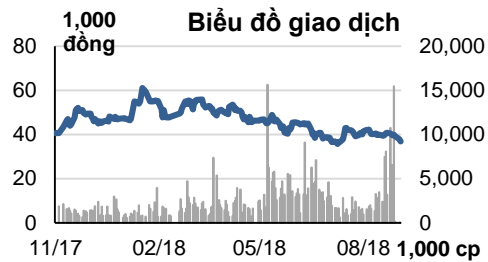


VRE (HOSE)

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Bất Động Sản

Giá thị trường (VND):	37,000
Giá mục tiêu (VND):	44,400
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	20%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	0%
Suất sinh lợi bình quân năm:	20%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-21%	-12%	-18%	N/A
Tương đối	-21%	-13%	-13%	N/A

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 05/09/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	35.7k-61.0k
SL lưu hành (triệu cp)	1,901
Vốn hóa (tỷ đồng)	70,435
Vốn hóa (triệu USD)	3,021
% khối ngoại sở hữu	31%
SL cp tự do (triệu cp)	1,901
KLGD TB 3 tháng (cp)	1,280,852
VND/USD	23,314
Index: VNIndex / HNX	968/110

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 05/09/2018

Công ty CP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Gòn	32.25%
Tập đoàn Vingroup	18.37%
Công ty cổ phần Vinhomes	8.25%

Nguồn: Stoxplus

Trần Thị Ngọc Mai

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457

mai.tt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

VRE – Phù sóng diện rộng

Quan điểm đầu tư:

- Thị trường bất động sản bán lẻ nội địa còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, mang về dòng tiền ổn định nhờ kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng cao, cơ cấu dân số vàng và tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh.
- Là công ty phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, với mạng lưới rộng cả nước. Đến thời điểm 31/07/2018 VRE vận hành 55 TTTM với 1.3 triệu GFA (chiếm khoảng 60% thị phần cho thuê tại HCM và Hà Nội, theo Colliers International tại 30/6/2017) và nhiều mô hình đáp ứng được nhu cầu đa dạng của các phân khúc tiêu dùng.
- Được sự hỗ trợ mạnh về quỹ đất và uy tín từ tập đoàn mẹ Vingroup.
- Năm 2018, VRE lên kế hoạch đạt 8,000 tỷ doanh thu thuần (+75% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 2,500 tỷ (+17% yoy).
- 1H2018, VRE đã hoàn thành 39% kế hoạch doanh thu và 46% chỉ tiêu lợi nhuận ròng cho cả năm; doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 3,133 tỷ đồng (+15% yoy) và 1,161 tỷ đồng (+6% yoy).

Rủi ro:

- Mở rộng mạng lưới và thị phần nhanh, vận hành hàng loạt các TTTM ở các tỉnh thành cấp 2. Để duy trì hiệu quả kinh doanh của một mạng lưới quy mô rộng khắp là thách thức không nhỏ với VRE khi Việt Nam đang quan ngại rủi ro đối với chu kỳ bất động sản cũng như thời gian tiêu dùng chưa kịp thay đổi.
- Được sự hỗ trợ lớn từ Tập đoàn mẹ Vingroup nên những rủi ro chính sách đối với Tập đoàn cũng là những rủi ro mà VRE có thể sẽ đối mặt.
- Các vị trí đắc địa đã được tận dụng xây dựng, việc tìm kiếm quỹ đất vàng tiếp tục là một bài toán đối với VRE.
- Doanh thu và lợi nhuận từ mảng chuyển nhượng bất động sản tại VRE biến động thất thường phụ thuộc vào việc bàn giao các dự án trong khi nguồn quỹ đất để phát triển nhà ở không đều, do đây không phải là mảng kinh doanh chính.
- Định giá cao P/E: 33x.

Định giá:

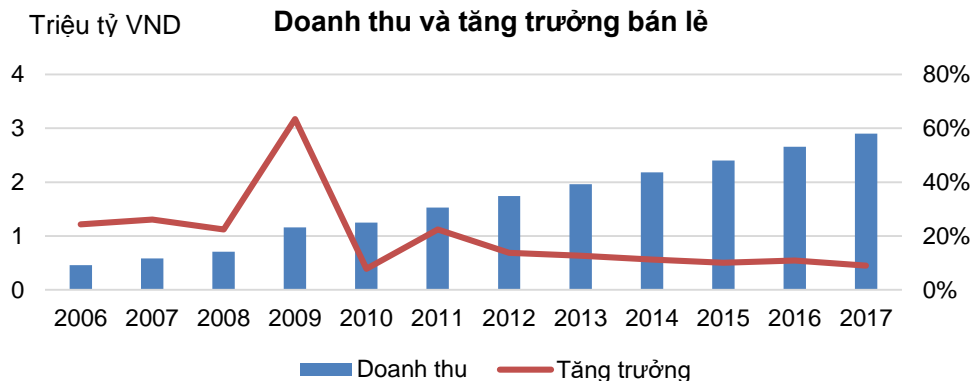
- Chúng tôi định giá VRE ở mức **44,400 đ/cp** tại cuối năm 2019. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt **20%** so với giá thị trường là 37,000 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	6,386	5,518	7,893	8,797
<i>Tăng trưởng (%)</i>	7%	-14%	43%	11%
LN hoạt động (tỷ đồng)	1,966	2,231	2,670	3,473
<i>Tăng trưởng (%)</i>	23%	14%	20%	30%
LN khác	1278	-102	13	13
LNST (tỷ đồng)	2,440	2,028	2,224	2,499
<i>Tăng trưởng (%)</i>	124%	-17%	10%	12%
SLCP lưu hành (triệu cp)	1517	1901	1901	1901
EPS (hiệu chỉnh, VND)	524	677	1,170	1,314
<i>Tăng trưởng (%)</i>	551%	29%	73%	12%
ROE (%)	12%	8%	8%	8%
Nợ ròng/VCSH (%)	7%	0%	17%	38%
P/E (x)	76.3	59.0	34.2	30.4
P/B (x)	1.5	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA (x)	28.7	24.0	22.1	18.7
Cổ tức (VND)	687	738	0	0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.6%	1.7%	0.0%	0.0%

1. Tổng quan thị trường bất động sản bán lẻ

1.1. Tổng quan môi trường vĩ mô

Năm 2017 là một năm phát triển sôi động của nền kinh tế Việt Nam với tăng trưởng GDP đạt 6.81% trong đó đóng góp hơn 40% nhờ sự tăng trưởng của ngành bán buôn, bán lẻ và dịch vụ theo Tổng cục thống kê Việt Nam (GSO). Doanh thu bán lẻ đạt 2.9 triệu tỷ đồng, tương đương 120 tỷ USD (+10.9% yoy).



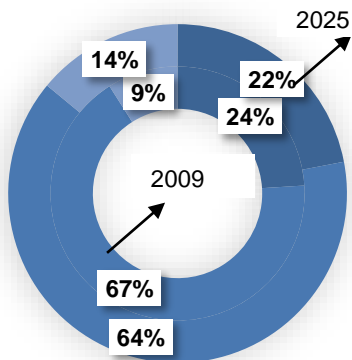
Nguồn: GSO & KISVN

Q1/2018 các yếu tố vĩ mô ổn định - động lực tăng trưởng cho ngành BĐS bán lẻ

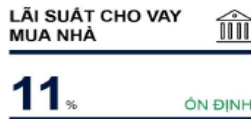
Điểm qua các chỉ số trong quý 1/2018, cho thấy các yếu tố vĩ mô đều ổn định. Theo Savills, quý 1/2018 là quý có tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất trong 10 năm gần đây với 7.38% và doanh thu bán lẻ cũng tăng lên đến 34.7 tỷ USD (+11% yoy). Theo dự báo của Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, tăng trưởng GDP năm 2018 của Việt Nam có thể đạt khoảng 6.5% - 6.8%.

