CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE, với giá mục tiêu 39,000 VND/cổ phiếu (+25%), dựa trên 3 luận điểm chính:

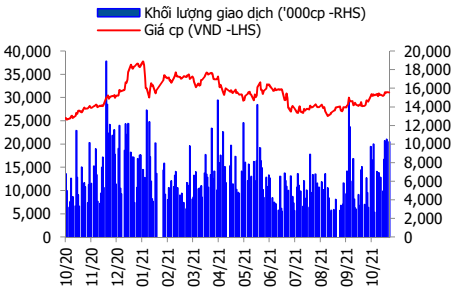
1. Lợi thế rất lớn từ hệ sinh thái Vingroup và các dự án lớn vừa triển khai như trung tâm thương mại (TTTM) Vincom Mega Mall (VMM) Ocean Park (tháng 12/2020) hay sắp triển khai như VMM Smart City (kỳ vọng Q4/2021), Vincom Plaza (VCP) Mỹ Tho, Bạc Liêu, VMM Grand Park (kỳ vọng 2022). Rào cản tương đối cao: (1) nguồn cung đất đai rất hạn chế ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP HCM, (2) rất ít các dự án khu đô thị lớn như các dự án của Vinhomes và (3) thương hiệu của Vingroup là nhà phát triển dự án chất lượng cao đã chứng minh trong 10 năm qua.
2. Nhà phát triển và điều hành bất động sản bán lẻ lớn nhất và phát triển nhanh nhất tại Việt Nam, vượt xa các đối thủ khác. Mảng bán lẻ hiện tại có tỷ lệ thâm nhập thấp với dư địa tăng trưởng lớn trong khi VRE có vị thế đầu ngành để tận dụng được sự tăng trưởng này.
3. Sự tăng trưởng dài hạn của VRE được kỳ vọng với sự dịch chuyển chiến lược tập trung vào các TTTM quy mô lớn (Vincom Center – VCC và VMM) do (i) thị trường bán lẻ Việt Nam đã phát triển hơn do đó nhu cầu về TTTM lớn và tích hợp sẽ tăng lên, và (ii) dễ dàng thu hút các thương hiệu quốc tế và khách thuê cố định với sức chống chịu tốt hơn với các gián đoạn như thời điểm dịch.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro lớn nhất chúng tôi thấy tại thời điểm này là diễn biến phức tạp của dịch Covid-19 đã và sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VRE. Trong năm 2021, VRE dự kiến chi 2.000 tỷ đồng để hỗ trợ khách thuê. Tuy nhiên chúng tôi có 3 luận điểm như sau:

1. Dù tình hình dịch bệnh còn phức tạp nhưng với quyết tâm của chính phủ trong việc tăng độ phủ của vắc xin toàn dân cũng như các chính sách thúc đẩy kinh tế, chúng tôi quan sát quá trình phục hồi đã bắt đầu. 78/80 TTTM đã quay lại hoạt động với lượng khách tham quan trong nửa đầu tháng 10/2021 đã xấp xỉ gấp 2 lần lượng khách cả tháng 9/2021. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng ngành bán lẻ phục hồi mạnh mẽ hơn dần dần về mức trước dịch bệnh đồng thời hưởng lợi từ tâm lý "Revenge shopping" (tạm dịch "Mua sắm trả thù") sau khi thị trường được mở cửa trở lại.
2. Chúng tôi cho rằng thị giá của VRE vẫn chịu áp lực từ tác động tiêu cực từ làn sóng dịch lần thứ tư và đã chiết khấu những thông tin không thuận lợi từ dịch bệnh cũng như các gói hỗ trợ khách thuê mới.
3. VRE được hưởng lợi từ dòng tiền dài hạn (50 năm cho 1 trung tâm thương mại), tăng trưởng ổn định qua các năm nên thời gian dịch dù có kéo dài đến đơn vị năm thì triển vọng dài hạn vẫn còn đó, đồng thời với kế hoạch và thực tế mở mới các trung tâm thương mại như hiện tại sẽ giúp kết quả kinh doanh VRE bật mạnh sau khi tình hình dịch bệnh cơ bản được kiểm soát.

Giao dịch của VRE



	1M	3M	12M
VRE (%)	10%	13%	22%
VNIndex (%)	8%	10%	57%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	01/11/2021
Giá hiện tại	VND 31,150
Giá mục tiêu	VND 39,000
Upside	+25%
Bloomberg	VRE VN Equity
Vốn hóa thị trường	70,783 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 25,300 - VND 37,800
Giá trị giao dịch trung bình từ đầu năm đến nay	171 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nhà đầu tư nước ngoài	49%
Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài	29.89%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	**Tỷ VND**	**8,329**	**6,845**	**8,611**	**10,373**	**14,060**
EBIT	Tỷ VND	3,093	2,255	3,532	4,291	5,687
LNST	**Tỷ VND**	**2,382**	**1,635**	**2,688**	**3,185**	**4,163**
EPS (VND)	VND	1,023	699	1,150	1,363	1,781
Tăng trưởng EPS (%)	%	-16%	-32%	64%	19%	31%
P/E (x)	**Lần**	**33.2**	**44.5**	**27.1**	**22.9**	**17.5**
EV/EBITDA (x)	Lần	16.6	21.8	15.3	13.4	10.5
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	-	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	Lần	2.7	2.3	2.2	2.0	1.8
ROE (%)	**%**	**8%**	**5%**	**8%**	**9%**	**10%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	20%	13%	15%	20%	23%

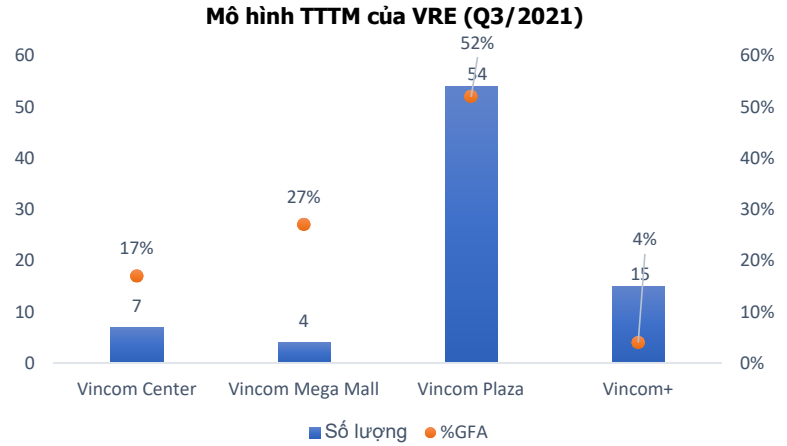
Nguồn: MBS Research

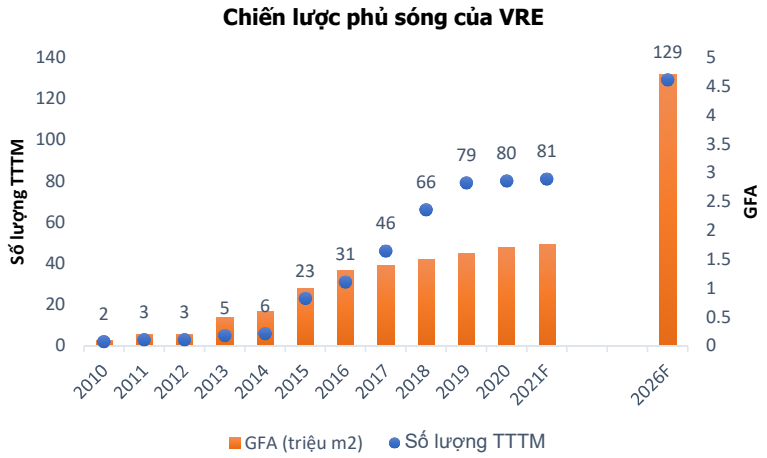
CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Chiến lược phủ sóng đảm bảo sự hiện diện trên khắp Việt Nam đã hoàn thành vai trò lịch sử ...

- Trước năm 2021, chiến lược quan trọng của VRE là tích cực mở rộng phạm vi phủ sóng TTTM để đảm bảo vị thế trên thị trường và quỹ đất trên khắp Việt Nam. Chiến lược này được thể hiện qua tốc độ CAGR tổng GFA bán lẻ giai đoạn 2010-2020 của VRE đạt 33% với tổng số TTTM tăng từ 2 trong năm 2010 lên 80 vào năm 2020.
- VRE đã phát triển 4 loại TTTM để phục vụ cho các nhóm khách hàng khác nhau: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP), Vincom+ (VC+).
- Mô hình VCP hướng đến khách hàng phổ thông ở những vị trí có mật độ dân cư cao nằm ở ngoài trung tâm TPHCM và Hà Nội hay những vị trí đắc địa ở những tỉnh thành khác là mũi nhọn VRE dùng để mở rộng quy mô và gia tăng mức độ nhận biết. Không yêu cầu vị trí đắc địa ở TPHCM và Hà Nội như VCC hay diện tích lớn như VMM, VCP lại có thể mang lại trải nghiệm của TTTM so với VC+. Do đó, VCP đã trở thành hình thức phổ biến nhất của VRE với 54 TTTM trong tổng số 80 trung tâm thương mại của VRE.





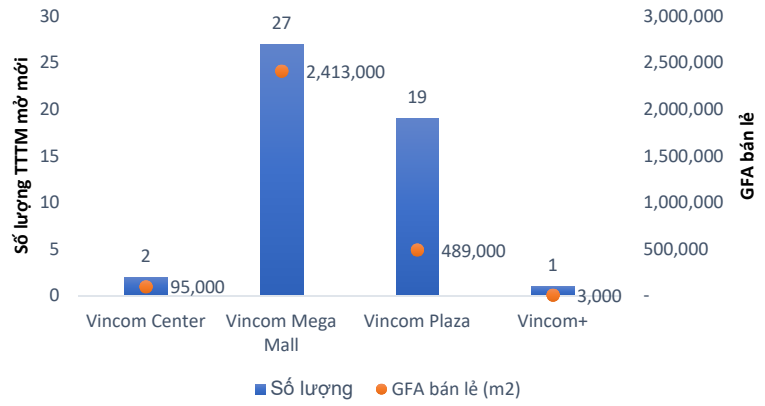
Nguồn: MBS Research, VRE

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

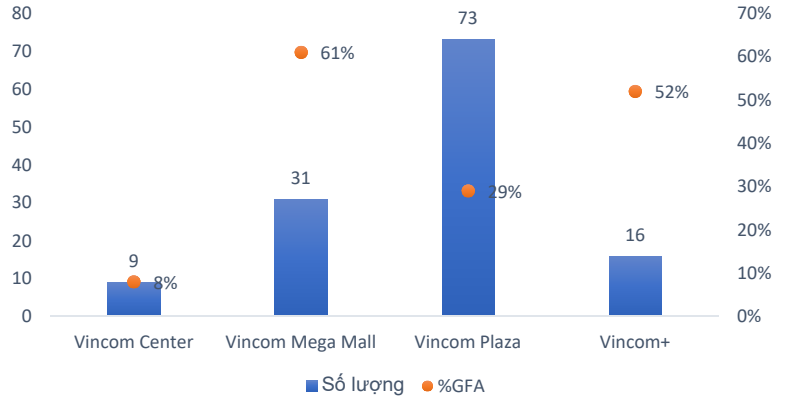
... và từ 2021 là sự dịch chuyển chiến lược tập trung vào các TTTM lớn

