



# CTCP VINCOM RETAIL (VRE: HSX)

Chiến lược phủ sóng diện rộng

BÁO CÁO LẦN ĐẦU  
19/06/2019

Đào Phúc Phương Dung – Chuyên viên phân tích  
dungdpp@kbsec.com.vn

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**VRE là công ty phát triển bất động sản bán lẻ với mô hình “điểm đến tất cả trong 1” hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới rộng khắp cả nước**

Vincom Retail là chủ đầu tư bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam. VRE đang tăng mạnh quy mô của mình để nắm bắt thị trường bán lẻ hiện đại đang bùng nổ. Đến hết năm 2018, VRE có 66 Trung tâm thương mại trên 38 tỉnh và thành phố, diện tích sàn bán lẻ gần 1.5 triệu m<sup>2</sup>, đón nhận gần 160 triệu lượt khách hàng tới mua sắm. VRE có kế hoạch mở 20-30 trung tâm mua sắm mỗi năm, dự kiến bổ sung 200,000 – 300,000 m<sup>2</sup> diện tích sàn bán lẻ (GFA) mỗi năm.

**Thị trường bất động sản bán lẻ nội địa còn nhiều tiềm năng**

Kinh tế vĩ mô ổn định, dân số trẻ, tầng lớp trung lưu gia tăng, tốc độ đô thị hóa cao và bùng nổ chi tiêu mua sắm là những yếu tố tích cực cho ngành bất động sản bán lẻ ở Việt Nam.

**VRE hưởng lợi từ hệ sinh thái của công ty mẹ Vingroup**

VRE hưởng lợi từ quỹ đất lớn từ tập đoàn mẹ Vingroup, với các TTTM tại Hà Nội và TP.HCM nằm trong các khu đô thị hoặc các tòa nhà phức hợp Vinhomes. Ngoài ra, Vincom Retail còn hưởng lợi từ nền tảng bán lẻ trực tuyến Adayroi và hệ thống khách hàng thân thiết VinID với hơn 6.5 triệu thành viên.

**Rủi ro vẫn tiềm tàng**

Cạnh tranh gia tăng từ đối thủ mới và việc mở rộng của các đối thủ hiện tại, đặc biệt là các tập đoàn bất động sản bán lẻ đa quốc gia.

Việc mở rộng của VRE ở các tỉnh/thành phố cấp 2, 3 có thể gặp khó khăn với rủi ro của chu kỳ kinh tế và thói quen tiêu dùng chưa kịp thay đổi. Tuy vậy, VRE luôn có đánh giá kỹ về thói quen tiêu dùng trước khi mở rộng và sử dụng linh hoạt các mô hình để phù hợp với thói quen tiêu dùng của các địa phương khác nhau.

## MUA

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>43,005 VND</b>
Tăng/giảm	+28.3%
Giá hiện tại (19/05/2019)	33,500 VND
Giá mục tiêu	43,005 VND
Vốn hóa thị trường	78,015 tỷ VND (3.35 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 19/06/2019: 1USD = 23,311 VND	

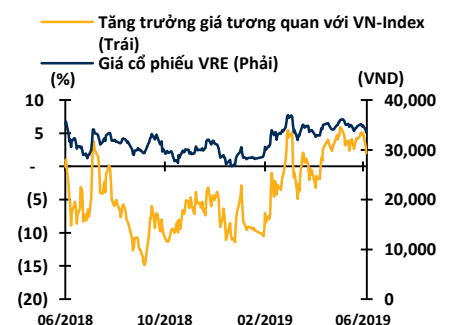
Dự phóng kết quả kinh doanh				
FY-End	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	6,386	5,518	9,124	9,580
Tốc độ tăng trưởng(%)	7.2%	-13.6%	65.3%	5.0%
Lợi nhuận gộp (Tỷ VNĐ)	2,642	2,801	3,641	4,752
Biên lợi nhuận gộp (%)	41.4%	50.8%	39.9%	50.0%
Lợi nhuận ròng (Tỷ VNĐ)	2,440	2,028	2,413	2,898
Tốc độ tăng trưởng(%)	123.8%	-16.9%	19.0%	20.0%
EPS (VNĐ)	1,700	920	1,228	1,244
Tăng trưởng EPS	159.5%	-45.9%	33.5%	15.1%
P/E (x)	30	32	33	25

### Thông tin giao dịch

Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,328,818,410
KLGD TB (3M)	1,280,852
% sở hữu nước ngoài	31%

### % thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
VRE	10.1%	17.6%	13.5%	5.3%
VNINDEX	10.3%	2.5%	8.8%	7.6%

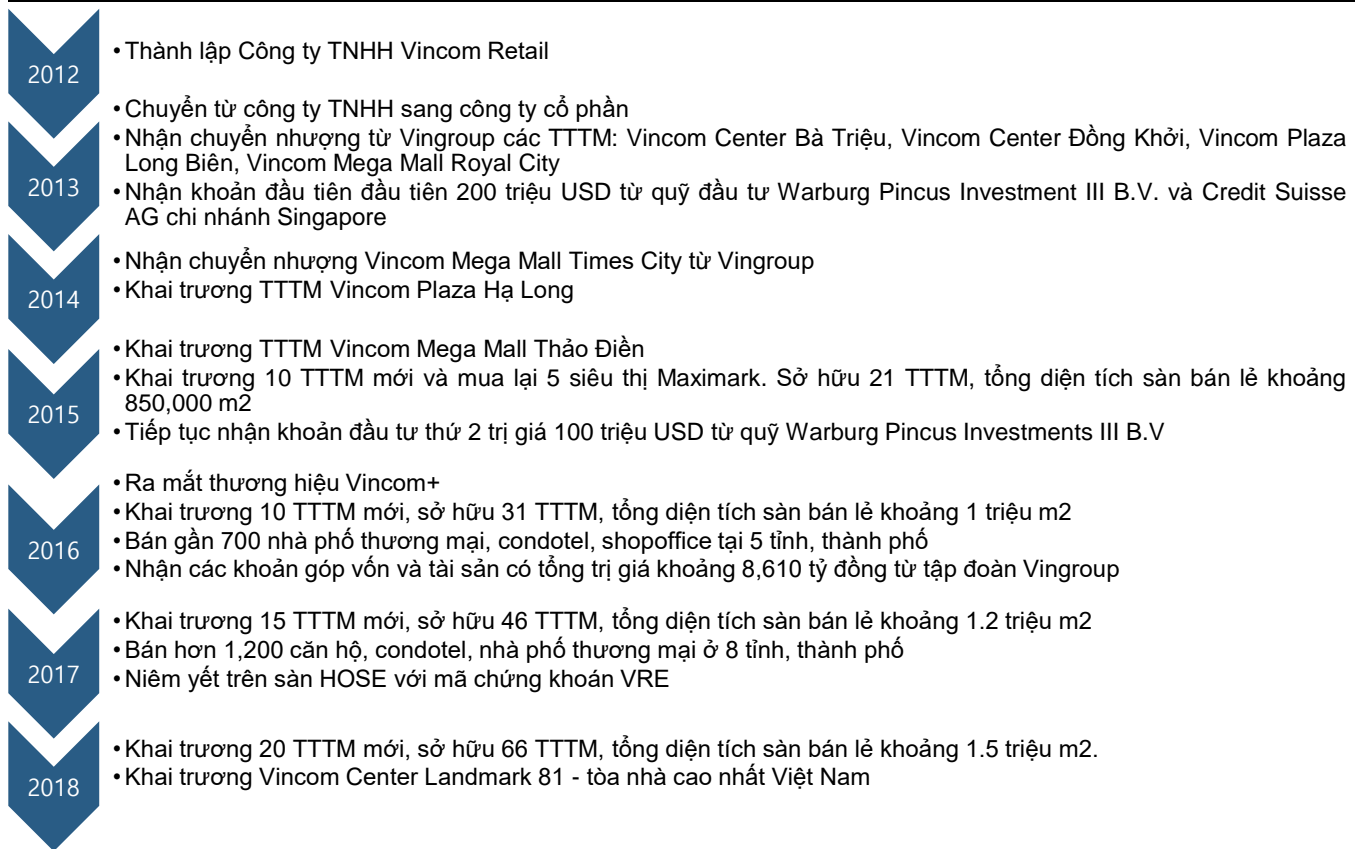


Nguồn: FiinPro

# I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

## LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của Vincom Retail



Nguồn: VRE

**Vincom Retail là chủ đầu tư cho thuê bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam**

**Cho thuê bất động sản đầu tư chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu**

### NGÀNH NGHỀ KINH DOANH VÀ VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

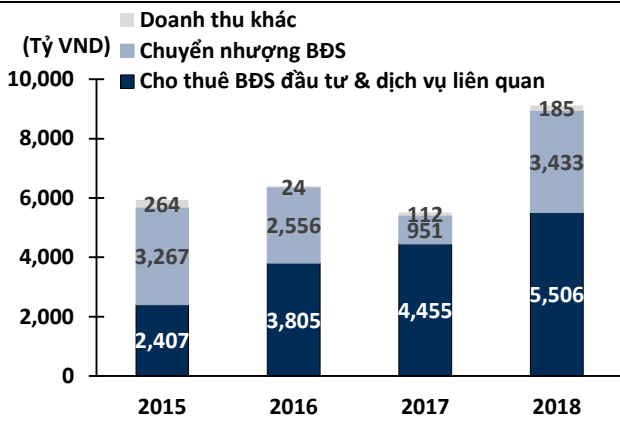
Công ty Cổ phần Vincom Retail (HSX: VRE) là thương hiệu kinh doanh mặt bằng bán lẻ thuộc Tập đoàn Vingroup (HSX: VIC). Công ty chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực cho thuê các trung tâm thương mại bán lẻ và các dịch vụ liên quan, cũng như đầu tư phát triển và kinh doanh các loại hình bất động sản.