Một số chỉ tiêu vĩ mô trong quý 1/2018 như sau:

Cơ cấu dân số Việt Nam



Nguồn: GSO 2016 & KISVN



● Giá trị ● Tăng trưởng năm

Nguồn: Savills & KISVN

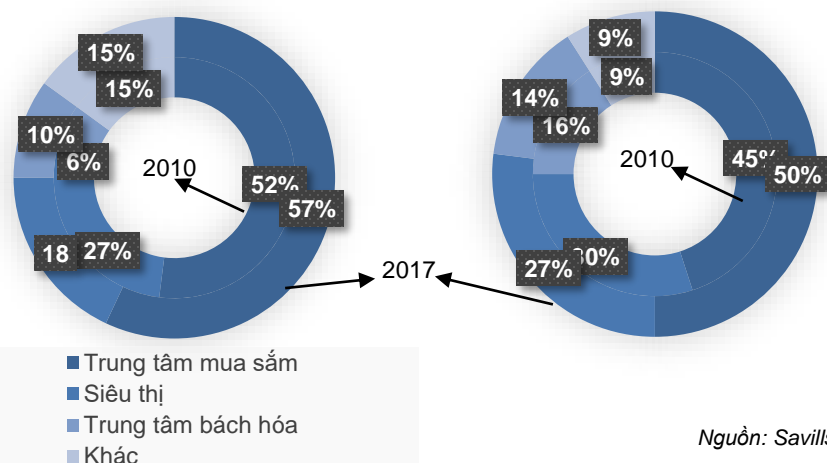
Việt Nam đang trong thời kỳ cơ cấu dân số vàng, với tỷ lệ dân số trong độ tuổi người lao động trên 60%. Cùng với thói quen tiêu dùng thay đổi về hướng kênh hiện đại, tốc độ đô thị hóa nhanh và làn sóng ngoại nhập đa dạng hóa sản phẩm dịch vụ đã và đang thúc đẩy sự phát triển mạnh mẽ của ngành bán lẻ nói chung và bất động sản bán lẻ nói riêng.

Bên cạnh đó, mật độ bán lẻ tại Hà Nội và TP.HCM lần lượt là 0.17 m2/người, và 0.13 m2/người, thấp so với các thành phố trong khu vực như Bangkok với 0.89 m2/người hay Jakarta 0.44 m2/người theo Savills, 2017. Như đã phân tích ở trên, các yếu tố vĩ mô vẫn là những động lực hỗ trợ tốt cho ngành bán lẻ, Việt Nam có tiềm năng phát triển đuổi kịp khu vực.

1.2. Thị trường bán lẻ phát triển nhanh hơn và phân hóa rõ hơn

Hà Nội và Hồ Chí Minh với tiềm năng phát triển mạnh về mảng bán lẻ. Trong đó trung tâm mua sắm chiếm lĩnh thị trường bán lẻ hiện đại (>50%) theo nghiên cứu của Savills năm 2017.

Cấu trúc bán lẻ tại Hà Nội **Cấu trúc bán lẻ tại Tp.HCM**



Nguồn: Savills & KISVN

Theo Savills, thị trường bất động sản bán lẻ có sự phân hóa rõ rệt. Tại Hà Nội, giá thuê tăng nhưng tỷ lệ lấp đầy giảm. Tổng nguồn cung khoảng 1.3 triệu m2 tăng 4,2% so với năm trước. Giá thuê trung bình tăng 0.4% trong khi tỷ lệ lấp đầy giảm 1.2 điểm % theo quý. Đến năm 2020, Savills ước tính sẽ có 18 dự án mới đi vào hoạt động với nguồn cung tổng cộng 410,000 m2.

Tại TP.HCM tổng nguồn cung khoảng hơn 1.2 triệu m2 sàn. Giá thuê trung bình giảm nhẹ 1% theo quý, do nguồn cung mới ở ngoài trung tâm có giá thuê và tỷ lệ lấp đầy thấp.

2. Tổng quan Vincom Retail

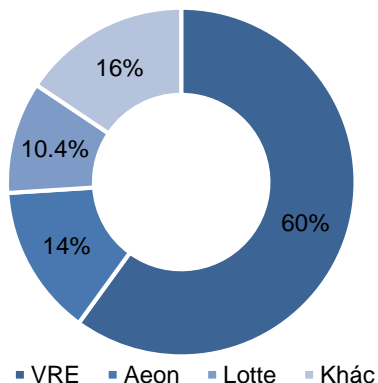
2.1. Đơn vị hàng đầu về cho thuê mặt bằng bán lẻ tại Việt Nam

Dẫn đầu về diện tích cho thuê

Thành lập vào năm 2012, với định hướng là đơn vị phát triển và vận hành hệ thống trung tâm thương mại (TTTM) mang thương hiệu Vincom của Tập đoàn Vingroup (HSX: VIC), Vincom Retail (HSX: VRE) trở thành thương hiệu bất động sản bán lẻ hàng đầu Việt Nam. Hiện nay, VRE đang quản lý vận hành cho thuê 55 TTTM với tổng diện tích mặt bằng bán lẻ GFA lên đến hơn 1.3 triệu m2 trên 30 tỉnh/thành phố lớn ở Việt Nam (số liệu tại 31/7/2018).

Theo báo cáo Nghiên cứu thị trường 6T2017 của Colliers International, VRE nắm giữ 60% thị phần cho thuê mặt bằng bán lẻ tại thành phố HCM và Hà Nội, tiếp theo đó là Aeon với 356,000 m2 tương đương 14% thị phần, Lotte 273,868 m2 chiếm khoảng 10,4%, còn lại khách hàng khác.

Thị phần bất động sản cho thuê tại HCM & HN tại 30/6/2017

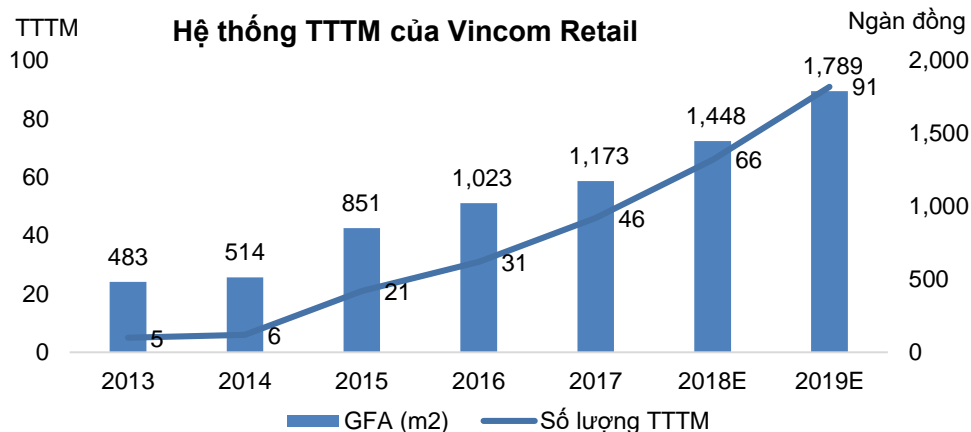


Nguồn VRE, Collier International, KISVN

VRE không ngừng mở rộng vận hành các TTTM mới

Tính đến 31/07/2018, công ty đang vận hành 55 TTTM và dự kiến trong năm 2018-2019 đưa vào hoạt động thêm 45 TTTM (Riêng trong năm 2018, sẽ vận hành khoảng 20 TTTM mới, 2019: 25 TTTM). Nổi bật nhất là 2 Vincom Center:

Vincom Center	GFA (sq.m)	Vận hành
Landmark 81, HCM	50,000	Q3/2018
Liễu Giai, Vinhomes Metropolis, HN	32,000	Q4/018



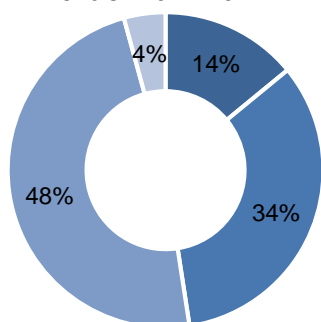
Nguồn: VRE & KISVN ước tính

VRE hiện đang phát triển 4 sản phẩm chính là Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+. Chi tiết về các mô hình kinh doanh cho thuê TTTM của VRE tại 31/7/2018 như sau:

	Vincom center	Vincom Mega Mall	Vincom Plaza	Vincom +	Tổng cộng
Số lượng	5	3	36	11	55
GFA, m2/TTTM	40,000 – 60,000	60,000 – 150,000+	10,000-40,000	5,000	
GFA, m2	214,516	395,148	642,843	58,503	1,311,010
Tỷ lệ lấp đầy	93.0%	88.0%	87.7%	73.6%	
Vị trí	Trung tâm HCM và HN	Thuộc quy hoạch khu phức hợp nhà ở tại HCM và HN	Ngoài trung tâm có mật độ dân số cao tại HN, HCM và một số tỉnh	Ngoài trung tâm có mật độ dân số trung bình tại HN, HCM và một số tỉnh	
Đối tượng khách hàng	Trên trung bình và cao cấp	Tất cả	Trung bình	Thấp và trung bình	

Nguồn: VRE & KISVN
Số liệu tại ngày 31/7/2018

GFA của các mô hình cho thuê năm 2017

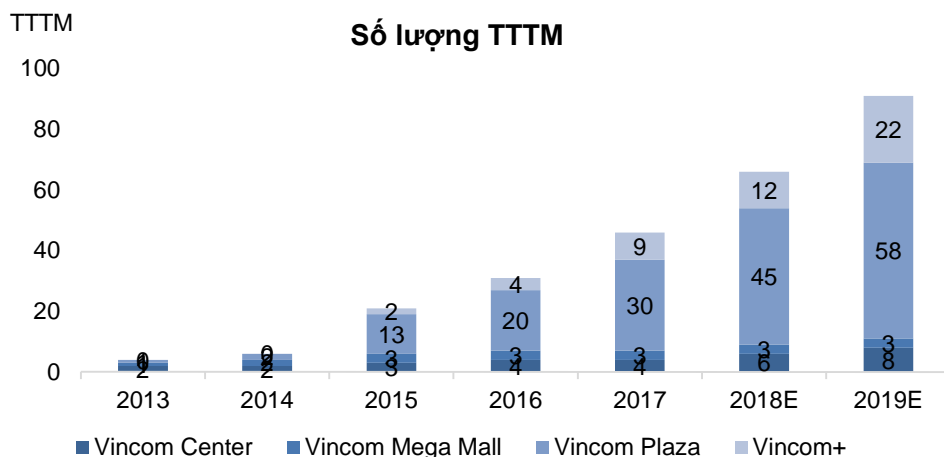


- Vincom Center
- Vincom Mega Mall
- Vincom Plaza
- Vincom+

Chiến lược tập trung vào tầng lớp trung lưu và bình dân trong những năm tới

Như đã đề cập ở trên, bốn sản phẩm của VRE gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ hướng đến những thị trường, những khách hàng khác nhau. Dựa trên số liệu chi tiết về số lượng loại hình TTTM vận hành trong các năm, có thể thấy rằng, xu hướng hiện tại VRE đang tập trung mở rộng là hệ thống Vincom Plaza và Vincom+. Nếu như xem Vincom Center là phân khúc giành cho người cao cấp, với thu nhập trên 20,000 USD/năm cùng các thương hiệu nổi tiếng thì Vincom Plaza hướng tới khách hàng có thu nhập trên 3,000 USD/năm và Vincom+ với thu nhập dưới 3,000 USD/năm.

Dưới đây là số lượng TTTM của VRE qua các năm:



Nguồn: VRE & KISVN ước tính

Phủ sóng các tỉnh thành

Tại 31/07/2018, VRE vận hành 55 TTTM với diện tích sàn GFA đạt 1.3 triệu m².

Cụ thể:

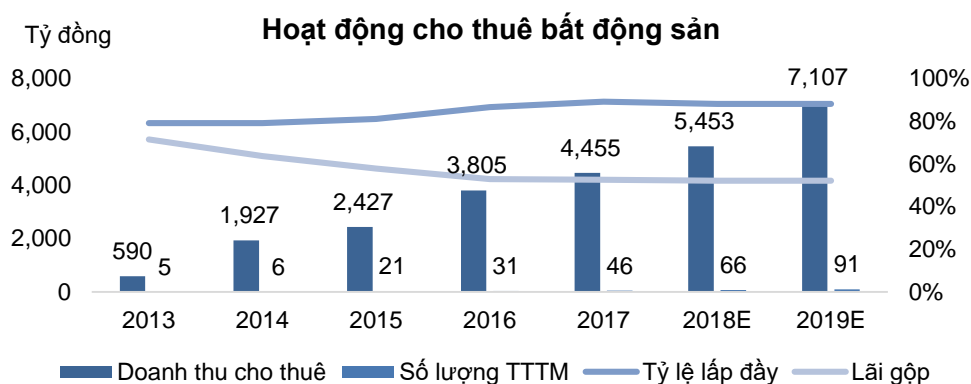
Số thứ tự	Tên TTTM	Tỉnh	GFA (m ²)	Khai trương
Vincom Centre	Bà Triệu	HN	42,489	2004
	Nguyễn Chí Thanh	HN	46,554	2015
	Nguyễn Ngọc Thạch	HN	26,120	2016
	Đồng Khởi	HCM	50,713	2010
Vincom Mega Mall	Royal City	HN	205,841	2013
	Times City	HN	129,908	2013
	Thảo Điền	HCM	59,398	2015
Vincom Plaza	Long Biên	HN	38,060	2011
	Bắc Từ Liêm	HN	21,259	2016
	Gò Vấp	HCM	23,014	2016
	Quang Trung	HCM	17,780	2015
	Thủ Đức	HCM	28,887	2015
	Lê Văn Việt	HCM	34,744	2016
	SaigonRes	HCM	6,987	2017
	Vincom Plaza Cộng Hòa	HCM	22,970	2015
	Vincom Plaza 3/2	HCM	22,589	2015
	Long Xuyên	An Giang	15,163	2015
	Thái Nguyên	Khánh Hòa	9,183	2015
	Tuy Hòa	Phú Yên	12,122	2017
	Ngô Quyền	Đà Nẵng	31,649	2015
	Buôn Ma Thuật	Đắk Lắk	13,195	2016
	Biên Hòa	Đồng Nai	25,785	2015
	Trà Vinh	Trà Vinh	11,426	2017
	Vĩnh Long	Vĩnh Long	11,470	2017
Lê Thánh Tông	Hải Phòng	16,151	2015	
Hùng Vương	Cần Thơ	16,021	2015	
Xuân Khánh	Cần Thơ	23,779	2016	
Việt Trì	Phú Thọ	21,719	2015	
Hạ Long	Quảng Ninh	31,613	2014	

	Lý Bôn	Thái Bình	13,980	2016
	Trần Phú	Bạc Liêu	6,413	2016
	Yên Bái	Yên Bái	12,120	2017
	Rạch Giá	Kiên Giang	15,146	2017
	Tuyên Quang	Tuyên Quang	11,141	2017
	Vị Thanh	Hậu Giang	12,120	2017
	Tuy Hòa	Phú Yên	N/A	2017
	Hà Huy Tập	Hà Tĩnh	20,454	2017
Vincom +	Quận 2	HCM	5,520	2016
	Nam Long	HCM	6,320	2017
	Cam Ranh	Khánh Hòa	7,583	2015
	Long Thành	Đồng Nai	4,050	2016
	Chí Linh	Hải Dương	4,049	2017
	Phan Rang	Ninh Thuận	10,526	2015
	Cộng Hòa	HCM	N/A	2017
	Ba Tháng Hai	HCM	N/A	2017
	Kỳ Anh	Hà Tĩnh	N/A	2017

Nguồn: VRE & KISVN ước tính

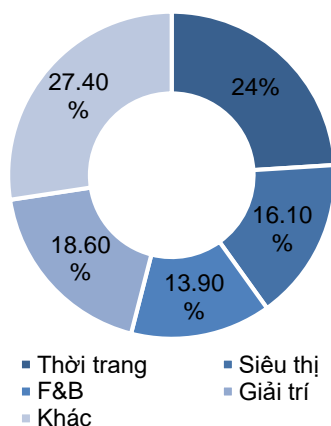
Doanh thu tăng trưởng mạnh

Nhờ việc mở rộng nhanh các mạng lưới các TTTM, tốc độ tăng trưởng bình quân năm của doanh thu cho thuê khoảng 50%. Năm 2017, doanh thu đạt 4,455 tỷ (+17% yoy) nhờ vận hành 46 TTTM (trong đó có 15 TTTM mới) với tổng GFA đạt 1,2 triệu m2 (+20% yoy).



Nguồn: VRE & KISVN ước tính

Loại hình kinh doanh của khách thuê 2017



Nguồn VRE & KISVN

Doanh thu cho thuê của VRE ghi nhận theo từng hợp đồng thuê, khách hàng thuê phổ thông thường có thời hạn thuê là 3 năm, một số khách hàng lớn kéo dài từ 5-10 năm. Giá thuê mặt bằng bán lẻ trong các TTTM của VRE theo 2 hình thức:

- (1) Giá thuê cố định (6M2018, khoảng 77% doanh thu từ các hợp đồng áp dụng giá thuê cố định)
- (2) Chia sẻ doanh thu bán hàng của khách thuê, chiếm 23% trên tổng doanh thu.

Loại hình kinh doanh chủ yếu của các khách thuê bao gồm thời trang, siêu thị, F&B và giải trí. Trong đó, thời trang chiếm tỷ trọng cao nhất 22.9% với sự có mặt của các thương hiệu thời trang nổi tiếng như Zara, H&M và Mango. Tiếp đó là siêu thị với 16.9% chủ yếu là hệ thống siêu thị VinMart và VinPro. Thông thường, các công ty trong cùng tập đoàn Vingroup chiếm khoảng 30%- 40% diện tích cho thuê trong các TTTM mới.

Tại 30/6/2017, diện tích cho thuê bởi các khách hàng là bên liên quan như sau:

Khách hàng	Loại hình	Số hợp đồng thuê tại 30/6/2017	% Diện tích có thể cho thuê tại 30/6/2017
VinMart	Siêu thị	78	15%
VinPro	Bán lẻ điện máy	37	5%
VinDS	Bán lẻ	73	7%
Vinschool	Giáo dục	16	3%
Logistics Vincom	Dịch vụ bán lẻ	27	1%
Tổng		231	30%

Nguồn: VRE & KISVN

Nguồn dữ liệu tại ngày 30/6/2017

Vận hành nhiều TTTM ở các tỉnh thành phố cấp 2

Năm 2016, VRE mở rộng thêm 10 TTTM (chủ yếu là Vincom Plaza) ở các tỉnh Thái Bình, Đắklak, Cần Thơ và Bạc Liêu, biên lợi nhuận gộp mẫn cho thuê giảm từ 58% (2015) xuống 53%. Một lý do khác là VRE tái cấu trúc khách hàng cho thuê cũng là một trong những nguyên nhân tỷ lệ lãi gộp 2016 thấp hơn 2015.

Năm 2017, tỷ lệ lãi gộp mẫn cho thuê ổn định, bằng năm 2016: 53%. Vậy nên chúng tôi dự đoán tỷ lệ lãi gộp có xu hướng đi ngang hoặc khó cao hơn những năm trước dựa trên các yếu tố sau:

- (1) Mở rộng mạng lưới và thị phần nhanh, vận hành hàng loạt các TTTM ở các tỉnh thành phố cấp 2. Để duy trì hiệu quả kinh doanh của một mạng lưới quy mô rộng khắp là thách thức không nhỏ với VRE khi Việt Nam đang quan ngại rủi ro đối với chu kỳ bất động sản cũng như thói quen tiêu dùng chưa theo kịp thay đổi.
- (2) Các vị trí đắc địa đã được tận dụng xây dựng, việc tìm kiếm quỹ đất vàng tiếp tục là một bài toán đối với VRE.
- (3) Cạnh tranh càng ngày càng gay gắt với sự thâm nhập của các nhà bán lẻ nước ngoài như Lotte và Aeon. Công ty phải tăng các chính sách về chiết khấu bán hàng để thu hút khách hàng làm tăng chi phí công ty.

2.2. Bất động sản chuyển nhượng

Phát triển shophouse, condotel, căn hộ và văn phòng

Từ năm 2015 trở đi, ngoài hoạt động cho thuê mặt bằng tại các TTTM thì VRE còn phát triển shophouse, tháp văn phòng, căn hộ và condotel để để bán tại một số TTTM.

Doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản thường không ổn định qua các năm

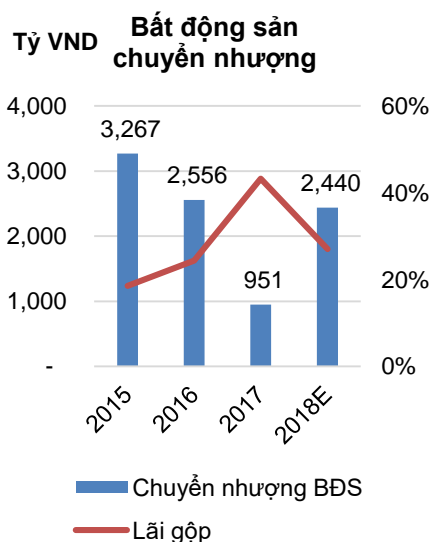
Việc ghi nhận doanh thu chuyển nhượng bất động sản phụ thuộc vào việc bàn giao các dự án, trong khi nguồn quỹ đất cho dự án nhà ở không đều do không phải hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Nhìn vào biểu đồ bên cạnh, ta có thể thấy rõ được sự biến động của doanh thu cũng như tỷ lệ lãi gộp của bất động sản chuyển nhượng qua các năm.

Năm 2015, doanh thu chuyển nhượng bất động sản chiếm 55% trên tổng doanh thu, tương ứng 3,267 tỷ, chủ yếu đến từ việc cho thuê văn phòng tại Vincom Center Nguyễn Chí Thanh và shophouses tại Vincom Hải Phòng.

Năm 2016, tiếp tục ghi nhận doanh thu từ các căn hộ Vincom Center Nguyễn Chí Thanh và một số shophouses khác. Đóng góp 40% cho tổng doanh thu với 2,556 tỷ (-22%YoY)

Năm 2017, doanh thu chuyển nhượng chỉ đạt 951 tỷ (-63%YoY) do không có dự án lớn ghi nhận. Doanh thu một phần lớn đến từ các căn shophouses ở Royal City, Times City là các căn có GPM cao, dẫn tới tỷ lệ lãi gộp năm 2017 cao hơn so với các năm trước.



Hoạt động mở bán diễn ra sôi động trong năm 2017. Với 4 dự án, trong gồm 3 dự án shophouse và 1 dự án Vinhomes Bắc Ninh với khoảng 660 căn hộ, bên cạnh 850 căn đang mở bán của Condotel Đà Nẵng. Công ty đã ký hợp đồng bán hơn 1,200 căn hộ, shophouse và condotel. Nguồn doanh thu trong 2018-2019 sẽ đến chủ yếu từ các dự án Vinhomes Bắc Ninh, Condotel Đà Nẵng và shophouse tại Đồng Tháp, Vĩnh Long, Hòa Bình, Cà Mau và Móng Cái.

Thông tin chi tiết về các dự án như sau:

Tên dự án	Sản phẩm	Số căn	Giá bán	Bàn giao	Chú thích
Condotel Đà Nẵng	Condotel	850 căn	2.1 tỷ/căn	2018	2018: ghi nhận từ 1,500 tỷ doanh thu
Vinhomes Bắc Ninh	Chung cư	660 căn	1,8 tỷ/căn	2018-2019	2018: bàn giao 450 căn, tương ứng doanh thu ghi nhận 765 tỷ; Năm 2019: bàn giao 210 căn, đóng góp 375 tỷ.
Shophouse tại các tỉnh thành	Shophouse	350 căn	4-5 tỷ/ căn	2018-2019	Năm 2018: Các shophouse tại Vĩnh Long, và một số tỉnh khác đóng góp 300 tỷ doanh thu. Năm 2019 doanh thu dự kiến 1,300 tỷ đến từ 4 dự án shophouse tại Hòa Bình, Đồng Tháp, Cà Mau, Móng Cái.

Nguồn: VRE & KISVN

2019 trở đi doanh thu chuyển nhượng bất động sản sẽ chủ yếu đến từ shophouses

Vincom Center Nguyễn Chí Thanh, Vinhomes Bắc Ninh, Condotel Đà Nẵng là các dự án có thêm mảng bất động sản nhà ở, và đóng góp phần lớn nguồn doanh thu giai đoạn từ 2015-2018. Còn năm 2019 trở đi, doanh thu chủ yếu sẽ đến từ shophouses, theo chia sẻ từ phía VRE.

Tỷ lệ doanh thu từ bất động sản chuyển nhượng/tổng doanh thu đang có xu hướng giảm.

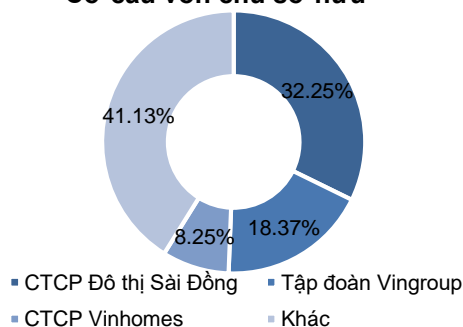
VRE sẽ tập trung đẩy mạnh chiến lược mở rộng thị phần của mảng bất động sản cho thuê. Còn mảng bất động sản chuyển nhượng thì chủ yếu phát triển các shophouse và cho thuê văn phòng. Dẫn tới tỷ trọng doanh thu chuyển nhượng bất động sản/tổng doanh thu sẽ có xu hướng giảm dần. Phù hợp với định hướng phát triển lĩnh vực cốt lõi của Công ty.

2.3. Cơ cấu vốn chủ sở hữu

Cổ đông lớn nhất của VRE là Vingroup với tỷ lệ sở hữu trực tiếp là 18.37%, và tỷ lệ sở hữu gián tiếp là 36.06% nhờ việc nắm cổ phần thông qua các công ty con khác như Công ty Cổ phần CP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng 32.25%, Công ty Cổ phần Vinhomes 8.25%, còn lại là cổ đông khác : 41.13%.

VRE hiện tại có 3 công ty con dưới hình thức sở hữu gần như 100% là Vincom Retail Miền Bắc, Miền Nam và Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô Thị Suối Hoa.

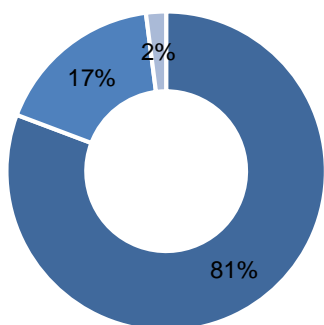
Cơ cấu vốn chủ sở hữu



3. Bức tranh tài chính

Nhìn chung doanh thu của VRE tăng trưởng khá ấn tượng, với mức tăng trưởng bình quân năm là 56%. Tuy nhiên, tỷ lệ lãi gộp biến động khá mạnh chủ yếu bị ảnh hưởng từ việc ghi nhận doanh thu, lãi gộp các dự án bất động sản chuyển nhượng. Thường mỗi dự án sẽ có mức lãi gộp khác nhau, tùy thuộc vào nhiều yếu tố.

Cơ cấu doanh thu 2017



- Cho thuê BĐS
- Chuyển nhượng BĐS
- Khác

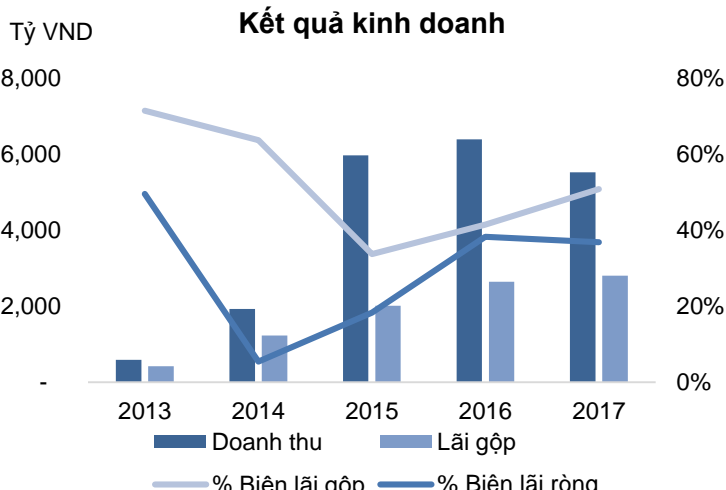
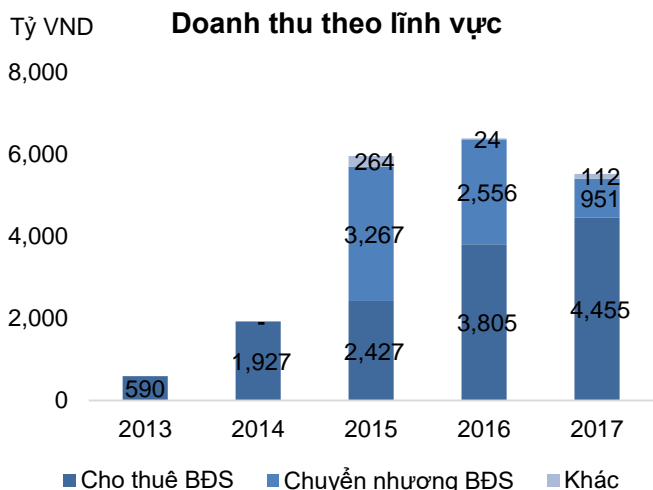
3.1. Kết quả kinh doanh 2017

Như đã trình bày ở trên, doanh thu của VRE chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê TTTM (đóng góp 81% tổng doanh thu 2017), chuyển nhượng bất động sản 17% và hoạt động khác 2%.

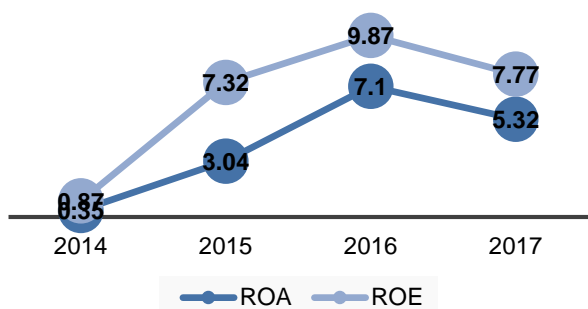
Năm 2017, tổng doanh thu đạt 5,518 tỷ (-14% yoy) trong đó: (1) doanh thu cho thuê tăng từ 3,805 tỷ lên 4,455 tỷ (+ 17% yoy) từ việc mở rộng TTTM, (2) doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản giảm từ 2,556 tỷ xuống còn 951 tỷ (-63% yoy). Sự sụt giảm đáng kể này do các dự án hoàn thành bàn giao trong năm 2017 không nhiều như năm 2016.

Tỷ lệ lãi gộp năm 2017 tăng mạnh từ 41% lên 51% chủ yếu từ tác động của biên lãi gộp doanh thu bất động sản chuyển nhượng tăng gần gấp đôi (từ 24% lên 43%). Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 2,027 tỷ, giảm 412 tỷ so với năm trước ~ -17% yoy.

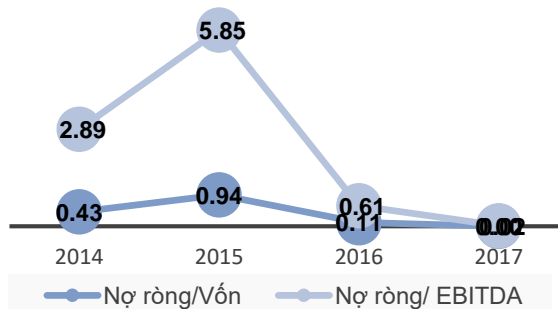
Sự sụt giảm của LNST đến đến từ việc giảm lãi từ công ty liên kết từ 784 tỷ năm 2016 xuống còn 540 tỷ năm 2017. Do cuối tháng 6/2017, VRE đã chuyển nhượng toàn bộ cổ phần trong Tân Liên Phát (công ty liên kết) cho Vinfast. Tân Liên Phát là một trong những khoản đầu tư đóng góp vào lợi nhuận sau thuế hằng năm cho VRE khá cao (đóng góp 30% trên tổng lợi nhuận sau thuế 2016).



Khả năng sinh lợi (%)



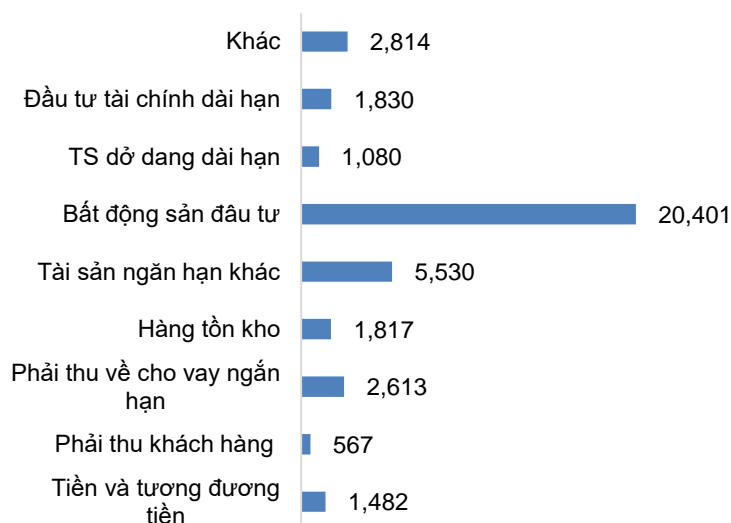
Đòn bẩy tài chính



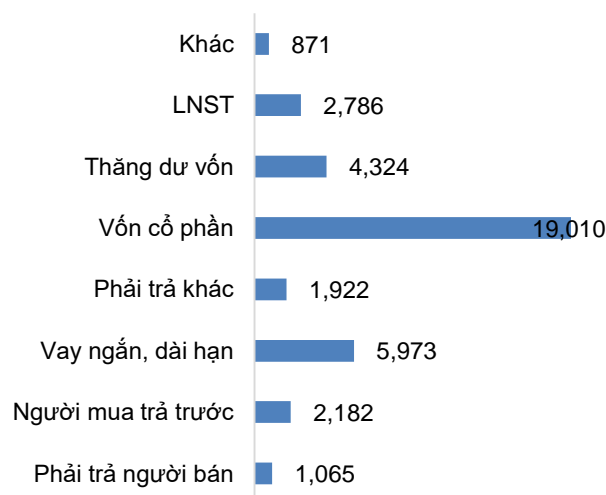
Khả năng sinh lợi ROA và ROE cải thiện qua các năm. Đặc biệt vào năm 2016, khi biên lãi ròng đạt mức cao nhất từ trước tới nay nhờ việc chuyển nhượng dự án bất động sản mang lại nguồn lợi nhuận tốt.

Về tỷ lệ nợ ròng đang có xu hướng giảm qua các năm. Riêng năm 2017, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ rất thấp do dòng thu về ổn định, thêm vào đó là việc bán công ty liên kết mang tới khoản tiền hơn 3,312 tỷ. Như thế, cho tới thời điểm 31/12/2017, thì khả năng thanh toán của VRE không đáng lo.

Cơ cấu tài sản năm 2017 (tỷ đồng)



Cơ cấu nguồn vốn 2017 (tỷ đồng)



Nguồn VVRE & KISVN

Về cơ cấu tài sản: một doanh nghiệp bất động sản bán lẻ như VRE thì thông thường khoản mục bất động sản đầu tư luôn chiếm tỷ trọng lớn. Cụ thể, Bất động sản đầu tư chiếm tỷ trọng 53% trên tổng tài sản của VRE cuối 2017, gồm tài sản của các TTTM sở hữu và vận hành hoạt động cho thuê mặt bằng. Tiếp theo đó là các khoản đặt cọc cho tập đoàn Vingroup để nhận cam kết chuyển nhượng hoặc trao quyền mua các TTTM đang được ghi nhận ở tài sản ngắn hạn khác với 5,530 tỷ chiếm 15% trên tổng tài sản.

Về cơ cấu nguồn vốn: 50% là vốn cổ phần, nợ vay chiếm 16%, và người mua trả tiền trước chiếm 6% trên tổng nguồn vốn. Nợ ròng của doanh nghiệp rất ít khoảng 187 đồng (bao gồm cả khoản cho bên liên quan vay 2,613 tỷ), cho thấy doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng trả nợ trong lương lai.

3.2. Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2018

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2018, theo báo cáo công bố tại website (chưa kiểm toán), VRE đã thực hiện được 39% kế hoạch doanh thu và 46% chỉ tiêu lợi nhuận cho cả năm; doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 3,134 tỷ đồng (+15% yoy) và 1,161 tỷ đồng (+6%yoy).

Trong đó, mảng bất động sản cho thuê chiếm 84% tổng doanh thu, 16% đến từ mảng bất động sản chuyển nhượng. Tỷ lệ lãi gộp của bất động sản cho thuê ổn định ở mức 53%, trong khi lãi gộp của mảng bất động sản chuyển nhượng giảm từ 49% xuống 33% so với kỳ trước, dẫn tới lãi gộp của toàn công ty giảm 1% so với cùng kỳ năm trước.

Doanh thu tài chính tăng nhẹ (+15%yoy) so với cùng kỳ, bên cạnh đó, chi phí tài chính giảm mạnh (-74%yoy) do năm nay không ghi nhận thêm khoản lỗ nào từ các khoản đầu tư.

Dưới đây là một số chỉ tiêu so sánh:

Đơn vị: Tỷ Đồng	6T2017	6T2018	Thay đổi	% (+-)
BDS cho thuê	2,123	2,617	494	23%
BDS chuyển nhượng	560	491	-69	-12%
Khác	50	25	-25	-50%
Tổng Doanh thu	2,733	3,133	400	15%
BDS cho thuê	1,027	1,227	200	19%
BDS chuyển nhượng	286	327	41	14%
Khác	32	24	-8	-25%
Tổng Giá vốn	1,345	1,578	233	17%
BDS cho thuê	52%	53%	1%	
BDS chuyển nhượng	49%	33%	-16%	
Khác	36%	4%	-32%	
Tỷ lệ lãi gộp	51%	50%	-1%	
Doanh thu tài chính	290	333	43	15%
Chi phí tài chính	898	232	-666	-74%
SG&A	262	223	-39	-15%
Lãi trong công ty liên doanh, liên kết	539	0	-539	-100%
Lợi nhuận sau thuế	1,099	1,161	62	6%

3.3. Kế hoạch 2018

Năm 2018, VRE lên kế hoạch đạt 8,000 tỷ doanh thu thuần (+75% yoy) trong đó:

- (1) Doanh thu cho thuê khoảng 5,500 tỷ dựa trên cơ sở sẽ vận hành thêm từ 20 -30 TTTM trong năm 2018.
- (2) Doanh thu chuyển nhượng bất động sản đóng góp 2,500 tỷ đến từ dự án Condotel Đà Nẵng, Bắc Ninh và một số shophouses.

Cũng theo kế hoạch của VRE, lợi nhuận sau thuế 2018 tăng từ 2,133 tỷ lên 2,500 tỷ (+17% yoy). Tuy nhiên tỷ lệ lãi ròng/doanh thu thuần giảm từ 46.3% xuống còn 31%, một mức giảm khá mạnh, có thể được lý giải từ 3 nguyên nhân sau:

- (1) Biên lãi của mảng cho thuê có thể đi ngang hoặc khó cao hơn năm trước;
- (2) Các dự án bất động sản chuyển nhượng sẽ ít hơn, và tỷ lệ lãi gộp của các dự án khó có thể đạt mức lãi cao hơn năm 2017. Các dự án đóng góp doanh thu trong năm 2018, 2019 như Vinhomes Bắc Ninh (lãi gộp ước tính 35%), Codotel Đà Nẵng (18%), trong khi năm 2017, tổng lãi gộp mảng chuyển nhượng đạt 43%;
- (3) Không còn lợi nhuận thu về từ các công ty liên kết.

Bảng KQKD 2017 và kế hoạch 2018

Đơn vị: Tỷ Đồng				Thay đổi	% (+-)
	2016	2017	2018E	2017-2018	
BDS cho thuê	3,805	4,455	5,536		
BDS chuyển nhượng	2,556	951	2,440		
Khác	24	112	-		
Tổng Doanh thu	6,385	5,518	7,976	2,458	45%
BDS cho thuê	1,794	2,113	2,657		
BDS chuyển nhượng	1,933	540	1,792		
Khác	16	64	-		
Tổng Giá vốn	3,743	2,717	4,449	1,732	64%
Tỷ lệ lãi gộp	41%	51%	44%	-7%	-13%
BDS cho thuê	53%	53%	52%		

BDS chuyển nhượng	24%	43%	27%		
Khác	33%	43%	n/a		
Doanh thu tài chính	1,244	587	705	118	20%
Chi phí tài chính	1,261	1,166	896	-271	-23%
SG&G	676	569	822	253	45%
Lãi trong công ty liên doanh, liên kết	784	540	0	-540	-100%
Lợi nhuận sau thuế	2,440	2,028	2,251	224	11%

Nguồn: KISVN ước tính

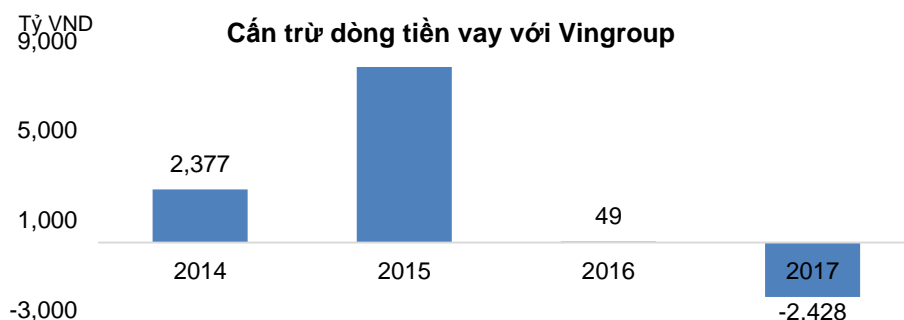
4. Lợi thế và thách thức của Vincom Retail

4.1. Lợi thế của Vincom Retail

1. Ngành còn tiềm năng phát triển. Như đã phân tích về các yếu tố vĩ mô cũng như so với các khu vực thì ngành bán lẻ ở Việt Nam còn nhiều tiềm năng phát triển.

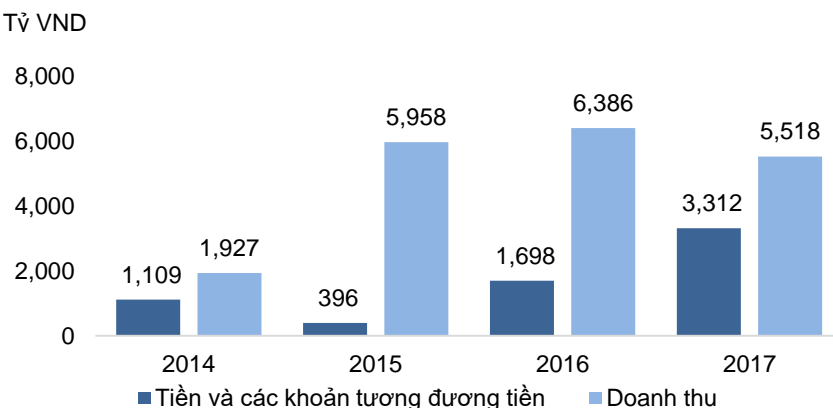
2. Quỹ đất. Công ty có thể tiếp cận quỹ đất của Tập đoàn mẹ Vingroup với tổng diện tích đất khoảng 174 triệu m² – thông qua quyền ưu tiên mua lại mặt bằng bán lẻ trong các dự án bất động sản phức hợp của Vingroup. Với mục tiêu 200 TTTM vào năm 2022, VRE sẽ có lợi thế cạnh tranh rất lớn đối với các tập đoàn bán lẻ quốc tế như Lotte và Aeon nhờ vị trí vàng và tính kinh tế theo quy mô.

3. Nguồn vốn. Bên cạnh sự hỗ trợ từ quỹ đất, VRE cũng có lợi thế khi tận dụng được nguồn vốn và uy tín của Vingroup.



Nguồn: VRE & KISVN

4. Dòng tiền ổn định. Hẳn đó là ưu điểm cho ngành bất động sản bán lẻ khi doanh thu cho thuê mang tới lượng tiền mặt ổn định, thanh khoản tốt, ít rủi ro hơn các ngành khác.



Nguồn: VRE & KISVN

4.2. Thách thức

1. Quỹ đất. Mặc dù được sự hỗ trợ từ Vingroup về quyền tiếp cận với 174 triệu m², nhưng chủ yếu từ các tỉnh thành và xung quanh hệ sinh thái của Vingroup. Các vị trí đắc địa đã được tận dụng, việc tìm kiếm quỹ đất vàng tiếp tục là bài toán đối với VRE, đặc biệt là tại các thành phố lớn như Hồ Chí Minh và Hà Nội.

2. Cạnh tranh càng ngày càng gay gắt với sự thâm nhập của các nhà bán lẻ nước ngoài như Lotte và Aeon.

3. Mở rộng mạng lưới quá nhanh và rộng, vận hành hàng loạt các TTTM ở các tỉnh thành phố cấp 2 là thách thức không nhỏ với VRE khi Việt Nam đang quan ngại rủi ro đối với chu kỳ bất động sản cũng như thói quen tiêu dùng chưa kịp thay đổi.

4. Rủi ro bên liên quan. Như đã phân tích ở trên, không thể phủ nhận được tầm ảnh hưởng của Vingroup đối với sự phát triển của VRE. Hiện nay, Vingroup - VIC là một trong những Tập đoàn kinh tế tư nhân lớn nhất Việt Nam với vốn hóa 312,778 tỷ trên sàn chứng khoán (số liệu ngày 6/9/2018). Sự đầu tư đa dạng của VIC, ở rất nhiều lĩnh vực và cũng cần rất nhiều nguồn lực để phát triển như: Vinfast, Vinhomes, Vinmec, Vinschool.... Vậy nên những rủi ro chính sách của VIC cũng chính là những rủi ro mà VRE có thể sẽ phải đối mặt.

4. Định giá

Chúng tôi định giá VRE theo phương pháp DCF theo từng mảng hoạt động.

4.1. Mảng hoạt động cho thuê

Giả định tới năm 2022 vận hành 200 TTTM theo kế hoạch đề ra tại bản cáo bạch 2017. Doanh thu cho thuê được ước tính dựa trên tổng GFA của các TTTM tăng thêm. Cụ thể:

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Số lượng TTTM mở mới	20	25	33	35	41	41	41	41
Vincom Center	2	2	2	2	2	2	2	2
Vincom Mega Mall	0	0	2	3	4	4	4	4
Vincom Plaza	15	13	11	12	13	13	13	13
Vincom +	3	10	18	18	22	22	22	22
Số lượng TTTM lũy kế	66	91	124	159	200	200	200	200
Vincom Center	6	8	10	12	14	14	14	14
Vincom Mega Mall	3	3	5	8	12	12	12	12
Vincom Plaza	45	58	69	81	94	94	94	94
Vincom +	12	22	40	58	80	80	80	80
GFA (m ²)	1,583,147	1,963,147	2,598,578	3,385,725	4,332,588	4,332,588	4,332,588	4,332,588
Tỷ lệ lấp đầy	88%	88%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
Doanh thu cho thuê	5,541	7,648	9,279	12,006	15,018	15,619	16,244	16,894
EBIT	2,331	3,257	3,853	4,974	6,113	6,474	6,850	7,241
NOPAT	1,864	2,605	3,083	3,979	4,890	5,179	5,480	5,793
FCFF	(5,185)	(6,558)	(9,157)	(7,390)	997	8,064	8,363	8,674
WACC	12%	12%	11%	11%	11%	12%	13%	13%
Discount factor	1.00	1.00	0.90	0.82	0.73	0.66	0.58	0.51
PV of given year's FCF	(5,185)	(6,558)	(8,262)	(6,027)	731	5,282	4,868	4,459
PV of terminal value (*)								105,249
PV doanh thu cho thuê		95,284						

Nguồn: VRE & KISVN ước tính

(*) Chúng tôi ước tính terminal value dựa trên định giá VRE theo phương pháp EV/EBITDA tại thời điểm 2025. Theo đó, sử dụng EV/EBITDA trung bình khu vực hiện ở mức 19.68 (bình quân theo tỷ trọng vốn hóa) và EBITDA ước tính của VRE năm 2025 là 10,161 tỷ đồng, EV của VRE là 105,249 tỷ đồng tại thời điểm cuối 2025 và có giá trị chiết khấu 95,284 tỷ đồng tại thời điểm cuối 2019.

Danh sách các công ty trong khu vực được sử dụng tính EV/EBITDA trung bình gồm:

Tên Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA TB 1 năm
CENTRAL PATTANA PUB CO LTD	10,154	16.9
AEON CO (M) BHD	792	7.5
MATAHARI DEPARTMENT STORE TB	1,854	9.7
RAMAYANA LESTARI SENTOSA PT	698	14.6
MITRA ADIPERKASA TBK PT	912	8.1
CAPITALAND LTD	9,887	18.8
SM PRIME HOLDINGS INC	19,739	23.7
Trung bình theo tỷ trọng vốn hóa		19.69

Nguồn: KISVN

4.2. Mạng bất động sản chuyển nhượng

DCF các dự án Bất động sản trong mạng về dòng tiền trong tương lai. Chúng tôi giả định từ năm 2022 trở về sau, dòng tiền chủ yếu đến từ các shophouses.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Condotel Đà Nẵng	1,360	85	-	-	-
Vinhome Bắc Ninh	765	255	-	-	-
Shophouses	315	1,350	445	486	523
Tổng doanh thu	2,440	1,690	445	486	523
EBIT	581	614	180	196	213
NOPAT	465	492	144	157	170
WACC	12%	12%	11%	11%	11%
Discount factor	1.00	1.00	0.90	0.82	0.73
Present value of given year'sFCF		874			

Nguồn: VRE & KISVN ước tính

4.3. Tổng hợp

PV bất động sản cho thuê (tỷ đồng)	95,284
PV bất động sản chuyển nhượng (tỷ đồng)	874
Tổng PV (tỷ đồng)	96,158
Nợ ròng (tỷ đồng)	11,728
Cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	31
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	1901
Giá/cp (Ngàn đồng)	44.4

Theo đó, chúng tôi định giá cổ phiếu VRE ở mức giá 44,400 đồng/cp vào thời điểm cuối 2019, với mức giá hiện tại ngày 5/9/2018 là 37,000 đồng/cp, mức sinh lời kỳ vọng 20%. Vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VRE.

Giá mục tiêu cuối năm 2019	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	44,400
Suất sinh lời	20%
Cổ tức	0%
Tổng mức sinh lời	20%

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 70,435 tỷ VND			
Đơn: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	6,386	5,518	7,893	8,797
Tăng trưởng (%)	7%	-14%	43%	11%
BĐS cho thuê	3,805	4,455	5,453	7,107
BĐS chuyển nhượng	2,556	951	2,440	1,690
Khác	24	112	0	0
GVHB	3,743	2,717	4,410	4,416
Biên LN gộp (%)	41%	51%	44%	50%
Chi phí BH & QLDN	676	570	814	907
EBITDA	2,703	3,167	3,667	4,686
Biên lợi nhuận (%)	42%	57%	46%	53%
Khấu hao	737	936	997	1,213
Lợi nhuận từ HĐKD	1,966	2,231	2,670	3,473
Biên LN HĐKD (%)	31%	40%	34%	39%
Chi phí lãi vay ròng	655	-39	-97	364
Lãi vay vốn hóa	15	31	0	0
Khả năng trả lãi vay(x)	3.0	-56.9	-27.5	9.6
Lãi/lỗ khác	1278	-102	13	13
Lãi/lỗ từ các khoản đầu tư liên doanh, liên kết	784	540	0	0
Lãi/lỗ từ thanh lý khoản đầu tư	618	-633	0	0
Đền bù, bồi thường	-140	-27	0	0
Khác	16	18	13	13
Thuế	148	141	556	625
Thuế suất hiệu dụng (%)	6%	7%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	2,440	2,028	2,224	2,499
Biên lợi nhuận (%)	38%	37%	28%	28%
Lợi ích CĐ thiểu số	3	0	0	0
LN cho công ty mẹ	2,437	2,027	2,224	2,499
Số lượng CP (triệu)	1517	1901	1901	1901
EPS hiệu chỉnh (VND)	524	677	1,170	1,314
Tăng EPS (%)	64%	-37%	73%	12%
Cổ tức (VND)	530	664	-	-
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	49%	98%	0%	0%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	2.4	1.5	1.8	1.8
Vòng quay HTK (x)	2.2	1.3	1.7	1.6
Vòng quay phải trả (x)	0.7	0.6	0.6	0.6
Thay đổi vốn lưu động	-194	-1,197	61	133
Capex	1,457	7,214	8,044	10,373
Dòng tiền khác	139	-5,461	0	0
Dòng tiền tự do	1,775	2,408	-4,884	-6,795
Phát hành cp	8,609	0	0	0
Cổ tức	804	1,262	0	0
Thay đổi nợ ròng	-9,580	-1,601	4,884	6,795
Nợ ròng cuối năm	1,649	49	4,932	11,728
Giá trị doanh nghiệp (EV)	77,628	76,027	80,911	87,707
Tổng VCSH	24,683	26,094	28,318	30,816
Lợi ích cổ đông thiểu số	31	31	31	31
VCSH	24,653	26,063	28,287	30,785
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16,255	13,710	14,879	16,194
Nợ ròng / VCSH (%)	7%	0%	17%	38%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.6	0.0	1.3	2.5
Tổng tài sản	34,299	38,133	45,241	54,535

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	12%	8%	8%	8%
ROA (%)	7%	5%	5%	5%
ROIC (%)	11%	8%	7%	7%
WACC (%)	14.6%	15.0%	12.3%	11.8%
PER (x)	76.3	59.0	34.2	30.4
PBR (x)	1.5	2.9	2.7	2.5
PSR (x)	11.9	13.8	9.6	8.6
EV/EBITDA (x)	28.7	24.0	22.1	18.7
EV/sales (x)	12.2	13.8	10.3	10.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.6%	1.6%	0.0%	0.0%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.