

15/10/2021

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Chủ đầu tư TTTM hàng đầu VRE ở vị thế tốt nhất để tận dụng quá trình phục hồi sau dịch COVID-19 ở Việt Nam

Sự phát triển vĩ mô của Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng bán lẻ trong tương lai. Mức tăng trưởng cao về thu nhập ròng trên đầu người của quốc gia và chi tiêu tiêu dùng tiếp tục thúc đẩy chi tiêu trong tương lai của người tiêu dùng Việt Nam và cho thấy xu hướng thu nhập cao hơn - chi tiêu nhiều hơn ở Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn đầu với đà tăng trưởng cao. Xu hướng này sẽ dẫn đến nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm và dịch vụ mới. Dân số trẻ và dân số thành thị ngày càng tăng của Việt Nam cũng tạo đà cho sự thâm nhập cao hơn của hệ thống bán lẻ hiện đại trong dài hạn.

Chúng tôi nhận thấy dư địa lớn cho mảng bán lẻ hiện đại hiện có tỷ lệ thâm nhập còn thấp và tin rằng VRE có vị thế tốt để tận dụng được sự tăng trưởng này. Quan sát của chúng tôi cho thấy ngành cho thuê bán lẻ tại một số thị trường trong khu vực được hợp nhất về các chủ thuê lớn ở từng quốc gia với quỹ đất dài hạn lớn. Là công ty vận hành trung tâm thương mại (TTTM) đầu tiên tại thị trường bán lẻ tương đối non trẻ của Việt Nam, CTCP Vincom Retail (VRE) đã trở thành thành một nhà vận hành TTTM có độ phủ phát triển nhanh nhất trong nhóm các công ty cùng ngành ở Đông Nam Á. Phần lớn các TTTM của VRE cũng được định dạng để cung cấp trải nghiệm mua sắm một điểm đến. Sự hiện diện ngày càng nhiều của các thương hiệu quốc tế tại Việt Nam cũng là một động lực thúc đẩy nhu cầu mặt bằng bán lẻ. Tỷ trọng của các thương hiệu toàn cầu tăng trong tổ hợp khách thuê không chỉ thúc đẩy tổng nhu cầu về mặt bằng bán lẻ mà còn đảm bảo các điều khoản cho thuê do các thương hiệu này thường theo đuổi chiến lược mở rộng trong dài hạn.

Thị trường bán lẻ hấp dẫn sẽ dẫn đến cạnh tranh nhiều hơn, nhưng chúng tôi tin rằng VRE sẽ duy trì vị thế thống trị của mình. Hà Nội và TP. HCM vẫn là những trung tâm bán lẻ của Việt Nam với tổng nguồn cung bán lẻ hiện đại khoảng 2,1 triệu m2 diện tích sàn ròng (NLA) tính đến cuối quý 2/2021 và sẽ tiếp tục có thêm thêm khoảng 600.000 m2 diện tích bán lẻ vào cuối năm 2023, theo CBRE. Diễn biến phát triển kinh tế vĩ mô tích cực và triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bán lẻ đã thu hút cạnh tranh nhiều hơn. Tuy nhiên, VRE nổi lên là chủ đầu tư bán lẻ lớn nhất với 80 TTTM và 1,65 triệu m2 diện tích sàn (GFA) bán lẻ tại 43 tỉnh thành tại Việt Nam (chiếm khoảng 34% thị phần tại Hà Nội và TP. HCM). Một chủ đầu tư TTTM lớn khác là AEON với 6 TTTM (767.000 m2 GFA; chiếm khoảng 18% thị phần tại Hà Nội và TP. HCM).

Chúng tôi tin rằng sự thay đổi trong chiến lược của VRE nhằm tập trung vào các loại hình trung tâm thương mại lớn hơn là cần thiết cho tăng trưởng dài hạn của VRE. Trước năm 2021, chiến lược chính của VRE là tích cực mở rộng độ phủ TTTM để đảm bảo vị thế và quỹ đất trên khắp Việt Nam. Mô hình Vincom Plaza (VCP) hướng đến các khách hàng đại chúng là hình thức phù hợp nhất cho việc mở rộng này. Khi thị trường bán lẻ của Việt Nam trở nên phát triển hơn, nhu cầu về các TTTM lớn hơn với nhiều không gian cho các mục đích khác nhau được tích hợp đầy đủ sẽ tăng lên; Do đó, VRE sẽ chuyển trọng tâm sang phát triển các loại hình trung tâm thương mại quy mô lớn (Vincom Center/VCC và Vincom Mega Mall/VMM) từ năm 2021. Một luận điểm khác ủng hộ cho việc VRE chuyển trọng tâm sang các loại hình trung tâm thương mại lớn và cao cấp hơn là do VCC và VMM sẽ thu hút được nhiều thương hiệu quốc tế cũng như những khách thuê cố định ít chịu tổn thương do các gián đoạn như dịch COVID-19.

Dịch COVID-19 đã gây ra sự gián đoạn đáng kể cho ngành bán lẻ, nhưng quá trình phục hồi đang bắt đầu. Việt Nam đã trải qua 4 làn sóng dịch COVID-19, trong đó đáng kể nhất là đợt dịch thứ tư từ cuối tháng 4/2021 đến tháng 9/2021. Tuy nhiên, với việc ngăn chặn hiệu quả sự lây lan và tỷ lệ tiêm chủng tăng tốc, nhiều tỉnh/thành phố đã bắt đầu nới lỏng các hạn chế vào đầu tháng 10/2021. Qua quan sát xu hướng của các công ty quốc tế hàng đầu, chúng tôi tin tưởng rằng một khi dịch COVID-19 ở Việt Nam được kiểm soát phần lớn thông qua việc tăng tốc tiêm chủng, ngành bán lẻ sẽ phục hồi mạnh mẽ được dẫn dắt bởi xu hướng “mua sắm bù” (“revenge shopping”).

Hoạt động kinh doanh của VRE vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khi giá cổ phiếu của VRE chịu áp lực bởi COVID-19. KQKD của VRE vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực về tăng trưởng doanh thu cho thuê bán lẻ, tăng trưởng lợi nhuận hoạt động và biên lợi nhuận từ HĐKD trước và trong dịch COVID-19. Tuy nhiên, trong khi giá cổ phiếu của các công ty cùng ngành trong khu vực đã phục hồi từ mức thấp của năm 2020, thì giá cổ phiếu của VRE vẫn chịu áp lực trong quý 3/2021 do tác động tiêu cực từ làn sóng dịch lần thứ tư tại Việt Nam. Chúng tôi hiện đang có khuyến nghị MUA đối với VRE với giá mục tiêu là 36.200 đồng/CP. Vui lòng xem thêm chi tiết trong [Báo cáo cập nhật VRE của chúng tôi](#), ngày 11/08/2021.

Mục lục

Cập nhật Ngành.....	4
Diễn biến vĩ mô của Việt Nam thúc đẩy tăng trưởng bán lẻ trong tương lai.....	4
VRE có vị thế tốt để tận dụng sự tăng trưởng vững chắc của ngành cho thuê bán lẻ tại Việt Nam.....	6
VRE đã thiết lập vị thế thống trị cả về độ phủ TTTM và tổng diện tích cho thuê bán lẻ tại Việt Nam.....	11
Chiến lược của VRE là tập trung vào các loại hình TTTM lớn hơn cho tăng trưởng dài hạn	13
So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực	17
Dịch COVID-19 đã làm gián đoạn đáng kể ngành bán lẻ, nhưng quá trình phục hồi đang bắt đầu	17
Hoạt động kinh doanh của VRE vẫn khả quan so với các công ty cùng ngành trong khu vực do COVID-19	22
Định giá của VRE hấp dẫn do giá cổ phiếu của công ty đang chịu áp lực bởi làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam	24

Cập nhật Ngành

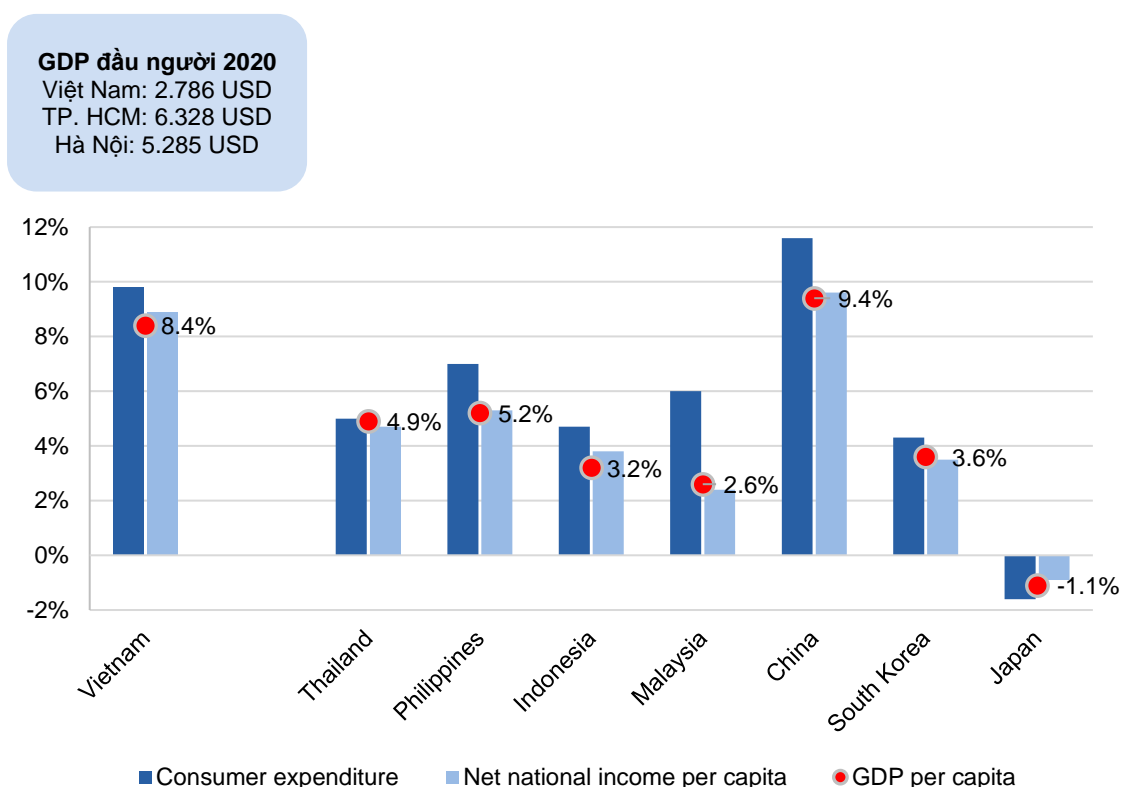
Diễn biến vĩ mô của Việt Nam thúc đẩy tăng trưởng bán lẻ trong tương lai

Đối với phân tích trong phần này, chúng tôi đã đánh giá lại và cập nhật quan điểm của chúng tôi về môi trường vĩ mô và ngành liên quan đến lĩnh vực cho thuê bán lẻ tại Việt Nam trong 2 năm kể từ khi chúng tôi [bắt đầu đưa VRE](#) vào danh mục theo dõi của chúng tôi từ tháng 10/2019.

Để thực hiện so sánh trong ngành cho thuê bán lẻ giữa Việt Nam và các nước trong khu vực, chúng tôi chọn các quốc gia là (1) các quốc gia có trụ sở của các công ty cùng ngành đáng chú ý trong khu vực với VRE và/hoặc (2) có thị trường bán lẻ phát triển. Do đó, nhóm các quốc gia có thể so sánh của chúng tôi bao gồm Thái Lan (có trụ sở của Central Pattana), Philippines (có trụ sở của SM Prime), Indonesia (có trụ sở của Pakuwon Jati), Malaysia (có trụ sở của Parkson), Trung Quốc (thị trường bán lẻ phát triển), Hàn Quốc (có trụ sở của Lotte) và Nhật Bản (có trụ sở của AEON).

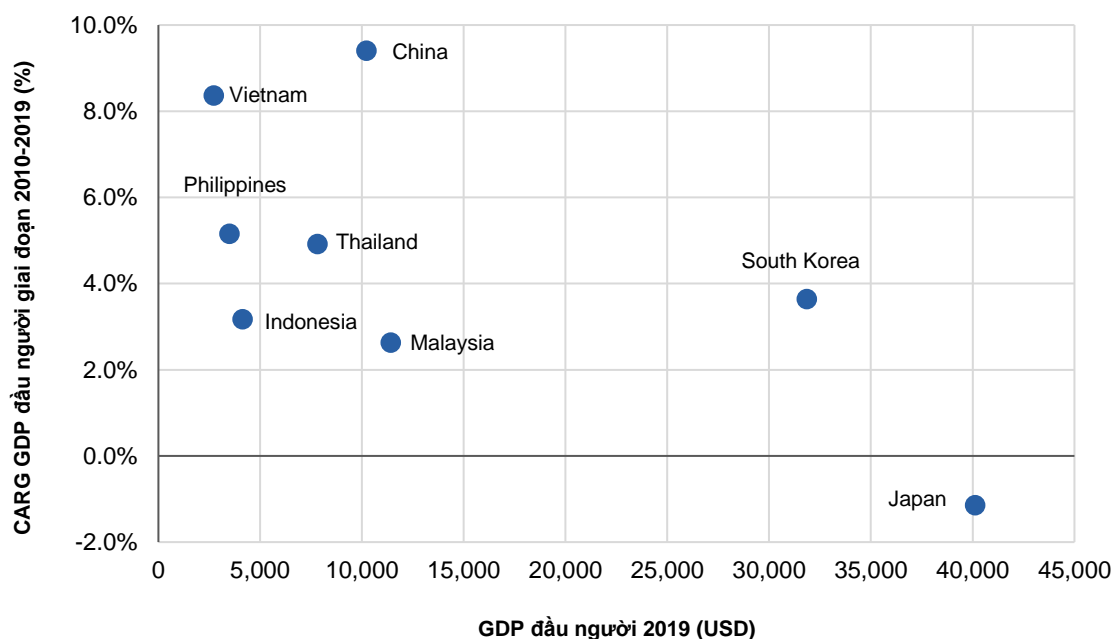
Tăng trưởng cao cả về thu nhập ròng và chi tiêu tiêu dùng thúc đẩy chi tiêu trong tương lai của người tiêu dùng Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) GDP bình quân đầu người của Việt Nam là 8,4% trong giai đoạn 2010-2019 xếp thứ hai trong nhóm các nước trong khu vực được lựa chọn của chúng tôi (chỉ sau Trung Quốc) và vượt xa các quốc gia khác có tốc độ CAGR GDP bình quân đầu người trung bình trong cùng giai đoạn chỉ đạt 4,2%. GDP bình quân đầu người của Việt Nam tăng cũng đi đôi với tốc độ gia tăng thu nhập bình quân đầu người ròng và chi tiêu tiêu dùng cũng vượt trội so với nhóm các quốc gia khác trong khu vực - ngoại trừ Trung Quốc. Yếu tố này cho thấy xu hướng thu nhập cao hơn - chi tiêu nhiều hơn ở Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn đầu với động lực tăng trưởng cao. Xu hướng này sẽ kéo theo nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm, địa điểm và dịch vụ của người dân Việt Nam.

Hình 1: 2010-2019 CAGR GDP đầu người của Việt Nam, chi tiêu tiêu dùng và thu nhập ròng đầu người giai đoạn 2010-2019 so với các quốc gia trong khu vực



Nguồn: World Bank, VCSC tổng hợp. Ghi chú: dữ liệu 2020 không thu thập được tại một vài quốc gia.

