



Số: 021607/20/TT-HĐQT-TCBS

Hà Nội, ngày 16 tháng 07 năm 2020

TỜ TRÌNH

(V/v Đầu tư kinh doanh trái phiếu do Công ty Cổ phần Thép Việt Ý dự kiến phát hành trong từ Quý 4 Năm 2007 đến Quý 1 Năm 2021 với tổng khối lượng phát hành tối đa 15.153,07 tỷ đồng)

Kính trình: HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KỸ THƯƠNG

Tổng Giám đốc và các bộ phận nghiệp vụ kính trình Hội đồng quản trị – Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương (“TCBS” hoặc “Công Ty”) phê duyệt phương án đầu tư kinh doanh trái phiếu do Công ty Cổ phần Thép Việt Ý dự kiến phát hành như sau:

I. THÔNG TIN VỀ TRÁI PHIẾU DỰ KIẾN ĐẦU TƯ

	Tên trái phiếu dự kiến đầu tư	RED_HOT_CHILI_PEPPERS
1	Tổ chức phát hành	Công ty Cổ phần Thép Việt Ý (sau đây gọi tắt là “VIS” hoặc “Tổ Chức Phát Hành”)
2	Loại trái phiếu	Trái phiếu không chuyển đổi không kèm chứng quyền được đảm bảo bằng tài sản và xác lập nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Tổ Chức Phát Hành.
3	Khối lượng và thời gian phát hành	<ul style="list-style-type: none"> * Năm 2007, Quý 4, Khối lượng: 28.497.184 VNĐ * Năm 2016, Quý 3, Khối lượng: 16.107.104 VNĐ * Năm 2020, Quý 1, Khối lượng: 12.390.080 VNĐ * Năm 2021, Quý 1, Khối lượng: 8.177.452,8 VNĐ
4	Mệnh giá	123.900,8 VND/ Trái phiếu
5	Kỳ hạn trái phiếu	6 năm
6	Hình thức phát hành	Phát hành ra công chúng
7	Mục đích phát hành	<p>Tổ Chức Phát Hành dự kiến sử dụng số tiền thu được từ việc chào bán các Trái Phiếu cho các mục đích của Tổ Chức Phát Hành như sau:</p> <ul style="list-style-type: none"> * Cơ cấu lại các khoản nợ của Tổ Chức Phát Hành * Tăng quy mô vốn hoạt động của Tổ Chức Phát Hành * Thực hiện các chương trình, dự án đầu tư của Tổ Chức Phát Hành.
8	Phương án trả nợ	aaaaaaa
9	Lãi suất trái phiếu	<ul style="list-style-type: none"> * Đối với 5 Kỳ Tính Lãi còn lại lãi suất thả nổi và bằng tổng của 11%/năm + Lãi Suất Tham Chiếu

		<p>* Đối với 3 Kỳ Tính Lãi đầu tiên lãi suất thả nổi và bằng tổng của 9%/năm + Lãi Suất Tham Chiếu</p> <p>* Đối với 4 Kỳ Tính Lãi tiếp theo lãi suất cố định 10%/năm</p> <p>* Trung bình cộng Lãi suất tiền gửi trên kênh giao dịch trực tuyến đối với các khoản tiền gửi Online áp dụng cho khách hàng thường kỳ hạn 1 năm do VCB, CTG, BIDV và Agribank công bố vào ngày xác định lãi suất có liên quan</p>
10	Kỳ hạn trả gốc/lãi	<p>Lãi thanh toán định kỳ 7 tháng/lần. Gốc thanh toán theo lịch:</p> <p><i>Ngay lập tức, em Lương Thế Mạnh đã lao xuống dòng nước lũ cứu 2 người đang chơi với giữa sông, trong khi đó em Lương Văn Đức đi tìm áo phao để hỗ trợ. Khi em Mạnh kéo được 2 người vào gần đến bờ thì em Đức đã tìm được áo phao lao xuống để hỗ trợ em Mạnh đưa 2 người lên bờ an toàn.</i></p> <p><i>Nhờ tinh thần dũng cảm và sự nhanh trí, 2 em Mạnh và Đức đã cứu được anh Vi Văn Quý (19 tuổi, là người tàn tật) và em Moong Văn Kiều (10 tuổi), cùng trú tại bản bản Bình Sơn 1 (xã Tà Cạ) thoát khỏi dòng nước lũ và kịp thời báo cáo cho người nhà đưa về chăm sóc, điều trị.</i></p> <p><i>Ngay trong sáng nay 5/9, thay mặt cho Giám đốc Sở GD&ĐT Nghệ An, Trường THPT Kỳ Sơn đã trao Giấy khen cho 2 em Mạnh và Đức.</i></p> <p><i>Trường THPT Kỳ Sơn đã tuyên dương 2 em trước toàn trường, đồng thời phát động gương tốt người tốt để các em học sinh trong trường noi theo.</i></p> <p><i>Chủ tịch UBND huyện Kỳ Sơn Nguyễn Thanh Hoàng cũng đã có quyết định tặng Giấy khen kèm theo số tiền 4 triệu đồng cho 2 em Đức và Mạnh để động viên tinh thần và chúc hai em học giỏi, tiếp tục phát huy những hành động dũng cảm đó.</i></p> <p><i>Ngay lập tức, em Lương Thế Mạnh đã lao xuống dòng nước lũ cứu 2 người đang chơi với giữa sông, trong khi đó em Lương Văn Đức đi tìm áo phao để hỗ trợ. Khi em Mạnh kéo được 2 người vào gần đến bờ thì em Đức đã tìm được áo phao lao xuống để hỗ trợ em Mạnh đưa 2 người lên bờ an toàn.</i></p> <p><i>Nhờ tinh thần dũng cảm và sự nhanh trí, 2 em Mạnh và Đức đã cứu được anh Vi Văn Quý (19 tuổi, là người tàn tật) và em Moong Văn Kiều (10 tuổi), cùng trú tại bản bản Bình Sơn 1 (xã Tà Cạ) thoát khỏi dòng nước lũ và kịp thời báo cáo cho người nhà đưa về chăm sóc, điều trị.</i></p> <p><i>Ngay trong sáng nay 5/9, thay mặt cho Giám đốc Sở GD&ĐT Nghệ An, Trường THPT Kỳ Sơn đã trao Giấy khen cho 2 em Mạnh và Đức. Trường THPT Kỳ Sơn đã tuyên dương 2 em trước toàn trường, đồng thời phát động gương tốt người tốt để các em học sinh trong trường noi theo.</i></p> <p><i>Chủ tịch UBND huyện Kỳ Sơn Nguyễn Thanh Hoàng cũng đã có quyết định tặng Giấy khen</i></p> <p><i>Chủ tịch UBND huyện Kỳ Sơn Nguyễn Thanh Hoàng cũng</i></p>
11	Mua lại trái phiếu trước hạn	Tổ Chức Phát Hành không có quyền mua lại trước hạn Trái Phiếu.
12	Các tổ chức tham gia giao dịch	* Tổ chức bảo lãnh phát hành: Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương

		* Tổ chức bảo lãnh phát hành: Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương * Tổ chức tư vấn niêm yết: Công ty TNHH một thành viên Tcbs-Test
--	--	---

II. PHƯƠNG ÁN ĐẦU TƯ KINH DOANH DỰ KIẾN CỦA BỘ PHẬN NGUỒN VỐN

1. **Mua sơ cấp/thứ cấp trái phiếu để bán cho khách hàng theo chương trình tìm mua trái phiếu (BuildBook) (“Chương Trình Tìm Mua”):**

- **Hình thức:** TCBS sẽ nhận tìm mua các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) cho khách hàng. Để đảm bảo thực hiện giao dịch, khách hàng chuyển toàn bộ tiền mua trái phiếu vào tài khoản của TCBS và/hoặc chuyển tiền vào tài khoản chứng khoán của khách hàng mở tại TCBS. Sau khi TCBS mua các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) sẽ tiến hành thủ tục chuyển nhượng cho khách hàng theo Chương Trình Tìm Mua.
- **Quy mô:** Tổng khối lượng các Trái Phiếu BondMSN được mua theo mục đích nêu trên tối đa bằng khối lượng các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) mà khách hàng đã đăng ký đặt mua với TCBS.
- **Thời gian thực hiện:** Bắt đầu từ khi Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) được phát hành ([dự kiến từ Quý 4 Năm 2007 đến Quý 1 Năm 2021](#)) cho đến khi toàn bộ Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) được tất toán.
- **Bên bán:** Tổ chức và/hoặc cá nhân.

2. **Đầu tư các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) để kinh doanh (“Chương Trình Kinh Doanh”):**

- **Hạn mức đầu tư kinh doanh các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#):** bao gồm hạn mức kinh doanh thường xuyên (nắm giữ đến đáo hạn) và hạn mức trading ngắn hạn. Các hạn mức này (**“Hạn Mức Đầu Tư”**) độc lập với nhau và độc lập với quy mô kinh doanh nêu tại Chương trình tìm mua.
 - Hạn mức kinh doanh thường xuyên (nắm giữ đến ngày đáo hạn): **2.000.000.000 VNĐ (hai tỷ đồng)** mệnh giá Trái phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#).
 - Hạn mức trading ngắn hạn: **2.000.000.000 VNĐ (hai tỷ đồng)** mệnh giá Trái phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#). Việc mua các Trái phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) theo tổng hạn mức này có thể được thực hiện làm thành nhiều lần nhưng phải đảm bảo thời gian nắm giữ đối với mỗi khoản mua theo hạn mức này tối đa là 2 tháng.
- **Nguyên tắc thực hiện Chương Trình Kinh Doanh:**
 - Tổng khối lượng đầu tư vào các Trái phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) của TCBS cuối mỗi ngày không vượt quá Hạn Mức Đầu Tư.
 - Tổng số dư nắm giữ các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) cuối mỗi ngày đảm bảo tuân thủ các hạn mức rủi ro nội bộ của TCBS quy định tại từng thời kỳ.
 - Tại mọi thời điểm tổng quy mô danh mục trái phiếu doanh nghiệp của TCBS không vượt quá 70% vốn chủ sở hữu theo quy định của pháp luật.
- **Thời gian thực hiện:** Bắt đầu từ khi Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) được phát hành cho đến khi toàn bộ Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) được tất toán.
- **Bên bán:** Tổ chức và/hoặc cá nhân.

3. Các phương án kinh doanh sau khi đã mua Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#): (“Phương án kinh doanh”)

a. Phương án kinh doanh trái phiếu không theo Chương trình iBond Series:

- Nội dung: bán các Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) cho các nhà đầu tư là tổ chức và/hoặc cá nhân.
- Quy mô kinh doanh: tối đa bằng quy mô các trái phiếu đã mua theo nội dung nêu tại Chương trình kinh doanh.
- Thời gian thực hiện: Bắt đầu từ khi Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) được phát hành cho đến khi toàn bộ Trái Phiếu [RED_HOT_CHILI_PEPPERS](#) được tất toán.
- Hiệu quả đầu tư: lợi nhuận tổng thể cho TCBS đảm bảo tối thiểu ở mức **2%**.