Tính đến hết ngày 31/12/2018, VRE có 66 Trung tâm thương mại (TTTM) đang hoạt động tại 38 tỉnh và thành phố trên toàn quốc, với tổng diện tích sàn bán lẻ (Retail GFA) đạt gần 1.5 triệu m<sup>2</sup> và đã đón nhận gần 160 triệu lượt khách hàng tới mua sắm và trải nghiệm, tăng gần 45 triệu lượt khách so với năm 2017. Vincom Retail có 4 dòng sản phẩm chính là Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+.

### CƠ CẤU DOANH THU

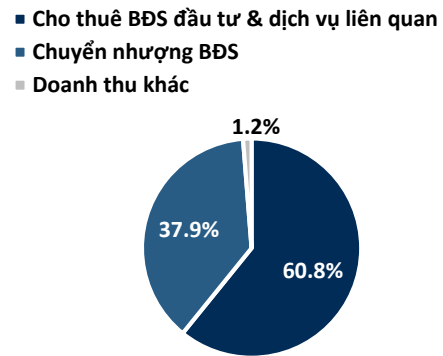
Nguồn đóng góp chính cho doanh thu của VRE là từ doanh thu cho thuê bất động sản (BDS) đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan, chiếm hơn 60% tổng doanh thu năm 2018. Doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản chiếm gần 38% tổng doanh thu năm 2018. Trong năm 2018, phần doanh thu bán BDS chiếm tỷ trọng cao do bàn giao 2 dự án cao tầng là condotel Đà Nẵng và căn hộ ở Bắc Ninh. Doanh thu từ hoạt động cho thuê khác (vận hành và quản lý một số khu văn phòng xung quanh các TTTM mang thương hiệu Vincom và một số BDS khác) chiếm tỷ trọng nhỏ, khoảng hơn 1% (Biểu đồ 3).

Biểu đồ 2: Doanh thu theo sản phẩm qua các năm



Nguồn: VRE

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu năm 2018



Nguồn: VRE

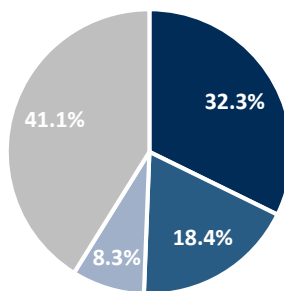
### CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU

Tính đến ngày 31/12/2018, Công ty cổ phần Vincom Retail có 3 công ty con (Bảng 5).

VRE có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 19,010 tỷ VND. VRE hiện có các cổ đông lớn là Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng, vốn thuộc sở hữu của Vingroup (32.3%); Tập đoàn Vingroup, trực tiếp sở hữu VRE (18.4%) và Công ty TNHH Phát triển Đô thị Nam Hà Nội (8.3%). VRE cũng được sự quan tâm của các quỹ nước ngoài như WP Investments III B.V (4.89%), Credit Suisse AG (1.63%) (Biểu đồ 4).

Biểu đồ 4: Cơ cấu sở hữu

- Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng
- Tập đoàn Vingroup - Công ty CP
- Công ty TNHH Phát triển Đô thị Nam Hà Nội
- Cổ đông khác



Nguồn: VRE

Bảng 5: Danh sách công ty con

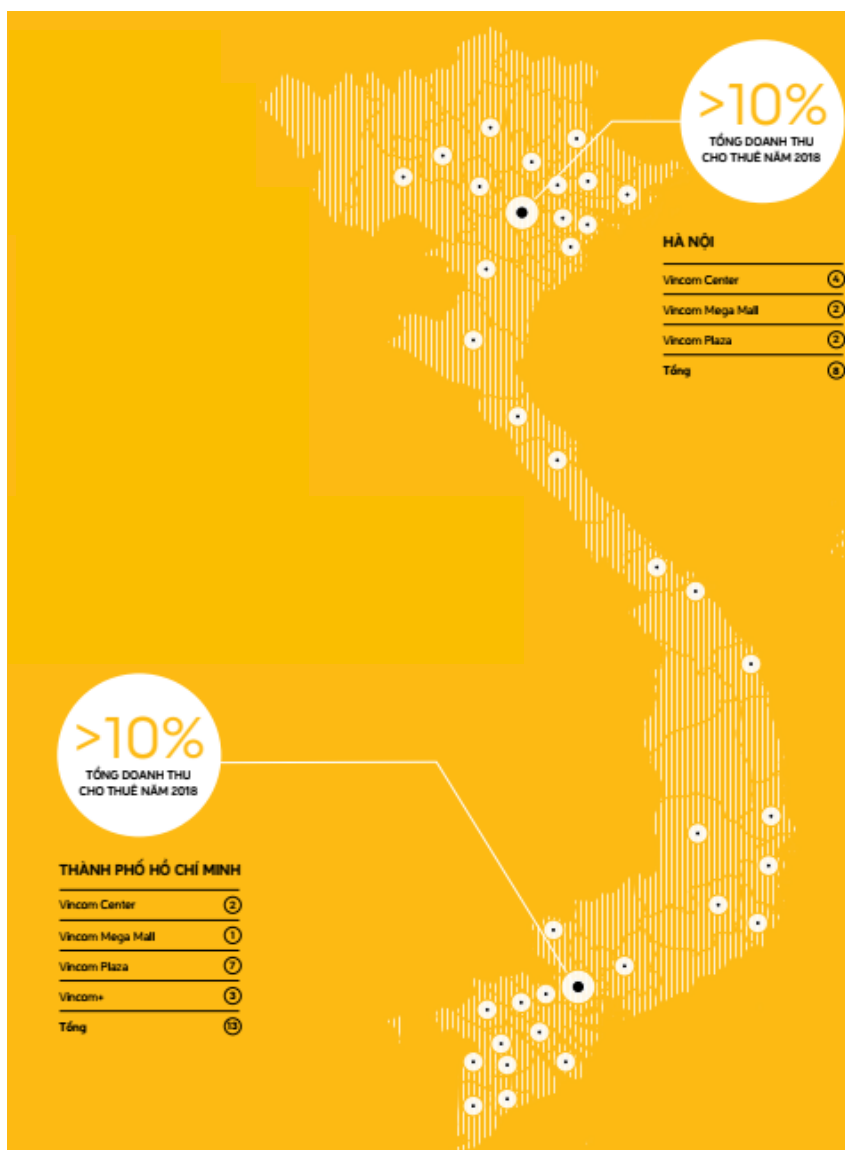
Công ty con	Tỷ lệ sở hữu (%)
Công ty TNHH Vincom Retail Miền Bắc	100
Công ty TNHH Vincom Retail Miền Nam	100
Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Suối Hoa	97.27

Nguồn: VRE

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Với chiến lược phủ sóng cả nước, năm 2018 VRE đã tăng cường hiện diện thêm tại 14 tỉnh thành so với năm 2017, có mặt tại tổng cộng 38 tỉnh thành phố. Trong đó, hoạt động kinh doanh của VRE chủ yếu tập trung ở Hà Nội và TPHCM (hơn 10% tổng doanh thu năm 2018 cho mỗi thành phố) với các mô hình tiêu biểu như Vincom Center, Vincom Megamall đều nằm tại 2 thành phố lớn này. Hai mô hình này chiếm khoảng 45% tổng GFA toàn hệ thống.

Hình 6: Mạng lưới kinh doanh của VRE năm 2018



Nguồn: VRE

## 1. Hoạt động cho thuê bất động sản

**VRE là công ty phát triển, sở hữu và vận hành hệ thống TTTM đứng đầu về quy mô và có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất ở Việt Nam**

Trong năm 2018, VRE mở mới 20 TTTM, trong đó có 2 Vincom Center, 15 Vincom Plaza và 3 Vincom+, đạt kỷ lục về số lượng TTTM được mở mới trong một năm. Đặc biệt, vào tháng 07 năm 2018, Vincom Center Landmark 81 chính thức ra mắt người tiêu dùng tại Landmark 81 – tòa nhà cao nhất Việt Nam với gần 100 thương hiệu hàng đầu trong nước và quốc tế (Hình 9). Ngoài ra có 15 TTTM đã được mở trong năm 2017 và hoạt động trọn năm 2018, đưa doanh thu cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp dịch vụ liên quan đạt 1,462 tỷ đồng trong Q4.2018 (+19% QoQ) và 5,506 tỷ đồng cho cả năm 2018 (+24% YoY).

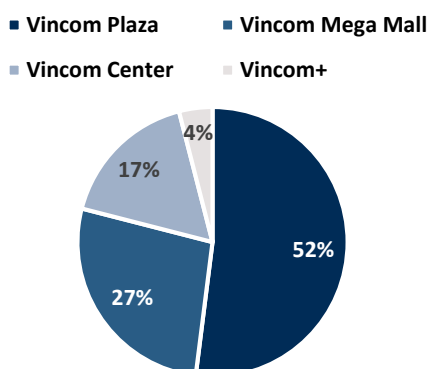
Trong tổng số 66 TTTM, có 13 TTTM ở TPHCM và 8 TTTM ở Hà Nội. Tỷ lệ lấp đầy chung của năm 2018 tăng lên thành 89.9% so với 87.6% của năm 2017 nhờ việc tái cấu trúc khách thuê và nhiều TTTM bước vào giai đoạn hoạt động ổn định. Chi tiết mô hình kinh doanh cho thuê TTTM của VRE tại 31/12/2018 như sau:

Bảng 7: Mô hình kinh doanh cho thuê TTTM tại 31/12/2018

	Vincom Center	Vincom Mega Mall	Vincom Plaza	Vincom+
<b>Số lượng</b>	6	3	45	12
<b>Retail GFA, m<sup>2</sup>/TTTM</b>	40,000-60,000	60,000-150,000+	10,000-40,000	5,000+
<b>Tổng GFA, m<sup>2</sup></b>	246,003	395,148	744,593	62,553
<b>Tỷ lệ lấp đầy</b>	94.5%	88.6%	91.5%	75.9%
<b>Vị trí</b>	Trung tâm thành phố, khu vực CBD	Thuộc quy hoạch khu phức hợp nhà ở tại TPHCM và HN	Ngoài khu vực CBD nhưng có tập trung mật độ dân số cao tại Hà Nội, TPHCM và một số tỉnh	Ngoài khu vực CBD nhưng có tập trung mật độ dân số trung bình tại Hà Nội, TPHCM và một số tỉnh
<b>Đối tượng khách hàng</b>	Trên trung bình và cao cấp	Tất cả	Trung bình	Thấp và trung bình
<b>Đối thủ cạnh tranh</b>	Lotte Department, Takashimaya, Parkson	Aeon, SC Vivo, Crescent	Sense City, Lotte mart	BigC, Co-opmart