- Chiến lược mở rộng mạnh mẽ độ phủ sóng TTTM của VRE thông qua VCP trong 10 năm qua đã thành công trong việc đảm bảo quỹ đất của công ty cũng như thiết lập vị thế hàng đầu trên khắp Việt Nam.
- Khi thị trường bán lẻ Việt Nam đã đạt đến mức độ phát triển nhất định, nhu cầu TTTM tích hợp đầy đủ sẽ tăng lên. Do vậy, sự dịch chuyển chiến lược của VRE là cần thiết để đảm bảo sự tăng trưởng trong tương lai. Theo kế hoạch của ban lãnh đạo, VRE sẽ chuyển trọng tâm sang phát triển TTTM lớn (VCC và VMM) và theo đó, chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ đem đến nhiều trải nghiệm thú vị cho cộng đồng dân cư Vinhomes cũng như các khu vực kế cận. Chiến lược này tương ứng với kế hoạch phát triển 2021-2026 của VRE khi GFA của VMM sẽ chiếm 61% (31 TTTM) thay vì 27% (4 TTTM) như hiện nay.
- Như đã phân tích, VCP đem đến trải nghiệm của một TTTM và tạo ra sự cân bằng giữa chi phí phát triển của VRE, nhu cầu của khách hàng trong khu vực và yêu cầu của khách thuê đối với khu vực. Tuy nhiên, do đặc thù cơ cấu khách thuê nhỏ và cửa hàng chuyên biệt vốn nhạy cảm và dễ chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh của VCP cao hơn so với VCC và VMM với tỷ lệ thương hiệu quốc tế và khách thuê dài hạn chiếm tỷ lệ cao hơn, tỷ lệ diện tích trống của VCP đã tăng lên mức 19% từ mức 11% trước dịch bệnh trong khi VCC và VMM đều ghi nhận tỷ lệ trống ổn định trong thời gian dịch. Vì vậy, với cơ cấu VCC và VMM chiếm tỷ lệ cao hơn từ 2021F-2026F, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch phát triển mới của VRE đem đến sự ổn định và chống chịu tốt hơn cho KQKD của VRE qua đó nâng cao hiệu quả kinh doanh trong dài hạn.

Kế hoạch mở TTTM 2021-2026



Mô hình TTTM của VRE (2026F)



Nguồn: MBS Research, VRE

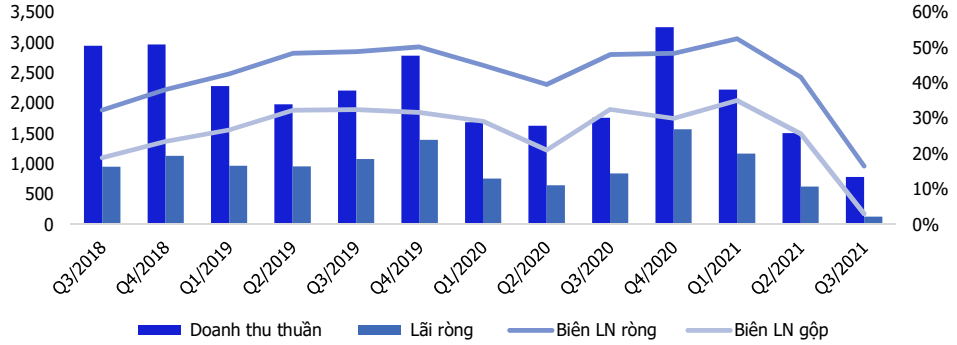
CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Cập nhật kết quả kinh doanh

- **Trong Q3/2021**, VRE ghi nhận doanh thu đạt hơn 787 tỷ VND - giảm 55.3% so với cùng kỳ, do giãn cách xã hội, VRE đã hỗ trợ khách hàng bằng cách miễn giảm tiền thuê mặt bằng kinh doanh, tổng giá trị gói hỗ trợ lên tới 925 tỷ VND. Doanh thu cho thuê giảm gần 55% xuống 728 tỷ VND, trong khi doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm gần 81% xuống chỉ còn 20 tỷ VND – chỉ có 5 căn được chuyển nhượng so với mức 22 căn của cùng kỳ năm ngoái. Biên LN gộp giảm mạnh từ mức 48% trong Q3/2020 xuống gần 17%. LNST giảm ở mức kỷ lục – 548 tỷ VND, tương đương gần 96% so với cùng kỳ, chỉ còn hơn 24 tỷ VND.
- **Lãi ròng 9T2021 giảm 14.3% so với cùng kỳ**. Trong khi doanh thu cho thuê và chuyển nhượng BĐS đều giảm lần lượt 12.7% và 5.6% so với 9T2020, mảng doanh thu khác đã tăng gần 32% nhờ phí hoa hồng quản lý chuỗi shophouse và condotel tại Grand World Phú Quốc.
- **78/80 TTTM tại HN và HCM đã được quay lại hoạt động,** các hoạt động giải trí tập trung như rạp chiếu phim được dự kiến sẽ từ từ mở lại.
- Theo thống kê, lượt khách trung bình trong tháng 9/2021 chỉ đạt khoảng 80 ngàn người/ngày, chỉ bằng khoảng gần 1/4 so với cùng kỳ. **Lượt khách trung bình của nửa đầu tháng 10/2021 đã tiến triển tích cực hơn sau thời kỳ giãn cách,** với lượng khách trung bình ngày khoảng 140 ngàn người, tăng khoảng 75% so với tháng 9/2021.
- **Cuối năm là thời điểm vàng cho hoạt động bán lẻ,** với các chương trình sale lớn cho dịp lễ cuối năm như 20/10, Black Friday, Giáng Sinh và cháo đón năm mới.
- Trong thời gian vừa qua, **VRE đã nâng cấp cơ sở vật chất cho các TTTM, cũng như mở thêm các Vincom Mega Mall tại các thành phố lớn** như HN, HCM, Long An, Hưng Yên, Cam Ranh và **tập trung vào ứng dụng công nghệ số** để mang lại trải nghiệm tốt hơn cho KH cũng như nghiên cứu hành vi KH: CamAI quan sát hành vi KH, Virtual Assisstant là robot tối tân giới thiệu cho KH về các chương trình KM, hay ứng dụng gửi xe thông minh…
- **Vincom Mega Mall Smart City sẽ bắt đầu mở cửa một số gian hàng thiết yếu từ quý 4/2021 và mở cửa hoàn toàn vào năm 2022**. TTTM này có quy mô lên tới 68,000 m2 sàn GFA và 49,000 m2 sàn NLA và được kỳ vọng sẽ tạo nguồn doanh thu lớn cho VRE.
- Giữa tình hình ảm đạm do dịch Covid-19, cửa hàng flagship rộng hơn 2000 m2 của Muji tại Vincom Center Metropolis, một nhãn hiệu rất được ưa chuộng bởi giới trẻ là sự kiện nổi bật của thị trường bán lẻ trong quý 3/2021.

Kết quả kinh doanh theo Quý



Các thương hiệu hợp tác cùng VRE

Nguồn: MBS Research, VRE

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Tình hình tài chính

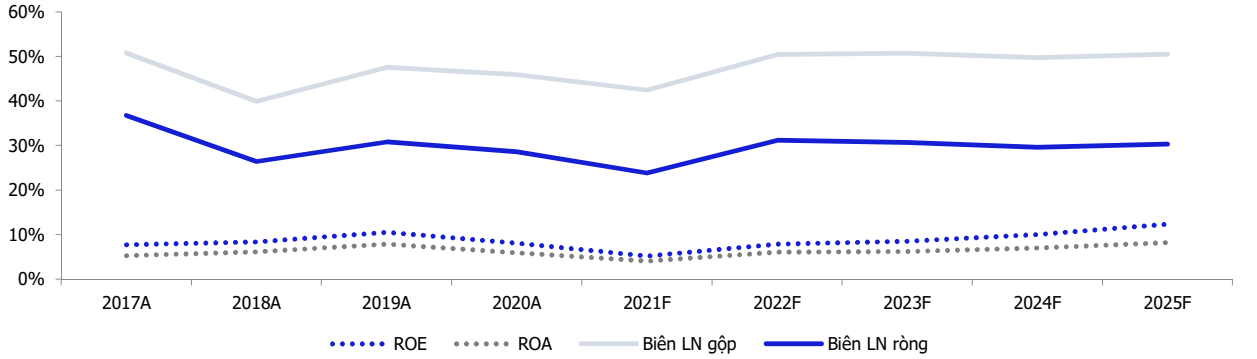
Tổng tài sản tại thời điểm 30/09/2021 giảm gần 6% so với cùng kỳ do Công ty đã thực hiện trả nợ gốc vay gần 2,600 tỷ VND.

Tài sản ngắn hạn chiếm gần 16% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm 84%. Tài sản tập trung chủ yếu ở quyền sử dụng đất, nhà cửa, vật kiến trúc, máy móc, thiết bị. Điều này là hoàn toàn phù hợp với một đơn vị bất động sản bán lẻ quy mô lớn với nhiều công ty con, dự án đang triển khai và gối đầu chuẩn bị.

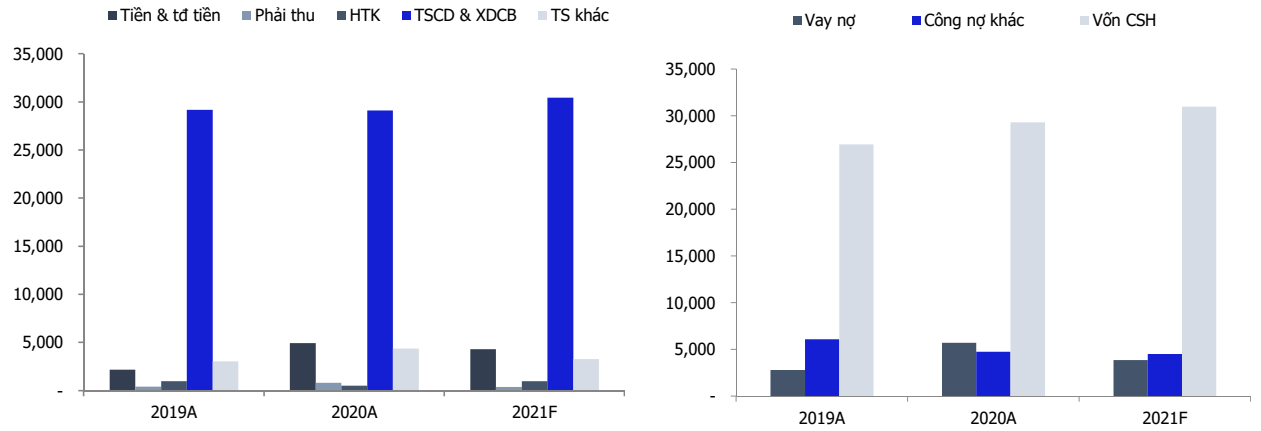
Cơ cấu nguồn vốn với Nợ phải trả chiếm 19%, giảm từ tỷ lệ 35% vào đầu năm 2021. Nợ ngắn hạn chiếm chỉ 8% Nợ phải trả, trong đó chủ yếu là khoản chi phí phải trả ngắn hạn và phải trả ngắn hạn khác. **Theo thảo luận tại buổi Gặp gỡ NĐT (AM) vào 29/7/2021, DN cho biết với cơ cấu tài chính lành mạnh như hiện tại thì dù dịch có kéo dài thêm, DN vẫn hoạt động bình thường ít nhất 1 năm từ nguồn tiền mặt dồi dào mà không cần nguồn tài chính bên ngoài.**

ROE và ROA chỉ giảm nhẹ trong năm 2020 và 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng nặng nề từ những làn sóng Covid 19. ROE và ROA lần lượt đạt 8.1% và 6% trong 2020 và dự phóng năm 2021 sẽ đạt 5.3% và 4.1%.

Các chỉ số lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, VRE

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Bảng so sánh giá cho thuê và tỷ lệ hấp thụ tại một số TTTM lớn

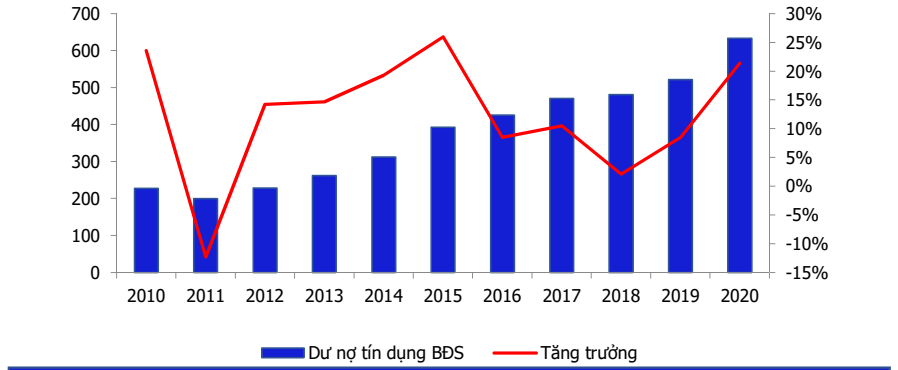
TTTM	Vị trí	Năm hoàn thành	DT cho thuê (m2)	Giá thuê	Tỷ lệ lấp đầy
Hệ thống TTTM của VRE					
Vinhome Center Bà Triêu, Tower C	Bà Triệu, Hà Nội	2004	10.974	180	99%
Vincom Center Metropolis	Liễu Giai, Hà Nội	2018	38.000	38	95%
Vincom Nguyễn Chí Thanh	Nguyễn Chí Thanh, Hà Nội	2015	65.328	65	98%
Vincom Center Phạm Ngọc Thạch	Phạm Ngọc Thạch, Hà Nội	2016	20.250	60	99%
Vincom Center Trần Duy Hưng	Trần Duy Hưng, Hà Nội	2019	45.000	50	90%
Vincom Center Landmark 81	Điện Biên Phủ, HCM	2018	50.000	100	100%
Vincom Mega Mall Thảo Điền	Xa lộ Hà Nội, HCM	2015	90.000	70	95%
Vincom Center Đồng Khởi	Lê Thánh Tôn, HCM	2010	45.000	150	93%
TTTM khác					
Trang Tien Plaza	Hai Bà Trưng, Hà Nội	2008	12.000	160	70%
Aeon Mall Long Biên	Long Biên, Hà Nội	2015	72.000	20	100%
Aeon Mall Ha Dong	Hà Đông, Hà Nội	2019	74.000	34	92%
Parkson Saigontourist Plaza	Lê Thánh Tôn, HCM	2002	17.000	150	95%
GigaMall	Phạm Văn Đồng, HCM	2019	110.000	30	100%
Vạn Hạnh Mall	Sư Vạn Hạnh, HCM	2018	55.000	55	100%

Nguồn: MBS Research, VRE

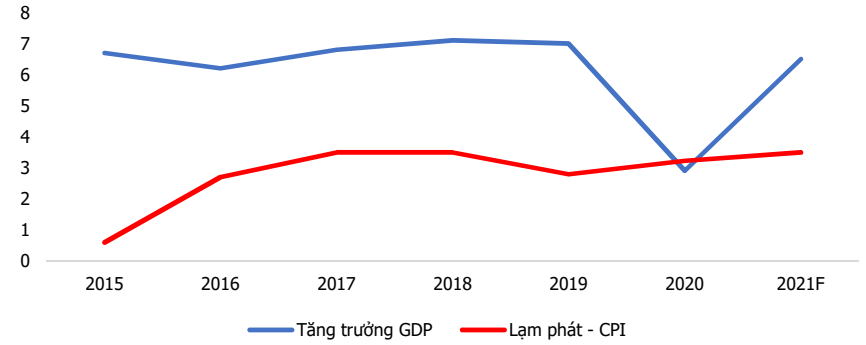
MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Thị trường bất động sản - Thông số cơ bản

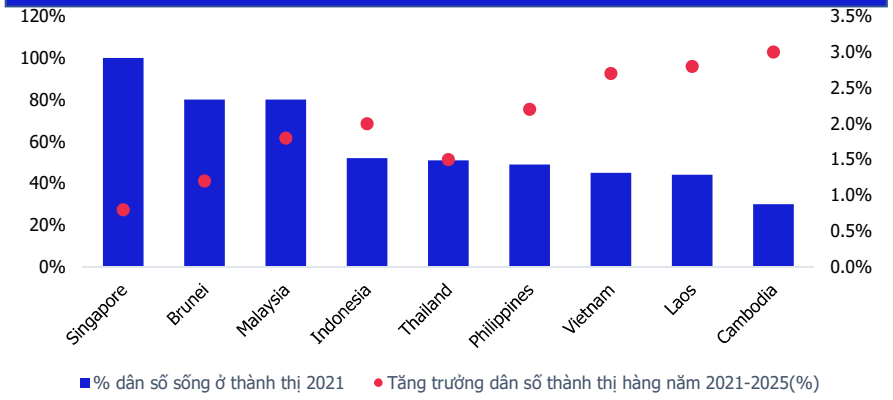
Tín dụng bất động sản



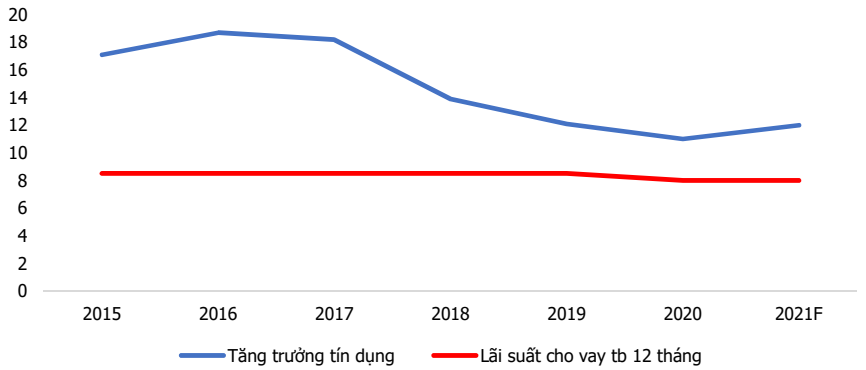
GDP và CPI



Đô thị hoá



Tăng trưởng tín dụng và lãi suất cho vay



Nguồn: NHNN, Bộ Xây Dựng, MBS Research

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Thị trường bất động sản – TTTM- Bán lẻ

9 tháng đầu năm 2021, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng chỉ đạt gần 3,400 tỷ VND, giảm khoảng 7.1% so với cùng kỳ. Khách du lịch quốc tế đến VN ước tính đạt hơn 114 ngàn lượt , giảm 97% so với 9T2020. CPI tăng ở mức thấp nhất kể từ năm 2016, tăng 1.82% so với mức bình quân cùng kỳ của 2020.

Tại Hà Nội

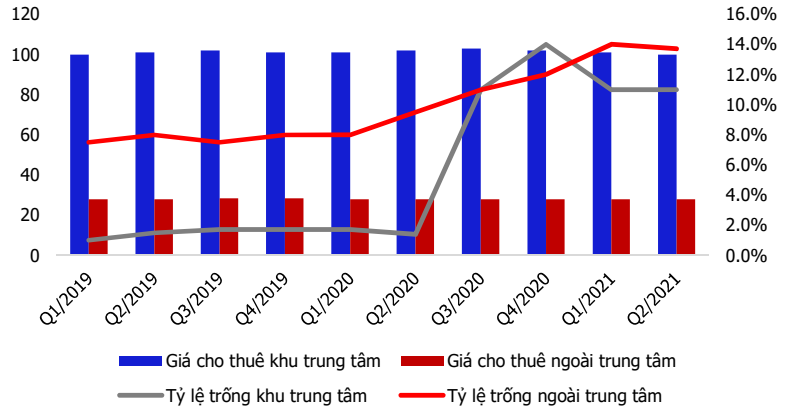
Nguồn cung: BĐS bán lẻ Hà Nội không ghi nhận dự án mới nào đi vào hoạt động trong quý 3 năm 2021. Kế hoạch khai trương các TTTM mới được đẩy sang 2022.
Tỷ lệ lấp đầy: Tỷ lệ lấp đầy ở các TTTM ở các khu vực trọng điểm đạt trên 90%, ổn định hơn so với quý trước. KH có xu hướng thận trọng trong việc mở rộng và tái ký hợp đồng thuê trong thời điểm dịch bệnh còn rất đáng ngại.
Giá chào thuê: Các chủ TTTM cũng đưa ra các biện pháp linh hoạt để hỗ trợ KH trong thời điểm dịch, ví dụ như miễn phí tiền thuê trong thời gian đóng cửa mặt bằng do giãn cách xã hội, đưa ra các chương trình chiết khấu ngắn hạn. Do vậy, giá thuê thực tế đã giảm rõ rệt với mức khoảng gần 16% so với năm ngoái. Dự kiến vào cuối năm nay, HN sẽ tăng thêm 40 ngàn m2 sàn từ Vincom Smart City tại Nam Từ Liêm, nâng tổng nguồn cung sàn lên tới gần 1 triệu m2 sàn.

Tại Tp. HCM

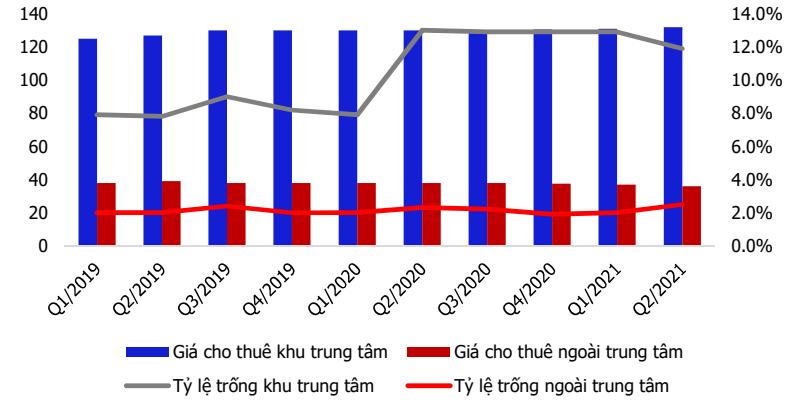
Nguồn cung: Do HCM thực hiện giãn cách xã hội 120 ngày kể từ tháng 6, các TTTM đều đã phải đóng cửa, chỉ có một số cửa hàng bán đồ thiết yếu được phép hoạt động. KH lẫn chủ TTTM đều ở trong trạng thái chờ đợi những diễn biến của dịch cũng như chủ trương của nhà nước trước khi tính xa hơn về kế hoạch kinh doanh. Kế hoạch cho các TTTM mới như Socar Mall đều đang bị trì hoãn sang 2022 do tỷ lệ lấp đầy không đạt yêu cầu. Các TTTM đang có những đợt cơ cấu lại khách thuê và mặt bằng thuê
Giá chào thuê: Các chủ TTTM thường miễn giảm tiền thuê cho KH cho suốt 3 tháng quý 3/2021, giá thuê trung bình theo JLL đạt 30.7 USD/ms/tháng, giảm khoảng hơn 18% so với quý trước và giảm gần 25% so với cùng kỳ. Sau khi giãn cách xã hội được nới lỏng, giá thuê dự kiến sẽ tăng trở lại sau khi những chính sách miễn giảm tiền thuê ngừng lại.

Triển vọng: ***Thị trường sẽ tiếp tục chào đón hơn 300.000 m² tại Hà Nội trong vòng 3 năm tới, và 500.000 m2 tại Tp HCM trong 5 năm tới. Tỷ lệ lấp đầy, giá cho thuê cũng được dự báo sẽ dần hồi phục khi nền kinh tế hồi phục, thương mại bán lẻ tiếp tục tăng lên cùng với sức mua của người dân.***

