

## CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM RETAIL (VRE - HSX)

Báo cáo lần đầu 06/08/2018

Khuyến nghị: **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG**  
 Giá mục tiêu (VND): 42.000  
 Tiềm năng tăng giá: 0%  
 Cổ tức:  
 Lợi suất cổ tức:

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu 06/08/2018

Giá hiện tại (VND)	42.000
Số lượng CP niêm yết	1.901.078.733
Vốn điều lệ (tỷ VND)	19.010,78
Vốn hóa TT(tỷ VND)	79.845,31
Khoảng giá 52 tuần (VND)	35.700-61.000
% Sở hữu nước ngoài	31,8%
% Giới hạn sở hữu NN	100%

### Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	769	1.155	1.066
BV (vnd)	10.493	11.686	13.708
Cổ tức(%)			
ROA(%)	3,30	6,94	5,60
ROE(%)	8,11	12,32	7,99

### Hoạt động chính

Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE) được thành lập vào năm 2012, hoạt động trong lĩnh vực cho thuê các TTTM bán lẻ và các dịch vụ khác liên quan, cũng như đầu tư phát triển và kinh doanh các loại hình BĐS.

Nguồn: VNCS tổng hợp

### VRE - TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN TRONG NĂM 2018

Một số chỉ tiêu kinh doanh của CTCP Vincom Retail – VRE

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F
<b>Doanh thu thuần (tỷ vnd)</b>	5.958	6.386	5.518	8.000
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	209,1%	7,2%	-13,6%	45,0%
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ vnd)</b>	2.007	2.642	2.801	3.600
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	33,7%	41,4%	50,8%	45,0%
<b>Lợi nhuận sau thuế (tỷ vnd)</b>	1.090	2.440	2.028	2.500
<b>Tăng trưởng LNST</b>	939,6%	123,8%	-16,9%	23,3%
<b>Biên LNST</b>	18,3%	38,2%	36,8%	31,3%
<b>EPS (vnd)</b>	769	1.155	1.066	1.315

### Luận điểm đầu tư:

- **Kinh tế vĩ mô tăng trưởng trở lại, tốc độ đô thị hóa nhanh, tỷ trọng tầng lớp trung lưu và thượng lưu tăng cao, cơ sở hạ tầng được cải thiện nhanh chóng** là những điều kiện tốt cho thị trường bán lẻ, bất động sản bán lẻ và các doanh nghiệp trong ngành phát triển.
- **VRE là nhà phát triển, sở hữu và vận hành TTTM bán lẻ lớn nhất Việt Nam với 60% thị phần trong ngành.** Năm 2018, Vincom Retail có kế hoạch tiếp tục mở rộng thêm 25 TTTM mới nhằm giữ vững thị phần và đảm bảo sự tăng trưởng trong kết quả kinh doanh của mình.
- **VRE sở hữu các mô hình TTTM đa dạng, đáp ứng nhu cầu của mọi đối tượng khách hàng** nhờ việc VRE chú trọng đầu tư từ khâu thiết kế, xây dựng đến vận hành các TTTM một cách chuyên nghiệp.
- Doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế và biên lợi nhuận sau thuế của VRE giảm nhẹ trong năm 2017 do **trong năm VRE chi tập trung chính vào mảng cho thuê bất động sản đầu tư** khiến doanh thu chuyển nhượng bất động sản sụt giảm so với năm 2016.
- Đến hết quý 2 năm 2018, VRE đã đạt được 46% kế hoạch kinh doanh đã đề ra. **Dự báo cả năm 2018, VRE có thể ghi nhận kết quả tăng trưởng cao trở lại (23%).**
- **Tình hình tài chính lành mạnh** khi tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của VRE đều tăng trưởng cao trong những năm gần đây và tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở hữu giảm gần 1 nửa trong 2 năm gần đây nhất.

### Rủi ro của Công ty:

- Rủi ro của Công ty này nằm ở sự suy giảm kinh tế khi **ngành công nghiệp bất động sản bán lẻ được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại sau 5 tháng đầu năm 2018**, tuy nhiên, với kế hoạch phát triển rõ ràng của mình cùng uy tín thương hiệu đã được khẳng định trên thị trường, VRE được dự đoán sẽ ít bị ảnh hưởng từ rủi ro này.
- Rủi ro của Công ty còn nằm ở rủi ro chung khi **tính cạnh tranh trên thị trường cho thuê mặt bằng bán lẻ ngày càng tăng cao**, tuy nhiên, với uy tín thương hiệu và sự phát triển không ngừng, VRE được tin tưởng sẽ tiếp tục giữ vững được thị phần của mình.

**Khuyến nghị:** Bằng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu VRE là 42.000 VNĐ/CP. Mức định giá này của chúng tôi tương đương thị giá hiện tại của VRE là 42.000 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu VRE cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

## TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

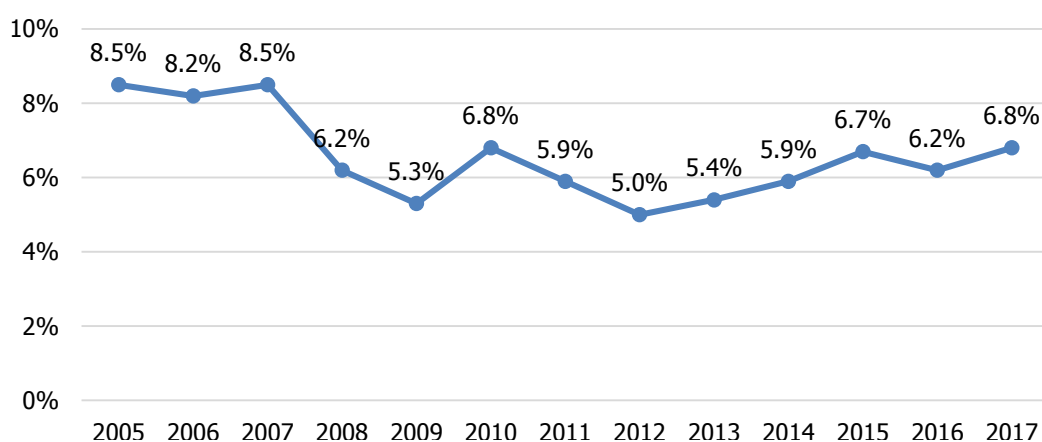
### Tổng quan thị trường bán lẻ và bất động sản bán lẻ tại Việt Nam

#### Các yếu tố trọng yếu tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường bán lẻ và bất động sản bán lẻ tại Việt Nam

##### *Kinh tế vĩ mô*

Sự tăng trưởng GDP trong thời gian qua cho thấy nền kinh tế Việt Nam đang dần hồi phục. Cùng với nhịp tăng trưởng của kinh tế toàn cầu, Việt Nam cũng có một năm 2017 phát triển đầy sôi động. Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), tăng trưởng GDP của năm 2017 đạt 6,81%, vượt mục tiêu 6,7% do Chính phủ đề ra, nhờ sự cải thiện của hầu hết các mảng kinh tế. Theo số liệu của GSO, Dịch vụ là ngành chủ đạo, với mức đóng góp hơn 40% nhờ sự tăng trưởng ấn tượng của hoạt động bán buôn, bán lẻ và du lịch.

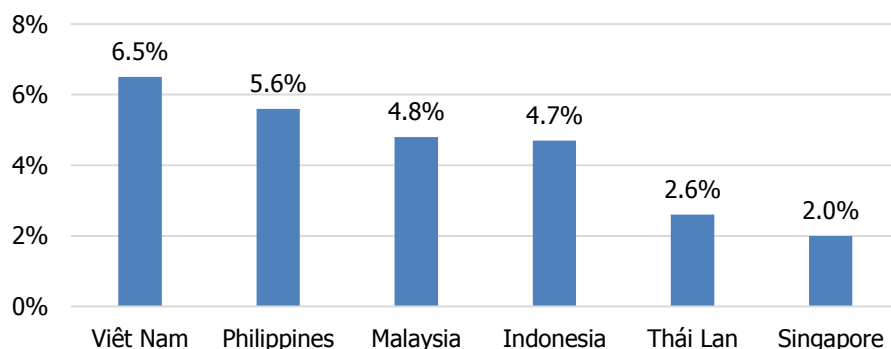
**Tăng trưởng GDP Việt Nam qua các năm**



(Nguồn: GSO)

Theo báo cáo của EIU, Việt Nam tuy là nền kinh tế lớn thứ 6 của ASEAN sau Singapore, Malaysia, Philippines, Indonesia và Thái Lan nhưng được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất trong khối các nước ASEAN vào năm 2018.

**Dự báo tốc độ tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2018 so với các nước trong khu vực**



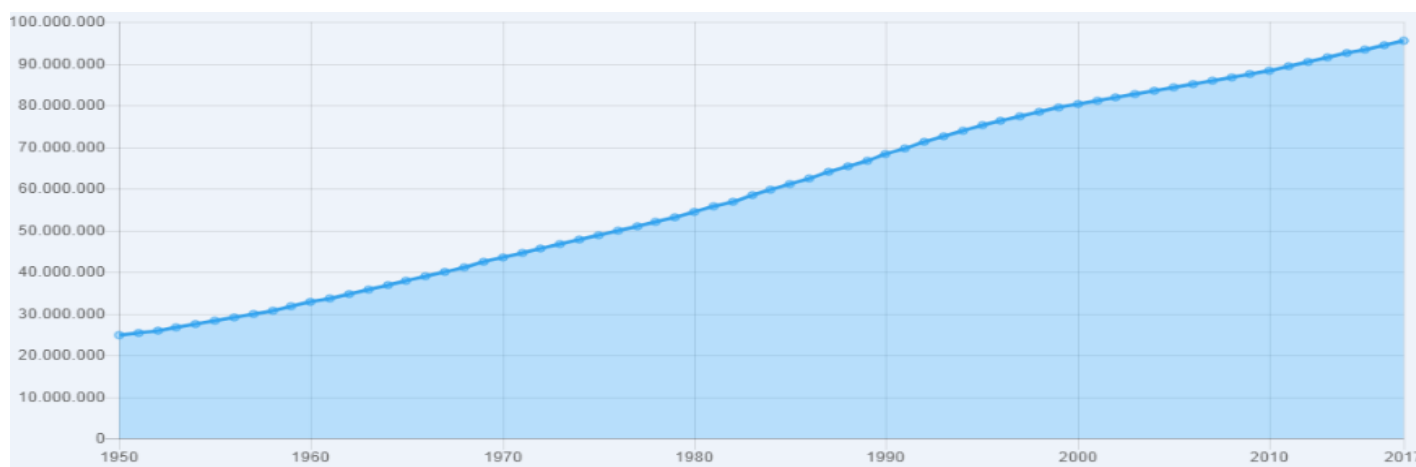
(Nguồn: GSO và EIU)

##### *Cơ cấu dân số*

Việt Nam là một quốc gia có tốc độ tăng trưởng dân số khá cao so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Với dân số tăng mạnh từ 88 triệu người năm 2010 lên hơn 94 triệu người trong năm 2016, Việt Nam có dân số đông thứ 3 tại khu vực Đông Nam Á và thứ 14 trên thế giới. Trong cơ cấu dân số Việt Nam, tỷ trọng dân số trẻ trong độ tuổi lao động luôn chiếm trên 50% và có xu hướng tăng dần

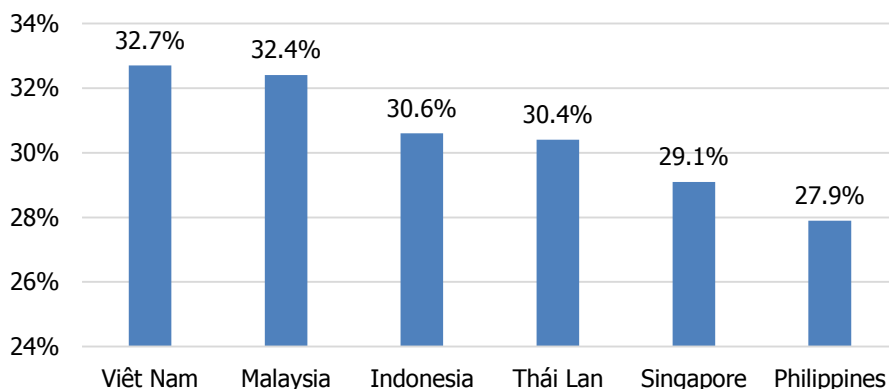
trong những năm gần đây. Đây là nhân tố làm tăng mọi nhu cầu của xã hội, trong đó có nhu cầu tiêu dùng và mua sắm.

