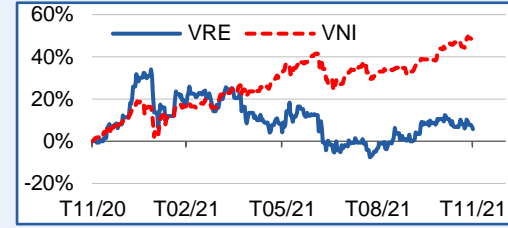


Ngành	BDS		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	30/11/2021	Tăng trưởng DT	-10,0%	-13,7%	31,9%	15,1%
Giá hiện tại	29.800VND	Tăng trưởng EPS	-14,4%	-44,4%	94,5%	35,8%
Giá mục tiêu	39.000VND	Biên LN gộp	45,9%	34,9%	43,3%	48,5%
Giá mục tiêu gần nhất	36.200VND	Biên LN ròng	28,6%	18,4%	27,2%	32,0%
TL tăng	+30,9%	EV/EBITDA	14,9x	20,7x	13,9x	10,9x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	2,3x	2,2x	2,0x	1,8x
Tổng mức sinh lời	+30,9%	P/E	28,4x	51,1x	26,3x	19,4x



GT vốn hóa	2,9 tỷ USD		VRE	Peers*	VNI
Room KN	573,9tr USD	P/E (trượt)	31,2x	44,2x	17,5x
GTGD/ngày (30n)	11,7tr USD	P/B (hiện tại)	2,2x	3,3x	2,8x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	0,9%	94,3%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ	ROE	7,4%	8,4%	15,8%
Pha loãng	2,3 tỷ	ROA	5,6%	2,8%	2,5%

Tổng quan công ty

VRE là công ty con thuộc Tập đoàn Vingroup (VIC), hiện là chủ đầu tư quản lý và vận hành các TTTM hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình TTTM bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt khoảng 1,7 triệu m2.

* CT cùng ngành trong khu vực

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Kế hoạch khai trương trung tâm thương mại tiếp tục; thu nhập phục hồi vào năm 2022

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Vincom Retail (VRE) trong khi tăng giá mục tiêu thêm 8% lên 39.000 đồng/CP khi điều chỉnh giảm 26%/16% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2021/2022 được bù đắp bởi 1) cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2022 và 2) tính chung sự đóng góp ước tính của các dự án TTTM theo kế hoạch dự kiến sẽ được khởi công vào năm 2025 và 2026.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 26% LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 xuống 1,3 nghìn tỷ đồng (-44% YoY) do gói hỗ trợ khách thuê cao hơn dự kiến vào năm 2021 và doanh số bán BĐS thấp hơn do đợt dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 đạt 2,6 nghìn tỷ đồng – tương ứng tăng 94% so với mức thấp của năm 2021 - khi chúng tôi kỳ vọng cả hoạt động cho thuê bán lẻ và bán bất động sản sẽ phục hồi khi dịch COVID-19 giảm. Có thể xem thêm chi tiết về quan điểm của chúng tôi về sự phục hồi của ngành cho thuê bán lẻ của Việt Nam trong báo cáo của chúng tôi, [Báo cáo Ngành Cho thuê Bán lẻ - 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](#) ngày 15/10/2021.
- Chúng tôi giảm tổng GFA dự kiến vào cuối năm 2021 xuống 1,72 triệu m2 từ 1,75 triệu m2 do VRE có kế hoạch chỉ mở VMM Smart City tại Hà Nội vào năm 2021 trong khi dời 2 TTTM tại VCP tại Mỹ Tho và Bạc Liêu sang đầu năm 2022. Chúng tôi dự kiến tổng GFA vào cuối năm 2022 sẽ tăng lên 1,92 triệu m2 so với 1,72 triệu m2 vào cuối năm 2021.
- Định giá của VRE hấp dẫn với P/E dự phóng 2022 là 26,3 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với mức P/E 2022 trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực là 28,3 lần (dựa trên dự báo chung của Bloomberg) và dự báo tăng trưởng LNST hàng năm trung bình giai đoạn 2022-2026 của chúng tôi là 29% cho VRE.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Các hạn chế kéo dài đối với hoạt động bán lẻ do sự bùng phát trở lại của dịch COVID-19.

Gói hỗ trợ lớn ảnh hưởng KQKD cả năm 2021; các dịch vụ bán lẻ và giải trí hoạt động trở lại sẽ hỗ trợ lợi nhuận phục hồi từ quý 4/2021. VRE công bố LNST sau lợi ích CĐTS quý 3/2021 thấp, đạt 24 tỷ đồng (-96% YoY) do làn sóng dịch COVID-19 thứ tư dẫn đến gói hỗ trợ lớn hơn cho khách thuê cũng như doanh số bán bất động sản giảm trong quý 3/2021. VRE đã chi 1,3 nghìn tỷ đồng cho gói hỗ trợ khách thuê trong 9 tháng đầu năm 2021 so với mức 865 tỷ đồng vào năm 2020. Do đó, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận gộp từ mảng cho thuê bán lẻ trong năm 2021 thêm 22% còn 2,2 nghìn tỷ đồng (-26% YoY). Tuy nhiên, trong bối cảnh tỷ lệ tiêu chủng gia tăng cũng như các dịch vụ bán lẻ và giải trí dần được mở cửa trở lại, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng cho thuê bán lẻ sẽ phục hồi mạnh vào năm 2022 với lợi nhuận gộp đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (+55% so với năm 2021).