Mặt bằng TTTM, bán lẻ cho thuê tại Hà Nội



Mặt bằng TTTM, bán lẻ cho thuê tại HCM



Nguồn: MBS Research, VRE, CBRE

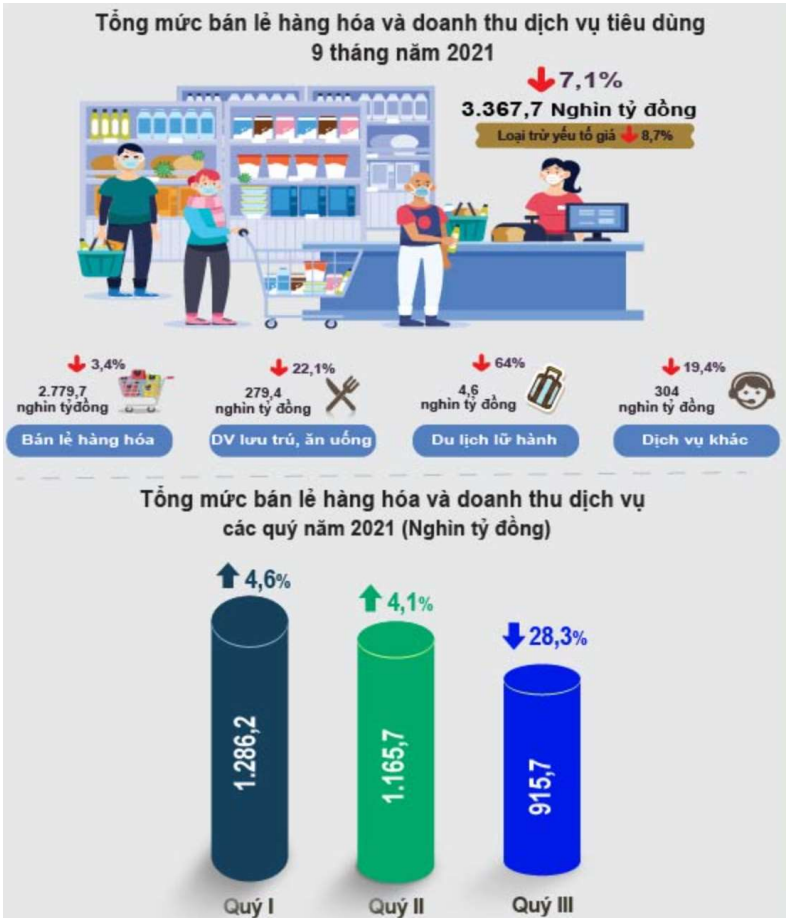
MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Hoạt động thương mại và bán lẻ phục hồi

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 10/2021 ước tính đạt 357.9 ngàn tỷ VND, tăng 18.1% so với tháng trước và giảm 19.5% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 10T2021 đạt hơn 3,720 ngàn tỷ VND, giảm 8.6% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá giảm 10.3% (cùng kỳ năm 2020 giảm 4.5%).

So với tháng trước, CPI tháng 10/2021 giảm 0.2% (khu vực thành thị giảm 0.2%; khu vực nông thôn giảm 0.21%). Tháng 10, trong 11 nhóm hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng chính có 3 nhóm giảm giá so với tháng trước, 8 nhóm tăng giá.

Chỉ số giá nhóm ăn uống ngoài gia đình tháng 10/2021 tăng 0.18% so với tháng trước, trong đó giá ăn ngoài gia đình tăng 0.18%; uống ngoài gia đình tăng 0.05%; đồ ăn nhanh mang đi tăng 0.24% do giãn cách xã hội được nới lỏng ở nhiều địa phương, nhu cầu ăn uống tại nhà hàng, quán ăn tăng. **Chúng tôi dự đoán nhu cầu đi ăn tại các nhà hàng và quán cafe sẽ tăng cao sau dịch, điểm sáng trong tình hình kinh doanh tại các TTTM.**



Nguồn: GSO

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Mô hình lợi nhuận

- Trong một kịch bản thận trọng, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của công ty sẽ vẫn bị ảnh hưởng bởi dịch Covid 19 cũng như biện pháp giãn cách xã hội trên các tỉnh và thành phố trong thời gian tới. Chính vì vậy, trong mô hình của chúng tôi, dự phóng lợi nhuận đã được thận trọng điều chỉnh theo các ảnh hưởng của dịch đến các gói hỗ trợ khách thuê đến 2023.

Định giá theo Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV để phản ánh đúng nội tại của doanh nghiệp, cũng như nhấn mạnh tiềm năng tăng trưởng trong tương lai từ các TTTM quy mô lớn như đã phân tích. Theo đó, chúng tôi xác định giá trị mỗi cổ phiếu VRE ở mức VND 39,000, tương ứng với tiềm năng tăng giá (upside) 25%.

Giả định	
%NFA/GFA	75%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	66%
WACC	14.1%
Số năm hoạt động giả định cho các TTTM	50

Định giá	P/pháp	NAV (tỷ đồng)
NAV - các TTTM hiện có		**51,719**
Vincom Center	*DCF*	*24,436*
Vincom Mega Mall	*DCF*	*13,330*
Vincom Plaza	*DCF*	*13,164*
VINCOM+	*DCF*	*789*
NAV - các TTTM trong tương lai	**DCF**	**36,194**
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS	**DCF**	**1,189**
Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)		**89,102**
Nợ vay (tỷ đồng)		(459)
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)		**88,643**
Số lượng cổ phiếu		2,272,318,410
Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)		**39,000**

Dự phóng KQKD						
Tỷ VND	**2020**	**2021F**	**2022F**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
GFA (triệu m2)	1.61	1.79	2.14	2.51	3.24	3.97
Doanh thu cho thuê	6,008	5,878	7,644	9,342	12,053	16,178
Tổng doanh thu	8,329	6,845	8,611	10,373	14,060	18,186
Tăng trưởng	*-10%*	*-18%*	*26%*	*20%*	*36%*	*29%*
Giá vốn	4,508	3,940	4,270	5,112	7,070	9,009
Lợi nhuận gộp	3,821	2,906	4,341	5,261	6,990	9,177
Tăng trưởng	*-13%*	*-24%*	*49%*	*21%*	*33%*	*31%*
LNST	2,382	1,635	2,688	3,185	4,163	5,511
Tăng trưởng	*-16%*	*-31%*	*64%*	*19%*	*31%*	*32%*
EPS	1,023	699	1,150	1,363	1,781	2,358
Tăng trưởng	*-16%*	*-32%*	*64%*	*19%*	*31%*	*32%*
BVPS	12,597	13,304	14,459	15,829	17,618	18,986
ROE	8.1%	5.3%	8.0%	8.6%	10.1%	12.4%
ROA	6.0%	4.1%	6.1%	6.3%	7.0%	8.3%

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+25%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**8,329**	**6,845**	**8,611**	**10,373**	**14,060**
Giá vốn hàng bán	4,508	3,940	4,270	5,112	7,070
Lợi nhuận gộp	**3,821**	**2,906**	**4,341**	**5,261**	**6,990**
Doanh thu hoạt động tài chính	276	231	256	284	315
Chi phí tài chính	467	464	445	614	829
Chi phí quản lý doanh nghiệp	729	650	810	970	1,303
Lợi nhuận trước thuế	**2,993**	**2,068**	**3,400**	**4,029**	**5,267**
Lợi nhuận sau thuế	**2,382**	**1,635**	**2,688**	**3,185**	**4,163**
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	**2,382**	**1,629**	**2,678**	**3,173**	**4,148**
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	**0**	**6**	**10**	**12**	**15**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	**7,012**	**7,640**	**9,992**	**10,258**	**13,817**
I. Tiền & tương đương tiền	3,051	4,294	5,954	5,401	7,198
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,894	0	0	0	0
III. Cac khoản phải thu ngắn hạn	804	369	465	560	758
IV. Hàng tồn kho	520	985	1,067	1,278	1,767
V. Tài sản ngắn hạn khác	744	1,993	2,507	3,020	4,093
Tài sản dài hạn	**32,804**	**31,726**	**33,879**	**40,129**	**45,108**
I. Các khoản Phải thu dài hạn	8	8	10	11	16
II. Tài sản cố định	450	283	250	227	203
1. Tài sản cố định hữu hình	430	270	249	227	203
2. Tài sản cố định vô hình	20	13	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	27,732	28,666	30,743	35,482	40,084
IV. Tài sản dở dang dài hạn	959	1,493	1,448	2,830	2,830
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,654	1,276	1,428	1,579	1,975
Tổng tài sản	**39,816**	**39,367**	**43,871**	**50,387**	**58,925**
Nợ phải trả	**10,481**	**8,384**	**10,198**	**13,525**	**17,895**
I. Nợ ngắn hạn	**3,538**	**3,675**	**4,136**	**4,960**	**6,822**
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,518	3,675	4,136	4,960	6,822
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	20	0	0	0	0
II. Nợ dài hạn	**6,943**	**4,710**	**6,062**	**8,565**	**11,072**
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,237	835	933	1,118	1,540
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,706	3,875	5,129	7,447	9,533
Vốn chủ sở hữu	**29,336**	**30,983**	**33,673**	**36,862**	**41,030**
1. Vốn điều lệ	23,288	23,288	23,288	23,288	23,288
2. Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47	47
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,974	9,722	12,451	15,678	19,930
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	34	45	49	54	60
5. Vốn khác	-2,008	-2,120	-2,163	-2,205	-2,295
Tổng nguồn vốn	**39,816**	**39,367**	**43,871**	**50,387**	**58,925**

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	1,023	699	1,150	1,363	1,781
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12,597	13,304	14,459	15,829	17,618
P/E	33.2	44.5	27.1	22.9	17.5
P/B	2.7	2.3	2.2	2.0	1.8
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	46%	42%	50%	51%	50%
Biên EBITDA	55%	45%	51%	51%	48%
Biên lợi nhuận sau thuế	29%	24%	31%	31%	30%
ROE	8%	5%	8%	9%	10%
ROA	6%	4%	6%	6%	7%
Tăng trưởng					
Doanh thu	-10%	-18%	26%	20%	36%
Lợi nhuận trước thuế	-16%	-31%	64%	19%	31%
Lợi nhuận sau thuế	-16%	-31%	64%	19%	31%
EPS	-16%	-32%	64%	19%	31%
Tổng tài sản	11%	-1%	11%	15%	17%
Vốn chủ sở hữu	9%	6%	9%	9%	11%
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	1.98	2.08	2.42	2.07	2.03
Thanh toán nhanh	1.40	1.17	1.44	1.09	1.06
Nợ/tài sản	14%	10%	12%	15%	16%
Nợ/vốn chủ sở hữu	20%	13%	15%	20%	23%
Khả năng thanh toán lãi vay	6.67	5.22	8.72	7.58	7.44
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay phải thu khách hàng	13.3	11.4	20.1	19.7	20.7
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	27 ngày	32 ngày	18 ngày	19 ngày	18 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	6.0	5.2	4.2	4.4	4.6
Thời gian tồn kho bình quân	61 ngày	70 ngày	88 ngày	84 ngày	79 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.2	3.3	2.5	2.7	2.8
Thời gian trả tiền bình quân	115 ngày	111 ngày	144 ngày	137 ngày	129 ngày

Nguồn: VRE, MBS Research

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khối Nghiên cứu

Trưởng Phòng
Hoàng Công Tuấn_*Tuan.HoangCong@mbs.com.vn*

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô
Nguyễn Trọng Việt Hoàng_*Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn*

Trái phiếu
Lê Minh Anh_*Anh.LeMinh@mbs.com.vn*

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí
Chu Thế Huynh_*Huynh.ChuThe@mbs.com.vn*

Bất động sản - Tài chính
Trần Thái Bình_*Binh.TranThai@mbs.com.vn*

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ
Trần Minh Phương_*Phuong.TranMinh@mbs.com.vn*

Bất động sản - Tài chính
Đinh Công Luyến_ *Luyen.DinhCong@mbs.com.vn*

Tài chính - Ngân hàng
Đỗ Lan Phương_*Phuong.DoLan@mbs.com.vn*

Tài chính- Vật liệu xây dựng
Dương Thiện Chí_*Chi.DuongThien@mbs.com.vn*

Vật liệu xây dựng
Hoàng Ngân Giang_*Giang.HoangNgan@mbs.com.vn*

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn