

## BDS bán lẻ: Liên tục mở rộng HĐKD với kỳ vọng ngành tăng trưởng

**Bùi Thị Thùy Trang**  
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
trang.btt@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**  
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

- Giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy tăng mạnh trong nửa đầu năm 2024, chứng tỏ nhu cầu mặt bằng bán lẻ còn rất lớn trong bối cảnh niềm tin của người tiêu dùng còn thấp và sức chi tiêu khiêm tốn. Hoạt động mở rộng ra khu vực ngoài trung tâm sôi nổi, khi mà nguồn cung ở khu vực trung tâm đang rất khan hiếm.
- Chúng tôi nghĩ rằng khu vực trung tâm sẽ duy trì được bối cảnh bán lẻ hiện tại, còn khu vực ngoài trung tâm được kỳ vọng sẽ phát triển nhanh hơn nhờ các hoạt động bán lẻ mở rộng trong nửa cuối năm 2024. Những khách thuê lớn tại các TTTM hiện hữu sẽ đóng vai trò dẫn dắt nhu cầu, đặc biệt là đối với các phân khúc dịch vụ như F&B.
- Công ty đầu ngành VRE sẽ hưởng lợi từ xu hướng này nhờ có hệ thống TTTM dày đặc đang được triển khai xây dựng trên cả nước. Tuy nhiên, các vấn đề liên quan đến tình hình quản trị doanh nghiệp và các giao dịch với bên liên quan làm yếu đi sức mạnh nội tại của Công ty cũng như niềm tin của chúng tôi đối với VRE.

### Khả năng phục hồi tốt trong bối cảnh niềm tin người tiêu dùng kém

Giá cho thuê trong Q2/2024 tăng mạnh so với cùng kỳ tại khu vực trung tâm Hà Nội và TP.HCM, với mức tăng lần lượt 11,3% và 18,5% lên 181 USD/m<sup>2</sup>/tháng và 278 USD/m<sup>2</sup>/tháng nhờ nhu cầu tăng mạnh khi nguồn cung khan hiếm.

Các khu vực trung tâm luôn là địa điểm được săn đón nhiều nhất với tỷ lệ mặt bằng còn trống giảm đáng kể xuống chỉ còn 1,7% tại Hà Nội và 4,6% tại TP.HCM. Hiện tại, thị trường bán lẻ đang tăng trưởng tại khu vực trung tâm. Trong đó, tỷ lệ mặt bằng trống giảm 4 điểm phần trăm xuống 10% tại thị trường Hà Nội và giảm 2,8 điểm phần trăm xuống 8,1% tại TP.HCM. Sự khan hiếm mặt bằng ở khu vực trung tâm khuyến khích khách thuê chuyển hướng ra khu vực xa trung tâm hoặc các quận loại 2 và các thị trường cấp tỉnh.

### Dự báo ngành sẽ tăng trưởng dài hạn

HSC tin rằng trong nửa cuối năm 2024, các nhà bán lẻ tiếp tục mở rộng HĐKD bất chấp những bất ổn của kinh tế vĩ mô. Khách thuê đang triển khai HĐKD tại các TTTM hiện hữu, các thương hiệu về phong cách sống, và phân khúc dịch vụ vốn thu hút lượng khách lớn, được dự báo sẽ dẫn dắt nguồn cầu. Do đó, giá cho thuê dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm (tăng 17-18% ở khu vực trung tâm và 8-9% ở khu vực ngoài trung tâm (theo CBRE).

Trong khi tỷ lệ lấp đầy dự kiến sẽ được duy trì ở mức tương đối ổn định ở khu vực trung tâm, tỷ lệ lấp đầy ở khu vực ngoài trung tâm dự báo sẽ tăng mạnh hơn do khách thuê đang tiếp tục mở rộng HĐKD tại các trung tâm mới này. Về lâu dài, doanh thu bán lẻ và sự phục hồi của du lịch trong nước vẫn là hai động lực tăng trưởng chính cho ngành.

### VRE: Công ty đầu ngành với lợi thế cạnh tranh lớn

HSC cho rằng xu hướng mở rộng kinh doanh của ngành bán lẻ ra khu vực xa trung tâm sẽ có lợi cho VRE. Công ty có danh mục dự án đầu tư TTTM dày đặc, với 86 TTTM đang được triển khai trên khắp cả nước, tọa lạc tại các vị trí đắc địa ở các quận loại 2 của TP.HCM và Hà Nội và các tỉnh. VRE đang nắm giữ 46% thị phần và thực hiện đúng tiến độ cho việc khai trương 3 TTTM mới, dự kiến trong năm 2024-2025.

Tuy nhiên, các vấn đề liên quan đến các giao dịch với bên thứ 3 làm chúng tôi lo ngại về rủi ro quản trị doanh nghiệp và những bất ổn có thể ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận cũng như làm suy yếu sức mạnh nội tại của Công ty. Cổ phiếu được định giá thấp và đang giao dịch với chiết khấu 47,8% so với RNAV ước tính (sau khi điều chỉnh giảm 14,1%), cao hơn bình quân 3 năm ở mức 38,4%. Bất kỳ dấu hiệu cho thấy VRE bắt đầu hoạt động độc lập so với Vingroup (VIC, Nắm giữ, giá mục tiêu 40.500đ) có thể là cơ hội cho NĐT tích lũy cổ phiếu này. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE, giảm 14,1% giá mục tiêu xuống 20.700đ (tiềm năng tăng giá 15%).