**Biểu đồ tăng trưởng dân số Việt Nam qua các năm**



(Nguồn: danso.org)

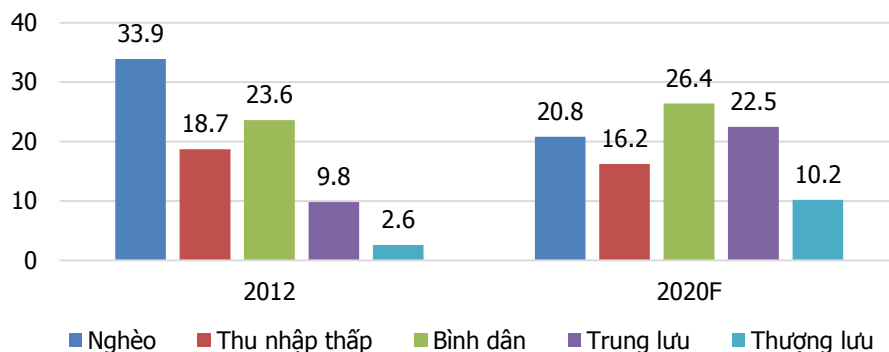
**Tỷ trọng dân số trong độ tuổi 25-44 của Việt Nam so với các nước trong khu vực năm 2016**



(Nguồn: EIU)

Theo tính toán của công ty tư vấn Boston Consulting Group (BCG) thì tầng lớp trung lưu và giàu có ở Việt Nam - MAC (Middle and affluent class) đang phát triển với tốc độ nhanh chóng. Dự kiến đến năm 2020 sẽ có khoảng 33 triệu người Việt Nam nằm trong nhóm MAC chiếm 34% tổng dân số. Như vậy mức tăng trưởng nhóm MAC của Việt Nam sẽ là 12,9%/năm và là mức cao nhất so với các nước trong khu vực (đứng sau là Indonesia 8,4% và Thái Lan 4,2%). Sự gia tăng mạnh mẽ của nhóm MAC sẽ là động lực lớn cho việc tăng chi tiêu mua sắm, qua đó tác động tích cực đến thị trường bán lẻ hiện đại.

## Cơ cấu dân số ở Việt Nam



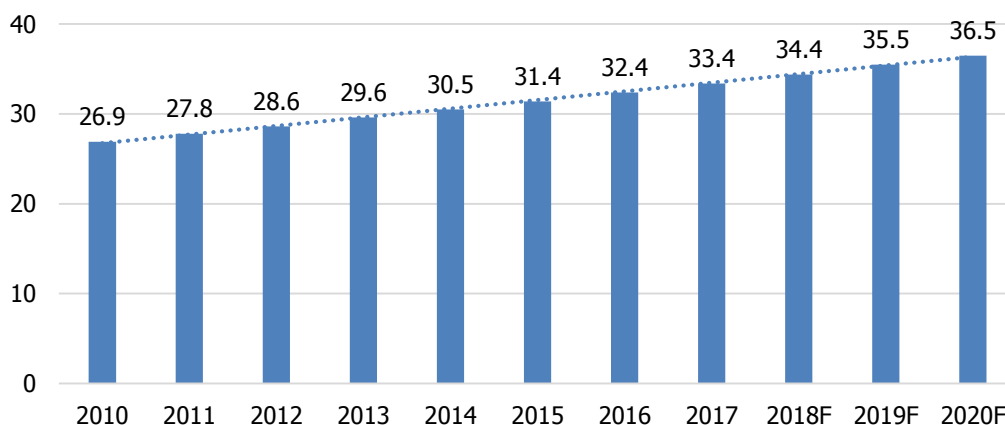
(Nguồn: Boston Consulting Group (BCG))

## Tốc độ đô thị hóa

Việt Nam đã và đang trải qua quá trình đô thị hóa nhanh chóng, tác động mạnh tới quá trình chuyển dịch cơ cấu và phát triển kinh tế. Dân cư đô thị ở Việt Nam năm 1986 chỉ dưới 13 triệu người nhưng con số này đã tăng hơn gấp đôi với hơn 33 triệu dân cư đô thị vào năm 2017.

Đơn vị: Triệu người

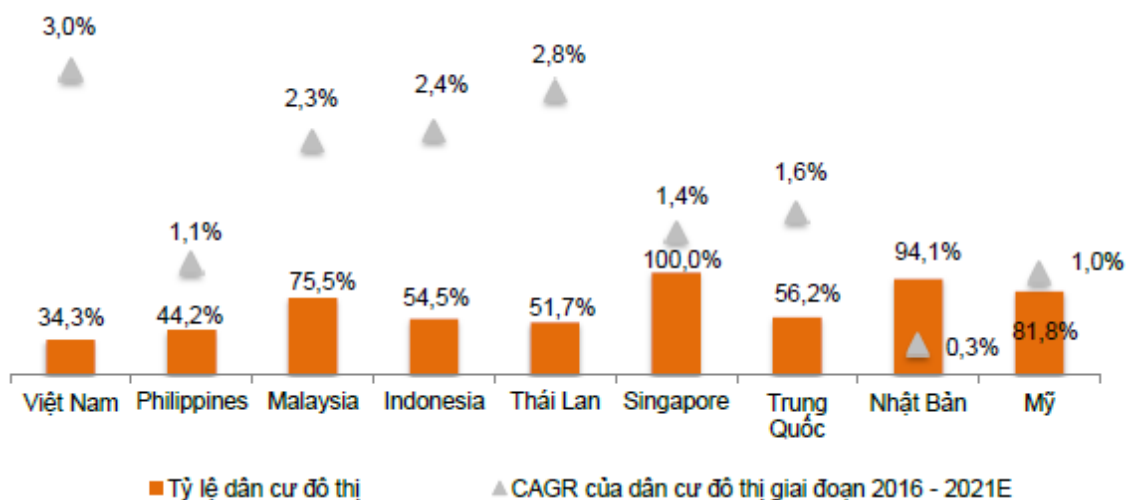
## Dân cư đô thị tại Việt Nam qua các năm



(Nguồn: EIU)

Dù rằng Việt Nam hiện có tỷ lệ dân cư đô thị thấp nhất so với các nước láng giềng nhưng theo nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới năm 2015, tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam tăng trưởng 2,8%/năm và là một trong những quốc gia có tốc độ đô thị hóa tăng nhanh nhất trong khu vực Đông Nam Á và cao hơn tốc độ đô thị hóa toàn cầu hàng năm là 2,1%.

**Tỷ lệ dân cư đô thị năm 2016 và dự báo tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2016 – 2021 (%)**



(Nguồn: EIU)

### Cơ sở hạ tầng

Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng giao thông để thu hút thêm nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Theo Ngân hàng Phát triển Châu Á, đầu tư cơ sở hạ tầng tại khu vực công và khu vực tư nhân của Việt Nam trong những năm gần đây đạt 5,7% GDP, cao nhất ở khu vực Đông Nam Á. Các nước trong khu vực như Indonesia và Philippines chỉ ít hơn 3% GDP cho việc đầu tư cơ sở hạ tầng, Malaysia và Thái Lan thì chỉ dưới 2% GDP. Nhằm mục đích hỗ trợ các dự án cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2015-2020, Chính phủ Việt Nam đang đẩy mạnh chương trình hợp tác công tư (PPP) để thu hút vốn cho các dự án này.

Hai dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm ở 2 thành phố lớn TP.HCM và Hà Nội:

- Tại TP.HCM: Tuyến Metro số 1 (Bến Thành – Suối Tiên) hiện đang được xây dựng và dự kiến hoàn thành vào năm 2020 và sẽ vận chuyển 160.000 hành khách mỗi ngày.
- Tại Hà Nội: Việc xây dựng mạng lưới đường sắt đô thị đầu tiên dài 12,5 km đã được bắt đầu vào năm 2011. Giai đoạn đầu tiên dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2018 và sẽ vận chuyển 150.000 hành khách mỗi ngày, giai đoạn cuối cùng của dự án sẽ hoàn thành vào năm 2030 và sẽ vận chuyển 500.000 hành khách mỗi ngày.

Đây là một yếu tố quan trọng tác động tích cực đến sự phát triển của ngành bất động sản bán lẻ tại Việt Nam.

### Thực trạng thị trường bán lẻ tại Việt Nam

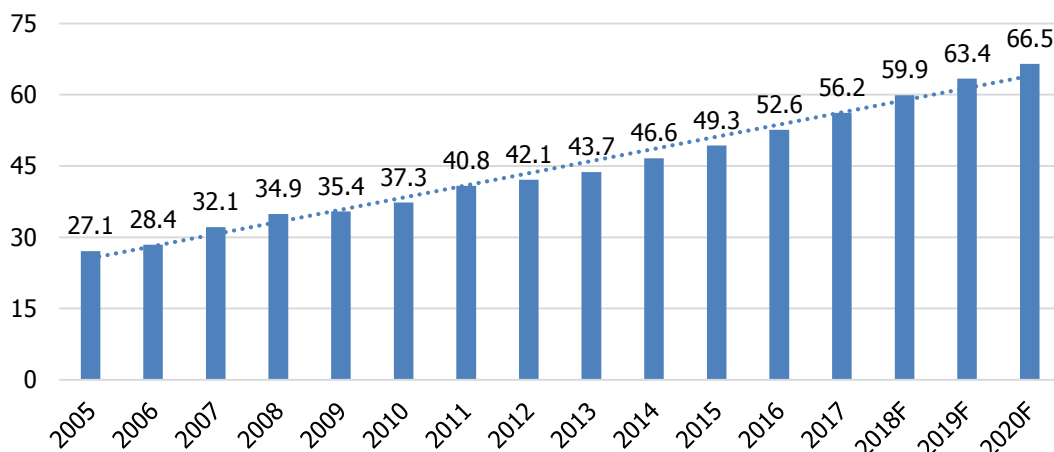
#### Tốc độ tăng trưởng ngành bán lẻ tại Việt Nam

Tốc độ tăng trưởng ngành bất động sản bán lẻ và sự phát triển của thị trường bán lẻ tại Việt Nam có mối quan hệ mật thiết với nhau. Việt Nam được xem là một trong những thị trường bán lẻ năng động và hấp dẫn nhất trong khu vực và trên thế giới. Điều này được chứng minh qua sự biến đổi của chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu (GRDI – đây là chỉ số xếp hạng thường niên nhằm đánh giá sự phát triển ngành bán lẻ tại 30 quốc gia đang phát triển, được nghiên cứu bởi Công ty tư vấn A.T.Keamey), năm 2017 chỉ số này của Việt Nam được cải thiện 5 bậc so với năm 2016, giúp Việt Nam đứng thứ 6 về Chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu. Theo A.T Keamey, sự cải thiện đáng kể này đến từ việc nới lỏng chính sách đầu tư của Chính phủ, giúp Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn trong mắt các thương hiệu bán lẻ nước ngoài.

Theo Báo cáo của Economist Intelligence Unit (EIU), năm 2016, doanh thu bán lẻ tại các cửa hàng của Việt Nam đạt 56,2 tỷ đô la Mỹ, tăng gần 7% so với năm 2015. Với tốc độ tăng trưởng này, dự kiến đến năm 2020, con số này sẽ đạt 66,5 tỷ đô la Mỹ.

Đơn vị: Tỷ đô la Mỹ

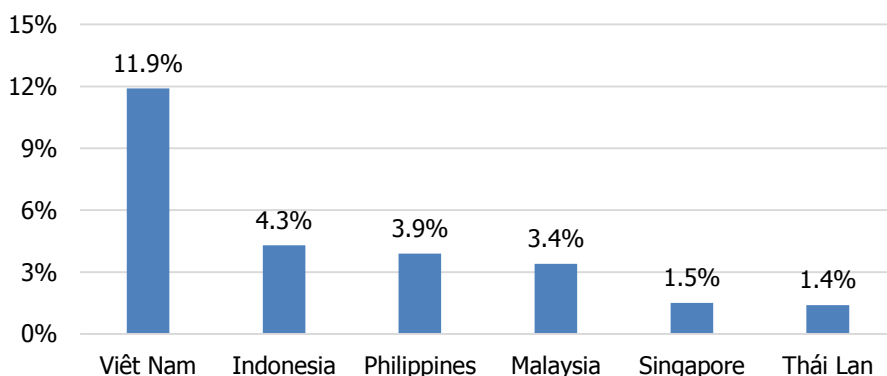
## Doanh thu bán lẻ tại các cửa hàng ở Việt Nam



(Nguồn: EIU)

Theo dự báo của JLL, tỷ lệ tăng trưởng bình quân kép trong doanh thu bán lẻ của Việt Nam giai đoạn 2016-2020F cao hơn nhiều so với các nước trong khu vực, đạt khoảng 11,9%/năm, bỏ xa đối thủ thứ 2 là Indonesia với 4,3%/năm.

## Tỷ lệ tăng trưởng kép của doanh thu bán lẻ giai đoạn 2016 - 2020F



(Nguồn: JLL Research)

## Sự hấp dẫn của thị trường bán lẻ Việt Nam với nhà đầu tư nước ngoài

Sau 8 năm gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), Việt Nam chính thức mở cửa thị trường bán lẻ cho các doanh nghiệp nước ngoài thông qua việc Chính phủ sửa đổi nhiều chính sách theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp bán lẻ nước ngoài đầu tư vào Việt Nam và nâng mức trần sở hữu của doanh nghiệp bán lẻ ngoại lên 100% từ năm 2015.

Thị trường bán lẻ của Việt Nam có sự tham gia của nhiều nhà bán lẻ quốc tế lớn như: CircleK, Shop&Go, FamilyMart, BigC, FiviMart, Citimart, Simply Mart, Aeon, Lotte, Parkson và Takashimaya. Ngoài ra, sự hấp dẫn của thị trường bán lẻ Việt Nam đã tạo ra hàng loạt các hoạt động mua bán và sáp nhập trong những năm gần đây, có thể kể đến thương vụ điển hình là Tập đoàn Central Group (Thái

Lan) mua lại chuỗi siêu thị BigC, Metro Cash&Carry và một phần hệ thống siêu thị điện máy Nguyễn Kim.

## Các thương vụ M&A trong ngành bán lẻ tại Việt Nam gần đây

Thời gian	Công ty đi đầu tóm	Công ty mục tiêu	Giá trị thương vụ
4/2016	Central Group	Zalora Việt Nam	n/a
4/2016	Central Group	Big C Việt Nam	1.140 triệu đô la Mỹ
4/2015	TCC Group	Metro Cash&Carry	709 triệu đô la Mỹ
1/2015	Central Group	Nguyễn Kim	n/a

(Nguồn: Colliers International)

Cùng với sự tham gia của các nhà bán lẻ quốc tế thì còn có sự tham gia của các công ty trong nước, trong đó không thể không nhắc đến Tập đoàn Vingroup. Vingroup hiện là đơn vị sở hữu một mạng lưới với hơn 1.000 cửa hàng bán lẻ trên toàn quốc với nhiều thương hiệu bán lẻ nổi tiếng gồm VinMart, VinPro và VinDS.

Thị trường bán lẻ của Việt Nam trong thời gian tới sẽ tiếp tục chứng kiến sự mở rộng về quy mô của các nhà bán lẻ hiện đã có mặt tại Việt Nam cũng như đón nhận thêm sự tham gia của nhiều thương hiệu quốc tế nổi tiếng trên thế giới. Tập đoàn bán lẻ Auchan của Pháp vừa khai trương siêu thị thứ 13 vào tháng 8/2017 tại Việt Nam và có kế hoạch nâng số lượng siêu thị trong hệ thống lên 40 vào năm 2020. Tập đoàn bán lẻ hàng đầu Hàn Quốc Emart cũng đã chính thức khai trương đại siêu thị đầu tiên với tổng vốn đầu tư lên tới 60 triệu đô la Mỹ tại TP.HCM trong năm 2016. Emart dự kiến đến năm 2020 sẽ mở rộng mạng lưới của mình với 52 cửa hàng tại Việt Nam. Ngoài ra, tập đoàn Aeon của Nhật Bản cũng đã có những khoản đầu tư lớn vào Việt Nam và lên kế hoạch sẽ xây dựng thêm 20 TTTM Aeon đến năm 2020.

Nhờ sự phát triển này, hàng loạt các thương hiệu thời trang quốc tế đã chọn Việt Nam làm điểm đến, đón đầu xu hướng tiêu dùng của tầng lớp trung lưu. Theo các báo cáo gần đây, có hơn 50 thương hiệu nổi tiếng như Giordano, Mango, Zara, Topshop, Gap và Old Navy đã có mặt tại TP.HCM. Các công ty thời trang khác, bao gồm Pull & Bear, Massimo Dutti cũng dự kiến sẽ gia nhập vào thị trường trong năm nay với các cửa hàng dự kiến sẽ được mở tại các TTTM tại Hà Nội. Zara đã đạt được doanh thu 5,5 tỷ đồng (246.000 đô la Mỹ) vào ngày khai trương đầu tiên tại TTTM Vincom Center Đồng Khởi (TP.HCM) và là một trong những buổi khai trương của cửa hàng thời trang đạt mức doanh thu kỷ lục trên toàn cầu.

Để nắm bắt tiềm năng tăng trưởng lớn của thị trường bán lẻ tại Việt Nam, các nhà phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ đã và đang tiếp tục triển khai kế hoạch xây dựng, mở rộng các TTTM mới tại Việt Nam.

## Thực trạng thị trường bất động sản bán lẻ tại Việt Nam

Dựa trên đặc điểm của các khách hàng thuê mặt bằng, Colliers International đã chia các bất động sản bán lẻ quy mô lớn thành 2 loại chính là TTTM phức hợp (Shopping Malls) và Trung tâm mua sắm (Department stores). Trong đó, TTTM phức hợp ngày càng trở nên phổ biến với người tiêu dùng. Các TTTM, siêu thị và cửa hàng tiện lợi ngày càng xuất hiện dày đặc nhằm đón đầu nhu cầu mua sắm mới của người tiêu dùng Việt Nam. Hiện nay, người tiêu dùng có xu hướng thay đổi thói quen mua sắm hàng ngày tại các chợ truyền thống sang mua sắm khối lượng lớn cho cả tuần tại các siêu thị và TTTM, qua đó làm gia tăng giá trị mua sắm, sử dụng ngày càng nhiều các dịch vụ chăm sóc sức khỏe, giải trí tại nơi mua sắm.

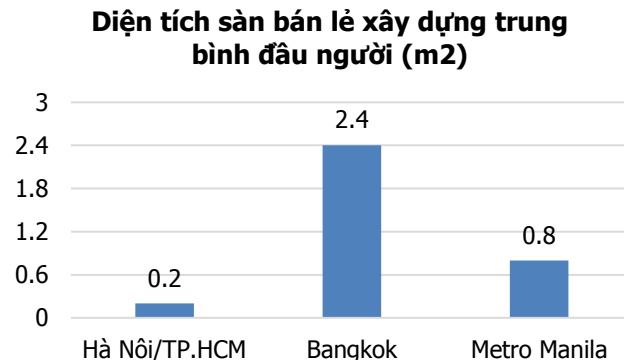
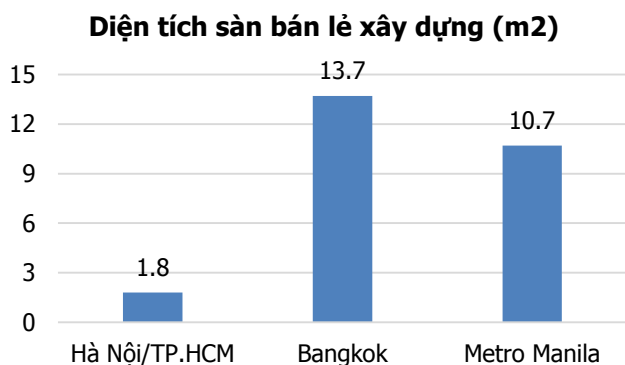
## Các mô hình bán lẻ hiện đại tại Việt Nam

<b>TTTM phức hợp (Shopping malls / Megamalls)</b>	- Mô hình "tất cả trong một" với sự đa dạng về các ngành hàng, từ thời trang, phụ kiện, mỹ phẩm, trang sức, sức khỏe, sắc đẹp, đồ gia dụng, nội thất trang trí, trung tâm điện máy, siêu thị đến dịch vụ giải trí và ẩm thực.
	- Khách hàng thuê chính:
	+ VinMart, VinDS, VinPro ở các TTTM của Vincom Retail
	+ Siêu thị Aeon của TTTM Aeon
	- Thị trường được thống lĩnh bởi một số ít các Công ty lớn như:
	+ Vincom Retail tại Việt Nam + Westfield tại Australia, CapitaMall tại Singapore và SM Mall tại Philippines
	- Các thương hiệu lớn tại Việt Nam: Vincom Retail và Aeon là hai công ty hàng đầu trong lĩnh vực phát triển, vận hành các TTTM phức hợp có quy mô lớn tại Việt Nam
<b>Trung tâm mua sắm (Department stores)</b>	- Bao gồm nhiều gian hàng lớn và chủ yếu bán các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như quần áo, giày dép, các thiết bị điện tử và đồ gia dụng
	- Các trung tâm mua sắm loại này có thể là các trung tâm mua sắm riêng biệt hoặc là các khách hàng thuê mặt bằng tại các TTTM phức hợp (shopping malls)
	- Các thương hiệu chính tại Việt Nam: Parkson, Robins, Lotte và Takashimaya
<b>Siêu thị (Supermarkets)</b>	- Quy mô khoảng 5.000 m <sup>2</sup> và chủ yếu bán thực phẩm và các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu
	- Giá cả khá cạnh tranh
	- Các thương hiệu chính tại Việt Nam: VinMart, Co.opmart và Aeonmart - Hà Nội và TP.HCM có 317 siêu thị năm 2016
<b>Đại siêu thị (Hypermarkets)</b>	- Quy mô lớn và chủ yếu bán các mặt hàng thực phẩm và phi thực phẩm
	- Thông thường được xây dựng xa trung tâm do có diện tích lớn
	- Các thương hiệu chính tại Việt Nam:
	+ Big C là một thương hiệu lớn tại Việt Nam với khách hàng chính là người tiêu dùng cuối cùng + METRO Cash & Carry cũng là một thương hiệu lớn khác, tuy nhiên khách hàng chính chủ yếu là các nhà bán buôn
<b>Cửa hàng tiện lợi (Convenience stores)</b>	- Quy mô nhỏ và chủ yếu bán đồ dùng cho sinh hoạt cá nhân hàng ngày
	- Được xây dựng tại các địa điểm tiện lợi, dễ di chuyển nhưng có giá bán thường cao hơn
	- Cạnh tranh chủ yếu với các cửa hàng truyền thống tại Việt Nam
	Các thương hiệu chính tại Việt Nam: VinMart+, Circle K, Family Mart, 7 Eleven, Co.opFood và Shop & Go

(Nguồn: Colliers International)

Tính đến hết năm 2016, so với các nước trong khu vực, tổng diện tích sàn bán lẻ xây dựng tại 2 trọng điểm là Hà Nội và TP.HCM hiện đang còn ở mức khá thấp, mỗi trọng điểm chỉ đạt khoảng 1,8 triệu m<sup>2</sup> so với 13,7 triệu m<sup>2</sup> của Bangkok, Thái Lan và 10,7 triệu m<sup>2</sup> của Manila, Philippines. Những con số này cho thấy tiềm năng tăng trưởng của thị trường bất động sản bán lẻ tại Việt Nam vẫn còn rất lớn.

