

## CTCP Vincom Retail (VRE)

MUA +34,8%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	22/05/2024
Giá hiện tại	23.150 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>31.200 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	31.900 VND
TL tăng	+34,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+34,8%</b>
GT vốn hóa	53,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	11,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	162,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ
Pha loãng	2,3 tỷ

	VRE	Peers*	VNI
P/E (trung)	11,8x	18,4x	16,0x
P/B (ht)	1,4x	2,5x	1,8x
ROE	12,2%	14,0%	12,1%
ROA	9,6%	5,0%	1,9%

\*CT cùng ngành trong khu vực

## Tổng quan công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích GFA sàn bán lẻ đạt 1.75 triệu m<sup>2</sup>.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Thân Như Đoàn Thực**  
Chuyên viên

**Lưu Bích Hồng**  
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.791	8.867	9.664	10.968
Doanh thu % YoY	33,0%	-9,4%	9,0%	13,5%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	4.566	4.437	4.903	5.697
NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.746	6.377	6.941	7.878
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	4.409	4.198	4.641	5.396
LNST sau CĐTS % YoY	58,8%	-4,8%	10,5%	16,3%
EPS % YoY	58,8%	-4,8%	10,5%	16,3%
Biên LN gộp	54,6%	57,8%	58,3%	59,3%
Biên LN từ HĐKD	46,6%	50,0%	50,7%	51,9%
Biên LN ròng	45,0%	47,3%	48,0%	49,2%
ROE	12,4%	10,5%	10,5%	10,9%
Nợ vay ròng/CSH	-3,3%	-11,5%	-19,7%	-25,9%
P/E	11,9x	12,5x	11,3x	9,7x
P/B	1,4x	1,3x	1,1x	1,0x

## Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mảng cho thuê bán lẻ tích cực trong trung hạn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho VRE nhưng điều chỉnh giảm 2% giá mục tiêu xuống 31.200 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu là do 1) số dư tiền mặt ròng giảm vào cuối quý 1/2024 và 2) dự báo thận trọng hơn của chúng tôi về việc ra mắt trung tâm thương mại (TTTM) mới giai đoạn 2027-2028, được bù đắp một phần bởi 3) việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang giữa năm 2025. Nhìn chung, chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho năm 2024/25.
- Định giá của VRE hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 12,5 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với trung vị P/E trung bình 3 tháng dự phóng năm 2024 của các công ty cùng ngành trong khu vực là 18,8 lần, cùng với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 dự phóng là 10%. Chúng tôi tin rằng VRE, với vị thế dẫn đầu, có khả năng tốt để tận dụng sự phát triển của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS đạt 4,2 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ lợi nhuận cho thuê bán lẻ tăng trưởng đến từ doanh số cho thuê và tỷ lệ lấp đầy cải thiện trong các quý tới. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm 5% YoY, chủ yếu là do dự báo ghi nhận bàn giao BDS giảm YoY của chúng tôi.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Biên lợi nhuận cải thiện chậm hơn dự kiến.

**Chúng tôi kỳ vọng doanh số và tỷ lệ lấp đầy của khách thuê sẽ cải thiện trong các quý tiếp theo.** Trong quý 1/2024, VRE ghi nhận biên của thu nhập hoạt động ròng (NOI) của mảng cho thuê và tỷ lệ lấp đầy giảm nhẹ YoY (nhưng đi ngang QoQ) (Hình 3 & 9). Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi của chi tiêu tiêu dùng sẽ giúp lợi nhuận từ mảng cho thuê bán lẻ duy trì ổn định. Ngoài ra, Vincom Mega Mall Grand Park (diện tích sàn cho thuê bán lẻ là 45.200 m<sup>2</sup>; tỷ lệ lấp đầy đảm bảo đạt 87% tính đến tháng 4/2024) và 3 TTTM Vincom Plaza đã sẵn sàng khai trương vào tháng 6/2024. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng cho thuê bán lẻ năm 2024 sẽ đạt 8,6 nghìn tỷ đồng (+10% YoY và chiếm 97% tổng dự báo doanh thu) và lợi nhuận gộp đạt 5 nghìn tỷ đồng (+10% YoY).

**Sau kế hoạch thoái vốn của VIC, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch khai trương TTTM của VRE trong giai đoạn 2024-2026 sẽ không thay đổi** với tổng diện tích sàn (GFA) cho thuê bán lẻ mới dự kiến ở mức 346.000 m<sup>2</sup> (hoặc trung bình GFA mới là 115.000 m<sup>2</sup>/năm) trong giai đoạn này, trong khi dự báo giảm nhẹ cho tổng GFA mới giai đoạn 2027-2028 đạt 175.000 m<sup>2</sup> (88.000 m<sup>2</sup>/năm) so với dự báo trong Báo cáo Cập nhật gần nhất của chúng tôi là 297.000 m<sup>2</sup> (149.000 m<sup>2</sup>/năm). Chúng tôi dự báo tổng vốn đầu tư XDCB cho VRE trong giai đoạn 2024-2026 sẽ ở mức 7,4 nghìn tỷ đồng, chủ yếu là chi phí xây dựng và chi phí đất cho các TTTM trong kế hoạch phát triển (thấp hơn 12% so với dự báo trước của chúng tôi).

**Tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo từ các dự án bán BĐS trong kế hoạch phát triển.** Trong tháng 5/2024, VRE công bố 1) thành lập công ty con mới là Vincom NCT với vốn điều lệ 3,62 nghìn tỷ đồng và 2) kí kết thỏa thuận đặt cọc nhận chuyển nhượng tài sản với VIC, VHM và Vinwonders Nha Trang tại các dự án tại Hải Phòng, Quảng Ninh và Khánh Hòa. Theo VRE, kế hoạch này nhằm mở rộng phát triển quỹ đất thương mại dịch vụ (shophouse). Chúng tôi chưa đưa các dự án bán BĐS tiềm năng trong kế hoạch phát triển vào định giá hiện tại của chúng tôi cho VRE.

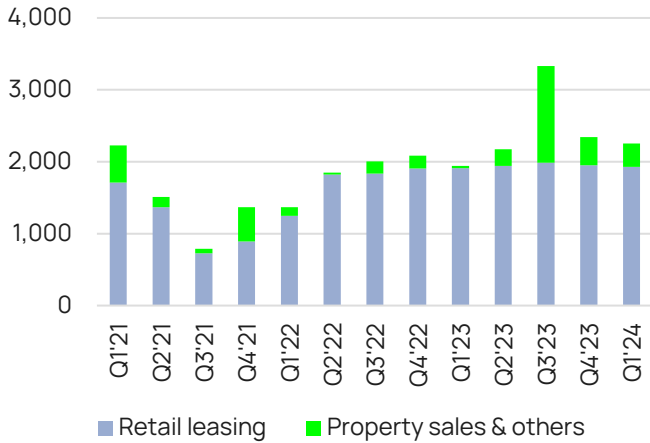
## Triển vọng năm 2024: Khai trương TTTM mới; LN cho thuê bán lẻ ổn định

Hình 1: Dự báo năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 trước đây	Dự báo 2024 điều chỉnh	Dự báo 2024 điều chỉnh s/v KQ 2023	Những giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2024
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.791</b>	<b>8.812</b>	<b>8.867</b>	<b>-9%</b>	
– Cho thuê bán lẻ	7.796	8.619	8.570	10%	* Dự báo tăng trưởng doanh thu YoY mảng cho thuê bán lẻ năm 2024 của chúng tôi được thúc đẩy bởi kỳ vọng về việc doanh số cho thuê và tỷ lệ lấp đầy sẽ cải thiện trong các quý tiếp theo, sau khi ghi nhận biên NOI của mảng cho thuê bán lẻ và tỷ lệ lấp đầy trong quý 1/2024 giảm nhẹ so với YoY (nhưng đi ngang QoQ). * Chúng tôi tiếp tục dự báo tổng diện tích sàn cho thuê bán lẻ của VRE sẽ ở mức 1,85 triệu m <sup>2</sup> vào cuối năm 2024 so với 1,75 triệu m <sup>2</sup> vào cuối năm 2023.
– Bán BĐS	1.772	193	297	-83%	* Chúng tôi tăng dự báo để phản ánh việc ghi nhận bàn giao shophouse nhanh hơn dự kiến trong quý 1/2024.
– Khác	223	0	0	N.M.	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.346</b>	<b>5.160</b>	<b>5.122</b>	<b>-4%</b>	
– Cho thuê bán lẻ	4.557	5.070	5.012	10%	
– Bán BĐS	805	90	110	-86%	
– Khác	-16	0	0	N.M.	
Chi phí SG&A	-780	-564	-685	-12%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>4.566</b>	<b>4.595</b>	<b>4.437</b>	<b>-3%</b>	
EBITDA	7.166	7.323	7.374	3%	
<b>NOI cho thuê</b>	<b>5.746</b>	<b>6.437</b>	<b>6.377</b>	<b>11%</b>	
Thu nhập tài chính	1.146	1.093	1.303	14%	* Bao gồm thu nhập lãi từ tiền đặt cọc của VRE (12,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 1/2024) cho mục đích phát triển TTTM trong kế hoạch theo hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC/VHM.
Chi phí tài chính	-330	-417	-426	29%	
Thu nhập khác	144	0	0	N.M.	
LNNT	5.526	5.271	5.314	-4%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>4.409</b>	<b>4.164</b>	<b>4.198</b>	<b>-5%</b>	* Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm YoY do chúng tôi dự báo việc ghi nhận doanh thu bán BĐS sẽ giảm YoY so với năm 2023, trong khi chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng cho thuê bán lẻ sẽ ổn định nhờ doanh số cho thuê và tỷ lệ lấp đầy cải thiện trong các quý tiếp theo.
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>54,6%</b>	<b>58,6%</b>	<b>57,8%</b>		
– Cho thuê bán lẻ	58,4%	58,8%	58,5%		
– Bán BĐS	45,4%	46,6%	37,1%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	46,6%	52,2%	50,0%		
Biên NOI cho thuê	74,2%	74,7%	74,4%		
<b>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>45,0%</b>	<b>47,3%</b>	<b>47,3%</b>		

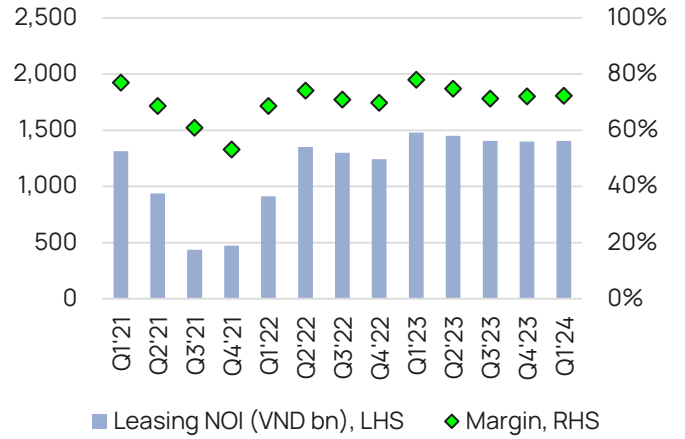
Nguồn: Báo cáo tài chính của VRE, dự báo của Vietcap (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính).

**Hình 2: Doanh thu (tỷ đồng)**



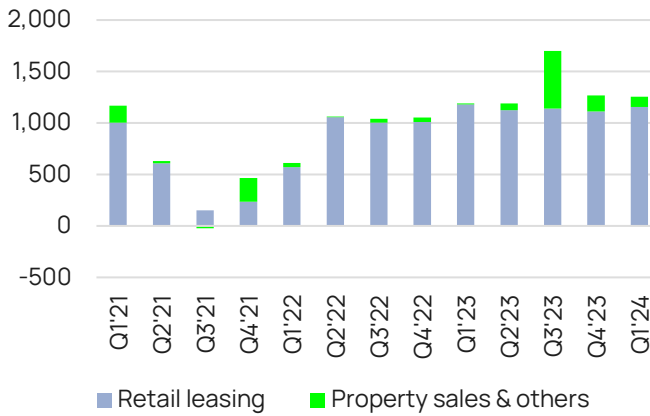
Nguồn: VRE, Vietcap

**Hình 3: NOI cho thuê**



Nguồn: VRE, Vietcap

**Hình 4: Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)**



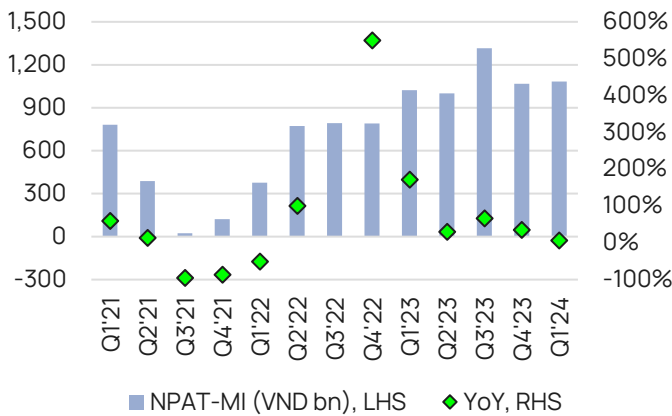
Nguồn: VRE, Vietcap

**Hình 5: Biên lợi nhuận gộp**



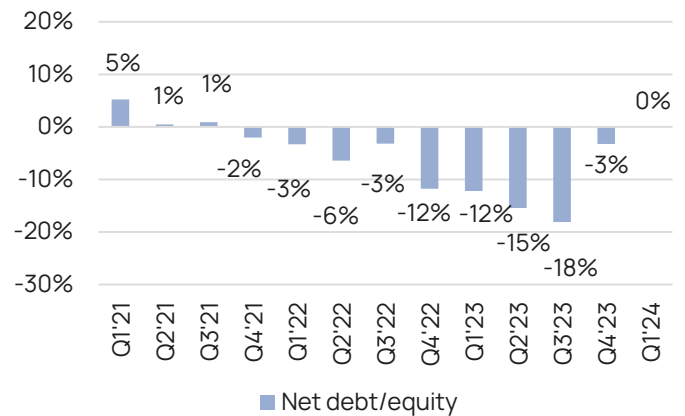
Nguồn: VRE, Vietcap

**Hình 6: LNST sau lợi ích CĐTS**



Nguồn: VRE, Vietcap

**Hình 7: Nợ vay ròng/vốn CSH**



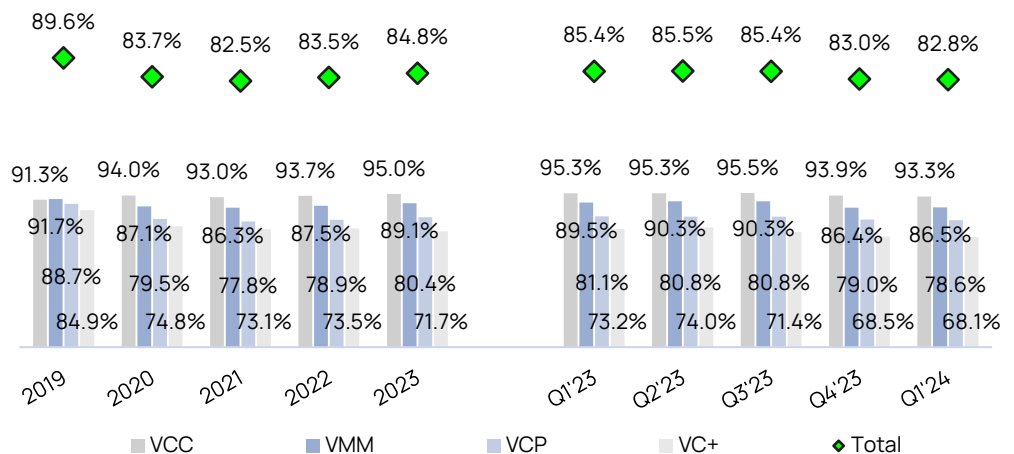
Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 8: Các TTTM của VRE

	Vincom Center (VCC)	Vincom Mega Mall (VMM)	Vincom Plaza (VCP)	Vincom+ (VC+)
Tổng số lượng	7	5	56	15
GFA (m <sup>2</sup> /TTTM)	40.000 - 60.000	60.000 - 150.000+	10.000 - 40.000	3.000 - 5.000
GFA (m <sup>2</sup> ) & % tổng GFA	280.000 (16%)	512.000 (29%)	883.000 (51%)	72.000 (4%)
Vị trí	Các vị trí đắc địa tại các khu trung tâm thương mại tại Hà Nội và TP.HCM	Nằm trong các khu phát triển tổ hợp/đa mục đích tại các thành phố trọng điểm	Các vị trí mật độ cao, trung tâm thành phố, và các tỉnh thành khác	Các vị trí mật độ trung bình, ngoại thành và các tỉnh thành khác
Thời gian xây dựng (tháng)	12 - 24	12 - 24	10 - 12	8 - 10

Nguồn: VRE, Vietcap tổng hợp (dữ liệu tính đến tháng 5/2024)

Hình 9: Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các TTTM của VRE



- ✓ Các TTTM tại TP.HCM và Hà Nội chiếm ~60% tổng GFA bán lẻ.
- ✓ NLA cho thuê các bên liên quan đến VinGroup chiếm ~9% tính đến cuối quý 1/2024.
- ✓ Doanh thu từ khách thuê theo cơ cấu chia sẻ doanh thu chiếm ~20% tổng doanh thu cho thuê bán lẻ trong quý 1/2024.

Nguồn: VRE, Vietcap tổng hợp

Hình 10: Kế hoạch khai trương TTTM mới của VRE

- ✓ VRE dự kiến tiếp tục triển khai kế hoạch mở rộng TTTM, tập trung vào mô hình VMM. Mô hình này nhằm mang lại một tổ hợp tiện ích toàn diện cho người mua sắm và tận dụng tập khách hàng đối đảo từ cư dân đang sinh sống tại các khu đô thị của Vinhomes.
- ✓ Ngoài ra, VRE đặt mục tiêu nâng cấp trải nghiệm của khách hàng cũng như nâng cấp cơ sở vật chất, chất lượng dịch vụ và cơ cấu khách thuê tại các TTTM hiện hữu.
- ✓ Tại cuộc họp nhà đầu tư vào tháng 4/2024, ban lãnh đạo đặt kế hoạch tổng GFA bán lẻ mở mới đạt ~171.000 m<sup>2</sup> trong năm 2024, bao gồm:
  - 2 TTTM VMM: VMM Grand Park (GFA đạt ~45.200 m<sup>2</sup>; khai trương vào tháng 6/2024) và VMM Ocean Park 2 (GFA đạt ~76.700 m<sup>2</sup>).
  - 4 TTTM VCP (tổng GFA đạt ~49.400 m<sup>2</sup>).

Nguồn: VRE, Vietcap tổng hợp

## Chiến lược phát triển của VRE và giao dịch với các bên liên quan đến VIC sau kế hoạch thoái vốn của VIC

Ngày 18/03/2024, VIC công bố kế hoạch bán 100% cổ phần tại Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Thương mại SDI (SDI; sở hữu thực tế 41,5% cổ phần của VRE tính đến cuối năm 2023), theo đó VIC hoàn tất thoái 55% cổ phần tại SDI trong tháng 3/2024 và sẽ thoái 45% cổ phần còn lại trong 6 tháng tiếp theo (tham khảo chi tiết tại [Nhận định nhanh](#) ngày 18/03/2024).

Tính đến cuối quý 1/2024, VIC đã hoàn tất đợt 1 (thoái 55% cổ phần tại SDI) và trực tiếp sở hữu 18,4% và thực tế sở hữu 37,47% cổ phần của VRE.

### Chiến lược phát triển/vận hành TTTM sau kế hoạch thoái vốn của VIC:

\* Đối với các TTTM đang hoạt động: VRE sẽ ký hợp đồng quản lý hoặc tư vấn hỗ trợ với VIC (khi cần thiết) và đảm bảo quyền lợi của các khách thuê, chủ gian hàng tại các TTTM như đã cam kết trong các hợp đồng đã ký.

\* Đối với các dự án TTTM trong kế hoạch phát triển: Sẽ không có thay đổi về các điều khoản và điều kiện trong hợp đồng đối với các dự án đang xây dựng và các dự án mà VRE đã đặt cọc với VIC/VHM theo hợp đồng hợp tác kinh doanh.

### Giao dịch với các bên liên quan đến VIC:

Dựa trên báo cáo tài chính và thông tin chia sẻ trong cuộc họp nhà đầu tư hàng quý, VRE có hai loại giao dịch chính với các bên liên quan đến VIC (bên cạnh việc cho các bên liên quan đến VIC thuê diện tích sàn TTTM): (i) cho các bên liên quan vay và (ii) đặt cọc cho việc phát triển dự án.

- Cho vay: Vào cuối quý 1/2024, số dư cho vay của VRE cho các bên liên quan ở mức 2,35 nghìn tỷ đồng, bao gồm 1,9 nghìn tỷ đồng cho VinFast vay và 450 tỷ đồng cho VinBus vay. Trong giai đoạn 2022-2023, VRE có các giao dịch cho vay đối với VinFast trung bình ở mức 2,4 nghìn tỷ đồng/quý; tuy nhiên, tất cả khoản vay đều đã được thu hồi trong cùng một quý, và không ghi nhận số dư cho vay vào cuối quý.
- Đặt cọc cho việc phát triển dự án: VRE ghi nhận số dư tiền đặt cọc cho mục đích phát triển TTTM theo hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC/VHM là 12,2 nghìn tỷ đồng (tương đương GFA TTTM trong kế hoạch phát triển ở mức 800.000 m<sup>2</sup>, theo VRE) vào cuối quý 1/2024 (xem **Hình 11**). Việc đặt cọc này chủ yếu cho cấu phần TTTM trong các dự án quy mô lớn gồm nhiều cấu phần mà quyền sở hữu pháp lý không được đưa về VRE do sự phức tạp về thủ tục giấy tờ. Theo hợp đồng này, VRE có trách nhiệm giải ngân chi phí phát triển cho cấu phần TTTM và sẽ nhận được toàn bộ lợi ích kinh tế trong tương lai từ cấu phần đó trong thời gian TTTM hoàn tất thi công và chưa được chuyển giao cho VRE. Khi thủ tục pháp lý được hoàn tất, VIC/VHM sẽ chuyển giao TTTM cho VRE theo giá trị sổ sách.

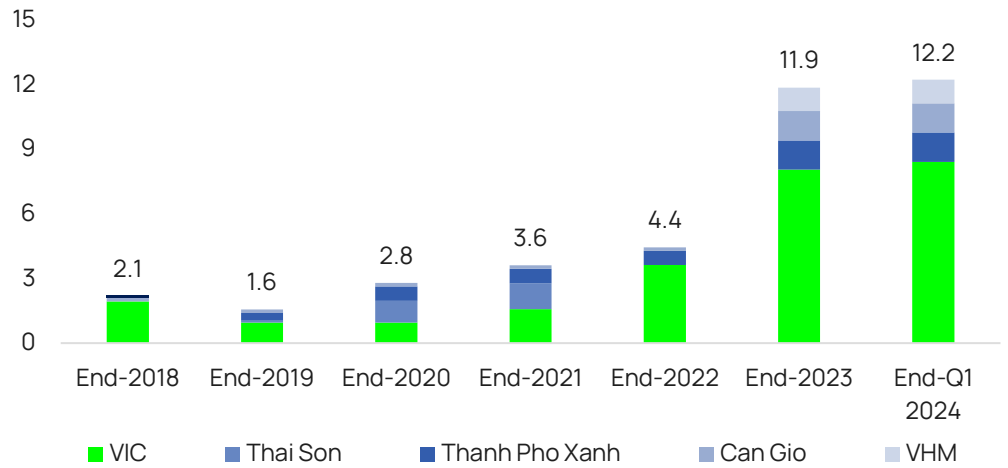
Trong cuộc họp nhà đầu tư vào tháng 4/2024 của VRE, ban lãnh đạo cho rằng sẽ thu hồi tất cả các khoản vay của các bên liên quan vào cuối tháng 9/2024, trong khi số dư tiền đặt cọc hợp đồng hợp tác kinh doanh có thể sẽ khó giảm trong tương lai để đảm bảo VRE có quyền tiếp cận quỹ đất trong kế hoạch phát triển và nhận tài sản theo giá trị sổ sách. Số dư tiền đặt cọc hợp đồng hợp tác kinh doanh có thể được giảm sau khi TTTM đã hoàn tất thi công và được chuyển giao cho VRE.

### Nhận định của chúng tôi

Sau khi VIC thoái vốn, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch khai trương TTTM của VRE trong giai đoạn 2024-2026 sẽ không thay đổi với tổng GFA cho thuê bán lẻ mới dự phóng ở mức 346.000 m<sup>2</sup> (hoặc GFA mới trung bình là 115.000 m<sup>2</sup>/năm) trong giai đoạn này, trong khi dự kiến việc khai trương TTTM mới sẽ chậm hơn trong giai đoạn 2027-2028 với tổng GFA mới ở mức 175.000 m<sup>2</sup> (88.000 m<sup>2</sup>/năm) so với mức 297.000 m<sup>2</sup> (149.000 m<sup>2</sup>/năm) như trong Báo cáo Cập nhật gần nhất của chúng tôi. Chúng tôi dự báo tổng vốn đầu tư XDCB trong giai đoạn 2024-2026 sẽ ở mức 7,4 nghìn tỷ đồng, chủ yếu dành cho chi phí xây dựng và chi phí đất để phát triển TTTM theo kế hoạch (thấp hơn 12% so với Báo cáo Cập nhật trước của chúng tôi). Ngoài ra, chúng tôi cho rằng khả năng giải ngân tiền đặt cọc mới của VRE cho các bên liên quan đến VIC có thể phụ thuộc vào i) kế hoạch phát

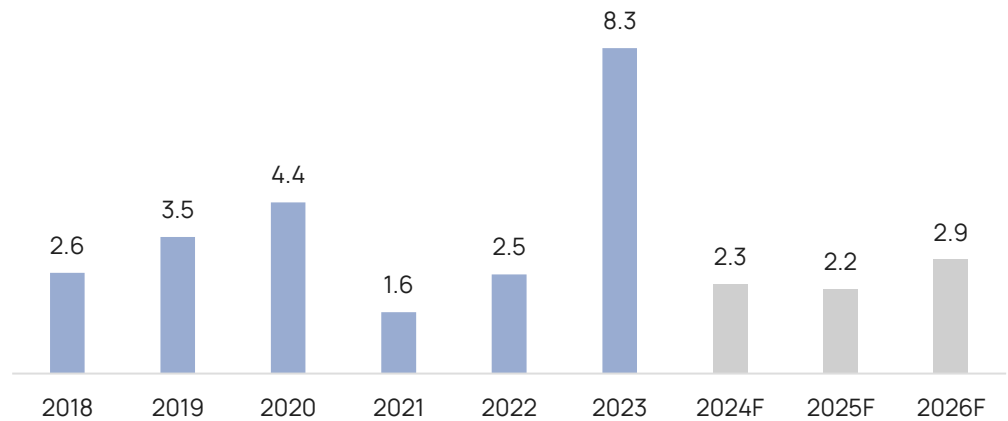
triển dự án của VIC/VHM và ii) đánh giá của VRE (bao gồm việc thảo luận với các cổ đông mới) về quyết định có phát triển hay không.

**Hình 11: Số dư tiền đặt cọc của VRE cho mục đích phát triển kế hoạch TTTM (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo tài chính của VRE, Vietcap tổng hợp

**Hình 12: Vốn đầu tư XDCB của VRE (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo tài chính của VRE, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2024-26

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá tổng của từng phần (SOTP) với phương pháp tỷ suất vốn hóa (TSVH) để đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm cho VRE là 31.200 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng tỷ suất vốn hóa cụ thể cho từng loại TTTM dựa trên vị trí/loại hình của TTTM, với tỷ suất vốn hóa giả định của chúng tôi là 6,5% cho VCC, 7,5% cho VMM và 11,5% cho cả VCP và VC+ (không đối so với Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi). Đối với các TTTM đang hoạt động, chúng tôi áp dụng tỷ suất vốn hóa cụ thể giả định với NOI trung bình dự phóng giai đoạn 2024-2025 cho mỗi TTTM. Đối với các dự án trong kế hoạch đã xác định, chúng tôi áp dụng tỷ suất vốn hóa cụ thể giả định với NOI trung bình ước tính trong giai đoạn 2028-2029 của chúng tôi; sau đó chúng tôi chiết khấu trở lại giá trị giữa năm 2024 với WACC là 13,5%. Chúng tôi cũng lưu ý rằng tất cả các định giá đều xem xét giá trị hiện tại và vốn đầu tư XDCB trong tương lai, dựa trên ước tính của chúng tôi. Chúng tôi ước tính GFA mới từ các dự án trong kế hoạch đã xác định sẽ đóng góp ~6% RNAV trước chiết khấu của chúng tôi cho VRE.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu không đổi 20% cho RNAV ước tính của chúng tôi vì (1) giá cổ phiếu có mối tương quan cao với giá cổ phiếu của VIC bất chấp KQKD cơ bản tích cực của VRE, (2) kỳ hạn nợ cao của VIC trong năm 2024, và (3) dòng tiền tự do từ Vinfast dự kiến có thể vẫn sẽ duy trì ở mức âm trong trung hạn.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu ở mức 31.200 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 2% so với Báo cáo Cập nhật gần nhất của chúng tôi, chủ yếu do (1) số dư tiền mặt ròng giảm vào cuối quý 1/2024 và (2) dự báo thận trọng hơn của chúng tôi về các đợt mở bán TTTM mới trong giai đoạn 2027-2028, được bù đắp một phần bởi (3) việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang giữa năm 2025.

### Hình 13: Tóm tắt định giá

	Phương pháp	TL sở hữu thực tế	NAV thực tế (Tỷ đồng)	% NAV
<b>DỊCH VỤ CHO THUẾ</b>		100%	<b>88.594</b>	<b>100%</b>
VCC đang hoạt động	TSVH		39.014	44%
VMM đang hoạt động	TSVH		28.152	32%
VCP và VC+ đang hoạt động	TSVH		16.237	18%
Các dự án trong kế hoạch đã xác định	TSVH/CKDT		5.190	6%
<b>Tổng giá trị tài sản ròng (NAV) dự phóng</b>			<b>88.594</b>	
Cộng tiền mặt			3.939	
Trừ tổng nợ vay			-3.956	
<b>Giá trị tài sản ròng (NAV)</b>			<b>88.576</b>	
Chiết khấu RNAV (%)			20%	
<b>NAV sau chiết khấu</b>			<b>70.861</b>	
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)			2.272	
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>			<b>31.200</b>	
Giá hiện tại (đồng/CP)			23.150	
Tỷ lệ tăng			+34,8%	
Dự phóng P/E năm 2024 @ giá mục tiêu			16,9x	
Dự phóng P/B năm 2024 @ giá mục tiêu			1,7x	
Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu			15,3x	
Dự phóng P/B năm 2025 @ giá mục tiêu			1,5x	

Nguồn: Vietcap



Hình 14: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2024-2028

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2024F % YoY	CAGR 24-28F
<b>DT cho thuê (tỷ đồng)</b>	<b>7.017</b>	<b>6.008</b>	<b>4.701</b>	<b>6.865</b>	<b>7.796</b>	<b>8.570</b>	<b>9.330</b>	<b>10.634</b>	<b>11.648</b>	<b>12.516</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
VCC	2.408	2.152	1.667	2.329	2.579	2.848	3.059	3.287	3.532	3.795	10%	7%
VMM	1.725	1.397	1.150	2.233	2.503	2.794	3.136	3.759	4.221	4.410	12%	12%
VCP	2.725	2.300	1.731	2.195	2.518	2.731	2.926	3.372	3.671	3.890	8%	9%
VC+	157	146	120	159	182	197	209	216	224	231	8%	4%
<b>Tổng GFA ('000 m<sup>2</sup>)</b>	<b>1.572</b>	<b>1.628</b>	<b>1.628</b>	<b>1.748</b>	<b>1.748</b>	<b>1.845</b>	<b>1.969</b>	<b>2.094</b>	<b>2.144</b>	<b>2.269</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
VCC	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	0%	0%
VMM	388	444	444	512	512	558	633	708	708	783	9%	9%
VCP	831	831	831	883	883	933	983	1.033	1.083	1.133	6%	5%
VC+	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	0%	0%
<b>Tỷ lệ lấp đầy (%)</b>	<b>90%</b>	<b>84%</b>	<b>83%</b>	<b>84%</b>	<b>85%</b>	<b>86%</b>	<b>87%</b>	<b>87%</b>	<b>87%</b>	<b>87%</b>		
<b>Tổng DT (tỷ đồng)</b>	<b>9.259</b>	<b>8.329</b>	<b>5.891</b>	<b>7.361</b>	<b>9.791</b>	<b>8.867</b>	<b>9.664</b>	<b>10.968</b>	<b>11.648</b>	<b>12.516</b>	<b>-9%</b>	<b>9%</b>
– % Cho thuê bán lẻ	76%	72%	80%	93%	80%	97%	97%	97%	100%	100%		
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.583	3.093	1.757	3.273	4.566	4.437	4.903	5.697	6.251	6.753	-3%	11%
EBITDA (tỷ đồng)	5.295	4.851	3.637	5.264	7.166	7.374	7.858	8.643	9.248	9.774	3%	7%
NOI cho thuê (tỷ đồng)	4.955	4.280	3.161	4.857	5.746	6.377	6.941	7.878	8.575	9.168	11%	10%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>	<b>2.851</b>	<b>2.382</b>	<b>1.315</b>	<b>2.776</b>	<b>4.409</b>	<b>4.198</b>	<b>4.641</b>	<b>5.396</b>	<b>5.843</b>	<b>6.193</b>	<b>-5%</b>	<b>10%</b>
Biên LN từ HĐKD	38,7%	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	50,0%	50,7%	51,9%	53,7%	54,0%		
Biên NOI cho thuê	70,6%	71,4%	67,7%	71,0%	74,2%	74,4%	74,4%	74,1%	73,6%	73,3%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,8%	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	47,3%	48,0%	49,2%	50,2%	49,5%		

Nguồn: VRE, dự báo của Vietcap (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính)

Hình 15: Các giả định của Vietcap về WACC

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện tại
Hệ số beta	1,0	1,0
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Chi phí vốn cổ phần %	14,0%	14,0%
Chi phí lãi vay %	11,0%	11,0%
Thuế TNDN %	20,0%	20,0%
Nợ vay/vốn %	10,0%	10,0%
<b>WACC %</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 16: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) cho VRE của chúng tôi liên quan đến (1) giả định tăng hoặc giảm tỷ suất vốn hóa\* và (2) WACC, các chỉ số còn lại không đổi

		Thay đổi tỷ suất vốn hóa (điểm phần trăm)						
		-1,5	-1,0	-0,5	0,0	+0,5	+1,0	+1,5
WACC	12,0%	39.500	36.300	33.700	31.300	29.300	27.600	26.000
	12,5%	39.400	36.300	33.600	31.300	29.300	27.500	26.000
	13,0%	39.300	36.200	33.500	31.200	29.200	27.500	25.900
	13,5%	39.300	36.100	33.500	31.200	29.200	27.400	25.900
	14,0%	39.200	36.100	33.400	31.100	29.100	27.400	25.800
	14,5%	39.100	36.000	33.400	31.100	29.100	27.300	25.800
	15,0%	39.100	36.000	33.300	31.000	29.000	27.300	25.700

Nguồn: Vietcap (\* Giả định của chúng tôi là 6,5% cho VCC, 7,5% cho VMM và 11,5% cho VCP và VC+)

Chúng tôi đã lựa chọn các công ty cùng ngành là những chủ đầu tư TTTM hàng đầu tại các thị trường trong khu vực có nền tảng kinh tế tương tự với Việt Nam. Chúng tôi cho rằng RNAV là thước đo không phù hợp để so sánh VRE với các công ty cùng ngành vì mỗi công ty nên có giá trị RNAV riêng dựa trên tính chất mô hình kinh doanh (ví dụ: SM Prime đa dạng hơn, trong khi Central Pattana tập trung vào phân khúc văn phòng). Do đó, chúng tôi xem xét các hệ số P/E và P/B dự phóng, tăng trưởng lợi nhuận dự phóng và ROE để so sánh VRE với các công ty cùng ngành. Chúng tôi lưu ý rằng đòn bẩy của VRE thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành vì nợ vay ròng quý gần nhất trên vốn chủ sở hữu đạt 0,05% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 103%.

**Hình 17: So sánh các công ty cùng ngành trong khu vực**

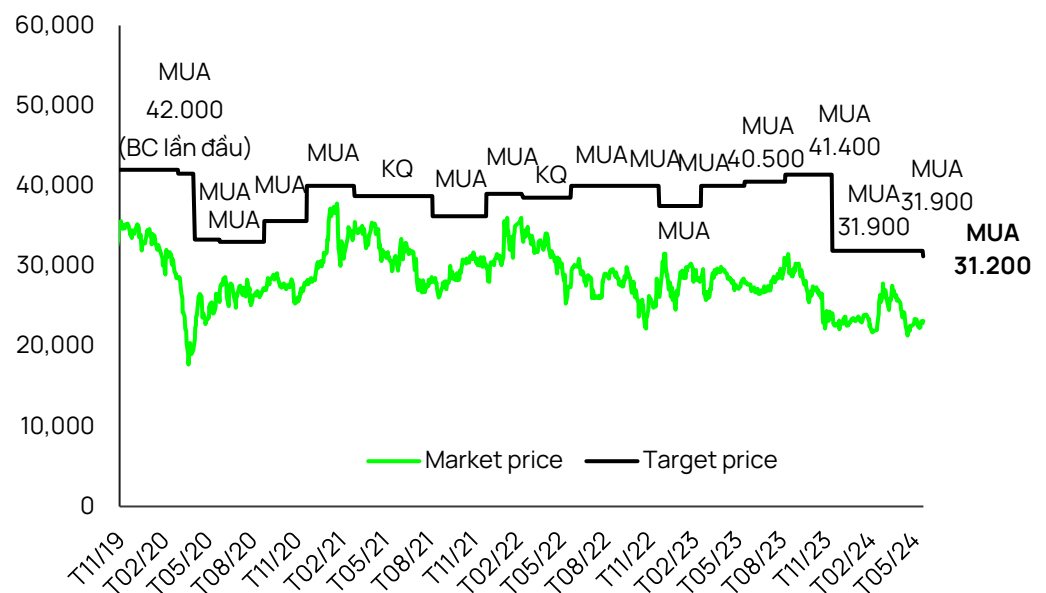
Công ty	Quốc gia	VHTT Tỷ USD	P/E trượt	P/E 2024F	P/B quý gần nhất	P/B 2024F	ROE trượt %	ROE 2024F %	ROA trượt %	Biên LN gộp trượt %	Biên LN ròng trượt %	Nợ vay ròng/CSH %	EV/EBIT-DA trượt
SM Prime	Philippines	14,0	19,8	18,5	2,0	1,9	10,5	10,7	4,5	86,9	31,5	84,5	15,3
Central Pattana	Thái Lan	7,4	16,9	16,9	2,8	2,6	17,6	16,3	5,6	53,4	33,7	120,7	14,8
<b>Trung vị</b>		<b>10,7</b>	<b>18,4</b>	<b>17,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,5</b>	<b>5,0</b>	<b>70,1</b>	<b>32,6</b>	<b>102,6</b>	<b>15,0</b>
Vincom Retail	Việt Nam	2,1	11,8	12,5	1,4	1,3	12,2	10,5	9,6	53,6	44,2	0,05	7,2

Nguồn: Dữ liệu của công ty; Dự báo năm 2024 của Vietcap cho VRE.

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

## Diễn biến khuyến nghị

**Hình 18: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>9.791</b>	<b>8.867</b>	<b>9.664</b>	<b>10.968</b>
Giá vốn hàng bán	-4.445	-3.745	-4.031	-4.464
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.346</b>	<b>5.122</b>	<b>5.633</b>	<b>6.503</b>
Chi phí bán hàng	-341	-373	-398	-439
Chi phí quản lý DN	-439	-312	-333	-367
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>4.566</b>	<b>4.437</b>	<b>4.903</b>	<b>5.697</b>
Thu nhập tài chính	1.146	1.303	1.244	1.154
Chi phí tài chính	-330	-426	-272	-22
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-330</i>	<i>-426</i>	<i>-272</i>	<i>-22</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) thuần khác	144	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>5.526</b>	<b>5.314</b>	<b>5.875</b>	<b>6.830</b>
Thuế TNDN	-1.117	-1.116	-1.234	-1.434
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>4.409</b>	<b>4.198</b>	<b>4.641</b>	<b>5.396</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>LNST sau CĐTS báo cáo</b>	<b>4.409</b>	<b>4.198</b>	<b>4.641</b>	<b>5.396</b>
<b>LNST sau CĐTS điều chỉnh</b>	<b>4.409</b>	<b>4.198</b>	<b>4.641</b>	<b>5.396</b>
EBITDA	7.166	7.374	7.858	8.643
EPS báo cáo, VND	1.940	1.847	2.042	2.375
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	33,0%	-9,4%	9,0%	13,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	39,5%	-2,8%	10,5%	16,2%
Tăng trưởng LNTT	56,8%	-3,8%	10,5%	16,3%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	58,8%	-4,8%	10,5%	16,3%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	54,6%	57,8%	58,3%	59,3%
Biên LN từ HĐ %	46,6%	50,0%	50,7%	51,9%
Biên EBITDA	73,2%	83,2%	81,3%	78,8%
LNST sau CĐTS điều chỉnh	45,0%	47,3%	48,0%	49,2%
ROE %	12,4%	10,5%	10,5%	10,9%
ROA %	9,8%	8,4%	8,9%	9,7%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	74,6	66,4	59,7	44,8
Số ngày phải thu	56,2	62,8	54,1	50,2
Số ngày phải trả	48,2	41,6	38,4	38,6
TG luân chuyển tiền	82,7	87,5	75,4	56,4
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,6	2,2	3,1	4,1
CS thanh toán nhanh	1,5	2,1	3,0	4,0
CS thanh toán tiền mặt	0,8	1,4	2,1	3,0
Nợ vay/Tài sản	8,3%	7,6%	0,4%	0,4%
Nợ vay/Vốn sử dụng	9,4%	8,6%	0,5%	0,4%
Nợ vay rỗng/Vốn CSH	-3,3%	-11,5%	-19,7%	-25,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	13,8x	10,4x	18,0x	262,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	4.102	7.727	8.351	12.611
Đầu tư TC ngắn hạn	1.071	1.071	1.071	1.071
Các khoản phải thu	1.613	1.437	1.428	1.589
Hàng tồn kho	640	722	597	498
TS ngắn hạn khác	2.611	2.611	2.611	2.611
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>10.036</b>	<b>13.568</b>	<b>14.057</b>	<b>18.380</b>
TS dài hạn cố định (gộp)	720	735	750	765
- Khấu hao lũy kế	-307	-390	-459	-517
TS dài hạn cố định (ròng)	413	346	292	248
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	37.204	37.916	38.423	39.590
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>37.617</b>	<b>38.262</b>	<b>38.714</b>	<b>39.838</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>47.654</b>	<b>51.830</b>	<b>52.772</b>	<b>58.218</b>
Phải trả ngắn hạn	448	406	442	502
Nợ vay ngắn hạn	1.792	1.808	20	20
Nợ ngắn hạn khác	4.005	4.005	4.005	4.005
Tổng nợ ngắn hạn	6.245	6.219	4.467	4.527
Nợ vay dài hạn	2.144	2.148	201	192
Nợ dài hạn khác	1.438	1.438	1.438	1.438
<b>Tổng nợ</b>	<b>9.827</b>	<b>9.805</b>	<b>6.106</b>	<b>6.157</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.288	23.288
Thặng dư vốn CP	47	47	47	47
Lợi nhuận giữ lại	16.476	20.674	25.315	30.710
Vốn khác	-2.007	-2.007	-2.007	-2.007
Lợi ích CĐTS	23	23	23	23
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.827</b>	<b>42.025</b>	<b>46.666</b>	<b>52.062</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>47.654</b>	<b>51.830</b>	<b>52.772</b>	<b>58.218</b>
Số cổ phiếu cuối năm, triệu	2.272	2.272	2.272	2.272

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>7.020</b>	<b>4.102</b>	<b>7.727</b>	<b>8.351</b>
Lợi nhuận sau thuế	4.409	4.198	4.641	5.396
Khấu hao	1.454	1.634	1.712	1.791
Thay đổi vốn lưu động	-1.492	51	171	-3
Điều chỉnh khác	-479	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>3.892</b>	<b>5.884</b>	<b>6.523</b>	<b>7.184</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-8.322	-2.279	-2.164	-2.915
Đầu tư	-16	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-7.521</b>	<b>-2.279</b>	<b>-2.164</b>	<b>-2.915</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	726	16	-1.788	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	711	5	-1.948	-9
Tiền từ các HĐTC khác	-726	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>711</b>	<b>21</b>	<b>-3.736</b>	<b>-9</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-2.918</b>	<b>3.625</b>	<b>624</b>	<b>4.260</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>4.102</b>	<b>7.727</b>	<b>8.351</b>	<b>12.611</b>

Nguồn: VRE, dự báo của Vietcap (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính)

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, 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 Vietcap

**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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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 Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**

**Giám đốc điều hành, ext 105**

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Nguyễn Anh Duy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức

##### Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng  
khoán – Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

**Khối Môi giới trong nước**

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng,

##### Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -  
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.