Nguồn: VRE, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8: Tỷ trọng các sản phẩm cho thuê theo tổng diện tích sàn (GFA) năm 2018



Nguồn: VRE

Hình 9: Vincom Center tại Landmark 81 – tòa nhà cao nhất Việt Nam



Nguồn: Internet

### Khách thuê lớn giúp cải thiện giá thuê trung bình

Doanh thu cho thuê của VRE ghi nhận theo từng hợp đồng thuê. Giá thuê mặt bằng bán lẻ trong các TTTM của VRE theo 2 hình thức: (1) Giá thuê cố định và (2) Chia sẻ doanh thu bán hàng của khách thuê. Đối với khách hàng nhỏ (non-anchor tenants), hợp đồng tiền thuê thường là 3 năm, mức giá thuê có thể được điều chỉnh hằng năm và được thay đổi sau 3 năm. Đối với khách hàng lớn (anchor tenants), hợp đồng thường được kí dưới dạng chia sẻ doanh thu với thời hạn 5-10 năm, tùy theo quy mô. Loại hợp đồng này đã cải thiện giá cho thuê trung bình của các TTTM. Điển hình là Vincom Đồng Khởi và Vincom Bà Triệu. Kể từ khi xuất hiện các khách thuê lớn (anchor tenants), mức giá thuê trung bình đã tăng 10-15%.

### Các TTTM lớn thuộc khu vực trung tâm có giá thuê rất cao và tỷ lệ lấp đầy gần mức tối đa

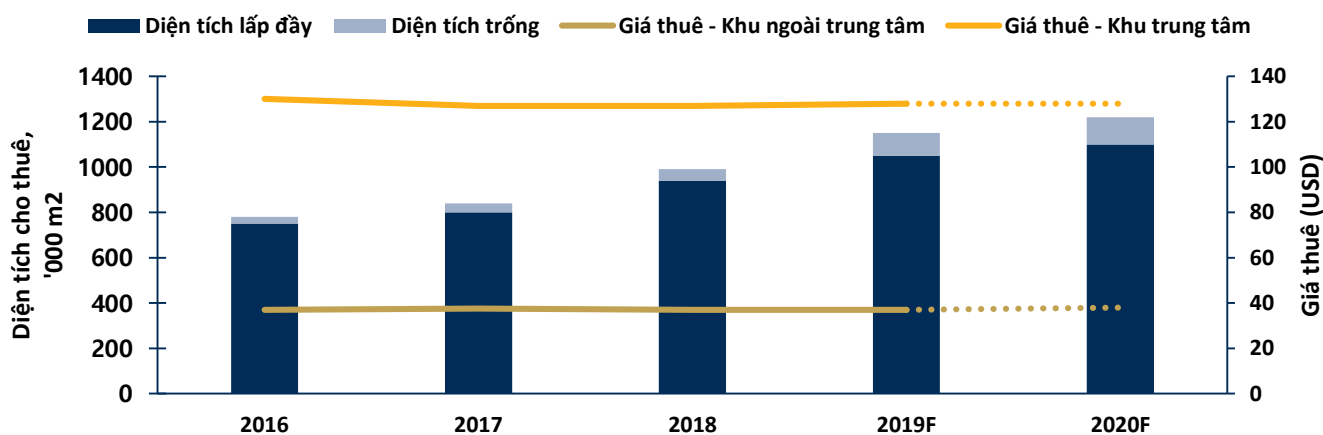
Theo nghiên cứu của Jones Lang LaSalle (JLL), vào thời điểm quý 1/2018, giá thuê mặt bằng tầng trệt tại TTTM Saigon Center, thuộc khu Takashimaya ghi nhận mức giá 147 USD/m<sup>2</sup>/tháng, bao gồm phí dịch vụ, chưa bao gồm VAT. Diamond Plaza tọa lạc tại khu đất vàng ở TPHCM có mức thuê cao nhất 125 USD/m<sup>2</sup>/tháng, đã cộng các phí, chưa bao gồm VAT. Theo thống kê của JLL, đến hết tháng 3/2018, tổng nguồn cung toàn thị trường bán lẻ ghi nhận 960,000 m<sup>2</sup> sàn TTTM, gần 40,000 m<sup>2</sup> sàn khu mua sắm (Bazaar). Các khu TTTM tọa lạc trên đất vàng TPHCM đều đang có tỷ lệ lấp đầy trên 90%.

### Trong các TTTM ở rìa trung tâm, Vincom Center Landmark 81 có vị thế về quy mô và lợi thế hình ảnh nên có giá thuê cao

Theo báo cáo từ công ty nghiên cứu thị trường CBRE Việt Nam, năm 2019 giá thuê trung bình cho tầng trệt và tầng một của các cửa hàng có diện tích từ 80 – 250 m<sup>2</sup> ở khu vực trung tâm giữ ở mức 128.6 USD/m<sup>2</sup>/tháng, tỷ lệ trống khoảng 3%. Giá thuê ngoài trung tâm giảm 3% so với năm trước, còn 36 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Như vậy, giá thuê khu trung tâm gấp 3.6 lần vùng rìa trung tâm.

Nhờ lợi thế về quy mô và thương hiệu, giá chào thuê trung bình cho các gian tại tầng 1 và tầng 2 của Vincom Center Landmark 81 (diện tích cho thuê 34,688 m<sup>2</sup>) là 60 USD/m<sup>2</sup>/tháng, thuộc hàng cao nhất so với các TTTM ở khu rìa trung tâm. Các gian hàng tại TTTM này vẫn đang ngày một sôi động khi tỷ lệ trống ngày càng giảm. Tỷ lệ lấp đầy đến hết Q1/2019 được ghi nhận khoảng 90%, một phần lớn diện tích còn lại được giữ lại để phục vụ khách thuê lớn.

Biểu đồ 10: Dự báo giá thuê bán lẻ ở khu vực TP.HCM

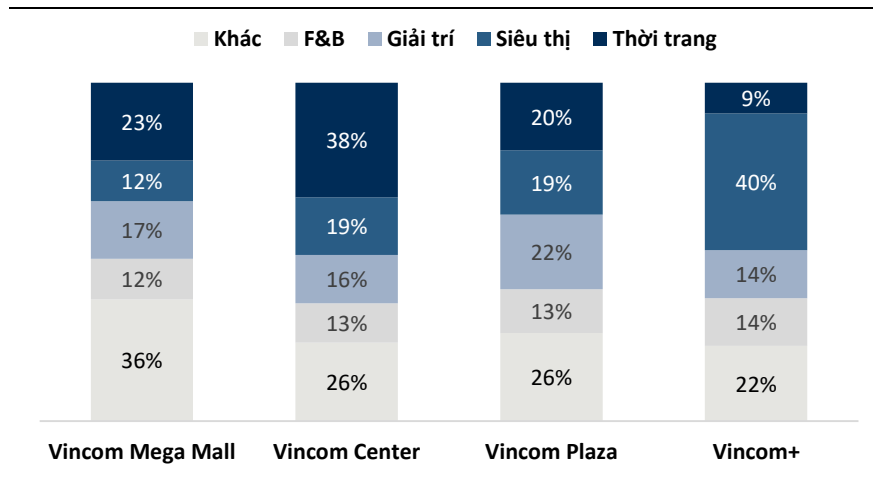


Nguồn: CBRE, Q4.2018

### Thời trang chiếm tỷ trọng cao nhất trong các loại hình kinh doanh ở TTTM

Loại hình kinh doanh chủ yếu của các khách thuê trong các TTTM của VRE bao gồm thời trang, siêu thị, F&B và giải trí. Trong đó, thời trang chiếm tỷ trọng cao nhất 22.5% với sự có mặt của các thương hiệu thời trang nổi tiếng như Zara, H&M, Mango. Tiếp đó là siêu thị với 20.5% chủ yếu là hệ thống siêu thị VinMart và VinPro. Thông thường, các công ty trong cùng tập đoàn Vingroup chiếm khoảng 30% diện tích cho thuê trong các TTTM mới.

Biểu đồ 11: Cơ cấu loại hình thuê năm 2018



Nguồn: VRE

### Doanh thu chuyển nhượng BĐS bổ trợ chi phí đầu tư cho các TTTM

#### 2. Bất động sản chuyển nhượng

Từ năm 2015, ngoài hoạt động cho thuê mặt bằng tại các TTTM thì VRE còn phát triển shophouse, tháp văn phòng, căn hộ và condotel, mang lại dòng tiền trong ngắn hạn. Trong năm 2018, VRE đã tiến hành bàn giao 2 dự án lớn là Vinpearl Condotel Riverfront Đà Nẵng và Suối Hoa (Bắc Ninh). Nguồn doanh thu trong năm 2019 đến chủ yếu từ các shophouse tại Đồng Tháp, Vĩnh Long, Hòa Bình, Cà Mau và Móng Cái. Giá trị chuyển nhượng các bất động sản này sẽ được ghi nhận doanh thu khi hoàn thành và được bàn giao cho người mua. Theo chia sẻ từ VRE, từ năm 2019 trở đi, doanh thu chủ yếu sẽ đến từ shophouses, các dự án này có khả năng thu hồi vốn nhanh, rút ngắn vòng quay tiền dự án và tăng nguồn tiền cho VRE. Công ty cũng đặt mục tiêu mỗi năm 20-25% doanh thu sẽ đến từ các dự án shophouse.

### III. KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

#### Tăng trưởng doanh thu ấn tượng qua các năm

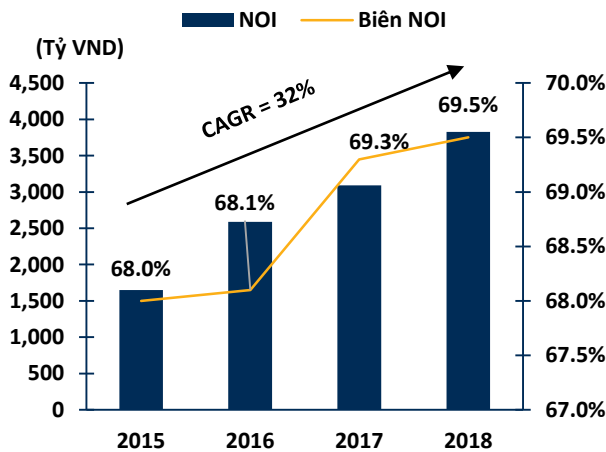
Trong bối cảnh thị trường bán lẻ Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ và nhu cầu gia tăng về mua sắm hiện đại, Vincom Retail đã thu được kết quả kinh doanh ấn tượng trong những năm gần đây nhờ sự mở rộng của chuỗi TTTM Vincom. Tăng trưởng doanh thu bình quân của VRE trong giai đoạn 2016 – 2018 đạt khoảng 20%, đặc biệt là mức 64% của năm 2018.

VRE bắt đầu đẩy mạnh mở mới TTTM từ năm 2015, từ 6 TTTM năm 2014 lên 21 TTTM. Trong năm 2016, VRE mở mới 10 TTTM, nâng tổng số TTTM lên 31 TTTM, và diện tích sàn bán lẻ tăng 10.2% đạt hơn 1 triệu m<sup>2</sup>. Đến năm 2017, VRE mở mới 15 TTTM. Năm 2017 doanh thu cho thuê tăng 17% YoY nhưng tổng doanh thu giảm do doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm. Năm 2017 doanh thu đến từ bàn giao shophouse trong khi năm 2016 doanh thu chủ yếu từ bàn giao căn hộ tại Vinhomes Nguyễn Chí Thanh.

#### Doanh thu năm 2018 tăng trưởng mạnh mẽ, đặc biệt là mảng cho thuê BĐS với số lượng mở mới TTTM kỷ lục

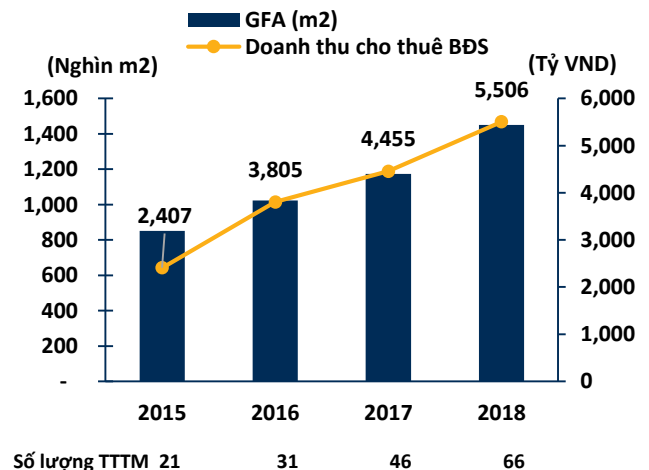
Trong năm 2018, kết quả kinh doanh của VRE tăng mạnh đạt 9,124 tỷ đồng tổng doanh thu thuần, tăng 64% so với năm 2017 và vượt kế hoạch năm với 113%. Trong đó, doanh thu từ mảng cho thuê BĐS chiếm 60.8% tổng doanh thu, đạt 5,506 tỷ đồng, tăng 24% so với năm 2017. Chỉ riêng trong năm 2018, VRE đã khai trương thêm 20 TTTM, đạt kỷ lục số lượng mở mới TTTM trong một năm, hiện diện tại 38 tỉnh và thành phố khắp cả nước với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt gần 1.5 triệu m<sup>2</sup>, giữ vững vị trí chủ đầu tư bất động sản bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam.

Biểu đồ 12: Thu nhập ròng từ hoạt động kinh doanh (NOI) của BĐS cho thuê



Nguồn: VRE

Biểu đồ 13: Doanh thu cho thuê BĐS và diện tích sàn bán lẻ GFA tương ứng qua các năm



Nguồn: VRE

#### Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS biến động qua các năm

Doanh thu và biên LN gộp của BĐS chuyển nhượng biến động qua các năm. Năm 2015, doanh thu chuyển nhượng BĐS chiếm 55% tổng doanh thu, tương ứng với 3,267 tỷ đồng, chủ yếu đến từ việc cho thuê văn phòng tại Vincom Center Nguyễn Chí Thanh và shophouses tại Vincom Hải Phòng. Năm 2016, chuyển nhượng BĐS đóng góp 40% doanh thu (-22% YoY). Đến năm 2017, doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm đáng kể chỉ còn 951 tỷ đồng doanh thu (-63% YoY) do không có dự án lớn ghi nhận.

#### Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS năm 2018 gấp 3.6 lần năm 2017

Doanh thu chuyển nhượng BĐS trong quý 4.2018 đạt 1,400 tỷ đồng, gấp 5.5 lần so với cùng kỳ năm 2017 và đạt 3,433 tỷ đồng trong cả năm 2018, gấp 3.6 lần so với năm 2017 và chiếm 38% tổng doanh thu năm 2018. Doanh thu chủ

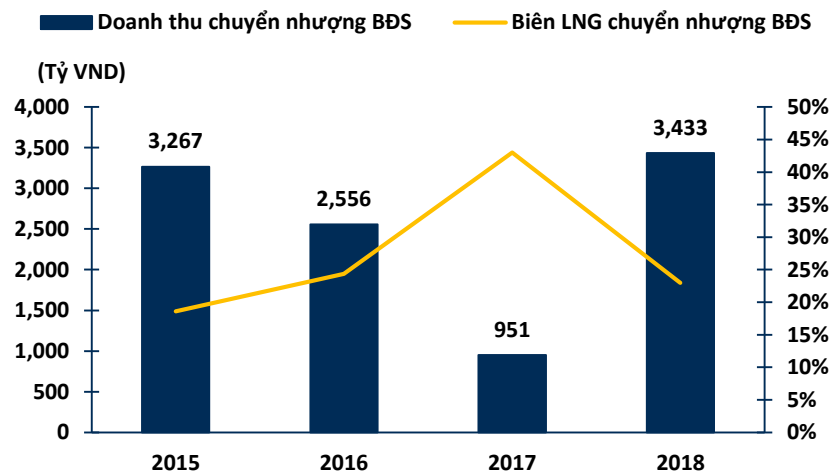


yếu đến từ việc bàn giao căn hộ condotel tại dự án Vinpearl Condotel Riverfront Đà Nẵng, căn hộ tại dự án Suối Hoa, Bắc Ninh và một số dự án shophouses như ở Vĩnh Long, Long An.

### Biên lợi nhuận gộp đạt mức trên 30% qua các năm.

Biên lợi nhuận gộp của VRE đạt mức trên 30% qua các năm. VRE đã đạt biên lợi nhuận gộp 40.23% cho năm 2018. Trong đó, biên lợi nhuận của các mảng cho thuê BĐS và chuyển nhượng BĐS lần lượt đạt 52.3% và 23.5%. Năm 2017, doanh thu của chuyển nhượng BĐS có một phần lớn đến từ các căn shophouses ở Royal City, Times City là các căn có biên lợi nhuận gộp cao, dẫn tới tỷ lệ lãi gộp năm 2017 cao hơn so với các năm trước. Năm 2018, biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS đạt mức ổn định ở 23%.

Biểu đồ 14: Doanh thu chuyển nhượng BĐS và biên LN gộp qua các năm



Nguồn: VRE

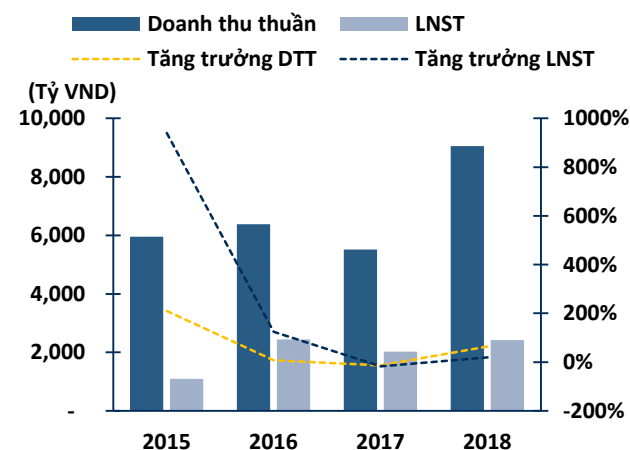
### SG&A/doanh thu giữ ổn định ở mức trên dưới 10%

Tỷ lệ SG&A/doanh thu bình quân 9% qua các năm. Năm 2018, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ lệ 8.3% doanh thu, thấp hơn mức 10.3% trong năm 2017.

### Lợi nhuận sau thuế của VRE tăng trưởng gần 20% trong năm 2018

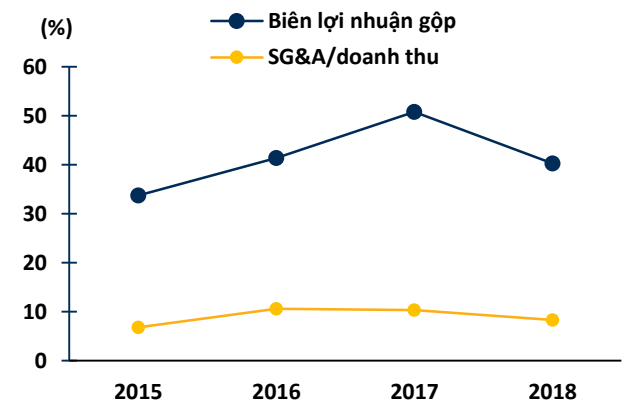
Tương tự như doanh thu, lợi nhuận sau thuế của VRE biến thiên qua các năm, cao nhất là mức tăng trưởng 209% năm 2015. Lợi nhuận sau thuế của năm 2018 đạt 2,414.8 tỷ đồng, tăng 19% so với năm 2017 tương ứng với 97% kế hoạch năm.