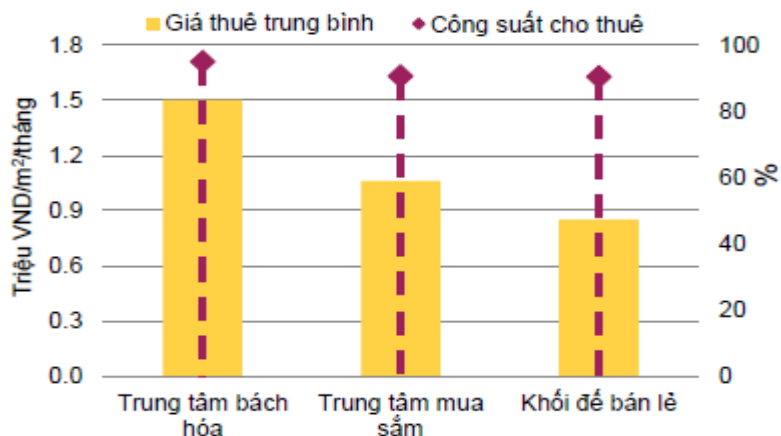




(Nguồn: EIU và Colliers International)

Xét riêng tại từng trọng điểm, tính đến hết quý 1/2018, tại TP.HCM, tổng nguồn cung bất động sản bán lẻ đạt hơn 1,2 triệu m<sup>2</sup> sàn với 73.000 m<sup>2</sup> sàn mới từ 3 siêu thị và 2 trung tâm mua sắm được khai trương. 3 dự án đóng cửa và 3 dự án đổi chức năng, tổng cộng giảm 39.200 m<sup>2</sup> sàn.

Giá thuê trung bình giảm nhẹ -1% theo quý. Công suất thuê trung bình giảm nhẹ -1 điểm % do nguồn cung mới tại khu vực ngoài trung tâm có giá thuê và công suất thuê thấp. Các thương hiệu thời trang mới và thương hiệu F&B quốc tế gia nhập và thay thế những thương hiệu kém thu hút.

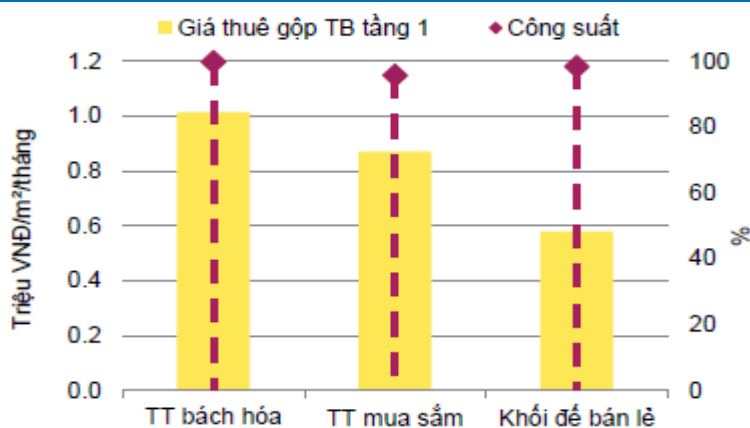


(Nguồn: Savills)

Tại TP Hà Nội, tổng nguồn cung bất động sản bán lẻ đạt xấp xỉ 1,3 triệu m<sup>2</sup>, ổn định so với quý trước và tăng 4,2% so với năm trước. Trong bốn năm qua, nguồn cung tăng trưởng bình quân 12,2%/năm.

Giá thuê trung bình tăng trệt tăng 0,4% theo quý trong khi công suất thuê giảm -1,2 điểm % theo quý, chủ yếu do sự biến động của phân khúc trung tâm thương mại. Khu vực Trung tâm ghi nhận hoạt động bất sôi nổi hơn trong khi khu vực phía Đông có hoạt động cải thiện.

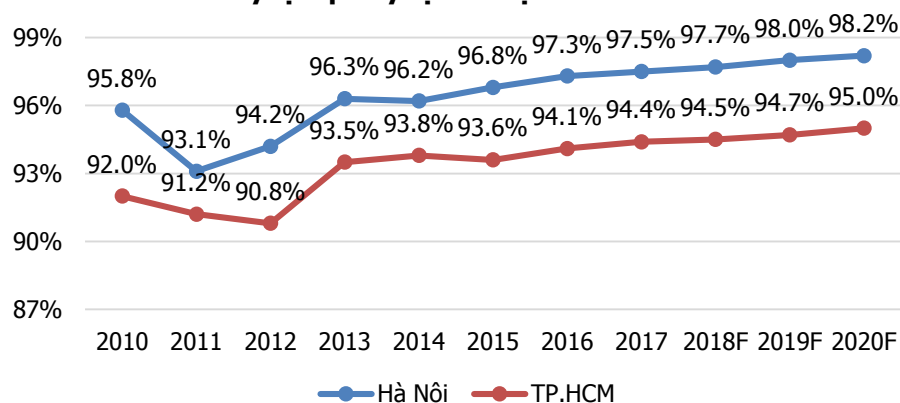
Đến năm 2020, có 18 dự án mới sẽ đi vào hoạt động với nguồn cung tổng cộng là 410.000 m<sup>2</sup>. Phần lớn nguồn cung bán lẻ tương lai nằm trong các tổ hợp nhà ở tại khu vực phía Tây.



(Nguồn: Savills)

Tỷ lệ lấp đầy trung bình của bất động sản bán lẻ tại Hà Nội và TP.HCM vẫn được duy trì ở mức trên 90% trong những năm gần đây nhờ vào vị trí đặc địa của các TTTM và sự gia tăng quy mô của các nhà bán lẻ trong nước cũng như sự xâm nhập thị trường của nhà bán lẻ quốc tế. Theo Colliers International, tỷ lệ lấp đầy được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng, đạt lần lượt 98,2% và 95% tại Hà Nội và TP.HCM vào năm 2020.

**Tỷ lệ lấp đầy tại Hà Nội và TP.HCM**



(Nguồn: Colliers International)

## Kết luận

Như vậy, thị trường bán lẻ và bất động sản bán lẻ Việt Nam đều rất tiềm năng và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong những năm sắp tới, mở ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp tham gia vào sân chơi này.

## Tổng quan Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE)

### Lịch sử hình thành và phát triển

- 11/04/2012: Công ty TNHH Vincom Retail được thành lập.
- 2013: Chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Vincom Retail và nhận chuyển nhượng 04 Trung tâm thương mại (TTTTM) Vincom từ Vingroup.
- 2014: Nhận chuyển nhượng Vincom Mega Mall Times City từ Vingroup và Khai trương TTTM Vincom Plaza Hạ Long.
- 2015: Khai trương 11 TTTM mới và mua lại 05 siêu thị Maximark.
- 2016: Ra mắt TTTM Vincom+ và Khai trương 10 TTTM mới.
- 06/2017: Khai trương 09 TTTM mới.
- 07/2017: Khai trương TTTM Vincom Plaza Hà Tĩnh.
- 25/10/2017: Niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

### Ngành nghề kinh doanh

- Cho thuê các trung tâm thương mại bán lẻ và các dịch vụ liên quan.
- Đầu tư và phát triển kinh doanh bất động sản.

### Các mô hình TTTM và BĐS do Vincom Retail quản lý vận hành

#### Hệ thống TTTM Vincom Center – Biểu tượng của đẳng cấp



Vincom Center tọa lạc tại các vị trí đặc địa tại các đô thị lớn, đông dân cư của Việt Nam với các thương hiệu hạng sang nổi tiếng trong nước và quốc tế, nhằm đến các khách hàng là hộ gia đình có thu nhập trên 20.000 đô la Mỹ/năm. Hiện tại Công ty sở hữu và vận hành 4 TTTM Vincom Center tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.

#### Quy mô của các TTTM mang thương hiệu Vincom Center

Vincom Center	2014	2015	2016	2017
<b>Số lượng TTTM</b>	2	3	4	4
<b>Tổng diện tích sàn bán lẻ xây dựng (m2)</b>	93.202	139.756	165.876	165.876

(Nguồn: BCB VRE 2017)

#### Hệ thống TTTM Vincom Mega Mall – Biểu tượng của phong cách sống mới



Vincom Mega Mall là các TTTM có quy mô lớn, hướng tới các đối tượng trung lưu với vị trí hấp dẫn tại các khu đô thị phức hợp, khu vực đông dân cư, mang đến hàng nghìn chủng loại hàng hóa và các phân khu giải trí - ẩm thực quy mô và độc đáo. Vincom Mega Mall hiện có 3 TTTM tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh.

#### Quy mô của các TTTM mang thương hiệu Vincom Mega Mall

Vincom Mega Mall	2014	2015	2016	2017
<b>Số lượng TTTM</b>	2	3	3	3
<b>Tổng diện tích sàn bán lẻ xây dựng (m2)</b>	335.749	395.147	395.147	395.147

(Nguồn: BCB VRE 2017)

#### Hệ thống TTTM Vincom Plaza – Điểm đến yêu thích hàng ngày của mọi gia đình



Vincom Plaza hướng tới các gia đình có thu nhập từ 3.000 đến 20.000 đô la Mỹ/năm tại các thành phố trẻ và khu vực ngoài trung tâm của Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Hiện tại, Vincom Retail sở hữu và vận hành 30 TTTM Vincom Plaza tại 21 tỉnh thành trên cả nước.

## Quy mô của các TTTM mang thương hiệu Vincom Plaza

Vincom Plaza	2014	2015	2016	2017
<b>Số lượng TTTM</b>	2	13	20	30
<b>Tổng diện tích sàn bán lẻ xây dựng (m2)</b>	69.673	297.570	433.954	571.516

(Nguồn: BCB VRE 2017)

## Hệ thống trung tâm mua sắm Vincom+ - Đón đầu và thay đổi xu hướng tiêu dùng của người dân địa phương

Hệ thống Vincom+ bao gồm các trung tâm mua sắm tại thị trấn, huyện và thị xã có quy mô từ 30.000 người trở lên, và hướng tới khách hàng là các hộ gia đình có thu nhập dưới 3.000 đô la Mỹ/năm. Vincom Retail đã ra mắt 9 trung tâm mua sắm Vincom+ tại 8 tỉnh thành trên cả nước.

