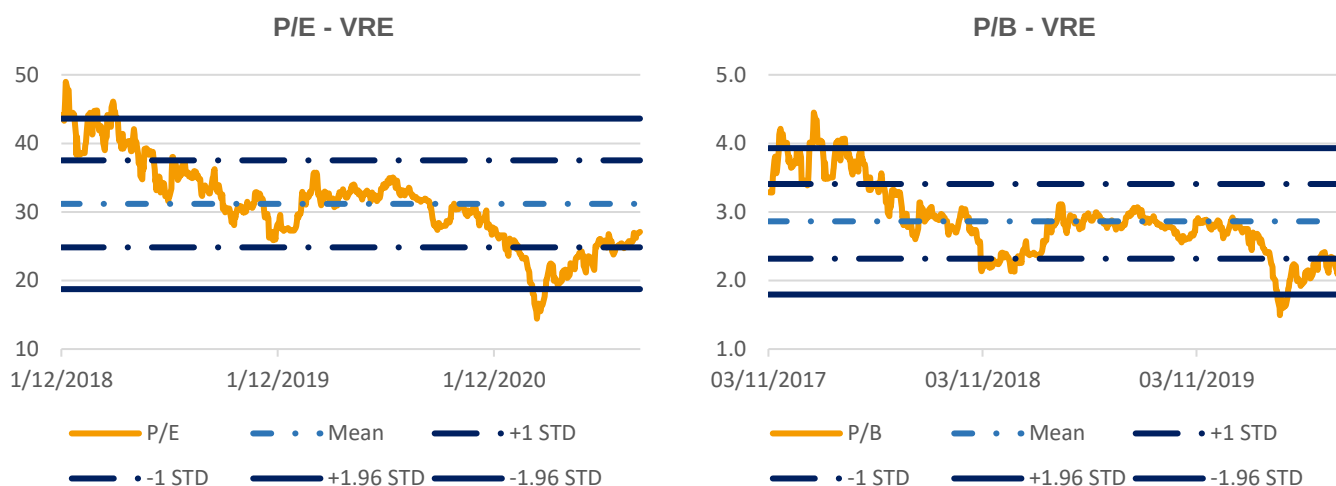
So sánh EV/EBITDA (Đơn vị: tỷ đồng)

EBITDA 2021	6,235
EV/EBITDA mục tiêu	14
Giá trị doanh nghiệp (50%)	87,289

Tổng hợp giá trị doanh nghiệp (EV)	81,078
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	8,523
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	(6,111)
(-) Lợi ích CĐTS	-
Giá trị vốn chủ sở hữu	83,456
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2,272
Giá trị 1 cổ phần (VND)	36,730

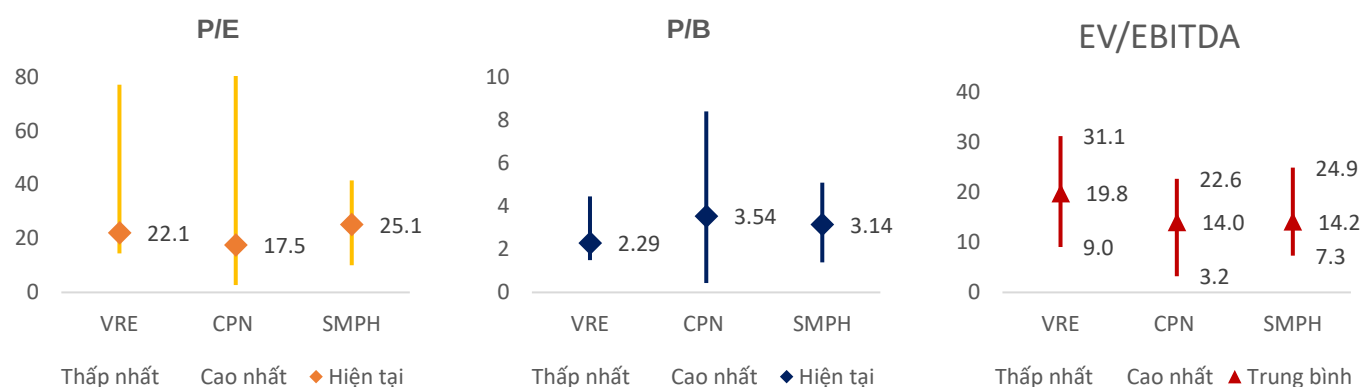
Nguồn: BSC research

Các chỉ số định giá của VRE đã hồi phục đáng kể sau khi tạo đáy trong tháng 3/2020

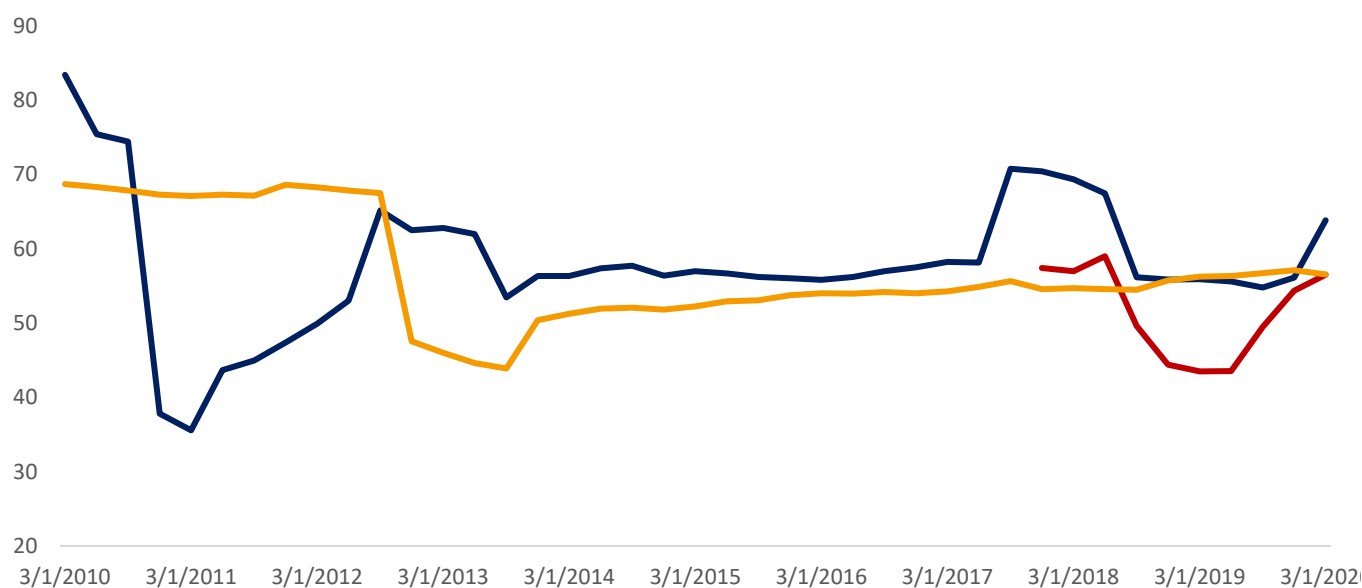


Nguồn: Bloomberg

Hiệu quả hoạt động của VRE tiệm cận các doanh nghiệp tương đồng trong khu vực. Tuy nhiên định giá theo P/E và EV/EBITDA cao hơn, phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư vào triển vọng mở rộng của doanh nghiệp trong tương lai.



Biên EBITDA của VRE tiệm cận các doanh nghiệp tương đương trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

Phân tích độ nhạy của giả định định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

		Giá trị 1 CP (đồng/CP)				
		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (sau năm 2026-g)				
		2.00%	2.50%	3.0%	4.0%	5.0%
WACC	33,994					
	14.6%	24,253	24,895	25,592	27,185	29,109
	13.6%	26,214	26,998	27,856	29,840	32,286
	12.6%	28,554	29,526	30,600	33,123	36,310
	11.6%	31,391	32,621	33,994	37,282	41,567
	10.6%	34,900	36,492	38,293	42,715	48,718
	9.6%	39,346	41,468	43,911	50,108	59,002