Biểu đồ 15: Doanh thu và LNST giai đoạn 2015 - 2018



Nguồn: VRE

Biểu đồ 16: Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ SG&A/doanh thu giai đoạn 2015 - 2018



Nguồn: VRE

Bảng 17: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018

	Doanh thu 2018 (Tỷ VND)	Tăng trưởng YoY	Tỷ trọng doanh thu	Biên lợi nhuận gộp 2018	Biên lợi nhuận gộp 2017
Cho thuê BĐS đầu tư	5,506	24%	61%	52%	53%
Chuyển nhượng BĐS	3,433	261%	38%	23%	43%
Dịch vụ khác	185	1%	1%	-40%	43%
Doanh thu thuần	9,124	64%	100%	40%	51%

Nguồn: VRE

### Khả năng sinh lợi ROA và ROE được cải thiện qua các năm.

Khả năng sinh lợi ROA và ROE cải thiện qua các năm. Đặc biệt là năm 2016, khi biên lãi ròng đạt mức cao nhất từ trước tới nay nhờ việc chuyển nhượng dự án bất động sản mang lại nguồn lợi nhuận tốt (Biểu đồ 19).

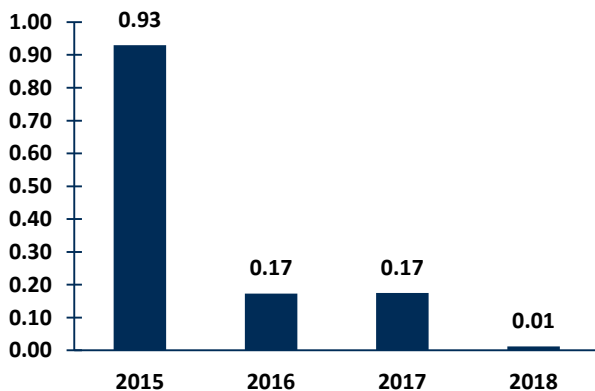
### Cơ cấu tài sản

Thông thường một doanh nghiệp BĐS bán lẻ như VRE sẽ có khoản mục BĐS đầu tư chiếm tỷ trọng lớn. Cụ thể, trong năm 2018, giá trị ròng BĐS đầu tư chiếm tỷ trọng 68% trên tổng tài sản của VRE, gồm tài sản của các TTTM sở hữu và vận hành hoạt động cho thuê mặt bằng. Tiền và tương đương tiền có tỷ trọng tăng dần và đạt 6% trong năm 2018 từ 1% năm 2015 (Biểu đồ 20).

### Cơ cấu nguồn vốn

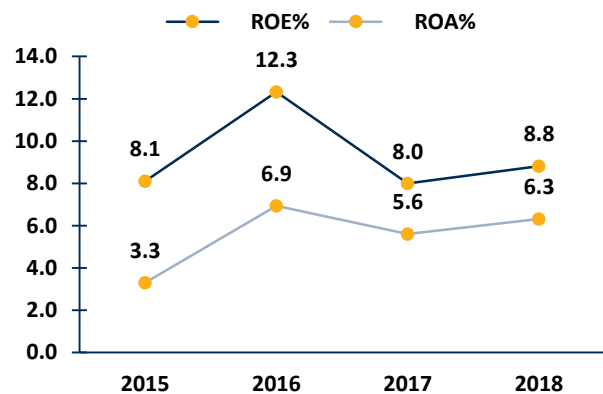
Trong cơ cấu nguồn vốn năm 2018, VRE có 61% là vốn cổ phần, so với 39% của năm 2015; nợ vay chiếm 7%, và người mua trả tiền trước chiếm 2% trên tổng nguồn vốn. Nợ ròng của doanh nghiệp ít cho thấy doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng trả nợ trong tương lai. Tỷ lệ đòn bẩy giảm đáng kể từ 0.93 năm 2015 xuống còn 0.01 năm 2018 (Biểu đồ 18).

Biểu đồ 18: Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu



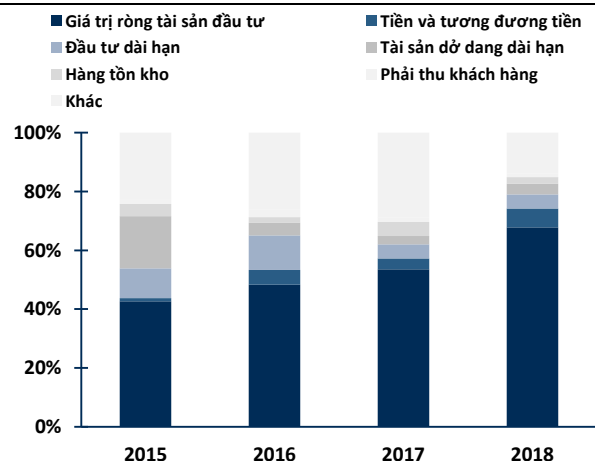
Nguồn: VRE

Biểu đồ 19: Khả năng sinh lợi



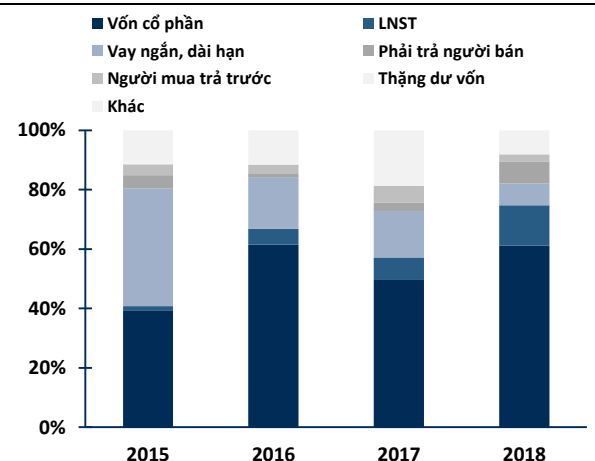
Nguồn: VRE

Biểu đồ 20: Cơ cấu tài sản của VRE qua các năm



Nguồn: VRE

Biểu đồ 21: Cơ cấu nguồn vốn của VRE qua các năm



Nguồn: VRE

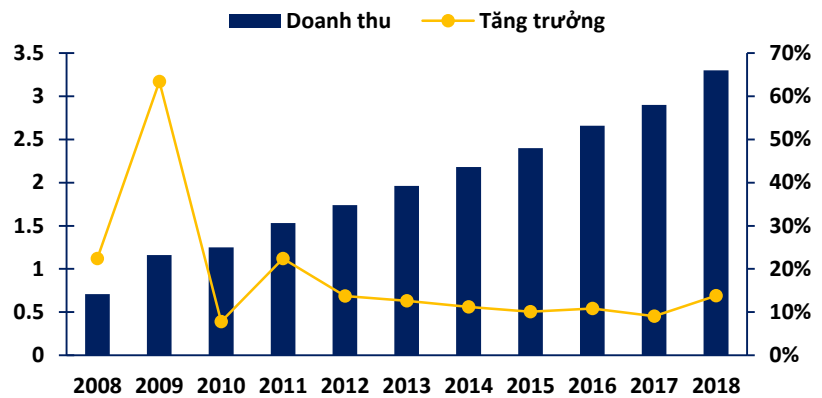
### III. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Các yếu tố về kinh tế vĩ mô, cơ cấu dân số, thu nhập người dân tạo tiền đề cho hoạt động bán lẻ tiếp tục bùng nổ tại Việt Nam**

Theo chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu từ công ty tư vấn AT Kearney của Mỹ, Việt Nam đứng thứ 14 trong số 30 nước có triển vọng tăng trưởng của ngành bán lẻ hấp dẫn nhất thế giới. Với các yếu tố tích cực như dân số trẻ, sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và bùng nổ chi tiêu dành cho bán lẻ, còn nhiều tiềm năng tăng trưởng ngành bất động sản bán lẻ nội địa. Theo số liệu từ GSO, doanh thu bán lẻ năm 2018 đạt khoảng 3.3 triệu tỷ đồng (tương đương 142 tỷ USD), tăng 12.4% so với năm 2017 (Biểu đồ 22).

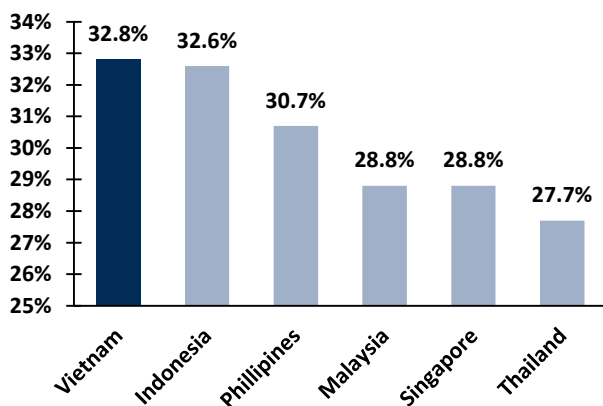
Theo một nghiên cứu của Euromonitor, Việt Nam đang trong thời kỳ cơ cấu dân số vàng, với cơ cấu dân số trong độ tuổi 25-44 là 32.8%, cao hơn các quốc gia trong khu vực như Malaysia, Indonesia, Thailand, Singapore, Philippines (Biểu đồ 23). Ngoài ra, CAGR doanh thu bán lẻ trong giai đoạn 2017-2021E của Việt Nam cũng được ước tính vào khoảng 10.9%, cao hơn 5 quốc gia trên (Biểu đồ 24). Các yếu tố vĩ mô như trên là động lực hỗ trợ tốt cho ngành bán lẻ duy trì tăng trưởng.

Biểu đồ 22: Doanh thu và tăng trưởng bán lẻ Việt Nam



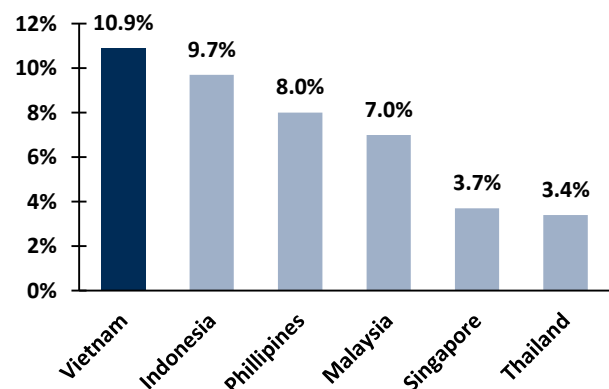
Nguồn: GSO

Biểu đồ 23: Dân số trong nhóm tuổi 25-44 theo % Tổng dân số (2017)



Nguồn: JLL Research, EIU, Euromonitor

Biểu đồ 24: CAGR doanh thu bán lẻ 2017 - 2021E



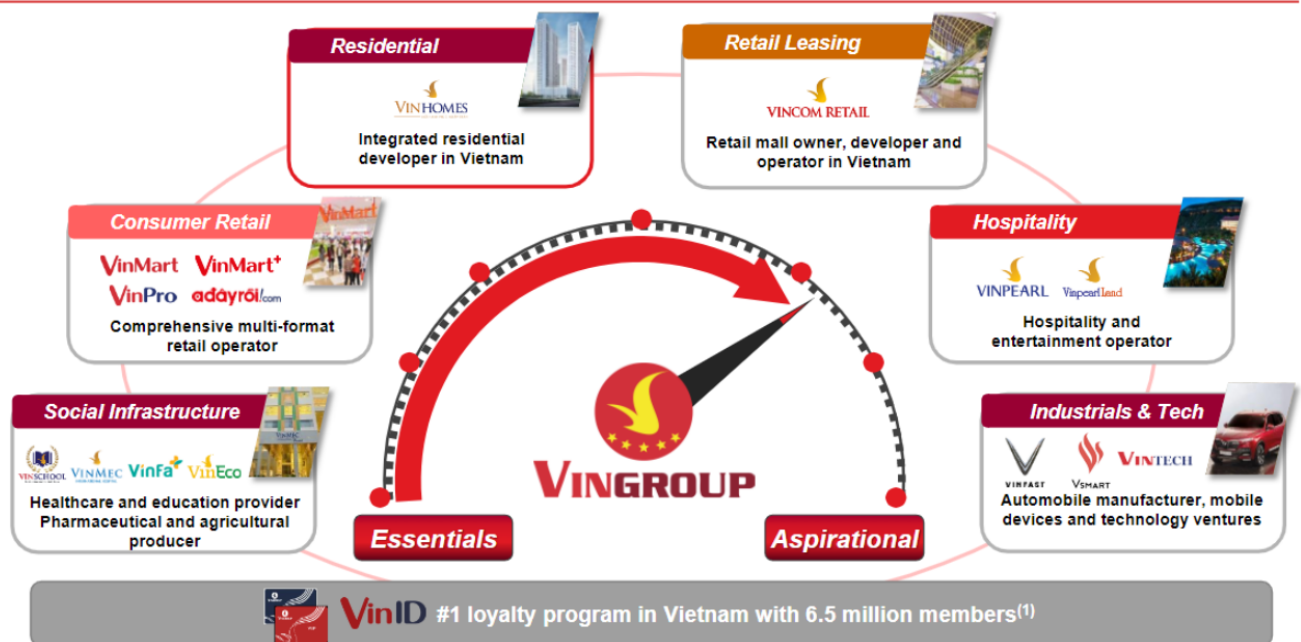
Nguồn: JLL Research, EIU, Euromonitor

## VRE hưởng lợi từ hệ sinh thái công ty mẹ Vingroup

So với các đối thủ khác, VRE được hưởng lợi từ hệ sinh thái toàn diện của công ty mẹ Vingroup. Đầu tiên là sự hỗ trợ từ Vingroup về quyền tiếp cận với 176 triệu m<sup>2</sup> đất hiện là các dự án lớn, và hiện hữu ngay ở trung tâm Hà Nội và TP.HCM. Ngoài ra, với tiềm lực tài chính mạnh, Vingroup có cơ sở để tiếp tục gia tăng quỹ đất ở các khu vực trung tâm.

Ngoài ra, Vingroup có lợi thế khổng lồ về mặt bằng cũng như kinh nghiệm vận hành không chỉ TTTM Vincom, mà còn là chuỗi siêu thị Vinmart, VinPro, chuỗi cửa hàng tiện lợi Vinmart+. Hệ sinh thái của Vingroup trải dài trên mọi lĩnh vực như bất động sản nghỉ dưỡng, bán lẻ, giáo dục, y tế, ẩm thực, xe, điện thoại thông minh, giúp Vingroup sở hữu một tập khách hàng khổng lồ và cực kỳ tiềm năng. Phần lớn các TTTM của VRE đều tọa lạc tại các vị trí đắc địa gắn với quần thể đô thị Vinhomes với dân cư đông đúc và thu nhập cao. Ở đó, khách hàng có thể trải nghiệm gần như đầy đủ các tiện ích bên cạnh việc mua sắm như vui chơi, y tế, làm đẹp... theo định hướng “một điểm đến, mọi nhu cầu”. Ngoài ra, với sự kết hợp giữa nền tảng trực tuyến, cụ thể là Adayroi và hệ thống khách hàng thân thiết VinID, VRE đạt được nhiều lợi thế. Adayroi tạo cơ hội cho các nhà kinh doanh bán lẻ và các nhà sản xuất nội địa mở rộng thị trường, có được một môi trường phát triển lành mạnh, hiệu quả, thúc đẩy sự phát triển của lĩnh vực thương mại điện tử và ngành bán lẻ tại Việt Nam. Trong khi đó, hệ thống quản lý khách hàng thân thiết VinID tích lũy điểm cho các khách hàng mua sắm và sử dụng dịch vụ tại các công ty thành viên của Vingroup. Tính đến hết quý 1/2019, hệ thống VinID đã có khoảng 6.5 triệu thành viên.

Bảng 25: Hệ sinh thái của Vingroup

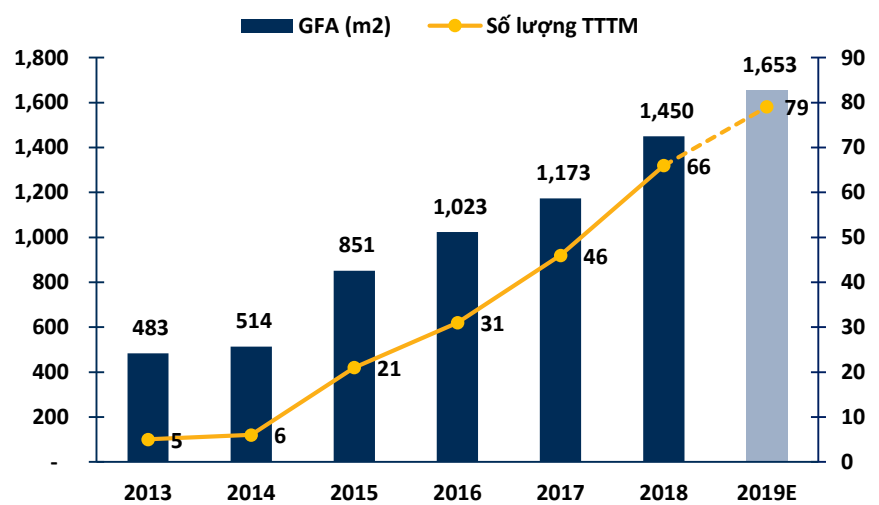


Nguồn: Vingroup, 31/03/2019

## VRE tích cực mở rộng diện tích cho thuê

Với chiến lược phát triển tại các vị trí đắc địa hàng đầu và là trung tâm các địa điểm tập trung dân cư, các dự án TTTM Vincom luôn đảm bảo lượng khách hàng đông đúc với nhu cầu mua sắm, giải trí tới sử dụng dịch vụ mỗi ngày, mở ra cơ hội đầu tư vô cùng hấp dẫn cho khách thuê và các đối tác đồng hành. VRE có kế hoạch mở 20-30 trung tâm mua sắm mỗi năm, dự kiến phủ khắp hơn 50 tỉnh, tăng diện tích sàn bán lẻ lên 250,000-300,000 m<sup>2</sup> mỗi năm. Trong giai đoạn 2019-2020, VRE dự kiến ra mắt 40 TTTM, nâng tổng số diện tích sàn bán lẻ lên 2.1 triệu m<sup>2</sup> (+59% so với năm 2018). Năm 2020-2021, VRE tập trung đưa các TTTM Vincom Megamall ở các đại dự án Vinhomes đi vào vận hành, tạo thành các điểm nhấn mới cho Hà Nội và TP.HCM. VRE 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% khi vào giai đoạn hoạt động ổn định.

Biểu đồ 26: Hệ thống TTTM của Vincom Retail



Nguồn: VRE, KBSV dự phỏng

## Tận dụng ưu thế của thương mại điện tử

Theo ông Chris Dobson, Phó Chủ tịch Viện thiết kế Bán lẻ, việc trải nghiệm của khách hàng cực kỳ quan trọng với ngành bán lẻ trong tương lai. Trên thế giới, các nhà bán lẻ online/ thương mại điện tử cũng đang có xu hướng mở thêm các cửa hàng thực thể như EverLane, KeepLand, Habitat, hay ngay cả Amazon cũng đang triển khai mô hình cửa hàng Amazon 4-Star Store. Điều này giúp khách hàng không chỉ chọn mua sản phẩm trực tuyến thông qua các ứng dụng (App) trên thiết bị di động mà còn có thể cảm nhận trực tiếp sản phẩm.

Tại các TTTM Vincom Center và Megamall, VRE đã thu hút các thương hiệu hàng đầu quốc tế như H&M, Zara, Old Navy, Massimo Dutti, Pull&Bear, Stradivarius, v.v. Ngoài ra, Forever21, Uniqlo cũng đang trong quá trình đàm phán với VRE về hợp đồng cho thuê. VRE chứng kiến hiệu quả đột biến về lưu lượng khách hàng khi khai trương Zara và H&M tại Vincom Đồng Khởi. Ngoài ra, nhiều thương hiệu nước ngoài trở thành “cửa hàng chính” (flagship store), chẳng hạn như Armani Exchange hay Adidas, mang lại sự trải nghiệm đa dạng cho khách hàng.

## IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

### Ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế

Tổ chức đánh giá tín nhiệm quốc tế S&P dự báo đà tăng trưởng tại các nền kinh tế lớn sẽ chậm lại, trong bối cảnh kinh tế toàn cầu tăng trưởng khoảng 3.6% trong năm 2019. Không ít quốc gia siết chặt chính sách tiền tệ, cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung vẫn chưa có dấu hiệu lắng dịu và các nền kinh tế lớn đối mặt với thách thức về chính trị. Các chuyên gia nhận định bất ổn xuất phát từ những thay đổi chính sách ở các nền kinh tế lớn cũng ảnh hưởng xấu đến thị trường tài chính và hoạt động kinh tế trên toàn thế giới, khiến các thị trường chứng khoán lao dốc. Tuy vậy, đây sẽ không phải là mối bận tâm lớn đối với các doanh nghiệp vì Ngân hàng Trung ương của các quốc gia đang có xu hướng áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ, báo hiệu một triển vọng tốt hơn cho nền kinh tế thế giới.

### Sức ép cạnh tranh ngày càng lớn của các nhà bán lẻ nước ngoài

Thị trường bán lẻ Việt Nam tiếp tục chứng kiến sự mở rộng quy mô của các nhà bán lẻ hiện tại cũng như sự tham gia ngày càng nhiều của các nhà bán lẻ nước ngoài. Sự xuất hiện của các đối thủ mới như Lotte Mart, Aeon, Takashimaya, Big C đã làm gia tăng sự cạnh tranh trong thị trường. Lotte Mart Việt Nam là doanh nghiệp 100% vốn Hàn Quốc sở hữu 13 TTTM đang hoạt động và đã lên kế hoạch mở 50 siêu thị mới vào năm 2020 tại Việt Nam. Aeon có 4 TTTM đang hoạt động và dự kiến mở TTTM thứ 5 tại Hà Nội năm 2019 và thứ 6 tại Hải Phòng năm 2020. Big C, sau khi được Central Group mua lại, cũng có nhiều cải tiến và nâng cao chất lượng dịch vụ. Với thách thức này, VRE phải có các chính sách phù hợp để thu hút khách hàng như chọn sản phẩm và phân khúc khách hàng phù hợp, áp dụng chiết khấu bán hàng, điều này sẽ làm tăng chi phí của công ty.

### Việc mở rộng của VRE ở các tỉnh/ thành phố cấp 2 có thể gặp khó khăn với chu kỳ kinh tế và thói quen tiêu dùng chưa kịp thay đổi

Việc mở rộng mạng lưới và thị phần nhanh, vận hành hàng loạt các TTTM ở các tỉnh thành phố cấp 2 có thể gặp khó khăn. Để duy trì hiệu quả kinh doanh của một mạng lưới có quy mô rộng khắp là một thách thức không nhỏ với VRE khi chu kỳ kinh tế ở Việt Nam đang có rủi ro và thói quen người tiêu dùng chưa kịp thay đổi. Do đó, kế hoạch mở rộng táo bạo tại các thị trường sắp tới có thể không dẫn đến kết quả tích cực trong những năm đầu hoạt động. Tuy vậy, VRE luôn có đánh giá kỹ về thói quen tiêu dùng trước khi mở rộng. Đồng thời, các mô hình cũng sử dụng linh hoạt để phù hợp với thói quen tiêu dùng của các địa phương khác nhau.

### Rủi ro bên liên quan

Như đã phân tích ở trên, VIC có tầm ảnh hưởng lớn đến sự phát triển của VRE. Hiện nay, Vingroup là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân lớn nhất Việt Nam với vốn hóa 383 nghìn tỷ VND (số liệu ngày 18/06/2019). VIC có hệ sinh thái đa dạng ở rất nhiều lĩnh vực và cần rất nhiều nguồn lực để phát triển như Vinhomes, Vinfast, VinMec, Vinschool,... Do đó, những rủi ro với tập đoàn cũng là những rủi ro mà VRE có thể sẽ phải đối mặt.

## V. ĐỊNH GIÁ

### VRE dự kiến mở mới 13 TTTM trong năm 2019, đạt tổng số 79 TTTM

#### 1. Dự phóng kết quả kinh doanh

VRE dự kiến sẽ có 13 TTTM được mở mới vào năm 2019, đạt tổng số 79 TTTM, hiện diện tại 42 trên tổng số 63 tỉnh, thành phố; đưa vào hoạt động đài quan sát Landmark 81 Skyview cao nhất Việt Nam vào quý 2 năm 2019; nâng tổng diện tích sàn bán lẻ của doanh nghiệp này lên 1.6 triệu m<sup>2</sup> sàn. So với các năm trước, kế hoạch mở mới TTTM của năm 2019 khá khiêm tốn do việc bàn giao các TTTM trong năm 2019 khá ít và sẽ dời sang năm 2020. Do đó, kế hoạch mở mới TTTM trong năm 2020 tăng mạnh từ 25-30 trung tâm.

### Năm 2019 là năm tiền đề cho các dự án Vincom Mega Mall trong các khu đại đô thị Vinhomes

Năm 2019 cũng là năm tiền đề khởi động cho các dự án điểm nhấn Vincom Mega Mall với quy mô từ 60,000 – 100,000 m<sup>2</sup> tại các khu đại đô thị Vinhomes dự kiến sẽ ra mắt trong giai đoạn 2020-2021. Mô hình TTTM kết hợp cùng khu nhà phố thương mại tại các khu đại đô thị mới này sẽ tạo nên tổ hợp dịch vụ mua sắm tiện lợi phục vụ cư dân mỗi dự án, mang lại trải nghiệm mới về không gian mua sắm, văn hóa và giải trí.

### VRE đang xem xét lại mô hình Vincom+ và chuyển đổi một số Vincom+ thành Vincom Plaza

Vincom Retail đang xem xét lại mô hình Vincom+ (có thể nâng cấp một số Vincom+ sẽ mở trong tương lai thành Vincom Plaza), do đó, số lượng TTTM mở mới có thể bị giảm so với kế hoạch công bố trước đây. Tuy nhiên, tổng GFA bán lẻ lũy kế đến 2021 sẽ có thể vẫn đạt kế hoạch do diện tích các TTTM được tăng lên.

### BDS cho thuê dự kiến tăng trưởng ổn định. Doanh thu BDS chuyển nhượng chủ yếu đến từ shophouse

Trong năm 2019, doanh thu mảng cho thuê BĐS đầu tư dự kiến tiếp tục tăng trưởng hai chữ số trong khi doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS dự kiến sẽ giảm do không có sản phẩm cao tầng được bàn giao như trong năm 2018. Doanh thu BĐS chuyển nhượng trong năm 2019 dự kiến sẽ đến từ 550 căn shophouse trên cả nước có thể kể đến các dự án ở Cà Mau, Uông Bí, Móng Cái, Cẩm Phả và Cao Lãnh và phần còn lại của dự án Vinhomes Bắc Ninh và Condotel Đà Nẵng. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu năm 2019 tăng nhẹ ở mức 9,580 tỷ đồng (+5% YoY). Tuy nhiên, nhờ mảng cho thuê BĐS đầu tư – mảng có biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng chuyển nhượng BĐS và duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, nên chúng tôi dự phóng LNST sẽ tăng 20%, đạt 2,898 tỷ đồng.

Bảng 27: Dự phóng kết quả kinh doanh

Tỷ VND	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu thuần	5,958	6,386	5,518	9,124	9,580
Giá vốn hàng bán	3,951	3,743	2,717	5,483	4,828
Lợi nhuận gộp	2,007	2,642	2,801	3,641	4,752
Chi phí bán hàng	176	349	256	409	449
Chi phí quản lý doanh nghiệp	227	327	314	342	385
Lợi nhuận sau thuế	1,090	2,440	2,028	2,413	2,898
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1,090	2,437	2,027	2,404	2,887

Nguồn: VRE, KBSV dự phóng

#### 2. Định giá

Chúng tôi định giá VRE bằng việc kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) cho từng mảng hoạt động và các chỉ số P/E, P/B, EV/EBITDA.

##### 2.1 Mảng hoạt động cho thuê:

Doanh thu cho thuê được ước tính dựa trên tổng GFA của các TTTM tăng thêm. Mô hình định giá được dự phóng cho 50 năm, với giả định tăng trưởng doanh thu sau năm 2022 là 4% và sau năm 2026 VRE sẽ không đầu tư mở mới TTTM. Chúng tôi ước tính doanh thu cho thuê và dòng tiền như sau:

Bảng 28: Định giá mảng hoạt động cho thuê bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền

	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Số lượng TTTM mở mới</b>	<b>13</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
Vincom Center	1	0	1	0
Vincom Mega Mall	0	3	3	1
Vincom Plaza	9	16	6	9
Vincom+	3	10	6	4
<b>Số lượng TTTM lũy kế</b>	<b>79</b>	<b>108</b>	<b>124</b>	<b>138</b>
Vincom Center	7	7	8	8
Vincom Mega Mall	3	6	9	10
Vincom Plaza	54	70	76	85
Vincom+	15	25	31	35
GFA (m2)	1,653,854	2,365,874	2,932,578	3,234,064
NLA (m2)	1,179,846	1,670,691	2,047,137	2,260,152
Tỷ lệ lấp đầy	89%	90%	90%	90%
Doanh thu cho thuê (Tỷ đồng)	7,123	8,861	11,457	12,923
EBIT	3,836	4,703	6,034	6,604
NOPAT	3,069	3,762	4,827	5,283
FCFF	(7,368)	(8,773)	(2,765)	3,754
WACC	13%	13%	13%	13%
Hệ số chiết khấu	1.00	0.88	0.78	0.69
PV của các dòng tiền (Tỷ đồng)	(7,368)	(7,764)	(2,165)	2,601
<b>PV dòng tiền từ hoạt động cho thuê</b>	<b>97,058</b>			

Nguồn: KBSV ước tính

## 2.2 Mảng chuyển nhượng bất động sản:

Chúng tôi giả định dòng tiền của mảng chuyển nhượng BĐS chủ yếu đến từ các shophouse.