## Quy mô của các TTTM mang thương hiệu Vincom+

Vincom+	2014	2015	2017
<b>Số lượng TTTM</b>	2	4	9
<b>Tổng diện tích sàn bán lẻ xây dựng (m2)</b>	18.109	27.679	57.072

(Nguồn: BCB VRE 2017)

## Bất động sản để bán

Vincom Retail phát triển nhà phố thương mại (shophouse) xung quanh một số TTTM Vincom Plaza, Vincom+. Ngoài ra, Công ty cũng 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 tiền phát triển các TTTM.

## Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu mới nhất của VRE cập nhật đến ngày 21/06/2018 như sau:

STT	Cơ cấu cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	Số lượng CP lưu hành	1.901.078.733	100%
2	Nắm giữ của cổ đông lớn	1.243.125.313	66%
	<i>Cổ đông lớn trong nước</i>	<i>1.119.130.118</i>	<i>59%</i>
	<i>Cổ đông lớn nước ngoài</i>	<i>123.995.195</i>	<i>7%</i>
3	Nắm giữ của Ban lãnh đạo và những người có liên quan	0	0%
4	Khác	657.953.420	34%

## \*Danh sách Cổ đông lớn của VRE:

STT	Tên cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển đô thị Sài Đồng	613.086.483	32,30%
2	Tập đoàn Vingroup - Công ty Cổ phần	349.155.185	18,40%
3	Công ty Cổ phần Vinhomes	156.888.450	8,30%
4	WP Investments III B.V.	92.996.397	4,89%
5	Credit Suisse Singapore Branch	30.998.798	1,68%

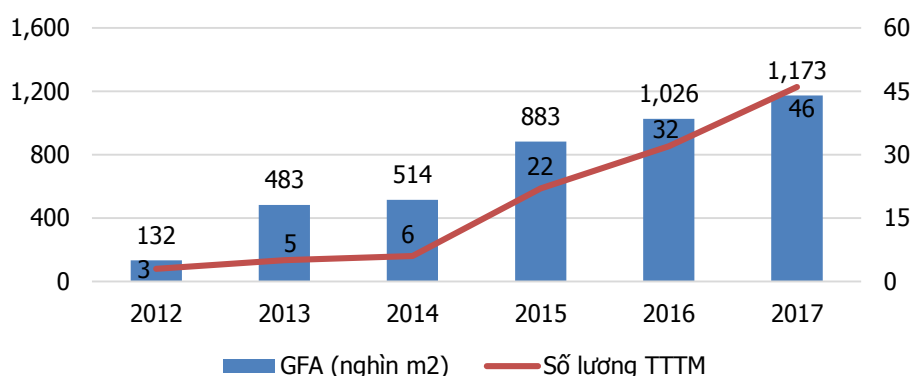
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

## Vị thế của Vincom Retail

### Là Nhà phát triển, sở hữu và vận hành TTTM bán lẻ lớn nhất Việt Nam

Khởi đầu với TTTM đầu tiên – Vincom Center Bà Triệu (Hà Nội) ra đời vào cuối năm 2004, đến hết ngày 28/2/2018, Vincom Retail đã sở hữu và vận hành 46 TTTM hiện diện tại 24 tỉnh thành trên cả nước. Riêng trong năm 2017, Vincom Retail đã bứt phá mạnh mẽ với việc khai trương 15 TTTM mới (10 Vincom Plaza và 5 Vincom+). Nhờ đó, Vincom Retail đã khẳng định vị thế là nhà phát triển, sở hữu và vận hành TTTM lớn nhất Việt Nam với 1,2 triệu m<sup>2</sup> tổng diện tích mặt bằng bán lẻ.

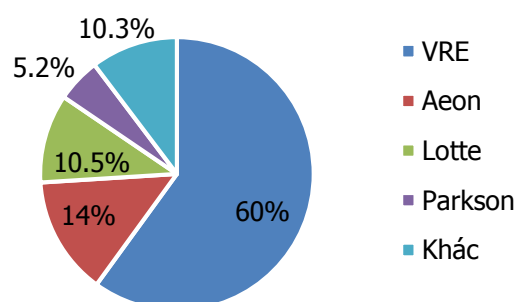
**Tổng diện tích mặt bằng bán lẻ và Số lượng TTTM của VRE**



(Nguồn: BCTN VRE, VNCS tổng hợp)

Theo Bloomberg và Colliers International Việt Nam (Công ty hàng đầu trong lĩnh vực dịch vụ bất động sản), Vincom Retail hiện đang nắm giữ 60% thị phần thị trường vận hành và cho thuê mặt bằng bán lẻ TTTM, theo sau là Aeon chiếm 14%, Lotte 10,5%, Lotte 10,5%, Parkson 5,2%. Điều này có nghĩa là miếng bánh thị phần của Vincom Retail đang lớn gấp 2 lần tổng thị phần của 3 đối thủ liền kề.

**Thị phần thị trường vận hành và cho thuê mặt bằng bán lẻ TTTM**



(Nguồn: Bloomberg, Colliers International, VNCS tổng hợp)

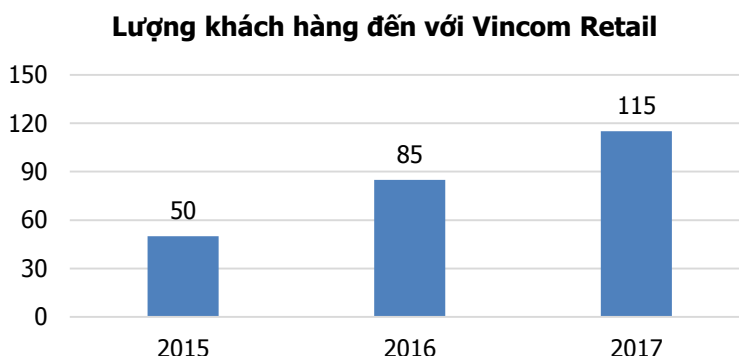
### Là Công ty vận hành nhiều mô hình TTTM nhất Việt Nam, đáp ứng nhu cầu đa dạng của các phân khúc người tiêu dùng tại Việt Nam

Bốn loại hình TTTM của Vincom Retail bao gồm: (1) TTTM Vincom Center với diện tích trung bình từ 40.000 đến 60.000 m<sup>2</sup>/TTTM; (2) TTTM Vincom Mega Mall với diện tích trung bình từ 60.000 đến 150.000+ m<sup>2</sup>/TTTM; (3) TTTM Vincom Plaza với diện tích trung bình từ 10.000 đến 40.000 m<sup>2</sup>/TTTM và (4) Trung tâm mua sắm Vincom+ với diện tích trung bình khoảng 5.000 m<sup>2</sup>/TTTM.

Vận hành và quản lý 4 mô hình TTTM khác nhau tại nhiều tỉnh thành trên cả nước, Vincom Retail có nhiều loại hình bất động sản bán lẻ nhất tại Việt Nam,

có thể đáp ứng đa dạng các nhu cầu mua sắm của nhiều thành phần kinh tế - xã hội tại nhiều khu vực địa lý khác nhau. Nhờ đó, lượng khách hàng đến với hệ thống TTTM Vincom liên tục tăng qua các năm và đạt những con số kỉ lục.

*Đơn vị: Triệu lượt khách*



*(Nguồn: BCTN VRE 2017)*

**Là Công ty có thời gian triển khai, xây dựng các dự án được rút ngắn tối đa, luôn hoàn thành đúng hoặc nhanh hơn kế hoạch đề ra**

Nhờ đội ngũ nhân sự chuyên nghiệp, Công ty luôn hoàn thành việc xây dựng các dự án trong khoảng thời gian dự kiến, rút ngắn tối đa thời gian từ lúc được cấp phép xây dựng đến lúc đưa dự án vào vận hành.

#### Thời gian hoàn thành các dự án TTTM

Mô hình	Tổng diện tích cho thuê (m <sup>2</sup> )	Tổng thời gian thực hiện dự án (tháng)
<b>Vincom Center</b>	40.000 - 60.000	18 - 24
<b>Vincom Mega Mall</b>	60.000 - 150.000+	24+
<b>Vincom Plaza</b>	10.000 - 40.000	12+
<b>Vincom +</b>	5.000	6+

*(Nguồn: BCB 2017 VRE)*

Nhờ vào thế mạnh là phát triển và thiết kế các dự án, Công ty đã giành nhiều giải thưởng thiết kế trong những năm qua.

- 2012 và 2014: TTTM Vincom Mega Mall Royal nhận giải thưởng BĐS quốc tế "Nhà phát triển BĐS Bán lẻ tốt nhất tại Việt Nam" được trao bởi Euromoney.
- 2015: TTTM Vincom Mega Mall Times City cũng nhận giải "Nhà phát triển BĐS Bán lẻ tốt nhất tại Việt Nam".
- 2014 và 2015: Công ty nhận được giải thưởng "Nhà phát triển BĐS tốt nhất tại Việt Nam" – 1 giải thưởng BĐS cho khu vực Đông Nam Á.

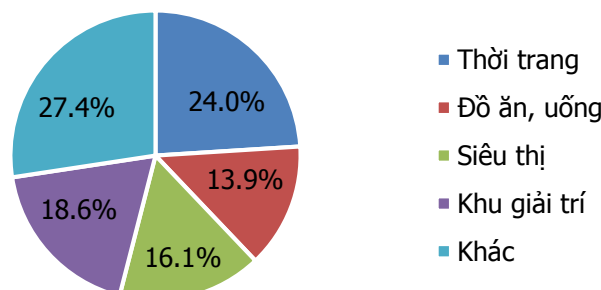
**Là nơi thu hút các thương hiệu hàng đầu trong nước và quốc tế**

Xét về khía cạnh phát triển thương hiệu, thương hiệu Vincom đã được vinh danh trong Top 3 thương hiệu mạnh nhất Việt Nam năm 2017 do Brand Finance bình chọn và lọt Top 5 thương hiệu có giá trị thương hiệu lớn nhất Việt Nam. Nhờ giá trị thương hiệu và chất lượng dịch vụ đã được khẳng định, Vincom Retail đã duy trì mối quan hệ hợp tác dài hạn với số lượng lớn nhà bán lẻ trong nước và quốc tế, với khoảng 1.000 khách thuê bán lẻ tại thời điểm 30/6/2017 và cũng tại thời điểm này, 28% số khách thuê mặt bằng của Công ty ký hợp đồng thuê mặt bằng tại 2 TTTM trở lên, nổi bật là hệ thống rạp chiếu phim CGV với sự hiện diện tại 14 TTTM.

Vincom Retail cũng trở thành địa chỉ được lựa chọn bởi các thương hiệu thời trang quốc tế lớn như Zara, H&M, Pull&Bear, Stradivarius, Massimo Dutti, Old

Navy, H Connect,...làm nới ra mắt người tiêu dùng Việt Nam trên toàn quốc trong năm 2017.

## Tỷ trọng các lĩnh vực thuê diện tích kinh doanh tại Vincom Retail



(Nguồn: VRE, VNCS tổng hợp)

### Là Công ty thu hút sự đầu tư mạnh mẽ nhất từ các nhà đầu tư trong nước và quốc tế

Giá trị doanh nghiệp của Vincom Retail còn được khẳng định thông qua sàn chứng khoán. Ngay trước khi cổ phiếu VRE chính thức lên sàn HOSE đã thu hút hơn 2 tỷ USD nhu cầu đặt mua từ các nhà đầu tư, gấp 3 lần khối lượng chào bán và trở thành khối lượng đặt mua cao nhất trong lịch sử thị trường chứng khoán Việt Nam. Đáng chú ý hơn là thương vụ chào bán VRE với giá trị giao dịch đạt kỷ lục 741 triệu USD đã được bình chọn là "Best private equity" – Giao dịch đầu tư vốn cổ phần tư nhân thành công nhất. Đây là thương vụ đầu tiên của một doanh nghiệp Việt được vinh danh tại hạng mục này, góp phần nâng cao vị thế Việt Nam trên thị trường vốn toàn cầu. Ông Philip Lee, Phó Chủ tịch Deutsche Bank khu vực Đông Nam Á nhận định: "Thương vụ chào bán cổ phần của Vincom Retail mang tính bước ngoặt, không chỉ về quy mô giao dịch kỷ lục mà còn bởi sự tham gia mạnh mẽ của các nhà đầu tư quốc tế, đặc biệt là các tổ chức toàn cầu vẫn tiếp tục giao dịch tích cực sau khi cổ phiếu Công ty được niêm yết".

