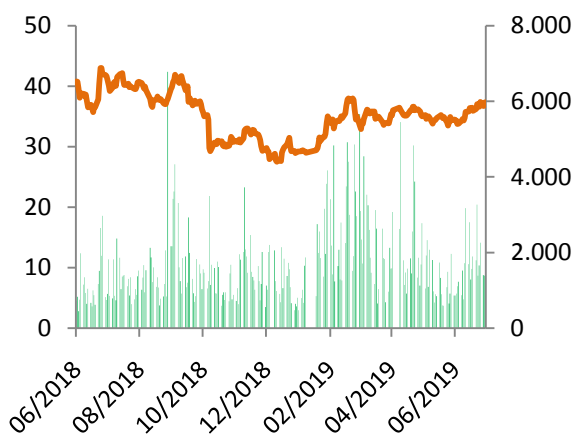


KHUYẾN NGHỊ: MUA [+ 20%]

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Nhóm ngành	Cho thuê bất động sản	
Số lượng CP	Triệu CP	2.329
Giá sổ sách	Đồng	11.726
Thị giá (08/08/2019)	Đồng/CP	35.500
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	82.673
KLGD BQ 10 phiên	CP	1.642.000
Sở hữu nước ngoài	%	31.47

BIỂU ĐỒ BIẾN ĐỘNG GIÁ



THÔNG TIN CỔ ĐÔNG

Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng	%	32,25
Tập đoàn Vingroup	%	18,37
Công ty Cổ phần Phát triển đô thị Nam Hà Nội	%	8,25
Cổ đông khác	%	41,13

NỘI DUNG CHÍNH

I	Tổng quan
II	Điểm nhấn đầu tư
III	Rủi ro
IV	Tình hình tài chính
V	Quan điểm đầu tư và định giá

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Việt Nam hiện là một những quốc gia có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất khu vực Châu Á, GDP 2018 tăng 7.08%, cơ cấu dân số trẻ với tầng lớp trung lưu chiếm tỷ trọng lớn, trong khi đó diện tích sàn bán lẻ thương mại bình quân đầu người còn thấp so với các nước như Thái Lan, Philippines, một thị trường bán lẻ năng động với tốc độ tăng trưởng cao sẽ là động lực cho những doanh nghiệp phát triển mặt bằng bán lẻ. Vincom Retail hiện là đơn vị đầu ngành với thị phần 60%.

Vincom Retail là công ty con của Tập đoàn Vingroup – nhà phát triển bất động sản lớn nhất Việt Nam, với quỹ đất và hệ sinh thái của Vingroup sẽ là lợi thế rất lớn cho Vincom Retail so với các đối thủ trong ngành. Trong khi đó, cơ cấu tài chính và các chỉ số tài chính của Vincom Retail ngày càng được cải thiện.

Vincom Retail có các loại hình Trung tâm thương mại (TTTM) phù hợp với các vị trí địa lý và thói quen mua sắm khác nhau trong cả nước, nhờ đó tăng độ phủ và nhận diện thương hiệu tốt hơn. Bên cạnh đó, với việc thu hút các thương hiệu quốc tế lớn sẽ giúp các TTTM gia tăng lượng khách đến xem và trải nghiệm.

Chúng tôi chọn các doanh nghiệp tại các thị trường Thái Lan và Philippines để dùng làm tham chiếu so sánh khi định giá, vì đây là các thị trường có tốc độ phát triển nhanh và tương đồng với Việt Nam. Mức P/E và P/B dự phóng lần lượt là 29.8 và 4.4, mặc dù có phần khá cao nhưng chúng tôi cho rằng phù hợp với những vị thế mà Vincom Retail có được. Mức giá cổ phiếu VRE chúng tôi định giá là 42.500 đồng/cổ phiếu.

RỦI RO

Tốc độ mở rộng các TTTM quá nhanh và đặc biệt chú trọng vào các tỉnh thành cấp 2, 3 sẽ gặp phải trở ngại khi tốc độ đô thị hóa tại đây chưa bắt kịp được với việc mua sắm tại các TTTM.

Áp lực cạnh tranh với Thương mại điện tử, thêm vào đó là khoảng 200 TTTM trên cả nước đến từ các doanh nghiệp như Lotte, Aeon sẽ ngày càng gia tăng khốc liệt trên thị trường.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH QUAN TRỌNG. (ĐVT: Tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019E
Doanh thu	6.386	5.518	9.124	9.359
LN gộp	2.642	2.801	3.641	4.399
LNST	2.440	2.028	2.413	2.621
EPS	1.473	791	1.228	1.125
Biên LNST (%)	38.2	36.7	26.4	28.0

I. Tổng quan:

Công ty Cổ phần Vincom Retail (HOSE: VRE) là đơn vị phát triển các trung tâm thương mại (TTTM) thuộc sở hữu của Vingroup, với phân khúc chủ yếu là các trung tâm thương mại mang thương hiệu Vincom, ngoài ra công ty cũng đầu tư phát triển và kinh doanh các loại hình bất động sản như: phát triển nhà phố thương mại (shophouse) xung quanh các TTTM Vincom Plaza và Vincom+. Thêm vào đó, công ty còn phát triển tháp văn phòng và căn hộ để bán tại một số TTTM Vincom Center. Dòng tiền từ việc bán các bất động sản này giúp công ty có thêm nguồn vốn để đầu tư và phát triển các TTTM.

Vị thế dẫn đầu trong ngành

Với số lượng 3 TTTM vào năm 2012 thì đến nay con số đã là 66, mạng lưới phủ khắp 38/63 tỉnh thành trong cả nước với GFA đạt gần 1,5 triệu m² (GFA - Gross Floor Area, tổng diện tích sàn bán lẻ), tính đến hết 31/12/2018. Theo Colliers International, VRE đang chiếm 60% thị phần và là đơn vị dẫn đầu trong mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ tại Việt Nam, tiếp theo sau đó là các đơn vị Aeon chiếm 14%, Lotte 10,5% và Parkson 5,2%.

1. Kết quả kinh doanh:

Năm 2018, tổng doanh thu đạt 9.123,9 tỷ đồng, LNST đạt 2.413,2 tỷ đồng, tăng lần lượt 65% và 19% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu mảng Cho thuê bất động sản (BDS) và các dịch vụ liên quan chiếm tỷ trọng 60%, doanh thu mảng Chuyển nhượng BDS chiếm 38%. Kết quả kinh doanh năm 2018 tăng trưởng tốt nhờ vào: (i) Doanh thu Mảng Cho thuê BDS tăng trưởng 24% nhờ vào 20 TTTM mở mới của năm 2018 và 15 TTTM đã mở trong năm 2017 hoạt động trọn năm 2018, với GFA 2018 tăng thêm khoảng 300.000 m²; (ii) Doanh thu Mảng Chuyển nhượng tăng trưởng mạnh đạt 261%, nhờ vào việc mở bán thêm sáu dự án nhà phố thương mại và thực hiện ký hợp đồng bán gần 400 căn hộ, nhà phố thương mại, condotel, và shopoffice từ các dự án mới như Vinpearl Condotel Riverfront Đà Nẵng, căn hộ dự án Suối Hoa Bắc Ninh, các shop-house Vĩnh Long, Long An.

Khai trương thêm 3 TTTM trong Quý 2/2019, tổng cộng sở hữu 69 TTTM, tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,51 triệu m². Tiếp tục là đơn vị cho thuê bán lẻ dẫn đầu cả nước.

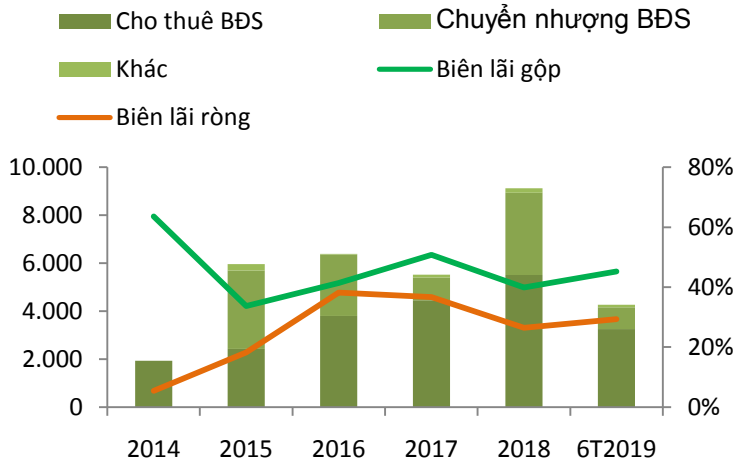
Kết quả kinh doanh quý 2 công ty đạt gần 1.983 tỷ đồng, LNST đạt 640.3 tỷ đồng, tăng lần lượt 31% và 3% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận gộp tăng chậm hơn đến từ Doanh thu Chuyển nhượng BDS chiếm tỷ trọng lớn, biên lãi gộp của mảng chuyển nhượng BDS thường thấp hơn của mảng cho thuê BDS. Q2/2019, VRE đã khai trương các TTTM Vincom Center Trần Duy Hưng (241.000 lượt khách tham quan trong tuần đầu tiên), Vincom Plaza Skylake, Vincom Plaza Móng Cái, tỷ lệ lấp đầy tại các khu vực này lần lượt là 95%, 94.4%, 97%, ngoài ra VRE còn mở cửa đài quan sát LandMark 81 Skyview. Đối với mảng Chuyển nhượng BDS, VRE tiến hành bàn giao các shop-house Móng Cái và Cà Mau.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2019:

(tỷ đồng)	Q2/2019	Q2/2018	Tăng trưởng	6T/2019	6T/2018	Tăng trưởng
Doanh thu	1.982,7	1.515,9	31%	4.266,8	3.133,8	36%
- Cho thuê BĐS	1.659,0	1351,9	23%	3.258,5	2.617,6	24%
- Chuyển nhượng BĐS	301,7	156,1	93%	903,1	491,5	84%
- Khác	22,0	7,9	178%	105,2	24,7	326%
Lợi nhuận gộp	959,0	753,0	27%	1.931,1	1.553,9	24%
- Biên lãi gộp	48%	50%		45%	50%	
Lợi nhuận ròng	640,3	620,0	3%	1.251,5	1.161,6	8%
- Biên lãi ròng	32%	41%		29%	37%	36%

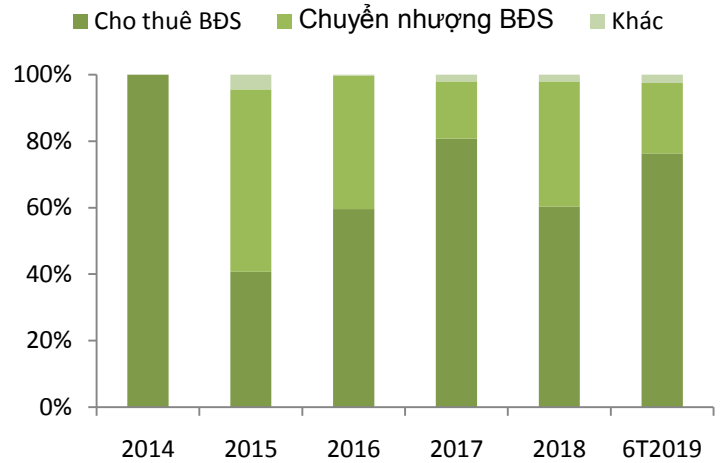
Vincom Retail, DAS Research

Doanh thu



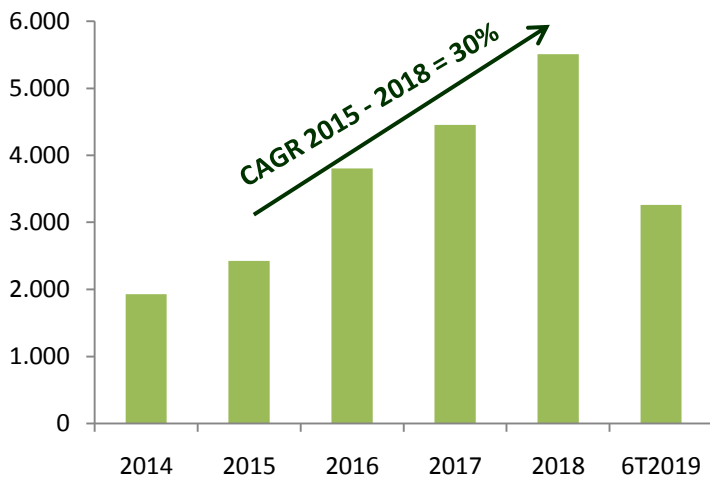
Vincom Retail, DAS Research

Cơ cấu doanh thu



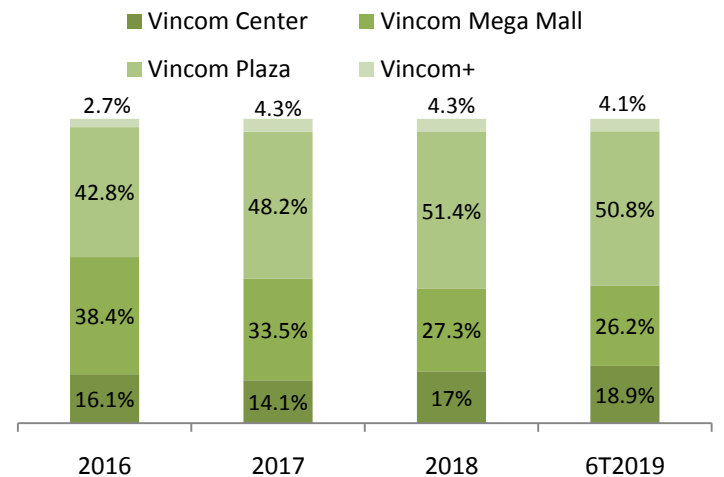
Vincom Retail, DAS Research

Doanh thu cho thuê BĐS



Vincom Retail, DAS Research

Cơ cấu loại hình TTTM theo diện tích



Vincom Retail, DAS Research

2. Hoạt động cho thuê bất động sản:

Đa dạng hóa loại hình và tăng độ phủ

Vincom Retail hiện tại đang vận hành 4 loại hình trung tâm thương mại khác nhau, bao gồm: Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza, Vincom+. Tùy vào vị trí địa lý và phân khúc đối tượng khách hàng muốn nhắm tới mà Vincom Retail thực xây dựng các loại hình TTTM. Giai đoạn 2014 – 2015, Vincom Retail đẩy mạnh sự hiện diện tại các tỉnh lẻ cấp 2 và cấp 3, trong số đó có việc mua lại chuỗi siêu thị Maximark với 9 siêu thị tập trung tại khu vực Nam Trung Bộ và Nam Bộ.

Tính đến hết Q2/2019, Vincom Retail đang sở hữu 69 TTTM (thêm 3 TTTM trong quý 2), theo kế hoạch Vincom Retail sẽ mở thêm 10 TTTM còn lại trong quý nửa cuối năm 2019. Vincom Retail tiếp tục đẩy mạnh sự hiện diện tại các tỉnh với các dự án khai trương trong thời gian tới Vincom Plaza: Dĩ An Bình Dương, Sóc Trăng, Biên Hòa 2, Hòa Bình, Cao Lãnh, Kon Tum, Bắc Kạn, Cẩm Phả.

Tính đến hết quý 2/2019

	Vincom Center	Vincom Mega Mall	Vincom Plaza	Vincom +
Số lượng TTTM				
Diện tích sàn xây dựng (GFA, m2)	40.000 - 60.000	60.000 - 150.000+	10.000 - 40.000	Khoảng 5.000
Vị trí TTTM	Các khu vực của trung tâm Hà Nội và Tp.Hồ Chí Minh	Một phần trong quy hoạch tổng thể của các dự án nhà ở và khu phức hợp tại Hà Nội và Hồ Chí Minh	Các khu vực ngoài trung tâm nhưng có mật độ dân số cao tại Hà Nội, TP.HCM và vị trí trung tâm tại các tỉnh khác	Các khu vực ngoài trung tâm có mật độ dân số trung bình tại Hà Nội, TP.HCM và vị trí trung tâm tại các tỉnh khác
Tổng GFA	284.307	395.148	765.580	62.553
Tỷ lệ lấp đầy	91,6%	90,6%	91,5%	85,2%
Số lượng	7	3	47	12
Đối tượng khách hàng (theo thu nhập)	Trên trung bình và cao cấp	Tất cả các đối tượng khách hàng	Trung bình	Thấp và trung bình
Loại hình kinh doanh chủ yếu của các khách hàng thuê	- Thời trang quốc tế - Ẩm thực - Vui chơi giải trí - Siêu thị - Ngành hàng khác	- Thời trang quốc tế và trong nước - Ẩm thực - Vui chơi giải trí - Dịch vụ - Ngành hàng khác	- Thời trang - Ẩm thực - Dịch vụ - Vui chơi giải trí - Siêu thị tiêu dùng - Ngành hàng khác	- Siêu thị tiêu dùng - Thời trang - Ẩm thực - Vui chơi giải trí

Vincom Retail

Giá cho thuê mặt bằng bán lẻ

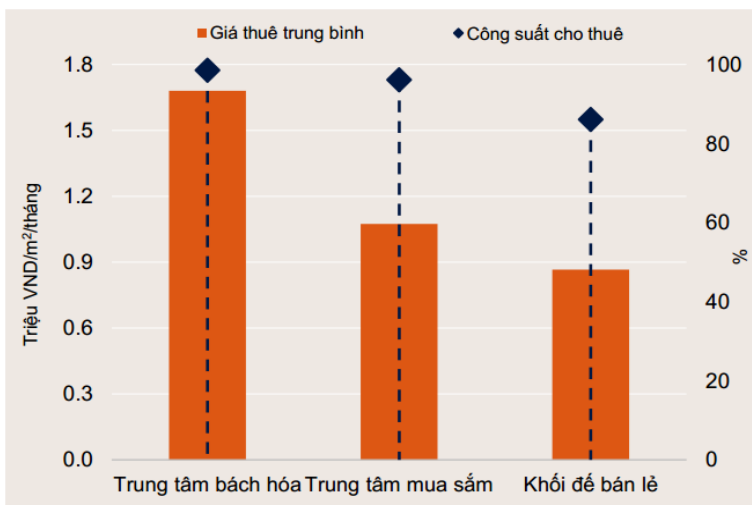
Theo Vincom Retail, giá thuê mặt bằng bán lẻ gồm hai thành thức: (i) giá thuê cố định và (ii) chia sẻ doanh thu bán hàng của khách thuê (có nhưng không thấp hơn áp dụng mức giá thuê tối thiểu). Hai hình thức tính giá thuê này giúp Công ty có thể vừa ước tính được doanh thu trong tương lai một cách tương đối chắc chắn, đồng thời có cơ hội tăng doanh thu cho thuê tương ứng với sự gia tăng doanh thu bán hàng của khách thuê. Đối với các trường hợp giá thuê mặt bằng theo hình thức chia sẻ theo doanh thu, khách thuê mặt bằng có thể cài đặt hệ thống bán hàng của mình để theo dõi doanh thu hoặc cho phép Công ty cung cấp dịch vụ thu ngân và thu tiền bán hàng hộ người thuê.

Hợp đồng thuê cố định thường 3 năm và áp dụng với các khách hàng thuê nhỏ, mức giá thuê điều chỉnh hàng năm với biên độ hẹp và thực sự thay đổi lớn sau khi kết thúc 3 năm. Đối với các khách hàng thuê dài hạn từ 5 – 10 năm, hợp đồng sẽ được kí dưới dạng chia sẻ doanh thu. Tiền thuê mặt bằng thanh được thanh toán hàng tháng.

Hợp đồng dài hạn thông thường được ký kết với các đối tác nước ngoài, điển hình trong thời gian qua là các thương hiệu như Zara, H&M, các thương hiệu lớn sẽ giúp Vincom Retail có được mức giá cho thuê cao hơn, ngoài ra góp phần tạo uy tín để thúc đẩy lượng khách hàng vừa và nhỏ, gia tăng tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM.

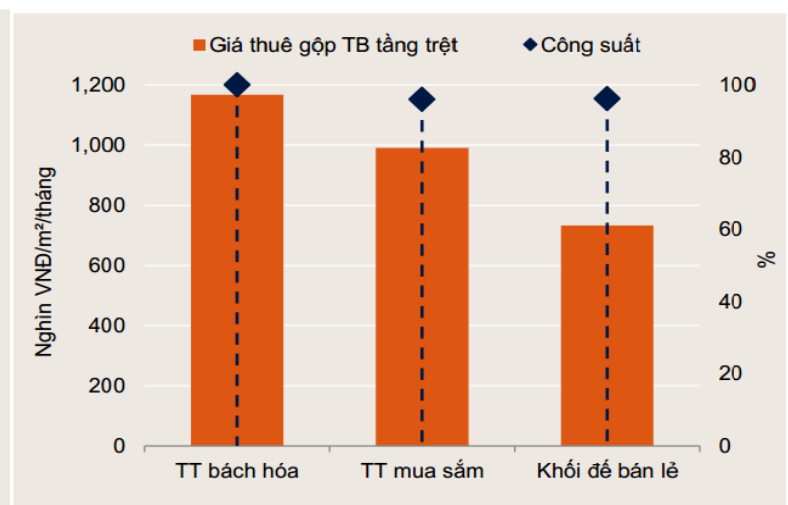
Theo Savills Việt Nam, Quý 2/2019, tại khu vực Tp.Hồ Chí Minh giá thuê trung bình giảm 1% theo quý và giảm 3% theo năm do có thêm nguồn cung mới và cạnh tranh về giá tại khu vực ngoài trung tâm, riêng giá thuê tại khu vực trung tâm tăng 4% theo quý, dự báo 6 tháng cuối năm 2019 có thêm khoảng 50.000 m2 tại các quận ngoài trung tâm. Trong khi đó, tại khu vực Hà Nội, giá thuê gộp trung bình tăng trệt giảm 2% theo quý nhưng tăng 6% theo năm, sự gia nhập của nguồn cung mới ngoài Trung tâm dẫn đến giá thuê trung bình giảm, trong 6 tháng còn lại của 2019 khoảng 142.000 m2 sẽ ra mắt.

Tp. Hồ Chí Minh



Nguồn: Nghiên cứu và Tư vấn Savills

Hà Nội



Nguồn: Nghiên cứu và Tư vấn Savills

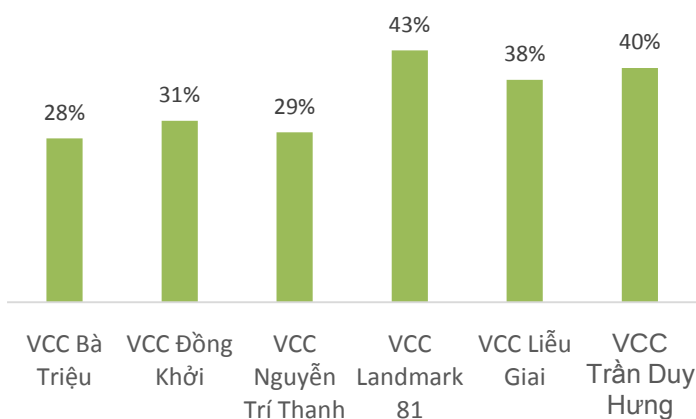
Cơ cấu khách thuê có sự khác biệt:

Tùy thuộc vào vị trí mở cửa hàng mà cơ cấu khách hàng thuê có sự khác biệt rõ rệt, tại các Vincom Center nằm ở các vị trí trung tâm của Hà Nội, Tp.Hồ Chí Minh tỷ trọng mặt hàng thời trang cao vượt trội – với có sự hiện diện của các khách hàng nước ngoài, trong khi đó tại các chuỗi Vincom Plaza và Vincom+ nằm tại các tỉnh thành cấp 2, 3 với tỷ trọng mặt hàng hướng đến siêu thị, giải trí nhiều hơn.