Bảng 29: Định giá mảng chuyển nhượng bất động sản bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền

	2019E	2020E	2021E	2022E
Condomtel Đà Nẵng	85			
Vinhomes Bắc Ninh	255			
Shophouses	2,160	1,772	2,291	2,585
Tổng doanh thu	2,500	1,772	2,291	2,585
<b>PV dòng tiền từ hoạt động chuyển nhượng</b>	<b>2,660</b>			

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 30: Tổng hợp định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền:

Tổng PV (Tỷ đồng)	99,718
Nợ ròng (Tỷ đồng)	791
Cổ đông thiểu số (Tỷ đồng)	42
Số lượng cổ phiếu (Triệu cp)	2,329
<b>Giá/cp (Ngàn đồng)</b>	<b>42.480</b>

Các công ty bất động sản bán lẻ trong khu vực đang giao dịch ở mức tỷ lệ P/E trung bình là 29.2x, P/B 2.9x và EV/EBITDA là 20x (Bảng 31). Theo báo cáo “Chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu năm 2017” của ATKearney, thị trường bán lẻ của Việt Nam đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ và dần tiến tới giai đoạn trưởng thành. Hai thị trường gần với Việt Nam, Thái Lan và Philippines đã duy trì mức P/E trong khoảng 25-30 lần, P/B 3.0-3.5 lần, EV/EBITDA 17-20 lần trong 5 năm qua. Để phản ánh giá trị hiện tại của Vincom Retail, chúng tôi sử dụng P/E 25 lần, P/B 3.0 lần và EV/EBITDA 17 lần.



Bảng 31: Định giá một số đối thủ trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	P/E 2017	P/E 2018	P/B 2017	P/B 2018	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018
SM Prime Holdings	Philippines	19,739	59	24	3.4	2.1	29.7	17.8
Central Pattana	Thái Lan	10,154	39.2	34.3	4.2	3.7	24.9	22.2
Trung bình		14,946.5	49.1	29.2	3.8	2.9	27.3	20.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

### Tổng hợp định giá

VRE là công ty phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam với thị phần dẫn đầu, nhận được sự hỗ trợ từ công ty mẹ Vingroup, đội ngũ quản lý tích cực và tỷ lệ nợ thấp. Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, hệ số P/E, P/B và EV/EBITDA, chúng tôi định giá VRE ở mức **43,005đ/cp** vào thời điểm cuối 2019 và khuyến nghị **MUA** với mức sinh lời kỳ vọng 28.3% so với giá ở thời điểm 19/06/2019.

Bảng 32: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá/cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị hiệu lực (đồng)
P/E	34,829	25%	8,707
P/B	51,314	35%	17,960
EV/EBITDA	38,119	15%	5,718
DCF	42,480	25%	10,620
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>43,005</b>

Nguồn: KBSV ước tính

## PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	Q1/2019
Doanh số thuần	6,385.89	5,518.24	9,123.95	2,284.07
Giá vốn hàng bán	-3,743.48	-2,717.09	-5,482.65	-1,312.02
Lãi gộp	2,642.41	2,801.15	3,641.30	972.05
Thu nhập tài chính	1,244.12	586.89	519.22	79.57
Chi phí tài chính	-1,261.48	-1,165.56	-417.40	-72.71
Trong đó: Chi phí lãi vay	-1,252.38	-531.69	-375.27	-72.47
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	783.71	539.87	0.00	0.00
Chi phí bán hàng	-349.18	-256.18	-408.67	-92.26
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-327.31	-313.54	-342.11	-115.69
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,732.26	2,192.64	2,992.33	770.95
Thu nhập khác	47.32	33.74	78.05	9.30
Chi phí khác	-191.62	-57.63	-17.60	-2.41
Thu nhập khác, ròng	-144.31	-23.89	60.45	6.89
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,587.96	2,168.75	3,052.79	777.84
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-148.31	-141.08	-639.56	-166.66
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,439.65	2,027.68	2,413.23	611.18
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3.09	0.23	8.84	-0.92
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,436.56	2,027.45	2,404.39	612.10

## Chỉ số hoạt động

	2016	2017	2018	TTM Q1/2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.38%	50.76%	39.91%	39.23%
Tỷ suất EBITDA	42.32%	57.40%	44.36%	43.81%
Tỷ suất EBIT	30.79%	40.44%	31.68%	30.97%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	40.53%	39.30%	33.46%	32.19%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	42.79%	39.73%	32.80%	31.52%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	38.20%	36.74%	26.45%	25.57%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017	2018	Q1/2019
Lãi trước thuế	2,587.96	2,168.75	3,052.79	777.84
Khấu hao TSCĐ	736.86	936.05	1,157.00	350.53
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2,028.98	-494.40	-517.86	-79.56
Chi phí lãi vay	1,252.38	531.69	375.27	72.47
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,587.54	3,195.41	4,069.77	1,122.90
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	620.41	-80.30	257.41	86.13
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,361.97	-1,030.01	1,087.89	82.56
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-1,892.29	1,676.29	-1,039.27	-58.05
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-1,040.74	-234.56	-12.28	24.23
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-483.93	2,799.41	3,573.73	916.25
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,458.76	-7,223.88	-2,577.93	-2,254.79
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2.07	9.93	585.48	0.00
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0.00	-1,890.18	-685.95	0.00
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	159.00	1,574.69	2,659.27	0.00
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-680.35	-4.21	-2.00	0.00
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	3,858.19	3,588.37	136.69	0.00
Cổ tức và tiền lãi nhận được	682.91	1,856.02	520.57	19.76
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	2,563.05	-2,089.26	636.12	-2,235.03
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	5,133.05	0.00	0.00	0.00
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0.00	-0.25	0.00	0.00
Tiền thu được các khoản đi vay	213.17	2,987.60	0.00	0.00
Tiền trả các khoản đi vay	-5,320.33	-2,712.19	-3,200.00	0.00
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ tức đã trả	-803.70	-1,261.55	0.00	0.00
Tiền lãi đã nhận	0.00	0.00	0.00	0.00
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-777.81	-986.40	-3,200.00	0.00
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,301.31	-276.24	1,009.85	-1,318.77
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	396.46	1,697.77	1,421.53	2,431.38
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,697.77	1,421.53	2,431.38	1,112.61

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	Q1/2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	7,386.78	13,356.54	7,122.64	5,716.03
Tiền và tương đương tiền	1,697.77	1,421.53	2,431.38	1,112.61
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0.00	60.18	701.42	701.42
Các khoản phải thu	3,339.98	4,052.50	1,047.92	1,049.46
Hàng tồn kho, ròng	682.80	1,816.70	901.52	819.53
TÀI SẢN DÀI HẠN	26,912.37	24,776.70	31,561.04	32,905.28
Phải thu dài hạn	2,621.21	7.59	10.11	6.19
Tài sản cố định	399.24	170.58	307.84	299.94
Giá trị ròng tài sản đầu tư	16,578.70	20,401.21	26,429.42	26,521.20
Tài sản dở dang dài hạn	1,469.55	1,080.11	1,343.48	1,625.22
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>34,299.15</b>	<b>38,133.24</b>	<b>38,683.68</b>	<b>38,621.31</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>9,615.76</b>	<b>12,039.18</b>	<b>10,174.40</b>	<b>9,509.04</b>
Nợ ngắn hạn	2,732.79	8,138.19	6,259.85	5,611.68
Phải trả người bán	453.46	1,065.33	3,423.55	2,784.57
Người mua trả tiền trước	1,001.73	2,182.54	887.93	979.21
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	36.73	31.23	102.06	117.14
Vay ngắn hạn	6.47	2,815.69	18.08	18.08
Nợ dài hạn	6,882.98	3,901.00	3,914.56	3,897.36
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Doanh thu chưa thực hiện	92.19	56.37	215.36	190.26
Vay dài hạn	5,954.35	3,158.12	2,762.38	2,763.45
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>24,683.39</b>	<b>26,094.05</b>	<b>28,509.28</b>	<b>29,112.27</b>
Vốn góp	21,091.72	19,010.79	23,288.18	23,288.18
Thặng dư vốn cổ phần	1,788.49	4,324.38	46.98	46.98
Lãi chưa phân phối	1,831.05	2,786.54	5,190.93	5,794.84
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	30.54	30.77	41.61	40.68

## Chỉ số chính

	2016	2017	2018	TTM Q1/2019
Chỉ số định giá				
P/E	29.43	31.88	32.93	31.97
P/E pha loãng	29.43	31.88	32.93	31.97
P/B	2.91	2.48	2.78	2.72
P/S	11.23	11.71	8.68	8.15
P/Tangible Book	2.91	2.48	2.78	2.72
P/Cash Flow	-148.19	23.09	22.16	18.13
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	28.11	21.84	19.65	19.00
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	38.65	31.01	27.51	26.88
Hiệu quả quản lý				
ROE%	12.32	7.99	8.81	8.79
ROA%	6.94	5.60	6.26	6.62
ROIC%	6.42	6.96	9.24	-19.45
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.62	0.17	0.39	0.20
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.84	0.67	0.56	0.87
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.70	1.64	1.14	1.02
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.24	0.12	0.10	0.09
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.17	0.08	0.07	0.07
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.24	0.23	0.10	0.10
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.17	0.16	0.07	0.07
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.11	0.31	0.22	0.19
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.08	0.21	0.16	0.15
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.39	0.46	0.36	0.33
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.28	0.32	0.26	0.25
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	8.90	7.90	18.02	21.60
Hệ số quay vòng HTK	3.46	2.15	3.99	4.34
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.65	3.58	2.44	2.69

Nguồn: VRE, KBSV tổng hợp

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư

**Mua:** +15% hoặc cao hơn

**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%

**Bán:** -15% hoặc thấp hơn

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)