Sau gần 1 tháng niêm yết, thị giá của cổ phiếu VRE đã tăng lên 20% (tính từ giá giao dịch thành công với các nhà đầu tư), đưa Vincom Retail trở thành một trong những công ty niêm yết có quy mô lớn nhất trên thị trường và là doanh nghiệp quản lý và vận hành TTTM chuyên nghiệp đầu tiên có cổ phiếu được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

### Kế hoạch hoạt động năm 2018

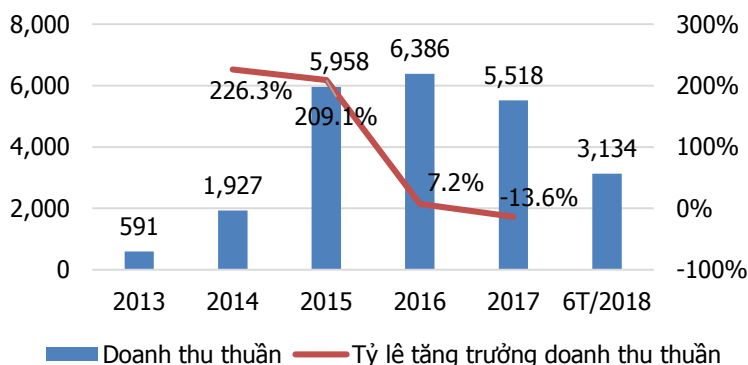
- Trong cuộc họp đại hội cổ đông thường niên năm 2018, Vincom Retail đặt mục tiêu tiếp tục là đơn vị tiên phong trong lĩnh vực phát triển, sở hữu và quản lý mặt bằng bán lẻ và duy trì thị phần số 1 Việt Nam.
- Về mục tiêu quy mô, Vincom Retail tiếp tục tăng độ phủ tại các tỉnh, thành phố, quận huyện, mở rộng hệ thống của mình tại 29 tỉnh thành trên cả nước bằng việc hoàn thành kế hoạch khai trương và vận hành khoảng 25 TTTM mới trong năm 2018. Trong đó, dự án TTTM Vincom Center Landmark 81 tại Vinhomes Center Park với đài quan sát trên cao hứa hẹn sẽ trở thành biểu tượng mới của ngành bán lẻ Việt Nam; và dự án TTTM Vincom Center Liễu Giai tại Vinhomes Metropolis sẽ là điểm kết nối giữa các quận trung tâm sầm uất tại Hà Nội.
- Về tỷ lệ lấp đầy mặt bằng bán lẻ tại các TTTM: tỷ lệ này đã được cải thiện từ 79% năm 2013 lên gần 90% trong năm 2017. Vincom Retail đặt mục tiêu tiếp tục duy trì tỷ lệ này trong năm 2018.

## CẬP NHẬT VÀ ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HĐKD CỦA VINCOM RETAIL

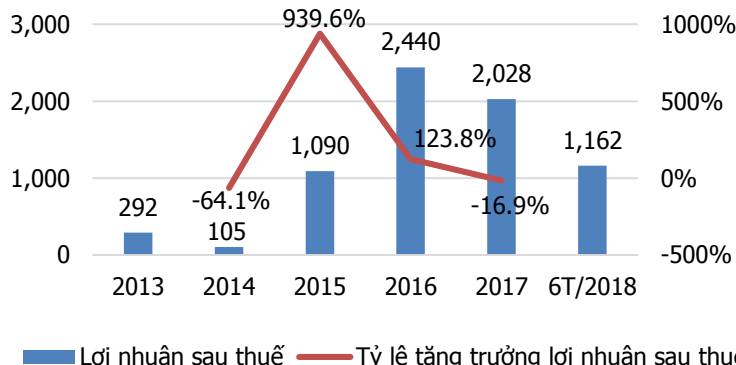
### Hoạt động kinh doanh tăng trưởng trở lại sau tái cơ cấu

Kết quả hoạt động kinh doanh 5 năm gần đây nhất của Vincom Retail cho thấy sự tăng trưởng tích cực của các chỉ tiêu sinh lời. Doanh thu thuần tăng từ 591 tỷ đồng năm 2013 lên 5.518 tỷ đồng năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép rất cao với 74,8%. Tuy nhiên, kết thúc năm 2017, VRE ghi nhận mức giảm 14% doanh thu thuần do sự sụt giảm của doanh thu từ hoạt động chuyển nhượng bất động sản so với năm trước đó. Năm 2016 Vincom Retail thu được trên 2.500 tỷ đồng doanh thu chuyển nhượng bất động sản chủ yếu nhờ bán bất động sản ở dự án Vincom Nguyễn Chí Thanh và các shophouse ở dự án Imperia Hải Phòng. Đến năm 2017, Công ty tập trung chính vào mảng cho thuê bất động sản đầu tư khiến doanh thu chuyển nhượng chỉ còn 923 tỷ đồng. Ngoài ra, trong năm 2017, doanh thu tài chính giảm và lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết cũng giảm do vào tháng 6/2017 VRE đã chuyển nhượng toàn bộ 32,5% cổ phần Tân Liên Phát cho Công ty TNHH Sản xuất và Kinh doanh Vinfast. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh năm 2018 được dự báo sẽ ổn định và tăng trưởng trở lại.

**Doanh thu thuần và tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần**



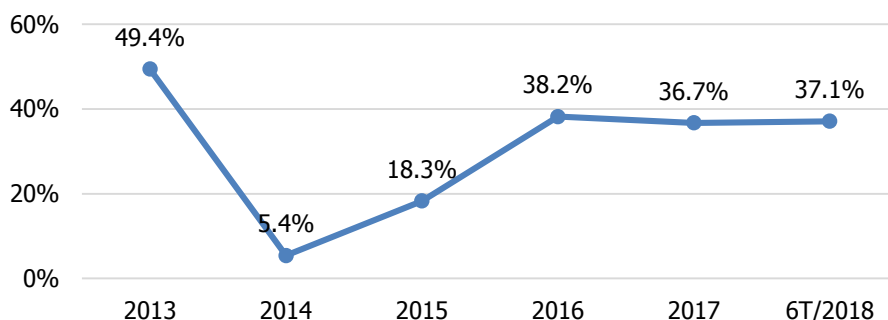
**Lợi nhuận sau thuế và tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế**



(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

Lợi nhuận sau thuế đạt mức tăng trưởng mạnh hơn khi tăng từ 292 tỷ đồng năm 2013 lên 2.028 tỷ đồng năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 62%/năm. Tuy nhiên, năm 2014, lợi nhuận sau thuế của Vincom Retail giảm mạnh do vào năm này, Công ty bắt đầu phát sinh các khoản nợ lớn phục vụ cho hoạt động kinh doanh của mình. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 cũng giảm nhẹ do doanh thu giảm và lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết giảm. Theo định hướng phát triển của Công ty, lợi nhuận sau thuế được dự báo sẽ tăng trở lại vào năm 2018.

**Biên lợi nhuận sau thuế**



(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)



Bước sang năm 2018, kết thúc quý 2 năm 2018, Vincom Retail đã đạt được những kết quả khả quan:

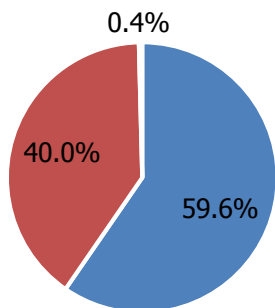
- Doanh thu thuần: 3.134 tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ năm 2017 và đạt 40% kế hoạch năm).
- Lợi nhuận sau thuế: 1.162 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ năm 2017 và đạt 46% kế hoạch năm).
- Tính tới ngày 30 tháng 06 năm 2018, Vincom Retail có 51 trung tâm thương mại (TTTTM) đang hoạt động tại 28 tỉnh và thành phố trên toàn quốc.
- Cũng trong quý 2 năm 2018, Vincom Retail đã và đang khẩn trương chuẩn bị cho việc khai trương 9 dự án TTTM trong quý 3 năm 2018 tại các tỉnh thành là Sơn La, Nghệ An, Tân Bình – TP.HCM, Thái Nguyên, Nha Trang, Bắc Ninh, Lạng Sơn, Hà Nam và đặc biệt là khai trương TTTM Vincom Center Landmark 81. Sau khi khai trương thêm 9 TTTM này, mạng lưới của Vincom Retail dự kiến đạt 60 TTTM, hiện diện tại 34 tỉnh thành trên toàn quốc và có tổng diện tích sàn bán lẻ xây dựng khoảng 1,4 triệu m<sup>2</sup>.

Như vậy, những số liệu đạt được trong 6 tháng đầu năm 2018 đã cho thấy sự hồi phục và tăng trưởng trở lại trong kết quả kinh doanh của Vincom Retail. Ban lãnh đạo Vincom Retail đã đề ra kế hoạch kinh doanh tăng trưởng cao cho cả năm 2018 như sau:

- Doanh thu thuần: 8.000 tỷ đồng (tăng 45% so với thực hiện năm 2017)
- Lợi nhuận sau thuế: 2.500 tỷ đồng (tăng 23% so với thực hiện năm 2017)

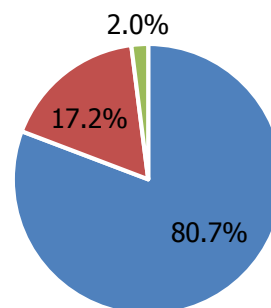
Xét về cơ cấu doanh thu của VRE:

**Cơ cấu doanh thu 2016**



- DT cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan
- DT chuyển nhượng BĐS
- DT khác

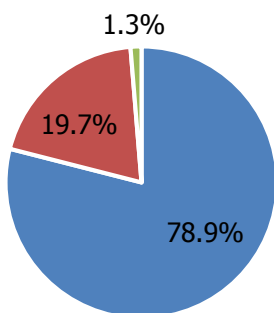
**Cơ cấu doanh thu 2017**



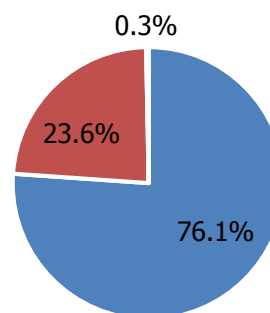
- DT cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan
- DT chuyển nhượng BĐS
- DT khác

Về cơ cấu lợi nhuận gộp của VRE:

**Cơ cấu lợi nhuận gộp 2016**



**Cơ cấu lợi nhuận gộp 2017**



- LN cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan
- LN chuyển nhượng BĐS
- LN khác

- LN cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan
- LN chuyển nhượng BĐS
- LN khác

(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

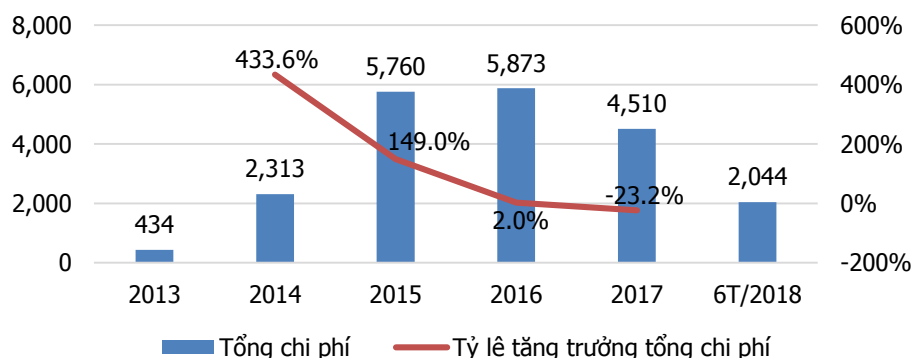
Doanh thu, lợi nhuận của VRE đến từ 3 nguồn: (1) từ cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan, (2) từ chuyển nhượng bất động sản, (3) từ nguồn khác. Trong đó, doanh thu và lợi nhuận từ cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất – trên 60% tổng doanh thu và lợi nhuận mỗi năm. Điều này khẳng định hoạt động cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan luôn là hoạt động mũi nhọn của VRE.

Trong quý 2 năm 2018, doanh thu cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan đạt 1.352 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ năm 2017. Doanh thu chuyển nhượng bất động sản đạt 156 tỷ đồng, giảm 36% so với cùng kỳ năm 2017 do thời điểm bàn giao bất động sản năm 2018 dồn vào 6 tháng cuối năm 2018.

### Chi phí có xu hướng giảm dần

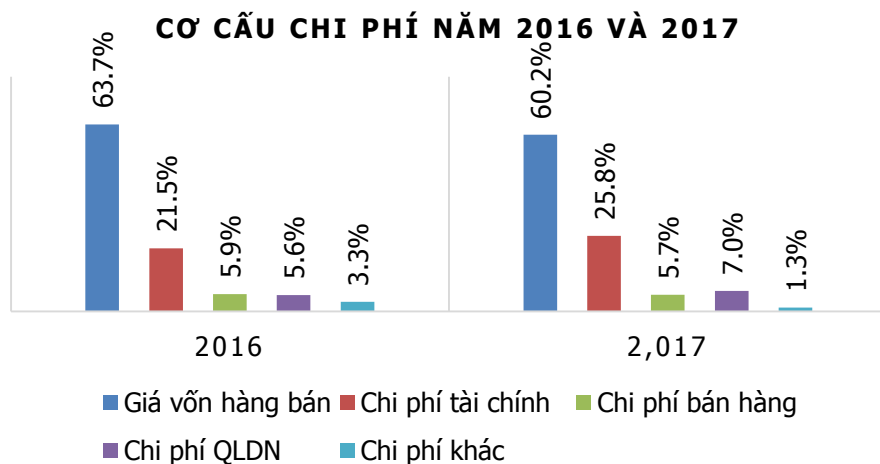
Về chi phí, tổng chi phí của Vincom Retail tăng trưởng chậm lại vào năm 2016 và bắt đầu có xu hướng giảm dần từ năm 2017. Số liệu tính đến hết quý 2 năm 2018 cũng minh chứng cho xu hướng giảm này. Chi phí giảm trong khi doanh thu vẫn tiếp tục tăng là một tín hiệu tốt cho hiệu quả kinh doanh của Vincom Retail.

**Tổng chi phí và tỷ lệ tăng trưởng tổng chi phí**



(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

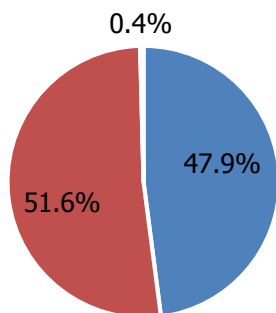
Xét về cơ cấu chi phí, cơ cấu chi phí của VRE không có biến động lớn qua các năm khi giá vốn hàng bán luôn là khoản chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí, từ 60% trở lên. Đứng thứ 2 là chi phí tài chính do chi phí lãi vay khá cao, năm 2017 chi phí lãi vay đã giảm nhưng chi phí tài chính vẫn cao do VRE ghi nhận khoản lỗ từ thanh lý khoản đầu tư vào công ty liên kết Tân Liên Phát. Các chi phí còn lại chiếm tỷ trọng nhỏ, chỉ dưới 7% và không có sự biến động lớn qua các năm.



(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

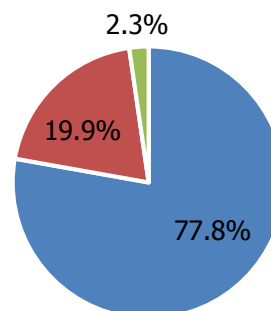
Xét riêng trong “Giá vốn hàng bán”, năm 2016, giá vốn chuyển nhượng bất động sản chiếm tỷ trọng cao nhất do trong năm 2016 VRE vẫn tập trung vào cả dịch vụ cho thuê và chuyển nhượng bất động sản. Tuy nhiên, đến năm 2017, VRE tập trung chính vào dịch vụ cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan nên giá vốn của hoạt động này tăng vọt – chiếm 78% tổng giá vốn hàng bán năm 2017. Giá vốn của hoạt động khác luôn chiếm tỷ trọng rất nhỏ, không đáng kể. Như vậy, cơ cấu giá vốn này thể hiện đúng chiến lược phát triển của VRE trong những năm vừa qua.

**Giá vốn hàng bán 2016**



- GV cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan
- GV chuyển nhượng BĐS
- GV khác

**Giá vốn hàng bán 2017**



- GV cho thuê BĐS đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan
- GV chuyển nhượng BĐS
- GV khác

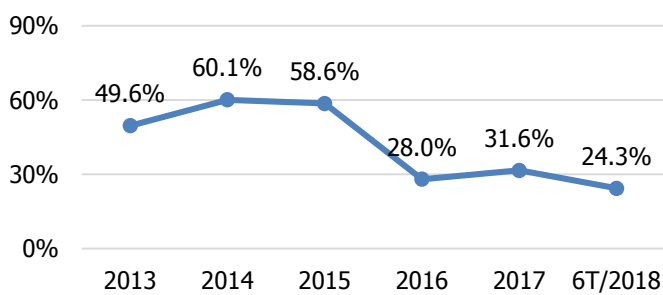
(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

## Sức khỏe tài chính tích cực

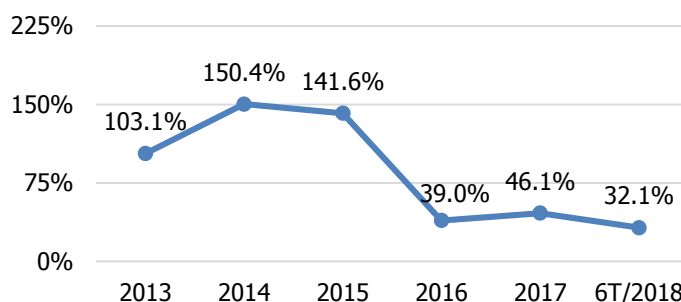
Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của VRE đều tăng trưởng trong 5 năm gần đây nhất. Tổng tài sản của VRE tăng từ 19.192 tỷ đồng năm 2013 lên 38.133 tỷ đồng

năm 2017, đạt mức tăng trưởng cao nhất 57% vào năm 2014. Vốn chủ sở hữu cũng tăng từ 9.234 tỷ đồng năm 2013 lên 26.094 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng cao nhất vào năm 2016 do vào năm này VRE huy động thêm vốn bằng việc phát hành thêm cổ phiếu phổ thông, đồng thời, tổng nợ vào năm này cũng giảm đến 54% khiến tỷ trọng tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở hữu chỉ còn gần một nửa so với năm trước. Đây là chiều hướng rất tích cực đối với sức khỏe tài chính của VRE. Đến năm 2017, các tỷ trọng này có tăng nhẹ do tổng nợ có tốc độ tăng nhanh hơn vốn chủ sở hữu và tổng tài sản. Lí do là bởi năm 2017, VRE phải thanh toán khoản "Trái phiếu doanh nghiệp dài hạn đến hạn trả" (Trái phiếu có giá trị ghi sổ là 2.800 tỷ VND bao gồm 2.800 trái phiếu, được tư vấn phát hành vào ngày 18 tháng 6 năm 2015 với kỳ hạn 3 năm). Mức tăng này không ảnh hưởng nhiều đến tình hình tài chính của VRE và VRE vẫn khẳng định được mình luôn đủ tiềm lực tài chính để chủ động tối đa trong hoạt động kinh doanh của mình. Bước sang năm 2018, VRE đã cân bằng lại được tỷ trọng tổng nợ khiến tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở hữu đều giảm xuống mức thấp nhất từ trước đến nay. Điều này càng khẳng định sự tích cực trong sức khỏe tài chính của VRE.

**Tổng nợ/Tổng tài sản**



**Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu**

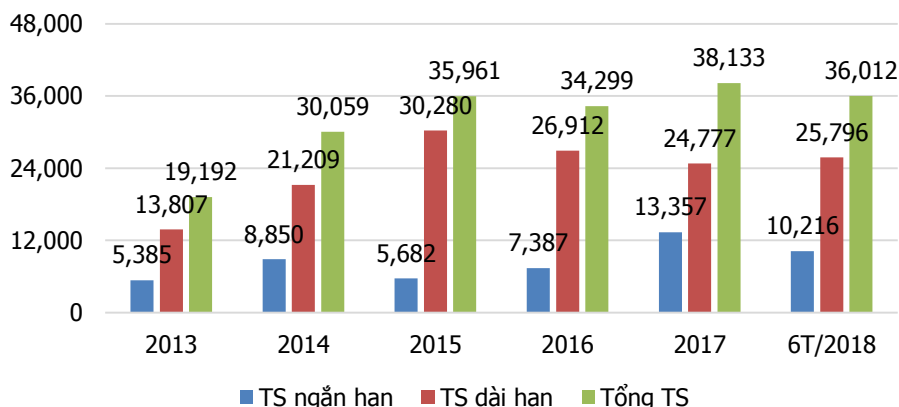


(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu tài sản năm tài chính gần nhất 2017, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng trên tổng tài sản lớn hơn nhiều tài sản ngắn hạn do đặc thù hoạt động kinh doanh của VRE dẫn đến khoản "bất động sản đầu tư" có giá trị rất lớn, chiếm đến 82% tổng tài sản dài hạn. Về tài sản ngắn hạn, cơ cấu tài sản ngắn hạn ổn định và an toàn khi tỷ trọng lớn nhất nằm ở "các khoản phải thu" và "tài sản lưu động".

Đơn vị tính: Tỷ đồng

**Cơ cấu tài sản**



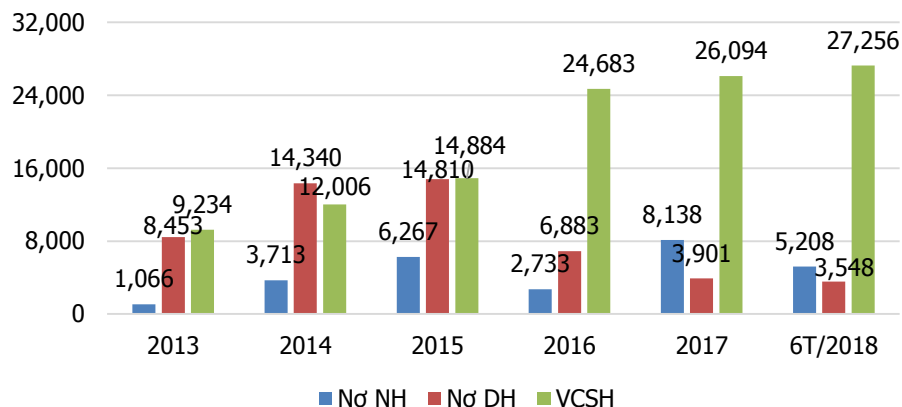
(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

Xét về nguồn vốn năm tài chính gần nhất 2017, cơ cấu nguồn vốn của VRE đang ở trạng thái an toàn hơn so với những năm 2015 trở về trước khi tổng nợ tiếp

tục giảm và vốn chủ sở hữu tiếp tục tăng. Cho đến hiện tại, giá trị vốn chủ sở hữu đã lớn hơn giá trị tổng nợ, cho ta thấy VRE ngày càng chủ động nhiều hơn về mặt tài chính của mình.