1. Giới hạn đầu tư của TCBS:

Chỉ tiêu cần tuân thủ hiện hành	Quy định	Trạng thái	Nhận xét
Tỷ lệ đầu tư tối đa vào trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) (theo mệnh giá)	$\leq 70\%$ VCSH	61% VCSH	Tuân thủ
- Danh mục đầu tư TPDN (08/04/2020)		3.022 tỷ đồng	
- Tổng nguồn VCSH (31/03/2020)		4.950 tỷ đồng	
Hệ số vốn khả dụng (31/03/2020)	$\geq 180\%$	325%	Tuân thủ

Danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của TCBS ở mức 3.022 tỷ đồng, tương đương 61% VCSH, gần sát hạn mức 70% VCSH theo quy định tại Thông tư số 210/2012/TT-BTC Hướng dẫn về thành lập và hoạt động công ty chứng khoán.

Với giá trị danh mục đầu tư trái phiếu như trên, giá trị tối đa Trái Phiếu BONDVCR022023 mà TCBS có thể nắm giữ thêm là **443 tỷ đồng**. Hệ số vốn khả dụng sau khi đầu tư thêm 443 tỷ đồng Trái Phiếu BONDVCR022023 là: **295% (dự tính)**, tuân thủ yêu cầu về hệ số vốn khả dụng theo Thông tư 87/2017/TT-BTC (180%).

Theo đó, TCBS dự kiến sẽ bán bớt một phần trái phiếu doanh nghiệp hiện có trong trường hợp đầu tư Trái Phiếu BONDVCR022023 theo tổng hạn mức trình (1.000 tỷ) để đảm bảo không vi phạm các giới hạn này tại mọi thời điểm.

2. Một số hạn mức rủi ro (trạng thái tại ngày 08/04/2020 và sau đầu tư)

Tên hạn mức	Trạng thái hiện tại	Trạng thái sau đầu tư	Hạn mức	Nhận xét
Rủi ro tín dụng				
Tổn thất dự kiến EL%	0,7%	0,7%	< 3%	Tuân thủ
Rủi ro Tập trung trên một TCPH	15,4%	19,4%	< 63% VCSH	Tuân thủ
Rủi ro thị trường				
PV01	100 tr đ	148,7 tr đ	< 1 tỷ đồng	Tuân thủ

RR thị trường	0,58%	0,58%	< 1,5% VCSH	Tuân thủ
Rủi ro thanh khoản				
MCO 7D (Behavior)	695 tỷ đ	252 tỷ đ	> 0	Tuân thủ
MCO 30D (Behavior)	1.011 tỷ đ	568 tỷ đ	> -100 tỷ đồng	Tuân thủ
MCO 90D (Behavior)	720 tỷ đ	277 tỷ đ	> -800 tỷ đồng	Tuân thủ
MCO 7D (Stress case)	1.181 tỷ đ	738 tỷ đ	> 0 tỷ đồng	Tuân thủ

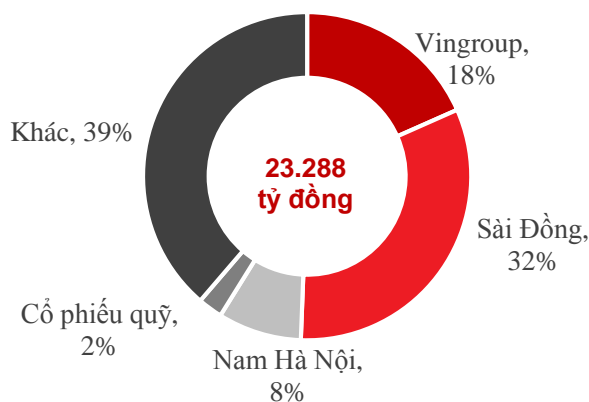
(Chi tiết việc tuân thủ các hạn mức quản trị rủi ro của TCBS được trình bày tại Phụ lục 4)

I. PHÂN TÍCH TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

1. Giới thiệu Tổ Chức Phát Hành:

- **Trụ sở chính:** Số 7, Đường Bằng Lăng 1, Khu đô thị sinh thái Vinhomes Riverside, Phường Việt Hưng, Quận Long Biên, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.
- **Vốn điều lệ:** 23.288.184.000.000 (hai mươi ba nghìn hai trăm tám mươi tám tỷ một trăm tám mươi bốn triệu đồng)
- **Ngành nghề kinh doanh chính:**
 - Tư vấn, môi giới, đấu giá bất động sản, đấu giá quyền sử dụng đất. Chi tiết: Tư vấn, môi giới bất động sản;
 - Kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu, chủ sử dụng hoặc đi thuê. Chi tiết: Kinh doanh bất động sản;
 - Đầu tư, phát triển và quản lý bất động sản bán lẻ, sở hữu hệ thống TTTM rộng lớn phủ trên toàn quốc.
- **Cơ cấu cổ đông:**

Cơ cấu cổ đông (31/12/2019)



Vingroup và các bên liên quan sở hữu khoảng 57% quyền biểu quyết tại Vincom Retail, còn lại là các cổ đông cá nhân.

- **Hoạt động kinh doanh cốt lõi**

Vincom Retail hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ và phát triển những dự án nhà ở kết hợp với cửa hàng thương mại (Shophouse) gần các TTTM Vincom tại các Tỉnh, Thành phố cấp 2. Tính đến tháng 03/2020 VRE quản lý 79 trung tâm thương mại (TTTM) với diện tích sàn bán lẻ lên tới 1,6 triệu m², trải khắp 43 tỉnh thành phố tại Việt Nam.

2. Tóm tắt đánh giá về Tổ Chức Phát Hành:

a. Tình hình hoạt động kinh doanh

- Hoạt động kinh doanh:

- Tình hình kinh doanh của Vincom Retail duy trì ở mức ổn định, biên lợi nhuận được cải thiện nhờ tăng tỷ lệ lấp đầy sàn bán lẻ. Trong đó:
 - Doanh thu cho thuê bất động sản và cung cấp dịch vụ (“CCDV”) đạt khoảng 7.000 tỷ đồng, tăng trưởng đều đặn với CARG 25% trong giai đoạn 2017-2019. Tổng GFA cho thuê đạt khoảng 1,6 triệu m2 sàn bán lẻ, tăng 10,3% so với 2018. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này luôn được duy trì ở mức cao, đạt 53,5% năm 2019, tăng 1,2% điểm so với 2018.
 - Doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản đạt khoảng 2.000 tỷ đồng do bàn giao các dự án shophouse tại Cà Mau, Uông Bí, Móng Cái..., giảm 45% so với năm 2018 (là năm bàn giao 2 dự án lớn Condotel Đà Nẵng và căn hộ Suối Hoa, Bắc Ninh).
- Hiệu quả hoạt động của VRE luôn tăng trưởng hàng năm, lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ đạt khoảng 2,8 nghìn tỷ năm 2019, tăng trưởng 18,5% so với năm 2018 với biên LN thuần ở mức cao 31%.

(Chi tiết tình hình kinh doanh của VRE xem tại Phụ lục 1)

- Triển vọng kinh doanh

- Trong giai đoạn 2020-2025, tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình dự kiến đạt 11%/năm.
 - Hoạt động cho thuê BĐS và cung cấp dịch vụ chiếm tới ~85% trên tổng doanh thu 5 năm tới của VRE. Đóng góp của hoạt động này dự kiến sẽ dần chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu, đạt khoảng 93% năm 2025 nhờ tốc độ mở mới TTTM và cải thiện hiệu quả khai thác của Vincom. Theo ước tính của TCBS, dự kiến đến năm 2025, VRE đạt mức 2,1 triệu m2 diện tích sàn bán lẻ (GFA) với tổng số 135 TTTM.
 - Dự kiến trong những năm tới, VRE tiếp tục bàn giao từ 300-500 căn hộ shophouse tại các tỉnh thành phố cấp 2, qua đó duy trì mức doanh thu trên 2.000 tỷ/năm đến năm 2022 và giảm dần trong những năm kế tiếp. Tính đến năm 2025, hoạt động chuyển nhượng BĐS chỉ còn đóng góp khoảng 4% trên tổng doanh thu của Vincom Retail.
 - Các hoạt động khác bao gồm vận hành condotel và căn hộ... duy trì đóng góp từ 200 đến 400 tỷ vào tổng doanh thu trong giai đoạn từ 2020 đến 2025.
- Biên lợi nhuận gộp (“LNG”) duy trì ở mức cao và tăng trưởng đều đặn, đạt mức 58% năm 2025 do các nguyên nhân chính sau:
 - Tổng diện tích sàn khai thác tăng hàng năm thông qua việc mở mới TTTM khiến hoạt động cho thuê BĐS và CCDV với biên LNG cao chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu của VRE.
 - Tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM cũng được cải thiện qua từng năm nhờ áp dụng chính sách tìm kiếm và thu hút khách hàng hiệu quả.
 - Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS (với biên LNG thấp hơn) giảm tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu tổng doanh thu của VRE.

(Chi tiết triển vọng kinh doanh của VRE xem tại Phụ lục 1)

b. Tình hình tài chính, cấu trúc nợ vay

- Tình hình tài chính của VRE

Tại 31/12/2019, tình hình tài chính của VRE duy trì ở mức tốt

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	Đơn vị	2017	2018	2019
------------------	--------	------	------	------

ROE	%	8,0	8,8	10,3
ROA	%	5,6	6,3	7,7
Biên LN gộp	%	50,8	39,9	47,6
Biên LN hoạt động	%	40,4	31,7	38,7
Biên LNTT	%	39,3	33,5	38,6
Biên LNST	%	36,7	26,4	30,8
Nợ/VCSH (D/E)	x	0,2	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	x	0,2	0,1	0,1
Nợ/EBITDA	x	1,9	1,1	0,6
EBIT/Lãi vay	x	4,3	7,7	12,0
Đòn bẩy tài chính (A/E)	x	1,4	1,4	1,3
Tiền mặt/VCSH	%	5,5	8,5	5,2
Thanh toán hiện hành	x	1,6	1,1	1,1
Thanh toán nhanh	x	1,4	1,0	0,9
Thanh toán tiền mặt	x	0,2	0,4	0,3

Nguồn: VRE, TCBS

- Khả năng thanh toán các nghĩa vụ đến hạn của VRE ở mức tốt. Chỉ số hiện hành đạt 1,1x và chỉ số thanh toán nhanh đạt 0,9x, giảm nhẹ so với mức cuối kỳ 2018 do công ty thực hiện trả cổ tức và mua cổ phiếu quỹ trong năm 2019.
- VRE có 2.785 tỷ Nợ vay, trong đó nợ dài hạn chiếm đến 99% chủ yếu là trái phiếu đáo hạn vào tháng 03/2022. Tỷ lệ Nợ vay/VCSH duy trì ở mức thấp 0,1x

- **Cấu trúc nợ vay của VRE**

Chỉ tiêu	Tỷ đồng	Tỷ trọng
Vay ngắn hạn	19	1%
Vay dài hạn ngân hàng đến hạn trả các bên liên quan	19	1%
Vay và nợ dài hạn	2.765	99%
Trái phiếu	2.595	93%
Các bên liên quan	171	6%
Tổng cộng	2.785	100%

Nguồn: VRE, TCBS

- VRE có 1 khoản vay trái phiếu dài hạn chiếm tỷ trọng lớn 93%. Khoản trái phiếu này có lãi suất thả nổi và sẽ đáo hạn trong năm 2022.

