

Việt Nam

KHẢ QUAN (không đổi)

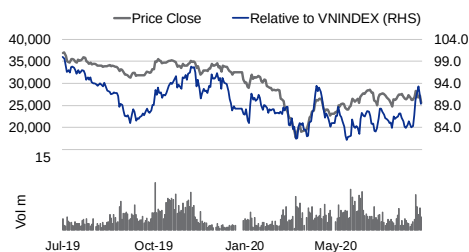
Consensus ratings*: KQ 10 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND25.550
Giá mục tiêu:	VND38.000
Giá mục tiêu cũ:	VND38.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	48,7%
CGS-CIMB / Consensus:	15,4%
Mã Reuters:	VRE.HM
Mã Bloomberg:	VRE VN
Giá trị vốn hóa:	US\$2.506tr
	VND58.057.736tr
GTGD bình quân:	US\$3,46tr
	VND80.360tr
SLCP đang lưu hành	2.272tr
Free float:	45,0%

*Nguồn: Bloomberg

Các chỉ tiêu tài chính

	2020	2021	2022
LNR (Tỷ đồng)	2.405	3.535	4.528
EPS cốt lõi (Đồng)	1.393	1.932	2.434
Tăng trưởng EPS cốt lõi (Tỷ đồng)	(8,5%)	38,7%	26,0%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	18,63	13,44	10,66
ROE	11,3%	15,0%	18,5%
P/B (lần)	2,01	2,01	1,94
Cổ tức (Đồng)	0	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	5,78%	5,78%



Source: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0,6	10,6	-30,5
Tương đối (%)	5,3	7,8	-9,7

Cổ đông lớn	%
Vingroup JSC	50,7
Hanoi South City Dev LLC	8,3

Chuyên viên phân tích



Phan Như Bách

T (84) 90 928 3119

E bach.phannhu@vndirect.com.vn

CTCP Vincom Retail

Triển vọng trái chiều trong 6 tháng cuối năm

- Doanh thu (DT) CTCP Vincom Retail (VRE) trong Q2/20 giảm 17,8% sv cùng kỳ xuống 1.630 tỷ đồng với DT từ mảng cho thuê giảm 21,2% sv cùng kỳ.
- DT 6T20 của VRE giảm 22,3% sv cùng kỳ xuống 3.316 tỷ đồng và LNR giảm 33,2% sv cùng kỳ xuống 835 tỷ đồng, chỉ đạt 34,7% dự báo năm 2020.
- VRE cho biết đang tìm kiếm cơ hội chuyển nhượng một trong những trung tâm thương mại của mình tại TP HCM với GFA chiếm 3,2% tổng GFA.

Gói hỗ trợ khách hàng của VRE tác động mạnh đến KQKD Q2/20

- DT VRE trong Q2/20 giảm 17,8% sv cùng kỳ xuống 1.630 tỷ đồng, trong đó DT mảng cho thuê mặt bằng giảm 21,2% sv cùng kỳ xuống còn 1.307 tỷ đồng khi giá cho thuê trung bình giảm 22,2% sv cùng kỳ. Trong khi đó, DT từ mảng chuyển nhượng bất động sản giảm 2,4% sv cùng kỳ xuống còn 294 tỷ đồng. Trong Q2/20, VRE đã đưa ra gói hỗ trợ 375 tỷ đồng cho khách hàng thuê để giảm tác động từ Covid-19. Gói cho thuê bao gồm giảm giá thuê cho khách hàng và các chiến dịch khuyến mãi, tác động tới cả DT và biên LN gộp. Biên LN gộp Q2/20 giảm 8,8 điểm % sv cùng kỳ xuống còn 39,6%.
- Chi phí tài chính ròng Q2/20 tăng 1.043% sv cùng kỳ lên 42 tỷ đồng do phát hành thêm trái phiếu khiến tổng giá trị trái phiếu tăng 38% sv 2.600 tỷ đồng cuối Q2/19. Do đó, LNR Q2/20 giảm 46,4% sv cùng kỳ xuống còn 343 tỷ đồng, và giảm 30% sv cùng quý.
- DT 6T20 của VRE giảm 22,3% sv cùng kỳ xuống còn 3.316 tỷ đồng và LNR giảm 33,2% sv cùng kỳ xuống còn 835 tỷ đồng, chỉ đạt 34,7% dự báo 2020 của chúng tôi do gói hỗ trợ 675 tỷ đồng cao hơn ước tính và DT chuyển nhượng BĐS thấp hơn dự kiến khi chỉ chuyển giao các shophouse tại các dự án nhỏ ở Cẩm Phả và Sóc Trăng trong 6T20.
- Tổng diện tích sàn (GFA) ở mức 1,6 triệu m2 trong Q2/20, không đổi so với cuối 2019 do không có trung tâm thương mại (TTTM) mới được đưa vào hoạt động. Tỷ lệ cho thuê tại TTTM trong Q2/20 đạt 85%, giảm 4,2% sv cùng kỳ khi Vinpro đóng cửa vào cuối 2019; tuy nhiên, tỷ lệ này tăng 0,1 điểm % sv cùng quý nhờ khách hàng thuê mới gồm Haidilao ở Vincom Phạm Ngọc Thạch HN và Uniqlo tại Vincom Landmark 81 HCM.

