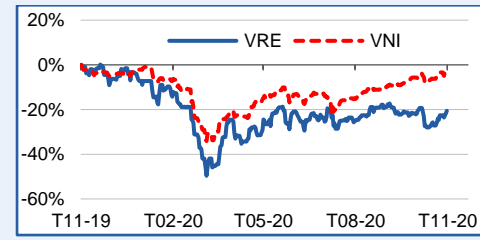


Ngành:	BDS		2019A	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	24/11/2020	Tăng trưởng DT	1,5%	-6,6%	28,7%	17,0%
Giá hiện tại:	27.950VND	Tăng trưởng EPS	18,6%	-25,7%	45,0%	29,0%
Giá mục tiêu:	40.000VND	Biên LN gộp	47,6%	42,2%	45,8%	48,2%
Giá mục tiêu trước đây:	35.000VND	Biên LN ròng	30,8%	23,9%	26,9%	29,7%
TL tăng:	+43,1%	EV/EBITDA	12,9x	15,0x	11,1x	9,1x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	2,4x	2,2x	2,0x	1,8x
Tổng mức sinh lời:	+43,1%	P/E	22,8x	30,7x	21,2x	16,4x



		VRE	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	2,8 tỷ USD	28,0x	32,9x	16,1x
Room KN:	519,1tr USD	P/E (trượt)	2,2x	3,6x
GTGD/ngày (30n):	6,0tr USD	P/B (hiện tại)	5,6%	54,6%
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	8,3%	12,5%
SL cổ phiếu lưu hành:	2,3 tỷ	ROE	6,0%	4,7%
Pha loãng:	2,3 tỷ	ROA		

**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 1,5 triệu m2.

Nguyễn Thảo Vy  
Trưởng phòng

## Sự phục hồi trong quý 3/2020 tạo nền tảng tăng trưởng mạnh mẽ cho năm 2021

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Vincom Retail (VRE) trong khi tăng giá mục tiêu 14% đạt 40.000 đồng/CP, chủ yếu do 1) cập nhật mô hình giá mục tiêu đến cuối năm 2021, 2) giả định tỷ lệ vốn hóa (cap rate) thấp hơn cho các trung tâm thương mại (TTTM) VCC và VMM, và 3) tỷ lệ WACC thấp hơn đến từ giả định chi phí vốn chủ sở hữu thấp hơn.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2020 đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (-27% YoY) khi KQKD 9 tháng năm 2020 nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cũng kỳ vọng việc nâng cấp cơ cấu khách thuê sắp tới tại một số TTTM và kỳ vọng của chúng tôi cho lưu lượng khách gia tăng tại các TTTM của VRE trong mùa lễ hội cuối năm sẽ hỗ trợ lợi nhuận của VRE trong quý 4/2020.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 đạt 3 nghìn tỷ đồng (+45% so với năm 2020) sẽ được hỗ trợ bởi sự phục hồi của mảng cho thuê bán lẻ từ mức cơ sở thấp của năm 2020 một phần do gói hỗ trợ khách thuê thấp hơn cũng như đóng góp từ các dự án đại TTTM mới.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2021-2024 đạt 16% cho tổng diện tích sàn bán lẻ gộp (GFA) của VRE khi chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ thực hiện trở lại kế hoạch triển khai TTTM trong năm 2021 sau khi trì hoãn phần lớn các TTTM mới trong năm 2020.
- Định giá của VRE hấp dẫn tại P/E năm 2021 đạt 21,2 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) so với trung vị P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực là 29,6 lần (dựa theo dự báo chung của Bloomberg).
- Rủi ro: hoạt động bán lẻ có khả năng bị ảnh hưởng nếu có đợt bùng phát dịch COVID-19 khác.

**Dịch COVID-19 được kiểm soát sẽ mở đường cho đà phục hồi lợi nhuận trong quý 4/2020 và 2021.** Sau khi bị ảnh hưởng bởi các biện pháp giãn cách xã hội bởi Chính phủ trong tháng 4 do dịch COVID-19, mảng cho thuê bán lẻ của VRE ghi nhận đà tăng trưởng doanh thu so với quý trước (QoQ) mạnh mẽ đạt 23% trong quý 3/2020 nhờ các khách thuê dần ổn định hoạt động so với 6 tháng 2020 khi thói quen mua sắm của người tiêu dùng quay trở lại bình thường. Theo ban lãnh đạo, lượng khách đến các TTTM trong tháng 9 tại Hà Nội và TP. HCM đã phục hồi lần lượt 88% và 80%, so với mức trước dịch COVID-19. Sự cải thiện trong lượng khách đến và tình hình kinh doanh của khách thuê khiến VRE giảm gói hỗ trợ cho một số khách thuê còn 145 tỷ đồng trong quý 3/2020 so với 675 tỷ đồng trong 6 tháng 2020. Chúng tôi kỳ vọng việc cải thiện cơ cấu khách thuê sắp tới tại một số TTTM cùng với kỳ vọng của chúng tôi về lượng khách và doanh thu mua sắm gia tăng tại các TTTM của VRE vào dịp lễ hội cuối năm sẽ thúc đẩy diễn biến KQKD của VRE.

**VRE có khả năng ghi nhận đà phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021, được phần nào hỗ trợ bởi việc tiếp tục mở các TTTM mới.** Ban lãnh đạo công ty cho biết VRE đã hoàn tất xây dựng VMM Ocean Park (Hà Nội) và cho các khách thuê thực hiện bày trí cửa hàng trước thời điểm TTTM mại khai trương vào cuối tháng 12 với tỷ lệ lấp đầy dự kiến 85%. Trong năm 2021, VRE sẽ triển khai VMM Grand Park (TP. HCM) và VMM Smart City (Hà Nội). Hiện tại, 2 TTTM này đã đạt tỷ lệ lấp đầy trung bình 45-50% và sẽ tiếp tục được cho thuê trong các quý tiếp theo. Ngoài các dự án của VMM trên, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ thực hiện trở lại kế hoạch mở các TTTM mới trong năm 2021 (có 7 TTTM mới được trì hoãn từ năm 2020 sang 2021 do dịch COVID-19). Chúng tôi duy trì dự phóng tổng GFA của TTTM của VRE tính đến cuối 2020/2021 sẽ đạt 1,65/1,97 triệu m<sup>2</sup>.

## Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,259</b>	<b>8,652</b>	<b>11,133</b>	<b>13,025</b>
Giá vốn hàng bán	-4,856	-4,999	-6,033	-6,748
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,404</b>	<b>3,653</b>	<b>5,101</b>	<b>6,278</b>
Chi phí bán hàng	-372	-436	-509	-556
Chi phí QLDN	-449	-365	-426	-465
<b>LN hoạt động (EBIT)</b>	<b>3,583</b>	<b>2,852</b>	<b>4,166</b>	<b>5,257</b>
Doanh thu tài chính	265	186	195	205
Chi phí tài chính	-303	-419	-565	-565
- trong đó, chi phí lãi vay	-299	-413	-559	-559
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	30	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>3,576</b>	<b>2,618</b>	<b>3,796</b>	<b>4,896</b>
Thuế TNDN	-724	-550	-797	-1,028
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>2,852</b>	<b>2,068</b>	<b>2,999</b>	<b>3,868</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>2,851</b>	<b>2,068</b>	<b>2,999</b>	<b>3,868</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh</b>	<b>2,851</b>	<b>2,068</b>	<b>2,999</b>	<b>3,868</b>
EBITDA	5,030	4,336	5,886	7,168
EPS cơ bản (đồng)	1,224	910	1,320	1,702
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	1,224	910	1,320	1,702
EPS pha loãng (đồng)	1,224	910	1,320	1,702
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	0%	0%	0%	0%
<b>CHỈ SỐ</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Tăng trưởng:</b>				
Doanh thu thuần	1.5%	-6.6%	28.7%	17.0%
EBIT	122.0%	-20.4%	46.1%	26.2%
LN trước thuế	17.1%	-26.8%	45.0%	29.0%
EPS cơ bản điều chỉnh	18.6%	-25.7%	45.0%	29.0%
<b>Khả năng sinh lời:</b>				
Biên LN gộp	47.6%	42.2%	45.8%	48.2%
Biên EBIT	38.7%	33.0%	37.4%	40.4%
Biên EBITDA	54.3%	50.1%	52.9%	55.0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	30.8%	23.9%	26.9%	29.7%
ROE	10.3%	7.4%	9.8%	11.4%
ROA	7.7%	5.4%	7.1%	8.5%
<b>Chỉ số hiệu quả:</b>				
Số ngày tồn kho	70.9	93.7	99.6	100.1
Số ngày phải thu	34.9	47.4	51.2	46.0
Số ngày phải trả	205.9	140.8	108.9	97.4
Chu kỳ luân chuyển tiền	-100.1	0.4	41.9	48.7
<b>Thanh khoản:</b>				
CS thanh toán hiện hành	1.1	1.8	1.6	1.4
CS thanh toán nhanh	0.6	1.1	1.0	0.7
CS thanh toán tiền mặt	0.5	0.8	0.6	0.3
Nợ vay/ Tài sản	7.8%	14.3%	13.4%	12.3%
Nợ vay/ Vốn	9.4%	16.7%	15.4%	14.0%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	2.3%	7.5%	9.4%	12.0%
CS khả năng thanh toán lãi vay	12.0	6.9	7.4	9.4
<b>CĐKT (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Tiền và tương đương tiền	1,388	1,826	1,910	1,015
Đầu tư TC ngắn hạn	789	1,821	911	500
Các khoản phải thu	724	1,524	1,600	1,680
Hàng tồn kho	986	1,580	1,713	1,989
TS ngắn hạn khác	1,183	1,183	1,242	1,305
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>5,070</b>	<b>7,936</b>	<b>7,376</b>	<b>6,489</b>
TS cố định (nguyên giá)	630	645	660	675
- Khấu hao lũy kế	-156	-251	-330	-396
TS cố định (ròng)	474	394	330	279
Đầu tư TC dài hạn	0	500	1,000	1,500
TS dài hạn khác	30,294	31,872	34,994	39,299
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>30,768</b>	<b>32,766</b>	<b>36,324</b>	<b>41,078</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>35,839</b>	<b>40,701</b>	<b>43,700</b>	<b>47,568</b>
Phải trả ngắn hạn	2,055	1,800	1,800	1,800
Nợ vay ngắn hạn	19	19	19	19
Nợ ngắn hạn khác	2,705	2,705	2,705	2,705
Tổng nợ ngắn hạn	4,780	4,525	4,525	4,525
Nợ vay dài hạn	2,765	5,815	5,815	5,815
Nợ dài hạn khác	1,340	1,340	1,340	1,340
<b>Tổng nợ</b>	<b>8,885</b>	<b>11,680</b>	<b>11,680</b>	<b>11,680</b>
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	5,592	7,660	10,659	14,527
Vốn khác	-2,008	-2,008	-2,008	-2,008
Lợi ích CĐTS	34	34	34	34
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26,954</b>	<b>29,022</b>	<b>32,020</b>	<b>35,888</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>35,839</b>	<b>40,701</b>	<b>43,700</b>	<b>47,568</b>
SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	2,329	2,272	2,272	2,272
<b>LCTT (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2,431</b>	<b>1,388</b>	<b>1,826</b>	<b>1,910</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	2,851	2,068	2,999	3,868
Khấu hao	1,447	1,484	1,720	1,911
Thay đổi vốn lưu động	-1,018	-1,650	-268	-418
Điều chỉnh khác	-134	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>3,147</b>	<b>1,903</b>	<b>4,451</b>	<b>5,360</b>
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-3,492	-4,415	-4,368	-6,254
Khác	3,727	-100	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>235</b>	<b>-4,515</b>	<b>-4,368</b>	<b>-6,254</b>
Cổ tức đã trả	-2,451	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-19	3,050	0	0
Khác	-1,954	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>-4,425</b>	<b>3,050</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>-1,043</b>	<b>438</b>	<b>83</b>	<b>-894</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1,388</b>	<b>1,826</b>	<b>1,910</b>	<b>1,015</b>

Source: Company's financial statements, VCSC forecasts

## 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](http://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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

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

#### 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, 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](mailto: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](mailto: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](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, 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, ext 149

## 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.