(Chi tiết triển vọng kinh doanh của VRE xem tại Phụ lục 1)

3. Đánh giá các rủi ro chính liên quan đến Tổ Chức Phát Hành và Trái Phiếu:

Rủi ro	Nội dung cụ thể	Yếu tố/Biện pháp giảm thiểu rủi ro
Rủi ro kinh doanh		
Rủi ro cạnh tranh trên thị trường	Ngành bất động sản bán lẻ tại Việt Nam được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng	VRE phát huy được khả năng tìm kiếm các nhãn hàng có tên tuổi lớn trên thế

	cao, tuy nhiên cuộc đua giành thị phần đang diễn ra ngày càng gay gắt giữa các thương hiệu nội địa và các thương hiệu đa quốc gia với tiềm lực tài chính cao.	giới, phù hợp với thị hiếu và xu hướng tiêu dùng của người Việt. VRE vượt trội đối thủ nhờ khả năng thu hút đối tượng gia đình khi sở hữu những khu vui chơi quy mô lớn cho trẻ em nhờ tận dụng lợi thế khi nằm trong các khu phức hợp đại dự án của tập đoàn VinGroup, nơi có dân cư đông đúc với khả năng chi tiêu ở mức cao.
Rủi ro về thói quen tiêu dùng	Hiệu quả hoạt động trong những năm đầu của các TTTM và dự án BĐS bán lẻ (shophouse) của VRE tại các thị trường tỉnh thành phố cấp 2 có thể không đạt được mức hiệu quả như kỳ vọng khi thói quen tiêu dùng và sử dụng dịch vụ của khách hàng chưa bắt kịp tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân tại khu vực	VRE hiện tại vẫn luôn đánh giá kỹ lưỡng về thị trường mục tiêu và thói quen tiêu dùng trước khi đầu tư, sử dụng linh hoạt các mô hình tại các thị trường địa phương khác nhau. Ngoài ra, những sản phẩm của VRE cũng tạo sức hút lớn với nhà đầu tư bất động sản trong khu vực nhờ uy tín cũng như bề dày thương hiệu của tập đoàn mẹ VinGroup.
Rủi ro về xu hướng tiêu dùng online và các kênh thương mại điện tử:	Những kênh bán hàng online và sự phát triển của các kênh thương mại điện tử cạnh tranh trực tiếp với nhu cầu mua sắm truyền thống.	Vincom Retail tập trung vào trải nghiệm mua sắm của khách hàng, phát hành voucher kích cầu, đồng thời tạo ra những khu vui chơi quy mô lớn nhằm thu hút tập khách hàng gia đình, qua đó tạo sự khác biệt với mô hình tiêu dùng online thông thường. Bên cạnh đó, Vincom Retail cũng tận dụng chính các kênh thông tin online như Foody, Facebook..., để tăng nhận diện tương tác với người tiêu dùng, truyền thông cho các thương hiệu sản phẩm mới, các gói ưu đãi mới.
Rủi ro thiên tai dịch họa	Trong trường hợp thiên tai và phát tán dịch bệnh gây thiệt hại cho nền kinh tế. Sức tiêu dùng cũng như lưu lượng khách hàng đến TTTM có thể suy giảm mạnh, dẫn đến áp lực giảm lượng khách thuê hoặc giảm giá cho thuê, ảnh hưởng xấu tới hoạt động kinh doanh của VRE	Vincom Retail sẵn sàng cung cấp các gói chính sách hỗ trợ nhằm chia sẻ gánh nặng với khách thuê mặt bằng, tạo sự liên kết chặt chẽ với khách thuê trên mối quan hệ “win-win”. Để ước tính rủi ro này, TCBS chủ động đưa ra kịch bản stress trong trường hợp dịch Covid-19 diễn biến phức tạp, dẫn cách xã hội kéo dài khiến kết quả hoạt động của VRE bị ảnh hưởng, chủ yếu từ năm 2020-2021. Kết quả cho thấy

		VRE vẫn sẽ đáp ứng đầy đủ những nghĩa vụ nợ trong những năm tới.
Rủi ro tiến độ thực hiện Dự án	Các dự án TTTM Mega Mall hoặc Vincom Center thường được kết hợp phát triển cùng với các đại dự án bất động sản nhà ở lớn của Vinhomes, là một công trình riêng hoặc là cầu phần chân đế tòa nhà. Theo đó, tiến độ mở các TTTM này sẽ phụ thuộc vào tiến độ và tỷ lệ lấp đầy các Dự án của Vinhomes. Rủi ro phát sinh khi VRE đã đầu tư xây dựng TTTM tuy nhiên nguồn thu bị chậm do Dự án của VHM chưa khai trương, hoặc khi khu TTTM đã đi vào hoạt động nhưng cầu phần nhà ở trong dự án của VHM chưa kịp bàn giao hoặc chưa có người ở, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy thấp, dòng tiền có thể bị ảnh hưởng.	Vincom Retail và Vinhomes đều là các công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh của mình, các dự án đều hướng đến hiệu quả tối ưu và tỷ lệ trễ tiến độ thấp. Hai bên phối hợp chặt chẽ trong việc cập nhật tiến độ triển khai dự án, qua đó VRE có thể lựa chọn thời điểm để bắt đầu tìm đối tác khách thuê và để khai trương TTTM.
Rủi ro tài chính		
Lãi suất của các khoản nợ vay	Rủi ro biến động lãi suất do các khoản vay của VRE có lãi suất thả nổi	Mặt bằng và chính sách lãi suất hiện nay được duy trì tương đối ổn định qua các năm, dự báo sẽ không có biến động mạnh trong thời gian tới.
Nghĩa vụ nợ đến hạn	Trong giai đoạn 2020-2025, nếu tính trên giả định tổng trái phiếu phát hành mới của VRE là 4.300 tỷ thì gốc vay và lãi vay dài hạn phải thanh toán của VRE vào khoảng 400-2.000 tỷ đồng/năm, có năm lên tới 3.000 tỷ đồng. Điều này có thể một phần gây áp lực lên tình hình tài chính của VRE	Các ngành nghề kinh doanh của VRE đều có dòng tiền thu ổn định, đáp ứng đủ nghĩa vụ trả lãi và trả gốc vay của VRE
Rủi ro liên quan đến TSBD		
Rủi ro giá trị tài sản đảm bảo	Giá trị định giá TSDB được Công ty thẩm định giá An Dương xây dựng tại thời điểm cuối T3/2020 khi tác động của dịch bệnh Covid-19 không lớn, do đó, thẩm định viên có thể chưa đánh giá hết được các yếu tố tác động của Covid-19 đến hiệu quả kinh doanh của TTTM trong thời gian tới.	Mặc dù TSBD là TTTM đã hoạt động ổn định và lâu dài, yếu tố dịch bệnh mang tính thời điểm. Tuy nhiên, trong trường hợp dịch bệnh diễn biến xấu kéo dài thì có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng đến giá trị của TSBD. VRE sẽ cần bổ sung thêm tài sản đảm bảo nếu cần thiết.

(Chi tiết các rủi ro của VRE xem tại Phụ lục 2a)

4. Đánh giá về Phương án phát hành và khả năng trả nợ của Tổ Chức Phát Hành:

- Phương án phát hành:

- VRE đã phát hành trái phiếu với tổng mệnh giá 50 tỷ và dự kiến sẽ phát hành trái phiếu với tổng mệnh giá tối đa 1.000 tỷ đồng trong quý II năm 2020 (sau đây gọi là “**BONDVCR022023**”), phù hợp với nhu cầu sử dụng vốn của Tổ Chức Phát Hành.
- Mục đích sử dụng vốn:
 - ✓ Tăng quy mô vốn hoạt động; và/hoặc
 - ✓ Thực hiện chương trình, dự án đầu tư của Tổ Chức Phát Hành.Cụ thể, tiền thu được từ phát hành trái phiếu BONDVCR022023 sẽ được Tổ Chức Phát Hành dự kiến dùng để thanh toán theo hợp đồng hợp tác đầu tư/hợp đồng hợp tác kinh doanh/thỏa thuận đặt cọc nhận chuyển giao tài sản là cấu phần trung tâm thương mại ký giữa Tổ Chức Phát Hành và các chủ đầu tư.
- Trái phiếu BONDVCR022023 có kỳ hạn là 3 năm, trả lãi định kỳ 3 tháng/lần. Đây cũng là kỳ hạn và kỳ trả lãi phổ biến trên thị trường hiện nay.
- Ngoài ra, trái phiếu được bảo đảm bằng tài sản thuộc sở hữu của Công ty TNHH Vincom Retail Miền Bắc (công ty con thuộc sở hữu 100% của Vincom Retail), thông tin như sau:
 - ✓ Tài sản bảo đảm: bất động sản, động sản và quyền tài sản liên quan đến TTTM Times City Mega Mall, (tài sản bảo đảm chung cho nghĩa vụ trái phiếu khác của Vincom Retail).
 - ✓ Giá trị định giá tại thời điểm nhận: theo chứng thư của Công ty thẩm định giá An Dương là ~ 4.394,5 tỷ đồng.
 - ✓ Tỷ lệ bảo đảm: 70%

- Khả năng trả nợ của Vincom Retail được đánh giá như sau:

- VRE có khả năng đáp ứng đầy đủ các nghĩa vụ trả lãi và trả gốc vay;
- Dòng tiền tích lũy sau khi trả nợ gốc & lãi từ duy trì ở mức tốt.

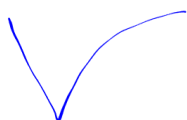
(Chi tiết dòng tiền dự phóng của VRE xem tại Phụ lục 2b)

I. CÁC NỘI DUNG TRÌNH HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ PHÊ DUYỆT

STT	Nội dung phê duyệt
1	Phê duyệt việc TCBS đầu tư các Trái Phiếu RED_HOT_CHILI_PEPPERS với thông tin cơ bản tại Mục I.
2	Phê duyệt việc TCBS đầu tư các Trái Phiếu RED_HOT_CHILI_PEPPERS theo Chương Trình Kinh Doanh
3	Phê duyệt việc TCBS thực hiện Phương Án kinh doanh sau khi mua thành công Trái Phiếu RED_HOT_CHILI_PEPPERS theo các nội dung tại Chương Trình Kinh Doanh
4	Phê duyệt việc TCBS thực hiện giao dịch mua/bán Trái Phiếu RED_HOT_CHILI_PEPPERS với Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Kỹ Thương theo các nội dung đã được phê duyệt tại Mục IV.1, Mục IV.2 và Mục IV.3.

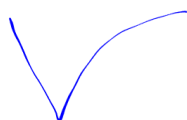
STT	Nội dung phê duyệt
5	<p>Giao và ủy quyền cho Chủ tịch Hội đồng quản trị Công Ty hoặc người được Chủ tịch Hội đồng quản trị Công Ty ủy quyền căn cứ tình hình cụ thể toàn quyền quyết định và chịu trách nhiệm tổ chức triển khai thực hiện các công việc sau đây:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Quyết định nội dung chi tiết của Chương Trình Kinh Doanh trên cơ sở nội dung và hạn mức đã được phê duyệt, đảm bảo tuân thủ các chỉ tiêu an toàn của TCBS; - Quyết định các thay đổi đối với Chương Trình Kinh Doanh và Phương Án Kinh Doanh trong trường hợp phát sinh các thay đổi về điều kiện, điều khoản của Trái Phiếu RED_HOT_CHILI_PEPPERS và/hoặc các thay thế/bổ sung của văn kiện Trái Phiếu RED_HOT_CHILI_PEPPERS (nếu có); - Quyết định nội dung và ký kết các hợp đồng, thỏa thuận và tài liệu với các bên liên quan đến các giao dịch mua/bán đã được phê duyệt và các sửa đổi, bổ sung của các hợp đồng, thỏa thuận và tài liệu đó (nếu có).

BỘ PHẬN NGUỒN VỐN



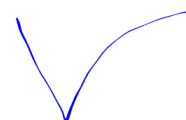
venus smart bot

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH



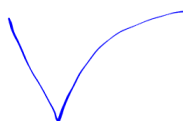
venus smart bot

BỘ PHẬN QTRR



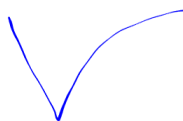
venus smart bot

TỔNG GIÁM ĐỐC



venus smart bot

**PHÊ DUYỆT VÀ ĐỀ XUẤT LÊN HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ
CHỦ TỊCH HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ**



venus smart bot

PHỤ LỤC 2a. CÁC RỦI RO LIÊN QUAN ĐẾN TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

1. Rủi ro kinh doanh

- **Rủi ro cạnh tranh trên thị trường:** Ngành bất động sản bán lẻ tại Việt Nam được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng cao, tuy nhiên cuộc đua giành thị phần đang diễn ra ngày càng gay gắt giữa các thương hiệu nội địa và các thương hiệu đa quốc gia. Các công ty trong ngành không ngừng tìm kiếm, cập nhật xu hướng tiêu dùng, đồng thời liên tục đưa ra các chiến lược kinh doanh mới, thu hút các thương hiệu có tiếng nhằm gia tăng lưu lượng khách đến TTTM.
 - ✓ **Đối với phân khúc cao cấp (Vincom Center),** Vincom Retail phải cạnh tranh với các thương hiệu đa quốc gia lớn đến từ các nước phát triển như Lotte từ Hàn Quốc, Keppel Land từ Nhật Bản... Tuy nhiên, Công ty phát huy được khả năng tìm kiếm các nhãn hàng có tên tuổi lớn trên thế giới và phù hợp với thị hiếu và xu hướng tiêu dùng của người Việt như Uniqlo, Zara, H&M..., qua đó gia tăng lưu lượng khách hàng đến TTTM cũng như cải thiện được tỷ lệ lấp đầy tại các phân khúc cao cấp. Ngoài ra, mật độ phủ sóng của Vincom Center ở mức cao khi có tới 5 TTTM tại Hà Nội và 2 TTTM tại Hồ Chí Minh.
 - ✓ **Đối với phân khúc trung cấp (Vincom Plaza và Vincom Mega Mall),** đối thủ lớn nhất của Công ty là Aeon Mall và BigC, những thương hiệu lâu đời tại thị trường Việt Nam. Tại phân khúc này, Vincom Retail vượt trội đối thủ nhờ khả năng thu hút đối tượng gia đình khi sở hữu những khu vui chơi quy mô lớn cho trẻ em như Tini World, Vin KE, viện hải dương học (Aquarium), khu trượt băng hay công viên nước (tại Royal City).... Ngoài ra, Công ty phát huy tối đa được lợi thế từ hệ sinh thái của Vingroup khi nằm trong các khu phức hợp đại dự án, nơi có dân cư đông đúc với khả năng chi tiêu ở mức cao. Phân khúc trung cấp của VRE cũng được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi khi tốc độ đô thị hóa và thu nhập gia tăng.
 - ✓ **Đối với phân khúc thu nhập thấp (Vincom+),** Độ phủ sóng cũng như nhận diện thương hiệu chưa tốt bằng các đối thủ lâu đời, cùng phân khúc như Lotte mart và Co-op mart. Tuy nhiên, Vincom+ luôn ưu tiên mang lại lựa chọn thương hiệu đa dạng, đã tạo dựng được tên tuổi trên thị trường nhằm đón đầu xu hướng thay đổi thói quen tiêu dùng tại địa phương khi thu nhập trung bình được cải thiện.
- **Rủi ro về thói quen tiêu dùng:** Hiệu quả hoạt động trong những năm đầu của các TTTM và dự án BĐS bán lẻ (shophouse) của VRE tại các thị trường tỉnh thành phố cấp 2 có thể không đạt được mức hiệu quả như kỳ vọng khi thói quen tiêu dùng và sử dụng dịch vụ của khách hàng chưa bắt kịp tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân tại khu vực. Tuy vậy, VRE hiện tại vẫn luôn đánh giá kỹ lưỡng về thị trường mục tiêu và thói quen tiêu dùng trước khi đầu tư, xử dụng linh hoạt các mô hình tại các thị trường địa phương khác nhau. Ngoài ra, những sản phẩm của VRE cũng tạo sức hút lớn với nhà đầu tư bất động sản trong khu vực nhờ uy tín cũng như bề dày thương hiệu của tập đoàn mẹ Vingroup.
- **Rủi ro về xu hướng tiêu dùng online và các kênh thương mại điện tử:** Những kênh bán hàng này cạnh tranh trực tiếp với nhu cầu mua sắm truyền thống. Vincom Retail tập trung vào trải nghiệm mua sắm của khách hàng, phát hành voucher kích cầu, đồng thời tạo ra những khu vui chơi quy mô lớn nhằm thu hút tập khách hàng gia đình, qua đó tạo sự khác biệt với mô hình tiêu dùng online thông thường. Bên cạnh đó, Vincom Retail cũng tận dụng chính các kênh thông tin online như Foody, Facebook..., để tăng nhận diện tương tác với người tiêu dùng, truyền thông cho các thương hiệu sản phẩm mới, các gói ưu đãi mới.

- Rủi ro tiến độ thực hiện Dự án:** Các dự án TTTM Mega Mall hoặc Vincom Center thường được kết hợp phát triển cùng với các đại dự án bất động sản nhà ở lớn của Vinhomes, là một công trình riêng hoặc là cầu phần chân đế tòa nhà. Theo đó, tiến độ mở các TTTM này sẽ phụ thuộc vào tiến độ và tỷ lệ lấp đầy các Dự án của Vinhomes. Rủi ro phát sinh khi VRE đã đầu tư xây dựng TTTM tuy nhiên nguồn thu bị chậm do Dự án của VHM chưa khai trương, hoặc khi khu TTTM đã đi vào hoạt động nhưng cầu phần nhà ở trong dự án của VHM chưa kịp bàn giao hoặc chưa có người ở, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy thấp, dòng tiền có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, Vincom Retail và Vinhomes đều là các công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh của mình, các dự án đều hướng đến hiệu quả tối ưu và tỷ lệ trễ tiến độ thấp. Do đó, hai bên luôn phối hợp chặt chẽ trong việc cập nhật tiến độ triển khai dự án để VRE lựa chọn thời điểm phù hợp nhất để bắt đầu tìm đối tác khách thuê và để khai trương TTTM.
- Rủi ro thiên tai dịch họa:** Đối với trường hợp thiên tai và phát tán dịch bệnh gây thiệt hại cho nền kinh tế, khiến sức tiêu dùng cũng như lưu lượng khách hàng đến TTTM suy giảm. Cụ thể với trường hợp của dịch bệnh Covid-19 trong nửa đầu năm 2020, dịch bệnh có thể kéo dài có thể ảnh hưởng đáng kể tới tỷ lệ lấp đầy, giá thuê của VRE trong ngắn hạn, do có thể phải giảm giá hoặc không tăng giá để hỗ trợ khách thuê. Sau khi kết thúc dịch và cách ly, việc suy giảm nguồn cầu khách thuê có thể tiếp tục dẫn đến cạnh tranh về giá và mặt bằng tại các Trung tâm thương mại. Bên cạnh đó, dịch bệnh có nguy cơ ảnh hưởng đến mặt bằng bán lẻ, gián tiếp ảnh hưởng đến tốc độ bán và giá bán của mảng đầu tư chuyển nhượng BĐS shophouse của VRE, do doanh thu bán lẻ giảm, giá cho thuê giảm nên tỷ suất sinh lời giảm khiến loại hình BĐS này kém hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư.
 - ✓ Đối phó với rủi ro này, Vincom Retail sẵn sàng cung cấp các gói chính sách hỗ trợ nhằm chia sẻ gánh nặng với khách thuê mặt bằng, tạo sự liên kết chặt chẽ với khách thuê trên mối quan hệ “win-win” để duy trì nguồn cầu khách thuê. Cụ thể trong dịch Covid-19, Vincom Retail cam kết hỗ trợ khoảng 300 tỷ đồng cho các đối tác gặp khó khăn do ảnh hưởng của dịch bệnh, bao gồm tiền mặt và các voucher ưu đãi, khuyến mãi cho khách hàng mua sắm nhằm kích cầu trong và sau dịch.
 - ✓ Nhằm lượng hóa rủi ro của dịch bệnh Covid-19, TCBS đã chủ động đưa ra kịch bản stress trong trường hợp dịch Covid-19 diễn biến phức tạp, dẫn cách xã hội kéo dài khiến kết quả hoạt động của VRE bị ảnh hưởng, chủ yếu từ năm 2020-2021. Cụ thể, TCBS giả định số tháng hoạt động của TTTM trong năm 2020 chỉ đạt 10 tháng, đồng thời giữ nguyên chi phí khai thác TTTM ở mức 12 tháng. Giá thuê mặt bằng trung bình cũng được giả định giảm 10% trong năm 2020 và không tăng trưởng trong năm 2021-2022. Tỷ lệ lấp đầy trung bình giảm xuống mức 70%, 85% và 90% so với mức 89%, 91% và 92% trong mô hình dòng tiền cơ sở, lần lượt trong các năm từ 2021-2022. Kết quả kịch bản stress cho thấy dòng tiền ròng giảm lần lượt khoảng 1.800 tỷ và 500 tỷ so với kịch bản cơ sở trong năm 2020 và 2021, tuy nhiên, tiền mặt cuối kỳ từ năm 2020-2025 vẫn duy trì mức cao cho thấy VRE vẫn sẽ đáp ứng được đầy đủ các nghĩa vụ nợ trong những năm tới.
- Rủi ro tiến độ dự án:** Các dự án TTTM Mega Mall hoặc Vincom Center thường được kết hợp phát triển cùng với các đại dự án bất động sản nhà ở lớn của Vinhomes, là một công trình riêng hoặc là cầu phần chân đế tòa nhà. Theo đó, tiến độ mở các TTTM này sẽ phụ thuộc vào tiến độ và tỷ lệ lấp đầy các Dự án của Vinhomes. Rủi ro phát sinh khi VRE đã đầu tư xây dựng TTTM tuy nhiên nguồn thu bị chậm do Dự án của VHM chưa khai trương, hoặc khi khu TTTM đã đi vào hoạt động nhưng cầu phần nhà ở trong dự án của VHM chưa kịp bàn giao hoặc chưa có người ở, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy thấp, dòng tiền có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, Vincom Retail và Vinhomes đều là các công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh của mình, các dự án đều hướng đến hiệu quả tối ưu và tỷ lệ trễ tiến độ thấp. Hai bên phối hợp chặt chẽ

trong việc cập nhật tiến độ triển khai dự án, qua đó VRE có thể lựa chọn thời điểm để bắt đầu tìm đối tác khách thuê và đề khai trương TTTM.

2. Rủi ro tài chính

- **Lãi suất của các khoản nợ vay:** Trong cơ cấu nợ vay hiện tại của VRE, trái phiếu doanh nghiệp là nguồn tài trợ chính, trong đó trái phiếu doanh nghiệp dài hạn đến hạn trả chiếm tỷ trọng lớn. Các khoản vay của VRE có lãi suất thả nổi, do đó VRE sẽ chịu ảnh hưởng của biến động về lãi suất. Tuy nhiên, mặt bằng và chính sách lãi suất hiện nay được duy trì tương đối ổn định qua các năm, dự báo sẽ không có biến động mạnh trong thời gian tới.
- **Nghĩa vụ nợ đến hạn:** Hiện tại, VRE có khoản trái phiếu đến hạn năm 2022 với tổng mệnh giá gốc phải trả là 2.600 tỷ. Nếu tính thêm nghĩa vụ nợ cho tổng 4.300 tỷ trái phiếu đang có kế hoạch phát hành thì trong giai đoạn 2020-2025, lãi vay dài hạn phải thanh toán của VRE vào khoảng 200-600 tỷ đồng/năm, gốc vay dài hạn phải thanh toán của VRE trọng điểm vào các năm 2022, 2023 và 2025 ở mức 2.000-3.200 tỷ đồng/năm. Điều này có thể một phần gây áp lực lên tình hình tài chính của VRE. Tuy nhiên, các ngành nghề kinh doanh của VRE đều có dòng tiền thu ổn định, đáp ứng đủ nghĩa vụ trả lãi và trả gốc vay của VRE.

3. Rủi ro giá trị tài sản đảm bảo:

- Giá trị định giá TSĐB được Công ty thẩm định giá An Dương xây dựng tại thời điểm cuối T3/2020 khi tác động của dịch bệnh Covid-19 không lớn, do đó, thẩm định viên có thể chưa đánh giá hết được các yếu tố tác động của Covid-19 đến hiệu quả kinh doanh của TTTM trong thời gian tới. Mặc dù TSĐB là TTTM đã hoạt động ổn định và lâu dài, yếu tố dịch bệnh mang tính thời điểm. Tuy nhiên, trong trường hợp dịch bệnh diễn biến xấu kéo dài thì có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng đến giá trị của TSĐB. VRE sẽ cần bổ sung thêm tài sản đảm bảo nếu cần thiết.

PHỤ LỤC 4. CÁC GIỚI HẠN TUÂN THỦ VÀ QUẢN TRỊ RỦI RO TẠI TCBS

1. Đo lường rủi ro tín dụng tại TCBS

Trạng thái rủi ro tín dụng tại thời điểm 08/04/2020 (theo par value) cụ thể như sau:

Credit Risk Expected Loss (bn VND)	Credit Exposures	Normal	
		EL	%EL
I. Bond Investment	3.008,7	20,7	0,7%
II. iBond Series ¹	1.455,9	0,0	0,0%
TOTAL	4.464,6	20,8	0,7%

Tỷ lệ tổn thất dự kiến %EL hiện đang ở mức 0,7%, đảm bảo hạn mức 3% theo Khẩu vị rủi ro TCBS năm 2020 (Nghị quyết số 381/2020/NQ-HĐQT-TCBS ngày 24/02/2020). Trong trường hợp đầu tư thêm 443 tỷ đồng Trái Phiếu BONDVCR022023 (mức tối đa có thể tăng thêm với giá trị danh mục hiện tại), tỷ lệ tổn thất dự kiến giữ nguyên mức 0,7% (TCPH VRE được xếp hạng A2 với %PD ở mức 0,89%; Trái phiếu BONDVCR022023 có tài sản đảm bảo nên %LGD ở mức 45%), đảm bảo hạn mức 3% theo Khẩu vị rủi ro TCBS năm 2020.

Group	Issuer	Exposures (bn)			Expected Loss (bn)			
		Bond Investment	iBond	Total	Bond Investment	iBond	Total	%Equity
Vingroup	DPQ	501		501	100		100	2,0%
	SDI	381		381	76		76	1,5%
	VFT	296		296	207		207	4,2%
	VGL	1		1	0		0	0,0%
	VHM	64	13	77	24	3	26	0,5%
	VIC	49		49	34		34	0,7%
	VPL	400	84	484	261	55	316	6,4%
	SubTotal	1.692	97	1.788	703	57	760	15,4%
Total		3.009	1.456	4.465	1.401	669	2.070	

Mức rủi ro tín dụng tập trung (so với VCSH) đối với nhóm các tổ chức phát hành thuộc Vingroup tại thời điểm 08/04/2020 ở mức **15,4% VCSH**, đảm bảo hạn mức tối đa 63% VCSH (theo Khẩu vị rủi ro TCBS năm 2020). Trạng thái rủi ro tín dụng tập trung đối với nhóm các TCPH thuộc Vingroup sau khi đầu tư và kinh doanh 443 tỷ Trái Phiếu BONDVCR022023 dự kiến ở mức **19,4% VCSH**, vẫn tuân thủ hạn mức tối đa 63% VCSH.

Theo chiến lược của WBG, nhóm các tổ chức phát hành thuộc Vingroup được xếp vào nhóm “Rainmaker”, do đó cần tuân thủ hạn mức số dư iBond series tối đa 2.000 tỷ đồng mệnh giá đối với nhóm TCPH là “Rainmaker” (theo Nghị quyết 1021/HĐQT-TCBS ngày 15/08/2019). Tại ngày 08/04/2020, không có số dư iBond Series chịu rủi ro tín dụng đối với nhóm Vingroup (không bao gồm số dư trái phiếu bán theo chương trình VinBond và VinLoan). Trong trường hợp giả định bộ phận Treasury thực hiện kinh doanh toàn bộ 1.000 tỷ Trái Phiếu BONDVCR022023 theo chương trình iBond

Pro sẽ khiến số dư iBond Series đối với nhóm Vingroup tăng lên mức **1.000 tỷ**, vẫn tuân thủ hạn mức tối đa theo Nghị quyết 1021 nêu trên.

Tổng số dư iBond series chịu rủi ro tín dụng tại thời điểm 08/04/2020 là **1.476 tỷ đồng** (không bao gồm số dư trái phiếu bán theo chương trình Vinbond và VinLoan), đảm bảo hạn mức tối đa không quá 2 lần VCSH được ghi tại BCTC gần nhất của TCBS (9,900 tỷ)– theo quy định tại Nghị quyết 1021/HĐQT-TCBS ngày 15/08/2019. Trong trường hợp giả định kinh doanh thêm toàn bộ 443 tỷ trái phiếu BONDVCR022023 theo chương trình iBondPro, tổng số dư iBond Series sẽ tăng lên mức **1.919 tỷ đồng**, vẫn tuân thủ hạn mức tổng số dư iBond Series theo Nghị quyết 1021 nêu trên.

⇒ TCBS sẽ thực hiện việc đầu tư và kinh doanh Trái Phiếu BONDVCR022023 theo sản phẩm iBond Pro với quy mô hợp lý nhằm đảm bảo tuân thủ mọi hạn mức rủi ro tín dụng, hạn mức rủi ro tập trung, hạn mức số dư iBond series (đối với nhóm TCPH “Rainmaker”) và hạn mức tổng số dư iBond series tại mọi thời điểm.

2. Đo lường rủi ro thị trường tại TCBS

Theo các hạn mức QTRR thực hiện tại TCBS tình trạng sử dụng hạn mức như sau:

Loại hạn mức	Hạn mức rủi ro (31/03/2020)	04/04/2020	06/04/2020	07/04/2020	08/04/2020
Quy mô danh mục đầu tư trái phiếu (Tỷ đồng)	3.465	2.904	3.055	3.042	3.009
PV01 (Giá trị thay đổi của danh mục trên 1 điểm cơ bản) đối với danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và chính phủ (Triệu đồng)	1.000	90	106	104	100

PV01 đối với danh mục đầu tư TPDN tại thời điểm 08/04/2020 ở mức 100 triệu đồng nếu tính thêm khoản đầu tư dự kiến 443 tỷ đồng vào Trái phiếu BONDVCR022023 sẽ tăng thêm **48,7 triệu** lên mức **148,7 triệu**, vẫn tuân thủ hạn mức 1 tỷ đồng theo Quyết định số 601/2020/QĐ-TCBS ngày 30/03/2020 v/v phê duyệt các hạn mức rủi ro bổ sung cho TCBS năm 2020.

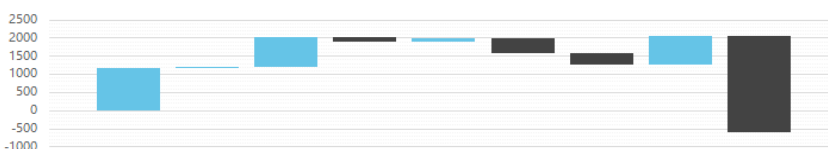
⇒ TCBS sẽ cân nhắc quy mô đầu tư và việc phân bổ chỉ tiêu PV01 cho danh mục trái phiếu doanh nghiệp ở mức phù hợp để đảm bảo tuân thủ hạn mức PV01 cho tổng danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu Chính phủ tại mọi thời điểm.

3. Trạng thái rủi ro thanh khoản tại TCBS

Dòng tiền lũy kế tối đa trong trường hợp Stress tại thời điểm 08/04/2020:

LONGTERM LIQUIDITY GAP (Stress)

Key Indicators	Stress	Limit	Status
MCO next 7 days	1.181,3	> 0	●
MCO next 30 days	1.885,6	-	
Funding Cost (12M)	0	-	



Category	Total Cashflow	O/N	2-7D	8-15D	16-31D	1-3M	4-6M	7-12M	2Y	>2Y
Cash	1.291	1.146	-	-	-	95	50	-	-	-
Bond (Coupon/Principal)	3.901	2	2	413	11	66	90	292	801	2.225
Stock	656	-	-	-	-	450	-	200	-	6
Margin Receivable	2.428	-	693	492	202	899	141	-	-	-
Advanced Payments	18	14	4	-	-	-	-	-	-	-
Other Assets	66	-	-	-	1	-	-	-	-	66
ST Liabilities	(1.899)	-	(663)	-	(243)	(973)	-	(20)	-	-
LT Liabilities	(459)	-	-	-	-	(230)	(209)	(20)	-	0
Equity	(4.950)	-	-	-	-	-	-	-	-	(4.950)
iBondPro180	(233)	(4)	(4)	(42)	(24)	(32)	(117)	(11)	-	-
iBondPro360	(1.428)	-	(10)	(36)	(70)	(190)	(357)	(764)	(1)	-
iBondPro90	(1)	-	-	-	-	(1)	-	-	-	-
Net Gap	(610)	1.159	22	828	(124)	84	(402)	(324)	799	(2.654)
Cumulative Gap	(610)	1.159	1.181	2.009	1.886	1.970	1.567	1.244	2.043	(610)
Funding Cost	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(31)
Limit (70% VCSH)	3.009	3.012	3.026	2.723	2.817	3.038	3.488	4.122	3.600	1.662

Dòng tiền lũy kế tối đa trong trường hợp hoạt động bình thường (Behavior) tại thời điểm 08/04/2020:

LONGTERM LIQUIDITY GAP (Behavior)

Key Indicators	Behavior	Limit	Status
MCO next 7 days	694,6	> 0	●
MCO next 30 days	1.011,1	> -100	●
MCO next 90 days	720,3	> -800	●
Funding Cost (12M)	0	-	



Category	Total Cashflow	O/N	2-7D	8-15D	16-31D	1-3M	4-6M	7-12M	2Y	>2Y
Cash	1.291	1.146	-	-	-	95	50	-	-	-
Bond (Sales/Coupon/Principal)	3.404	65	158	539	174	503	275	209	334	1.146
Stock	656	-	-	-	-	450	-	200	-	6
Margin Receivable	2.428	-	1	1	4	54	2.228	140	-	-
Advanced Payments	18	14	4	-	-	-	-	-	-	-
Other Assets	66	-	-	-	1	-	-	-	-	66
ST Liabilities	(1.899)	-	(663)	-	(243)	(973)	-	(20)	-	-
LT Liabilities	(459)	-	-	-	-	(230)	(209)	(20)	-	0
Equity	(4.950)	-	-	-	-	-	-	-	-	(4.950)
Margin Commitment	(18)	(18)	-	-	-	-	-	-	-	-
iBondPro180	(233)	-	(6)	(38)	(21)	(28)	(105)	(32)	(1)	-
iBondPro360	(1.428)	-	(7)	(33)	(67)	(161)	(342)	(703)	(115)	0
iBondPro90	(1)	-	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-
Net Gap	(1.125)	1.208	(513)	469	(153)	(291)	1.896	(226)	218	(3.733)
Cumulative Gap	(1.125)	1.208	695	1.164	1.011	720	2.616	2.390	2.608	(1.125)
Funding Cost	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(57)
Limit (70% VCSH)	3.009	2.946	2.802	2.365	2.287	2.018	2.218	2.863	2.980	2.980

BUY PLAN PROJECTION

Category	Total Cashflow	O/N	2-7D	8-15D	16-31D	1-3M	4-6M	7-12M	2Y	>2Y
Buy Plan _ Cash Outflow	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Gap (incl BuyPlan)	(1.125)	1.208	(513)	469	(153)	(291)	1.896	(226)	218	(3.733)
Cumulative Gap (incl BuyPlan)	(1.125)	1.208	695	1.164	1.011	720	2.616	2.390	2.608	(1.125)

LIQUIDITY COVERAGE RATIO (LCR)

Criteria	Category	Value	O/N	2-7D	8-15D	16-31D
HQLA	Cash	1.291				
	Total	1.291				
Cash Inflow	Advanced Payments	18	14	4	-	-
	Bond	427	2	2	413	11
	Margin Receivable	1.388		693	492	202
	Other Assets	1	-	-	-	1
	Total	1.834	17	699	905	213
Cash Outflow	iBondPro180	(73)	(4)	(4)	(42)	(24)
	iBondPro360	(116)	-	(10)	(36)	(70)
	iBondPro90	-	-	-	-	-
	LT Liabilities	-	-	-	-	-
	ST Liabilities	(906)	-	(663)	-	(243)
	Total	(1.095)	(4)	(677)	(77)	(337)
LCR	Basel III	471,95%	$= \frac{HQLA}{Total\ Cash\ Outflows - \min(Total\ Cash\ Inflows, 75\% \ Total\ Cash\ Outflows)}$			

Tại ngày 08/04/2020, trạng thái thanh khoản của TCBS đảm bảo theo các hạn mức rủi ro MCO (7 ngày, 30 ngày, 90 ngày) và hạn mức LCR (>100%) đảm bảo đủ các tài sản có tính thanh khoản cao để bù đắp cho dòng tiền ra trong 30 ngày tiếp theo. Dự kiến giai đoạn 01 tháng - 03 tháng tiếp theo áp lực thanh khoản sẽ tăng cao, chủ yếu do các nghĩa vụ thanh toán các khoản nợ đáo hạn (973 tỷ nợ ngắn hạn, 439 tỷ trái phiếu do TCBS phát hành có quyền bán lại trước hạn) và lượng trái phiếu iBond quay về tăng lên trong tháng 4/2020. Các tỷ lệ quay về hiện tại thu thập được tại TCBS đối với các sản phẩm iBond tính đến thời điểm 31/03/2020 như sau:

- Pro 360: 92%
- Pro 180: 89,76%
- Pro 90: 40,71%

Trái phiếu BONDVCR022023 có kỳ hạn 3 năm nên trong trường hợp TCBS kinh doanh trái phiếu BONDVCR022023 theo chương trình iBond Pro, áp lực thanh khoản sẽ tăng lên do lượng trái phiếu quay về trong tương lai. Hơn nữa, việc bán lại các trái phiếu quay về trong tương lai cũng có thể gặp khó khăn do các trái phiếu sau khi quay về thường có mức lãi suất thấp hơn so với các trái phiếu mới bán ra thị trường. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh chính của VRE là cho thuê trung tâm thương mại có thể bị tác động tiêu cực trong trường hợp diễn biến dịch bệnh Covid-19 kéo dài khiến khả năng bán các Trái phiếu BONDVCR022023 có thể ở mức thấp.

⇒ TCBS cần theo dõi và duy trì khả năng bán bớt lượng trái phiếu đang nắm giữ, cân đối kế hoạch đầu tư trái phiếu với quy mô phù hợp và dự phòng bổ sung thanh khoản để đảm bảo có đủ khả năng thanh toán trong trường hợp nhà đầu tư có nhu cầu bán lại theo đặc điểm của sản phẩm. TCBS cũng cần đẩy mạnh bán trái phiếu BONDVCR022023 dưới hình thức Prix để làm giảm căng thẳng thanh khoản và đảm bảo không vi phạm các giới hạn về thanh khoản tại mọi thời điểm.

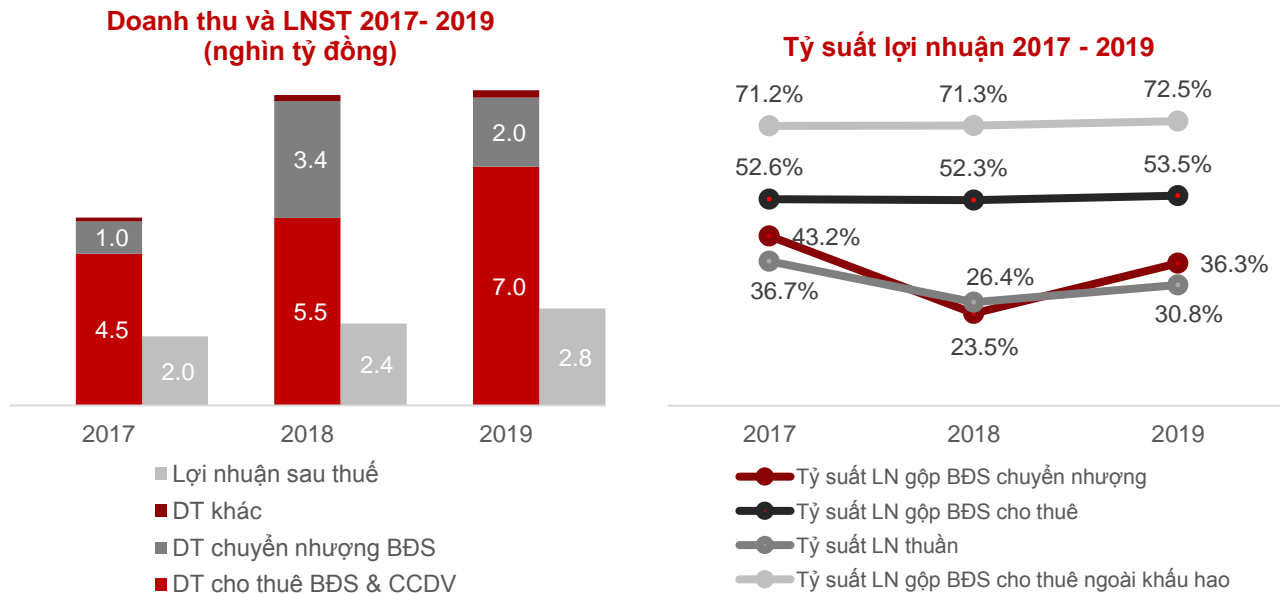
4. Rủi ro danh tiếng với TCBS

Khi xảy ra sự kiện vi phạm dẫn đến TCPH không thể thanh toán các nghĩa vụ liên quan đến trái phiếu, TCBS sẽ có rủi ro về danh tiếng trên phương diện phân phối bán trái phiếu của VRE theo chương trình iBond.

PHỤ LỤC 1. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA TCPH

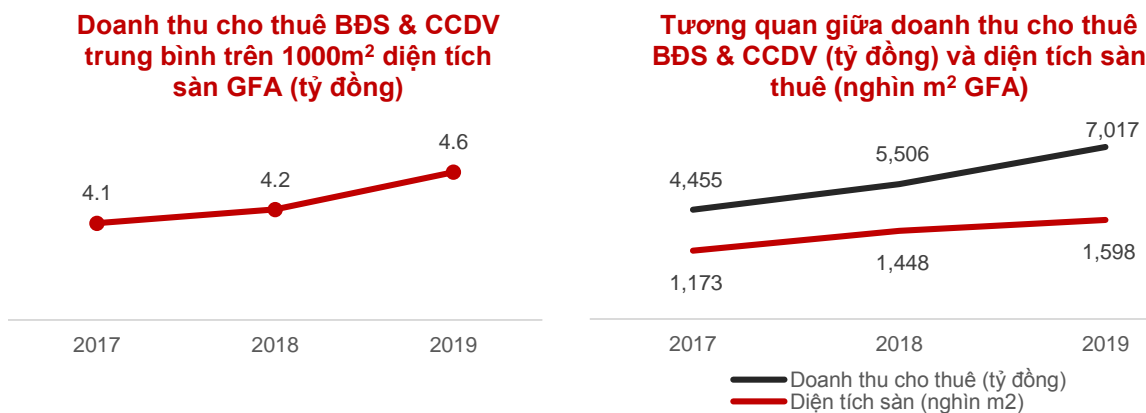
Tình hình kinh doanh

Tình hình kinh doanh của Vincom Retail duy trì ở mức ổn định, biên lợi nhuận được cải thiện nhờ tăng tỷ lệ lấp đầy sàn bán lẻ.