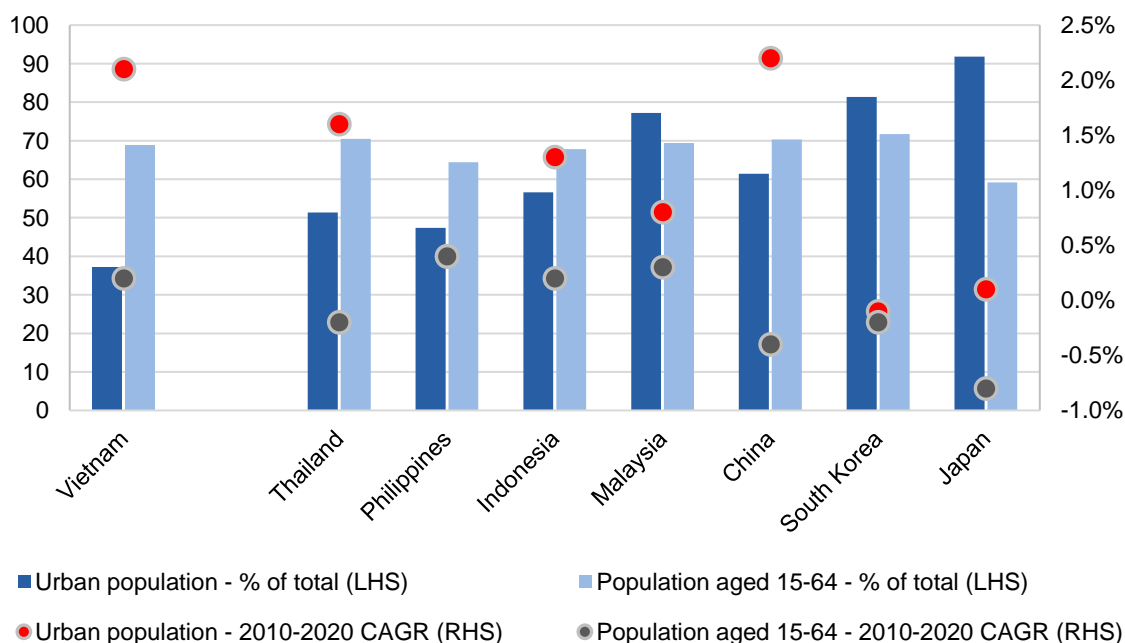
Hình 2: CAGR GDP đầu người 2010-2019 so với GDP đầu người 2019 của Việt Nam và một số quốc gia trong khu vực



Nguồn: World Bank, VCSC tổng hợp.

Quá trình đô thị hóa đang diễn ra giúp mở rộng thị trường bán lẻ hiện đại của Việt Nam. Dân số đô thị của Việt Nam vẫn còn thấp so với các nhóm các quốc gia trong khu vực được lựa chọn; tuy nhiên, tỷ lệ đô thị hóa ghi nhận mức tăng trưởng cao thứ hai (sau Trung Quốc) với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2010-2020 là 2,1%. Những điều kiện này cho thấy rằng quá trình đô thị hóa ở Việt Nam vẫn đang diễn ra và còn nhiều dư địa để tăng trưởng, điều này sẽ tiếp tục mở đường cho sự thâm nhập cao hơn của bán lẻ hiện đại. Cơ cấu tuổi thọ của Việt Nam cũng tiếp tục thuận lợi cho sự phát triển dài hạn của bán lẻ hiện đại do dân số trẻ và trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi) chiếm gần 70% tổng dân số cả nước và ghi nhận CAGR giai đoạn 2010-2019 tích cực.

Hình 3: Tỷ lệ đô thị hóa và dân số trong độ tuổi lao động của Việt Nam so với các quốc gia trong khu vực

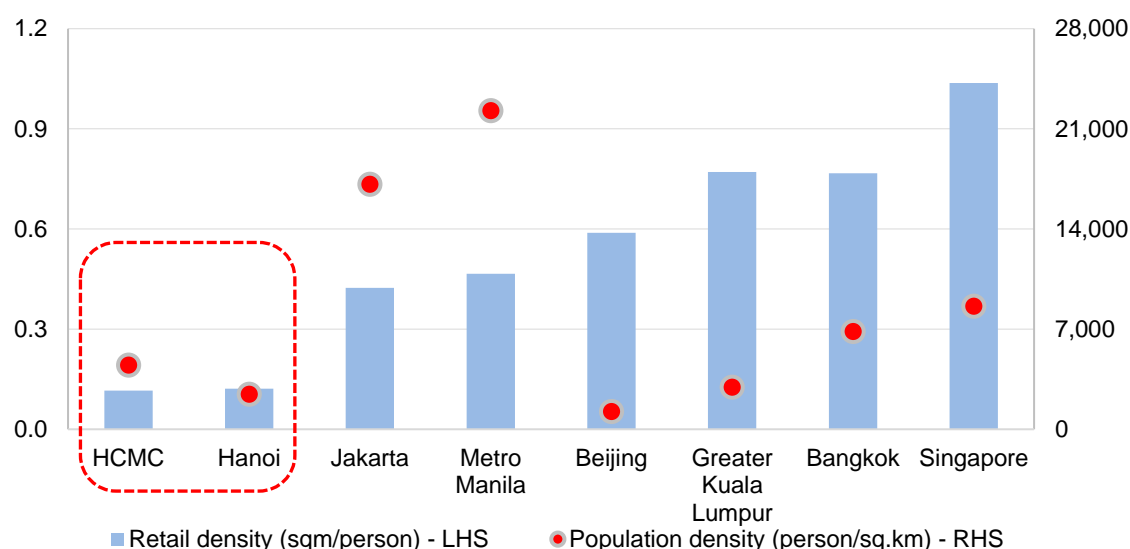


Nguồn: World Bank, VCSC tổng hợp.

VRE có vị thế tốt để tận dụng sự tăng trưởng vững chắc của ngành cho thuê bán lẻ tại Việt Nam

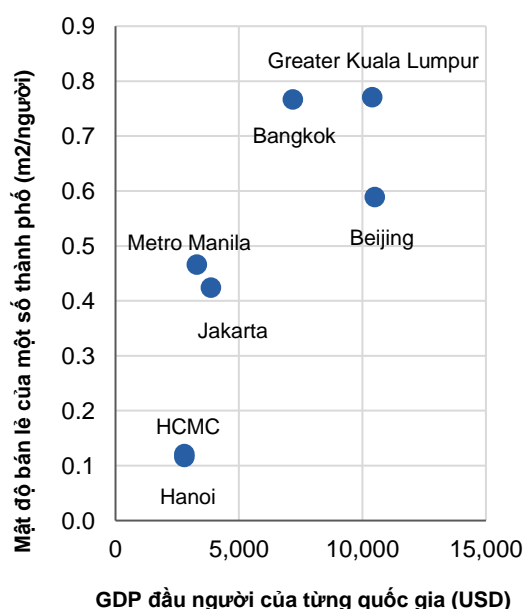
Tỷ lệ thâm nhập thấp cho thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong các dịch vụ bán lẻ. Hà Nội và TP. HCM vẫn là hai trong số các thành phố có tỷ lệ thâm nhập thấp nhất trong khu vực tính theo diện tích mặt bằng bán lẻ trên đầu người. Tổng nguồn cung bán lẻ hiện đại - bao gồm TTTM, cửa hàng bách hóa và phần đế bán lẻ (trong các tòa nhà cao tầng) - đạt 1,07 triệu m² tại TP. HCM và 1,00 triệu m² tại Hà Nội tính đến cuối quý 2/2021, theo số liệu của CBRE. Con số này tương ứng với tỷ lệ 0,116 và 0,121 m²/người lần lượt ở TP. HCM và Hà Nội, vẫn còn khiêm tốn so với các thành phố khác trong khu vực Đông Nam Á (Hình 4). Về dài hạn, chúng tôi cho rằng việc Việt Nam đi theo xu hướng trong khu vực và thu hẹp chênh lệch về tỷ lệ mặt bằng bán lẻ hiện đại là điều tất yếu.

Hình 4: Mật độ bán lẻ và mật độ dân số của một số thành phố thuộc Đông Nam Á

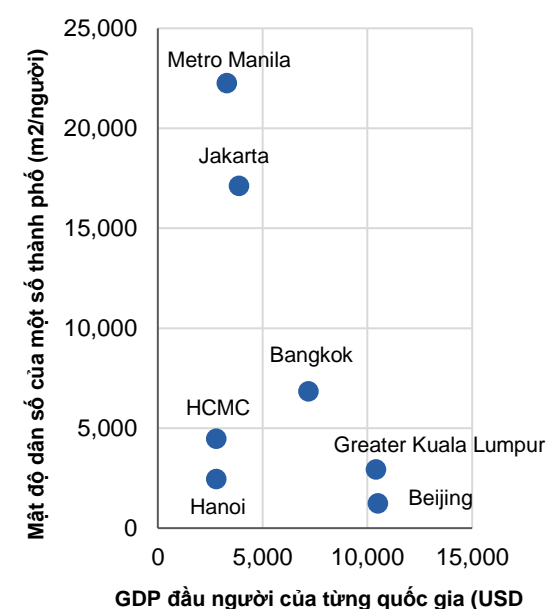


Nguồn: CBRE, Savills, Colliers, JLL, Cushman & Wakefield, World Bank, VRE, VCSC ước tính.

Hình 5: Mật độ bán lẻ của một số thành phố Đông Nam Á so với GDP đầu người tương ứng của từng quốc gia



Hình 6: Mật độ dân số của một số quốc gia Đông Nam Á so với GDP đầu người tương ứng của từng quốc gia



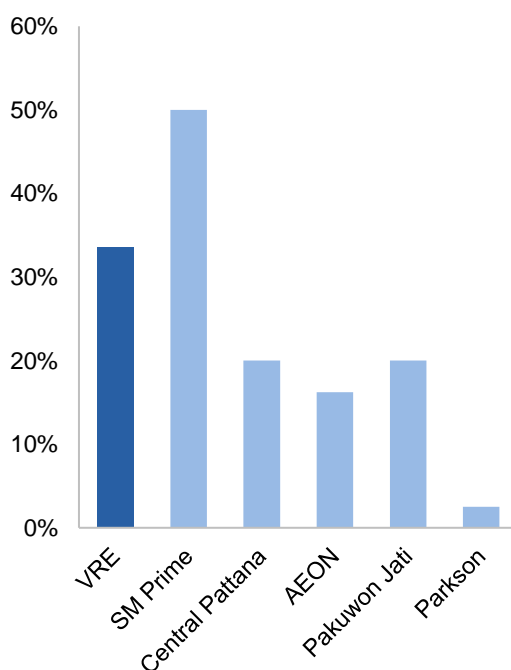
Nguồn: CBRE, Savills, Colliers, JLL, Cushman & Wakefield, World Bank, VRE, VCSC ước tính.

Các ví dụ trong khu vực chứng minh rằng ngành cho thuê bán lẻ có xu hướng hợp nhất xung quanh các chủ thuê chiếm ưu thế tại địa phương

Đối với mỗi quốc gia trong nhóm các công ty cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn cho VRE, có một công ty cho thuê bán lẻ nổi tiếng đã giành được thị phần và sự hiện diện đáng kể tại thị trường của quốc gia tương ứng (Hình 7). Tất cả những tập đoàn này đều - hoặc là công ty con của - những chủ thuê nổi tiếng ở từng quốc gia với lịch sử phát triển lâu đời. **SM Prime** (SM Prime Holdings) được thành lập tại Philippines vào năm 1994 và đã phát triển từ một chủ đầu tư TTTM nhỏ thành chủ đầu tư/vận hành TTTM bán lẻ lớn nhất ở Philippines cũng như chủ đầu tư/vận hành các dự án nhà ở, văn phòng, khách sạn và các trung tâm hội nghị. **Central Pattana** (Central Pattana Public Co.) – công ty con mẫn cho thuê bán lẻ của gã khổng lồ từ Thái Lan là Central Group - được thành lập vào năm 1980 và khai trương TTTM tích hợp đầu tiên vào năm 1982. **AEON** (AEON Mall Co.) được thành lập tại Nhật Bản vào năm 1911 với tư cách là một công ty chuyên đầu tư TTTM thuộc Tập đoàn AEON - một trong những tập đoàn bán lẻ lớn nhất thế giới. **Pakuwon Jati** (PT. Pakuwon Jati Tbk) được thành lập vào năm 1982 với vai trò là một chủ đầu tư BĐS đa mục đích ở Indonesia với các BĐS bao gồm bán lẻ, nhà ở, thương mại và khách sạn. **Parkson** (Parkson Retail Group Limited) là công ty con mẫn bán lẻ tại Đông Nam Á của nhà bán lẻ cửa hàng bách hóa Parkson Holdings Berhad được thành lập vào năm 1987 với vai trò là một bộ phận của tập đoàn quốc tế The Lion Group. **Lotte** (Lotte Shopping Co.) – công ty con mẫn bán lẻ của Tập đoàn Lotte Hàn Quốc - được thành lập vào năm 1979 và cung cấp nhiều mô hình, bao gồm cửa hàng bách hóa, đại siêu thị, siêu thị và cửa hàng điện máy. **VRE** (Vincor Retail) được thành lập vào năm 2012 và là công ty con mẫn cho thuê bán lẻ của Vingroup (VIC) - tập đoàn đa ngành và chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam.

Có nền tảng là một chủ đầu tư BĐS lớn ở từng quốc gia là đặc điểm quan trọng đối với các công ty cho thuê bán lẻ vì điều này đồng nghĩa với khả năng đảm bảo quỹ đất trong dài hạn, được coi là yếu tố quan trọng nhất đối với doanh nghiệp này. Khi các công ty cho thuê bán lẻ hàng đầu này mở rộng mạng lưới trung tâm thương mại, sẽ có thể thu hút những khách thuê tốt hơn so với những đối thủ cạnh tranh trong cùng khu vực địa lý. Lý do là vì quy mô và độ phủ của các công ty cho thuê bán lẻ sẽ giúp cả chủ thuê và người thuê dễ dàng mở rộng quy mô cùng nhau. Yếu tố này cũng sẽ tạo ra rào cản tham gia cao cũng như hạn chế cơ hội phát triển của những công ty khác.

Hình 7: Thị phần cho thuê bán lẻ tính tại các quốc gia tương ứng năm 2020



- **VRE (Việt Nam):** Ước tính của chúng tôi dựa trên GFA bán lẻ của VRE và tổng nguồn cung bán lẻ tại TP. HCM và Hà Nội.
- **SM Prime (Philippines):** Dựa trên GFA bán lẻ của SM Prime ở Philippines và tổng nguồn cung bán lẻ ở Philippines, theo báo cáo thường niên của công ty.
- **Central Pattana (Thái Lan):** Dựa trên GFA bán lẻ của Central Pattana ở Thái Lan và tổng nguồn cung bán lẻ ở Thái Lan, theo báo cáo thường niên của công ty.
- **AEON (Nhật Bản):** Dựa trên GFA bán lẻ của AEON tại Nhật Bản và tổng nguồn cung bán lẻ tại Nhật Bản.
- **Pakuwon Jati (Indonesia):** Dựa trên NLA bán lẻ của Pakuwon Jati ở Indonesia và không gian trung tâm mua sắm ở Jakarta, theo tổng hợp của VRE.
- **Parkson (Malaysia):** Dựa trên GFA bán lẻ của Parkson tại Malaysia và tổng nguồn cung bán lẻ tại Malaysia.
- **Lotte (Hàn Quốc):** Không có dữ liệu.

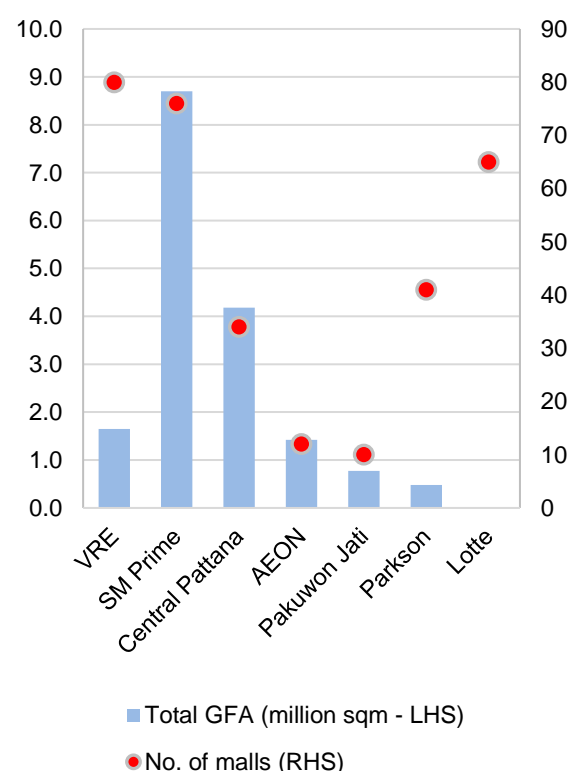
Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp từ thông tin công bố của các công ty.

