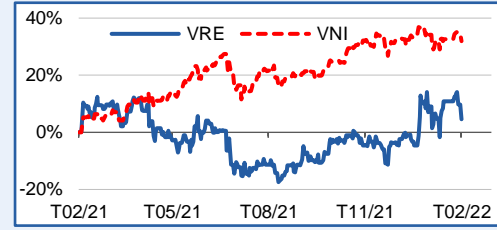


Ngành	BDS		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	14/12/2022	Tăng trưởng DT	-29,3%	34,7%	20,3%	23,0%
Giá hiện tại	33.000VND	Tăng trưởng EPS	-44,8%	84,0%	31,8%	34,9%
Giá mục tiêu	38.500VND	Biên LN gộp	40,6%	46,6%	49,7%	53,2%
Giá mục tiêu gần nhất	39.000VND	Biên LN ròng	22,3%	30,5%	33,4%	36,7%
TL tăng	+16,7%	EV/EBITDA	23,1x	16,2x	12,9x	10,1x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	2,4x	2,3x	2,1x	1,9x
Tổng mức sinh lời	+16,7%	P/E	57,0x	31,0x	23,5x	17,4x



			VRE	Peers*	VNI
GT vốn hóa	3,3 tỷ USD	P/E (trượt)	57,0x	45,7x	16,8x
Room KN	631,2tr USD	P/B (hiện tại)	2,4x	3,5x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	13,2tr USD	Nợ ròng/CSH	-1,1%	102,6%	NA
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	4,4%	8,4%	15,6%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ	ROA	3,4%	2,8%	2,6%
Pha loãng	2,3 tỷ				

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.

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2022 với sự hỗ trợ từ các trung tâm thương mại mới

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho CTCP Vincom Retail (VRE) từ MUA còn KHẢ QUAN khi giá cổ phiếu VRE đã tăng 10% trong 3 tháng qua. Ngoài ra, chúng tôi giảm giá mục tiêu thêm 1% còn 38.500 đồng/CP do dự báo thấp hơn của chúng tôi cho doanh thu và lợi nhuận từ mảng bán bất động sản trong giai đoạn 2022-2024 một phần được bù đắp bởi số dư tiền mặt cao hơn tính đến cuối năm 2021.
- Đối với năm 2021, VRE ghi nhận LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (-45% YoY), phù hợp với dự báo của chúng tôi. Ngoài ra, VRE đã chi 2,1 nghìn tỷ đồng cho gói hỗ trợ khách thuê bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 vào năm 2021 so với mức 865 tỷ đồng vào năm 2020.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2022 từ 2,6 nghìn tỷ đồng (+96% YoY) còn 2,4 nghìn tỷ đồng (+84% YoY) do dự báo thấp hơn cho mảng bán bất động sản trong khi vẫn giữ nguyên dự báo thu nhập ròng từ HĐKD của mảng cho thuê. Chúng tôi kỳ vọng việc kiểm soát hiệu quả dịch COVID-19 và tiến độ tiêm chủng nhanh chóng tại Việt Nam sẽ giúp lợi nhuận của VRE phục hồi vào năm 2022.
- Chúng tôi giảm dự báo tổng diện tích sàn (GFA) bán lẻ tính đến cuối năm 2022 từ 1,92 triệu m2 còn 1,75 triệu m2 chủ yếu do chúng tôi dời thời gian ra mắt VMM Grand Park dự phóng từ năm 2022 sang giữa năm 2023. VRE có kế hoạch mở 3 trung tâm thương mại (TTTM) trong năm 2022: VMM Smart City tại Hà Nội và 2 trung tâm VCP tại Mỹ Tho và Bạc Liêu. Chúng tôi cũng dự báo VRE sẽ bổ sung 1,52 triệu m2 GFA cho thuê bán lẻ mới trong giai đoạn 2022-2026 so với 1,54 triệu m2 như trước đây.
- Định giá của VRE có vẻ hấp dẫn với P/E năm 2022 là 31,0 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) so với trung vị 2 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 34,3 lần và dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2022-2026 cho VRE là 32%.
- Yếu tố hỗ trợ: tiến độ triển khai kế hoạch mở TTTM mới nhanh hơn dự kiến.
- Rủi ro: Dịch COVID-19 kéo dài gây gián đoạn hoạt động kinh doanh bán lẻ.