Phương pháp so sánh EV/EBITDA

		Giá trị 1 CP (đồng/CP)				
		EV/EBITDA				
		12.0x	13.0x	14.0x	15.0x	16.0x
WACC:	39,461					
	5,346	29,277	31,629	33,982	36,334	38,687
	5,627	30,763	33,239	35,715	38,192	40,668
	5,923	32,327	34,933	37,540	40,147	42,753
	6,235	33,973	36,717	39,461	42,204	44,948
	6,547	35,619	38,500	41,381	44,262	47,143
	6,874	37,348	40,373	43,398	46,423	49,448

Nguồn: BSC Research

Cập nhật doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh 1H2020:

Lũy kế 6T2020, doanh thu đạt 3,316 tỷ đồng (-22.3% YoY), LNST 835 tỷ (-33.2% YoY) tương ứng hoàn thành 33.5% và 33.4% kế hoạch năm.

Mảng cho thuê bất động sản và cung cấp dịch vụ: Ảnh hưởng nặng nề trong giai đoạn giãn cách xã hội nhưng đã có tín hiệu hồi phục tích cực.

- Doanh thu đạt 2,756 tỷ (giảm 502 tỷ, tương đương -15.4% YoY) do (i) công ty đã giải ngân gói 675 tỷ hỗ trợ khách thuê chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19; (ii) giảm doanh thu cung cấp dịch vụ khác (điện nước, đỗ xe...) trong thời gian đóng cửa bắt buộc.
- Tỷ lệ lấp đầy (Occupancy Rate - OCC) giảm về 85% trong 1H2020 từ 89.2% cùng kỳ năm 2019 do ảnh hưởng của việc đóng cửa VinPro (5.3% tỷ lệ lấp đầy) và dịch bệnh. Tỷ lệ lấp đầy bình quân trong tháng 3, 4 và 5 ở mức 83.6%-84% (giảm nhẹ so với tỷ lệ lấp đầy chung cho Q1/2020 là 84.9%). Công ty cho biết đã cho thuê lại được 50% diện tích trống do VinPro để lại, mục tiêu cuối 2020 sẽ cho thuê được 65% diện tích.
- Trong 1H2020, VRE tiếp tục có các hợp đồng thuê từ các khách chuỗi, thu hút thêm các khách hàng mới như Uniqlo, Haidilao, Cheers, Matsumoto Kiyoshi... Cơ cấu khách thuê cuối Q2/2020 là 22-25% thời trang, 17-18% siêu thị, 35% ẩm thực và vui chơi giải trí và 22-25% khác.
- Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê giảm từ 52.2% cùng kỳ về 45.5%, mức thấp so với lịch sử của VRE do ảnh hưởng của gói hỗ trợ khách hàng trong nửa đầu năm.
- Sau giai đoạn giãn cách xã hội, lượng khách đến các TTTM của VRE đã phục hồi đáng kể. Trong tháng 6/2020, lượng khách đến các TTTM tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP Hồ Chí Minh đã tương đương 95% và 75% so với trước dịch. Tỷ lệ lấp đầy hiệu quả (tính dựa trên diện tích NLA hoạt động/ tổng diện tích cho thuê) tăng từ 27% trong T4 lên 80% trong T5/2020).

Mảng chuyển nhượng bất động sản

- Doanh thu chuyển nhượng bất động sản 495 tỷ (-45.2% YoY) do lượng bàn giao giảm.
- Biên LNG mảng chuyển nhượng tăng từ 29.8% trong 1H2019 lên 49.5% trong 1H2020 nhờ chuyển nhượng các dự án có giá tốt, đặc biệt trong Q1/2020 với biên 67%.

Mảng hoạt động khác: Doanh thu 65 tỷ (-38.5% YoY) do doanh thu từ dịch vụ giải trí và hoạt động của Condotel Đà Nẵng bị ảnh hưởng nặng nề bởi dịch Covid-19.