VRE đã trở thành một trong những công ty vận hành TTTM phát triển nhanh nhất trong nhóm các quốc gia cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn

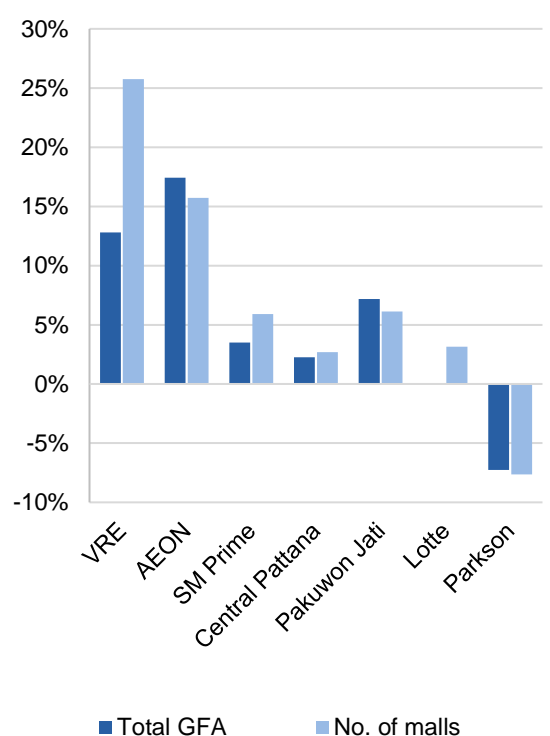
So với các nước Đông Nam Á đề cập ở trên vốn đã có các TTTM lớn đầu tiên xuất hiện vào giữa những năm 1980, TTTM bán lẻ đầu tiên của Việt Nam - Vincom Center Bà Triệu (Hà Nội) – được khai trương vào năm 2004 mở đường cho sự phát triển của bán lẻ hiện đại tại Việt Nam. Trên đường cong tăng trưởng, Việt Nam khiến chúng tôi liên tưởng đến các nước trong khu vực Đông Nam Á thời điểm cách đây 15-20 năm với những điểm tương đồng như mức thu nhập, việc khánh thành các tuyến đường sắt vận tải công cộng và sự xuất hiện ngày càng nhiều của các thương hiệu toàn cầu.

Là nhà vận hành TTTM đầu tiên tại một thị trường bán lẻ còn khá non trẻ như Việt Nam, VRE đã tạo dựng được mức độ phủ sóng lớn của các TTTM ngay cả khi so sánh với các chủ đầu tư nổi tiếng khác ở Đông Nam Á (Hình 8). Đến cuối quý 2/2021 - tức 17 năm kể từ ngày khai trương TTTM đầu tiên - VRE đã đưa vào hoạt động 80 TTTM tại 43 trong số 63 tỉnh/thành phố của Việt Nam. Tổng số TTTM của VRE thậm chí còn cao hơn so với các công ty cùng ngành ở Đông Nam Á như SM Prime (76 TTTM ở Philippines), Central Pattana (34 ở Thái Lan và Malaysia), AEON (12 ở Việt Nam, Campuchia và Indonesia), Pakuwon Jati (10 ở Indonesia), Parkson (41 trung tâm ở Việt Nam, Malaysia và Indonesia), và Lotte (65 ở Việt Nam và Indonesia). VRE ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn 2015-2021 về cả GFA cho thuê bán lẻ và số lượng TTTM đang hoạt động so với các chủ cho thuê khác ở Đông Nam Á (Hình 9), điều này cho thấy sự chủ động của công ty cũng như khả năng thâm nhập thị trường và phát triển dự án.

Hình 8: GFA cho thuê bán lẻ và số lượng TTTM tại Đông Nam Á của VRE so với công ty cùng ngành trong khu vực tính tới quý 2/2021



Hình 9: CAGR GFA cho thuê bán lẻ 2015-2021 và số lượng TTTM tại Đông Nam Á của VRE so với các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: VCSC tổng hợp từ các thông tin công bố của các công ty. Lưu ý: Không có GFA cho thuê bán lẻ cho Lotte. Dữ liệu của SM Prime bao gồm các TTTM ở Philippines. Dữ liệu của Central Pattana bao gồm các TTTM ở Thái Lan và Malaysia. Dữ liệu của AEON bao gồm các TTTM ở Việt Nam, Indonesia và Campuchia. Dữ liệu của Pakuwon Jati bao gồm các TTTM ở Indonesia. Dữ liệu của Parkson bao gồm các TTTM ở Việt Nam, Malaysia và Indonesia. Dữ liệu của Lotte bao gồm các TTTM ở Việt Nam và Indonesia.

Mô hình mua sắm & giải trí tại một điểm đến duy nhất – mà VRE đã áp dụng – đã được chứng minh là một công thức thành công cho các TTTM hiện đại

Sự suy yếu của Parkson tại Việt Nam và các thị trường khác là một ví dụ điển hình cho thấy sự thay đổi sở thích của người tiêu dùng Việt Nam đang nhanh chóng chuyển từ các mô hình bán lẻ không có tổ chức (cửa hàng thông thường và cửa hàng đường phố) trực tiếp sang các TTTM dành cho nhiều người thuê (“shopping mall”) với thời gian chuyển đổi rất ngắn dành cho giai đoạn của các cửa hàng bách hóa (“department store”). Cửa hàng đầu tiên của Parkson tại Việt Nam – Parkson Saigon Tourist Plaza – khai trương vào năm 2005 tại khu vực trung tâm của TP. HCM. Cùng với sự phát triển của VRE, Parkson đã đạt được thời kỳ đỉnh cao giai đoạn 2005-2010 với 9 cửa hàng bách hóa hoạt động tại Việt Nam giúp giới thiệu các thương hiệu quốc tế đến người tiêu dùng trong nước.

Hình 10: Ví dụ điển hình về mô hình cửa hàng bách hóa của Parkson tại Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp từ website Parkson Vietnam.

Tuy nhiên, hình thức cửa hàng bách hóa đã sớm bộc lộ một số nhược điểm so với hình TTTM được VRE áp dụng. GFA bán lẻ của các cửa hàng bách hóa thường nhỏ hơn so với các TTTM. Ngoài ra, các cửa hàng bách hóa thường có diện tích dưới 20.000 m2 và lượng khách thuê tập trung vào các mặt hàng mỹ phẩm và thời trang. Diện tích tương đối nhỏ và cách trưng bày mở truyền thống cũng gây khó khăn cho các cửa hàng bách hóa trong việc tối ưu hóa lợi ích cho từng khách thuê cũng như đáp ứng các dịch vụ bổ sung.

Ngược lại, các TTTM cung cấp trải nghiệm mua sắm một điểm đến trong đó người tiêu dùng có thể tận hưởng trải nghiệm bán lẻ đa dạng bao gồm các phân khúc truyền thống như thời trang và mỹ phẩm bên cạnh F&B, spa, siêu thị, cửa hàng điện tử, rạp chiếu phim và các dịch vụ giải trí khác. Với diện tích trung bình từ 20.000 m2 đến hơn 100.000 m2, các TTTM cung cấp cho người thuê nhiều diện tích hơn để đem đến nhiều lựa chọn hàng hóa và dịch vụ hơn so với hình thức từng gian hàng nhỏ trong các cửa hàng bách hóa.

Hình 11: Ví dụ về mô hình TTTM của VRE



Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp từ truyền thông trong nước.

Hình 12: Ví dụ về mô hình TTTM của AEON tại Việt Nam

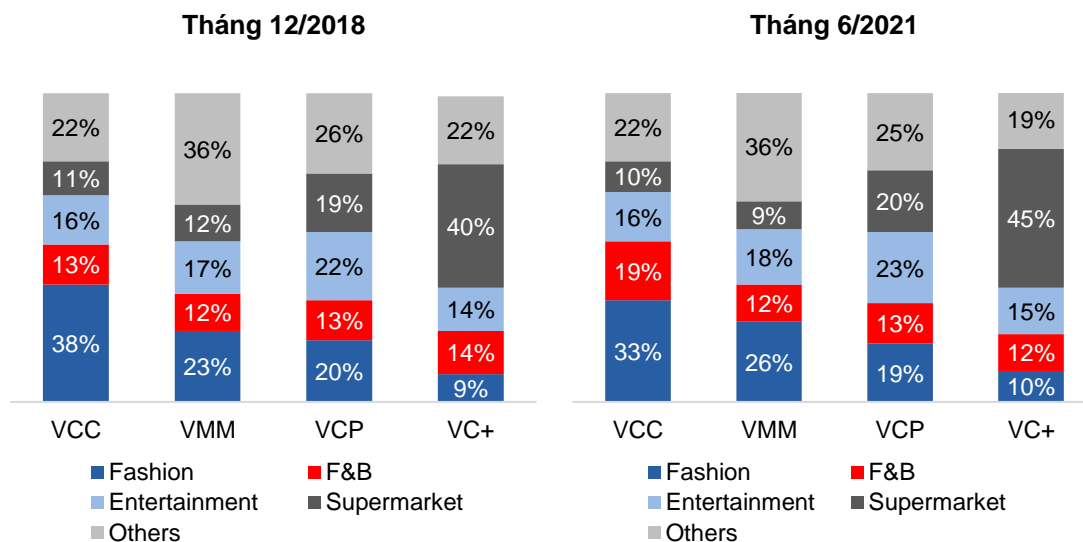


Nguồn: VCSC tổng hợp từ website AEON Vietnam.

Chúng tôi tin rằng khái niệm một điểm đến tại các TTTM ở Việt Nam – vốn đã được thiết lập để đáp ứng nhu cầu đa dạng hơn của người tiêu dùng về mua sắm, giải trí, tương tác xã hội và ẩm thực – sẽ tiếp tục trở nên phổ biến. Do sự nổi lên của hình thức TTTM, Parkson đã giảm quy mô hoạt động kinh doanh tại Việt Nam trong vài năm qua. Parkson Keangnam (Hà Nội) đóng cửa đầu tiên vào tháng 1/2015, tiếp theo là Parkson Paragon (TP.HCM) vào tháng 5/2016, Parkson Viet Tower (Hà Nội) vào tháng 12/2016, Parkson Flemington (TP.HCM) vào tháng 3/2018 và Parkson Cantavil (TP.HCM) vào tháng 6/2018, do đó hiện chỉ còn 4 trung tâm hoạt động. Ngoài ra, các hoạt động của Parkson tại Malaysia, Indonesia và Myanmar cũng có khả năng sinh lời thấp và quy mô hoạt động giảm dần.

Sự hiện diện ngày càng nhiều của các thương hiệu quốc tế sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu cho thuê bán lẻ tại Việt Nam. Cùng với sự phát triển của hình thức TTTM, sự gia nhập ngày càng nhiều của các thương hiệu quốc tế vào Việt Nam cũng là một động lực thúc đẩy nhu cầu mặt bằng bán lẻ. Trong một thập kỷ qua, Việt Nam đã chứng kiến sự hiện diện ngày càng nhiều của các thương hiệu quốc tế đáng chú ý được thu hút bởi triển vọng bán lẻ lớn của đất nước (Hình 14). Các thương hiệu này thuộc nhiều danh mục như F&B (Starbucks, McDonald's, Häagen-Dazs và Haidilao), thời trang & phụ kiện (Mango, Zara, H&M, Uniqlo và Decathlon), sắc đẹp & sức khỏe (Guardian, Watson và Matsumoto Kiyoshi), và hàng gia dụng (Jaju và Dyson). Tỷ lệ khách thuê quốc tế ngày càng mở rộng trong tổ hợp khách thuê của các công ty cho thuê bán lẻ không chỉ thúc đẩy tổng nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ tăng mà đảm bảo các điều khoản cho thuê do các thương hiệu quốc tế này thường theo đuổi chiến lược mở rộng dài hạn khi vào Việt Nam.

Hình 13: Cơ cấu khách thuê của VRE theo NLA



Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp. Ghi chú: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+) — thông tin chi tiết về mô hình mỗi TTTM có thể xem thêm ở Hình 17.

Hình 14: Một số thương hiệu quốc tế đáng chú ý đã gia nhập thị trường Việt Nam

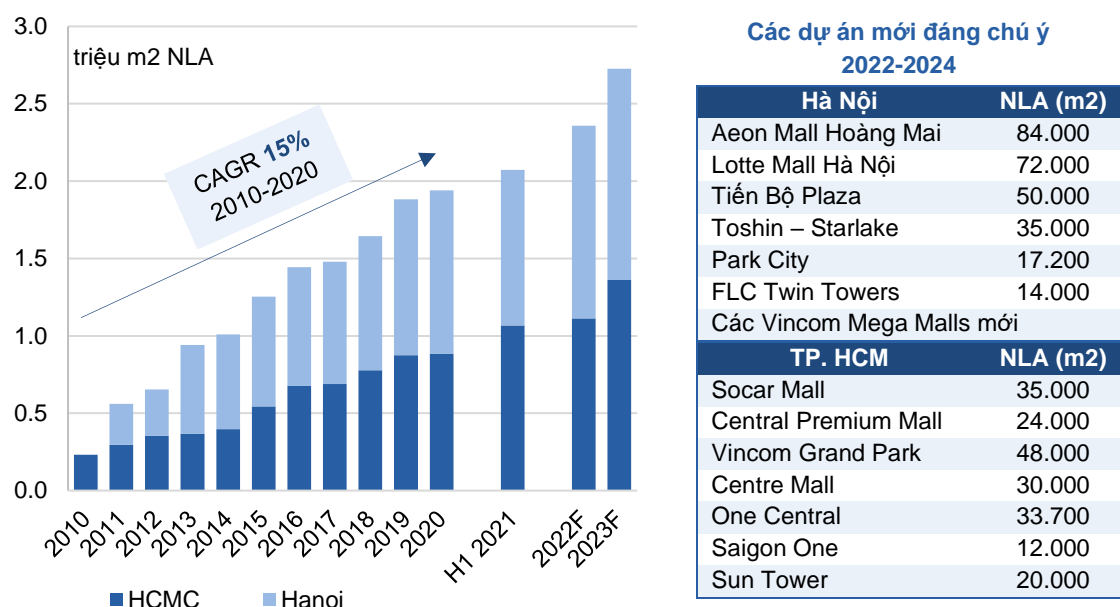
	2010 – 2014	2015 – 2018
F&B		
Thời trang & phụ kiện		
Khác		
	2019	2020
F&B		
Thời trang & phụ kiện		
Khác		
	2021 và các thương hiệu tiềm năng	
F&B		
Thời trang & phụ kiện		
Khác		

Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp từ các nguồn thông tin đại chúng.

VRE đã thiết lập vị thế thống trị cả về độ phủ TTTM và tổng diện tích cho thuê bán lẻ tại Việt Nam

Hai thành phố lớn Hà Nội và TP. HCM là trung tâm bán lẻ của Việt Nam. Việt Nam hiện có hơn 200 TTTM và cửa hàng bách hóa trên toàn quốc bao gồm nhiều loại hình tiện ích khác nhau. Theo ước tính của chúng tôi, hai thành phố lớn nhất là Hà Nội và TP. HCM hiện chiếm hơn 80% tổng diện tích bán lẻ của cả nước. Tổng nguồn cung bán lẻ hiện đại ở cả Hà Nội và TP. HCM là khoảng 2,1 triệu m2 NLA vào cuối quý 2/2021, tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% trong 10 năm qua (2010-2020). Theo CBRE, Hà Nội và TP. HCM sẽ tiếp tục có thêm khoảng 600.000 m2 diện tích bán lẻ vào cuối năm 2023.