Mảng cho thuê bán lẻ bắt đầu phục hồi trong quý 4/2021 sau khi chịu ảnh hưởng nặng nề từ đợt dịch COVID-19 thứ tư; các dịch vụ bán lẻ và giải trí được hoạt động trở lại sẽ hỗ trợ lợi nhuận năm 2022. Sau KQKD khiêm tốn trong quý 3/2021 với lợi nhuận gộp từ mảng cho thuê bán lẻ đạt 152 tỷ đồng (-82% YoY) do đợt dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam, VRE đã có sự hồi phục mạnh mẽ trong quý 4/2021 với lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ tăng 56% QoQ đạt 237 tỷ đồng (-72% YoY). Với tỷ lệ tiêm chủng ngày càng tăng và các dịch vụ bán lẻ và giải trí dần được mở cửa vào năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ cho thuê bán lẻ sẽ phục hồi mạnh trong khi lợi nhuận gộp năm 2022 đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (+72% YoY) khi VRE giảm quy mô của gói hỗ trợ cho khách thuê. Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết về quan điểm của chúng tôi đối với sự phục hồi ngành cho thuê bán lẻ tại Việt Nam trong [Báo cáo ngành](#) của chúng tôi, ngày 15/10/2021.

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục ra mắt trung tâm thương mại (TTTM) 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 3,17 triệu m2 vào cuối năm 2026 – thấp hơn kỳ vọng trước đây của chúng tôi là 3,26 triệu m2 khi dịch COVID-19 khiến VRE trì hoãn kế hoạch ra mắt TTTM mới so với dự báo trước đây của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý rằng dự báo này thấp hơn kế hoạch triển khai TTTM giai đoạn 2021-2026 của VRE là nâng tổng GFA cho thuê bán lẻ của công ty lên 4,7 triệu m2 vào cuối năm 2026.

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	5,891	7,933	9,543	9,543	Tiền và tương đương tiền	3,297	4,097	4,381	4,381
Giá vốn hàng bán	-3,499	-4,234	-4,803	-4,803	Đầu tư TC ngắn hạn	190	190	190	190
Lợi nhuận gộp	2,392	3,699	4,740	4,740	Các khoản phải thu	1,488	1,326	1,676	1,676
Chi phí bán hàng	-202	-360	-397	-397	Hàng tồn kho	583	1,027	1,484	1,970
Chi phí QLDN	-433	-301	-332	-332	TS ngắn hạn khác	2,338	2,338	2,338	2,338
LN hoạt động (EBIT)	1,757	3,038	4,011	4,011	Tổng TS ngắn hạn	7,897	8,978	10,069	10,069
Doanh thu tài chính	387	329	329	329	TS cố định (nguyên giá)	673	688	703	1,203
Chi phí tài chính	-486	-304	-304	-304	- Khấu hao lũy kế	-235	-322	-396	-457
- trong đó, chi phí lãi vay	-486	-294	-294	-294	TS cố định (ròng)	439	366	308	746
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	1,500	4,500	8,500
Lợi nhuận/(chi phí) khác	34	0	0	0	TS dài hạn khác	29,538	29,904	29,278	29,278
LN trước thuế	1,692	3,063	4,037	4,037	Tổng TS dài hạn	29,977	31,770	34,086	34,086
Thuế TNDN	-377	-643	-848	-848	Tổng Tài sản	37,873	40,749	44,155	44,155
LNST trước CĐTS	1,315	2,419	3,189	3,189	Phải trả ngắn hạn	526	1,070	1,287	1,287
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ vay ngắn hạn	20	20	20	20
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1,315	2,419	3,189	3,189	Nợ ngắn hạn khác	2,344	2,344	2,344	2,344
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	1,315	2,419	3,189	3,189	Tổng nợ ngắn hạn	2,890	3,434	3,651	3,651
EBITDA	3,239	4,605	5,780	5,780	Nợ vay dài hạn	3,138	3,050	3,050	3,050
EPS cơ bản (đồng)	579	1,065	1,403	1,403	Nợ dài hạn khác	1,195	1,195	1,195	1,195
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	579	1,065	1,403	1,403	Tổng nợ	7,223	7,679	7,896	7,896
EPS pha loãng (đồng)	579	1,065	1,403	1,403	Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	0	0	0	0	Vốn đầu tư của chủ sở hữu	23,288	23,288	23,288	23,288
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	0%	0%	0%	0%	Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47
CHỈ SỐ	2021	2022F	2023F	2024F	Lợi nhuận giữ lại	9,289	11,708	14,897	14,897
Tăng trưởng:					Vốn khác	-2,008	-2,008	-2,008	-2,008
Doanh thu thuần	-29.3%	34.7%	20.3%	20.3%	Lợi ích CĐTS	35	35	35	35
EBIT	-43.2%	72.9%	32.1%	32.1%	Vốn chủ sở hữu	30,651	33,070	36,259	36,259
LN trước thuế	-43.5%	81.0%	31.8%	31.8%	Tổng nguồn vốn	37,873	40,749	44,155	44,155
EPS cơ bản điều chỉnh	-44.8%	84.0%	31.8%	31.8%	SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	2,272	2,272	2,272	2,272
Khả năng sinh lời:					LCTT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp	40.6%	46.6%	49.7%	49.7%	Tiền đầu năm	3,051	3,297	4,097	4,097
Biên EBIT	29.8%	38.3%	42.0%	42.0%	LNST sau lợi ích CĐTS	1,315	2,419	3,189	3,189
Biên EBITDA	55.0%	58.0%	60.6%	60.6%	Khấu hao	1,482	1,567	1,768	1,768
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	22.3%	30.5%	33.4%	33.4%	Thay đổi vốn lưu động	-671	262	-589	-589
ROE	4.4%	7.6%	9.2%	9.2%	Điều chỉnh khác	-442	0	0	0
ROA	3.4%	6.2%	7.5%	7.5%	LCTT từ HĐ kinh doanh	1,684	4,248	4,368	4,368
Chỉ số hiệu quả:					Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-1,567	-3,360	-4,084	-4,084
Số ngày tồn kho	57.5	69.4	95.4	95.4	Khác	1,820	0	0	0
Số ngày phải thu	90.9	64.7	57.4	57.4	LCTT từ HĐ đầu tư	1,162	-3,360	-4,084	-4,084
Số ngày phải trả	68.6	68.8	89.6	89.6	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Chu kỳ luân chuyển tiền	79.8	65.3	63.2	63.2	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản:					Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	1	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2.7	2.6	2.8	2.8	Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-2,600	-88	0	0
CS thanh toán nhanh	1.7	1.6	1.7	1.7	Khác	-1	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1.2	1.2	1.3	1.3	LCTT từ HĐ tài chính	-2,600	-88	0	0
Nợ vay/ Tài sản	8.3%	7.5%	7.0%	7.0%	Lưu chuyển tiền thuần	246	800	284	284
Nợ vay/ Vốn	9.3%	8.5%	7.8%	7.8%	Tiền cuối năm	3,297	4,097	4,381	4,381
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	-1.1%	-3.7%	-4.1%	-4.1%					
CS khả năng thanh toán lãi vay	3.6	10.3	13.6	13.6					

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 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

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân 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

Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- 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 Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, 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 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.