

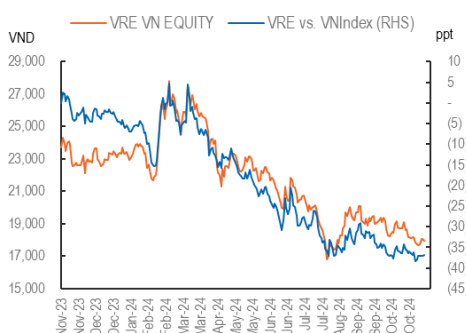
VRE
MUA
Giá mục tiêu tăng +26,5%
Đóng cửa: 18/11/2024
Giá 18.100 đồng
Mục tiêu 12T 22.900 đồng
Tiêu điểm

- ▶ **Doanh thu cho thuê dự kiến tăng trưởng ổn định so với cùng kỳ**, trong khi doanh thu từ bán bất động sản sẽ đóng vai trò là nguồn thu bổ sung không thường xuyên.
- ▶ **VRE ghi 16,5 nghìn tỷ đồng tiền đặt cọc cho các dự án trong kế hoạch**, chiếm 31% tổng tài sản tính đến cuối Q3/2024.
- ▶ **Hạ dự báo về tăng trưởng giá thuê và mở rộng tổng diện tích sàn (GFA).**
- ▶ **Giảm giá mục tiêu xuống còn 22.900 đồng**, chiết khấu 15% so với giá trị ước tính hợp lý.

Quan điểm

- ▶ **Việc phân loại lại các giao dịch với Vingroup**, từ giao dịch các bên liên quan sang giao dịch bên thứ ba khó thuyết phục được các nhà đầu tư...
- ▶ **...và mức chiết khấu so với giá trị hợp lý** nhiều khả năng sẽ duy trì do lo ngại liên quan đến tập đoàn.
- ▶ **Hiệu quả sử dụng vốn và việc liên tục mở các trung tâm thương mại (TTM) mới** có thể giúp giảm bớt lo ngại của nhà đầu tư.
- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA**, vì cổ phiếu này hiện đang ở mức định giá rất hấp dẫn ngay cả khi không tính đến phần lớn tiền đặt cọc cho dự án.

Tổng quan danh nghiệp: VRE là nhà phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam với 87 trung tâm thương mại, tổng diện tích khoảng 1,83 triệu m² GFA tại 49 tỉnh thành. VRE tận dụng hệ sinh thái của Vingroup (VIC, không đánh giá) để mở rộng mảng bất động sản thương mại. Tương tự như vị thế của Vinhomes (VHM, MUA) trong mảng bất động sản nhà ở, mô hình này là điểm khác biệt của VRE so với các đối thủ trong mảng bất động sản bán lẻ.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường	1.605 triệu USD
GTGD BQ 6T	8 triệu USD
SLCP đang lưu hành	2,3 tỷ CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	30 %
Sở hữu nước ngoài	22 %
Cổ đông lớn	64 %
Room ngoại	27 %
Nợ ròng/VCSH Q3/2024	-2,1%
P/B hiện tại (x)	1,0x
P/B 2024E (x)	1,0x
P/B 2025E (x)	0,9x

Tình hình tài chính (đơn vị: tỷ đồng)

Năm tài chính	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	9.791	8.586	8.492
Lợi nhuận hoạt động	4.566	4.274	4.309
EBIT	4.409	4.186	4.228
Lợi nhuận ròng	1.940	1.797	1.816
EPS (VNĐ)	59%	-7%	1%
EPS (YoY)	1,11	1,00	0,89
ROE (%)	12,4%	10,5%	10,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: VRE, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:
Nguyễn Khắc Minh Tâm

+84 28 3622 6868 ext 3815

tam.nguyen@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA
CTCP Vincom Retail (VRE)
HOÀI NGHI VÀ KỶ VỌNG

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ cho thuê sẽ duy trì tăng trưởng ổn định YoY, trong khi doanh thu từ bán bất động sản đóng vai trò nguồn thu bổ sung không thường xuyên. Doanh thu 9T2024 VRE đạt 6.811 tỷ đồng (-8,6% YoY) và LNST đạt 3.010 tỷ đồng (-9,9% YoY), đều giảm do số lượng bàn giao shophouse thấp hơn. Triển vọng doanh thu từ cho thuê dự kiến được hỗ trợ bởi (1) Mở rộng diện tích sàn (GFA), (2) cải thiện tỷ lệ lấp đầy (3) giá thuê cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ bán bất động sản sẽ đóng góp thêm vào doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2028, với tổng doanh thu ước tính khoảng 8,0 nghìn tỷ đồng từ 1.000 căn shophouse tại Royal Island và 200 căn shophouse tại Golden Avenue.

Tiền đặt cọc cho các dự án trong kế hoạch đã đạt 16,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 31% tổng tài sản Q3/2024. Bao gồm 14,2 nghìn tỷ đồng cho các dự án bên liên quan (11,2 nghìn tỷ đồng cho 800.000 m² GFA – khoảng 12 trung tâm thương mại mới; và 3,0 nghìn tỷ đồng cho 1.200 căn shophouse) và 2,3 nghìn tỷ đồng cho các dự án của bên thứ ba chưa công bố.

Việc phân loại lại các giao dịch của VRE với VIC từ giao dịch với bên liên quan sang giao dịch với bên thứ ba, bắt đầu từ Q4/2024, khó có khả năng loại bỏ hoàn toàn mức chiết khấu định giá của cổ phiếu. Việc VIC thoái vốn tại SDI/Sado (đơn vị nắm giữ 41,5% số cổ phiếu đang lưu hành của VRE) đồng nghĩa VIC chỉ còn sở hữu trực tiếp 18,4% cổ phần VRE, thấp hơn mức ngưỡng của bên liên quan. Tuy nhiên, trên thực tế, chúng tôi cho rằng hoạt động của VRE – và cách các nhà đầu tư nhìn nhận – vẫn gắn liền với VIC và VHM.

Tuy nhiên, việc chứng minh hiệu quả sử dụng vốn theo thời gian và duy trì việc mở mới các TTTM một cách ổn định có thể giúp giảm bớt lo ngại của thị trường về rủi ro liên quan đến khoản tiền đặt cọc lớn cho các dự án trong kế hoạch.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA, nhưng giảm giá mục tiêu xuống còn 22.900 đồng/CP, tương ứng mức tăng +26,5%. Việc điều chỉnh giá mục tiêu dựa trên quy trình hai bước: **Bước 1:** Chiết khấu -29% ước tính giá trị hợp lý, sau khi áp dụng (1) giả định tăng trưởng giá thuê thấp hơn, (2) triển vọng thận trọng hơn về kế hoạch mở mới TTTM, và (3) chi phí VCSH cao hơn. **Bước 2:** Loại trừ có chọn lọc các khoản tiền đặt cọc không chắc chắn về khả năng chuyển đổi thành tài sản thực.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Nội dung

VINCOM RETAIL: ĐIỂM NỔI BẬT VỀ KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG	3
KẾT QUẢ 9T2024 GIẢM SO VỚI CÙNG KỲ DO SỐ LƯỢNG BÁN GIAO SHOPHOUSE GIẢM	3
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI SỰ THAY ĐỔI TRONG HÀNH VI TIÊU DÙNG	3
RANH GIỚI MONG MANH GIỮA HOÀI NGHI VÀ KỶ VỌNG	4
TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN TÍCH CỰC	5
ĐẦU TƯ CAPEX CHIẾN LƯỢC	6
11,2 NGHÌN TỶ ĐỒNG TIỀN ĐẶT CỌC CHO VIỆC MỞ RỘNG THÊM 800.000 M ² GFA.....	6
2,3 NGHÌN TỶ ĐỒNG TIỀN ĐẶT CỌC CHO BẾN THỨ BA	6
3,0 NGHÌN TỶ ĐẶT CỌC TẠI VINHOMES CHO KHOẢNG 1.200 CĂN SHOPHOUSE.....	6
TỔNG ĐẶT CỌC 16,5 NGHÌN TỶ ĐỒNG CHO CÁC DỰ ÁN TRONG KẾ HOẠCH	6
ĐỊNH GIÁ	8
KỊCH BẢN CƠ SỞ – CẬP NHẬT LẠI GIÁ TRỊ ĐỊNH GIÁ:.....	8
KỊCH BẢN THẬN TRỌNG – GIÁ MỤC TIÊU:.....	8
KỊCH BẢN TỐI TỆ – GIÁ ĐỊNH 100% KHOẢN ĐẶT CỌC BÊN LIÊN QUAN KHÔNG CÓ GIÁ TRỊ	9
RỦI RO ĐỐI VỚI QUAN ĐIỂM CỦA CHÚNG TÔI	11
1. RỦI RO TRONG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ.....	11
2. GIAO DỊCH VỚI BÊN LIÊN QUAN	11
3. RỦI RO VẬN HÀNH.....	11
4. RỦI RO TĂNG GIÁ.....	12
APPENDIX A: IMPORTANT DISCLOSURES	14
RATINGS DEFINITIONS	14
GLOBAL DISCLAIMER	14

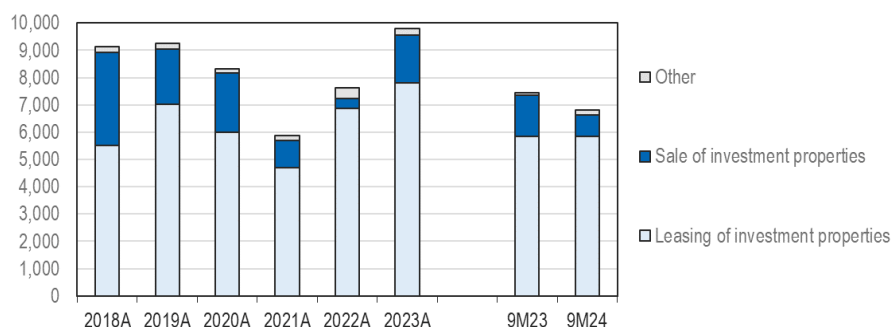
Vincom Retail: Điểm nổi bật về kết quả hoạt động

Kết quả 9T2024 giảm so với cùng kỳ do số lượng bàn giao shophouse giảm

Doanh thu 9T2024 đạt 6.811 tỷ đồng (-8,6% YoY), LNST đạt 3.010 tỷ đồng (-9,9% YoY).

- **Doanh thu cốt lõi từ cho thuê duy trì ổn định**, đạt 5.900 tỷ đồng (chiếm 86% tổng doanh thu), đi ngang svck.
- **Doanh số shophouse giảm -48% YoY trong 9T2024**, chỉ bàn giao 156 căn với hơn 292 căn trong 9T2023. Doanh thu chưa ghi nhận từ hợp đồng đặt cọc đạt 249 tỷ đồng tại Q3/2024, trong đó 60 tỷ đồng dự kiến ghi nhận trong Q4/2024 và phần còn lại sẽ ghi nhận trong 1H2025.
- **Kết quả hoạt động ba quý đầu năm thấp hơn một chút so với kế hoạch năm**, đạt 72% mục tiêu doanh thu thuần cả năm (4.500 tỷ đồng) và 68% mục tiêu LNST năm 2024 (4.420 tỷ đồng).

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Hiệu quả hoạt động bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng

Tỷ lệ lấp đầy: Sự thay đổi hành vi tiêu dùng thúc đẩy tăng trưởng hai con số ở các ngành như thực phẩm & ăn uống (F&B) và giải trí. Tuy nhiên, các lĩnh vực như thời trang và mỹ phẩm đối mặt với cạnh tranh gay gắt và tỷ lệ thay đổi khách thuê cao.

VRE đang điều chỉnh cơ cấu khách thuê, tập trung vào khách thuê mảng F&B và giải trí. Quá trình này cần thời gian để các khách thuê hoàn thiện cửa hàng, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy bị ảnh hưởng từ Q1/2024. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã cải thiện dần và dự kiến phục hồi mạnh hơn từ năm 2026.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ lấp đầy

Code	Occupance rate	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	1Q24	2Q24	3Q24
VCC	Vincom Center	91.7%	91.3%	92.7%	93.0%	93.0%	94.0%	93.3%	93.0%	92.0%
VMM	Vincom Mega Mall	88.5%	91.7%	86.8%	86.3%	86.0%	88.0%	86.5%	88.2%	88.3%
VCP	Vincom Plaza	88.3%	88.7%	81.5%	77.8%	77.0%	88.0%	78.6%	79.7%	81.3%
VC+	Vincom +	78.5%	84.9%	75.2%	73.1%	73.0%	84.0%	68.1%	69.0%	69.9%
Total		86.8%	89.8%	84.4%	82.5%	83.5%	88.5%	82.8%	83.9%	84.6%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Giá thuê: VRE dự kiến giá thuê nhìn chung sẽ ổn định trong ít nhất ba quý tới do (1) VRE điều chỉnh cơ cấu khách thuê để phù hợp với sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng, và (2) tâm lý và sức mua của người tiêu dùng yếu hơn một chút so với năm 2023.

Ranh giới mong manh giữa hoài nghi và kỳ vọng

CAPEX (chi phí tài sản cố định) lớn thúc đẩy tăng trưởng. Các khoản đầu tư mở rộng quy mô lớn thường phản ánh sự tự tin của doanh nghiệp về nhu cầu thị trường và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Việc thực hiện hiệu quả các khoản đầu tư này có thể trở thành chất xúc tác tích cực cho hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu.

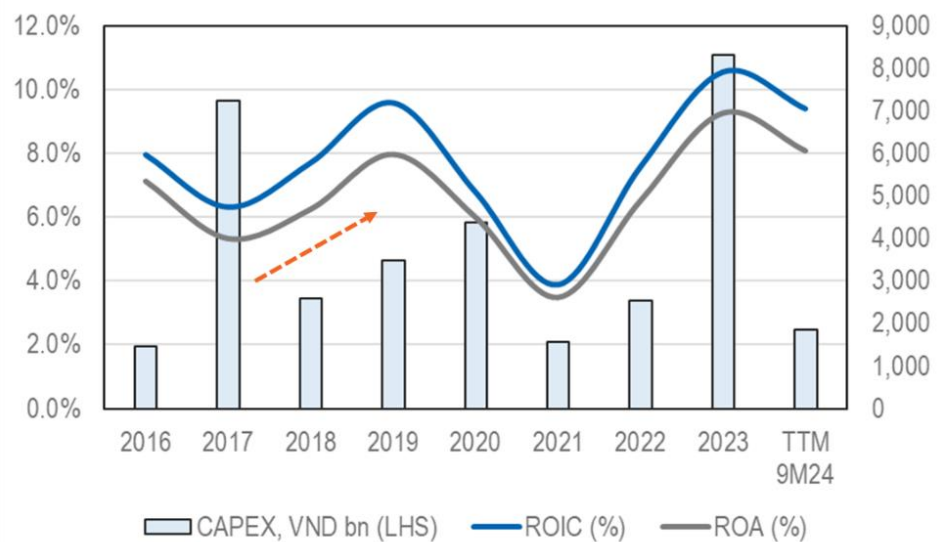
Đối với mảng kinh doanh TTTM, CAPEX được phân bổ theo từng trung tâm. Nhà đầu tư có thể đánh giá hiệu quả của các khoản đầu tư này bằng cách theo dõi ROIC hoặc ROA của công ty theo thời gian.

Với VRE, hiệu quả CAPEX trong năm 2023 là rất tốt, ROIC đạt 10,6% và ROA đạt 9,3%, vượt mức đỉnh trước đó vào năm 2019 (ROIC 9,6% và ROA 8%). Tính đến 9T2024, ROIC và ROA lần lượt đạt 9,4% và 8,1% – thấp hơn một chút so với đỉnh năm 2023 nhưng vẫn cao hơn mức điểm chuẩn của năm 2019.

VRE đã mở 04 trung tâm mới trong 9T2024. Với thời gian trung bình một năm để các trung tâm mới đạt mức thu nhập ổn định, chúng tôi đánh giá kết quả lợi nhuận 9T2024 là khá tích cực.

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục duy trì hiệu quả sử dụng vốn trong khi liên tục mở các trung tâm mới. Theo thời gian, điều này có thể giúp giảm bớt lo ngại của thị trường về rủi ro liên quan đến khoản tiền đặt cọc lớn cho các dự án trong tương lai.

Biểu đồ 3: Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi đang quá đơn giản, hay VRE quá phức tạp? Chúng tôi vẫn xem xét VRE như một thực thể độc lập.

Tuy nhiên, dường như thị trường lại không nhìn nhận như vậy, và mối quan hệ với Vingroup có vẻ là yếu tố chính trong việc cổ phiếu giảm giá mạnh gần đây – đúng hay sai. VRE có thể xóa bỏ nghi ngờ này theo thời gian thông qua việc thực thi chiến lược kinh doanh hiệu quả.

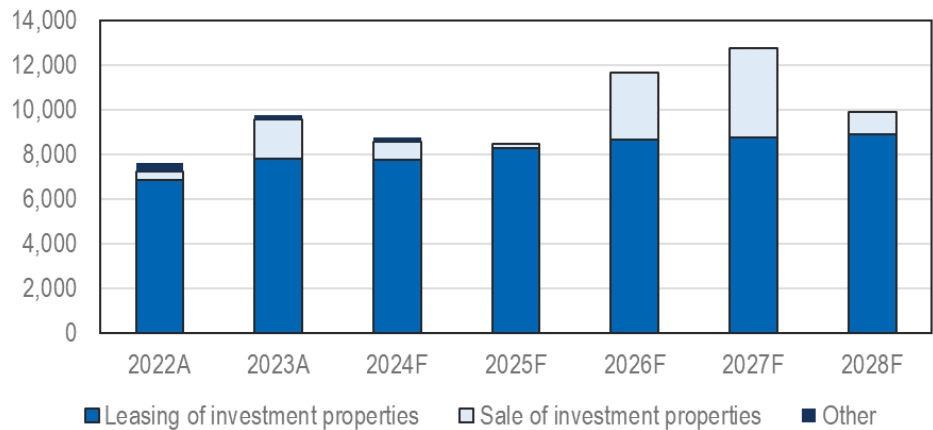
Tuy nhiên, thực tế là cổ phiếu có thể sẽ giao dịch với mức chiết khấu so với giá trị tài sản ròng hợp lý của công ty. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu xuống 22.900 đồng, tương đương mức chiết khấu -15,5% so với ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi, được trình bày ở [phần định giá](#) dưới đây.

Triển Vọng Lợi Nhuận Tích Cực

Màng kinh doanh cốt lõi: Doanh thu cho thuê đã cải thiện svck trong 9T2024 nhờ các yếu tố sau:

- (1) liên tục mở mới các TTM và tăng GFA với tốc độ nhanh, thêm khoảng 800.000 m² (+46% so với cuối năm 2023);
- (2) nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua tăng tỷ lệ lấp đầy nhờ cải tạo lại tài sản và chiến lược tiếp thị hiệu quả, và
- (3) giá thuê tăng do điều chỉnh giá thuê trong hợp đồng và điều kiện thị trường thuận lợi, thu hút các khách thuê mới với mức giá cao hơn.

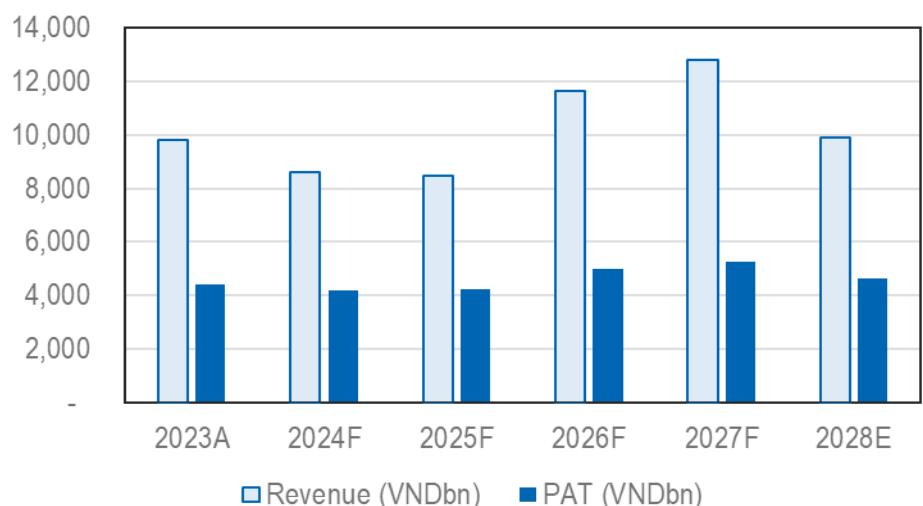
Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Bán bất động sản: Nguồn thu bổ sung cho lợi nhuận của VRE trong giai đoạn 2026-2028E, với tổng doanh thu dự kiến khoảng 8.000 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng nguồn thu này đến từ 1.000 căn tại Vinhomes Island và 200 căn tại Golden Avenue, với biên lợi nhuận gộp khoảng 30%. VRE dự kiến bắt đầu mở bán vào cuối 2025, với các đợt bàn giao đầu tiên vào năm 2026.

Biểu đồ 5: Lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 được thúc đẩy bởi doanh thu bán BĐS



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Đầu Tư CAPEX Chiến Lược

11,2 nghìn tỷ đồng tiền đặt cọc cho việc mở rộng thêm 800.000 m² GFA

Tổng CAPEX cho 12 TTTM mới (bao gồm 2 VCP và 10 VMM) theo VRE ước tính là khoảng 22 nghìn tỷ đồng. Hiện tại, VRE đã phân bổ một nửa trong số này dưới dạng tiền đặt cọc cho các bên liên quan, phần còn lại sẽ phụ thuộc vào tiến độ hành chính và xây dựng. Sau khi chuyển nhượng các TTTM từ các bên liên quan sang VRE, khoản tiền đặt cọc này sẽ được ghi nhận vào mục tài sản đầu tư.

2,3 nghìn tỷ đồng tiền đặt cọc cho bên thứ ba

Ban lãnh đạo cho biết khoản tiền cọc này được dùng để mua các dự án, nhưng chưa công bố chi tiết thêm.

3,0 nghìn tỷ đặt cọc tại Vinhomes cho khoảng 1.200 căn shophouse

VRE đang tiến hành mua 1.000 căn tại Vinhomes Island và 200 căn tại Golden Avenue. Tổng giá trị phát triển (GDV) ước đạt khoảng 6,1 nghìn tỷ đồng, với biên lợi nhuận gộp khoảng 30%. VRE dự kiến bắt đầu mở bán vào cuối năm 2025 và bàn giao vào năm 2026.

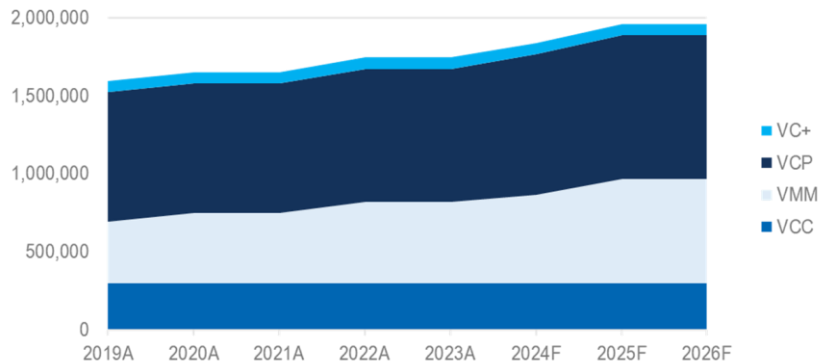
Tổng đặt cọc 16,5 nghìn tỷ đồng cho các dự án trong kế hoạch

Đến cuối Q3/2024, VRE đã đặt cọc tổng cộng 16,55 nghìn tỷ đồng cho các dự án trong kế hoạch, chiếm 31% tổng tài sản. Trong đó, 14,2 nghìn tỷ đồng là số tiền đặt cọc với các bên liên quan và 2,3 nghìn tỷ đặt cọc với bên thứ ba không tiết lộ chi tiết.

VRE đặt mục tiêu mở 8 TTTM mới trong giai đoạn 2024-2025, bổ sung thêm 215.000 m² GFA

Trong Q3/2024, VRE ra mắt Vincom Plaza (VCP) Bắc Giang với diện tích 13.400 m² GFA. Trong 9T2024, VRE mở 4 TTTM mới gồm Vincom Mega Mall (VMM) Grand Park: 45.700 m² GFA, VCP Điện Biên Phủ: 11.942 m² GFA, VCP Hà Giang: 9.796 m² GFA, VCP Bắc Giang: 13.372 m² GFA.

Biểu đồ 6: Liên tiếp mở rộng GFA (m²)



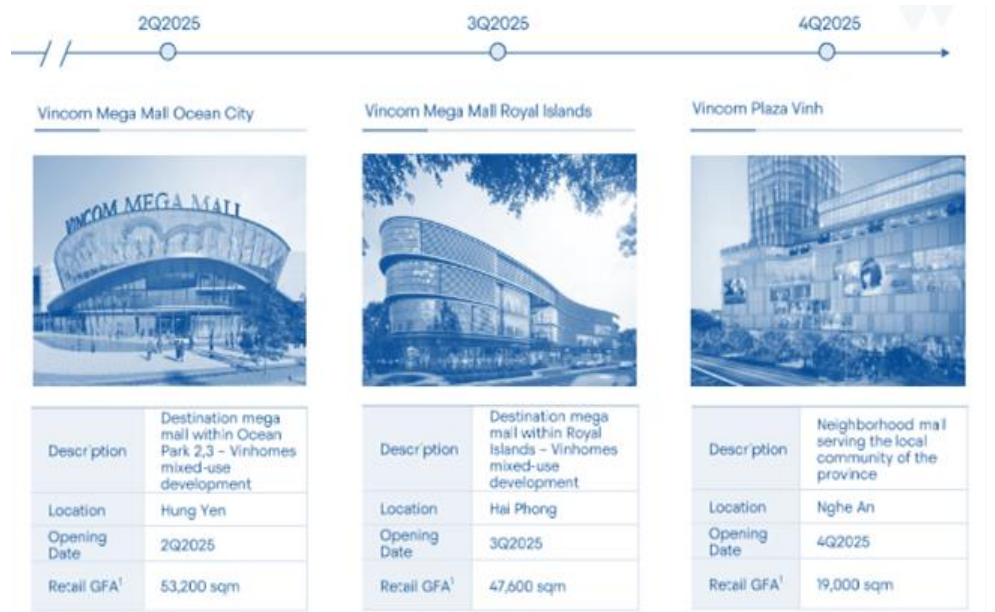
Code	No. of malls	2019A <=	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
VCC	Vincom Center	7							
VMM	Vincom Mega Mall	3	▶ 1		▶ 1		▶ 1	▶ 1	
VCP	Vincom Plaza	54			▶ 2		▶ 4	▶ 1	
VC+	Vincom +	15							
Total		79	1		3		5	3	
Accumulated		79	80	80	83	83	88	91	91

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

VRE dự kiến khai trương VCP Đông Hà (Quảng Trị) vào cuối Q4/2024, nâng tổng GFA lên 1,8 triệu m² (+5,5% YoY).

Dự kiến năm 2025, khai trương 3 TTTM mới (VMM Ocean City, VMM Royal Islands, VCP Vinh) bổ sung thêm 120.000 m² GFA, nâng tổng GFA cuối 2025 lên 2,0 triệu m² (+6,5% YoY).

Biểu đồ 7: Mục tiêu khai trương 3 TTTM mới trong 2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Định giá

Tình huống đặc biệt của VRE. Cổ phiếu VRE bị đánh giá thấp đáng kể nếu xét trên cơ sở độc lập do lo ngại từ thị trường về mối quan hệ với tập đoàn mẹ. Phản ánh rủi ro này, cổ phiếu VRE dự kiến tiếp tục được giao dịch với mức chiết khấu so với giá trị hợp lý (NAV). Như vậy, nhà đầu tư và chuyên viên phân tích cần phải xem xét cả hoạt động kinh doanh của VRE và mức độ kéo dài của mức chiết khấu mà thị trường áp dụng chiết khấu cho những lo ngại này.

Ước tính của chúng tôi đối với giá trị hợp lý của VRE dựa trên ba kịch bản dưới đây:

- **Kịch bản cơ sở:** Định giá tiêu chuẩn, coi VRE là một thực thể độc lập với đầy đủ tài sản hiện tại và tiềm năng kinh doanh.
- **Kịch bản thận trọng:** Loại bỏ các khoản đặt cọc không chắc chắn (ví dụ: các dự án chưa rõ mục đích hoặc chưa chắc sẽ chuyển đổi thành tài sản thực). Giữ lại giá trị đặt cọc của 3 dự án TTTM sẽ mở vào 2025 và 3,0 nghìn tỷ đồng đặt cọc cho 1,200 shophouse trong khi loại bỏ giá trị đặt cọc của những dự án còn lại.
- **Kịch bản tiêu cực:** Loại bỏ toàn bộ giá trị các khoản giao dịch với các bên liên quan.

Kịch bản cơ sở – cập nhật lại giá trị định giá:

Giá trị hợp lý mới của chúng tôi sau khi cập nhật theo phương pháp NAV là 27.100 đồng, thấp hơn -29% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Việc giảm mạnh giá trị này do điều chỉnh chính ba giả định bên dưới.

1. Giảm kỳ vọng tăng trưởng doanh thu cho thuê từ mức dự phóng lạc quan trước đó. Mô hình định giá ban đầu của chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng giá thuê bình quân +5% YoY trong 10 năm tới, dựa trên mức tăng +2,5% của giá thuê và +3,5% điều chỉnh tăng của sức mua. Hiện tại, chúng tôi đã điều chỉnh dự giả định tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) trong 10 năm tới ở mức chỉ +1%.

2. Cắt giảm giả định GFA/số lượng TTTM: Mô hình định giá mới áp dụng con số 215.000 m² hay 8 TTTM mới, thay vì 335.000 m² hay 11 TTTM trước đó. Sự điều chỉnh này phản ánh sự thận trọng đối với kế hoạch tăng khoảng 800 nghìn m² GFA mà VRE đã thực hiện đặt cọc.

3. Chúng tôi cũng tăng Beta từ 0,85 lên 1, phản ánh độ nhạy cao hơn với biến động thị trường. Sự điều chỉnh này đến từ kỳ vọng của chúng tôi về việc hoạt động kinh doanh của VRE sẽ liên kết chặt chẽ với biến động của kinh tế, cho thấy mức rủi ro cao hơn so với nhận định trước đây của chúng tôi.

Biểu đồ 8: Kịch bản cơ sở -- Tóm tắt giá trị ước tính hợp lý

Code	Shopping Mall	Approach	Effective ownership (%)	Effective NAV (VND bn)	Proportion of NAV (%)
VCC	Vincom Center	DCF + Cap rate	100%	13,339	22%
VMM	Vincom Mega	DCF + Cap rate	100%	16,271	26%
VCP	Vincom Plaza	DCF + Cap rate	100%	18,926	31%
VC+	Vincom +	DCF + Cap rate	100%	1,020	2%
LEASING SERVICES			100%	49,556	
PROPERTY SALES			100%	1,600	3%
Other deposits made			100%	9,600	
Cash and cash equivalent				4,885	
Total borrowings				-4,022	
NAV (VND billion)				61,619	
Number of share (billion share)				2.27	
Fair Price (VND/Share)				27,100	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Kịch bản thận trọng – giá mục tiêu:

Chúng tôi hiểu rằng việc đề cập về rủi ro “bên liên quan” sẽ xung đột với thông tin công bố của VRE rằng VIC hiện chỉ còn nắm giữ 18,4% cổ phần của VRE (Q4/2024). Tuy nhiên, việc phân loại VIC và VHM là bên thứ ba theo quy định kế toán khó có thể làm giảm lo ngại của thị trường về rủi ro liên quan đến hoạt động của Vingroup. Trên thực tế, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục gắn bó chặt chẽ với VIC và VHM trong tương lai dù cả hai công ty này hiện đang được phân loại là bên thứ ba.

Mức giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn giá trị hợp lý khi xét VRE là một thực thể độc lập do chúng tôi cho rằng thị trường sẽ áp dụng mức chiết khấu, không phải vì các khoản đặt cọc với bên liên quan không có giá trị. Trên thực tế, dù phân loại như thế nào theo chuẩn mực kế toán, chúng tôi cho rằng tư cách thành viên trong hệ sinh thái Vingroup là một thế mạnh của VRE.

Tuy nhiên, mức giá mục tiêu của chúng tôi chỉ phản ánh tiềm năng của khoản đặt cọc cho 3 TTTM dự kiến khai trương vào 2025 và 3,0 nghìn tỷ đồng cho 1.200 căn shophouse trong khi giả định các khoản đặt cọc khác không có giá trị (loại bỏ hoàn toàn khỏi mô hình định giá khi tính toán giá mục tiêu).

Dựa trên sự điều chỉnh này, giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi giảm xuống còn 22.900 đồng (giảm -15,5% so với giá trị hợp lý điều chỉnh đã điều chỉnh giảm của chúng tôi). Cần lưu ý, mức giá này vẫn tương đương với mức tăng +26,5% tổng mức sinh lời cho cổ đông, nhấn mạnh tiềm năng giá trị cao (deep value) của cổ phiếu.

Biểu đồ 9: Kịch bản thận trọng – Tóm tắt định giá

Code	Shopping Mall	Approach	Effective ownership (%)	Effective NAV (VND bn)	Propotion of NAV (%)
VCC	Vincom Center	DCF + Cap rate	100%	13,339	22%
VMM	Vincom Mega	DCF + Cap rate	100%	16,271	26%
VCP	Vincom Plaza	DCF + Cap rate	100%	18,926	31%
VC+	Vincom +	DCF + Cap rate	100%	1,020	2%
LEASING SERVICES				49,556	
PROPERTY SALES				1,600	3%
Other deposits made				0	
Cash and cash equivalent				4,885	
Total borrowings				-4,022	
NAV (VND billion)				52,019	
Number of share (billion share)				2.27	
Fair Price (VND/Share)				22,900	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Kịch bản tiêu cực – Giả định 100% khoản đặt cọc bên liên quan không có giá trị

Kịch bản cực kỳ bảo thủ này giả định toàn bộ 15.661 tỷ đồng giá trị giao dịch với bên liên quan (tính đến Q3/2024) đều không còn giá trị. Chúng tôi phải nhấn mạnh rằng đây là một cách tiếp cận cực kỳ bảo thủ và thiếu thực tế, trong đó giả định giá trị đặt cọc của ba TTTM dự kiến khai trương trong 2025 và 1.200 căn shophouse dự kiến mở bán từ năm sau có giá trị bằng 0.

Sau khi loại bỏ những khoản trên, giá mục tiêu của chúng tôi giảm thêm -11,8% so với mức giá mục tiêu của kịch bản thận trọng, đạt 20.200 đồng.

Cần lưu ý, mức giá này vẫn ngụ ý mức sinh lời +11,6% so với giá đóng cửa ngày 18/11, hỗ trợ lập luận cho khuyến nghị MUA, nhưng quan trọng hơn, mức sinh lời này xác nhận rằng cổ phiếu VRE đã vào vùng định giá hấp dẫn (deep value).

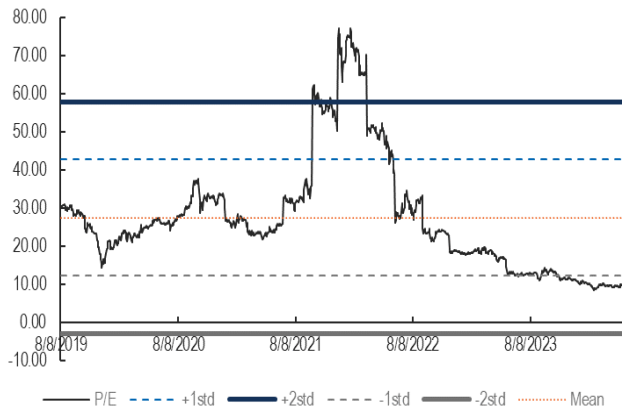
Biểu đồ 10: Kịch bản tiêu cực -- Tóm tắt định giá

Code	Shopping Mall	Approach	Effective ownership (%)	Effective NAV (VND bn)	Propotion of NAV (%)
VCC	Vincom Center	DCF + Cap rate	100%	13,339	22%
VMM	Vincom Mega	DCF + Cap rate	100%	16,271	26%
VCP	Vincom Plaza	DCF + Cap rate	100%	18,926	31%
VC+	Vincom +	DCF + Cap rate	100%	1,020	2%
LEASING SERVICES				49,556	
PROPERTY SALES				1,600	3%
Other deposits have made				9,600	
Cash and cash equivalent				4,885	
Total borrowings				-4,022	
Total 3Q24 related party exposures				-15,661	
NAV (VND billion)				45,958	
Number of share (billion share)				2.27	
Price (VND/Share)				20,200	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

VRE hiện giao dịch ở mức P/E 10,0x và P/B 1,0x, thấp hơn mức -2 độ lệch chuẩn so với bình quân lịch sử. Điều này cho thấy cổ phiếu đang bị định giá thấp so với hiệu suất trong quá khứ.

Biểu đồ 11: P/E lịch sử



Biểu đồ 12: P/B lịch sử



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

1. Rủi ro trong mô hình định giá

Ước tính giá trị tài sản ròng (NAV) của chúng tôi phụ thuộc vào 4 giả định chính:

- Tăng trưởng giá thuê:** Chúng tôi giả định mức tăng +1%/năm trong 10 năm tới.
- Tỷ lệ lấp đầy:** Chúng tôi giả định VRE có thể duy trì tỷ lệ lấp đầy bình quân ở mức cao, khoảng 90%.
- Tỷ suất vốn hóa:** Dù chúng tôi đã cố gắng giảm sự phụ thuộc vào tỷ suất vốn hóa, giá trị cuối kỳ (terminal value) vẫn chiếm khoảng 60% tổng giá trị TTTM trong mô hình định giá của chúng tôi.
- Rủi ro tăng giá: mục tiêu mở rộng 800,000 m² GFA.** Mô hình của chúng tôi hiện chỉ bao gồm 215,000 m² hay 8 TTTM mới, thay vì 335.000 m² hay 11 TTTM mới như trong giả định ban đầu, dù mục tiêu của VRE là 800.00 m² GFA.

2. Giao dịch với bên liên quan

Các giao dịch với bên liên quan gây lo ngại bởi (1) các công ty trong tập đoàn (ví dụ: Vinfast, Vinpearl) từng phụ thuộc vào các thành viên mạnh hơn (như VRE, VHM) để hỗ trợ về mặt tài chính và vận hành và (2) số lượng cổ phiếu VRE không được tiết lộ đang được sử dụng làm tài sản thế chấp cho các khoản vay của tập đoàn.

Điều này có thể gây rủi ro cho cổ đông VRE, cũng như ảnh hưởng tiêu cực về uy tín trong trường hợp liên quan đến kiện tụng, quy định, hoặc các tin tức bất lợi chung.

Tuy nhiên, VIC đã hoàn tất việc thoái vốn tại SDI/Sado, công ty sở hữu 41,5% cổ phần VRE. Hiện tại, Vingroup chỉ trực tiếp nắm giữ 18,37% cổ phần VRE.

Do đó, các báo cáo tài chính trong tương lai sẽ không còn phân loại giao dịch với Vingroup và các công ty liên quan của tập đoàn này là giao dịch với bên liên quan.

Sự thay đổi này có thể củng cố xu hướng của nhà đầu tư trong việc tiếp tục áp dụng mức chiết khấu đối với định giá VRE, bởi trên thực tế, các hoạt động của VRE trong tương lai vẫn sẽ gắn bó chặt chẽ với VIC và VHM.

Biểu đồ 13: Giao dịch với bên liên quan (tỷ đồng)

	FY 16	FY 17	FY 18	FY 19	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23	3Q24
Transactions with related parties in Total Assets	4,058	9,973	3,161	2,223	3,523	4,535	5,525	12,834	15,661
CURRENT ASSETS	1,445	5,681	2,167	1,197	562	2,791	1,240	2,000	4,003
Receiveable from clients	104	215	226	78	77	123	249	282	479
Other receivable	390	275	157	55	485	99	314	182	484
Other assets	950	2,578	1,783	1,065		2,273	657	1,515	3,040
Loans receivables		2,613				295	20	20	
Other investments									1,336
LONG-TERM ASSETS	2,613	4,291	994	1,026	2,961	1,744	4,285	10,834	11,658
Prepayment		1,117	268	258		238	327	315	305
Other Assets		3,174	556	597	2,790	1,334	3,785	10,346	11,180
Loans receivables	2,613		170	171	171	172	172	173	172
Total Assets (VND bn)	34,299	38,133	38,684	35,839	39,816	37,873	42,701	47,654	53,175
Related-party balance sheet exposures / Total assets	12%	26%	8%	6%	9%	12%	13%	27%	29%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

3. Rủi ro vận hành

Chúng tôi nhận định thị trường bất động sản thương mại và thị trường tiêu dùng hiện đang phục hồi về mức trước đại dịch. Tuy nhiên, điều kiện thị trường không phải lúc nào cũng diễn ra đúng như kỳ vọng: các sự kiện kinh tế vĩ mô bất ngờ, tốc độ tăng trưởng kinh tế, gia tăng tài sản và thu nhập cá nhân, và đầu tư công vào hạ tầng giao thông vẫn là những yếu tố bất định.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng thương mại điện tử chưa phải mối đe dọa đáng kể đối với hoạt động của các TTTM tại Việt Nam, chủ yếu do thiếu các lựa chọn thay thế cho nhu cầu giải trí và hoạt động xã hội.

Theo quan điểm của chúng tôi, người tiêu dùng Việt Nam ưu tiên các nền tảng kết hợp trọn vẹn trải nghiệm mua sắm, ăn uống và giải trí. VRE đang tiến hành chuyển đổi, biến các trung tâm mua sắm của mình thành các điểm đến xã hội và giải trí sôi động. Đồng thời, VRE đang tích cực chuẩn bị cho xu hướng bán lẻ trực tuyến-kết hợp-ngoại tuyến (online-to-offline) thông qua hợp tác với các doanh nghiệp số và nền tảng thương mại điện tử của các đối tác thuê mặt bằng.

