



# VINCOM RETAIL

**BÁO CÁO LẦN ĐẦU**  
**Vincom Retail – Tương lai**  
**hứa hẹn sau “bình thường mới”**



**Trần Thái Bình**

[Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

**Trần Minh Phương**

[Phuong.TranMinh@mbs.com.vn](mailto:Phuong.TranMinh@mbs.com.vn)

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)



### MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)

#### Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE, với giá mục tiêu 35,200 VND/cổ phiếu (+30%), dựa trên 3 luận điểm chính:

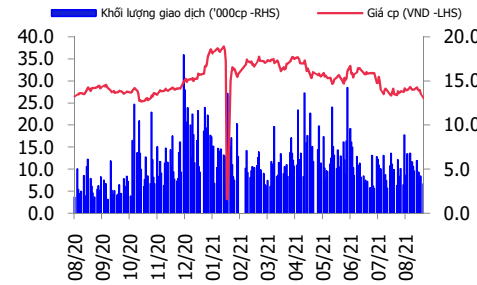
- Lợi thế rất lớn từ hệ thống sinh thái Vingroup và các dự án lớn vừa triển khai như Vincom Mega Mall (VMM) Ocean Park (tháng 12/2020) hay sắp triển khai như VMM Smart City, Vincom Plaza (VCP) Mỹ Tho, Bạc Liêu (kỳ vọng 2H2021), VMM Grand Park (kỳ vọng 2022). Rào cản tương đối cao: (1) nguồn cung đất 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.
- 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. Chúng tôi cũng quan sát thấy sự mở rộng liên tục các thương hiệu quốc tế tại các trung tâm thương mại của VRE.
- Một trong số ít cổ phiếu tại VN30 được hưởng lợi từ thị trường bán lẻ hấp dẫn của Việt Nam, được hỗ trợ dài hạn bởi cơ cấu dân số vàng.

#### 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. Hiện tại, công ty tạm thời đóng cửa 47 trong số 80 trung tâm thương mại từ cuối tháng 5 để tuân theo chỉ đạo giãn cách xã hội đồng thời dự kiến chi tối đa 1.000 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm để hỗ trợ khách thuê trong 2021. Tuy nhiên chúng tôi có 3 luận điểm như sau:

- 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 kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ được phục hồi đồng thời hưởng lợi từ tâm lý "Revenge shopping" (tạm dịch "Mua sắm trả thù") được quan sát ở Trung Quốc và châu Âu sau khi thị trường được mở cửa trở lại.
- Chúng tôi cho rằng thị giá của VRE đã chiết khấu những thông tin không thuận lợi từ dịch bệnh cũng như các gói hỗ trợ khách thuê mới. 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.
- Chúng tôi lưu ý rằng về bản chất, doanh nghiệp 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 chúng tôi cũng kỳ vọng 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 trong 12 tháng



	1T	3T	6T	12T
VRE (%)	-4%	-17%	-5%	-2%
VNIndex (%)	2%	-1%	4%	52%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>8,329</b>	<b>7,725</b>	<b>9,041</b>	<b>10,616</b>	<b>12,162</b>
EBIT	Tỷ VND	3,093	2,571	3,649	4,343	5,088
<b>LNST</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>2,382</b>	<b>1,794</b>	<b>2,565</b>	<b>3,070</b>	<b>3,685</b>
EPS (VND)	VND	1,023	768	1,098	1,313	1,577
Tăng trưởng EPS (%)	%	-16%	-25%	43%	20%	20%
<b>P/E (x)</b>	<b>Lần</b>	<b>33.2</b>	<b>33.9</b>	<b>23.7</b>	<b>19.8</b>	<b>16.5</b>
EV/EBITDA (x)	Lần	16.6	16.8	13.1	11.4	9.8
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	-	1,000	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	4%	4%	4%	4%
P/B (x)	Lần	2.7	2.1	2.1	2.0	1.9
<b>ROE (%)</b>	<b>%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	20%	27%	29%	29%	27%

Nguồn: MBS Research

Ngày báo cáo	07/09/2021
Giá hiện tại	VND 27,100
Giá mục tiêu	VND 35,200
Upside	+30%
Bloomberg	VRE VN Equity
Vốn hóa thị trường	59,194 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	29.7%

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

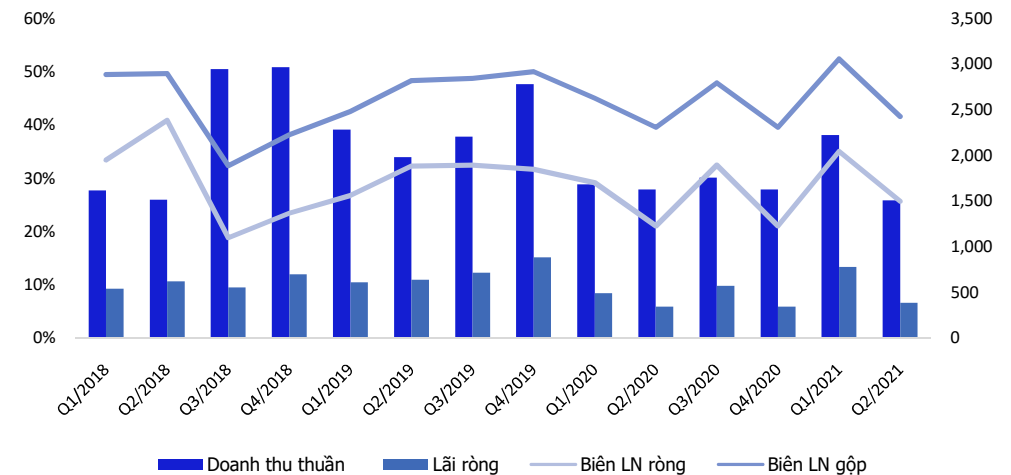


### MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)

#### Cập nhật kết quả kinh doanh

- **Trong Q2/2021**, VRE ghi nhận doanh thu đạt 1,510 tỷ đồng giảm 7.3% yoy, do mảng bàn giao bất động sản giảm 67% trong quý 2, chỉ bàn giao 16 căn so với 49 căn trong Q2/2020. Nhưng doanh thu cho thuê vẫn ghi nhận tăng 4.8% ck, đạt 1,370 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 40% trong Q2/2020 lên ~42%. LNST tăng nhẹ 12% yoy.
- **Lãi ròng 6T2021 tăng 40% yoy.** 6T2021, VRE ghi nhận 3,737 tỷ VND doanh thu (+12.7% yoy) và LNST đạt 1.168 tỷ VND (+40% yoy). Trong quý 3, VRE tiếp tục chi 145 tỷ VND để hỗ trợ khách thuê (lũy kế 9T hỗ trợ 820 tỷ VND).
- **Doanh thu cho thuê trong 1H2021 tăng ~10% yoy chủ yếu đến từ Vincom Mega Mall Ocean Park được đưa vào hoạt động cuối năm 2020 và tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bán lẻ trong Q1/2021.** Kể từ năm ngoái đến năm nay, Vincom Retail cho biết vẫn triển khai các biện pháp hỗ trợ khách thuê, mục tiêu là đi cùng nhau trên chặng đường dài. Trong giai đoạn tiếp theo, Vincom Retail sẽ hỗ trợ khách thuê kích cầu mua sắm, một trong số đó là chương trình bán hàng đồ... Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê giảm nhẹ so với cùng kỳ, từ 49% xuống 46% do áp dụng những biện pháp hỗ trợ tiền thuê cho các cửa hàng bắt buộc phải đóng cửa do dịch Covid 19..
- **Doanh thu kinh doanh bất động sản trong Q2 giảm ~67% yoy**, ghi nhận 96 tỷ đồng chủ yếu do thời điểm hạch toán. Năm 2021, Vincom Retail sẽ bàn giao từ 200 - 300 căn bất động sản, hiện đã thực hiện được 126 căn. Dịch bệnh không ảnh hưởng đến tốc độ bàn giao.
- **Tỷ lệ lấp đầy tại hệ thống trung tâm thương mại trong Q2 nhìn chung giảm nhẹ 0.3 điểm phần trăm qoq**, trong đó chủ yếu tại HCM do ảnh hưởng trực tiếp từ lệnh giãn cách của chính phủ từ cuối tháng 5.
- **Dự kiến trong quý cuối năm 2021**, với nhiều ngày lễ lớn, kỳ vọng dịch bệnh đã cơ bản được kiểm soát, và dự án mới đi vào hoạt động (Vincom Mega Mall Smart City và Vincom Plaza Bạc Liêu và Mỹ Tho) sẽ mang lại kết quả kinh doanh tốt nhất năm. Tuy nhiên, một cách thận trọng chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ hoàn thành 86% kế hoạch doanh thu và đạt LNST khoảng 1800 tỷ VND, hoàn thành 72% kế hoạch lợi nhuận để ra tại Đại hội đồng cổ đông.

Kết quả kinh doanh theo Quý



	Số lượng trung tâm thương mại	Diện tích/sàn ('000 m2)	Diện tích sàn bán lẻ ('000 m2)	Tỷ lệ hấp thụ
Vincom Center	7	40 – 60	280	94.8%
Vincom Mega Mall	4	60 – 150+	444	86.8%
Vincom Plaza	54	10 – 40	858	80.3%
Vincom+	15	3 – 5	72	74.6%
<b>Tổng</b>	<b>80</b>		<b>1,654</b>	<b>84.1%</b>

Nguồn: MBS Research, VRE

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

### MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)

#### Áp dụng sáng kiến thân thiện môi trường để tối ưu hóa hoạt động

- “**Phát triển bền vững**” là nguyên tắc kinh doanh nền tảng của Vincom Retail. Hiện tại công ty đang tối ưu hóa hoạt động thông qua:
  - **Sáng kiến tiết kiệm năng lượng và thân thiện môi trường** dùng năng lượng sạch, tái chế rác thải, giảm sử dụng hóa chất, ...
  - **Ứng dụng công nghệ** để chuẩn hóa và tự động hóa quy trình, qua đó tối ưu hóa hoạt động.
- Những sáng kiến trong thời kỳ dịch bệnh được kỳ vọng sẽ tiếp tục kiện toàn nỗ lực kiểm soát chi phí và tối ưu hóa hoạt động của VRE, làm tiền đề cho sự tăng trưởng lợi nhuận cho những năm sau khi dịch bệnh được kiểm soát và doanh thu được phục hồi và tăng trưởng.

#### Sáng kiến bảo vệ môi trường

##### Tấm quang điện

- Hoàn thiện lắp đặt và sử dụng tấm quang điện (solar panels) cho 50 trung tâm thương mại
- Tiết kiệm 9% chi phí năng lượng cho toàn bộ hệ thống trung tâm thương mại
- Giảm mức xả CO<sub>2</sub> hơn 7,157 tấn/ năm

##### Công nghệ mới cho hệ thống điều hòa

- Dùng công nghệ làm mát E-water mới cho tất cả trung tâm thương mại
- Giảm chất thải hóa học làm ô nhiễm môi trường

#### Ứng dụng công nghệ vào hoạt động

##### Tối ưu hóa hệ thống điều hòa

- Thử nghiệm thuật toán thông minh để kiểm soát hệ thống điều hòa
- Giảm thiểu sai sót do con người
- Kiểm soát chi phí do giảm thiểu sau sót và tự động hóa quy trình

##### Hệ thống bãi đỗ xe tự động

- Hoàn thiện thử nghiệm hệ thống bãi đỗ xe tự động tại Royal City
- Tiếp tục triển khai cho các trung tâm thương mại trọng điểm tại Times City, Đồng Khởi, Bà Triệu
- Giảm sử dụng tiền mặt, tăng trải nghiệm khách hàng

Nguồn: MBS Research, VRE

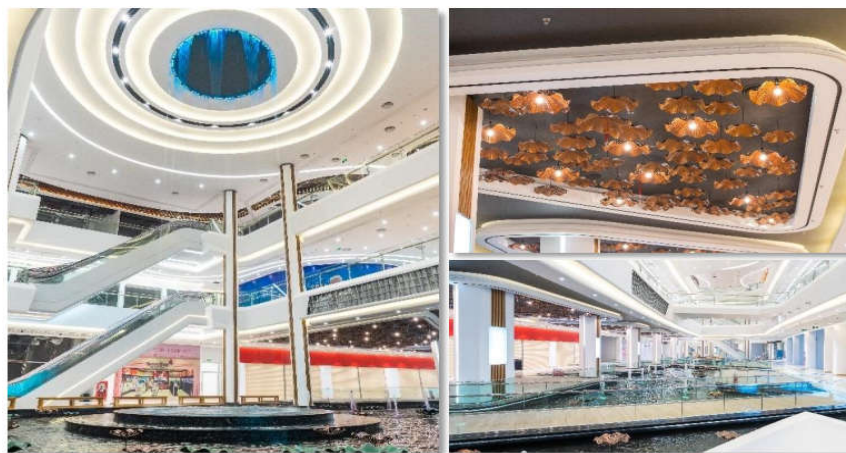
## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

**MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)**

**Vincom Mega Mall (VMM) Smart City – Mô hình chuẩn cho trung tâm thương mại thế hệ mới (\*)**

### Tiện lợi

- **Đỗ xe trên mặt đất** nhằm tăng nhận diện thương hiệu, khai thông dòng hàng hóa làm lưu thông dễ dàng, tránh ùn tắc.
- **Nâng cao trải nghiệm mua sắm**, tổ chức lại các shop theo các phân khu mới.
- **Tăng số lượng phương tiện công cộng** đi và đến các trung tâm thương mại.



### Kiến trúc độc đáo

- **Thiết kế tương lai** với điểm nhấn kiến trúc nội thất
- **Công nghệ mới** đem lại trải nghiệm độc đáo (thác laser – laser waterfall, màn hình LED cực đại, ...)

### Thiết kế sơ đồ tầng (floor plan) linh hoạt với vật liệu thông minh

- **Khu giải trí quy mô lớn (large-scale) đặc sắc:** Lắp đặt 3,000 m2 Go Kart trong trung tâm thương mại
- **Kết hợp khu giải trí trong nhà và ngoài trời:** khu vực giao hưởng ngoài trời, rạp chiếu phim ngoài trời, hội chợ ngoài trời, quán rượu (pub) và bar ngoài trời
- **Vật liệu thân thiện môi trường (eco-friendly) bao gồm** kính cản nhiệt (solar glass) lắp đặt bên ngoài ngoại thất trung tâm thương mại để tiết kiệm điện năng.

(\*) Hình mẫu cho VMM Cổ Loa và VMM Dream City.

Nguồn: MBS Research, VRE

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

**MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)**



### Tình hình tài chính

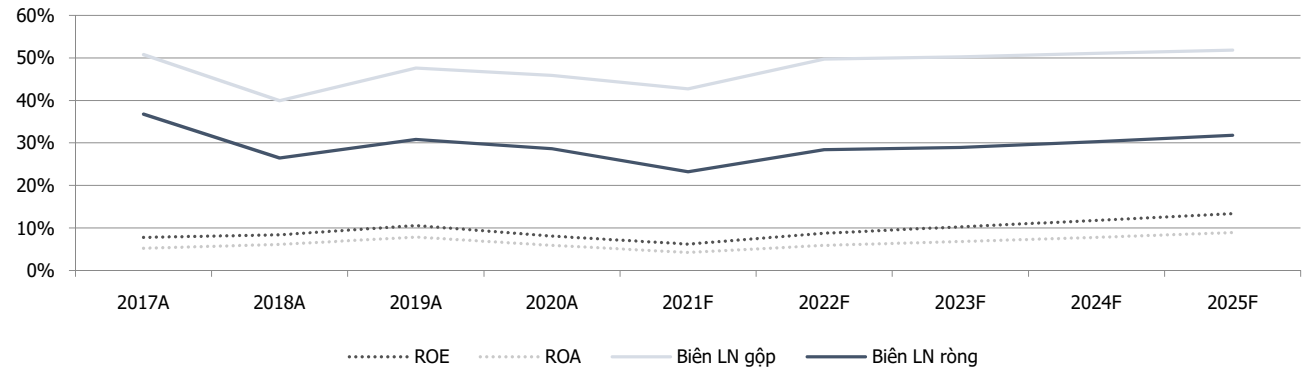
Tổng tài sản 6T2021 giảm so với đầu năm do Công ty đã thực hiện trả nợ gốc vay 2,600 tỷ đồng.

Tài sản ngắn hạn chiếm 15% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm 85%. 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 gói đầu chuẩn bị.

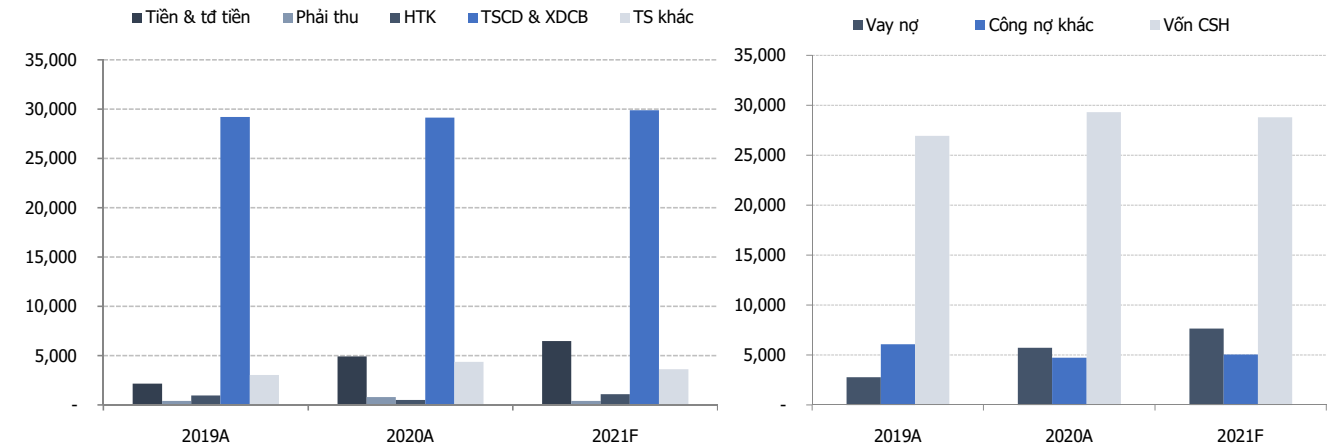
Cơ cấu nguồn vốn với Nợ phải trả chiếm 24%, giảm từ tỷ lệ 35% vào đầu năm 2021. Nợ ngắn hạn chiếm 40% Nợ phải trả, trong đó chủ yếu là khoản chi phí phải trả ngắn hạn và phải trả ngắn hạn khác. **Theo thảo luận tại buổi gặp gỡ nhà đầu tư (AM) vào 29/7/2021, doanh nghiệp cho biết với cơ cấu tài chính lành mạnh như hiện tại thì dù dịch có kéo dài thêm, doanh nghiệp 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 6.2% và 4.3%.

### Các chỉ số lợi nhuận



### Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, VRE

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)



**MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)**

**Bảng so sánh giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy tại một số trung tâm thương mại lớn**

Trung tâm thương mại	Vị trí	Năm hoàn thành	Diện tích cho thuê (m2)	Giá thuê	Tỷ lệ lấp đầy
<b>Hệ thống trung tâm thương mại của VRE</b>					
Vinhome Center Bà Triệu, 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%
<b>Trung tâm thương mại khác</b>					
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%

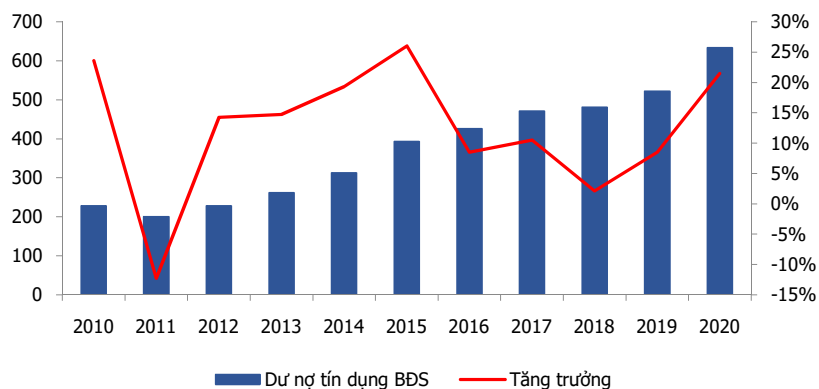
*Nguồn: MBS Research, VRE*

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

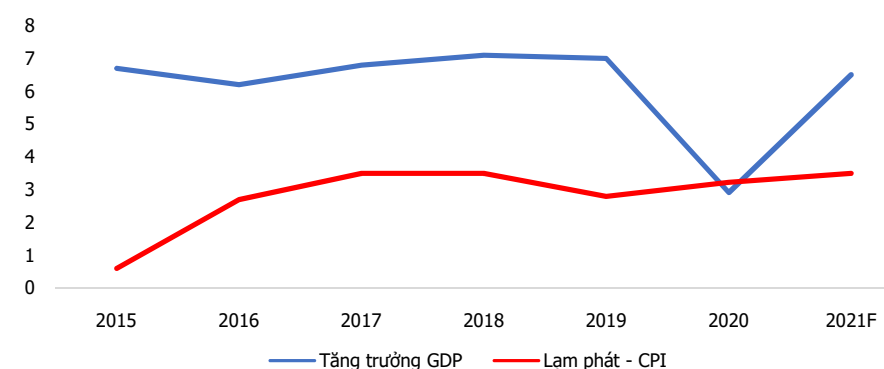
**MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)**

Thị trường bất động sản - Thông số cơ bản

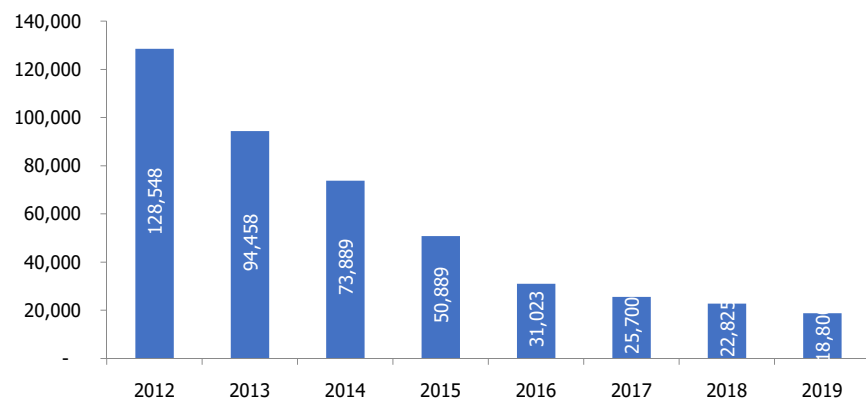
Tín dụng bất động sản



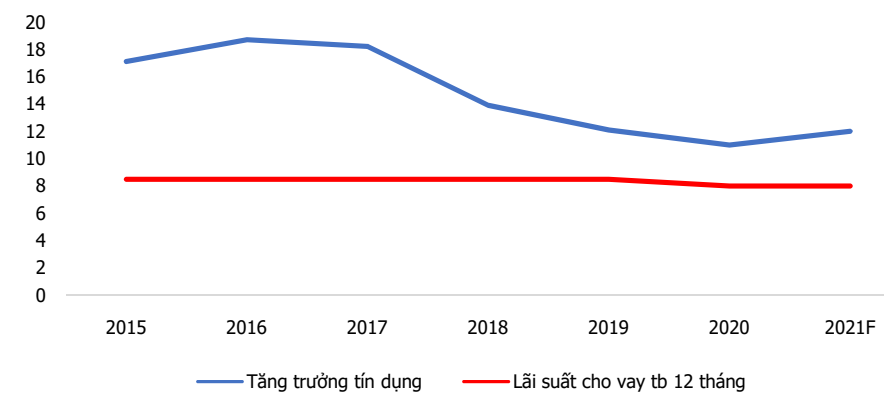
GDP và CPI



Tồn kho bất động sản



Tăng trưởng tín dụng và lãi suất cho vay



Nguồn: NHNN, Bộ Xây Dựng, MBS Research 8



## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

### MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)

#### Thị trường bất động sản – Trung tâm thương mại- Bán lẻ

**Nhìn lại năm 2020, lĩnh vực bán lẻ là một trong những lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi đại dịch Covid-19. Tổng mức bán hàng và tiêu dùng dịch vụ của Việt Nam trong năm 2020 chỉ tăng 2,6%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 11,8% của năm 2019.**

#### Tại Hà Nội

**Nguồn cung:** Bất động sản bán lẻ Hà Nội không ghi nhận dự án mới nào đi vào hoạt động trong quý 2 năm 2021. Nguồn cung bán lẻ hiện tại không thay đổi ở mức hơn 1 triệu m2 diện tích sàn hiệu dụng.

**Tỷ lệ lấp đầy:** tỷ lệ trống tăng ở cả khu vực trung tâm và ngoài trung tâm. Tỷ lệ trống ở khu vực trung tâm đạt trung bình 10.8% do một số lô ở các tầng cao hơn vẫn bị bỏ trống dưới tác động kéo dài của đại dịch. So với cùng kỳ năm ngoái, tỷ lệ này đã tăng 10.1 ppts yoy. Đồng thời, tỷ lệ trống ở khu vực ngoài trung tâm vẫn ở mức cao, đạt 14.6 điểm, tăng 0.1 ppts qoq và 4.8 ppts yoy.

**Giá chào thuê:** Giá thuê tăng trệt và tăng 1 tại các vị trí ngoài trung tâm tiếp tục giảm do một số dự án có tỷ lệ trống cao đề xuất giảm giá để thu hút khách thuê mới, cũng như giữ chân khách thuê hiện tại để ổn định tỷ lệ lấp đầy. Giá chào thuê giảm 3.8% yoy và 2.8% qoq, đạt trung bình 29 USD / m2 / tháng. Giá chào thuê trung bình tại khu vực trung tâm Hà Nội giảm 1.9% qoq và 1.7% yoy, đạt 102 USD / m2 / tháng.

#### Tại Tp. HCM

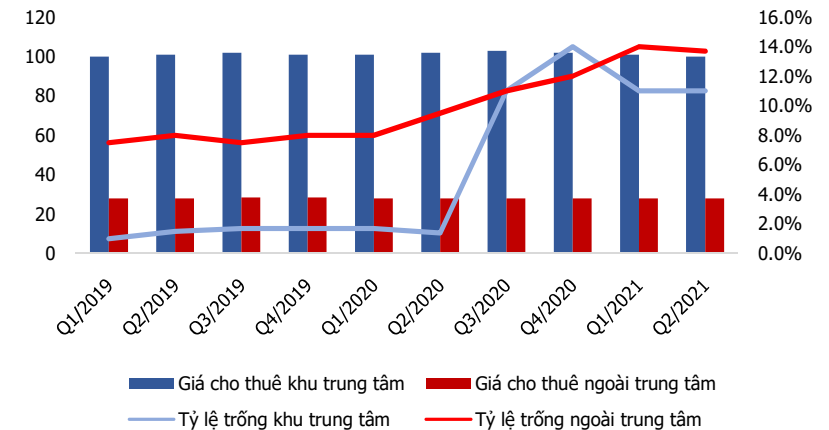
**Nguồn cung:** Không có dự án mới nào trong 1H2021, do đó tổng diện tích sàn hiệu dụng là 11,300m2, thấp hơn 90% so với lượng cung mới trung bình trong ba năm qua. Đến nay, tổng NLA mới trên thị trường là 1,068 tr m2.

**Tỷ lệ lấp đầy:** Tính đến quý 2 năm 2021, tỷ lệ trống cho khu vực trung tâm và ngoài trung tâm lần lượt là 1,87% (ổn định so với cùng kỳ năm ngoái) và 11,71% (giảm 1,7 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái).

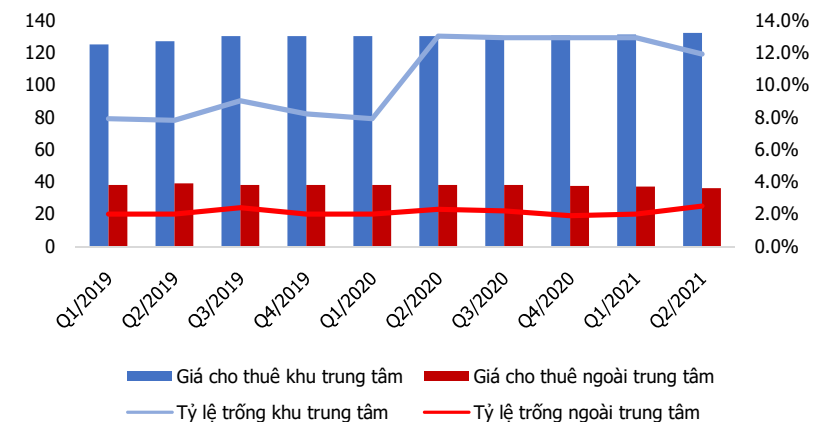
**Giá chào thuê:** Giá thuê tại khu vực trung tâm là 137.1 USD / m2, tăng 1.1% qoq (và tăng 1.2% yoy) và giá thuê ở khu vực ngoài trung tâm là 33,9 USD / m2, giảm 2,3% qoq (và giảm 5,2% yoy).

**Triển vọng:** Thị trường sẽ tiếp tục chào đón hơn 300.000 m<sup>2</sup> tại Hà Nội trong vòng 3 năm tới, và 500.000 m<sup>2</sup> 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



## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)



### MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)

Giả định	
%NFA/GFA	75% 66%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	
WACC	12.6%
Số năm hoạt động giả định cho các trung tâm thương mại	50

Định giá	Phương pháp	NAV (tỷ đồng)
<b>NAV - các trung tâm thương mại hiện có</b>		<b>60,736</b>
Vincom Center	DCF	28,675
Vincom Mega Mall	DCF	15,491
Vincom Plaza	DCF	15,641
VINCOM+	DCF	929
<b>NAV - các trung tâm thương mại trong tương lai</b>	<b>DCF</b>	<b>20,886</b>
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bất động sản</b>	<b>DCF</b>	<b>945</b>
<b>Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)</b>		<b>82,567</b>
<b>Nợ vay (tỷ đồng)</b>		(2,675)
<b>Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)</b>		<b>79,892</b>
<b>Số lượng cổ phiếu</b>		2,272,318,410
<b>Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)</b>		<b>35,200</b>

Dự phóng KQKD						
Tỷ VND	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>GFA (triệu m2)</b>	1.61	1.83	2.16	2.48	2.73	2.92
<b>Doanh thu cho thuê</b>	6,008	6,436	7,752	9,331	11,156	13,397
<b>Tổng doanh thu</b>	8,329	7,725	9,041	10,616	12,162	14,125
<i>Tăng trưởng</i>	-10%	-7%	17%	17%	15%	16%
<b>Giá vốn</b>	4,508	4,427	4,546	5,285	5,948	6,806
<b>Lợi nhuận gộp</b>	3,821	3,298	4,495	5,331	6,215	7,319
<i>Tăng trưởng</i>	-13%	-14%	36%	19%	17%	18%
<b>LNST</b>	2,382	1,794	2,565	3,070	3,685	4,485
<i>Tăng trưởng</i>	-16%	-25%	43%	20%	20%	22%
<b>EPS</b>	1,023	768	1,098	1,313	1,577	1,919
<i>Tăng trưởng</i>	-16%	-25%	43%	20%	20%	22%
<b>BVPS</b>	12,597	12,371	12,472	12,791	13,374	14,301
<b>ROE</b>	8.1%	6.2%	8.8%	10.3%	11.8%	13.4%
<b>ROA</b>	6.0%	4.3%	6.0%	6.8%	7.9%	9.0%

## CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)



### MUA - Giá mục tiêu: 35,200 (+30%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,329</b>	<b>7,725</b>	<b>9,041</b>	<b>10,616</b>	<b>12,162</b>
Giá vốn hàng bán	4,508	4,427	4,546	5,285	5,948
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,821</b>	<b>3,298</b>	<b>4,495</b>	<b>5,331</b>	<b>6,215</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	276	286	306	290	318
Chi phí tài chính	467	638	769	820	825
Chi phí quản lý doanh nghiệp	729	727	847	988	1,126
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,993</b>	<b>2,270</b>	<b>3,245</b>	<b>3,884</b>	<b>4,662</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,382</b>	<b>1,794</b>	<b>2,565</b>	<b>3,070</b>	<b>3,685</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>2,382</b>	<b>1,788</b>	<b>2,556</b>	<b>3,059</b>	<b>3,672</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>14</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7,012</b>	<b>10,273</b>	<b>10,003</b>	<b>10,843</b>	<b>12,534</b>
I. Tiền & tương đương tiền	3,051	6,501	5,747	5,860	6,850
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,894	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	804	417	488	573	656
IV. Hàng tồn kho	520	1,107	1,136	1,321	1,487
V. Tài sản ngắn hạn khác	744	2,249	2,632	3,090	3,540
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>32,804</b>	<b>31,267</b>	<b>32,931</b>	<b>33,835</b>	<b>34,151</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	8	9	10	12	13
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	28,287	29,953	31,022	31,508
IV. Tài sản dở dang dài hạn	959	1,301	1,236	964	692
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,654	1,388	1,483	1,610	1,734
<b>Tổng tài sản</b>	<b>39,816</b>	<b>41,540</b>	<b>42,934</b>	<b>44,678</b>	<b>46,684</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>10,481</b>	<b>12,730</b>	<b>13,888</b>	<b>14,891</b>	<b>15,539</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,538</b>	<b>4,134</b>	<b>4,387</b>	<b>5,114</b>	<b>5,782</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,518	4,134	4,387	5,114	5,782
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	20	0	0	0	0
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>6,943</b>	<b>8,597</b>	<b>9,501</b>	<b>9,777</b>	<b>9,756</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,237	939	990	1,154	1,303
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,706	7,658	8,511	8,623	8,453
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>29,336</b>	<b>28,810</b>	<b>29,046</b>	<b>29,788</b>	<b>31,145</b>
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	7,574	7,842	8,620	10,013
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	34	42	42	43	45
5. Vốn khác	-2,008	-2,141	-2,173	-2,211	-2,249
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>39,816</b>	<b>41,540</b>	<b>42,934</b>	<b>44,678</b>	<b>46,684</b>

Nguồn: VRE, MBS Research

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Định giá</b>					
EPS	1,023	768	1,098	1,313	1,577
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12,597	12,371	12,472	12,791	13,374
P/E	33.2	33.9	23.7	19.8	16.5
P/B	2.7	2.1	2.1	2.0	1.9
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	46%	43%	50%	50%	51%
Biên EBITDA	55%	44%	50%	50%	50%
Biên lợi nhuận sau thuế	29%	23%	28%	29%	30%
ROE	8%	6%	9%	10%	12%
ROA	6%	4%	6%	7%	8%
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	-10%	-7%	17%	17%	15%
Lợi nhuận trước thuế	-16%	-24%	43%	20%	20%
Lợi nhuận sau thuế	-16%	-25%	43%	20%	20%
EPS	-16%	-25%	43%	20%	20%
Tổng tài sản	11%	4%	3%	4%	4%
Vốn chủ sở hữu	9%	-2%	1%	3%	5%
<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	1.98	2.49	2.28	2.12	2.17
Thanh toán nhanh	1.40	1.57	1.31	1.15	1.18
Nợ/tài sản	14%	18%	20%	19%	18%
Nợ/vốn chủ sở hữu	20%	27%	29%	29%	27%
Khả năng thanh toán lãi vay	6.67	4.27	5.01	5.63	6.62
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	13.3	12.4	19.4	19.5	19.2
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	27 ngày	29 ngày	19 ngày	19 ngày	19 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	6.0	5.4	4.0	4.3	4.2
Thời gian tồn kho bình quân	61 ngày	67 ngày	90 ngày	85 ngày	86 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.2	3.4	2.5	2.6	2.6
Thời gian trả tiền bình quân	115 ngày	107 ngày	147 ngày	139 ngày	141 ngày

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

### Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto: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](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Trần Minh Phương [Phuong.TranMinh@mbs.com.vn](mailto:Phuong.TranMinh@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang [Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

Lê Minh Anh [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@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 HỘ 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](http://www.mbs.com.vn)