Nguồn: VRE, TCBS

- Doanh thu cho thuê bất động sản và cung cấp dịch vụ (“CCDV”)** đạt khoảng 7.000 tỷ đồng, tăng trưởng đều đặn với CAGR 25% trong giai đoạn 2017-2019. Tổng GFA cho thuê đạt khoảng 1,6 triệu m² sàn bán lẻ, tăng 10,3% so với 2018. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này luôn được duy trì ở mức cao, đạt 53,5% năm 2019, tăng 1,2% điểm so với 2018 chủ yếu do cải thiện tỷ lệ lấp đầy trung bình (đạt 89,5%, tăng 1,4% điểm so với 2018).
- Doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản** đạt khoảng 2 nghìn tỷ đồng do bàn giao các dự án shophouse tại Cà Mau, Uông Bí, Móng Cái..., giảm 45% so với năm 2018 (là năm bàn giao 2 dự án lớn Condotel Đà Nẵng và căn hộ Suối Hoa, Bắc Ninh).

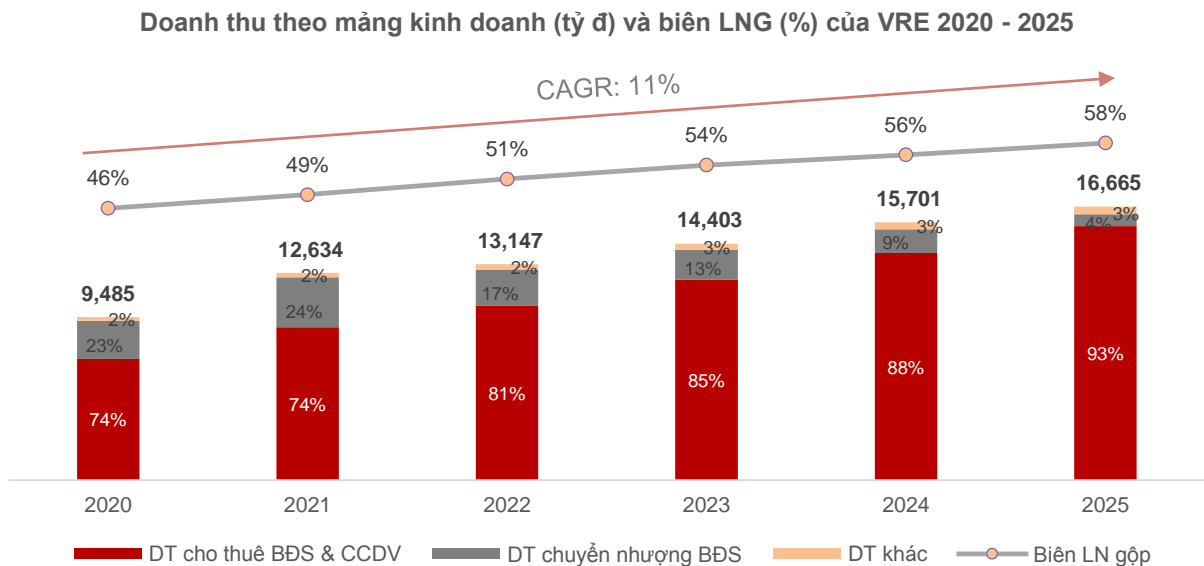


Nguồn: VRE, TCBS

- **Hiệu quả hoạt động của Công ty ở mức tăng trưởng cao**, doanh thu cho thuê BĐS và CCDV trung bình trên 1000m² năm 2019 tăng ~500 triệu so với năm 2017, tương đương 7% CAGR. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cho thuê cũng đạt 25% CAGR, cao hơn so với 17% CAGR tăng trưởng diện tích sàn thuê, đây là kết quả từ khả năng duy trì tỷ lệ tái ký hợp đồng thuê ở mức cao khoảng 90% và liên tục tìm kiếm những khách thuê mới nhằm gia tăng tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM.
- **Kết quả hoạt động, Lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ** tăng trưởng trung bình 27% mỗi năm trong giai đoạn 2015-2019, đạt khoảng 2,8 nghìn tỷ năm 2019, tăng trưởng 18,5% so với cùng kỳ với biên lợi nhuận thuần ở mức cao 31%.

Triển vọng kinh doanh

Duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định nhờ tăng trưởng diện tích sàn cho thuê bán lẻ và cải thiện tỷ lệ lấp đầy



Nguồn: TCBS ước tính

- Trong giai đoạn 2020-2025, tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình dự kiến đạt 11%/năm.
 - ✓ Hoạt động cho thuê BĐS và cung cấp dịch vụ chiếm tới ~85% trên tổng doanh thu 6 năm tới của VRE. Đóng góp của hoạt động này dự kiến sẽ dần chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu, đạt khoảng 93% năm 2025 nhờ tốc độ mở TTTM mới và cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM Vincom. Theo ước tính của TCBS, dự kiến đến năm 2025, VRE đạt trên 2,1 triệu m² diện tích sàn bán lẻ (GFA) với tổng số 135 TTTM.
 - ✓ Dự kiến trong những năm tới, VRE tiếp tục bàn giao từ 300-500 căn hộ shophouse tại các tỉnh thành phố cấp 2, qua đó duy trì mức doanh thu trên 2.000 tỷ/năm đến năm 2022 và giảm dần trong những năm kế tiếp. Tính đến năm 2025, hoạt động chuyển nhượng BĐS chỉ còn đóng góp khoảng 4% trên tổng doanh thu của Vincom Retail.
 - ✓ Các hoạt động khác bao gồm vận hành condotel và căn hộ... duy trì đóng góp từ 200 đến 400 tỷ vào tổng doanh thu trong giai đoạn từ 2020 đến 2025.
- Biên lợi nhuận gộp (“LNG”) duy trì ở mức cao và tăng trưởng đều đặn, đạt mức 58% năm 2025 do các nguyên nhân chính sau:

- ✓ Tổng diện tích sàn khai thác tăng hàng năm thông qua việc mở mới TTTM khiến hoạt động cho thuê BĐS và CCDV với biên LNG cao chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu của Công ty.
- ✓ Tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM cũng được cải thiện qua từng năm nhờ áp dụng chính sách tìm kiếm và thu hút khách hàng hiệu quả.
- ✓ Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS (với biên LNG thấp hơn) giảm tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu tổng doanh thu của VRE.

PHỤ LỤC 2a. CÁC RỦI RO LIÊN QUAN ĐẾN TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

1. Rủi ro kinh doanh

- **Rủi ro cạnh tranh trên thị trường:** Ngành bất động sản bán lẻ tại Việt Nam được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng cao, tuy nhiên cuộc đua giành thị phần đang diễn ra ngày càng gay gắt giữa các thương hiệu nội địa và các thương hiệu đa quốc gia. Các công ty trong ngành không ngừng tìm kiếm, cập nhật xu hướng tiêu dùng, đồng thời liên tục đưa ra các chiến lược kinh doanh mới, thu hút các thương hiệu có tiếng nhằm gia tăng lưu lượng khách đến TTTM.
 - ✓ **Đối với phân khúc cao cấp (Vincom Center),** Vincom Retail phải cạnh tranh với các thương hiệu đa quốc gia lớn đến từ các nước phát triển như Lotte từ Hàn Quốc, Keppel Land từ Nhật Bản....Tuy nhiên, Công ty phát huy được khả năng tìm kiếm các nhãn hàng có tên tuổi lớn trên thế giới và phù hợp với thị hiếu và xu hướng tiêu dùng của người Việt như Uniqlo, Zara, H&M..., qua đó gia tăng lưu lượng khách hàng đến TTTM cũng như cải thiện được tỷ lệ lấp đầy tại các phân khúc cao cấp. Ngoài ra, mật độ phủ sóng của Vincom Center ở mức cao khi có tới 5 TTTM tại Hà Nội và 2 TTTM tại Hồ Chí Minh.
 - ✓ **Đối với phân khúc trung cấp (Vincom Plaza và Vincom Mega Mall),** đối thủ lớn nhất của Công ty là Aeon Mall và BigC, những thương hiệu lâu đời tại thị trường Việt Nam. Tại phân khúc này, Vincom Retail vượt trội đối thủ nhờ khả năng thu hút đối tượng gia đình khi sở hữu những khu vui chơi quy mô lớn cho trẻ em như Tiny World, Vin KE, viện hải dương học (Aquarium), khu trượt băng hay công viên nước (tại Royal City).... Ngoài ra, Công ty phát huy tối đa được lợi thế từ hệ sinh thái của Vingroup khi nằm trong các khu phức hợp đại dự án, nơi có dân cư đông đúc với khả năng chi tiêu ở mức cao. Phân khúc trung cấp của VRE cũng được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi khi tốc độ đô thị hóa và thu nhập gia tăng.
 - ✓ **Đối với phân khúc thu nhập thấp (Vincom+),** Độ phủ sóng cũng như nhận diện thương hiệu chưa tốt bằng các đối thủ lâu đời, cùng phân khúc như Lotte mart và Co-op mart. Tuy nhiên, Vincom+ luôn ưu tiên mang lại lựa chọn thương hiệu đa dạng, đã tạo dựng được tên tuổi trên thị trường nhằm đón đầu xu hướng thay đổi thói quen tiêu dùng tại địa phương khi thu nhập trung bình được cải thiện.
- **Rủi ro về thói quen tiêu dùng:** Hiệu quả hoạt động trong những năm đầu của các TTTM và dự án BĐS bán lẻ (shophouse) của VRE tại các thị trường tỉnh thành phố cấp 2 có thể không đạt được mức hiệu quả như kỳ vọng khi thói quen tiêu dùng và sử dụng dịch vụ của khách hàng chưa bắt kịp tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân tại khu vực. Tuy vậy, VRE hiện tại vẫn luôn đánh giá kỹ lưỡng về thị trường mục tiêu và thói quen tiêu dùng trước khi đầu tư, xử dụng linh hoạt các mô hình tại các thị trường địa phương khác nhau. Ngoài ra, những sản phẩm của VRE cũng tạo sức hút lớn với nhà đầu tư bất động sản trong khu vực nhờ uy tín cũng như bề dày thương hiệu của tập đoàn mẹ Vingroup.
- **Rủi ro về xu hướng tiêu dùng online và các kênh thương mại điện tử:** Những kênh bán hàng này cạnh tranh trực tiếp với nhu cầu mua sắm truyền thống. Vincom Retail tập trung vào trải nghiệm mua sắm của khách hàng, phát hành voucher kích cầu, đồng thời tạo ra những khu vui chơi quy mô lớn nhằm thu hút tập khách hàng gia đình, qua đó tạo sự khác biệt với mô hình tiêu dùng online thông thường. Bên cạnh đó, Vincom Retail cũng tận dụng chính các kênh thông tin online như Foody, Facebook..., để tăng nhận diện tương tác với người tiêu dùng, truyền thông cho các thương hiệu sản phẩm mới, các gói ưu đãi mới.
- **Rủi ro tiến độ thực hiện Dự án:** Các dự án TTTM Mega Mall hoặc Vincom Center thường được kết hợp phát triển cùng với các đại dự án bất động sản nhà ở lớn của Vinhomes, là một công trình riêng hoặc là cầu phần chân đế tòa nhà. Theo đó, tiến độ mở các TTTM này sẽ phụ thuộc vào tiến độ và tỷ lệ lấp đầy các Dự

án của Vinhomes. Rủi ro phát sinh khi VRE đã đầu tư xây dựng TTTM tuy nhiên nguồn thu bị chậm do Dự án của VHM chưa khai trương, hoặc khi khu TTTM đã đi vào hoạt động nhưng cấu phần nhà ở trong dự án của VHM chưa kịp bàn giao hoặc chưa có người ở, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy thấp, dòng tiền có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, Vincom Retail và Vinhomes đều là các công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh của mình, các dự án đều hướng đến hiệu quả tối ưu và tỷ lệ trễ tiến độ thấp. Do đó, hai bên luôn phối hợp chặt chẽ trong việc cập nhật tiến độ triển khai dự án để VRE lựa chọn thời điểm phù hợp nhất để bắt đầu tìm đối tác khách thuê và để khai trương TTTM.

- **Rủi ro thiên tai dịch họa:** Đối với trường hợp thiên tai và phát tán dịch bệnh gây thiệt hại cho nền kinh tế, khiến sức tiêu dùng cũng như lưu lượng khách hàng đến TTTM suy giảm. Cụ thể với trường hợp của dịch bệnh Covid-19 trong nửa đầu năm 2020, dịch bệnh có thể kéo dài có thể ảnh hưởng đáng kể tới tỷ lệ lấp đầy, giá thuê của VRE trong ngắn hạn, do có thể phải giảm giá hoặc không tăng giá để hỗ trợ khách thuê. Sau khi kết thúc dịch và cách ly, việc suy giảm nguồn cầu khách thuê có thể tiếp tục dẫn đến cạnh tranh về giá và mặt bằng tại các Trung tâm thương mại. Bên cạnh đó, dịch bệnh có nguy cơ ảnh hưởng đến mặt bằng bán lẻ, gián tiếp ảnh hưởng đến tốc độ bán và giá bán của mảng đầu tư chuyên nhượng BĐS shophouse của VRE, do doanh thu bán lẻ giảm, giá cho thuê giảm nên tỷ suất sinh lời giảm khiến loại hình BĐS này kém hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư.
 - ✓ Đối phó với rủi ro này, Vincom Retail sẵn sàng cung cấp các gói chính sách hỗ trợ nhằm chia sẻ gánh nặng với khách thuê mặt bằng, tạo sự liên kết chặt chẽ với khách thuê trên mối quan hệ “win-win” để duy trì nguồn cầu khách thuê. Cụ thể trong dịch Covid-19, Vincom Retail cam kết hỗ trợ khoảng 300 tỷ đồng cho các đối tác gặp khó khăn do ảnh hưởng của dịch bệnh, bao gồm tiền mặt và các voucher ưu đãi, khuyến mãi cho khách hàng mua sắm nhằm kích cầu trong và sau dịch.
 - ✓ Nhằm lượng hóa rủi ro của dịch bệnh Covid-19, TCBS đã chủ động đưa ra kịch bản stress trong trường hợp dịch Covid-19 diễn biến phức tạp, dẫn cách xã hội kéo dài khiến kết quả hoạt động của VRE bị ảnh hưởng, chủ yếu từ năm 2020-2021. Cụ thể, TCBS giả định số tháng hoạt động của TTTM trong năm 2020 chỉ đạt 10 tháng, đồng thời giữ nguyên chi phí khai thác TTTM ở mức 12 tháng. Giá thuê mặt bằng trung bình cũng được giả định giảm 10% trong năm 2020 và không tăng trưởng trong năm 2021-2022. Tỷ lệ lấp đầy trung bình giảm xuống mức 70%, 85% và 90% so với mức 89%, 91% và 92% trong mô hình dòng tiền cơ sở, lần lượt trong các năm từ 2021-2022. Kết quả kịch bản stress cho thấy dòng tiền ròng giảm lần lượt khoảng 1.800 tỷ và 500 tỷ so với kịch bản cơ sở trong năm 2020 và 2021, tuy nhiên, tiền mặt cuối kỳ từ năm 2020-2025 vẫn duy trì mức cao cho thấy VRE vẫn sẽ đáp ứng được đầy đủ các nghĩa vụ nợ trong những năm tới.
- **Rủi ro tiến độ dự án:** Các dự án TTTM Mega Mall hoặc Vincom Center thường được kết hợp phát triển cùng với các đại dự án bất động sản nhà ở lớn của Vinhomes, là một công trình riêng hoặc là cấu phần chân đế tòa nhà. Theo đó, tiến độ mở các TTTM này sẽ phụ thuộc vào tiến độ và tỷ lệ lấp đầy các Dự án của Vinhomes. Rủi ro phát sinh khi VRE đã đầu tư xây dựng TTTM tuy nhiên nguồn thu bị chậm do Dự án của VHM chưa khai trương, hoặc khi khu TTTM đã đi vào hoạt động nhưng cấu phần nhà ở trong dự án của VHM chưa kịp bàn giao hoặc chưa có người ở, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy thấp, dòng tiền có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, Vincom Retail và Vinhomes đều là các công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh của mình, các dự án đều hướng đến hiệu quả tối ưu và tỷ lệ trễ tiến độ thấp. Hai bên phối hợp chặt chẽ trong việc cập nhật tiến độ triển khai dự án, qua đó VRE có thể lựa chọn thời điểm để bắt đầu tìm đối tác khách thuê và để khai trương TTTM.

2. Rủi ro tài chính

- **Lãi suất của các khoản nợ vay:** Trong cơ cấu nợ vay hiện tại của VRE, trái phiếu doanh nghiệp là nguồn tài trợ chính, trong đó trái phiếu doanh nghiệp dài hạn đến hạn trả chiếm tỷ trọng lớn. Các khoản vay của VRE có lãi suất thả nổi, do đó VRE sẽ chịu ảnh hưởng của biến động về lãi suất. Tuy nhiên, mặt bằng và chính sách lãi suất hiện nay được duy trì tương đối ổn định qua các năm, dự báo sẽ không có biến động mạnh trong thời gian tới.
- **Nghĩa vụ nợ đến hạn:** Hiện tại, VRE có khoản trái phiếu đến hạn năm 2022 với tổng mệnh giá gốc phải trả là 2.600 tỷ. Nếu tính thêm nghĩa vụ nợ cho tổng 4.300 tỷ trái phiếu đang có kế hoạch phát hành thì trong giai đoạn 2020-2025, lãi vay dài hạn phải thanh toán của VRE vào khoảng 200-600 tỷ đồng/năm, gốc vay dài hạn phải thanh toán của VRE trọng điểm vào các năm 2022, 2023 và 2025 ở mức 2.000-3.200 tỷ đồng/năm. Điều này có thể một phần gây áp lực lên tình hình tài chính của VRE. Tuy nhiên, các ngành nghề kinh doanh của VRE đều có dòng tiền thu ổn định, đáp ứng đủ nghĩa vụ trả lãi và trả gốc vay của VRE.

3. Rủi ro giá trị tài sản đảm bảo:

- Giá trị định giá TSĐB được Công ty thẩm định giá An Dương xây dựng tại thời điểm cuối T3/2020 khi tác động của dịch bệnh Covid-19 không lớn, do đó, thẩm định viên có thể chưa đánh giá hết được các yếu tố tác động của Covid-19 đến hiệu quả kinh doanh của TTTM trong thời gian tới. Mặc dù TSĐB là TTTM đã hoạt động ổn định và lâu dài, yếu tố dịch bệnh mang tính thời điểm. Tuy nhiên, trong trường hợp dịch bệnh diễn biến xấu kéo dài thì có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng đến giá trị của TSĐB. VRE sẽ cần bổ sung thêm tài sản đảm bảo nếu cần thiết.

PHỤ LỤC 2b. DỰ KIẾN DÒNG TIỀN TRẢ LÃI VÀ GỐC VAY GIAI ĐOẠN 2020 – 2025

Khả năng trả nợ của Vincom Retail được đánh giá dựa trên:

- Doanh thu và chi phí vận hành các TTTM và chuyển nhượng BĐS shophouse trong giai đoạn 2020 – 2025
- Giả định Công ty không tăng vay nợ và tăng vốn trong thời hạn của Trái Phiếu.

VRE được đánh giá về khả năng thanh toán gốc và lãi của các trái phiếu đã và sẽ phát hành trong giai đoạn 2020 – 2025 như sau:

- ✓ VRE có khả năng đáp ứng đầy đủ các nghĩa vụ trả lãi và trả gốc vay;
- ✓ Dòng tiền tích lũy sau khi trả nợ gốc & lãi từ duy trì ở mức tốt.

CÂN ĐỐI TRẢ NỢ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tỷ đồng						
Tiền mặt đầu kỳ	1.388	2.115	3.258	3.984	5.760	7.764
(+) Thu tiền từ hoạt động cho thuê TTTM và CCDV liên quan	7.171	9.540	11.006	12.461	14.174	15.774
(+) Thu tiền từ hoạt động chuyển nhượng BĐS	1.926	2.585	2.280	1.791	1.307	987
(+) Thu tiền từ hoạt động kinh doanh khác	207	277	317	364	412	461
(+) Thu vay dài hạn mới	4.300	0	0	0	0	0
(+) Thu khác	156	155	216	255	350	457
Tổng dòng thu	13.761	12.557	13.819	14.870	16.243	17.679
(-) Chi phí hoạt động cho thuê TTTM và CCDV liên quan	(2.964)	(3.375)	(3.794)	(4.290)	(4.809)	(5.336)
(-) Chi phí xây dựng, GPMB hoạt động chuyển nhượng BĐS	(3.488)	(1.585)	(788)	(1.473)	(200)	(551)
(-) Chi phí hoạt động kinh doanh khác	(244)	(339)	(380)	(440)	(497)	(557)
(-) Chi thuế TNDN	(571)	(951)	(1.093)	(1.327)	(1.539)	(1.733)
(-) Chi khác	(168)	(1.710)	(7)	38	(2.888)	(115)
Tổng dòng chi	(7.435)	(7.958)	(6.062)	(7.492)	(9.934)	(8.291)
Đầu tư (CAPEX)	(5.137)	(2.784)	(3.836)	(2.975)	(4.090)	(3.590)
Tổng nợ phải trả thuần	(462)	(672)	(3.194)	(2.627)	(215)	(2.118)
Dòng tiền ròng	727	1.143	726	1.776	2.004	3.680
Tiền mặt lũy kế	2.115	3.258	3.984	5.760	7.764	11.444

Nguồn: TCBS ước tính dựa trên dòng tiền trả nợ của khách hàng cung cấp