Hình 15: Tổng nguồn cung cho thuê bán lẻ tại Hà Nội và TP. HCM

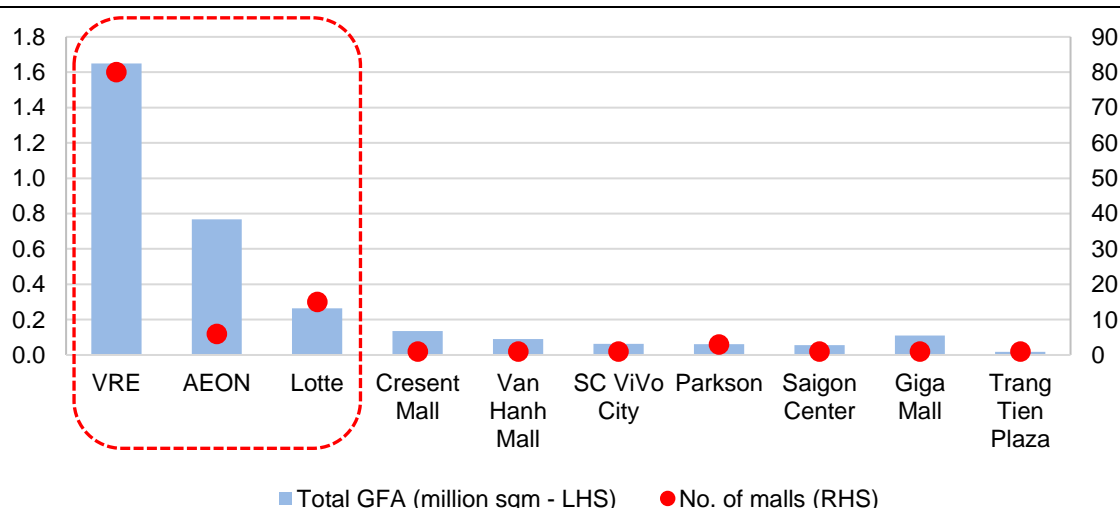


Nguồn: Dữ liệu và dự báo của CBRE, VCSC tổng hợp. Ghi chú: dữ liệu NLA tính đến cuối quý 2/2021, không tính siêu thị và cửa hàng tiện lợi riêng lẻ.

Một thị trường bán lẻ hấp dẫn sẽ thu hút nhiều cạnh tranh hơn; tuy nhiên, VRE đã giành được vị thế thống trị

Diễn biến kinh tế vĩ mô tích cực và triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bán lẻ đã tạo nền tảng vững chắc cho các công ty cho thuê bán lẻ mở rộng tại Việt Nam, bao gồm cả các nhà phát triển trong và ngoài nước. Hình 16 dưới đây cho thấy một số công ty/dự án cho thuê bán lẻ lớn ở Việt Nam.

Hình 16: Một số công ty/dự án cho thuê bán lẻ lớn của Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp và ước tính từ thông tin công bố của các công ty và thông tin công khai (dữ liệu tính đến cuối quý 3/2021).

VRE nổi lên là công ty cho thuê mặt bằng bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam với 80 TTTM có diện tích 1,65 triệu m2 GFA bán lẻ trên 43 trong số 63 tỉnh/thành phố của Việt Nam. VRE đã công bố kế hoạch triển khai TTTM đầy tham vọng trong vòng 5 năm tới (2021-2026) với thêm 3,0 triệu m2 GFA. Kế hoạch này sẽ nâng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE lên 4,7 triệu m2 vào cuối năm 2026, theo ban lãnh đạo cho biết. Trong năm 2021, VRE vẫn duy trì kế hoạch khai trương 3 TTTM vào cuối năm 2021 (VMM Smart City tại Hà Nội và hai VCP tại Mỹ Tho và Bạc Liêu), bổ sung thêm gần 100.000 m2 GFA.

Một chủ đầu tư cho thuê bán lẻ lớn khác bên cạnh VRE là **AEON** – nhà bán lẻ Nhật Bản có lịch sử phát triển lâu đời ở châu Á, hiện có 6 TTTM tại Việt Nam với tổng GFA khoảng 767.000 m² (2 ở Hà Nội, 2 ở TP HCM, 1 ở tỉnh Bình Dương và 1 ở Hải Phòng). AEON đang có kế hoạch xây dựng TTTM AEON Mall Hoàng Mai tại Hà Nội (dự kiến khai trương vào năm 2023-2024). AEON Hoàng Mai sẽ là dự án lớn nhất của AEON tại Việt Nam với NLA đạt khoảng 84.000m² với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 281 triệu USD.

Các chủ đầu tư cho thuê bán lẻ đáng chú ý khác tại Việt Nam là **Lotte** của Hàn Quốc và nhà bán lẻ **Parkson** của Malaysia, những công ty lần lượt mở TTTM đầu tiên vào năm 2005 và 2008. Trong khi sự hiện diện của Lotte vẫn đáng chú ý với 15 TTTM trên khắp 10 tỉnh/thành phố, hoạt động của Parkson đã bị ảnh hưởng bởi việc khách hàng chuyển đổi sở thích sang TTTM (“shopping mall”) thay vì các cửa hàng bách hóa (“department store”). Như vậy, Parkson hiện chỉ còn 4 trung tâm thương mại đang hoạt động tại Việt Nam.

Ngoài ra còn có các tên tuổi đình đám khác có mặt bằng bán lẻ quy mô lớn tại TP. HCM và Hà Nội, bao gồm Crescent Mall tại TP.HCM (do Phú Mỹ Hưng phát triển; GFA bán lẻ 112.000m²; khai trương năm 2011), SC VivoCity tại TP.HCM (Mapletree và Saigon Co-op; 63.000m²; 2015), Saigon Center tại TP.HCM (Keppel Land, Toshin Development Corporation, Tổng công ty Vận tải đường thủy miền Nam và Tổng công ty Địa ốc Sài Gòn; 55.000m²; cải tạo và mở rộng năm 2016), Tràng Tiền Plaza tại Hà Nội (IPPG Group; 18.000m²; 2005), Vạn Hạnh Mall (90.000m²; 2018) và Giga Mall (Khang Gia Land; 110.000m²; 2019) mới khai trương gần đây tại TP. HCM. Tất cả các trung tâm thương mại này được phát triển bởi các chủ đầu tư riêng biệt; do đó, mặc dù các TTTM này là một trong những điểm mua sắm sầm uất nhất tại TP. HCM và Hà Nội, chúng tôi không coi các chủ đầu tư này là đối thủ cạnh tranh chính của VRE.

Chiến lược của VRE là tập trung vào các loại hình TTTM lớn hơn cho tăng trưởng dài hạn

Chiến lược trước đây của VRE là tích cực mở rộng phạm vi phủ sóng TTTM để đảm bảo sự hiện diện của công ty trên khắp Việt Nam...

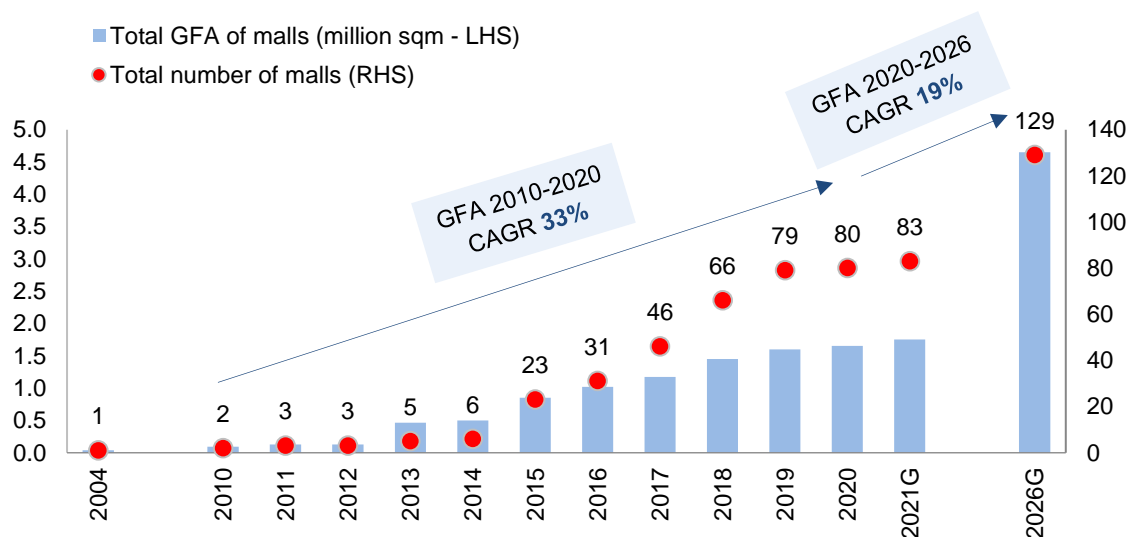
Trước năm 2021, chiến lược quan trọng của VRE là tích cực mở rộng phạm vi phủ sóng TTTM để đảm bảo vị thế trên thị trường và quỹ đất trên khắp Việt Nam. Chiến lược này được thể hiện qua tốc độ CAGR tổng GFA bán lẻ giai đoạn 2010-2020 của VRE đạt 33% với tổng số TTTM tăng từ 2 trong năm 2010 lên 80 vào năm 2020 (Hình 18). Để mở rộng quy mô nhanh chóng và tận dụng nhu cầu ở tất cả các phân khúc thu nhập, VRE đã phát triển 4 hình thức trung tâm thương mại (Hình 17) khác nhau về quy mô, vị trí và đối tượng thuê - Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+). Mô hình VCP, nhắm đến khách hàng đại chúng ở những vị trí có mật độ dân cư cao nằm ngoài trung tâm TP. HCM & Hà Nội và/hoặc những vị trí đắc địa ở các tỉnh thành khác, là hình thức phù hợp nhất để mở rộng quy mô. Lý do là vì VCP yêu cầu diện tích đất nhỏ hơn tại các vị trí kém đắc địa hơn so với các định dạng cao cấp hơn như VCC và VMM; ngoài ra, VCP mang lại trải nghiệm trọn vẹn của một TTTM so với định dạng nhỏ gọn của VC+. Do đó, VCP đã trở thành hình thức phổ biến nhất của VRE với 54 TTTM trong tổng số 80 trung tâm thương mại của VRE và có tổng diện tích hơn 857.517 m² (tương ứng 52% tổng GFA bán lẻ của VRE) tính đến cuối quý 2/2021.

Hình 17: Mô hình TTTM của VRE

	Vincom Center (VCC)	Vincom Mega Mall (VMM)	Vincom Plaza (VCP)	Vincom+ (VC+)
Số lượng	7	4	54	15
GFA (m ² /TTTM)	40.000 - 60.000	60.000 - 150.000+	10.000 - 40.000	3.000 - 5.000
GFA (m ²) & % tổng GFA	280.026 (17%)	444.098 (27%)	857.517 (52%)	71.936 (4%)
Vị trí	Các vị trí đắc địa tại các thành phố chính như Hà Nội & TP. HCM	Nằm trong các dự án phát triển tích hợp/đa mục đích tại các thành phố lớn	Các vị trí có mật độ cao, nằm ngoài khu vực trung tâm	Các vị trí có mật độ trung bình, nằm ngoài khu vực trung tâm
Thời gian xây dựng	15 – 18 tháng	18 - 24+ tháng	12+ tháng	6+ tháng

Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp (dữ liệu từ cuối quý 2/2021).

Hình 18: Quá trình mở rộng mạng lưới TTTM của VRE

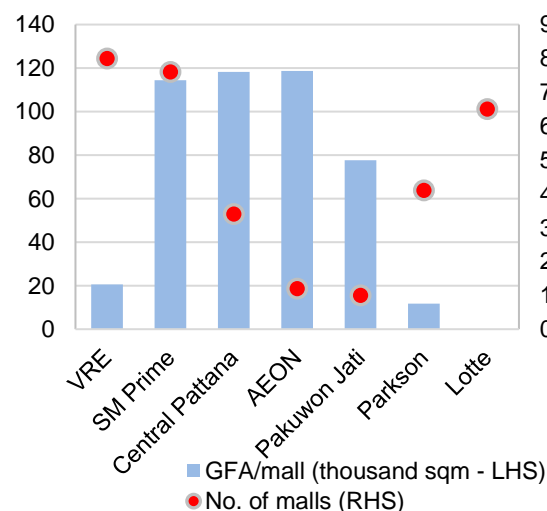


Nguồn: VCSC tổng hợp và ước tính từ các thông tin công bố và công khai.

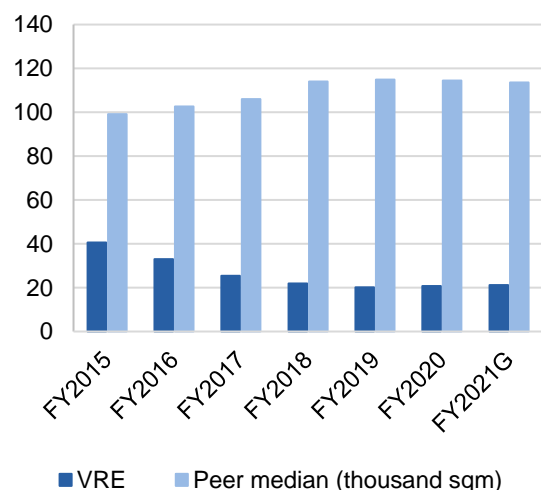
... nhưng hiện tại VRE tập trung vào các định dạng trung tâm thương mại lớn hơn đã được chứng minh là hiệu quả hơn trong dài hạn.

Như chúng tôi đã thảo luận trong phần trước, khái niệm TTTM một điểm đến đang và sẽ tiếp tục là xu hướng chính của bán lẻ hiện đại. Tuy nhiên, định dạng này yêu cầu diện tích lớn hơn để thu hút được nhiều đối tượng thuê đa dạng hơn. Nhiều thương hiệu thời trang quốc tế nổi tiếng như Zara, H&M và Uniqlo yêu cầu không gian cửa hàng lớn, điều này không chỉ giúp cung cấp nhiều không gian hơn cho hàng tồn kho mà còn cho phép các thương hiệu tùy chỉnh cách trưng bày và không gian cửa hàng để phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế của họ. Các nhóm khách thuê khác cũng yêu cầu không gian lớn do tính chất kinh doanh, bao gồm chuỗi rạp chiếu phim, chuỗi nhà hàng ăn uống, dịch vụ giáo dục, dịch vụ phòng tập thể dục và dịch vụ chăm sóc sắc đẹp & spa, ... Nói cách khác, để có thể đáp ứng nhiều dịch vụ đa dạng hơn ngoài các cửa hàng mua sắm truyền thống, thì các TTTM cần phải có diện tích lớn hơn.

Hình 19: GFA/TTTM và số lượng các TTTM của VRE so với các công ty cùng ngành



Hình 20: GFA/TTTM của VRE so với các công ty cùng ngành

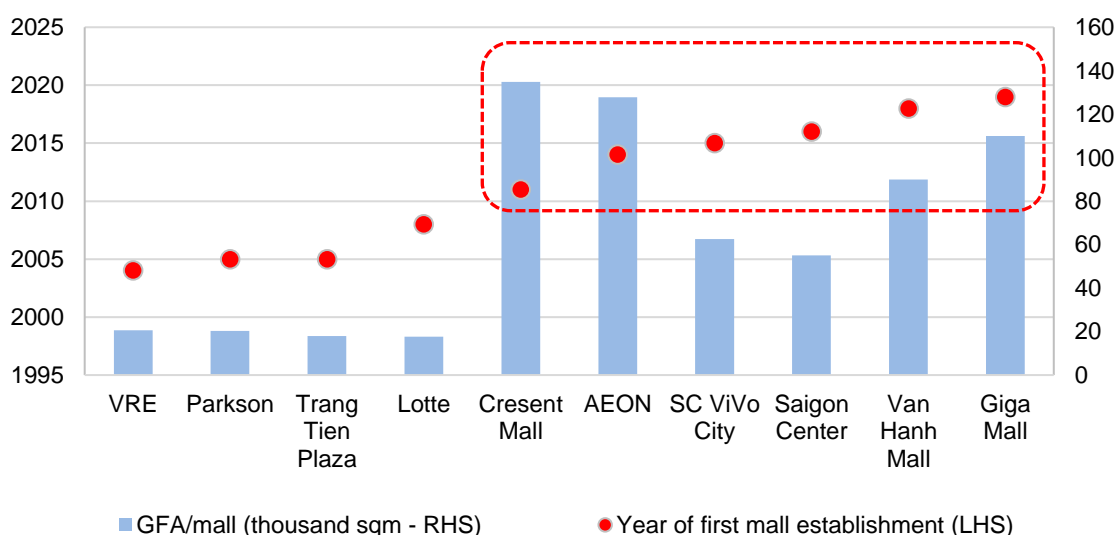


Lưu ý: Không có dữ liệu GFA cho thuê bán lẻ cho Lotte. Dữ liệu của Pakuwon Jati là NLA. Dữ liệu của SM Prime bao gồm các TTTM ở Philippines. Dữ liệu của Central Pattana bao gồm các TTTM ở Thái Lan và Malaysia. Dữ liệu của AEON bao gồm các TTTM ở Việt Nam, Indonesia và Campuchia. Dữ liệu của Pakuwon Jati bao gồm các TTTM ở Indonesia. Dữ liệu của Parkson bao gồm các TTTM ở Việt Nam, Malaysia và Indonesia. Dữ liệu của Lotte bao gồm các TTTM ở Việt Nam và Indonesia. Nguồn: VCSC tổng hợp từ thông tin công bố của các công ty.

Nhu cầu cho các TTTM lớn hơn này được phản ánh qua số GFA/TTTM trung bình của các công ty cho thuê bán lẻ thành công ở Đông Nam Á (Hình 19) như SM Prime và Central Pattana đạt gần 120.000 m² GFA/TTTM. AEON đạt gần 120.000 m² GFA/TTTM trong khi Pakuwon Jati đạt gần 80.000 m² GFA/TTTM. Tỷ lệ GFA/TTTM này cao hơn đáng kể so với GFA/TTTM trung bình của VRE trong danh mục đầu tư vào khoảng 20.000 m². Điều này là kết quả của chiến lược mở rộng độ phủ sóng TTTM của VRE thông qua VCP (Hình 20) khi VCP (chiếm 52% tổng GFA bán lẻ của VRE) có GFA trung bình/TTTM là 10.000-40.000 m² so với 2 định dạng cao cấp hơn của VRE là VCC (40.000-60.000 m²) và VMM (60.000-150.000 m²).

Định dạng TTTM với diện tích lớn cũng đã được các trung TTTM mới xây dựng ở TP. HCM và Hà Nội sử dụng (Hình 21). Các TTTM ra mắt từ năm 2010 đều có diện tích sàn bán lẻ từ 60.000m² đến hơn 100.000m² (ngoại trừ Saigon Center, tọa lạc tại khu đất đặc địa ở khu trung tâm thương mại TP.HCM với diện tích hạn chế).

Hình 21: GFA/TTTM và số lượng các TTTM tại Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp và ước tính từ các thông tin công bố của các công ty vào quý 3/2021.

Chiến lược mở rộng mạnh mẽ độ phủ sóng TTTM của VRE thông qua VCP trong 10 năm qua đã thành công trong việc đảm bảo quỹ đất của công ty cũng như thiết lập vị thế hàng đầu trên khắp Việt Nam. Đối với các khu vực khác của Việt Nam, nơi thị trường bán lẻ kém phát triển hơn so với các khu vực trung tâm của TP. HCM và Hà Nội, định dạng và dịch vụ của VCP tạo ra sự cân bằng giữa chi phí phát triển của VRE, nhu cầu của khách hàng trong khu vực và yêu cầu của khách thuê đối với khu vực. Một ví dụ về điều này là các thương hiệu nổi tiếng như Zara, Uniqlo và Haidilao yêu cầu không gian cửa hàng lớn tại các vị trí đặc địa và hiện đang tập trung nhiều hơn vào thị trường TP. HCM và Hà Nội nhưng chưa mở rộng sang các tỉnh/thành phố khác. Mức giá của các thương hiệu này và của các thương hiệu thuộc phân khúc cao cấp xa xỉ khác cũng được khách hàng có thu nhập cao hơn chấp nhận.

Tuy nhiên, khi thị trường bán lẻ Việt Nam ngày càng phát triển và ngày càng nhiều người tiêu dùng Việt Nam tìm kiếm và có khả năng chi trả cho các sản phẩm và dịch vụ cao cấp hơn, nhu cầu về các TTTM tích hợp đầy đủ sẽ tăng lên. Như đã đề cập, việc thay đổi chiến lược của VRE là cần thiết để chuẩn bị cho sự phát triển của công ty trong tương lai. Đầu năm 2021, VRE cho biết sẽ chuyển trọng tâm sang phát triển loại hình trung tâm thương mại lớn (VCC và VMM) ở các thành phố lớn và các thành phố cấp 1 thay vì loại hình trung tâm thương mại nhỏ hơn (VCP và VC+). Chiến lược này được kỳ vọng sẽ mang đến những trải nghiệm hấp dẫn cho cộng đồng dân cư tại các đại dự án của Vinhomes và các khu vực lân cận. Chiến lược này tương ứng với kế hoạch đầu tư TTTM (sẽ được phát triển trong giai đoạn 2021-2026) với số lượng VMM nhiều nhất (27 TTTM), tiếp theo là 2 VCC, 19 VCP và một VC+ với tổng cộng thêm 3,0 triệu m² GFA, theo kế hoạch của ban lãnh đạo công ty.

Hình 22: Kế hoạch mở các TTTM của VRE giai đoạn 2021-2026

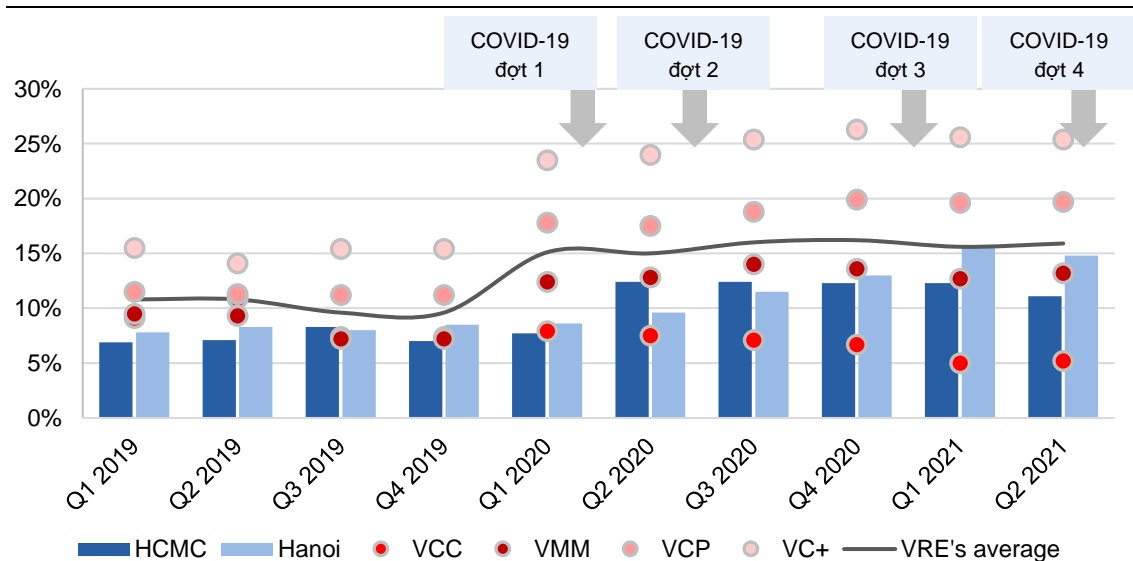
Định dạng	Số lượng dự án	Vị trí	GFA bán lẻ (m ²)
VCC	2	Hanoi	95.000
VMM	27	Hà Nội, TP. HCM, Hưng Yên, Đông Anh, Cần Giờ, Cam Ranh	2.413.000
VCP	19	Hà Nội, TP. HCM, Mỹ Tho, Bạc Liêu và Hải Phòng, cùng các tỉnh khác	489.000
VC+	1	Thanh Hóa	3.000
Tổng cộng	49		3.000.000

Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp.

Theo quan sát của chúng tôi, một lập luận khác ủng hộ sự thay đổi chiến lược của VRE tập trung vào các TTTM lớn và cao cấp hơn xuất hiện trong đại dịch COVID-19 giai đoạn 2020-2021. Sự gián đoạn liên quan đến COVID-19 đối với hoạt động kinh doanh bán lẻ ở Việt Nam đã được thể hiện trong tỷ lệ trống của các trung bán bán lẻ ở hai thành phố TP. HCM và Hà Nội với tỷ lệ diện tích cho thuê bán lẻ trống của TP.HCM tăng nhẹ lên khoảng 12% kể từ quý 2/2020 (thời điểm dịch COVID-19 bùng phát lần đầu ở Việt Nam) từ dưới 8% vào năm 2019 và tỷ lệ diện tích cho thuê bán lẻ trống của Hà Nội tăng lên gần 10%-15% từ quý 2/2020 đến quý 2/2021 so với khoảng 8% vào năm 2019. So sánh những con số này với tỷ lệ diện tích cho thuê bán lẻ trống trung bình trước dịch COVID-19 của VRE là khoảng 10% và khoảng 16% trong thời kỳ đại dịch (Hình 23) cho thấy – trên bề nổi – rằng VRE có hoạt động kém hơn so với thị trường.

Tuy nhiên, tỷ lệ bỏ trống trung bình của VRE bị ảnh hưởng bởi VCP, vốn có tỷ lệ diện tích trống đã tăng lên khoảng 19% trong thời gian đại dịch từ khoảng 11% trước dịch COVID-19. Theo tìm hiểu của chúng tôi, nguyên nhân của điều này là do tỷ lệ các khách thuê nhỏ và cửa hàng chuyên biệt trong cơ cấu khách thuê của VCP cao hơn so với VCC và VMM vốn thu hút nhiều thương hiệu quốc tế lớn với thời gian thuê dài hơn. Doanh thu của các khách thuê nhỏ và cửa hàng chuyên biệt này trong các trung tâm thương mại VCP dễ chịu ảnh hưởng lớn hơn bởi dịch COVID-19; kết quả là các khách thuê này đã nhanh chóng trả lại mặt bằng. Mặt khác, cả VCC và VMM đều ghi nhận tỷ lệ trống ổn định trong suốt đại dịch COVID-19.

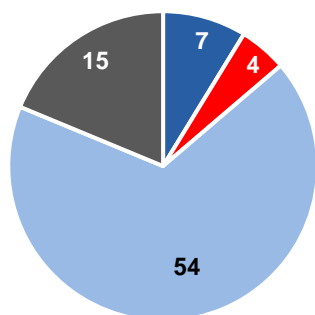
Hình 23: Tỷ lệ trống tại TP. HCM và Hà Nội so với tỷ lệ trống các loại hình TTTM của VRE



Nguồn: CBRE, VRE, VCSC tổng hợp.

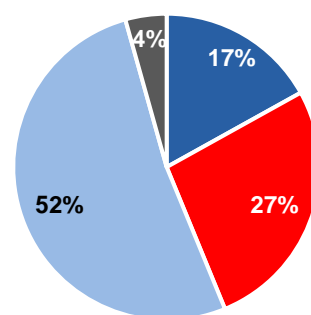
Đối với sự so sánh này, chúng tôi lưu ý rằng (1) mặc dù chúng tôi sử dụng thị trường TP. HCM và Hà Nội làm tiêu chuẩn, nhưng cần lưu ý rằng các TTTM VCP và VC+ nằm trải dài trên khắp Việt Nam, do đó tỷ lệ trống thông thường của định dạng này đã có cơ sở cao hơn; và (2) tỷ lệ đóng góp của VC+ vào tổng GFA bán lẻ của VRE chỉ là 4%, do đó tác động của tỷ lệ trống cao của hình thức TTTM này – khoảng 25% trong thời kỳ đại dịch – có ảnh hưởng không đáng kể đến hoạt động kinh doanh của VRE.

Hình 24: Cơ cấu số lượng TTTM của VRE theo định dạng TTTM tính đến cuối quý 2/2021



■ VCC ■ VMM ■ VCP ■ VC+

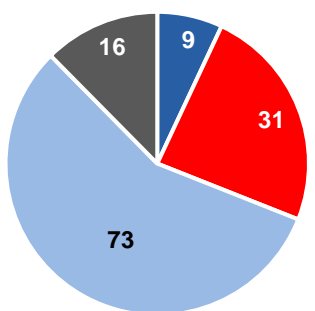
Hình 25: Cơ cấu GFA TTTM của VRE theo định dạng TTTM tính đến cuối quý 2/2021



■ VCC ■ VMM ■ VCP ■ VC+

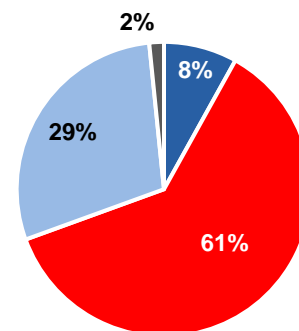
Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp

Hình 26: Cơ cấu số lượng TTTM của VRE theo định dạng TTTM tính đến cuối 2026, dựa theo kế hoạch mở rộng của VRE



■ VCC ■ VMM ■ VCP ■ VC+

Hình 27: Cơ cấu GFA TTTM của VRE theo định dạng TTTM tính đến cuối 2026, dựa theo kế hoạch mở rộng của VRE



■ VCC ■ VMM ■ VCP ■ VC+

Nguồn: VRE, VCSC tổng hợp.

So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực

Dịch COVID-19 đã làm gián đoạn đáng kể ngành bán lẻ, nhưng quá trình phục hồi đang bắt đầu

Đợt dịch COVID-19 thứ tư đã làm gián đoạn các hoạt động kinh tế - đặc biệt là ở TP. HCM

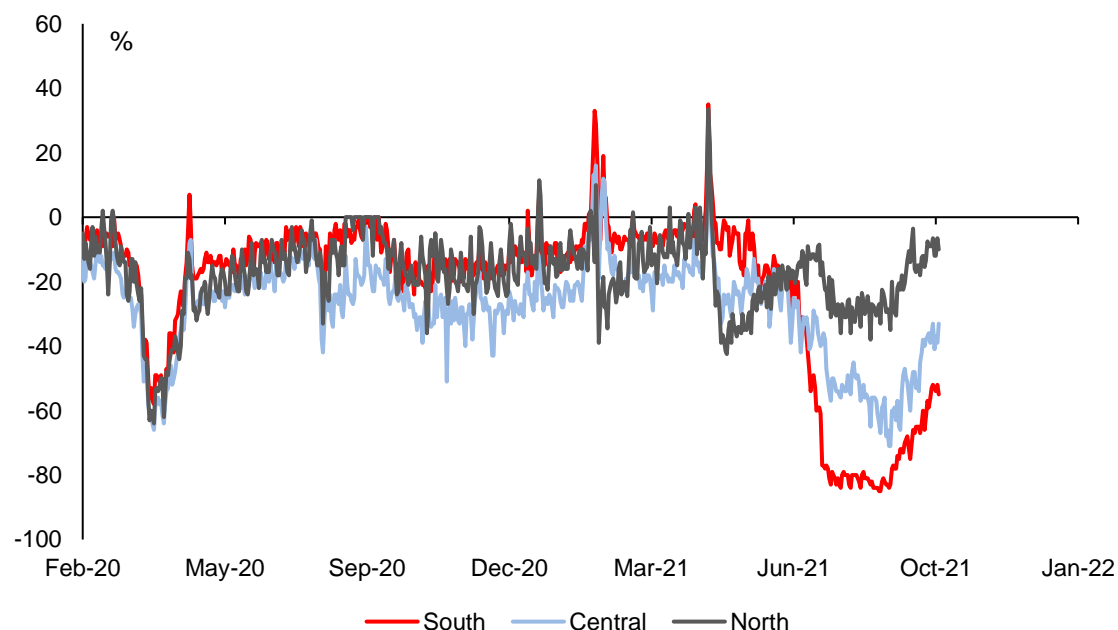
Kể từ khi dịch COVID-19 bùng phát lần đầu tiên vào tháng 1/2020, Việt Nam đã trải qua 4 đợt COVID-19 trong đó đáng kể nhất là đợt dịch đầu tiên (tháng 4/2020) và đợt 4 (cuối tháng 4/2021 - tháng 9/2021). Mặc dù làn sóng dịch đợt đầu tiên gây ra sự gián đoạn đáng kể đối với các hoạt động kinh tế cũng như di chuyển trong nước do khoảng thời gian giãn cách xã hội kéo dài 2 tuần của Việt Nam vào tháng 4/2020, nhưng đã nhanh chóng được kiểm soát nhờ vào chiến lược đóng cửa biên giới và giãn cách xã hội hiệu quả của Chính phủ. Do đó, những ảnh hưởng tiêu cực từ làn sóng COVID-19 đầu tiên đối với các hoạt động kinh tế của Việt Nam đã được hạn chế và sự phục hồi theo mô hình chữ V được thể hiện trong lưu lượng đến các địa điểm

bán lẻ và giải trí (Hình 28) cũng như đối với tăng trưởng tổng doanh số bán lẻ và chỉ số niềm tin của người tiêu dùng (Hình 29).

Sự lan rộng của biến thể Delta gây ra đợt dịch thứ tư dịch COVID-19 ở Việt Nam bắt đầu từ cuối tháng 4/2021 dẫn đến số ca bệnh tăng mạnh trên toàn quốc – bắt đầu ở 2 tỉnh công nghiệp phía Bắc là Bắc Giang và Bắc Ninh, sau đó lan sang TP. HCM và khiến thành phố này trở thành điểm nóng dịch COVID-19 của Việt Nam. Đợt bùng phát dịch COVID-19 thứ tư bắt đầu ở Bắc Giang và Bắc Ninh đã dẫn đến việc đóng cửa 4 KCN ở Bắc Giang. Tuy nhiên, các khu vực nhiễm bệnh đã nhanh chóng được khoanh vùng và hàng loạt biện pháp được triển khai ở nhiều tỉnh/thành phố. 4 KCN ở Bắc Giang hoạt động trở lại vào ngày 28/5 sau 10 ngày đóng cửa. Tuy nhiên, Hà Nội, TP. HCM và các tỉnh phía Nam khác như Bình Dương và Đồng Nai ghi nhận số ca nhiễm COVID-19 mới tăng cao bắt đầu từ tháng 6. Sự lây nhiễm nhanh này đòi hỏi Chính phủ phải công bố việc thực hiện Chỉ thị 16 (yêu cầu các biện pháp giãn cách xã hội) ở 19 tỉnh thành phía Nam, Hà Nội và một số khu vực khác, do đó đã có tác động tiêu cực mạnh đến sự di chuyển và doanh số bán lẻ vào tháng 7, tháng 8, và tháng 9 năm 2021 (xem Hình 28 & 29).

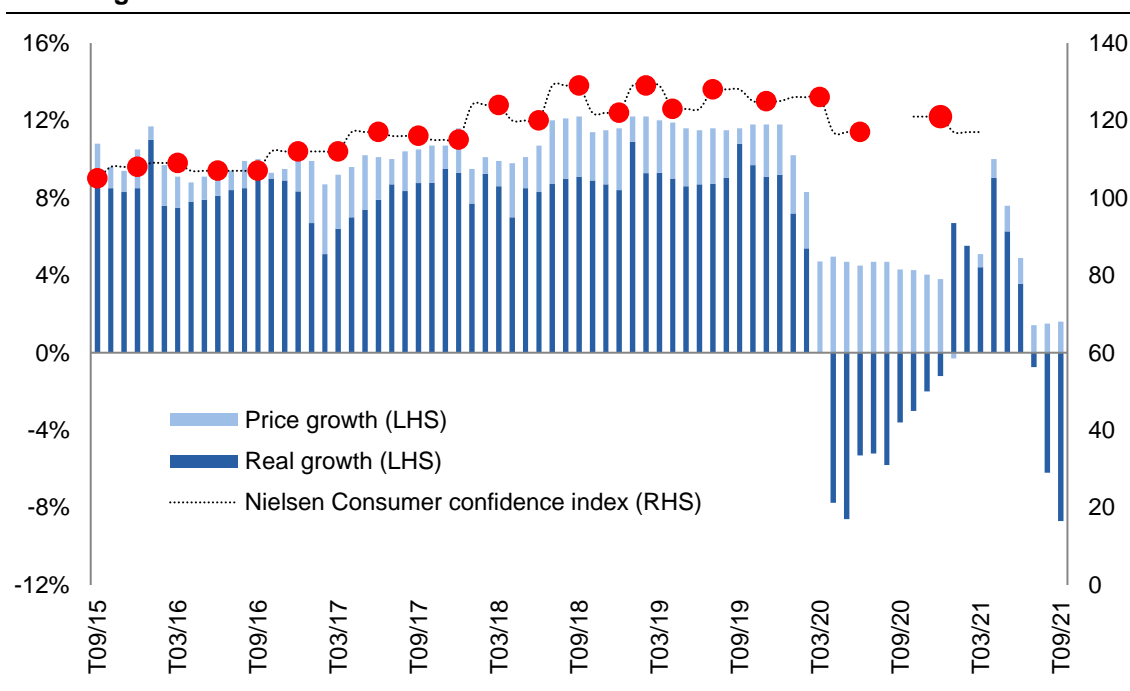
Với việc kiểm soát hiệu quả sự lây lan và tiến độ tiêm chủng được đẩy nhanh (chúng tôi sẽ đề cập về tiến độ tiêm chủng của Việt Nam trong phần sau), nhiều tỉnh thành đã bắt đầu nới lỏng các hạn chế vào giữa tháng 9/2021, bao gồm An Giang, Cà Mau và Hà Nội, cùng các tỉnh/thành khác khác. Kể từ ngày 29/9, Hà Nội đã cho phép nối lại các hoạt động ngoài trời cũng như hoạt động của các TTTM (dịch vụ ăn uống vẫn chỉ được phép cung cấp dịch vụ mang đi). Đầu tháng 10, TP.HCM bắt đầu mở cửa trở lại sau 10 tuần thực hiện hạn chế nghiêm ngặt. Người dân hiện được phép lưu thông trong nội thành TP. HCM nếu đã khỏi bệnh COVID-19 trong vòng 180 ngày hoặc đã được tiêm phòng ít nhất 14 ngày. TP. HCM đã nối lại hầu hết các hoạt động ngoại trừ các sự kiện văn hóa/tôn giáo và các dịch vụ như quán bar, spa, dịch vụ làm đẹp, dịch vụ ăn uống tại chỗ, rạp chiếu phim, vũ trường, karaoke, trò chơi điện tử, bán hàng rong và bán vé số.

Hình 28: Lưu lượng đến các địa điểm bán lẻ và giải trí của Việt Nam



Nguồn: Báo cáo Di chuyển Cộng đồng của Google, VCSC. * Bao gồm nhà hàng, quán cà phê, trung tâm mua sắm, công viên giải trí, bảo tàng, thư viện và rạp chiếu phim; phần trăm thay đổi cho mỗi ngày được so sánh với giá trị trung bình cơ bản trong khoảng thời gian 5 tuần từ ngày 3/1 - ngày 6/2/2020. Để biết thêm chi tiết: https://www.gstatic.com/covid19/mobility/Region_Mobility_Report_CSVs.zip; biểu đồ đường thể hiện các giá trị trung bình của các thành phố và tỉnh trong từng khu vực theo ước tính của VCSC.

Hình 29: Tăng trưởng tổng doanh số bán lẻ cộng đồng của Việt Nam và chỉ số niềm tin tiêu dùng



Nguồn: TCTK (GSO), Nielson, VCSC tổng hợp.

Tiến độ tiêm chủng vaccine COVID-19 được tăng tốc đã mở đường cho việc mở cửa kinh tế trở lại

Tiêm vaccine được coi là biện pháp hữu hiệu nhất để hạn chế sự lây lan của COVID-19 cũng như giảm tỷ lệ nhập viện và tỷ lệ tử vong. Do đó, tỷ lệ tiêm chủng cho tổng dân số là một tiêu chuẩn mà các chính phủ toàn cầu đánh giá khi xem xét mở cửa trở lại các hoạt động kinh tế. Chính phủ Việt Nam cũng đã có nhiều nỗ lực trong việc bảo đảm và phân phối vaccine COVID-19 trên toàn quốc - đặc biệt là tại TP. HCM

Vào đầu tháng 6/2021, Bộ Y tế Việt Nam thông báo rằng cả nước đã mua tổng cộng 120 triệu liều vắc xin COVID-19, tiến gần đến mục tiêu 150 triệu liều vào năm 2021 (tỷ lệ bao phủ khoảng 75% tổng dân số Việt Nam). Tính đến ngày 6/7, đã có 3,93 triệu liều vắc xin COVID-19 đã được tiêm cho 3,69 triệu người (tương đương gần 4,0% tổng dân số Việt Nam). Trong tổng số này, gần một triệu người ở TP.HCM đã được tiêm ít nhất một mũi.

Sau khi số ca nhiễm COVID-19 tăng mạnh vào tháng 6, tiến độ tiêm chủng của Việt Nam đã tăng tốc từ cuối tháng 7 với tổng số liều tiêm hàng ngày trung bình là 300.000 so với chỉ hơn 30.000 liều mỗi ngày trong ba tuần đầu tháng 7. Tính đến ngày 6/10, 52,5% dân số trên 18 tuổi đã được tiêm chủng, 18,6% được tiêm chủng đầy đủ. TP. HCM đã đạt được tiến bộ vượt bậc trong việc triển khai tiêm vaccine với toàn bộ dân số trưởng thành được tiêm ít nhất một mũi và gần 70% được tiêm chủng đầy đủ. Các tỉnh công nghiệp trọng điểm Bình Dương và Đồng Nai cũng nằm trong số các tỉnh thành có tỷ lệ tiêm chủng cao nhất. Việc triển khai tiêm chủng nhanh chóng đang diễn ra trên toàn quốc này đang giúp Việt Nam dần dần khôi phục lại các hoạt động kinh tế, bao gồm cả dịch vụ bán lẻ và dịch vụ ăn uống.

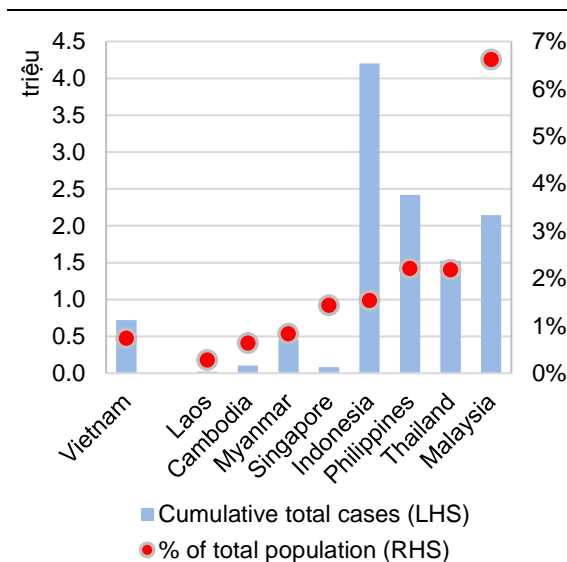
Với các biện pháp kiểm soát hiệu quả mà Chính phủ áp dụng cũng như việc triển khai tiêm chủng nhanh chóng, tỷ lệ số ca nhiễm COVID-19 được công bố của Việt Nam trong tổng dân số được xếp vào hàng thấp nhất trong ASEAN tính đến ngày 27/09/2021 (Hình 31). Ở thời điểm tháng 8, tỷ lệ tiêm chủng trên tổng dân số của Việt Nam cũng được xếp vào nhóm thấp nhất (Hình 32); tuy nhiên, tỷ lệ này đã được cải thiện đáng kể từ tháng 10. Tuy nhiên, quá trình mở cửa trở lại đối với một số hoạt động dễ lây lan dịch bệnh như đi máy bay, ăn uống trực tiếp, tập thể dục & thể thao trong nhà, rạp chiếu phim cũng như các dịch vụ làm đẹp & spa sẽ mất nhiều thời gian hơn để hồi phục hoàn toàn.

Hình 30: Các tỉnh/thành phố có tốc độ tiêm chủng nhanh nhất của Việt Nam

Tỉnh/thành phố	Dân số ≥ 18 tuổi	Số mũi tiêm	Tiêm ít nhất 1 mũi	Tiêm đủ 2 mũi	Tỷ lệ tiêm ít nhất 1 mũi/dân số (≥ 18)	Tỷ lệ tiêm đủ 2 mũi/dân số (≥ 18)
Việt Nam	68.969.931	49.026.481	36.217.302	12.809.179	52,5%	18,6%
TP. HCM	6.966.626	11.784.821	7.005.324	4.779.497	100,6%	68,6%
Long An	1.261.735	2.079.571	1.442.012	637.559	114,3%	50,5%
Bình Dương	1.868.570	2.833.407	2.262.145	571.262	121,1%	30,6%
Quảng Ninh	935.854	1.280.744	952.587	328.157	101,8%	35,1%
Hà Nội	5.745.728	7.778.745	5.880.226	1.898.519	102,3%	33,0%
Khánh Hòa	892.222	1.160.953	886.844	274.109	99,4%	30,7%
Đà Nẵng	826.933	870.687	776.924	93.763	94,0%	11,3%
Lạng Sơn	552.860	572.600	472.675	99.925	85,5%	18,1%
Đồng Nai	2.240.028	2.253.379	2.027.200	226.179	90,5%	10,1%
Bắc Ninh	985.257	810.000	527.011	282.989	53,5%	28,7%

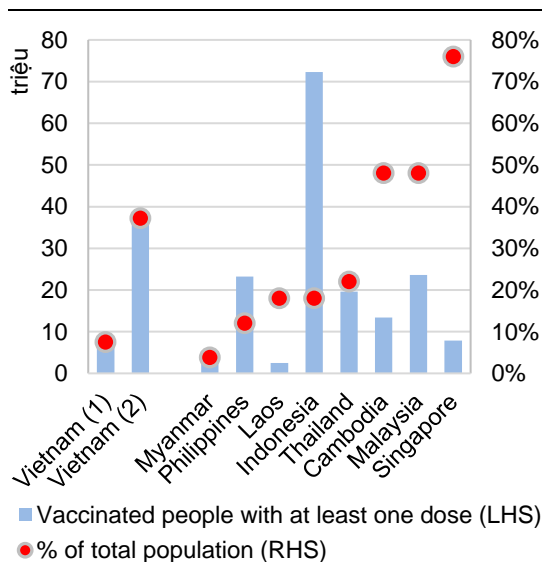
Nguồn: MoH, VCSC tổng hợp (dữ liệu tính đến ngày 06/10/2021).

Hình 31: Số ca nhiễm COVID-19 tính đến 27/09/2021



Nguồn: WHO, World Bank, VCSC tổng hợp.

Hình 32: Tốc độ tiêm chủng vaccine



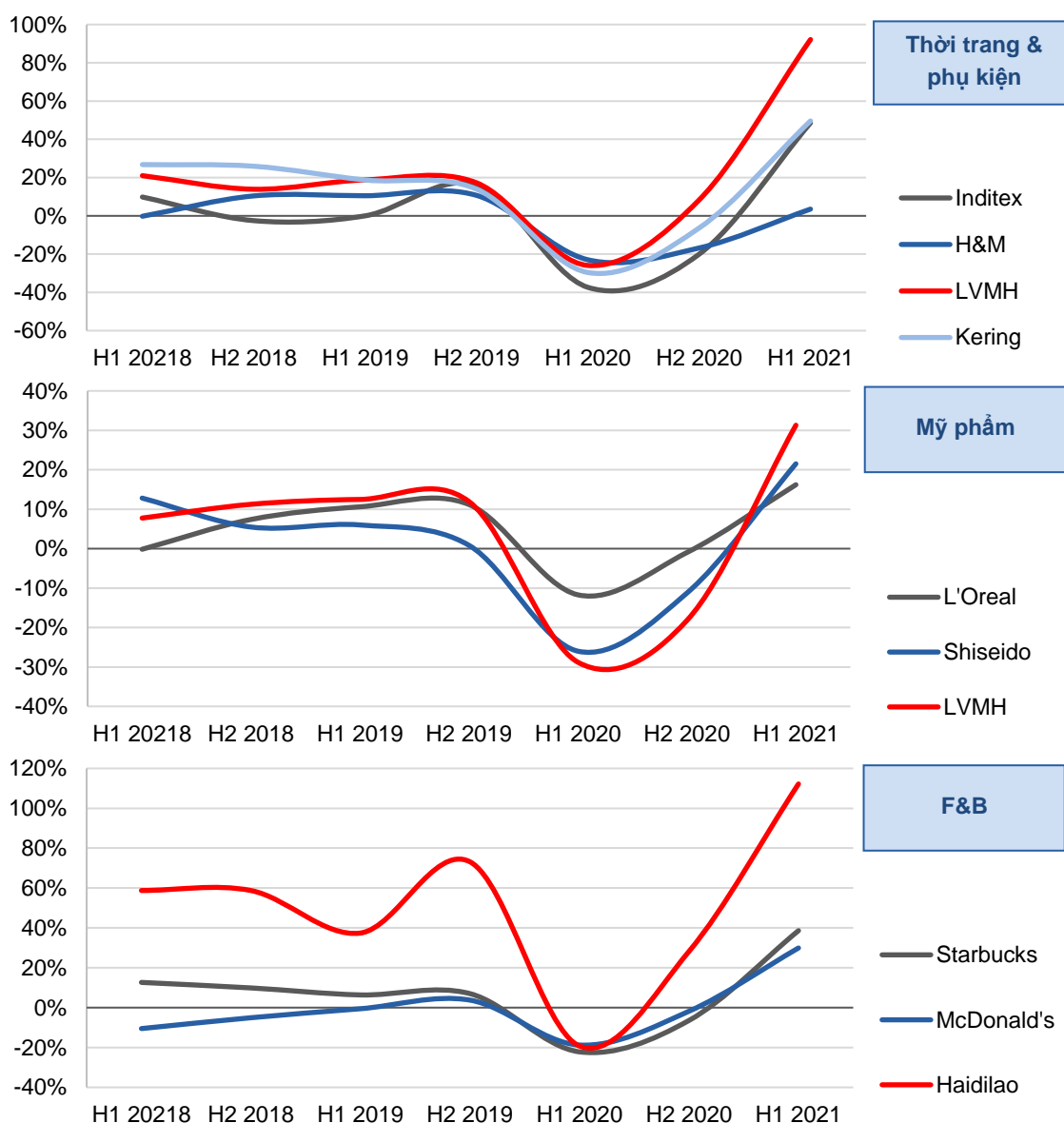
Nguồn: WHO, VNCA, VCSC tổng hợp. Ghi chú: Việt Nam (1) công bố số liệu tính đến tháng 8/2021; Việt Nam (2) công bố số liệu tính đến ngày 06/10/2021; dữ liệu tính đến tháng 8/2021 cho các quốc gia khác.

Xu hướng “mua sắm bù” sẽ hỗ trợ nhu cầu phục hồi hậu dịch COVID-19

Bằng cách quan sát xu hướng doanh thu của các công ty quốc tế trong 3 ngành hàng chính - thời trang & phụ kiện, mỹ phẩm và F&B (Hình 33) - chúng tôi tin tưởng rằng một khi tình hình dịch COVID-19 ở Việt Nam được kiểm soát phần lớn và Chính phủ bắt đầu mở cửa trở lại tất cả các hoạt động kinh tế, ngành bán lẻ sẽ trải qua sự phục hồi mạnh mẽ. Kỳ vọng này một phần được thúc đẩy bởi xu hướng “mua sắm bù”, được Forbes định nghĩa là người tiêu dùng bù đắp thời gian đã mất bằng việc gia tăng chi tiêu. Chúng tôi đã chọn các công ty hàng đầu với danh mục thương hiệu toàn cầu và/hoặc mạng lưới bán lẻ rộng khắp để đưa ra xu hướng bán hàng phổ biến nhất giai đoạn 2018-2021. Tất cả các công ty được chọn đều có doanh số giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2020 – đợt bùng phát dịch COVID-19 đầu tiên trên toàn cầu – và sau đó đều ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối 2020 và 6 tháng 2021.

Tuy nhiên, mức độ sụt giảm và giai đoạn phục hồi là khác nhau đối với mỗi công ty trong cùng một nhóm. Trong danh mục thời trang & phụ kiện, các thương hiệu xa xỉ thuộc LVMH và Kering ghi nhận mức giảm doanh số bán hàng ít hơn và sự phục hồi mạnh mẽ hơn so với các thương hiệu thời trang nhanh thuộc Inditex và H&M, cho thấy rằng dịch COVID-19 đã tạo ra tác động tiêu cực lớn hơn đến chi tiêu của người tiêu dùng phổ thông – thị trường mục tiêu của Zara và H&M. Ở ngành hàng F&B, doanh thu của Starbucks và McDonald's cũng giảm nhẹ hơn do những thương hiệu này vẫn có thể duy trì dịch vụ nhận và giao hàng trong thời gian đại dịch xảy ra so với Haidilao – chuỗi cửa hàng lẩu nổi tiếng không chỉ về các món ăn mà còn về chất lượng trải nghiệm dịch vụ tại nhà hàng vượt trội. Tuy nhiên, ngay sau khi dịch vụ ăn uống trực tiếp được cho phép, doanh thu của Haidilao đã tăng mạnh khi thực khách nóng lòng được quay lại dùng bữa tại nhà hàng.

Hình 33: Tăng trưởng doanh thu YoY của các công ty quốc tế trong dịch COVID-19



Ghi chú: Các thương hiệu của **Inditex** bao gồm Zara, Stradivarius và Pull & Bear v.v. Các thương hiệu của **LVMH** bao gồm Christian Dior, Moynat, Louis Vuitton, Fendi, Celine, Givenchy, Kenzo, Loewe, Rimowa, Chaumet, Tiffany & Co., Tag Heuer, BVLGARI, Hublot, Zenith, Fred, Guerlain và Fresh, v.v. Các thương hiệu của **Kering** bao gồm Gucci, Yves Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga và Alexander McQueen v.v. Các thương hiệu của **L'Oreal** bao gồm L'Oreal, Maybelline, NYX, Essie, Lancôme, Yves Saint Laurent, Kiehl's, Shu Uemura, La Roche Posay, Vichy, Skin Ceuticals và Kérastase v.v. Các thương hiệu **Shiseido** bao gồm SHISEIDO, Clé de Peau Beauté, NARS và Drunk Elephant v.v.

Nguồn: VCSC tổng hợp từ các nguồn tin đại chúng.

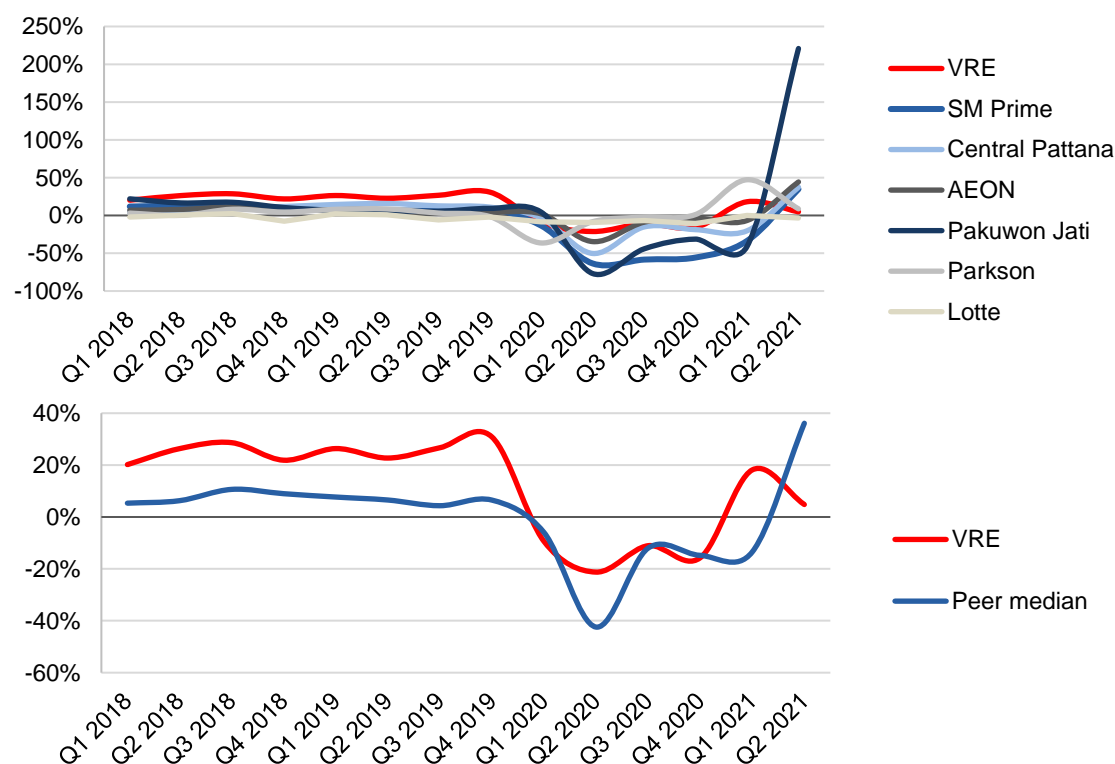
Hoạt động kinh doanh của VRE vẫn khả quan so với các công ty cùng ngành trong khu vực do COVID-19

Bên cạnh việc là một trong những nhà vận hành hành TTTM có độ phủ sóng TTTM cao nhất và phát triển nhanh nhất ở Đông Nam Á, hoạt động kinh doanh của VRE còn vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực trước và trong đại dịch COVID-19. Chúng tôi đưa ra so sánh giữa VRE và các công ty cùng ngành trong khu vực về mức tăng trưởng doanh thu cho thuê bán lẻ hàng quý so với cùng kỳ năm trước (YoY) (Hình 34), lợi nhuận hoạt động hàng quý YoY (Hình 35) và biên lợi nhuận HĐKD hàng quý (Hình 36) từ năm 2018 đến quý 2/2021.

Đối với hoạt động cho thuê bán lẻ, chúng tôi trích lập doanh thu cho thuê/cho thuê bán lẻ theo báo cáo tài chính của VRE, SM Prime (SM Prime Holdings), Central Pattana (Central Pattana Public Co.), AEON (AEON Mall Co.), Pakuwon Jati (PT Pakuwon Jati Tbk), Parkson (Parkson Retail Group Limited) và Lotte (Lotte Shopping Co.). Đối với lợi nhuận từ HĐKD, chúng tôi lấy lợi nhuận HĐKD báo cáo ở cấp công ty (đối với hầu hết các công ty được chọn trong nhóm các quốc gia trong khu vực, lợi nhuận hoạt động bao gồm các ngành nghề kinh doanh khác nhau ngoài cho thuê bán lẻ như bán bất động sản và các dịch vụ khác). Đối với biên lợi nhuận HĐKD, chúng tôi sử dụng doanh thu thuần được báo cáo và lợi nhuận hoạt động ở cấp công ty.

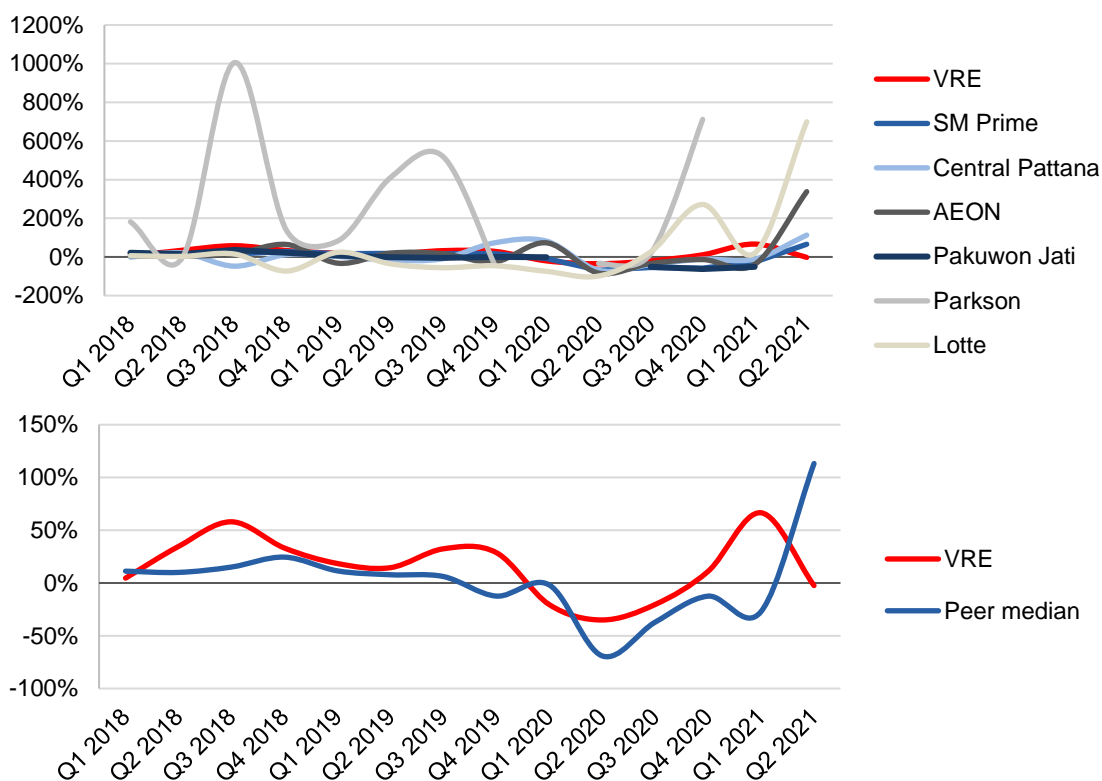
Trong giai đoạn quan sát từ năm 2018 đến quý 2/2021, VRE có kết quả hoạt động khả quan cả về tăng trưởng và khả năng sinh lời. Tăng trưởng doanh thu cho thuê bán lẻ của VRE vẫn ổn định ở mức trên 20% trước khi bùng phát dịch COVID-19 so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực là chỉ 7%. Ngay cả trong thời kỳ dịch COVID-19 đỉnh điểm toàn cầu vào năm 2020, doanh thu cho thuê bán lẻ của VRE đã giảm nhẹ hơn và phục hồi mạnh hơn so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực. Tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của VRE ghi nhận tiến triển tích cực hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực với mức tăng trưởng trước dịch COVID-19 khoảng 30% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực là 8%. Về khả năng sinh lời, VRE ghi nhận biên lợi nhuận HĐKD vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực, đạt hơn 37% trong toàn bộ giai đoạn quan sát so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực là 24%.

Hình 34: Tăng trưởng doanh thu cho thuê bán lẻ YoY của VRE so với các công ty cùng ngành trong khu vực



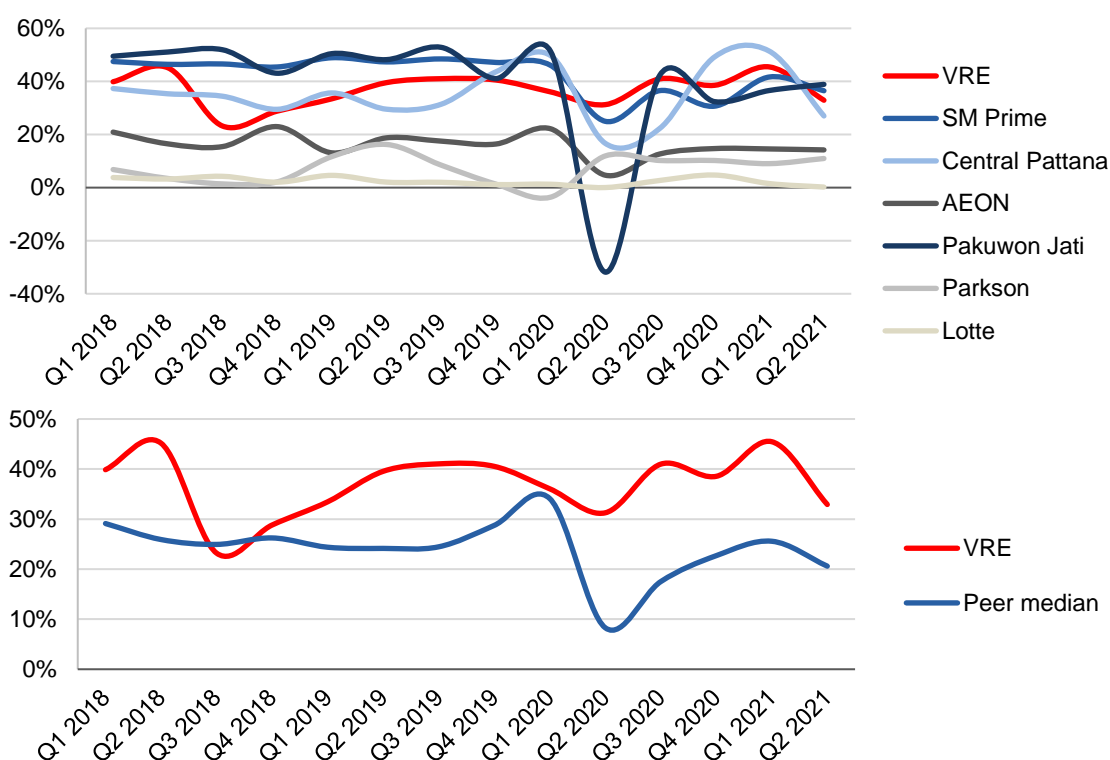
Nguồn: VCSC tổng hợp từ BCTC của các công ty, tất cả dữ liệu thể hiện trong năm dương lịch.

Hình 35: Tăng trưởng LN từ HĐKD YoY của VRE so với các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: VCSC tổng hợp từ báo cáo tài chính của các công ty. Ghi chú: Báo cáo lợi nhuận HĐKD ở cấp công ty (đối với hầu hết các công ty trong nhóm cùng ngành, lợi nhuận từ HĐKD bao gồm các ngành nghề kinh doanh khác nhau ngoài cho thuê bán lẻ như bán bất động sản và các dịch vụ khác). Tất cả dữ liệu được trình bày trong năm dương lịch.

Hình 36: Biên LN từ HĐKD của VRE so với các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: VCSC tổng hợp từ BCTC của các công ty, tất cả dữ liệu thể hiện trong năm dương lịch.

Định giá của VRE hấp dẫn do giá cổ phiếu của công ty đang chịu áp lực bởi làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam

Chúng tôi sử dụng hệ số P/E và P/B, dự phóng dự báo tăng trưởng lợi nhuận và ROE chung, làm số liệu để so sánh VRE với các công ty cùng ngành. VRE cũng duy trì mức đòn bẩy tài chính tốt hơn so với các công ty cùng ngành với tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu là 1% so với 94% của các công ty cùng ngành.

Trong nửa đầu năm 2020, giá cổ phiếu của các công ty cùng ngành được lựa chọn trong khu vực của VRE chịu áp lực do nhà đầu tư lo ngại về dịch COVID-19. Trong quý 2/2020 và quý 1/2021, giá cổ phiếu của công ty sẽ phục hồi trong bối cảnh thị trường kỳ vọng vào sự phục hồi lợi nhuận của các TTTM trong bối cảnh phát triển và triển khai vaccine COVID-19 trên toàn cầu. Tuy nhiên, giá cổ phiếu VRE lại tiếp tục chịu áp lực trong quý 2/2021 do tác động tiêu cực từ đợt dịch COVID-19 thứ 4 tại Việt Nam.

Chúng tôi hiện đang có khuyến nghị MUA đối với VRE với giá mục tiêu là 36.200 đồng/CP. Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết trong Báo cáo cập nhật mới nhất của chúng tôi, [VRE \[MUA +27,7%\] - Dịch COVID-19 ảnh hưởng đến KQKD nửa cuối 2021; kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ vào năm 2022](#), vào ngày 11/08/2021.

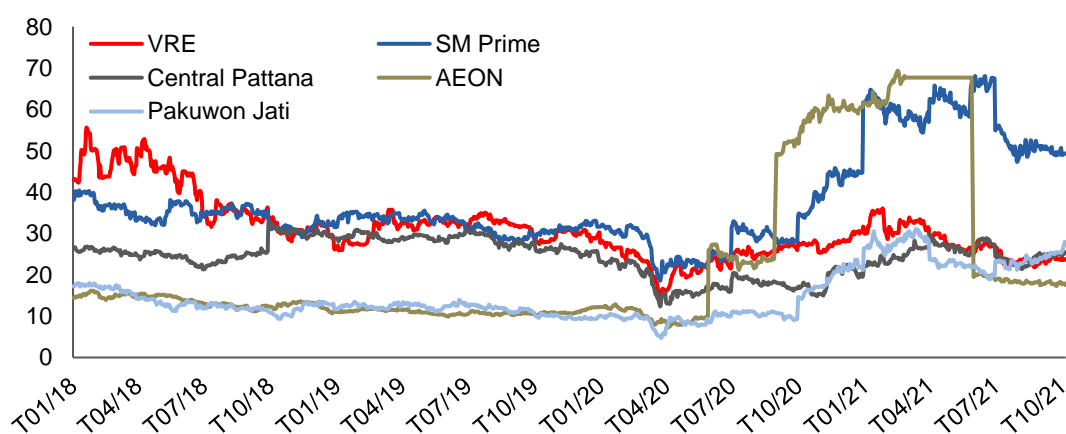
Chúng tôi cũng lưu ý rằng lợi nhuận của VRE được tính toán theo Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS), theo đó, 1) đã bao gồm khấu hao các TTTM và 2) tác động từ lãi/lỗ đánh giá lại BĐS đầu tư và BĐS đầu tư đang xây dựng (IP/IPUC), dẫn đến việc VRE báo cáo lợi nhuận thấp hơn so với các Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS).

Hình 37: So sánh VRE với các công ty cùng ngành

Company	Country	Market Cap USD bn	P/E			P/B			ROE			ROA	Gross margin	Net margin	Net Debt/Equity
			LTM	2021F	2022F	LQ	2021F	2022F	LTM	2021F	2022F	LTM	LTM	LTM	LQ
SM Prime	Philippines	20,8	54,9	46,9	30,2	3,3	3,2	2,9	6,2%	7,1%	9,9%	2,7%	74%	24%	84%
Central Pattana	Thái Lan	7,7	26,9	36,9	26,5	3,6	3,3	3,1	14,2%	9,7%	12,1%	4,4%	46%	34%	106%
AEON Mall	Nhật Bản	3,4	17,8	14,1	11,1	1,0	1,0	0,9	5,6%	7,4%	8,7%	1,6%	23%	7%	156%
Pakuwon Jati	Indonesia	1,8	28,0	18,4	15,2	1,7	1,6	1,5	6,2%	8,9%	9,9%	3,3%	48%	20%	1%
Trung vị		5,6	27,4	27,6	20,8	2,5	2,4	2,2	6,2%	8,1%	9,9%	3,0%	47%	22%	95%
VRE	Vietnam	3,0	25,5	38,6	22,6	2,3	2,2	2,0	9,1%	5,9%	9,4%	7,0%	48%	30%	1%

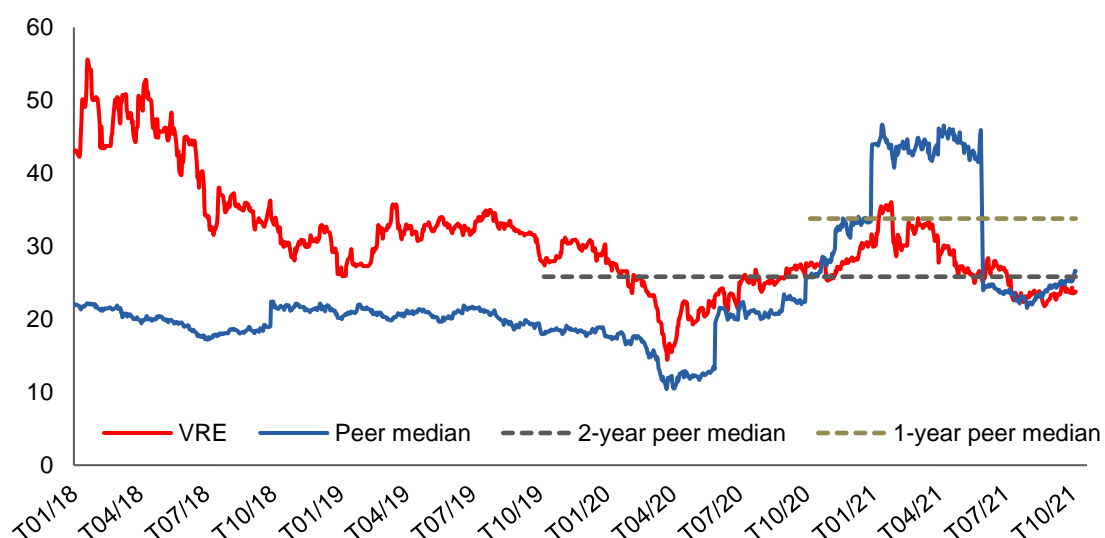
Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp.

Hình 38: Chỉ số P/E của VRE và các công ty cùng ngành



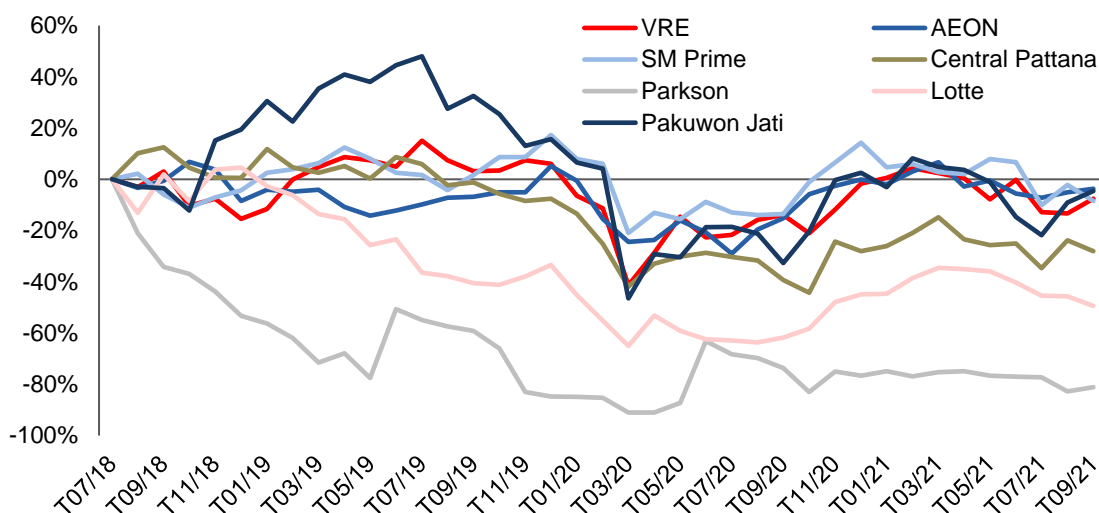
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ghi chú: Dữ liệu cho Parkson và Lotte là không có ý nghĩa.

Hình 39: Chỉ số P/E của VRE và của trung vị các công ty cùng ngành



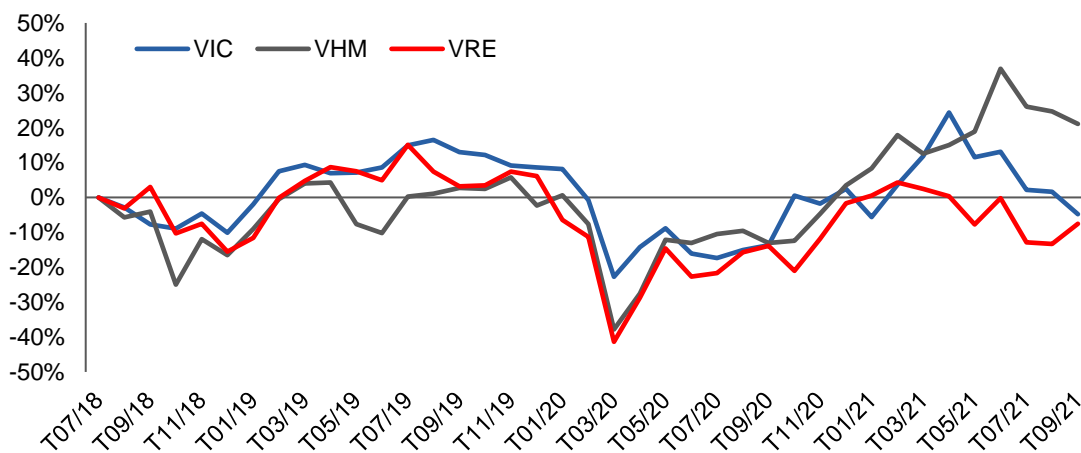
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ghi chú: Dữ liệu cho Parkson và Lotte là không có ý nghĩa; do đó, trung vị ngành bao gồm SM Prime, Central Pattana, AEON và Pakuwon Jati.

Hình 40: Thay đổi giá cổ phiếu của VRE và các công ty cùng ngành



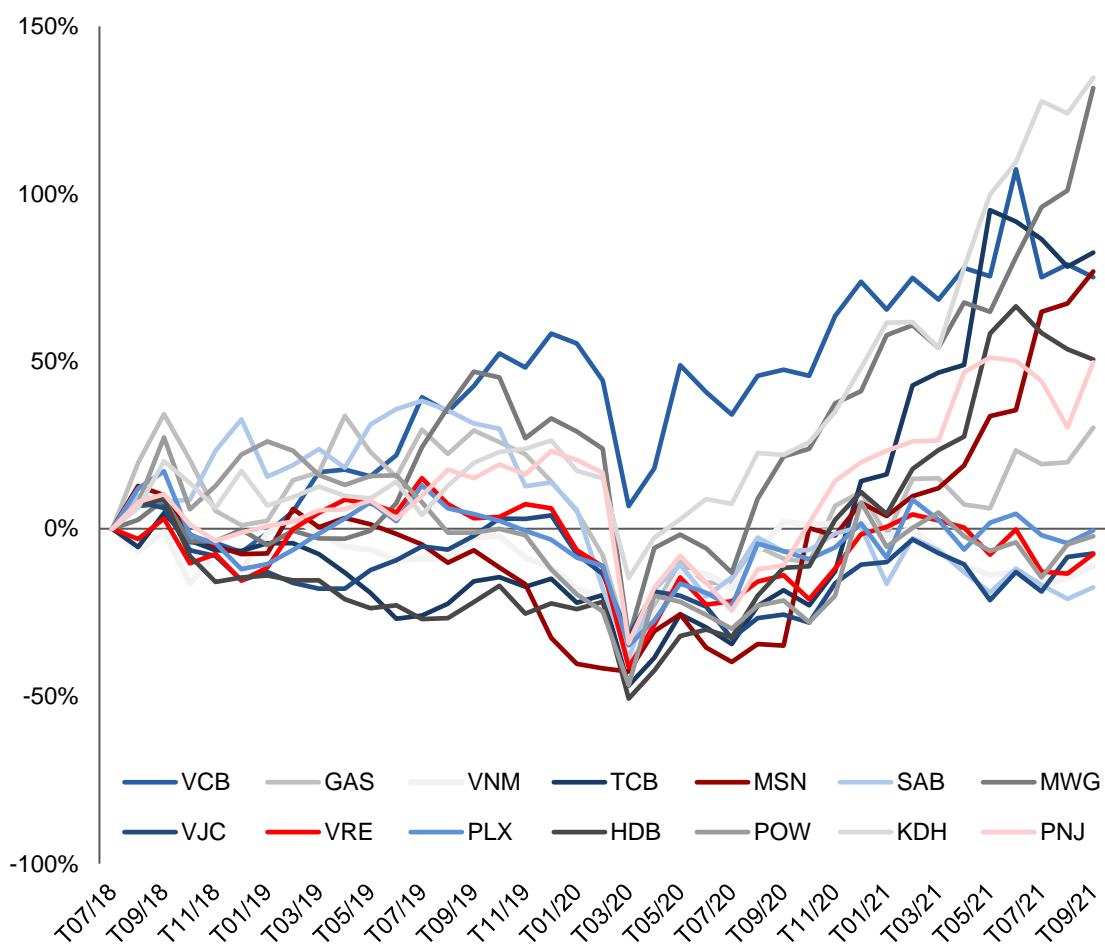
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ngày cơ sở là 31/07/2018.

Hình 41: Thay đổi giá cổ phiếu của Vingroup (VIC), Vinhomes (VHM) và (VRE)



Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ngày cơ sở là 31/07/2018.

Hình 42: Thay đổi giá cổ phiếu của VRE và một số cổ phiếu rổ VN30



Nguồn: Bloomberg, VCSC. Bloomberg, VCSC. Ngày cơ sở là 31/07/2018.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.