Lưu ý khác:

- **Khoản phải thu từ cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp dịch vụ liên quan tại 30/06/2020 là 779.64 tỷ (+510 tỷ so với đầu năm).** Công ty cho biết có kéo dài thời gian cho khách hàng trả tiền thuê và phí dịch vụ, đặc biệt với các khách hàng chịu ảnh hưởng nặng nề bởi dịch bệnh như rạp chiếu phim, giải trí. Tuy nhiên, **VRE vẫn kiểm soát tốt công nợ, hạn chế phát sinh nợ xấu.**
- **Nợ vay dài hạn tại 30/06/2020 tăng 1,020 tỷ so với đầu năm,** là khoản trái phiếu với giá trị ghi sổ 1,050 tỷ được phát hành trong tháng 4/2020, kỳ hạn 3 năm. Nợ vay ngắn hạn không thay đổi nhiều.
Ngày 02/10/2020 VRE hoàn tất đợt phát hành 2,000 tỷ trái phiếu lãi suất năm đầu tiên là 10% (tương đương với lãi suất các trái phiếu hiện hành của VRE). Mục đích sử dụng của đợt phát hành trái phiếu này là thanh toán tiền cho các hợp đồng hợp tác kinh doanh với Vinhomes tại một số dự án TTTM của Vincom Retail.

Triển vọng kinh doanh 2H2020:

Tiến độ đưa vào hoạt động các TTTM mới: chậm hơn so với công bố trước đó khi dời lịch đưa vào hoạt động 2 VMM sang năm 2021. Cụ thể:

- VMM Ocean Park: đã ký hợp đồng cho thuê khoảng 80% diện tích với nhiều chuỗi và thương hiệu lớn, dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2020. Công ty cho biết giá thuê tại VMM Ocean Park cao hơn so với giá thuê trung bình của các VMM hiện hữu.
- VMM Smart City: làm việc với các khách thuê chủ chốt, dự kiến đi vào hoạt động năm 2021

- VMM Grand Park: đang trong quá trình xây dựng, dự kiến đi vào hoạt động năm 2021

Hoạt động chuyển nhượng bất động sản: điểm rơi cuối năm đến từ các dự án shophouse tại Mỹ Tho, Bạc Liêu. Khoản trả trước theo hợp đồng chuyển nhượng BĐS tại 30/06/2020 là 1,472 tỷ đồng (+1,010 tỷ so với đầu năm).

Cập nhật thêm về ảnh hưởng của đợt bùng phát dịch bệnh lần 2 đối với hoạt động của các TTTM của VRE:

- Vincom Plaza Ngô Quyền đã hoạt động trở lại từ 05/09/2020 sau thời gian tạm đóng cửa từ 28/07/2020 do tình hình dịch bệnh tại Đà Nẵng. VCP Ngô Quyền đóng góp khoảng 2% trên tổng diện tích cho thuê và doanh thu của VRE, do đó tác động không nhiều đến tổng doanh thu. Công ty cho biết trong thời gian VCP Ngô Quyền tạm dừng hoạt động, công ty cũng hỗ trợ cho khách thuê nhưng chưa công bố con số cụ thể.
- Đối với các TTTM ở các khu vực khác, lượng khách đến TTTM không bị ảnh hưởng nhiều như đợt dịch trước do các tỉnh thành không áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội như trước đây, tâm lý người dân lạc quan hơn.