4. Rủi ro tăng giá

Các rủi ro tăng giá đối với quan điểm của chúng tôi chủ yếu liên quan đến nhận thức rủi ro về mối quan hệ của VRE với các công ty khác trong tập đoàn Vingroup, bất kể các công ty này có được phân loại là bên liên quan hay không. Cổ phiếu và giá mục tiêu của chúng tôi đều đang được định giá với mức chiết khấu lớn so với giá trị hợp lý. Nếu nhận thức của thị trường về rủi ro liên quan đến tập đoàn giảm bớt, cổ phiếu VRE có thể có mức tăng trưởng lớn hơn nhiều so với mức sinh lời giá mục tiêu của chúng tôi.

Giá mục tiêu chiết khấu của chúng tôi hiện tương đương mức sinh lời 26,5%. Tuy nhiên, ước tính giá trị hợp lý mới 27.100 đồng/cp của chúng tôi dựa trên các giả định tăng trưởng bảo thủ hơn, ngụ ý mức tăng trưởng ấn tượng hơn, lên tới 49,7%.

INCOME STATEMENT (VND'bn)	2023A	2024E	2025E	2026E
Net sales	9,791	8,586	8,492	11,658
Cost of sales	(4,445)	(3,727)	(3,604)	(5,589)
Gross Profit	5,346	4,859	4,887	6,069
Selling expenses	(341)	(201)	(198)	(277)
General and admin expenses	(439)	(385)	(380)	(522)
Operating profit/(loss)	4,566	4,274	4,309	5,269
Financial income	1,146	1,146	1,146	1,146
Financial expenses	(330)	(296)	(296)	(296)
Gain/(loss) from joint ventures	-			
Net other income/(expenses)	144	108	126	117
Profit/(loss) before tax	5,526	5,232	5,285	6,237
Income tax expenses	(1,117)	(1,046)	(1,057)	(1,247)
Net profit/(loss) after tax	4,409	4,186	4,228	4,989
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)
Attributable to parent company	4,409	4,186	4,228	4,989
EPS basic reported, VND	1,940	1,797	1,816	2,142
EPS fully diluted, VND	1,940	1,797	1,816	2,142
		-5.0%		
FINANCIAL RATIO	2023A	2024E	2025E	2026E
Growth (%)				
Revenue, growth	33%	-12%	-1%	37%
Operating Income, growth	39%	-6%	1%	22%
PBT, growth	57%	-5%	1%	18%
EPS, growth	59%	-7%	1%	18%
Total Assets, growth	12%	12%	10%	11%
Equity, growth	13%	11%	12%	10%
Profitability (%)				
Gross Profit Margin	55%	57%	58%	52%
Operating Profit Margin	47%	50%	51%	45%
Net Margin	45%	49%	50%	43%
ROE	12%	10%	10%	10%
ROA	10%	8%	8%	8%
ROIC	13%	11%	10%	11%
Efficiency (x)				
Receivable Turnover	6.49x	5.79x	5.96x	6.99x
Inventory Turnover	4.89x	6.21x	6.16x	8.49x
Payable Turnover	3.29x	2.27x	1.60x	1.91x
Liquidity (x)				
Current ratio	2.24x	1.57x	2.38x	2.03x
Quick Ratio	1.52x	0.83x	1.58x	1.26x
Financial Structure (x)				
Total liabilities/Equity	0.26x	0.27x	0.25x	0.26x
Total liabilities/Total Assets	0.21x	0.22x	0.20x	0.21x
Debt/Equity	0.10x	0.10x	0.10x	0.09x

BALANCE SHEET (VND'bn)	2023A	2024E	2025E	2026E
Total assets	47,654	53,525	58,620	64,971
Current Assets	10,036	12,870	17,628	18,550
Cash & cash equivalents	4,102	3,916	9,066	8,090
ST Investment	1,071	1,544	1,308	1,426
Accounts receivable	1,613	1,352	1,308	2,028
Inventories	640	561	555	762
Other current assets	2,611	5,497	5,392	6,244
Long-term Assets	37,617	40,655	40,991	46,422
Long-term trade receivables	12	681	9	12
Net fixed assets	413	395	378	361
LT - IP&IPUC	26,208	28,265	30,314	31,330
LT assets other	10,984	11,314	10,291	14,719
Total Resources	47,654	53,525	58,619	64,971
Total Liabilities	9,828	11,540	11,743	13,407
Advances from customers	314	747	278	1,215
Accounts payable	448	1,774	1,706	2,653
ST debts	20	2,420	1,936	1,897
Other ST liabilities	3,691	3,252	3,471	3,362
Long term debt	3,916	1,958	2,937	2,878
Other LT debt	1,440	1,389	1,415	1,402
Shareholder's equity	37,826	41,985	46,876	51,564
Paid in capital	23,288	23,288	23,288	23,288
Share premium	47	47	47	47
Retained earnings	16,476	20,634	25,525	30,212
Other equity	(2,007)	(2,007)	(2,007)	(2,007)
Minority interest	23	24	24	24
CASH FLOW (VND'bn)	2023A	2024E	2025E	2026E
Begin cash of the year	7,020	4,102	4,916	9,066
Net profit before tax	5,526	5,232	5,285	6,237
Adjustments	727	(198)	(190)	(189)
Change in Working Capital	(2,361)	(1,046)	(826)	(825)
Cash from Operations	3,892	3,988	4,269	5,223
Capital Expenditures	(8,322)	18	17	17
Investments	1,956	(2,530)	(1,813)	(1,134)
Change in other	(1,155)	(1,104)	1,181	(4,984)
Cash from investments	(7,521)	(3,616)	(615)	(6,101)
Dividend Paid	0	-	-	-
Proceeds from issue of shares	0	-	-	-
Net change in debt	732	442	495	(97)
Change in other	(21)	0	0	0
Cash from financing	711	442	495	(97)
Effect of FX differences	0	2	3	4
Net change in Cash	(2,918)	815	4,150	(976)
Ending cash balance	4,102	4,916	9,066	8,090

Lưu ý: IP&IPUC: Investment Properties and Investment Properties Under Construction
 Nguồn: VRE, Yuanta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from Nguồn we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from Nguồn believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn