

Việt Nam

KHẢ QUAN (không đổi)

Consensus ratings*: KQ 10 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND25.600
Giá mục tiêu:	VND38.000
Giá mục tiêu cũ:	VND38.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	48,4%
CGS-CIMB / Consensus:	13,6%
Mã Reuters:	VRE.HM
Mã Bloomberg:	VRE VN
Giá trị vốn hóa:	US\$2.509tr
	VND58.171.352tr
GTGD bình quân:	US\$3,6tr
	VND83.540tr
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 (%)	-8,50%	38,70%	26%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	18,38	13,25	10,52
ROE	11,30%	15,00%	18,50%
P/B (lần)	1,98	1,98	1,91
Cổ tức (đồng)	0	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	0	5,86%	5,86%



Source: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-6,7	0,2	-21,5
Tương đối (%)	-8,4	-16	-13,8

Cổ đông chính

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

Kỳ vọng vào sự hồi phục trong Q4/20

- Vincom Retail (VRE) đạt doanh thu (DT) là 1.760 tỷ đồng (-20,3% svck) và lợi nhuận ròng (LNR) là 572 tỷ đồng (-20,1% svck) trong Q3/20.
- DT 9T/20 giảm 21,6% svck xuống 5.076 tỷ đồng và LNR giảm 28,5% svck xuống 1.407 tỷ đồng, đạt 59% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 38.000 đồng/cp.

KQKD Q3/20: Trên đà phục hồi

- DT của VRE trong Q3/20 đạt 1.760 tỷ đồng (-20,3% svck; +8,0% so với quý trước) và LNR Q3/20 đạt 722 tỷ đồng (-20,1% svck, + 66,8% so với quý trước)
- Doanh thu cho thuê giảm 11% svck nhưng tăng 23% so với quý trước lên 1.607 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính giá thuê trung bình giảm 9% svck nhưng tăng 23% so với quý trước do gói hỗ trợ cho khách thuê giảm xuống 145 tỷ đồng trong Q3/20, từ 675 tỷ đồng trong 6T20.
- Tổng diện tích sàn của VRE đạt 1,6 triệu m2 trong Q3/20, không thay đổi so với cuối 2019 do không khai trương trung tâm thương mại nào mới trong 9T20. Tỷ lệ lấp đầy trong Q3/20 ở mức 84%, -7,9% svck chủ yếu do Vinpro đóng cửa vào cuối 2019, nhưng hầu như không thay đổi so với quý trước.
- DT từ chuyển nhượng bất động sản giảm 69% svck xuống 107 tỷ đồng trong Q3/20. Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ ghi nhận doanh thu 1.627 tỷ đồng trong Q4/20.
- Chi phí tài chính ròng trong Q3/20 tăng 204% svck do VRE phát hành lượng lớn trái phiếu, tăng 113% svck từ 2.600 tỷ đồng trong Q3/19 lên 5.500 tỷ đồng trong Q3/20.
- Trong 9T20, DT của VRE giảm 21,6% svck xuống 5.076 tỷ đồng và LNR giảm 28,5% svck xuống 1.407 tỷ đồng, đạt 59% dự báo năm 2020 của chúng tôi.

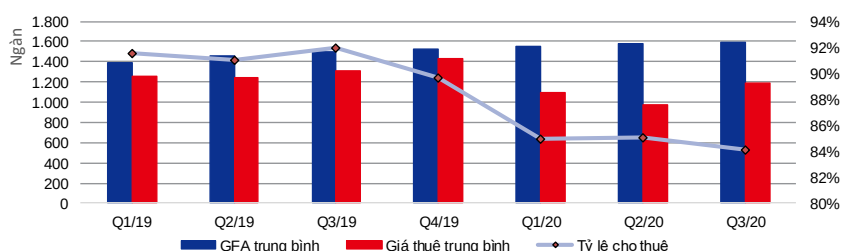
Kỳ vọng 1.627 tỷ đồng doanh thu chuyển nhượng BDS sẽ được ghi nhận trong Q4/20

- Chúng tôi kỳ vọng DT từ chuyển nhượng BDS tăng 107% svck và đạt 1.627 tỷ đồng trong Q4/20, chủ yếu đến từ các dự án shophouse tại Mỹ Tho, Bạc Liêu, Cẩm Phả, Cao Lãnh, Sa Đéc và Kon Tum.
- Chúng tôi kỳ vọng xu hướng di chuyển cộng đồng tăng trở lại mức trước Covid-19 để hỗ trợ cho giá thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy trong Q4/20 tăng vượt mức 9T20. VRE sẽ khai trương Vincom Mega Mall Ocean Park (Hà Nội) vào T12/20, với tổng diện tích sàn là 56.000 m2 (giúp tổng diện tích sàn tăng 3,5% svck). Chúng tôi kỳ vọng DT cho thuê trong Q4/20 sẽ tăng 12,7% svck lên 2.200 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng DT Q4/20 đạt 4.013 tỷ đồng (+ 44,1% svck) và LNR đạt 997 tỷ đồng (+13,1% svck), đưa LNR năm 2020 đạt 2.405 tỷ đồng (-15,6% svck).

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 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) mảng bán lẻ hồi phục tạo động lực cho mảng cho thuê tăng trưởng cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá: đợt Covid-19 mới khiến TTTM đóng cửa và 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 Q3/20



* Việc giảm giá thuê trung bình trong 2020 do các gói hỗ trợ Covid-19 lần lượt là 675 tỷ trong 6T20 và 145 tỷ trong Q3/20

* Tỷ lệ lấp đầy trong 2020 giảm chủ yếu do Vinpro đóng cửa vào cuối 2019.

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 2: So sánh KQKD 9T20

	Q3/20	Q3/19	svck %	9T20	9T19	svck %	so với dự phóng của VND	Ghi chú
Doanh thu	1.760,35	2.208,07	-20,3%	5.076,19	6.474,85	-21,6%	55,8%	Thấp hơn so với dự phóng nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu của VRE từ hoạt động kinh doanh bất động sản tại các dự án chính sẽ được ghi nhận vào Q4/20 và duy trì tốc độ phục hồi tốt từ hoạt động cho thuê để hoàn thành dự phóng của chúng tôi vào năm 2020F
Cho thuê	1.607,61	1.807,46	-11,1%	4.363,52	5.065,93	-13,9%	65,8%	Phù hợp với dự phóng
Chuyển nhượng BDS	106,85	338,98	-68,5%	602,09	1.242,12	-51,5%	27,0%	Thấp hơn so với dự phóng
Giá vốn hàng bán	915,57	1.130,14	-19,0%	2.826,71	3.465,80	-18,4%	55,2%	Phù hợp với dự phóng
Cho thuê	700,06	843,28	-17,0%	2.200,67	2.400,60			
Chuyển nhượng BDS	58,14	207,34	-72,0%	308,28	841,52			
Lợi nhuận gộp	844,78	1.077,93	-21,6%	2.249,49	3.009,05	-25,2%	56,7%	Phù hợp với dự phóng
<i>Biên LNG</i>	48,0%	48,8%	-0,8 điểm %	44,3%	46,5%	-2,2 điểm %		
<i>Biên LN cho thuê</i>	43,5%	46,7%	-3,1 điểm %	50,4%	47,4%	3,0 điểm %		
<i>Biên LN chuyển nhượng BD</i>	54,4%	61,2%	-6,8 điểm %	51,2%	67,7%	-16,5 điểm %		
Chi phí tài chính ròng	-48,69	-15,97	204,8%	-123,26	-4,65	2.548%	1.963%	Vượt dự phóng do VRE phát hành lượng lớn trái phiếu trong năm 2020 với giá trị trái phiếu doanh nghiệp tăng 113% svck, từ mức 2.600 tỷ đồng trong Q3/19 lên 5.500 tỷ đồng trong Q3/20
Chi phí bán hàng	39,90	68,46	-41,7%	145,27	209,0	-30,5%	36,5%	
Chi phí QLDN	83,51	103,39	-19,2%	265,42	345,93	-23,3%	47,1%	
<i>Chi phí BH&QLDN / DT</i>	7,0%	7,8%	-0,8 điểm %	8,1%	8,6%	-0,5 điểm %		
Lợi nhuận hoạt động	672,68	890,11	-24,4%	1.715,54	2.449,47	-30,0%	56,4%	
Lợi nhuận khác	43,75	11,02	297,0%	66,13	17,29	282,5%		
Lợi nhuận trước thuế	716,43	901,12	-20,5%	1.781,67	2.466,76	-27,8%	58,5%	
Lợi nhuận ròng	572,39	716,80	-20,1%	1.407,76	1.968,28	-28,5%	58,5%	Thấp hơn dự báo do thời gian ghi nhận doanh thu mảng chuyển nhượng bất động sản ở các dự án chính của VRE, chúng tôi dự kiến các dự án sẽ được ghi nhận vào Q4/20

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 3: So sánh công ty cùng ngành

Hình 3: So sánh công ty cùng ngành																		
Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bán địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bán địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			trưởng EPS 3 CAGR (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	FY20F	FY21F		TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F
Bất động sản bán lẻ																		
CTCP Vincom retail	VRE VN	KQ	25.500	38.000	2.501	23,8	23,0	16,5	5,6%	2,1	2,0	1,8	8,9%	8,8%	11,7%	6,4%	7,1%	9,0%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	na	32,50	na	19.364	32,4	43,1	30,5	16,9%	3,2	3,0	2,8	10,0%	7,2%	9,5%	4,4%	3,8%	4,9%
Central Pattana PCL	CPN TB	KQ	38,75	54,75	5.541	15,1	26,8	16,6	11,4%	2,7	2,3	2,1	17,7%	9,6%	12,8%	6,0%	3,7%	4,9%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	KQ	na	700,0	na	10,9	13,3	10,7	18,3%	1,4	1,2	1,1	13,2%	9,9%	11,4%	7,1%	6,3%	7,4%
Platinum Group PCL	PLAT TB	na	2,02	na	181	17,7	na	na	1,6%	0,7	na	na	3,5%	na	na	2,6%	na	na
Trung bình - Bất động sản bán lẻ						19,0	27,7	19,3	12,1%	2,0	2,2	2,0	11,1%	8,9%	11,2%	5,0%	4,6%	5,7%
NGUỒN: VND RESEARCH, CGS-CIMB, Bloomberg																		
*Dữ liệu tại ngày 28/10/2023																		

NGUỒN: VND RESEARCH, CGS-CIMB, Bloomberg

*Dữ liệu tại ngày 28/10/20

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HKĐK

(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 HKĐK	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 HKĐK	28,4%	22,0%	(1,7%)	30,5%	21,8%
Biên LN HKĐK	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>