Phân tích tài chính

	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	
Doanh thu thuần	1,983	2,208	2,784	1,686	1,630	Doanh thu 6T2020 đạt 3,316 tỷ đồng (-22.3% YoY), giảm ở tất cả các mảng cho thuê BĐS -15.4% YoY, chuyển nhượng BĐS -45.2% YoY
LN gộp	959	1,078	1,396	759	646	
DT tài chính	78	60	47	47	58	
CP tài chính	(73)	(76)	(80)	(79)	(100)	
Lãi vay	(73)	(74)	(79)	(79)	(99)	
CP bán hàng	(48)	(68)	(162)	(61)	(45)	Biên LN hoạt động EBIT giảm từ 38.7% năm 2019 về 31.3% trong Q2/2020.
CP QLDN	(127)	(103)	(103)	(90)	(92)	
Lãi/lỗ HĐKD	788	890	1,098	575	467	
TN nhập khác (ròng)	(1)	11	13	44	(22)	LNST 6T2020 đạt 835 tỷ (-33.2% YoY) tương ứng hoàn thành 33.5% và 33.4% kế hoạch năm.
LN trước thuế	788	901	1,111	619	446	
LN sau thuế	640	717	880	492	343	
LN CĐ thiếu số	1	-	-	-	-	
LN Cty mẹ	639	717	880	492	343	
EPS	275	308	378	211	147	
TS ngắn hạn	4,815	5,636	4,368	5,288	8,162	Số dư tiền mặt dồi dào phục vụ cho hoạt động kinh doanh, đồng thời mang lại thu nhập tài chính 9.3% LNST 2019
Tiền và DT NH	779	1,469	1,477	2,143	4,170	
Phải thu ngắn hạn	1,293	1,321	724	783	1,542	
Tồn kho	864	899	986	969	1,010	
TS ngắn hạn khác	1,880	1,947	1,181	1,393	1,441	
TS dài hạn	32,397	31,949	31,454	31,628	30,599	TS lớn nhất của VRE là các quyền sử dụng đất, nhà cửa và hạ tầng tại các TTTM thuộc sở hữu của công ty.
Phải thu dài hạn	6	8	9	959	7	
TSCĐ	223	223	474	470	462	
BĐS đầu tư	27,632	27,470	28,064	27,881	27,564	
TS dở dang DH	1,102.19	1,165.24	640.44	796	774	
TS dài hạn khác	2,603	2,384	1,568	1,522	1,792	
Tổng TS	37,212	37,585	35,823	36,916	38,761	
Nợ phải trả	9,905	9,561	8,873	9,470	10,972	Công ty hầu như không phải vay ngắn hạn, vay dài hạn 9.8% tổng nguồn vốn, sẽ tăng trong 2H2020 khi công ty phát hành thêm 2,000 tỷ trái phiếu (đã hoàn thành ngày 2/10/2020)
Nợ ngắn hạn	5,980	5,655	4,768	5,345	5,867	
Vay ngắn hạn	19	18	19	19	20	
Nợ dài hạn	3,925	3,906	4,105	4,125	5,105	
Vay dài hạn	2,764	2,765	2,765	2,766	3,784	
Vốn chủ sở hữu	27,307	28,024	26,950	27,446	27,789	
Vốn góp	23,288	23,288	23,288	23,288	23,288	
LN chưa phân phối	3,992	4,709	5,589	6,084	6,427	
Tổng nguồn vốn	37,212	37,585	35,823	36,916	38,761	

	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	
1. Khả năng thanh toán						
KNTT NH	0.81	1.00	0.92	0.99	1.39	Khả năng thanh toán duy trì ở mức an toàn, tăng so với Q1/2020
KNTT nhanh	0.66	0.84	0.71	0.81	1.22	
2. Cơ cấu vốn						
TSNH/ TTS	0.13	0.15	0.12	0.14	0.21	Tỷ trọng TSDH tăng lên đáng kể khi quy mô của công ty ngày càng mở rộng, độ phủ tăng lên
TSDH/ TTS	0.87	0.85	0.88	0.86	0.79	
Nợ/ TTS	0.27	0.25	0.25	0.26	0.28	
Nợ/ VCSH	0.36	0.34	0.33	0.35	0.39	
Nợ NH/ TTS	0.16	0.15	0.13	0.14	0.15	
Nợ DH/ TTS	0.11	0.10	0.11	0.11	0.13	
3. Năng lực hoạt động						
Vquay HTK	6.3	6.2	5.4	4.8	4.6	Tình hình dòng tiền của công ty lành mạnh, hầu như không bị chiếm dụng vốn, do đó công ty không cần vay vốn lưu động.
Vquay Pthu	23.2	21.5	21.0	18.8	14.1	
Vquay Ptrả	2.4	2.0	1.9	1.9	2.1	
Số ngày HTK	57.9	58.9	67.6	76.0	79.3	
Số ngày Pthu	15.7	17.0	17.4	19.4	25.9	
Số ngày Ptrả	152.1	182.5	192.1	192.1	173.8	
CCC	(78.5)	(106.6)	(107.1)	(96.7)	(68.6)	
4. Khả năng sinh lời						
ROS	32.3%	32.5%	31.6%	29.2%	21.0%	Các chỉ tiêu sinh lời suy giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2020 do tác động bất lợi từ dịch bệnh
ROE	8.9%	9.4%	10.2%	9.9%	8.8%	
ROA	6.6%	7.0%	7.6%	7.4%	6.5%	
Biên EBIT	39.5%	41.0%	40.6%	36.1%	31.3%	
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	1.36	1.34	1.33	1.35	1.39	
DT/TTS	0.05	0.06	0.08	0.05	0.04	
EBIT/DT	0.43	0.44	0.43	0.41	0.33	
EBT/EBIT	0.92	0.92	0.93	0.89	0.82	
LNST/LNTT	0.81	0.80	0.79	0.79	0.77	

Phân tích kỹ thuật

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD ở trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Ở quanh giá trị 50.
- Đường MA: Xuất hiện Golden Cross.

Nhận định:

VRE đang nằm trong trạng thái tích lũy trung hạn trong khu vực 25-29 sau khi đã có sự hồi phục từ đầu tháng 4. Các chỉ báo kỹ thuật hầu hết đều đang ở trong trạng thái tích cực. Thanh khoản cổ phiếu trong những tuần gần đây vẫn giữ giá trị tốt và ổn định. Hiện tại, VRE đang tiến tới kiểm tra vùng kháng cự tại khu vực 28.5-29. Chỉ báo động lượng RSI đang ở trên mức trung lập đồng thời EMA12 cũng vừa mới cắt lên trên EMA26 nên cổ phiếu có tiềm năng sẽ tiếp tục tăng giá và trở lại những đỉnh cao của quá khứ. Theo đánh giá của chúng tôi, viễn cảnh vận động trong thời gian tới của VRE là tương đối sáng sủa, tuy nhiên vẫn có thể xuất hiện những nhịp điều chỉnh ngắn hạn trong quá trình thử thách các vùng kháng cự mạnh.

Khuyến nghị:

Nhà đầu tư có thể mua khi VRE vẫn dao động dưới ngưỡng 29 và nên ưu tiên nắm giữ cổ phiếu trong trung và dài hạn với mục tiêu chốt lãi nằm tại vùng giá xung quanh 35, cần nhắc cắt lỗ nếu khu vực hỗ trợ xung quanh 25 bị xuyên thủng.



Nguồn: BSC, PTKT iBoard

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021
Doanh thu thuần	9,124	9,259	9,324	12,156
Giá vốn hàng bán	5,483	4,856	5,346	6,235
Lợi nhuận gộp	3,641	4,404	3,978	5,921
Chi phí bán hàng	409	372	326	486
Chi phí QLDN	342	449	513	669
Lãi/lỗ HĐKD	2,891	3,583	3,139	4,767
Doanh thu tài chính	519	265	244	507
Chi phí tài chính	417	303	393	592
Chi phí lãi vay	375	299	388	592
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	60	30	-	-
Lợi nhuận trước thuế	3,053	3,576	2,990	4,682
Thuế thu nhập DN	640	724	598	936
LN sau thuế	2,413	2,852	2,392	3,746
CĐTS	9	0	0	0
LNST - CĐTS	2,404	2,851	2,392	3,746
EBITDA	4,048	5,030	4,452	6,235
EPS	1,228	1,226	1,053	1,648

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Lãi trước thuế	2,404	2,851	2,392	3,746
Khấu hao và phân bổ	1,157	1,447	1,313	1,468
Thay đổi vốn lưu động	12	-732	-6	276
LCTT từ HĐ KD	3,574	3,567	3,700	5,491
Tiền chi mua TSCĐ	-2,578	-3,942	-3,303	-1,189
Đầu tư khác	3,214	3,738	0	0
LCTT từ HĐ Đầu tư	636	-205	-3,303	-1,189
Tiền chi trả cổ tức	0	-2,451	0	-2,272
Tiền từ vay ròng	-398	3	3,397	523
Tiền thu khác	-2,802	-1,957	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-3,200	-4,405	3,397	-1,750
Tiền đầu kỳ	1,422	2,431	1,388	5,182
Dòng tiền trong kì	1,010	-1,043	3,794	2,552
Tiền cuối kỳ	2,431	1,388	5,182	7,735

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và ĐTTT ngắn hạn	3,133	2,177	5,971	8,523
Phải thu ngắn hạn	1,048	724	1,059	958
Tồn kho	902	986	891	1,039
TS ngắn hạn khác	2,040	1,183	1,192	1,554
TS ngắn hạn	7,123	5,070	9,112	12,074
TSCĐ hữu hình	282	450	465	468
TSCĐ vô hình	26	23	16	8
TSCĐ thuê tài chính	26,429	28,064	29,031	28,740
TS dở dang dài hạn	1,343	654	654	654
Đầu tư dài hạn	1,832	-	-	-
TS dài hạn khác	1,638	1,568	2,104	2,061
Tài sản dài hạn	31,561	30,768	32,278	31,941
TỔNG TÀI SẢN	38,684	35,839	41,390	44,015
Phải trả ngắn hạn	3,424	2,055	2,197	2,562
Vay ngắn hạn	18	19	35	181
Nợ ngắn hạn khác	2,818	2,705	2,806	3,127
Nợ ngắn hạn	6,260	4,780	5,038	5,870
Vay dài hạn	2,762	2,765	5,612	5,930
Nợ dài hạn khác	1,152	1,340	1,340	1,340
Nợ dài hạn	3,915	4,105	6,952	7,270
Nợ phải trả	10,174	8,885	11,990	13,140
Vốn góp	23,288	23,288	23,288	23,288
Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47
LN chưa phân phối	5,191	5,592	7,985	9,458
Vốn chủ khác	(58)	(2,008)	(1,953)	(1,952)
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	34	34	34
Vốn chủ sở hữu	28,509	26,954	29,400	30,875
TỔNG NGUỒN VỐN	38,684	35,839	41,390	44,015

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.1	1.1	1.8	2.1
Hsố TT nhanh	0.7	0.6	1.4	1.6
Cơ cấu vốn				
TSNH/ Tổng TS	18.4%	14.1%	22.0%	27.4%
Nợ phải trả/ Tổng TS	26.3%	24.8%	29.0%	29.9%
Nợ NH/ Tổng TS	16.2%	13.3%	12.2%	13.3%
Nợ vay/ Tổng TS	7.2%	7.8%	13.6%	13.9%
Năng lực hoạt động				
Số ngày phải thu	60	74	61	61
Số ngày HTK	42	29	41	29
Số ngày phải trả	228	155	150	150
CCC	(126)	(52)	(48)	(60)
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên LNG	39.9%	47.6%	42.7%	48.7%
Biên EBIT	31.7%	38.7%	33.7%	39.2%
Biên LNST	26.4%	30.8%	25.7%	30.8%
ROE	8.8%	10.3%	8.5%	12.4%
ROA	6.3%	7.7%	6.2%	8.8%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DT	65.3%	1.5%	0.7%	30.4%
Tăng trưởng EBIT	29.5%	24.0%	-12.4%	51.8%
Tăng trưởng LNST	61.6%	18.6%	-16.1%	56.6%
Tăng trưởng TTS	1.4%	-7.4%	15.5%	6.3%
Tăng trưởng VCSH	9.3%	-5.5%	9.1%	5.0%

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel:+84439352722
Fax:+84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel:+84838218885
Fax:+84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecuriti>

Bloomberg: RESPBSCV <GO>

