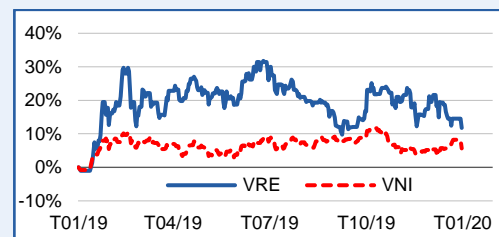


Ngành:	BDS	2018	2019	
Ngày báo cáo:	31/01/2020	Tăng trưởng DT	65,3%	1,5%
Giá hiện tại:	30.050VND	Tăng trưởng EPS	55,2%	18,5%
Giá mục tiêu:	42.000VND	Biên LN gộp	39,9%	47,6%
TL tăng:	+39,8%	Biên LN ròng	26,4%	30,8%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	EV/EBITDA	17,2x	13,8x
Tổng mức sinh lời:	+39,8%	P/B	2,5x	2,5x
Khuyến nghị:	MUA	P/E	29,1x	24,5x



GT vốn hóa:	3,0tỷ USD	VRE	Peers*	VNI	
Room KN:	502,8tr USD	P/E (trượt)	24,5x	28,7x	14,9x
GTGD/ngày (30n):	1,7tr USD	P/B (hiện tại)	2,5x	4,1x	2,2x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	4,9%	51,3%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ	ROE	10,3%	14,6%	14,9%
Pha loãng	2,3 tỷ	ROA	7,6%	6,1%	2,5%

* công ty cùng ngành trung khu vực

Tổng quan công ty

VRE là công ty con thuộc Tập đoàn Vingroup (VIC), hiện là chủ đầu tư quản lý và vận hành các TTTM hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình TTTM bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt khoảng 1,5 triệu m2.

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Mảng cho thuê bán lẻ vững chắc tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng

- CTCP Vincom Retail (VRE) báo cáo doanh thu đạt 9,3 nghìn tỷ đồng (+1,5% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (+18,5% YoY) trong năm 2019. Các KQKD này phù hợp với kỳ vọng khi lần lượt tương ứng 95% và 100% dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi. Do đó, chúng tôi cho rằng không có thay đổi đáng kể nào trong dự báo năm 2020 hiện tại cho VRE như đã được đề cập trong báo cáo lần đầu [VRE \[MUA +28,8%\] - Gã khổng lồ trung tâm thương mại của Việt Nam](#) ngày 30/10/2019, dù cần thêm đánh giá chi tiết.
- Mảng cho thuê (chiếm 76% doanh thu năm 2019 của VRE) ghi nhận tăng trưởng ổn định trong năm 2019 như chúng tôi kỳ vọng. Doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng này lần lượt tăng 27,4% và 30,3% YoY trong năm 2019, chủ yếu nhờ hoạt động ổn định tại 20 trung tâm thương mại (TTTM) đã mở trong năm 2018. Tại thời điểm cuối năm 2019, VRE sở hữu 79 TTTM (bao gồm 13 TTTM đã mở trong năm 2019) tại 43 tỉnh thành ở Việt Nam với tổng diện tích sàn (GFA) đạt 1,6 triệu m2. Mức tăng trưởng này sẽ tiếp tục củng cố vị thế là chủ đầu tư, sở hữu và vận hành TTTM bán lẻ lớn nhất Việt Nam của VRE.
- Mảng bán BĐS (chiếm 22% doanh thu năm 2019 của VRE) báo cáo doanh thu giảm 40,9% YoY trong năm 2019 trong khi biên lợi nhuận gộp của mảng này tăng lên mức 36,3% so với mức 23,5% trong năm 2018 nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm bàn giao. Lượng bàn giao chính trong năm 2019 bao gồm các dự án shophouse vốn có biên lợi nhuận cao hơn so với các dự án cao tầng được bàn giao trong năm 2018 như condotel Vinpearl Riverfront Đà Nẵng và chung cư Suối Hoa (Bắc Ninh).
- Liên quan đến việc sáp nhập VinCommerce và Masan Consumer Holdings trong tháng 12/2019, ban lãnh đạo của VRE cho biết không có thay đổi nào cho hợp đồng cho thuê hiện hữu và kế hoạch chiến lược phát triển Vinmart. Ngoài ra, theo ban lãnh đạo, việc đóng cửa hệ thống VinPro tại các TTTM của VRE cũng không gây ảnh hưởng đáng kể (cụ thể, các cửa hàng Vinpro chiếm 5,8% diện tích cho thuê (NLA) và 2,4% doanh thu năm 2019 của VRE; 35% diện tích mà Vinpro đã thuê trước đó đã được cho thuê lại trước thời điểm cuối quý 1/2020).

Hình: KQKD năm 2019 của VRE

Tỷ đồng	Q4 2018	Q4 2019	Tăng trở	2018	2019	Tăng trở	2019F	2019/ 2019F
DT ròng	3.041	2.784	-8,4%	9.124	9.259	1,5%	9.709	95%
Cho thuê bán lẻ	1.491	1.951	30,9%	5.506	7.017	27,4%	6.916	101%
Bán BĐS	1.440	785	-45,5%	3.433	2.027	-40,9%	2.570	79%
Khác	110	48	-56,1%	185	215	15,9%	222	97%
LN gộp	1.133	1.396	23,2%	3.641	4.405	21,0%	4.496	98%
Cho thuê bán lẻ	855	1.088	27,3%	2.882	3.754	30,3%	3.634	103%
Bán BĐS	335	335	0,0%	806	735	-8,8%	918	80%
Khác	-56	-27	-51,8%	-47	-84	79,6%	-56	150%
Chi phí SG&A	-257	-265	3,2%	-751	-820	9,2%	-830	99%
LN từ HĐKD	876	1.131	-29,1%	2.891	3.585	24,0%	3.666	98%
Thu nhập tài chính	90	47	-47,5%	519	265	-48,9%	260	102%
Chi phí tài chính	-74	-80	8,4%	-417	-303	-27,5%	-314	96%
LN khác	11	13	22,2%	60	30	-49,8%	0	N/M
LNTT	903	1.111	23,0%	3.053	3.578	17,2%	3.612	99%
LNST sau lợi ích CĐTS	689	880	27,8%	2.404	2.848	18,5%	2.853	100%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>37,3%</i>	<i>50,1%</i>		<i>39,9%</i>	<i>47,6%</i>		<i>46,3%</i>	
<i>Cho thuê bán lẻ</i>	<i>57,3%</i>	<i>55,8%</i>		<i>52,3%</i>	<i>53,5%</i>		<i>52,5%</i>	
<i>Bán BĐS</i>	<i>23,2%</i>	<i>42,6%</i>		<i>23,5%</i>	<i>36,3%</i>		<i>35,7%</i>	
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>28,8%</i>	<i>40,6%</i>		<i>31,7%</i>	<i>38,7%</i>		<i>37,8%</i>	
<i>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</i>	<i>22,6%</i>	<i>31,6%</i>		<i>26,4%</i>	<i>30,8%</i>		<i>29,4%</i>	

Nguồn: BCTC quý 4/2019 của công ty, dự báo của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.