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục ra mắt trung tâm thương mại vào năm 2022 khi dịch COVID-19 dần được kiểm soát. Chúng tôi hiện dự báo tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE đạt 3,26 triệu m2 vào cuối năm 2026, tương ứng CAGR đạt 14% - tương đương 1,54 triệu m2 GFA bổ sung trong giai đoạn 2021-2026. Chúng tôi lưu ý rằng dự báo này thấp hơn kế hoạch triển khai trung tâm thương mại giai đoạn 2021-2026 của VRE là bổ sung 3,0 triệu m2 GFA, nâng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE lên 4,7 triệu m2 vào cuối năm 2026.

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	8,329	7,190	9,485	10,921
Giá vốn hàng bán	-4,508	-4,679	-5,377	-5,625
Lợi nhuận gộp	3,821	2,511	4,108	5,296
Chi phí bán hàng	-330	-408	-469	-481
Chi phí QLDN	-399	-342	-393	-403
LN hoạt động (EBIT)	3,093	1,761	3,246	4,412
Doanh thu tài chính	276	349	314	314
Chi phí tài chính	-467	-433	-299	-299
- trong đó, chi phí lãi vay	-464	-427	-292	-292
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	91	0	0	0
LN trước thuế	2,993	1,677	3,261	4,427
Thuế TNDN	-610	-352	-685	-930
LNST trước CĐTS	2,382	1,325	2,576	3,497
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	2,382	1,325	2,576	3,497
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	2,382	1,325	2,576	3,497
EBITDA	4,575	3,281	4,910	6,220
EPS cơ bản (đồng)	1,048	583	1,134	1,539
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	1,048	583	1,134	1,539
EPS pha loãng (đồng)	1,048	583	1,134	1,539
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	0%	0%	0%	0%
CHỈ SỐ	2020A	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	-10.0%	-13.7%	31.9%	15.1%
EBIT	-13.7%	-43.1%	84.3%	35.9%
LN trước thuế	-16.3%	-44.0%	94.5%	35.8%
EPS cơ bản điều chỉnh	-14.4%	-44.4%	94.5%	35.8%
Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	45.9%	34.9%	43.3%	48.5%
Biên EBIT	37.1%	24.5%	34.2%	40.4%
Biên EBITDA	54.9%	45.6%	51.8%	57.0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	28.6%	18.4%	27.2%	32.0%
ROE	8.5%	4.4%	8.1%	10.0%
ROA	6.3%	3.4%	6.4%	8.1%
Chi số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	61.0	69.2	86.3	117.6
Số ngày phải thu	47.6	77.1	64.3	61.4
Số ngày phải trả	115.1	69.8	67.9	64.9
Chu kỳ luân chuyển tiền	-6.6	76.6	82.7	114.1
Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	2.0	1.5	1.4	1.8
CS thanh toán nhanh	1.8	1.1	1.1	1.1
CS thanh toán tiền mặt	1.4	0.7	0.6	0.6
Nợ vay/ Tài sản	14.4%	7.9%	7.4%	6.8%
Nợ vay/ Vốn	16.3%	9.0%	8.4%	7.7%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	2.7%	1.6%	2.6%	2.4%
CS khả năng thanh toán lãi vay	6.7	4.1	11.1	15.1

ĐKKT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	3,051	1,845	1,469	1,453
Đầu tư TC ngắn hạn	1,894	700	700	700
Các khoản phải thu	1,446	1,591	1,750	1,925
Hàng tồn kho	520	1,255	1,287	2,337
TS ngắn hạn khác	101	111	122	135
Tổng TS ngắn hạn	7,012	5,502	5,328	6,550
TS cố định (nguyên giá)	650	665	680	695
- Khấu hao lũy kế	-200	-290	-365	-428
TS cố định (ròng)	450	375	315	267
Đầu tư TC dài hạn	0	1,000	2,000	5,000
TS dài hạn khác	32,354	31,799	33,609	32,933
Tổng TS dài hạn	32,804	33,174	35,924	38,200
Tổng Tài sản	39,816	38,677	41,253	44,750
Phải trả ngắn hạn	788	1,000	1,000	1,000
Nợ vay ngắn hạn	20	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	2,730	2,730	2,730	2,730
Tổng nợ ngắn hạn	3,538	3,730	3,730	3,730
Nợ vay dài hạn	5,706	3,050	3,050	3,050
Nợ dài hạn khác	1,237	1,237	1,237	1,237
Tổng nợ	10,481	8,016	8,016	8,016
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	23,288	23,288	23,288	23,288
Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47
Lợi nhuận giữ lại	7,974	9,299	11,875	15,372
Vốn khác	-2,008	-2,008	-2,008	-2,008
Lợi ích CĐTS	34	34	34	34
Vốn chủ sở hữu	29,336	30,660	33,236	36,734
Tổng nguồn vốn	39,816	38,677	41,253	44,750
SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	2,272	2,272	2,272	2,272
LCTT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	1,388	3,051	1,845	1,469
LNST sau lợi ích CĐTS	2,382	1,325	2,576	3,497
Khấu hao	1,483	1,520	1,664	1,808
Thay đổi vốn lưu động	331	-679	-202	-1,237
Điều chỉnh khác	-174	0	0	0
LCTT từ HĐ kinh doanh	4,022	2,166	4,039	4,068
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-4,377	-696	-4,414	-4,084
Khác	-882	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-5,259	-696	-4,414	-4,084
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	0	-20	0	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	2,900	-2,656	0	0
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	2,900	-2,676	0	0
Lưu chuyển tiền thuần	1,662	-1,206	-375	-16
Tiền cuối năm	3,051	1,845	1,469	1,453

Nguồn: Báo cáo Tài chính VRE, VCSC

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

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.