Chúng tôi kỳ vọng LNR 6T cuối 2020 giảm nhẹ 2% sv cùng kỳ

- Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê trung bình trong 6T cuối 2020 sẽ tăng 3% sv cùng kỳ. Lượng khách hàng tới các trung tâm VRE trong T6/20 hồi phục và đạt 75-95% sv trước Covid-19 sẽ thu hút khách thuê trong 6T cuối 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng VRE không cần phải bổ sung thêm gói hỗ trợ trong 6T cuối 2020 và DT phân khúc cho thuê kỳ vọng sẽ tăng 3,1% sv cùng kỳ lên 3,877 tỷ đồng trong 6T cuối 2020. Chúng tôi dự báo DT bất động sản sẽ đạt 1.734 tỷ đồng (+ 54% sv cùng kỳ) trong 6T cuối 2020 nhờ vào chuyển giao các shophouse tại Mỹ Tho và Bạc Liêu.
- Do vậy, chúng tôi kỳ vọng LNR 6T cuối 2020 sẽ giảm 2% sv cùng kỳ xuống còn 1.570 tỷ đồng, qua đó LN ròng cả năm đạt 2.405 tỷ đồng (-15,6% sv cùng kỳ).
- Vào 25/7, các ca nhiễm Covid-19 trong cộng đồng được phát hiện tại Đà Nẵng khiến Đà Nẵng phải áp dụng giãn cách xã hội trong 14 ngày. TTTM Vincom Đà Nẵng được yêu cầu đóng các dịch vụ không thiết yếu trong khi siêu thị vẫn mở cửa. Chúng tôi cho rằng việc đóng cửa này tác động rất ít đến hoạt động kinh doanh của VRE. Chúng tôi đang theo dõi và sẽ cập nhật dự báo của chúng tôi trong thời gian tới.

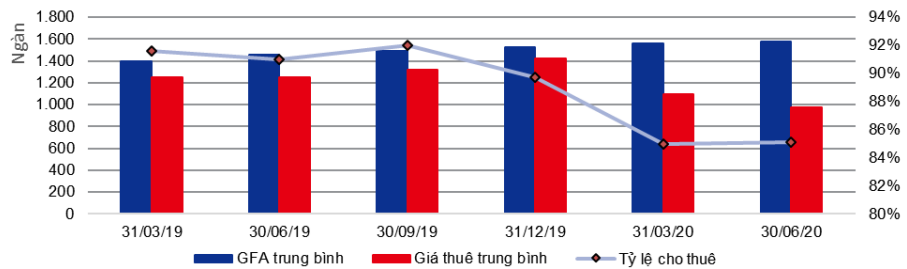
Có thể ghi nhận lợi nhuận bất thường từ chuyển giao TTTM

- VRE cho biết đang tìm kiếm cơ hội chuyển nhượng một trong những TTTM của mình tại TP HCM và đang thương thảo với các nhà đầu tư quan tâm. TTTM này nằm ở vị trí đắc địa với lượng khách khách nước ngoài và khách nội địa cao, chiếm 18% tổng GFA của Vincom Center và 3,2% tổng GFA của VRE vào cuối Q2/2020.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 38.000 đồng / cp

- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 38.000 đồng / cp (WACC: 12,6%). Động lực tăng giá: 1) TTTM mở mới nhanh hơn kỳ vọng, và 2) lợi nhuận 1 lần từ chuyển giao TTTM. Rủi ro giảm giá: đợt Covid-19 mới khiến TTTM đóng cửa và có thể khiến VRE bổ sung thêm các gói hỗ trợ.

Hình 1: GFA trung bình (m2 – cột trái), giá thuê trung bình (VND/m2 – cột trái) và tỷ lệ cho thuê (cột phải) từ Q1/19 đến Q2/20



* Việc giảm giá thuê trung bình trong 6T20 do các gói hỗ trợ Covid-19

* Tỷ lệ lấp đầy 6T20 giảm do Vinpro đóng cửa vào cuối 2019.

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 2: So sánh KQKD

Tỷ đồng	2Q/20	2Q/19	% tăng trưởng 2Q/20	6T20	6T19	% tăng trưởng 6T20	sv dự phóng 2020	Ghi chú
Doanh thu	1.630	1.983	-17,8%	3.316	4.267	-22,3%	36,5%	Thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê trung bình tăng 3% sv cùng kỳ trong 6T cuối 2020 và không gói hỗ trợ nào được đưa ra giúp DT phân khúc cho thuê kỳ vọng sẽ tăng 3,1% sv cùng kỳ lên 3.877 tỷ đồng trong 6T cuối 2020. Và chúng tôi cũng kỳ vọng DT bất động sản sẽ đạt 1.734 tỷ đồng (+54% sv cùng kỳ) trong 6T cuối 2020 nhờ vào chuyển giao các shophouse tại Mỹ Tho và Bạc Liêu
Cho thuê	1.307	1.659	-21,2%	2.756	3.258	-15,4%	41,5%	
Chuyển nhượng BDS	294	302	-2,4%	495	903	-45,2%	22,2%	
Giá vốn hàng bán	984	1.024	-3,8%	1.911	2.336	-18,2%	37,3%	
Cho thuê	719	828		1.501	1.557			
Chuyển nhượng BDS	184	173		250	634			
Lợi nhuận gộp	646	959	-32,7%	1.405	1.931	-27,3%	35,4%	Thấp hơn kỳ vọng.
<i>Biên LNG</i>	<i>39,6%</i>	<i>48,4%</i>	<i>-8,8 điểm %</i>	<i>42,4%</i>	<i>45,3%</i>	<i>-2,9 điểm %</i>	<i>-1,3 điểm %</i>	Biên LNG 6T20 thấp hơn dự phóng của chúng tôi chủ yếu do BLNG mảng cho thuê trong 2Q20 thấp hơn vì VRE đã đưa ra gói hỗ trợ trị giá 375 tỷ đồng cho khách thuê, cao hơn dự phóng chúng tôi là 300 tỷ đồng.
Cho thuê	44,9%	50,1%		45,5%	52,2%			
Chuyển nhượng BDS	37,5%	42,6%		49,5%	29,8%			
Chi phí tài chính ròng	(42)	4	-1043,1%	(75)	11	-758,8%	1187,4%	Chi phí tài chính tăng vọt khi VRE phát hành trái phiếu với giá trị 1.050 tỷ đồng vào T4/20, vượt dự báo của chúng tôi
Chi phí bán hàng	45	48	-7,7%	105	141	-25,0%	29,9%	
Chi phí QLDN	92	127	-27,8%	182	243	-25,0%	0,0%	
LN hoạt động	467	788	-40,7%	1.043	1.559	-33,1%	34,3%	
LNTT	446	788	-43,4%	1.065	1.566	-32,0%	35,0%	
LNR	343	640	-46,4%	835	1.251	-33,2%	34,7%	Thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi dự báo LNR 6T cuối 2020 giảm 2% sv cùng kỳ xuống còn 1.570 tỷ đồng dẫn đến LNR năm 2020 đạt 2.405 tỷ đồng (-15,6% sv cùng kỳ)

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 3: So sánh công ty cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv nội tệ)	Giá mục tiêu (Đv nội tệ)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	FY20F	FY21F		TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F
Các công ty BDS Bán lẻ																		
CTCP Vincom Retail	VRE VN	KQ	25.550	38.000	2.506	21,1	22,6	17,0	5,6%	2,2	2,0	1,9	10,3%	9,9%	11,9%	7,7%	6,5%	8,4%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	KKN	30,50	na	17.951	23,3	32,5	23,2	16,9%	2,9	2,7	2,5	12,8%	8,4%	11,1%	5,6%	4,1%	5,4%
Central Pattana PCL	CPN TB	KQ	47,75	63,25	6.798	15,8	30,7	19,5	11,4%	3,2	2,8	2,6	19,9%	9,5%	13,3%	7,1%	3,7%	5,5%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	KQ	424,0	700,0	1.394	9,9	10,3	9,0	18,3%	1,5	1,2	1,1	15,2%	11,5%	12,6%	7,9%	8,2%	8,6%
Platinum Group PCL	PLAT TB	KKN	2,60	na	232	13,3	na	na	1,6%	0,8	na	na	5,9%	na	na	4,3%	na	na
Trung bình các công ty BDS Bán lẻ					6.594	15,6	24,5	17,2	12,1%	2,1	2,3	2,1	13,5%	9,8%	12,3%	6,2%	5,3%	6,5%

NGUỒN: VND RESEARCH, Bloomberg

*Dữ liệu tại ngày 29/7/20

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HKDK

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	9.124	9.259	9.089	11.545	13.911
Lợi nhuận gộp	3.641	4.405	3.970	5.526	6.944
LN hoạt động thuần	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Chi phí khấu hao	(1.157)	(1.447)	(1.780)	(1.979)	(2.194)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	2.891	3.585	3.008	4.445	5.675
TN từ hoạt động kinh doanh	102	(37)	6	(7)	12
TN trước thuế từ các công ty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKDK	60	30	30	38	46
Lợi nhuận trước thuế	3.876	4.398	4.006	5.557	7.002
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	3.053	3.578	3.044	4.476	5.733
Thuế	(640)	(729)	(639)	(940)	(1.204)
Lợi nhuận đặc biệt sau thuế					
Lợi nhuận sau thuế	2.413	2.849	2.405	3.536	4.529
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(9)	(0)	(0)	(1)	(1)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ					
Điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.404	2.848	2.405	3.535	4.528
Lợi nhuận ròng thường xuyên	3.055	3.501	3.164	4.389	5.530
Lợi nhuận ròng thường xuyên pha loãng	3.055	3.501	3.164	4.389	5.530

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	2.431	1.388	4.228	3.146	3.012
Tài sản đang phát triển					
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.048	724	562	612	735
Hàng tồn kho	902	986	1.084	1.192	1.311
Tài sản ngắn hạn khác	2.742	1.270	1.451	1.843	2.220
Tổng tài sản ngắn hạn	7.123	4.368	7.324	6.793	7.278
Tài sản cố định	282	450	418	394	380
Tổng đầu tư	28.261	28.764	30.257	32.497	34.775
Tài sản vô hình	505	430	430	428	432
Tài sản dài hạn khác	2.512	1.810	2.805	3.167	3.596
Tổng tài sản dài hạn	31.561	31.454	33.911	36.486	39.184
Vay & nợ ngắn hạn	18	19	91	115	139
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	6.218	4.721	5.943	6.974	8.177
Nợ ngắn hạn khác	24	27	29	33	38
Tổng nợ ngắn hạn	6.260	4.768	6.063	7.123	8.355
Vay & nợ dài hạn	2.762	2.765	4.404	5.097	5.751
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	1.152	1.340	1.413	1.661	1.923
Tổng nợ dài hạn	3.915	4.105	5.817	6.758	7.674
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	10.174	8.872	11.879	13.881	16.029
Vốn chủ sở hữu	28.468	26.916	29.321	29.363	30.397
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	34	34	35	36
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	28.509	26.950	29.355	29.398	30.433

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Lãi/(lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	294	(588)	1.215	707	524
Tăng/(Giảm) khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	60	30	30	38	46
Dòng tiền hoạt động khác	151	58	(109)	(199)	88
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(417)	(303)	(254)	(338)	(386)
Thuế đã trả	(561)	(663)	(639)	(940)	(1.204)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.574	3.567	5.032	5.693	6.937
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.578)	(3.942)	(3.257)	(4.015)	(4.285)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	585	1.611	14	16	18
Thanh lý bất động sản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn / mua công ty con	(2)	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	2.631	2.127	(732)	(249)	(250)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư khác	636	(205)	(3.975)	(4.248)	(4.517)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(3.200)	0	1.710	718	677
Tiền từ phát hành cổ phiếu, góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại cổ phiếu đã phát hành	0	(1.954)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	0	(2.451)	0	(3.493)	(3.493)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	73	248	262
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(3.200)	(4.405)	1.783	(2.527)	(2.554)

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	65,3%	1,5%	(1,8%)	27,0%	20,5%
Tăng trưởng LN HKDK	28,4%	22,0%	(1,7%)	30,5%	21,8%
Biên LN HKDK	52,6%	63,2%	63,3%	65,0%	65,7%
Lợi nhuận trên cổ phiếu (đồng)	(178)	(615)	(117)	(909)	(1.267)
Giá trị sổ sách/cp	14.535	11.845	12.903	12.922	13.377
Khả năng thanh toán lãi vay	8,90	14,60	15,70	16,40	18,00
Thuế suất hiệu dụng	21,0%	20,4%	21,0%	21,0%	21,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	66,8%	NA	75,7%	60,3%
Số ngày phải thu	20,30	17,30	17,30	15,30	15,70
Số ngày tồn kho	90,50	71,00	74,00	69,00	65,60
Số ngày phải trả	149,4	206,0	183,3	202,6	204,1
ROIC (%)	32%	202%	344%	569%	884%
ROCE (%)	13,4%	15,3%	13,3%	17,1%	20,7%
ROAA	8,2%	9,9%	8,7%	10,9%	12,9%

12-mth Fwd FD P/E (x) - Vincom Retail JSC



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>