Đơn vị tính: Tỷ đồng

### Cơ cấu nguồn vốn



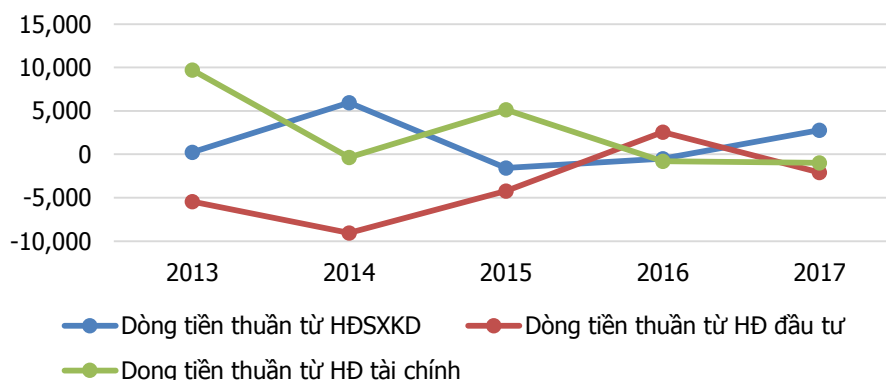
(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

### Dòng tiền hoạt động hiệu quả

Về các dòng tiền hoạt động trong 5 năm gần đây nhất:

Đơn vị tính: Tỷ đồng

### Dòng tiền hoạt động



(Nguồn: BCTC VRE, VNCS tổng hợp)

Chúng tôi đánh giá dòng tiền hoạt động của VRE ở mức tích cực. Dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh hầu hết đều dương, chỉ âm ở năm 2015 do vào năm này Công ty thanh toán các khoản phải trả lớn. Đến năm 2016 dòng tiền này đã được cải thiện, từ giá trị - 1.587 tỷ đồng năm 2015 chỉ còn -484 tỷ đồng năm 2016 và năm 2017 đã đạt giá trị dương trở lại. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư âm chủ yếu do VRE đầu tư vào các công ty khác hoặc sử dụng tiền để "mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác" phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính đạt giá trị âm hoặc dương đều do thay đổi của dòng tiền vay và việc trả gốc vay cho các khoản vay của Công ty. Như vậy, cả 3 dòng tiền của VRE đều phù hợp với định hướng và kế hoạch phát triển của Công ty, không có những diễn biến bất ổn hay tiêu cực.

### KHUYẾN NGHỊ

Qua đánh giá kết quả kinh doanh của VRE trong những năm vừa qua và 6 tháng đầu năm năm 2018 cùng việc nhận biết được định hướng phát triển rõ ràng trong tương lai của Công ty này, chúng tôi đánh giá khả năng hoàn thành tốt kế

hoạch kinh doanh năm 2018 của VRE, tương ứng với mức EPS dự kiến năm 2018 là 1.315 VNĐ.

Chúng tôi chọn 5 công ty cùng ngành trong khu vực để thực hiện so sánh định giá cho cổ phiếu VRE như sau (các số liệu được thu thập tại ngày 16/7/2018):

Mã Bloomberg	Tên Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B	P/S
<b>CPN TB</b>	Central Pattana PCL	Thái Lan	10.060	24,6	5,2	11,4
<b>SMPH PM</b>	SM Prime Holdings Inc	Philippines	19.930	37,3	4,1	11,3
<b>5904 TT</b>	Poya International Co Ltd	Đài Loan	1.053	20,9	7,9	2,4
<b>3086 JP</b>	J Front Retailing Co Ltd	Nhật Bản	3.870	15,1	1,1	1,0
<b>1622 HK</b>	Redco Group	Hồng Kông	2.140	16,6	3,8	2,1
<b>Trung bình</b>				<b>30,0</b>	<b>4,2</b>	<b>9,5</b>

(Nguồn: Bloomberg, VNCS tổng hợp)

Như vậy, bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E, chúng tôi thu được thị giá của cổ phiếu VRE là 40.000 VNĐ/CP kết hợp cùng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE với kết quả thị giá cổ phiếu VRE thu được là 44.000 VNĐ/CP. Vì vậy, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu VRE là 42.000 VNĐ/CP tương ứng với P/E đạt 32 lần. Mức định giá này của chúng tôi tương đương thị giá hiện tại của VRE là 42.000 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu VRE cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM RETAIL

**Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)**

KẾT QUẢ KINH DOANH	2014	2015	2016	2017	Q1/2018
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.927	5.958	6.386	5.518	1.618
Giá vốn hàng bán	702	3.951	3.743	2.717	817
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.226	2.007	2.642	2.801	801
Doanh thu hoạt động tài chính	597	740	1.244	587	187
Chi phí tài chính	1.392	1.273	1.261	1.166	132
Chi phí bán hàng	74	176	349	256	60
Chi phí quản lý doanh nghiệp	101	227	327	314	96
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	256	1.296	2.732	2.193	700
Lợi nhuận khác	25	31	-144	-24	2
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh	25				
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	306	1.327	2.588	2.169	702
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	105	1.090	2.440	2.028	541
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	105	1.090	2.437	2.027	541

**Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)**

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2014	2015	2016	2017	Q1/2018
Tài sản ngắn hạn	8.365	5.682	7.387	13.357	13.340
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.079	396	1.698	1.422	1.405
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	2.496			60	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.048	1.938	3.340	4.053	3.886
Hàng tồn kho	2.043	1.483	683	1.817	1.969
Tài sản ngắn hạn khác	699	1.864	1.666	6.006	6.019
Tài sản dài hạn	21.536	30.228	26.912	24.777	24.780
Tài sản cố định	13	45	399	171	168
Bất động sản đầu tư	9.215	15.320	16.579	20.401	20.183
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	5.956	3.654	4.029	1.830	1.830
Tổng cộng tài sản	29.901	35.910	34.299	38.133	38.120
Nợ phải trả	18.073	21.026	9.616	12.039	11.484
Nợ ngắn hạn	3.713	6.215	2.733	8.138	7.564
Nợ dài hạn	14.360	14.810	6.883	3.901	3.920
Vốn chủ sở hữu	11.772	14.884	24.683	26.094	26.636
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	12.011	14.172	21.092	19.011	19.011
Thặng dư vốn cổ phần	71	98	1.788	4.324	4.324
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	-310	512	1.831	2.787	3.328
Lợi ích của cổ đông thiểu số	56				
Tổng cộng nguồn vốn	29.901	35.910	34.299	38.133	38.120

## Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	Q1/2018
<b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu</b>						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	1.201	1.417	2.109	1.901	1.901
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	1.201	1.417	2.109	1.901	1.901
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	9.950	10.451	11.688	13.710	13.995
Doanh số/CP	VNĐ	1.605	4.204	3.028	2.903	3.007
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	9.995	10.493	11.686	13.708	13.993
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu	VNĐ	4.971	-1.120	-229	1.473	1.255
EPS cơ bản	VNĐ	87	769	1.155	1.066	970
Hệ số beta		0,00	0,00	0,00	0,00	1,21
<b>Tiềm lực tài chính</b>						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0,29	0,06	0,62	0,17	0,19
Tỷ suất thanh toán nhanh		1,51	0,37	1,84	0,67	1,50
Tỷ suất thanh toán hiện thời		2,38	0,91	2,70	1,64	1,76
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0,82	0,93	0,24	0,12	0,12
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0,33	0,39	0,17	0,08	0,08
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH		0,85	0,96	0,24	0,23	0,22
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản		0,34	0,40	0,17	0,16	0,16
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0,31	0,42	0,11	0,31	0,28
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0,12	0,17	0,08	0,21	0,20
Tổng công nợ/Vốn CSH		1,50	1,42	0,39	0,46	0,43
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0,60	0,59	0,28	0,32	0,30
<b>Tài chính hiện nay</b>						
EBIT	Tỷ VNĐ	1.051	1.604	1.966	2.231	2.235
EBITDA	Tỷ VNĐ	1.374	1.920	2.703	3.168	3.230
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	63,58%	33,68%	41,38%	50,76%	49,35%
Tỷ suất EBITDA	%	71,30%	32,23%	42,32%	57,40%	56,50%
Tỷ suất EBIT	%	54,53%	26,92%	30,79%	40,44%	39,10%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	%	15,87%	22,27%	40,53%	39,30%	36,20%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	14,59%	21,75%	42,79%	39,73%	36,57%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	5,44%	18,29%	38,20%	36,74%	32,27%
Hệ số quay vòng tài sản		0,08	0,18	0,18	0,15	0,15
Hệ số quay vòng vốn CSH		0,18	0,44	0,32	0,22	0,22
<b>Hiệu quả quản lý</b>						
ROE%	%	0,99%	8,11%	12,32%	7,99%	7,18%
ROA%	%	0,43%	3,30%	6,94%	5,60%	4,96%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		13,01	14,94	8,90	7,90	3,87
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	28	24	41	46	94
Hệ số quay vòng HTK		0,69	2,24	3,46	2,15	1,75
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	532	163	106	170	208
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		8,11	4,53	3,65	3,58	3,48



Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	45	81	100	102	105
<b>Định giá</b>						
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	54.048	63.775	94.913	85.549	85.549
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	63.132	77.619	99.176	90.101	90.125
P/E		515,12	58,52	38,95	42,20	46,38
P/E pha loãng		515,12	58,52	38,95	42,20	46,38
P/B		4,52	4,31	3,85	3,28	3,22
P/S		28,04	10,70	14,86	15,50	14,97
P/Tangible Book		4,50	4,29	3,85	3,28	3,22
P/Cash Flow		9,05	-40,17	-196,13	30,56	35,86
Giá trị doanh nghiệp/Doanh số		32,75	13,03	15,53	16,33	15,77
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA		45,94	40,42	36,69	28,45	27,91
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		60,06	48,40	50,45	40,38	40,33

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS: [vncs.research@vn-cs.com](mailto:vncs.research@vn-cs.com)

Người thực hiện: **Trần Vũ Phương Liên**  
Chuyên viên Phân tích  
Email: [lientvp@vn-cs.com](mailto:lientvp@vn-cs.com)

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS

### Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu  
Email: [ngocdb@vn-cs.com](mailto:ngocdb@vn-cs.com)

### Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

#### Nguyễn Đức Minh

Chuyên viên Phân tích Cao cấp  
Email: [minhnd@vn-cs.com](mailto:minhnd@vn-cs.com)

#### Trần Vũ Phương Liên

Chuyên viên phân tích  
Email: [lientvp@vn-cs.com](mailto:lientvp@vn-cs.com)

### Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

#### Lưu Chí Kháng

Chuyên viên Phân tích Cao cấp  
Email: [khanglec@vn-cs.com](mailto:khanglec@vn-cs.com)

#### Nguyễn Vĩnh Long

Chuyên viên phân tích  
Email: [longnv@vn-cs.com](mailto:longnv@vn-cs.com)

#### Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích  
Email: [duongvt@vn-cs.com](mailto:duongvt@vn-cs.com)

#### Đỗ Thị Hương

Trợ lý Phân tích  
Email: [huongdt@vn-cs.com](mailto:huongdt@vn-cs.com)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) 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	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS 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 VNCS. 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 VNCS.

## TRỤ SỞ VNCS

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội  
ĐT: + 84 24 3926 0099  
Webiste: [www.vn-cs.com](http://www.vn-cs.com)