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/8.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
VRE	18,000	Tăng tỷ trọng	-	24,100	-	33.9	10.4	9.30	0.98	0.89	-	5.56

Giá cổ phiếu tại ngày 7/8/2024.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Tích cực mở rộng HĐKD, chuẩn bị cho tăng trưởng dài hạn</b>	<b>3</b>
Thị trường phục hồi tốt trong bối cảnh kinh tế bất ổn	3
Ngành bán lẻ mở rộng HĐKD để đón đầu xu hướng tăng trưởng dài hạn	4
Định hình lại bức tranh ngành	5
Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 20.700đ nhờ vị thế dẫn đầu	5
<b>Báo cáo thành phần</b>	
CTCP Vincom Retail (VRE)	7

---

## Tích cực mở rộng HĐKD, chuẩn bị cho tăng trưởng dài hạn

Giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy tăng nhanh trong nửa đầu năm 2024, trong bối cảnh niềm tin của người tiêu dùng còn yếu và sức chi tiêu khiêm tốn, chứng tỏ nhu cầu mặt bằng bán lẻ còn rất lớn. Các nhà bán lẻ đang tập trung mở rộng HĐKD, đặc biệt là ở phân khúc F&B và dịch vụ. HSC dự báo giá cho thuê sẽ tăng cao hơn nữa do nguồn cung khan hiếm. Tỷ lệ lấp đầy ở khu vực trung tâm dự kiến sẽ ổn định, trong khi khu vực ngoài trung tâm sẽ tăng trưởng mạnh trong thời gian tới. Công ty đầu ngành VRE sẽ hưởng lợi từ xu hướng này nhờ có hệ thống TTTM vững chắc với nhiều dự án đang được triển khai xây dựng trên cả nước. Dù vậy, chúng tôi lo ngại về rủi ro về quản trị doanh nghiệp và rủi ro của các bên liên quan. HSC Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 20.700đ.

### Thị trường phục hồi tốt trong bối cảnh kinh tế bất ổn

Đà tăng của giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy trong Q2/2024 được thúc đẩy bởi hoạt động cho thuê phục hồi mạnh và nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ tăng cao, bất chấp niềm tin của người tiêu dùng còn thấp và sức chi tiêu khiêm tốn.

### Giá cho thuê tăng mạnh trong Q2/2024 do khan hiếm nguồn cung

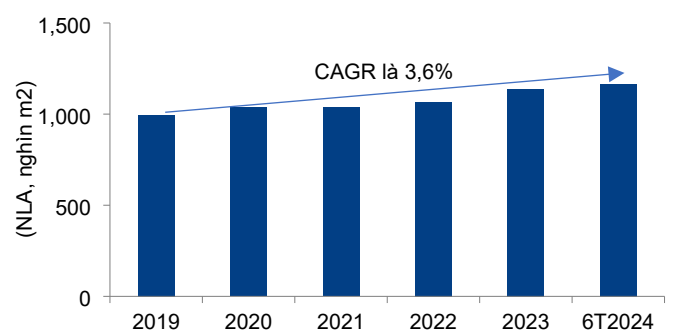
Nguồn cung mặt bằng bán lẻ cho thuê tại TP.HCM và Hà Nội tăng chậm lại trong 5 năm qua, tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 3,6% và 2%, đạt 1,17 triệu m<sup>2</sup> tổng diện tích sàn và 1,13 triệu m<sup>2</sup> tổng diện tích sàn tính đến cuối Q2/2024 (Biểu đồ 1-2).

Tình trạng thiếu hụt nghiêm trọng nguồn cung tại khu vực trung tâm cùng với nhu cầu tăng mạnh làm tỷ lệ mặt bằng trống giảm xuống chỉ còn 1,7% tại Hà Nội và 4,6% tại TP.HCM. Do đó, các nhà bán lẻ xem xét mở rộng HĐKD tại các vực xa trung tâm, khiến tỷ lệ mặt bằng trống giảm 4 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống 10% tại Hà Nội và 2,8 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống 8,1% tại TP.HCM.

Giá cho thuê tại khu vực trung tâm tăng mạnh lần lượt 15% lên 181 USD/m<sup>2</sup>/tháng tại Hà Nội và 278 USD/m<sup>2</sup>/tháng tại TP.HCM. Xu hướng tương tự cũng diễn ra tại khu vực xa trung tâm với mức tăng giá bình quân 17%.

**Biểu đồ 1: Tổng nguồn cung mặt bằng bán lẻ, Hà Nội**

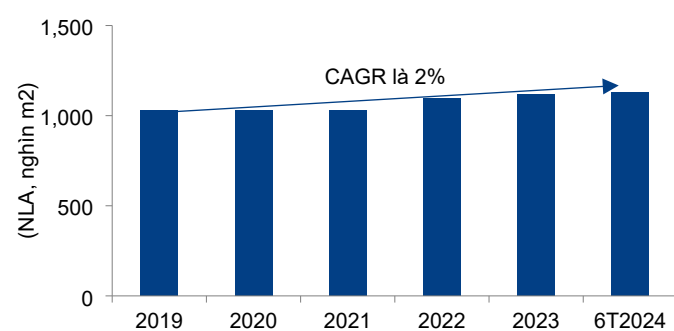
Nguồn cung tăng trưởng chậm trong 5 năm qua



Nguồn: CBRE, HSC

**Biểu đồ 2: Tổng nguồn cung mặt bằng bán lẻ, Tp.HCM**

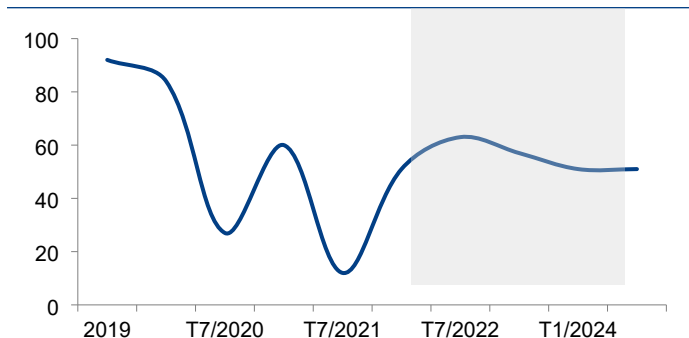
Khan hiếm nguồn cung mới do quỹ đất hạn chế



Nguồn: CBRE, HSC

**Biểu đồ 3: Niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam**

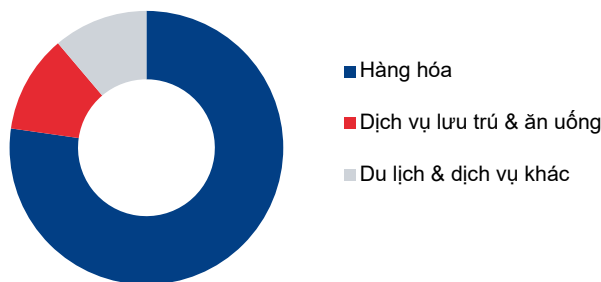
Niềm tin của người tiêu dùng vẫn yếu từ sau dịch Covid-19



Nguồn: IFM Research, HSC

**Biểu đồ 4: Doanh số bán lẻ 7 tháng đầu năm 2024, Việt Nam**

Doanh số bán lẻ 7 tháng đầu năm 2024 tăng 8,7% so với cùng kỳ (so với mức tăng 10,6% trong với cùng kỳ trong 7 tháng đầu năm 2023)



Nguồn: GSO, HSC

### Thị trường bán lẻ duy trì đà tăng trưởng, nhưng vẫn còn thách thức

Mặc dù có dấu hiệu phục hồi, nhưng tình trạng kinh tế tăng trưởng chậm vẫn sẽ kéo dài. Trong 7 tháng đầu năm 2024, doanh thu bán lẻ tăng 8,7% so với cùng kỳ, nhưng vẫn thấp so với 7 tháng đầu năm 2023 với mức tăng trưởng 10,6% so với cùng kỳ, nhờ sự đóng góp đáng kể từ doanh thu thực phẩm và đồ uống (tăng 13,9% so với cùng kỳ, đóng góp 11,8% tổng doanh thu). Người tiêu dùng vẫn thận trọng và cân nhắc kỹ lưỡng trong việc đưa ra lựa chọn tiêu dùng trong bối cảnh thu nhập chưa ổn định (Biểu đồ 3-4).

### Lượng khách quốc tế giảm trong 4 tháng liên tiếp

Trong tháng 7, số lượng hành khách quốc tế tăng 10,9% so với cùng kỳ nhưng giảm 7,8% so với tháng trước, tương đương 1,15 triệu lượt. Tính chung 7 tháng đầu năm, số lượt khách quốc tế đạt 9,98 triệu (tăng 51% so với cùng kỳ), bằng 101,9% so với thời điểm trước đại dịch COVID-19.

### Ngành bán lẻ mở rộng HĐKD để đón đầu xu hướng tăng trưởng dài hạn

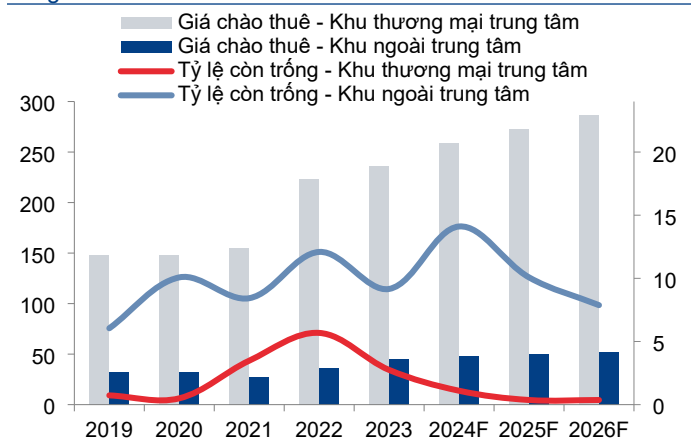
Trong nửa cuối năm 2024, HSC dự báo các nhà bán lẻ tiếp tục mở rộng mạnh mẽ HĐKD mặc dù niềm tin của người tiêu dùng vẫn còn kém do đang đặt cược vào sự phục hồi của thị trường bán lẻ trong dài hạn. Chi tiết như sau:

