

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VNĐ)	32,510
Giá thị trường	26,350
Lợi nhuận kỳ vọng	23,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	37,500 – 26,600
Vốn hoá (tỷ đồng)	2,187
SL cổ phiếu lưu hành (cp)	127.127.875
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	287.952
Sở hữu nước ngoài	1,26%

Diễn biến giá (1 năm)



Cổ đông lớn (%)	
CTCP Đầu tư và Phát triển đô thị Sài Đồng	32,25
CTCP Tập đoàn Vingroup	18,37
CTCP Vinhomes	6,74

Tổng quan công ty

VRE tiền thân là Công ty TNHH Vincom Retail được thành lập vào năm 2012. Công ty hoạt động trong lĩnh vực cho thuê các trung tâm thương mại (TTTM) bán lẻ và các dịch vụ liên quan, cũng như đầu tư phát triển và kinh doanh các loại hình bất động sản.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Nhật Anh
+84 2432181896
anh.doan@ecsc.com.vn

Cập nhật KQKD

Từ năm 2016 tới 2019, doanh thu thuần (DTT) của VRE trải qua một thời kỳ tăng trưởng ổn định, năm 2018 tăng đột biến (+65,3% yoy) nhưng có dấu hiệu chững lại năm 2019 với DTT và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 9,259 tỷ đồng (+1,5% yoy) và 2,852 tỷ đồng (+18,2% yoy). Động lực chính đóng góp vào tăng trưởng doanh thu tiếp tục đến từ mảng cho thuê bất động sản đầu tư và các dịch vụ liên quan khi tăng 1,551 tỷ đồng (+27% so với cùng kỳ năm 2018), chủ yếu là nhờ Công ty đã đưa vào vận hành 13 TTTM mới trong năm 2019 và vận hành ổn định các TTTM đã khai trương năm 2018. Tuy nhiên doanh thu thuần chỉ đạt 97,5% kế hoạch đề ra nguyên nhân đến từ sụt giảm gần 41% của doanh thu chuyển nhượng bất động sản. Các dự án Shophouse như Cà Mau, Cẩm Phả, Hoà Bình,.. chỉ mang về 2,027 tỷ đồng doanh thu, thấp hơn nhiều so với 3,433 tỷ đồng của năm 2018.

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của VRE luôn duy trì ở mức tương đối cao trên 40% từ năm 2016 và đạt đỉnh 50,8% năm 2017. Sau khi giảm nhẹ năm 2018, năm 2019 tỷ lệ này đạt 47,6% chủ yếu nhờ vào tỷ lệ lấp đầy toàn hệ thống được nâng lên 89,8% trong năm 2019 từ mức 87,7% năm 2018. Biên lợi nhuận sau thuế (BLNST) có xu hướng giảm từ năm 2016 và bắt đầu tăng chững lại từ năm 2019 khi đạt 30,8%, cao hơn 4,4% so với cùng kỳ năm 2018. Nguyên nhân là do BLNG tăng tới 7,6% trong khi doanh thu tài chính giảm đến 48,9% và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 31,1% so với năm 2018. BLNST năm 2019 chỉ tăng 4,4% mặc dù chi phí tài chính và chi phí bán hàng đều lần lượt giảm 27,5% và 9,0%.

Trong Q2/2020, DTT đạt 1,630 tỷ đồng (giảm 17,8% so với Q2/2019) và LNG đạt 646 tỷ đồng (giảm 32,6% so với Q2/2019). Doanh thu của VRE giảm so với cùng kỳ là vì doanh thu cho thuê bất động sản đầu tư và dịch vụ liên quan giảm 352 tỷ đồng do VRE tiếp tục giải ngân 375 tỷ đồng hỗ trợ cho các khách thuê chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19. Kết thúc sáu tháng đầu năm 2020, DTT và LNST của Công ty lần lượt đạt 3,316 tỷ đồng (-22,3% yoy) và 835 tỷ đồng (-33,3% yoy).

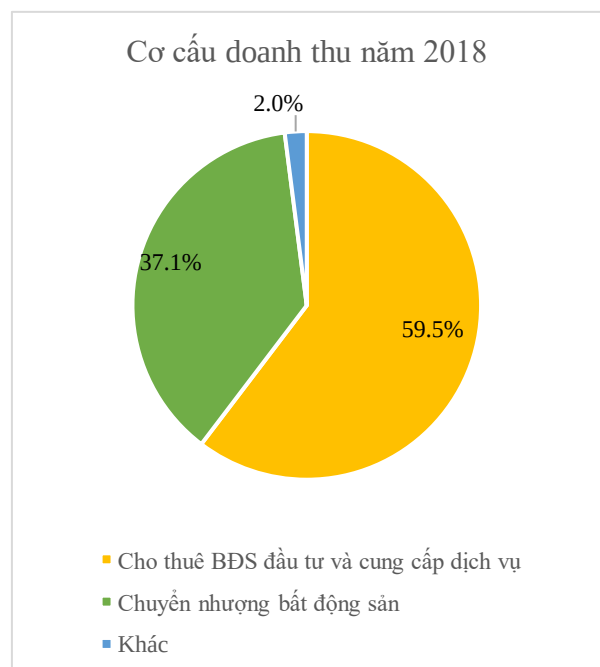
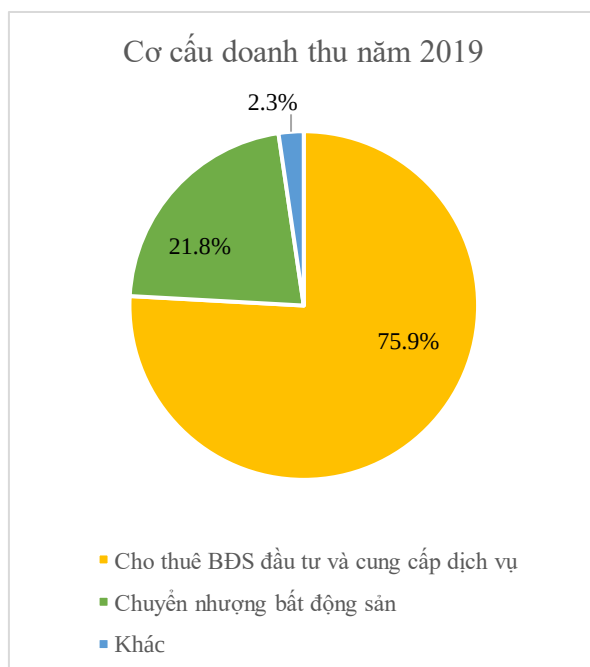
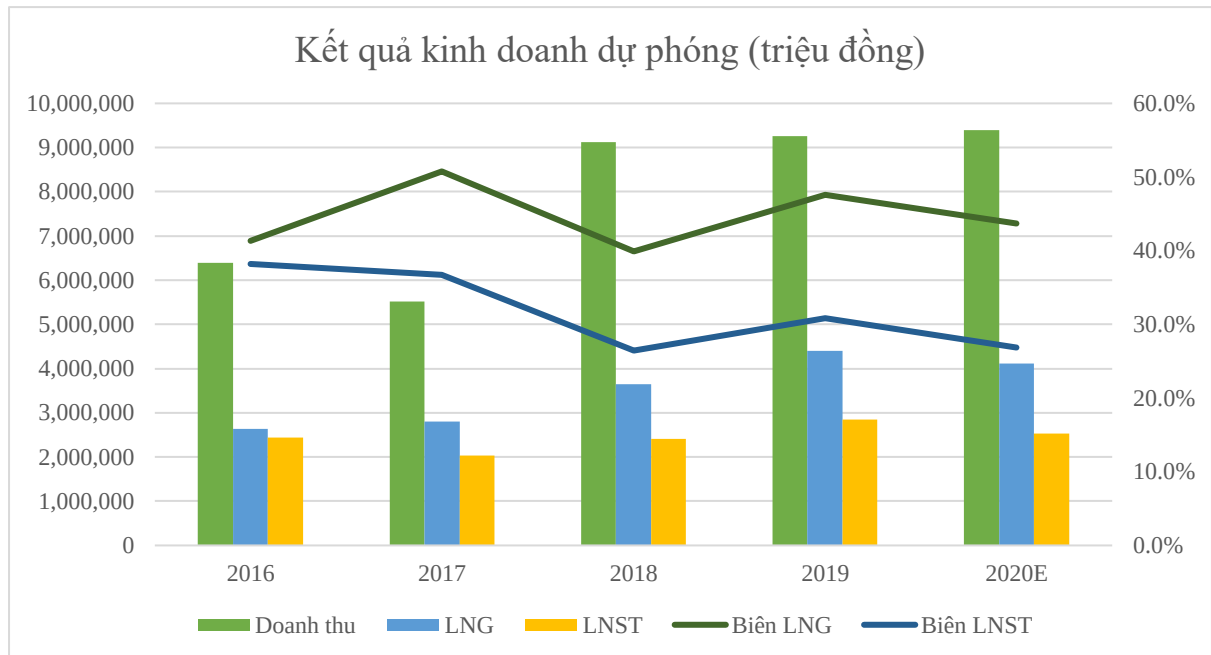
Định giá

Hiện nay dịch Covid-19 tái bùng phát tại Việt Nam nhưng các hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn tiếp tục hoạt động bình thường. Với kinh nghiệm chống dịch tốt của Chính phủ, dự báo dịch sẽ được kiểm soát trong tháng tới. Thêm nữa là VRE là một trong số ít doanh nghiệp làm ăn có lãi trong nửa đầu năm 2020. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VRE với giá mục tiêu 12 tháng là 32,510 đồng/cp, lợi nhuận kỳ vọng là 23,4% (so với mức giá 26,350 đồng/cp ngày 06/08/2020), dựa trên phương pháp EV/EBITDA và P/E.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động kinh doanh	2016	2017	2018	2019	2020E
Doanh thu thuần về bán 2ang và cung cấp dịch vụ	6,385,889	5,518,240	9,123,952	9,259,257	9,396,569
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	7.2%	-13.6%	65.3%	1.5%	1.5%
Giá vốn 2ang bán	3,743,480	2,717,091	5,482,655	4,855,637	5,287,058
Lợi nhuận gộp về bán 2ang và cung cấp dịch vụ	2,642,409	2,801,149	3,641,297	4,403,620	4,109,510
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	41.4%	50.8%	39.9%	47.6%	43.7%
Doanh thu hoạt động tài chính	1,244,118	586,895	519,224	265,083	269,014
Chi phí tài chính	1,261,481	1,165,558	417,400	302,500	368,429
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh	783,711	539,870	0	0	0
Chi phí bán hàng	349,177	256,177	408,675	371,960	411,528
Chi phí quản lý doanh nghiệp	327,315	313,539	342,115	448,658	447,183
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,732,264	2,192,640	2,992,331	3,545,586	3,151,384
Lợi nhuận khác	-144,307	-23,886	60,455	30,358	30,808
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	2,587,958	2,168,754	3,052,785	3,575,944	3,182,192
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	2,439,648	2,027,676	2,413,227	2,851,933	2,526,713
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	38.2%	36.7%	26.4%	30.8%	26.9%

Bản cân đối kế toán (triệu đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Tài sản ngắn hạn	7,386,781	13,356,536	7,122,641	5,070,410	5,790,270
Tiền và các khoản tương đương tiền	1,697,771	1,421,529	2,431,381	1,388,344	1,956,481
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0	60,182	701,417	788,537	761,303
Các khoản phải thu ngắn hạn	3,339,978	4,052,503	1,047,919	724,236	907,103
Hàng tồn kho	682,802	1,816,699	901,518	985,990	964,533
Tài sản ngắn hạn khác	1,666,230	6,005,623	2,040,406	1,183,302	1,200,850
Tài sản dài hạn	26,912,369	24,776,701	31,561,043	30,768,281	31,801,552
Các khoản phải thu dài hạn	2,621,206	7,595	10,107	8,659	972,281
Tài sản cố định	399,240	170,583	307,842	473,832	595,626
Bất động sản đầu tư	16,578,696	20,401,205	26,429,423	28,063,677	27,849,482
Tài sản dở dang dài hạn	1,469,550	1,080,111	1,343,478	654,380	845,691
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	4,029,022	1,830,000	1,832,000	0	0
Tài sản dài hạn khác	1,190,126	735,262	1,158,832	1,160,955	1,185,814
Lợi thế thương mại	624,529	551,945	479,362	406,778	352,657
Tổng cộng tài sản	34,299,150	38,133,237	38,683,683	35,838,691	37,591,822
Nợ phải trả	9,615,765	12,039,182	10,174,402	8,885,184	9,854,351
Nợ ngắn hạn	2,732,786	8,138,185	6,259,846	4,780,265	5,548,631
Nợ dài hạn	6,882,978	3,900,997	3,914,556	4,104,919	4,305,720
Vốn chủ sở hữu	24,683,385	26,094,055	28,509,281	26,953,507	27,737,470



Phương pháp định giá

Định giá theo P/E	2016	2017	2018	2019	2020F
P/E		44.21	27.02	27.09	27.06
EPS					1,112
Giá thị trường dự kiến					30,084
Định giá theo EV/EBITDA	2016	2017	2018	2019	2020F
EV/EBITDA (lần)	0.94	25.91	14.26	14.78	14.52
EBITDA (triệu)					5,334,903
EV (triệu)					77,462,793
Nợ vay (triệu)					22,536
Lợi ích cổ đông thiểu số (triệu)					0
Giá trị thị trường cổ phiếu ưu đãi (triệu)					0
Tiền và tương đương tiền (triệu)					1,956,481
Vốn hóa thị trường (triệu)					79,396,738
Cổ phiếu lưu hành (triệu)					2,272
Giá thị trường (đồng)					34,941
					2020F
P/E (50%)					15,042
EV/EBITDA (50%)					17,470
Giá trị hợp lý					32,512

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của ECC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital.

Công ty cổ phần chứng khoán Eurocapital

Tầng 5, Tòa nhà Mặt Trời Sông Hồng, Số 23 Phan Chu Trinh, Phường Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội.

Điện thoại: +84 2432181896

Website: www.ecsc.com.vn