Chúng tôi cho rằng, xu hướng này sẽ tiếp tục trong thời gian tới, cụ thể tại các Vincom Center trong 6 tháng đầu năm 2019, Vincom Retail đã cơ cấu tập khách thuê sang các ngành hàng F&B, giải trí, thời trang nhiều hơn, nhằm đem đến sự trải nghiệm cũng như nắm bắt thị hiếu tại các khu vực này, xu hướng này cũng được dịch chuyển sang các Vincom Mega Mall với các nhà hàng, quán ăn tự phục vụ nhiều hơn. Đây cũng là đặc điểm chung tại các TTTM khác như Thái Lan và Singapore. Song song với đó, tại các khu vực tỉnh thành cấp 2, 3 có mức sống thấp hơn thì phân khúc cho thuê siêu thị mà điển hình là các chuỗi VinMart, VinPro sẽ là tối ưu, với mục đích hướng tới việc đáp ứng các nhu cầu tiêu dùng hàng hóa thiết yếu tại khu vực này.

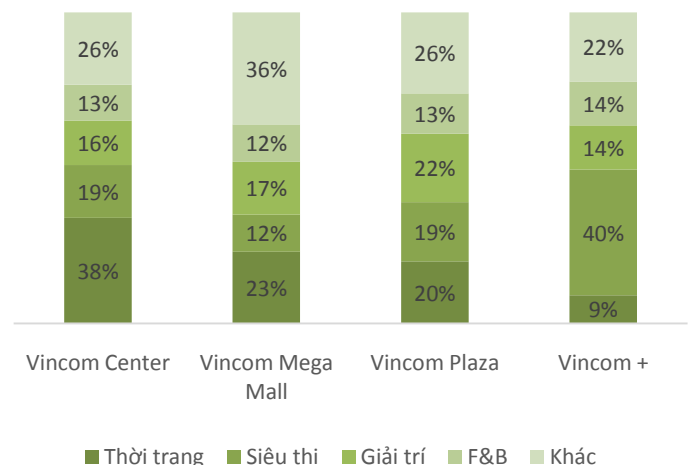
Trong nửa đầu năm 2019, 3 TTTM mới của Vincom Retail ghi nhận 12 khách lớn với 8000m2 cho thuê tăng thêm, một số cái tên đáng chú ý như: nhà hàng Hokkaido, Basta Hiro. Ngoài ra, nhóm các khách hàng VinMart, VinPro, VinDS, Vinschool, Logistics Vincom đóng góp khoảng 30% tổng diện tích cho thuê của Vincom Retail.

Đóng góp của các khách thuê ngành hàng F&B, giải trí và dịch vụ (30/06/2019)



Vincom Retail, DAS Research

Cơ cấu khách thuê theo ngành hàng 2018



Vincom Retail, DAS Research

3. Chuyển nhượng bất động sản:

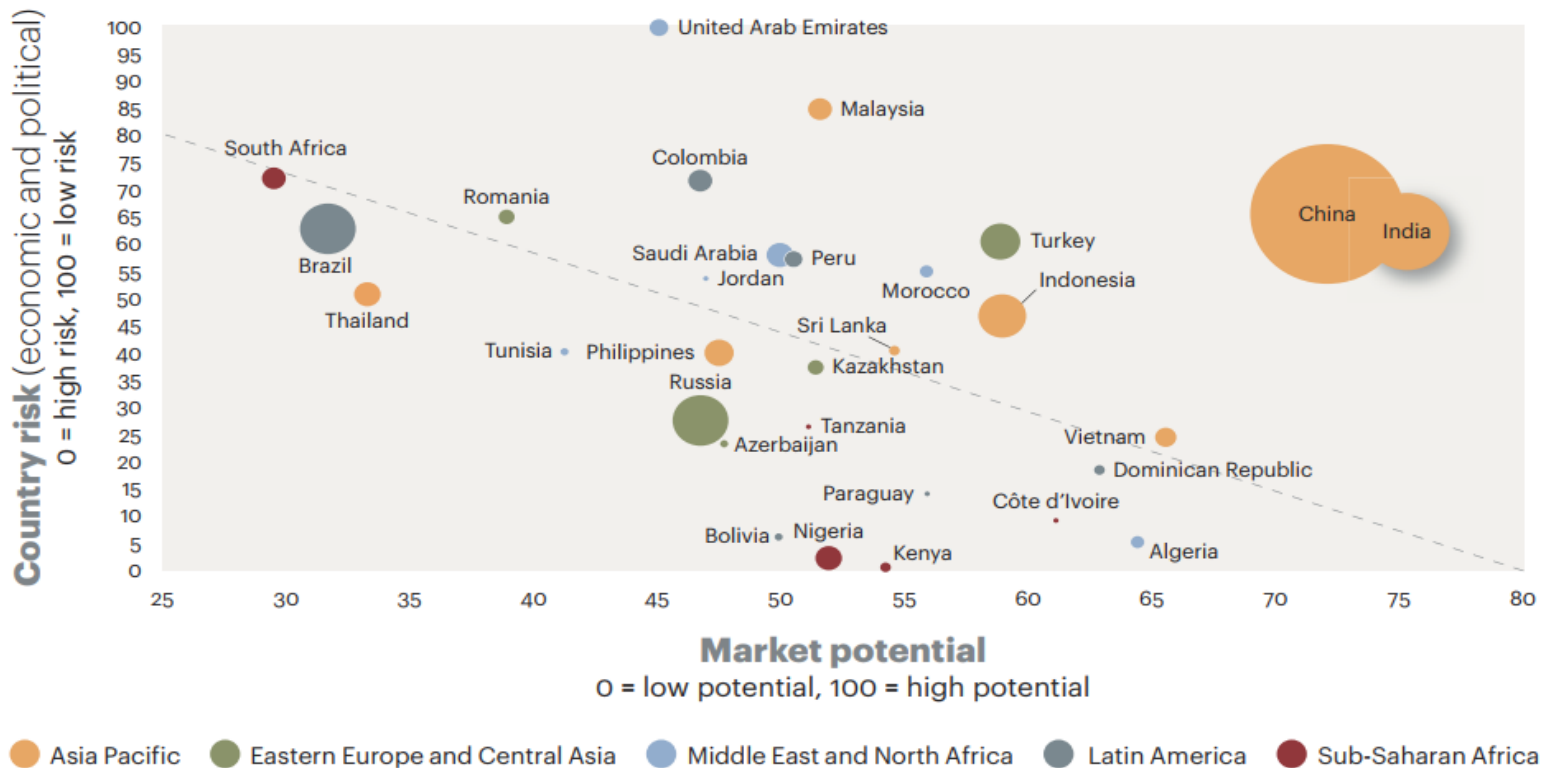
Ngoài hoạt động cho thuê mặt bằng tại các TTTM, Vincom Retail còn phát triển nhà phố thương mại (shop-house) tại các khu vực gần kề Vincom Plaza, Vincom+, ngoài ra còn có các dự án tháp văn phòng và căn hộ tại các TTTM Vincom Center. Trong 6 tháng đầu năm, Vincom Retail thực hiện bàn giao các dự án shophouse Móng Cái và Cà Mau. Dòng tiền từ việc bán các bất động sản này sẽ giúp công ty có nguồn tiền để phát triển TTTM.

II. Điểm nhấn đầu tư:

Thị trường bán lẻ Việt Nam hấp dẫn:

Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường bán lẻ năng động và hấp dẫn nhất trong khu vực và trên thế giới. Theo ATKearney, Việt Nam xếp thứ 6 về Chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu, sức hút của thị trường bán lẻ Việt Nam đến từ tình hình chính trị ổn định, các chính sách hỗ trợ tốt, tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh kèm theo đó là thu nhập người dân ngày càng cải thiện. Standard Chartered dự đoán nếu giữ vững tốc độ tăng trưởng 7% và tốc độ gia tăng dân số bình ổn, thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam sẽ tăng vọt từ 2.500 USD vào năm 2018 lên đến 10.400 USD vào năm 2030. Theo OECD, đến năm 2020, tầng lớp trung lưu ở Việt Nam sẽ lên đến 44 triệu người (hơn 45% dân số).

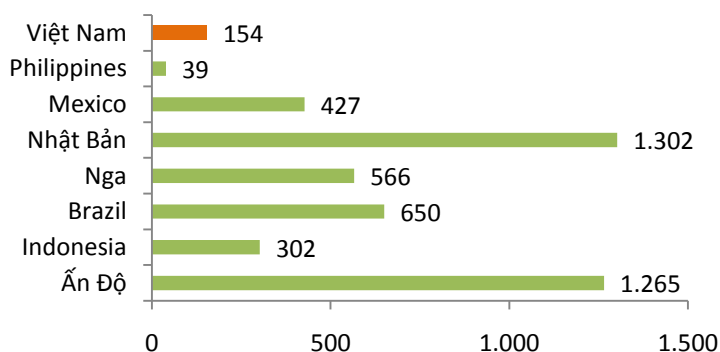
Chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu GRDI



Nguồn: ATKearney 2017

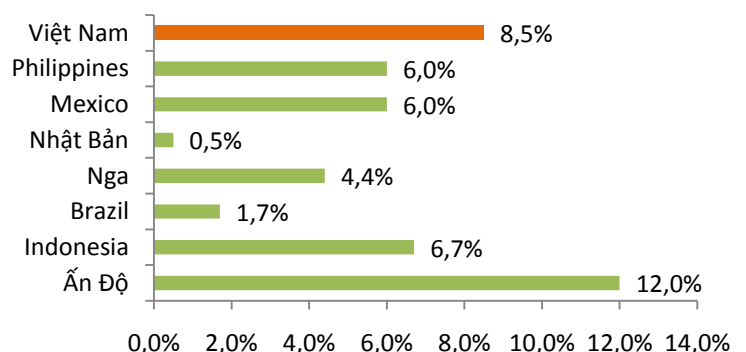
Chú thích: Cột dọc là rủi ro về tình hình kinh tế, chính trị. Cột ngang là tiềm năng phát triển thị trường

Dự báo doanh số thị trường bán lẻ 2019 (tỷ USD)



eMarketer 2019

Dự báo tăng trưởng tổng doanh số thị trường bán lẻ 2020



eMarketer 2019

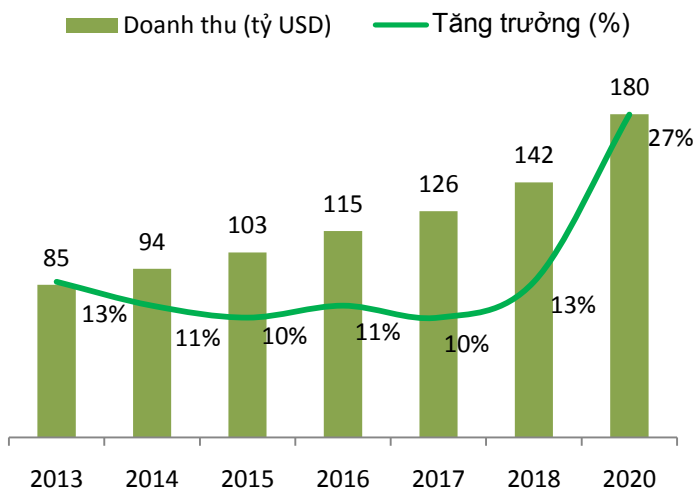
Vincom Retail là đơn vị dẫn đầu thị trường cho thuê bán lẻ

Xuất phát điểm ban đầu với 3 TTTM vào năm 2012 thì đến 6T/2019 Vincom Retail đã sở hữu 69 TTTM, diện tích sàn cho thuê hơn 1,5 triệu m2, chiếm 60% thị trường cho thuê bán lẻ. 4 loại hình TTTM giúp Vincom Retail tăng độ phủ sóng và chiếm lĩnh thị trường một cách nhanh chóng. Trong khi đó, việc ký kết hợp đồng thuê với các thương hiệu quốc tế như Zara, H&M cơ cấu khách thuê của Vincom Retail đa dạng hơn. Vincom Retail có kế hoạch nâng số TTTM lên 200 vào năm 2020, tiếp tục đẩy mạnh loại hình Vincom Plaza, Vincom+ tại các tỉnh thành cấp 2, 3.

Các khách thuê quốc tế điển hình như: Zara, Nike, Adidas, McDonalds, KFC, CGV, Lotte, Swarovski. Các nhãn hiệu quốc tế này cũng bao gồm các thương hiệu lần đầu tiên có mặt tại Việt Nam, qua đó giúp gia tăng lượng người tiêu dùng đến các TTTM. Ngoài các thương hiệu nước ngoài, các thương hiệu nội địa thuộc sở hữu Vingroup gồm VinMart, VinPro, VinDS hoặc các thương hiệu khác như Golden Gates, Redsuns, BHD, góp phần gia tăng tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM ở các tỉnh thành cấp 2, cấp 3 bởi vì các loại hình này phù hợp với đa số nhu cầu mua sắm và giải trí người tiêu dùng Việt Nam.

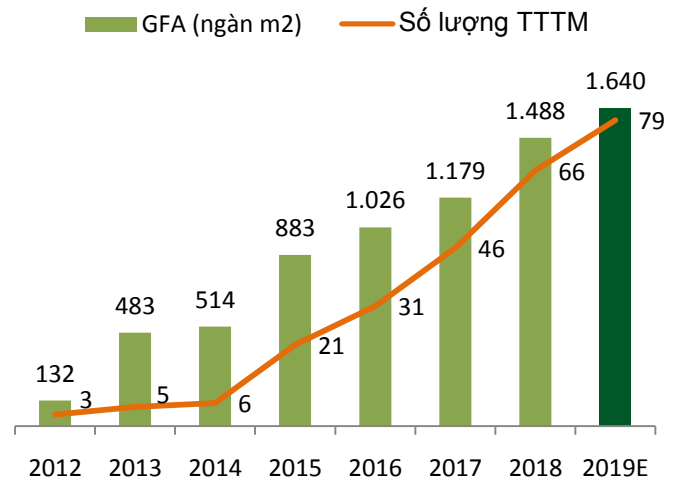
Vincom Retail có kế hoạch đến năm 2022 mở rộng số TTTM lên con số 200, tập trung vào Vincom Plaza và Vincom+ để tăng độ phủ. Năm 2019 là năm tiền đề để khởi động cho các dự án Vincom Mega Mall với quy mô từ 60.000 – 100.000 m2 tại các khu đại đô thị dự kiến ra mắt vào năm 2020 – 2021 như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Sportia.

Thị trường bán lẻ Việt Nam



GSO, Deloitte

Diện tích và số lượng TTTM



Vincom Retail, DAS Research

Cuộc chiến với thương mại điện tử

Vincom Retail đã có những chiến lược cũng như hướng đi để giải quyết bài toán thương mại điện tử đang tăng nhanh:

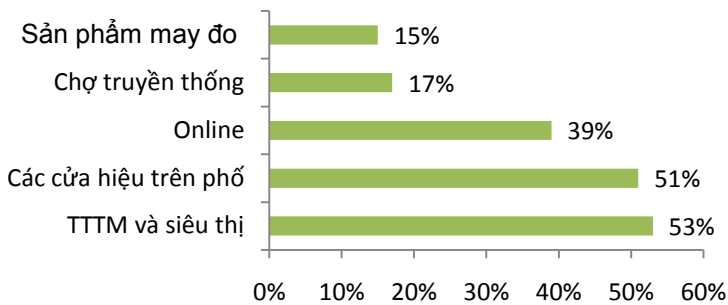
(i) Thương mại điện tử (TMĐT) phát triển giúp đẩy mạnh doanh số bán lẻ, thị trường sôi động hơn. Theo VRE, các giao dịch TMĐT tác động tương hỗ tăng doanh thu và thu hút khách hàng tới TTTM. Một số hãng như H&M, Zara, hay các hãng nội địa mặc dù có kênh online nhưng khách hàng vẫn tới TTTM để trải nghiệm tốt hơn. Trong khi đó, xu hướng kết hợp giữa online và offline là rất lớn, các khách hàng mặc dù xem hàng online nhưng vẫn thực hiện mua sắm và trải nghiệm tại các cửa hàng thực thể, Alibaba và Amazon là hai công ty thương mại điện tử lớn nhất thế giới vẫn phát triển các cửa hàng thực thể. Vì vậy, chúng tôi cho rằng xu hướng mua sắm, trải nghiệm tại các TTTM vẫn sẽ tiếp tục phát triển mặc dù có sự cạnh tranh từ TMĐT.

(ii) Vincom Retail thu hút các thương hiệu quốc tế lớn, thậm chí một số thương hiệu lần đầu xuất hiện tại Việt Nam, qua đó gây tò mò và tạo được lượng khách hàng đến tham quan, trải nghiệm. Có thể kể đến như việc Zara xuất hiện tại Vincom Đồng Khởi lần đầu tiên vào năm 2016, đã nhanh chóng lọt vào nhóm 10 cửa hàng có doanh số cao nhất toàn cầu.

(iii) Tại các tỉnh thành cấp 2, 3 Vincom Retail tập trung hướng đến các khách hàng có thu nhập thấp hơn, với các loại hình Vincom Plaza, Vincom+ tập trung vào cho thuê siêu thị, các chuỗi thức ăn đồ uống (F&B) với giá cả hợp lý hơn. Sự hỗ trợ từ công ty mẹ là Vingroup trong việc triển khai các chuỗi VinMart, VinPro, hệ thống quản lý khách hàng thân thiết VinID sẽ là lợi thế lớn so với các đối thủ khác khi hàng hóa được bày bán tại đây phù hợp với đại đa số khách hàng, cũng như tăng sự hiện diện của Vincom Retail tại các tỉnh thành trong cả nước.

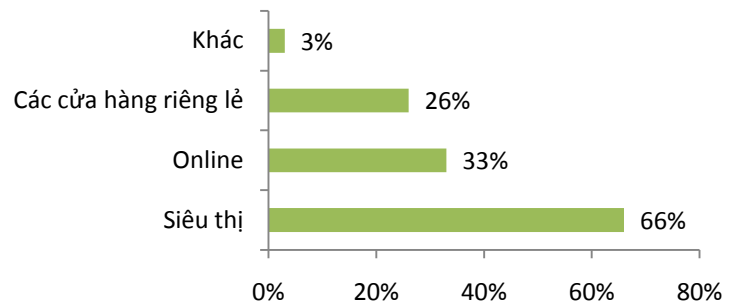
Các kênh mua hàng hóa Việt Nam

Quần áo, giày dép, phụ kiện cá nhân



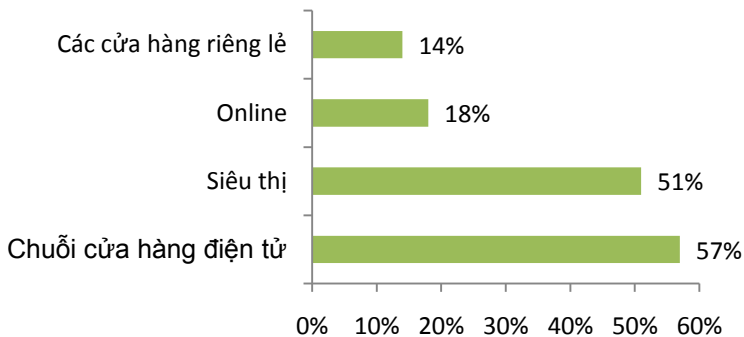
Deloitte 2018

Mỹ phẩm, các sản phẩm vệ sinh cá nhân



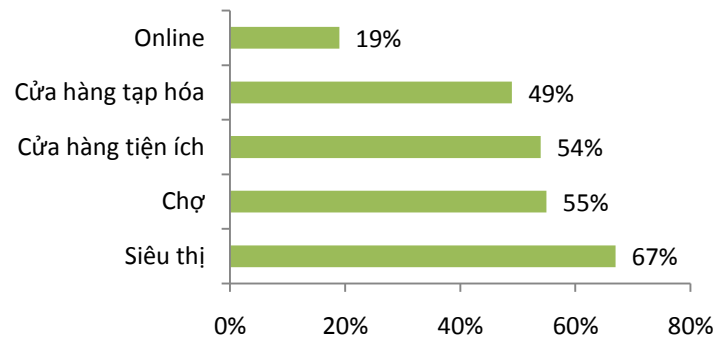
Deloitte 2018

Sản phẩm điện tử



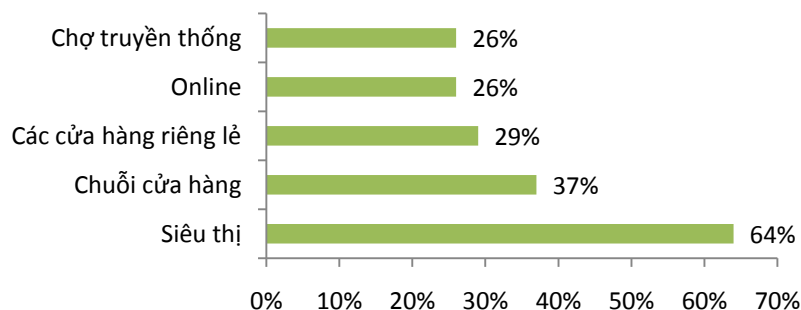
Deloitte 2018

Thức ăn và đồ uống



Deloitte 2018

Thiết bị gia dụng



Deloitte 2018

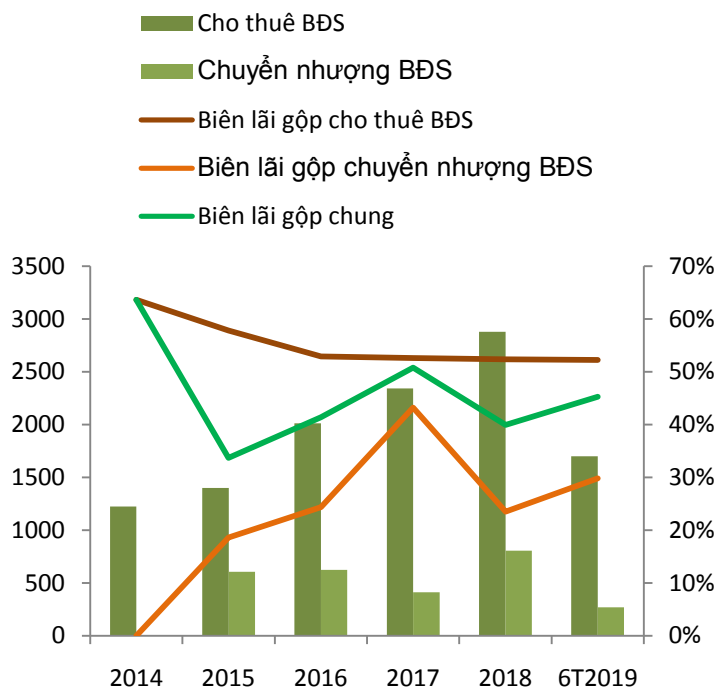
Công ty mẹ là Vingroup

Chúng tôi cho rằng với hệ sinh thái và uy tín của Vingroup sẽ mang đến cho Vincom Retail những lợi thế rất khác biệt so với các đối thủ khác trong ngành:

(i) Quỹ đất của Vingroup hiện đang chỉ mới khai thác 10% và còn đến 90% chưa được khai thác, tương đương hơn 160 triệu m2, như vậy Vincom Retail được hưởng lợi nhờ vào việc tìm tiếp cận quỹ đất lớn thông qua các dự án, quyền ưu tiên thuê mặt bằng bán lẻ nằm trong các dự án bất động sản do Vingroup phát triển. Ngoài ra, công ty còn phối hợp với Khối phát triển Dự án của Vingroup – với nhiều kinh nghiệm, uy tín trên thị trường để tìm kiếm các quỹ đất mới để phát triển. Tiêu chí lựa chọn bao gồm: (1) các khu đất nằm tại vị trí đắc địa tại các tỉnh thành, (2) chi phí đất hợp lý, và (3) tình trạng pháp lý rõ ràng.

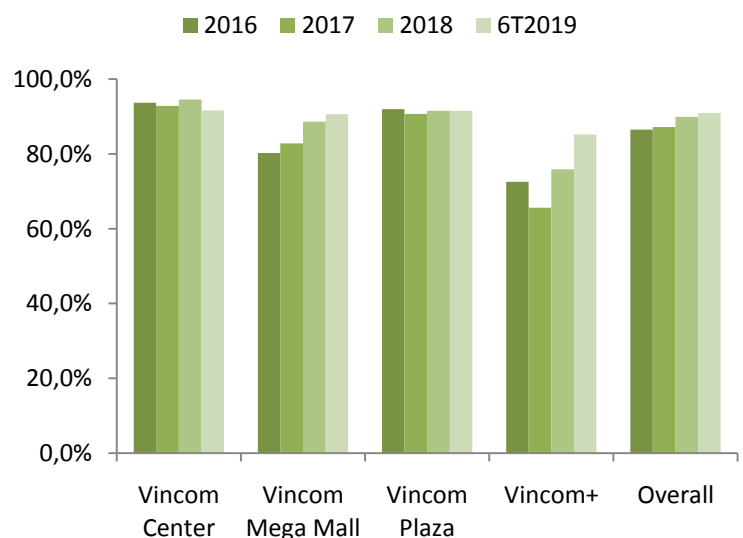
(ii) Hệ sinh thái của Vingroup góp phần gia tăng tỷ lệ lấp đầy. Đối với các thương hiệu lớn, sẽ tập trung thuê tại các TTTM ở các vị trí trung tâm thành phố lớn như Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh. Trong khi đó, với các TTTM tại các tỉnh thành cấp 2, 3 thì Vincom Retail sẽ xếp các thương hiệu nhỏ hơn, ngoài ra chuỗi VinMart, VinPro sẽ được cho thuê với diện tích lớn hơn nhằm đáp ứng mức sống của những đại đa số khách hàng tại đây. Ngoài ra, các TTTM nằm trong tổ hợp các dự án của Vingroup sẽ tận dụng được lượng khách hàng sinh sống tại đây. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy chung của năm 2019 sẽ đạt mức 91%, cải thiện từ mức 89.9% của 2018, nhờ vào việc tăng tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM đã mở 2018.

Lợi nhuận gộp hai mảng kinh doanh chính



Vincom Retail, DAS Research

Tỷ lệ lấp đầy bình quân



Vincom Retail, DAS Research

Theo EIU và Colliers International, so với các nước trong khu vực như Thái Lan và Philippines, tổng diện tích sàn bán lẻ của Việt Nam chỉ bằng 1/6 Thái Lan, 1/8 Philippines. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng 2019 sẽ là một năm tăng trưởng vững tạo đà cho 2020, trong năm nay Vincom Retail sẽ tập trung tìm kiếm các thương hiệu quốc tế lớn, một số hãng bán lẻ lớn công bố kế hoạch vào Việt Nam như Uniqlo, Ikea, F21 sẽ giúp tập khách thuê của Vincom Retail tăng mạnh và lấp đầy các đại dự án TTTM Vincom Mega Mall trong 2020.

III. Rủi ro:

Vincom Retail có kế hoạch mở đến 200 TTTM đến năm 2022, tập trung vào Vincom Plaza và Vincom+, điều này cho thấy mục tiêu tăng độ phủ tại các tỉnh thành cấp 2 và 3, việc này sẽ gặp trở ngại lớn khi chu kỳ kinh tế không ổn định, đối với mô hình hoạt động chuỗi việc duy trì hiệu quả của mỗi cấu phần trong chuỗi là rất quan trọng, với tốc độ mở nhanh trong thời gian đầu sẽ đối mặt với áp lực kết quả kinh doanh không được tốt trong thời gian đầu. Trong khi đó, phủ sóng quá nhanh gặp trở ngại là thói quen người tiêu dùng chưa kịp thay đổi, mức độ đô thị hóa, thu nhập người dân chưa bắt kịp. Điều này cũng thể hiện rõ tại các TTTM Vincom+ ở các tỉnh có tỷ lệ lấp đầy khoảng 85.2%, thấp nhất so với các loại hình TTTM còn lại. Chúng tôi cho rằng, Vincom Retail sẽ phải tăng nhận diện thương hiệu, cơ cấu hàng hóa cho thuê để đẩy nhanh hơn hiệu quả của chuỗi này.

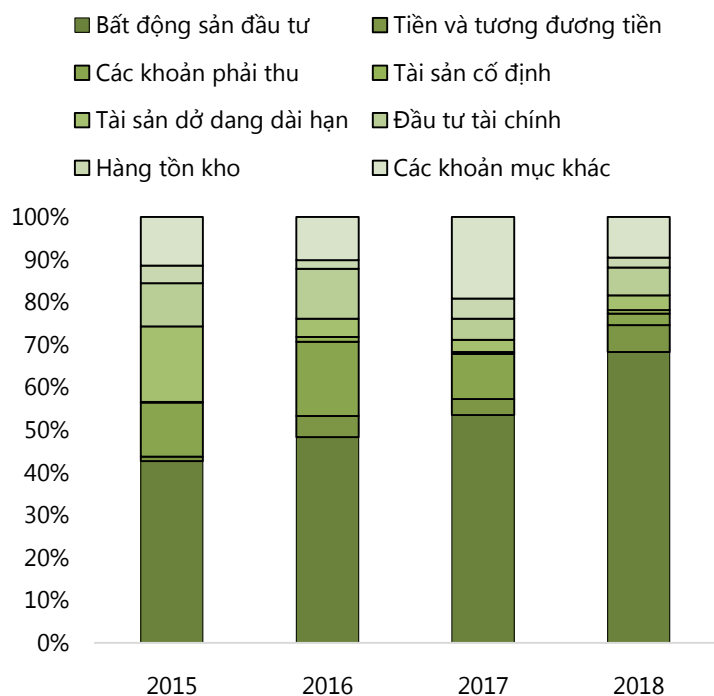
Cạnh tranh ngày càng gay gắt, theo Deloitte, Việt Nam hiện có khoảng 200 TTTM phủ sóng cả nước, 3 đơn vị lớn nhất ngành là Vincom Retail, Aeon, Lotte. Vincom Retail đặt mục tiêu 79 TTTM trong năm 2019, Aeon mới đây cũng đã mở Aeon Hải Phòng tăng số TTTM lên 20, Lotte cũng đã đầu tư 400 triệu USD vào TTTM Lotte Liễu Giai dự kiến hoàn thành vào 2020. Trong khi đó, đối thủ chuyên bán hàng hiệu là Parkson đã liên tục thua lỗ và đóng cửa hàng kể từ năm 2014, chiến lược của Parkson đã mắc phải sai lầm khi tập trung phân khúc hàng xa xỉ trong giai đoạn nền kinh tế tăng trưởng chậm đã gặp ngay phải khó khăn. Trong khi đó, thương mại điện tử ngày càng tăng trưởng mạnh sẽ là bài toán mà Vincom Retail cần phải liên tục cập nhật và đổi mới hoạt động kinh doanh sao cho phản ứng phù hợp với thị trường.

IV. Tình hình tài chính

Cơ cấu các khoản mục trên bảng CĐKT đã trở nên lành mạnh hơn qua các năm. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tài sản là Bất động sản đầu tư, là các TTTM, quyền sử dụng đất đai, tài sản trên đất của Vincom Retail. Trong số các TTTM do Vincom Retail vận hành, phần lớn là thuộc sở hữu của Vincom Retail (chiếm hơn 50% tổng số TTTM khai thác), số còn lại là được ký kết dưới các hình thức Hợp đồng hợp tác kinh doanh, hoặc thuê lại. Ngoài ra, trong những năm gần đây Vincom Retail cũng tích cực thoái vốn các công ty con đem lại nguồn vốn phát triển các TTTM.

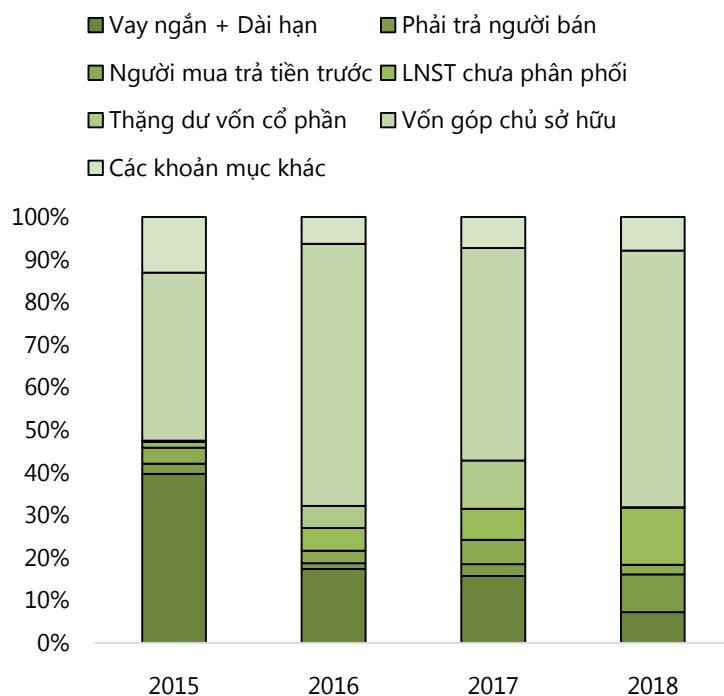
Trong khi đó, tỷ trọng nợ vay ngày càng giảm dần, tính đến 2018 nợ vay chỉ bằng 10% vốn chủ sở hữu. Nợ vay giảm dần từ đó chi phí lãi vay thấp hơn góp phần cải thiện khả năng sinh lời của Vincom Retail, chúng tôi cho rằng trong năm 2019 các chỉ số về Khả năng sinh lời sẽ tốt hơn 2018 nhờ vào các TTTM đã mở trong năm 2018 sẽ vẫn hành toàn thời gian trong năm 2019.

Cơ cấu tài sản



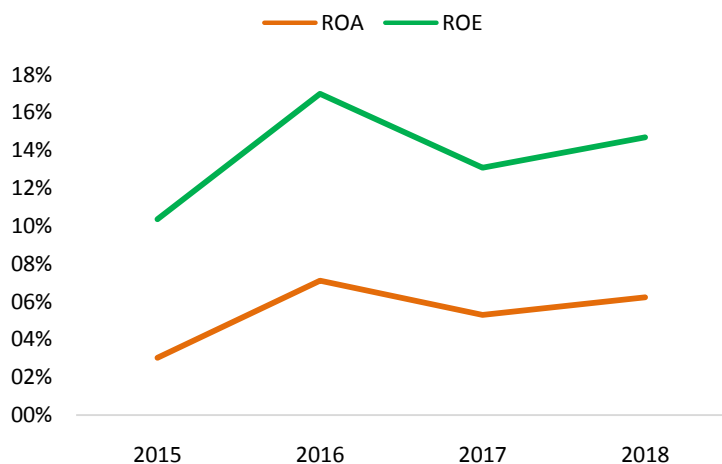
Vincom Retail, DAS Research

Cơ cấu nguồn vốn



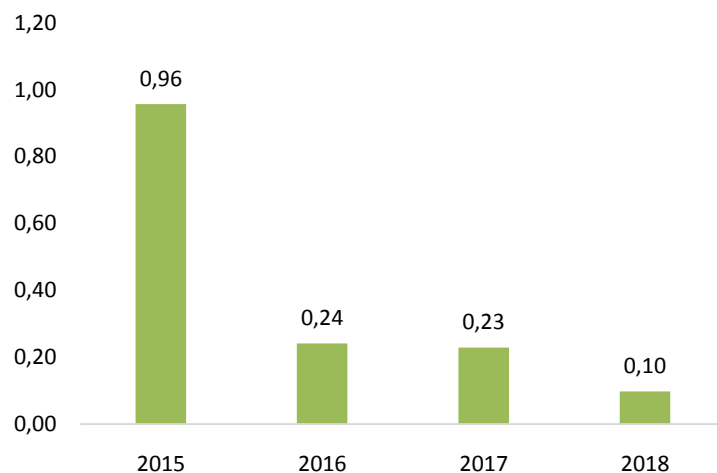
Vincom Retail, DAS Research

Khả năng sinh lời



Vincom Retail, DAS Research

Nợ vay/Vốn CSH



Vincom Retail, DAS Research

V. Quan điểm và định giá

Chúng tôi ước tính, trong năm 2019, Vincom Retail mở thêm 13 TTTM tương đương với GFA tăng thêm 153.000 m2, tỷ lệ lấp đầy chung cải thiện từ mức 90% của năm 2018 lên mức 91% nhờ vào các khách thuê mới giúp tăng độ phủ của 20 TTTM đã mở trong năm 2018 và 13 TTTM mở mới 2019. Tuy nhiên, trong năm 2019 ước tính doanh thu chỉ tăng nhẹ 2.58%, nguyên nhân đến từ mảng Chuyển nhượng BĐS giảm so với năm 2018, chúng tôi cho rằng doanh thu mảng này trong năm 2019 chủ yếu đến từ các shop-house ở các tỉnh thành cấp 2, 3: Cà Mau, Đồng Tháp, Quảng Ninh, Bình Dương và Hòa Bình.

Doanh thu từ TTTM tăng trưởng hơn 25% trong năm 2019 sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, chúng tôi dự phóng biên lãi gộp cải thiện lên mức 47% trong năm 2019. Năm 2019 nhìn chung là Vincom Retail đi với chiến lược tăng trưởng vững và tập trung hơn vào thúc đẩy các Vincom Mega Mall đi vào hoạt động năm 2020.

Chúng tôi quyết định chọn các công ty tại Philippines và Thái Lan là những công ty có tốc độ tăng trưởng nhanh, có nhiều nét tương đồng với thị trường Việt Nam hơn là các quốc gia còn lại, áp lực cạnh tranh đẩy một số công ty tăng trưởng thấp như Lippo Karawaci, Aeon Co (M) BHD. Mức P/B và P/E dự phóng lần lượt là 4.4 và 29.8 lần với tiềm năng tương xứng của Vincom Retail, từ đó chúng tôi đưa ra ước tính giá trị cho VRE năm 2019 là 42500 đồng.

Vincom Retail là một doanh nghiệp đầu ngành trong ngành phát triển mặt bằng bán lẻ, với 60% thị phần tại một thị trường có tốc độ phát triển nhanh về tăng trưởng GDP, cùng với đó là cơ cấu dân số trẻ với tầng lớp trung lưu lên đến 44 triệu người vào năm 2020 (theo OECD), trong khi diện tích sàn bán lẻ thương mại/đầu người còn ở mức thấp trong khu vực, điều này cho thấy dư địa phát triển của Vincom Retail và của ngành là rất lớn. Tuy nhiên cần quan sát một số rủi ro về chu kỳ kinh tế, áp lực cạnh tranh và các định hướng phát triển của Vincom Retail.

Dự phóng KQKD

(tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E
Doanh thu	6.386	5.518	9.124	9.359
- Cho thuê BĐS	3.805	4.455	5.506	6.897
- Chuyển nhượng BĐS	2.556	951	3.433	2.262
Khác	24	112	185	200
Lợi nhuận gộp	2.642	2.801	3.641	4.399
Lợi nhuận ròng	2.440	2.028	2.413	2.621

DAS Research

Các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	P/E	P/B
SM Prime Holding Inc	Philippines	31,13	3,75
Centra Pattana Pub Co Ltd	Thái Lan	28,55	5,1
Capitaland Ltd.	Singapore	8,82	0,68
Aeon Co (M) BHD	Nhật Bản	20,84	1,02
J.Front Retailing	Nhật Bản	11,91	0,78
Lippo Karawaci	Indonesia	13,03	0,31
Simon Property Group Inc	US	22,07	15,95
MITRA ADIPERKASA TBK PT	Indonesia	22	2,44

Bloomberg, DAS Research

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Tư vấn tài chính và Tư vấn đầu tư, Lưu ký chứng khoán.

Hệ thống chi nhánh**❖ Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 2 & 3 Tòa nhà 468 Nguyễn Thị Minh Khai, P.2, Q.3, TP. HCM

Điện thoại: (848) 3833 6333

Fax: (848) 3833 3891

❖ Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM

Điện thoại: (84.8) 3821 8666

Fax: (84.8) 3821.4891

❖ Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3944 5175

Fax: (844) 3944 5178 - 3944 5176

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.