

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE với giá mục tiêu **VND 38.100** trên cơ sở (i) Vincom Retail là DN hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ, (ii) Thị trường bán lẻ Việt Nam duy trì triển vọng khả quan, (iii) VRE hưởng lợi từ hệ sinh thái VinGroup, và (iv) Việc phát triển shophouse, tháp văn phòng và căn hộ để bán tại một số TTTM Vincom Center bổ sung nguồn thu và dòng tiền cho VRE.

Thông tin cập nhật

▪ **Lãi ròng 9T2020 giảm 28,5% CK.** 9T2020, VRE ghi nhận 5.076 tỷ VND doanh thu (-21,6% n/n) và LNST đạt 1.408 tỷ VND (-28,5% n/n). Trong quý 3, VRE tiếp tục chi 145 tỷ VND để hỗ trợ khách thuê (lũy kế 9T hỗ trợ 820 tỷ VND).

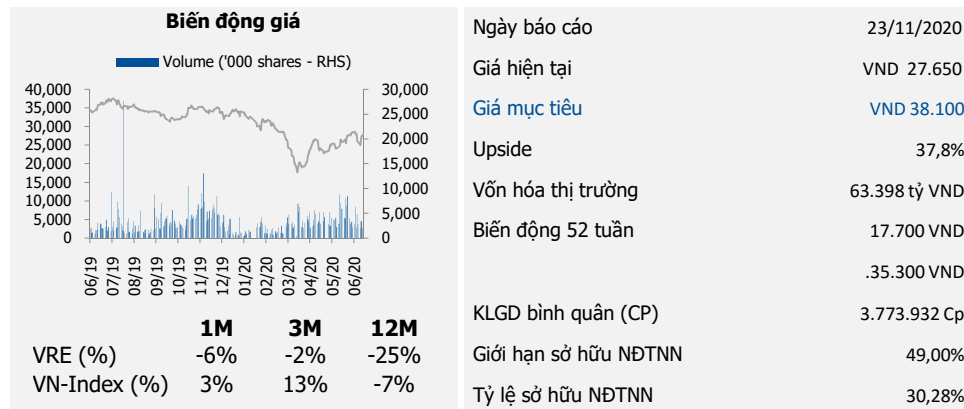
▪ **Lượng khách đến các TTTM phục hồi khá tốt nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát.** Hoạt động cho thuê trong Q3 ghi nhận giảm 11% CK, thấp hơn so với mức giảm >15% CK trong 1H2020, cho thấy tình hình hoạt động của TTTM vẫn ổn định khi làn sóng Covid thứ 2 diễn ra trong nước vào tháng 8/2020.

Đại diện DN cho biết, nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát tốt, lượng khách đến các TTTM ở HN và HCM đã phục hồi và đạt 88% và 80% so với mức trước dịch. Doanh thu của các cửa hàng thời trang và ăn uống đã phục hồi mạnh mẽ, còn các gian hàng giải trí phục hồi chậm hơn. Giá thuê nhìn chung giữ nguyên, khách thuê được hỗ trợ giảm giá phí dịch vụ, miễn phí thuê 1 số thời điểm phải đóng cửa vì Covid-19.

▪ **Dự kiến trong quý cuối năm 2020, VRE sẽ khai trương TTTM Ocean Park và bàn giao các shophouse cho người mua.** Thời điểm quý 4 với nhiều ngày lễ lớn và kỳ vọng mang lại kết quả kinh doanh tốt nhất năm, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh và đạt LNST khoảng 2.300-2.400 tỷ VND.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu VRE vào khoảng VND 38.100** dựa trên phương pháp giá trị tài sản ròng NAV. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 26 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 1.460).



Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ VND	9.259	9.212	11.407	12.792
EBIT	Tỷ VND	3.585	3.145	4.632	5.255
LNST	Tỷ VND	2.849	2.306	3.413	3.895
EPS (VND)	VND	1.223	987	1.460	1.666
Tăng trưởng EPS (%)	%	18%	-19%	48%	14%
P/E (x)	Lần		28,0x	18,9x	16,6x
ROE (%)	%	11%	9%	12%	13%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	10%	16%	18%	19%

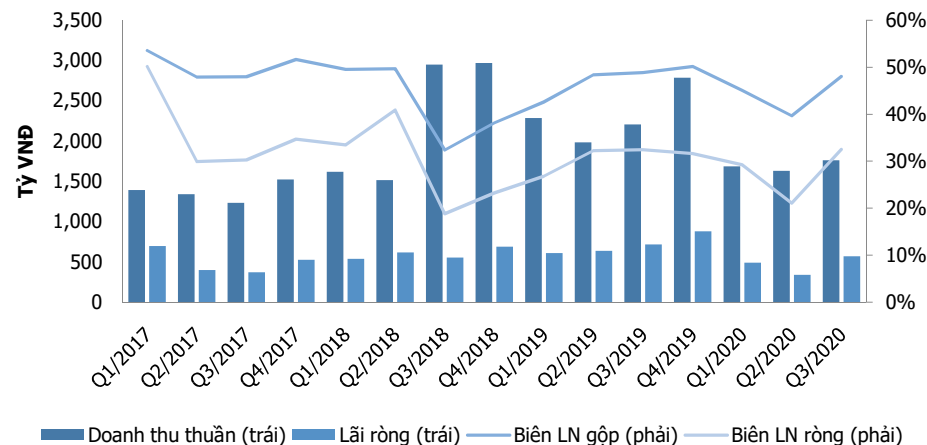
Nguồn: MBS Research

(MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100)

Thông tin cập nhật (cont.)

- **Doanh thu cho thuê trong Q3 giảm 11,1% n/n do DN hỗ trợ khách thuê 145 tỷ đồng.** Mặc dù vậy, có thể nhận thấy rằng giá trị hỗ trợ khách thuê đã giảm khá so với Q2 2020 (230 tỷ đồng). Tình hình hoạt động của các TTTM vẫn ổn định khi làn sóng Covid thứ 2 diễn ra chủ yếu tại Đà Nẵng và các tỉnh miền Trung trong tháng 8. Biên LN gộp mảng cho thuê cải thiện khá so với nửa đầu năm, tăng từ 46% lên 52%.
- **Doanh thu kinh doanh BDS trong Q3 giảm ~70% n/n,** ghi nhận 107 tỷ đồng chủ yếu do thời điểm hạch toán. Biên LN gộp mảng shop house tăng khá so với cùng kỳ, đạt ~46%, cao hơn mức ~39% năm ngoái. DN cho biết doanh thu lớn từ shop house sẽ được ghi nhận trong Q4 2020, bao gồm các dự án tại Mỹ Tho, Bạc Liêu, Cẩm Phả, Cao Lãnh, Sa Đéc, và Kon Tum.
- **Lũy kế 9T2020,** VRE ghi nhận doanh thu giảm 26% n/n chủ yếu do mảng kinh doanh shop house thấp hơn so với cùng kỳ. Biên LN gộp giảm nhẹ từ 46,5% trong 9T2019 xuống còn ~44,3% chủ yếu do chi phí hỗ trợ khách thuê trong thời gian diễn ra dịch Covid-19. LNST giảm 29% n/n.
- **Bổ sung thêm TTTM chuỗi Mega Mall tại Hà Nội và Hồ Chí Minh trong Q4 2020,** bao gồm: Vincom Mega Mall Smart City (Nam Từ Liêm, Hà Nội) với diện tích cho thuê 68.000 m2, Vincom Mega Mall Ocean Park (Gia Lâm, Hà Nội) với 56.000 m2, và Vincom Megamall Grand Park (Quận 9, HCM) với 45.000 m2. DN cho biết Vincom Mega Mall Ocean Park sẽ khai trương trong tháng 12 với tỷ lệ lấp đầy ước tính ~85%.
- **Tỷ lệ lấp đầy tại hệ thống TTTM trong Q3 nhìn chung giảm nhẹ 1pps q/q,** trong đó chủ yếu tại HN do diện tích sử dụng khối để tại các KV trung tâm thấp hơn, trong khi đó tại HCM vẫn có xu hướng gia tăng.

Kết quả kinh doanh theo Quý



	Số lượng TTTM	Diện tích/sàn (m2)	Diện tích sàn bán lẻ (m2)	Tỷ lệ hấp thụ
Vincom Center	7	40.000 – 60.000	280.026	92,9%
Vincom Mega Mall	3	60.000 – 150.000+	388.082	86,0%
Vincom Plaza	54	10.000 – 40.000	857.517	81,2%
Vincom+	15	3.000 – 5.000	71.936	74,6%
Tổng			1.605.561	84,0%

(Nguồn: VRE)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100)

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 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%
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: Colliers International)

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100)

Giá định	
%NFA/GFA	75%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	68%
WACC	12,5%
Số năm hoạt động giá định cho các TTTM	50

Định giá	Phương pháp	NAV (tỷ đồng)
NAV - các TTTM hiện có		67.792
<i>Vincom Center</i>	<i>DCF</i>	<i>30.560</i>
<i>Vincom Mega Mall</i>	<i>DCF</i>	<i>15.812</i>
<i>Vincom Plaza</i>	<i>DCF</i>	<i>20.241</i>
<i>VINCOM+</i>	<i>DCF</i>	<i>1.179</i>
NAV - các TTTM trong tương lai	DCF	20.726
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS	DCF	1.610
Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)		90.128
Nợ vay (tỷ đồng)		(1.396)
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)		88.732
Số lượng cổ phiếu		2.328.818.400
Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)		38.100

Mô hình dự phóng

Tỷ VND	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
GFA (triệu m2)	1,60	1,77	2,03	2,28	2,53	2,71
Doanh thu cho thuê	7.017	7.212	9.407	10.799	12.154	13.441
Tổng doanh thu	9.259	9.212	11.407	12.792	14.146	14.882
<i>Tăng trưởng</i>	1%	-1%	24%	12%	11%	5%
Giá vốn	4.854	5.289	5.821	6.470	7.107	7.326
Lợi nhuận gộp	4.405	3.922	5.586	6.321	7.039	7.556
<i>Tăng trưởng</i>	21%	-11%	42%	13%	11%	7%
LNST	2.849	2.306	3.413	3.895	4.417	4.853
<i>Tăng trưởng</i>	18%	-19%	48%	14%	13%	10%
EPS	1.223	987	1.460	1.666	1.890	2.076
<i>Tăng trưởng</i>	18%	-19%	48%	14%	13%	10%
BVPS	11.572	11.565	12.031	12.704	13.602	14.687
ROE	10,6%	8,5%	12,1%	13,1%	13,9%	14,1%
ROA	8,0%	6,2%	8,5%	9,1%	9,6%	9,9%

(Nguồn: MBS Research)

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	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

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, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**