- Giá cho thuê BĐS bán lẻ được dự báo duy trì xu hướng tăng trưởng với tốc độ 17-18% ở khu trung tâm và 8-9% ở khu vực ngoài trung tâm (theo CBRE).
- Trong khi tỷ lệ lấp đầy dự kiến sẽ được duy trì ở mức tương đối ổn định ở khu vực trung tâm, tỷ lệ lấp đầy ở khu vực ngoài trung tâm dự báo sẽ tăng mạnh hơn do khách thuê tiếp tục mở rộng HĐKD tại các trung tâm mới này.
- Nhu cầu mở rộng HĐKD của những khách thuê lớn đang kinh doanh tại các TTTM dự kiến sẽ tăng, đặc biệt là các khách thuê hoạt động ở mảng dịch vụ như F&B.
- Nguồn cung mới sẽ được đưa vào khai thác chủ yếu ở thị trường ngoài trung tâm và các tỉnh, trong khi nguồn cung tại khu trung tâm vẫn không thay đổi do dự địa cho các dự án mới rất hạn chế. Các dự án mới dự kiến sẽ được mở đưa vào hoạt động tại các khu vực ngoài trung tâm trong nửa cuối năm 2024 bao gồm The Heritage Mall (Tây Hồ, Hà Nội), The Diamond Residence (Thanh Xuân, Hà Nội), Parc Mall (Quận 8, TP.HCM), Central Premium Mall (Quận 8, TP.HCM).

Về lâu dài, doanh thu bán lẻ và sự phục hồi của du lịch trong nước vẫn là hai động lực tăng trưởng chính cho ngành. Các chuyên gia phân tích của HSC dự báo lượng khách quốc tế năm 2024 sẽ đạt 17,5 triệu, tăng 39% so với mức 12,6 triệu của năm 2023 và doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong năm 2024 sẽ tăng 9%.

**Biểu đồ 5: Tỷ lệ còn trống và giá chào thuê, Tp.HCM giai đoạn 2024-2026**

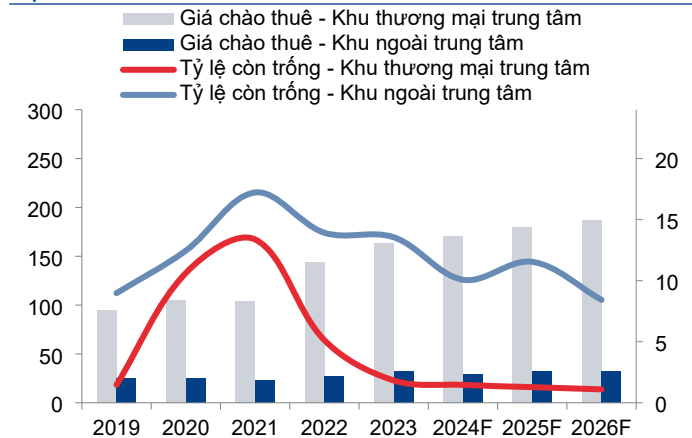
Tỷ lệ còn trống ở khu vực ngoài trung tâm được dự báo sẽ giảm đáng kể



Nguồn: CBRE, HSC

**Biểu đồ 6: Tỷ lệ còn trống và giá chào thuê, Hà Nội giai đoạn 2024-2026**

Tỷ lệ còn trống được dự báo sẽ giảm nhờ việc mở rộng thương hiệu



Nguồn: CBRE, HSC

### Định hình lại bức tranh ngành

Các nhà phát triển BĐS bán lẻ đang mở rộng thị trường sang các khu vực ngoài trung tâm và các tỉnh do thiếu nguồn cung tại khu vực trung tâm và nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ khu vực ngoài trung tâm tăng.

Chúng tôi nhận thấy sự phục hồi về cung và cầu đang diễn ra, nhưng cũng đi kèm với mức độ cạnh tranh sẽ có thể tăng từ sức ép của các nhà phát triển BĐS bán lẻ ngoại. Một số nhà bán lẻ ngoại uy tín như Lotte, Aeon, Central Group, v.v. được cho là đang hoạt động tích cực hơn tại thị trường Việt Nam. Những tập đoàn này đang tìm quỹ đất lớn để phát triển các TTTM lớn.

Cụ thể, Aeon dự kiến ra mắt Aeon Huế (TP. Huế) và Aeon Thanh Hóa trong năm 2024-2025, đồng thời đàm phán với NLG để mua lại lô đất tại dự án Water Point Long An nhằm chuẩn bị ra mắt TTTM lớn nhất miền Nam. Trong khi đó Central Group dự kiến ra mắt nền tảng 'Go!' tại các thị trường tỉnh như Đồng Nai, Quảng Nam và Hà Nam. Sau khi ra mắt L7 mega Mall ở Tây Hồ (Hà Nội), Lotte có thể đang trong giai đoạn chuẩn bị để ra mắt khu thương mại phức hợp lớn ở Thủ Thiêm, TP.HCM trong thời gian tới.

Do đó, HSC cho rằng sự mở rộng kinh doanh mạnh mẽ của các nhà bán lẻ ngoại đang tạo ra sức ép cạnh tranh đáng kể, đặc biệt khi các tập đoàn này hưởng lợi từ cuộc khủng hoảng tín dụng làm suy yếu đáng kể các đối thủ cạnh tranh trong nước. Ngoài ra, các nhà bán lẻ ngoại có chuyên môn cao trong việc phát triển BĐS thương mại. Tất cả các yếu tố trên đang tạo áp lực lên tỷ lệ lấp đầy của VRE.

### Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 20.700đ nhờ vị thế dẫn đầu

Mặc dù tỷ lệ lấp đầy trong nửa đầu năm 2024 của VRE giảm, nhưng kết quả này đến từ chiến lược của Công ty là ưu tiên tập trung bán hàng để tăng doanh thu tại 3 TTTM mới ra mắt trong nửa đầu năm 2024 và có một số khách thuê lớn ngừng hoạt động do ghi nhận KQKD kém sau đại dịch COVID-19. HSC nhận thấy trong Q2/2024, tỷ lệ lấp đầy đã phục hồi 1,1 điểm phần trăm so với quý trước và kỳ vọng xu hướng tích cực này sẽ được duy trì nhờ sự phục hồi chung của ngành bán lẻ.

VRE sở hữu và vận hành danh mục TTTM có chất lượng và rộng khắp trên cả nước với 86 trung tâm trên toàn quốc và chiếm 46% thị phần Công ty đang ở vị thế tốt để có thể đón đầu xu hướng mở rộng HDKD của các nhà bán lẻ ra các khu vực ngoài trung tâm, đồng thời còn tận hưởng dòng thu nhập dồi dào khi giá cho thuê liên tục tăng cao ở khu vực trung tâm.

Danh mục đầu tư ở các tỉnh của Công ty bao gồm các dự án có chất lượng cao tại các khu đô thị lớn, thường nằm ở các thị trường con có mật độ dân số cao và thu nhập hộ gia đình cao.

Ngoài ra, Công ty còn cung cấp dịch vụ thực hiện các thủ tục pháp lý cho quá trình mở rộng HĐKD của khách thuê. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp Công ty nhận được nhiều hợp đồng cho thuê mới trong bối cảnh các thương hiệu mới đang đến Việt Nam.

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận từ hoạt động cho thuê cao sẽ trở thành động lực tăng trưởng của VRE. Tuy nhiên, các vấn đề liên quan đến các giao dịch với bên thứ 3 làm chúng tôi lo ngại về rủi ro quản trị doanh nghiệp và những bất ổn có thể ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận cũng như làm suy yếu sức mạnh nội tại của Công ty. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE, với giá mục tiêu 20.700đ (tiềm năng tăng giá 15%).

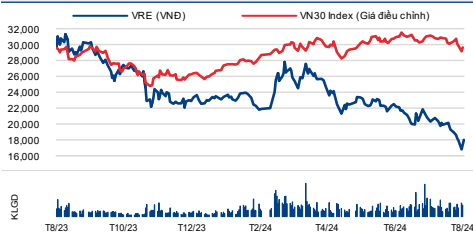
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ20,700 (từ VNĐ24,100)  
Tiềm năng tăng/giảm: 15.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/8/2024)	18,000
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,800-31,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,267
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	40,902
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,627
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,272
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,113
Slg CP NN được mua (tr.đv)	391
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	31.8%
Tỷ lệ freefloat	62.5%
Cổ đông lớn	Vingroup (18.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(13.5)	(22.9)	(39.2)
So với chỉ số	(9.08)	(20.9)	(39.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,608	1,824	(11.9)
2025F	1,644	2,016	(18.5)
2026F	1,934	2,298	(15.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

VRE, một công ty con của Vingroup, hiện là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại lớn nhất tại Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
trang.btt@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

**Lo ngại rủi ro với bên liên quan, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng**

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE nhưng giảm 14,1% giá mục tiêu xuống 20.700đ (với tiềm năng tăng giá 15% và P/E dự phóng năm 2024 ở mức 10,8 lần) do giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.
- Cho năm 2024, 2025, và 2026, chúng tôi giảm lần lượt 6,7%, 15,1% và 17,7% dự báo lợi nhuận thuần, do giảm giả định tỷ suất LN thuần HSKD nhằm phản ánh chi phí đất tăng trong nửa đầu năm 2024, chi phí trích lập dự phòng tăng, và giá điện tăng cao trong mùa nắng. Dù vậy, dự báo mới chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 17%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 18,3% trong 1 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,8% so với ước tính RNAV (sau khi điều chỉnh giảm 14,1%), lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 38,4%.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2024**

Đu bị tác động tiêu cực từ chi phí đất tăng (ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận thuần) và tỷ lệ lấp đầy giảm (do sản lượng tiêu thụ giảm đáng kể trong năm ngoài và đầu năm nay), HSC cho rằng các yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc trong trung và dài hạn khi hoạt động cho thuê tiếp tục hưởng lợi từ sự phục hồi mạnh mẽ của cả tiêu dùng trong nước và sự quay trở lại của du khách quốc tế. Tuy nhiên, chúng tôi không giữ quan điểm không mấy tích cực về Công ty do rủi ro quản trị doanh nghiệp và các giao dịch của các bên liên quan.

**Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026**

Cho năm 2024, 2025, và 2026, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 6,7%, 15,1% và 17,7% dự báo lợi nhuận thuần, đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (giảm 17,1%), 3,7 nghìn tỷ đồng (giảm 2,3%), và 4,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17,6%) do giảm nhẹ giả định tỷ lệ lấp đầy và tỷ suất lợi nhuận nhằm phản ánh chi phí đất tăng. Lưu ý, việc lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo giảm so với cùng kỳ phần lớn là do Công ty ghi nhận doanh thu bán nhà phổ thương mại cao trong năm 2023, trong khi phân khúc cho thuê cốt lõi vẫn ổn định với mức tăng trưởng dự kiến là 3% so với cùng kỳ và lành mạnh nhờ 6 TTTM được đưa vào hoạt động.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18,3% trong 3 tháng qua và giảm 15,5% kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị gần nhất, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,8% so với ước tính RNAV (giá trị hợp lý) ở mức 34.500đ (sau khi điều chỉnh giảm 14,1%), lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 38,4%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE và giảm giá mục tiêu xuống 20.700đ (tiềm năng tăng giá 15%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Bất chấp những tác động tiêu cực trong ngắn hạn như chi phí tăng cao và tỷ lệ lấp đầy thấp, chúng tôi tin rằng Công ty sẽ phục hồi vững chắc trong dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, có đủ lợi thế để phát triển nhờ triển vọng cải thiện sau khi ngành bán lẻ phục hồi.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,672	6,020	5,513 ▼	5,637 ▼	6,493 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,735	4,409	3,653 ▼	3,736 ▼	4,394 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,608 ▼	1,644 ▼	1,934 ▼
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,677	16,637	18,244	19,888	21,822
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.94	6.77	7.38	7.13	6.22
P/E ĐC (lần)	15.4	9.59	11.2	10.9	9.31
Lợi suất cổ tức (%)	5.56	5.56	5.56	5.56	5.56
P/B (lần)	1.23	1.08	0.99	0.91	0.82
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(14.3)	2.26	17.6
ROAE (%)	8.55	12.4	9.22	8.62	9.27

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Giảm giá mục tiêu do tỷ lệ lấp đầy và tỷ suất lợi nhuận giảm

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE nhưng giảm 14,1% giá mục tiêu xuống 20.700đ (với tiềm năng tăng giá 15% và P/E dự phóng năm 2024 ở mức 10,8 lần) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận nhằm phản ánh chi phí đất tăng cao và tỷ lệ lấp đầy giảm, dẫn đến giả định tỷ suất LN thuần HĐKD giảm. Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi vẫn nhận thấy yếu tố nền tảng của VRE vẫn vững chắc với lợi nhuận từ mảng cho thuê ổn định và trở thành động lực cho tăng trưởng trong dài hạn. Tuy nhiên, các rủi ro quản trị doanh nghiệp và giao dịch của các bên liên quan vẫn là vấn đề đáng lo ngại.

### Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do giảm giả định tỷ suất LN thuần HĐKD

HSC giảm lần lượt 6,7% và 2,9% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2024 xuống 3,7 nghìn tỷ đồng (giảm 17,1%) và 9 nghìn tỷ đồng (giảm 8,4%) đa phần do giảm giả định tỷ suất LN thuần HĐKD xuống 69,6% từ mức 73,7%. Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận thuần dự báo giảm đa phần do giả định doanh thu chuyển nhượng shophouse giảm 59,1% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu mảng cho thuê cốt lõi dự kiến tăng nhẹ 2,8% so với cùng kỳ.

Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm tỷ lệ lấp đầy xuống 75% từ mức 80% do tỷ lệ lấp đầy trong nửa đầu năm 2024 thấp hơn dự báo do Công ty dự kiến dồn nguồn lực đẩy mạnh công tác bán hàng tại 6 TTTM mới trong năm 2024-2025 và nhiều khách thuê lớn quyết định ngừng hoạt động do HĐKD kém hiệu quả sau đại dịch COVID-19.

Sau khi giảm dự báo tỷ lệ lấp đầy, chi phí điện nước và vận hành tăng trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gia tăng, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tỷ suất LN thuần giai đoạn 2024-2026 xuống lần lượt 69,6%, 68,7%, và 69,8% từ mức 73,7%, 73,8% và 74,1%.

Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 15,1% và 17,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,3%) và 4,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17,6%).

### Định giá và khuyến nghị: Giảm 14% giá mục tiêu

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE nhưng giảm 14,1% giá mục tiêu xuống 20.700đ (tiềm năng tăng giá 15%).

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá trị hợp lý (RNAV) trên mỗi cổ phiếu ở mức 34.500đ (Bảng 1), sau khi điều chỉnh giảm 14%. Chúng tôi giảm giả định ước tính RNAV chủ yếu do giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Sau cùng, HSC áp dụng mức chiết khấu 40% (không đổi) để thiết lập giá mục tiêu mới là 20.700đ (chúng tôi phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá trong Biểu đồ 5).

Mặc dù vẫn còn những bất ổn, chúng tôi vẫn lạc quan về sự phục hồi kinh tế đang diễn ra, điều này sẽ hỗ trợ HĐKD cho thuê cốt lõi của VRE. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng VRE sẽ hưởng lợi từ danh mục dự án TTTM đang triển khai xây dựng và việc sắp đưa vào hoạt động 6 TTTM mới, điều này sẽ đảm bảo lợi nhuận cho thuê lành mạnh và tăng trưởng lợi nhuận tổng thể.

Do đó, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng đối với các giao dịch của các bên liên quan và rủi ro quản trị doanh nghiệp của VRE. Điều này có thể tác động tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của Công ty, cũng như làm suy yếu giá trị nội tại của công ty.

**Bảng 7: Định giá, VRE**

(Tỷ đồng)	Phương pháp	Tỷ lệ vốn hóa	Giữa năm 2025
Cho thuê mặt bằng	NOI / Tỷ lệ vốn hóa	7.5-10.5%	64,523,096
Phát triển BĐS	DCF		162,008
Tài sản thuần khác	Giá trị sổ sách		12,145,808
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>76,830,912</b>
Tiền mặt thuần			1,574,535
<b>RNAV</b>			<b>78,405,447</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			2,272.3
<b>RNAV/cổ phiếu (đồng)</b>			<b>34,500</b>
Chiết khấu			40%
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>			<b>20,700</b>

Nguồn: HSC

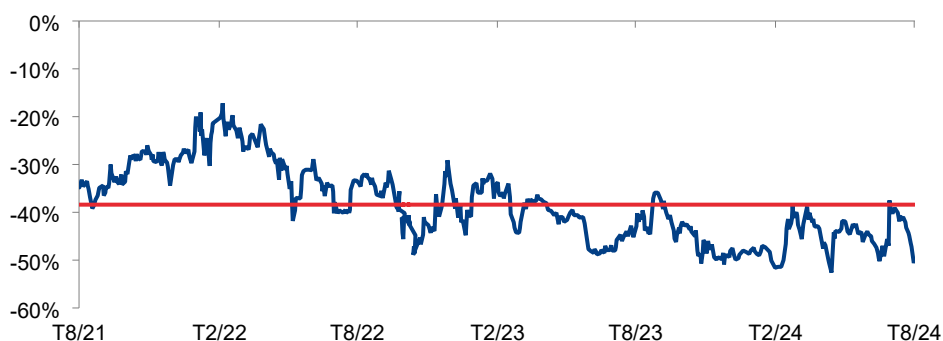
**Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VRE**

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu	27,600	24,200	<b>20,700</b>	17,300	13,800
Tiềm năng tăng/giảm	53.3%	34.4%	<b>15.0%</b>	-3.9%	-23.3%

Nguồn: HSC

**Biểu đồ 9: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VRE**

VRE đang giao dịch với chiết khấu 47,8% so với RNAV, cao hơn so với giá trị bình quân 3 năm là 38,4%



Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18,3% trong 1 tháng qua, VRE đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,8% so với ước tính RNAV (giá trị hợp lý), cao hơn bình quân 3 năm ở mức 38,4%.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	7,309	9,791	8,972	9,459	10,643
Lợi nhuận gộp	3,764	5,346	4,561	4,931	5,969
Chi phí BH&QL	(543)	(780)	(672)	(729)	(803)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>3,220</b>	<b>4,566</b>	<b>3,889</b>	<b>4,202</b>	<b>5,166</b>
Lãi vay thuần	179	816	677	468	327
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	72.8	144	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>3,473</b>	<b>5,526</b>	<b>4,566</b>	<b>4,670</b>	<b>5,493</b>
Chi phí thuế TNDN	(737)	(1,117)	(913)	(934)	(1,099)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.03)	(0.21)	(0.17)	(0.18)	(0.21)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>2,735</b>	<b>4,409</b>	<b>3,653</b>	<b>3,736</b>	<b>4,394</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>2,662</b>	<b>4,264</b>	<b>3,653</b>	<b>3,736</b>	<b>4,394</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>4,672</b>	<b>6,020</b>	<b>5,513</b>	<b>5,637</b>	<b>6,493</b>
EPS (đồng)	1,204	1,940	1,608	1,644	1,934
EPS ĐC (đồng)	1,172	1,877	1,608	1,644	1,934
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	7,020	4,102	2,506	3,100	3,035
Đầu tư ngắn hạn	97.4	1,071	1,071	1,071	1,071
Phải thu khách hàng	1,352	1,613	3,598	2,177	2,533
Hàng tồn kho	1,178	640	149	175	222
Các tài sản ngắn hạn khác	835	2,611	3,060	3,756	3,780
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10,482</b>	<b>10,036</b>	<b>10,383</b>	<b>10,279</b>	<b>10,640</b>
TSCĐ hữu hình	407	387	359	335	310
TSCĐ vô hình	10.6	26.0	7.30	7.30	7.30
Bất động sản đầu tư	26,514	25,180	26,384	27,377	27,736
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	5,245	12,024	13,123	16,040	20,068
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>32,177</b>	<b>37,617</b>	<b>39,873</b>	<b>43,759</b>	<b>48,121</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>42,659</b>	<b>47,654</b>	<b>50,256</b>	<b>54,038</b>	<b>58,761</b>
Nợ ngắn hạn	1,065	19.9	16.4	16.4	16.4
Phả trả người bán	725	448	544	558	576
Nợ ngắn hạn khác	1,980	2,195	2,061	2,172	2,443
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5,818</b>	<b>4,473</b>	<b>5,111</b>	<b>5,045</b>	<b>5,257</b>
Nợ dài hạn	2,121	3,916	2,227	2,339	2,456
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,336	1,438	1,438	1,438	1,438
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3,457</b>	<b>5,354</b>	<b>3,666</b>	<b>3,777</b>	<b>3,894</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>9,275</b>	<b>9,827</b>	<b>8,776</b>	<b>8,822</b>	<b>9,151</b>
Vốn chủ sở hữu	33,383	37,827	41,480	45,216	49,610
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	23.3	23.5	23.6	23.8
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>33,383</b>	<b>37,827</b>	<b>41,480</b>	<b>45,216</b>	<b>49,610</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>42,659</b>	<b>47,654</b>	<b>50,256</b>	<b>54,038</b>	<b>58,761</b>
BVPS (đ)	14,677	16,637	18,244	19,888	21,822
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(3,833)	(166)	(262)	(745)	(563)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	3,220	4,566	3,889	4,202	5,166
Khấu hao	(1,452)	(1,454)	(1,624)	(1,434)	(1,327)
Lãi vay thuần	179	816	677	468	327
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(576)	(913)	(934)	(1,099)
Thay đổi vốn lưu động	822	(1,492)	(1,780)	(2,649)	(4,506)
Khác	132	271	1,085	801	639
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>5,108</b>	<b>3,892</b>	<b>3,578</b>	<b>2,558</b>	<b>1,216</b>
Đầu tư TS dài hạn	(2,538)	(8,322)	(3,482)	(2,075)	(1,398)
Góp vốn & đầu tư	0	1,956	0	0	0
Thanh lý	(109)	(2.19)	0	0	0
Khác	1,281	(1,153)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(1,366)</b>	<b>(7,521)</b>	<b>(3,482)</b>	<b>(2,075)</b>	<b>(1,398)</b>
Cổ tức trả cho CSH	0	(21.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2.00	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	1,782	(1,692)	111	117
Khác	(21.4)	(1,050)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(19.4)</b>	<b>711</b>	<b>(1,692)</b>	<b>111</b>	<b>117</b>
Tiền & tương đương tiền đầu ki	3,297	7,020	4,102	2,506	3,100
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>3,722</b>	<b>(2,918)</b>	<b>(1,595)</b>	<b>594</b>	<b>(65.2)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối ki</b>	<b>7,019</b>	<b>4,102</b>	<b>2,506</b>	<b>3,100</b>	<b>3,035</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>2,570</b>	<b>(4,430)</b>	<b>96.3</b>	<b>482</b>	<b>(182)</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	51.5	54.6	50.8	52.1	56.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	63.9	61.5	61.4	59.6	61.0
Tỷ suất LNT (%)	37.4	45.0	40.7	39.5	41.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	34.0	(8.37)	5.43	12.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	44.3	28.8	(8.42)	2.24	15.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	108	60.2	(14.3)	2.26	17.6
Tăng trưởng EPS (%)	108	61.2	(17.1)	2.26	17.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	108	60.2	(14.3)	2.26	17.6
Tăng trưởng DPS (%)	-	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	83.1	51.5	62.2	60.8	51.7
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	8.55	12.4	9.22	8.62	9.27
ROACE (%)	8.97	11.4	8.81	8.93	10.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.22	0.18	0.18	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.59	0.85	0.92	0.61	0.24
Số ngày tồn kho	121	52.5	12.3	14.1	17.3
Số ngày phải thu	139	132	298	176	198
Số ngày phải trả	74.6	36.8	45.0	45.0	45.0
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.85)	0.39	0.86	(0.29)	0.29
Nợ/tài sản (%)	10.3	8.92	5.70	5.50	5.41
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.94	0.71	0.52	0.53	0.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	2.24	2.03	2.04	2.02
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	5.08	4.16	4.53	4.25	3.79
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.94	6.77	7.38	7.13	6.22
P/E (lần)	15.0	9.28	11.2	10.9	9.31
P/E ĐC (lần)	15.4	9.59	11.2	10.9	9.31
P/B (lần)	1.23	1.08	0.99	0.91	0.82
Lợi suất cổ tức (%)	5.56	5.56	5.56	5.56	5.56

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn