

## CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

<b>Giá thị trường</b> VND30.150	<b>Giá mục tiêu</b> N/A	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 0.0%	<b>Khuyến nghị</b> N/A	<b>Ngành</b> Bất động sản
------------------------------------	----------------------------	-------------------------------	---------------------------	------------------------------

### Triển vọng ngắn hạn

Không đánh giá

### Triển vọng dài hạn

Không đánh giá

### Định giá

Không đánh giá

Ngày 20/11/2018

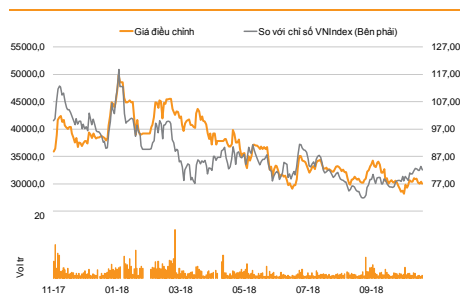
Diên Hồng Thọ

tho.dienhong@vndirect.com.vn

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	49.795
Thấp nhất 52 tuần (VND)	28.163
KLGDBQ 3 tháng (tr cp)	1,8
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,9
Thị giá vốn (tr USD)	3.076
SL CP đang lưu hành (tr)	2.302
Free float (%)	36,6
TTM P/E (x)	31,3
P/B hiện tại (x)	2,7

### Cơ cấu sở hữu

Saidong Urban Dev. JSC	32,3%
Vingroup JSC	18,4%
Hanoi South City Dev. JSC	8,3%
Khác	41,0%

Nguồn: VNDIRECT

**Lợi nhuận ròng 9T2018 của VRE chủ yếu đến từ doanh thu cho thuê tại các trung tâm thương mại (TTTM) mới khai trương trong năm qua. Ban lãnh đạo kỳ vọng tổng diện tích sàn cho thuê của VRE sẽ đạt 2,1 triệu m<sup>2</sup> vào năm 2020, tăng 52% so với hiện tại.**

**Trong Q3/2018, VRE khai trương 9 TTTM mới, nâng tổng công suất cho thuê lên 1,37 triệu m<sup>2</sup> diện tích sàn (+19,8% yoy) trên tổng số 60 TTTM. 70% công suất bổ sung thêm đến từ 11 TTTM Vincom Plaza mới khai trương (tổng diện tích sàn +30% so với cùng kỳ). Như vậy, trong 9T2018, VRE ra mắt 14 TTTM. Doanh nghiệp lên kế hoạch khai trương thêm 6 TTTM vào Q4/2018. Cuối năm 2018, VRE ước tính sẽ sở hữu 66 TTTM với tổng diện tích mặt bằng bán lẻ đạt 1,4 triệu m<sup>2</sup> (+22% yoy).**

**Tỷ lệ lấp đầy trung bình 9T2018 tăng 130 điểm cơ bản so với cùng kỳ mặc dù 11 TTTM Vincom Plaza mới khai trương từ đầu năm nay. Tỷ lệ lấp đầy trung bình cải thiện chủ yếu do tỷ lệ lấp đầy tại các mô hình TTTM khác tăng lên (Hình 2). Tỷ lệ lấp đầy của hệ thống Vincom Plaza giảm 370 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống mức 87,4% vào cuối Q3/2018 do cải tạo mặt bằng cho thuê và tái cấu trúc các loại hình kinh doanh trong các trung tâm. Ban lãnh đạo nhận thấy tỷ lệ lấp đầy trung bình vẫn còn tiềm năng tăng trưởng do hệ thống Vincom Plaza được kỳ vọng sẽ hoạt động với tỷ lệ lấp đầy 90-95%.**

**Doanh thu 9T2018 tăng 52,2% so với cùng kỳ nhờ khai trương 19 TTTM trong 12 tháng vừa qua và bán nhà phố thương mại từ dự án Vinpearl Riverfront tại Đà Nẵng. Tuy nhiên, tỷ trọng của mảng BĐS tăng lên trong giai đoạn này khiến cho biên LNG giảm 870 điểm cơ bản so với cùng kỳ vì mảng BĐS có biên LNG thấp hơn (23,7% cho 9T2018) so với mảng cho thuê bán lẻ (50,1% cho 9T2018) và biên LNG mảng BĐS giảm so với cùng kỳ do thay đổi cơ cấu sản phẩm.**

**Lợi nhuận ròng 9T2018 tăng 15,3% so với cùng kỳ, hoàn thành 68,6% kế hoạch cả năm của VRE. Cuối 9T2018, ban lãnh đạo cho biết giá trị ký bán BĐS chưa ghi nhận đạt 2.300 tỷ đồng (2,4 lần doanh thu BĐS năm 2017), và sẽ ghi nhận khoảng 1.000 tỷ đồng từ bàn giao các dự án cao tầng tại Bắc Ninh và Đà Nẵng vào Q4/2018. Phần còn lại sẽ được ghi nhận vào năm 2019. Với kế hoạch bàn giao BĐS tích cực và tỷ lệ lấp đầy cho thuê cải thiện, ban lãnh đạo cho rằng VRE sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận cả năm đạt 2.500 tỷ đồng (+23,3% so với cùng kỳ).**

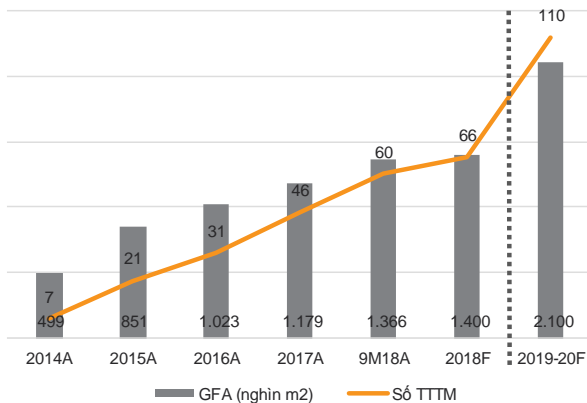
Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu thuần (tỷ)	1.927	5.958	6.386	5.518
Tăng trưởng DT thuần	226,3%	209,1%	7,2%	(13,6%)
Biên lợi nhuận gộp	63,6%	33,7%	41,4%	50,8%
Biên EBITDA	103,4%	48,5%	71,7%	65,9%
LN ròng (tỷ)	105	1.090	2.443	2.028
Tăng trưởng LN ròng	(64,1%)	940,4%	124,1%	(17,0%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	187,3%	52,6%	22,6%	13,5%
EPS cơ bản	71	680	1.131	826
EPS điều chỉnh	71	680	1.131	826
BVPS	8.122	8.531	9.542	11.192
ROAE	1,0%	8,1%	12,4%	8,0%

Nguồn: VNDIRECT

**Tích cực mở rộng diện tích cho thuê**

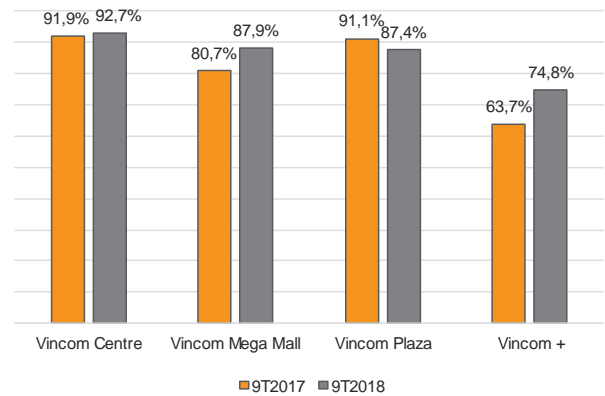
VRE dự kiến sẽ ra mắt 44 TTTM trong giai đoạn 2019-20, nâng tổng diện tích sàn lên 2,1 triệu m<sup>2</sup> (+54% so với cuối 9T2018). Cơ cấu các loại mô hình TTTM vẫn duy trì như cuối Q3/2018 với hệ thống Vincom Plaza chiếm 52% tổng diện tích sàn. Việc mở rộng tổng diện tích sàn có thể tạo áp lực lên biên LNG nhưng lại giúp VRE tăng diện tích sàn cho thuê và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cho thuê kể từ năm 2019.

Hình 1: Công suất cho thuê qua các năm



Nguồn: Công ty

Hình 2: Tỷ lệ lấp đầy theo loại hình TTTM Vincom



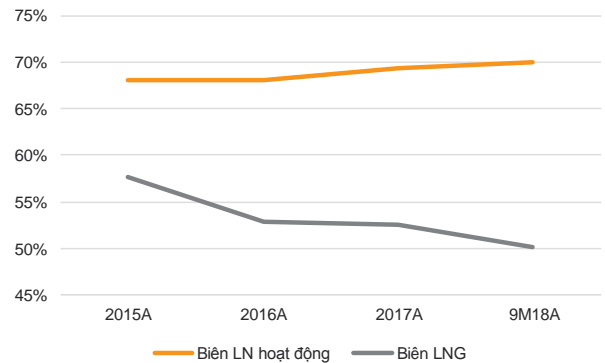
Nguồn: Công ty

Hình 3: KQKD 9T2018

Tỷ VND	9T2018	9T2017	So với cùng kỳ	So với KH 2018
Doanh thu	6.083	3.995	52,3%	76,0%
Cho thuê bán lẻ	4.044	3.232	25,1%	
Bán giao BĐS	1.992	689	189,1%	
Khác	47	74	-36,5%	
Biên LNG	41,2%	49,9%	-8.7 % pt	
Cho thuê bán lẻ	50,1%	50,5%	-0.3 % pt	
Bán giao BĐS	23,7%	46,2%	-22.5 % pt	
Khác	17,0%	60,8%	-43.8 % pt	
LN hoạt động từ cho thuê	2.821	2.237	26,1%	
Biên LN hoạt động từ cho thuê	70,0%	69,2%	0.8 % pt	
LNST	1.716	1.488	15,3%	68,6%

Nguồn: Công ty

Hình 4: Biên lợi nhuận từ cho thuê bán lẻ

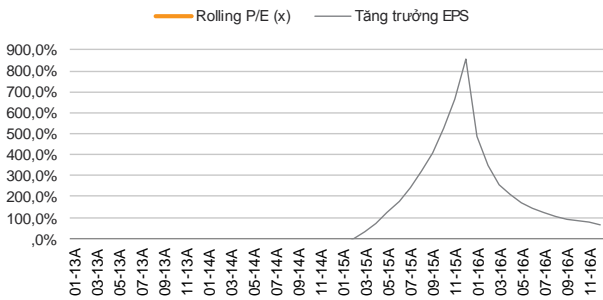


(\*) Biên LN hoạt động không bao chi phí khấu hao và các chi phí gián tiếp khác.

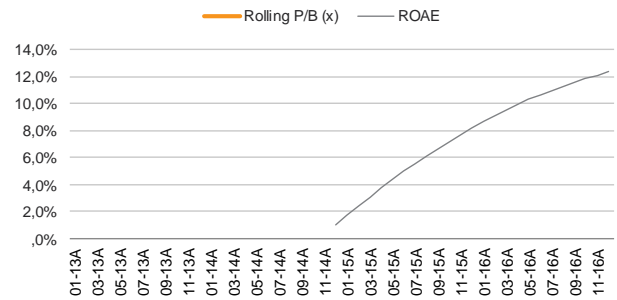
Nguồn: Công ty

Định giá

P/E (x) so với tăng trưởng EPS



P/B (x) so với ROE



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu thuần	5.958	6.386	5.518
Giá vốn hàng bán	(3.951)	(3.743)	(2.717)
Chi phí quản lý DN	(227)	(327)	(314)
Chi phí bán hàng	(176)	(349)	(256)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.604</b>	<b>1.966</b>	<b>2.231</b>
EBITDA thuần	1.920	2.703	3.167
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(316)</b>	<b>(737)</b>	<b>(936)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.604</b>	<b>1.966</b>	<b>2.231</b>
Thu nhập lãi	740	1.244	587
Chi phí tài chính	(1.273)	(1.261)	(1.166)
Thu nhập ròng khác	31	(144)	(24)
TN từ các Cty LK & LD	225	784	540
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.327</b>	<b>2.588</b>	<b>2.169</b>
Thuế	(237)	(148)	(141)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	3	0
<b>LN ròng</b>	<b>1.090</b>	<b>2.443</b>	<b>2.028</b>
Thu nhập trên vốn	1.090	2.443	2.028
Cổ tức phổ thông			
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.090</b>	<b>2.443</b>	<b>2.028</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-15A	12-16A	12-17A
Tiền và tương đương tiền	396	1.698	1.422
Đầu tư ngắn hạn	0	0	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.938	3.340	4.053
Hàng tồn kho	1.483	683	1.817
Các tài sản ngắn hạn khác	1.864	1.666	6.006
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.682</b>	<b>7.387</b>	<b>13.357</b>
Tài sản cố định	6.410	1.869	1.251
Tổng đầu tư	3.654	4.029	1.830
Tài sản dài hạn khác	20.215	21.015	21.696
<b>Tổng tài sản</b>	<b>35.961</b>	<b>34.299</b>	<b>38.133</b>
Vay & nợ ngắn hạn	327	6	2.816
Phải trả người bán	1.596	453	1.065
Nợ ngắn hạn khác	4.344	2.273	4.257
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.267</b>	<b>2.733</b>	<b>8.138</b>
Vay & nợ dài hạn	13.913	5.954	3.158
Các khoản phải trả khác	897	929	743
Vốn điều lệ và	14.172	21.092	19.011
LN giữ lại	512	1.831	2.787
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.811</b>	<b>24.653</b>	<b>26.063</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	73	31	31
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>35.961</b>	<b>34.299</b>	<b>38.133</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-15A	12-16A	12-17A
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.327</b>	<b>2.588</b>	<b>2.169</b>
Khấu hao	316	737	936
Thuế đã nộp	(191)	(314)	(253)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.046)	(2.544)	(383)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.993)</b>	<b>(951)</b>	<b>331</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(1.588)</b>	<b>(484)</b>	<b>2.799</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.946)	(1.459)	(7.224)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	25	2	10
Các khoản khác	(1.307)	4.020	5.125
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(4.228)</b>	<b>2.563</b>	<b>(2.089)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	2.153	5.133	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	(0)
Tiền vay ròng nhận được	3.527	(5.107)	275
Dòng tiền từ HĐTC khác	(0)	0	(0)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(547)	(804)	(1.262)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>5.132</b>	<b>(778)</b>	<b>(986)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.079	396	1.698
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(683)</b>	<b>1.301</b>	<b>(276)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	396	1.698	1.422

Các chỉ số cơ bản

	12-15A	12-16A	12-17A
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	18,3%	38,3%	36,7%
Vòng quay TS	0,18	0,18	0,15
ROAA	3,3%	7,0%	5,6%
Đòn bẩy tài chính	2,47	1,78	1,43
ROAE	8,1%	12,4%	8,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	37,1	47,5	37,6
Số ngày nắm giữ HTK	137	67	244
Số ngày phải trả tiền bán	147	44	143
Vòng quay TSCĐ	1,18	1,54	3,54
ROIC	3,7%	8,0%	6,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,91	2,70	1,64
Khả năng thanh toán nhanh	0,67	2,45	1,42
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,06	0,62	0,18
Vòng quay tiền	27	70	138
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	209,1%	7,2%	(13,6%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	52,6%	22,6%	13,5%
Tăng trưởng LN ròng	940,4%	124,1%	(17,0%)
Tăng trưởng EPS	854,5%	66,4%	(27,0%)
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	680	1.131	826
BVPS (VND)	8.531	9.542	11.192

Nguồn: VNDIRECT

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

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

### Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

## 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.

---

### Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: [anirban.lahiri@vndirect.com.vn](mailto:anirban.lahiri@vndirect.com.vn)

### Diên Hồng Thọ – Chuyên viên Phân tích

Email: [tho.dienhong@vndirect.com.vn](mailto:tho.dienhong@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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