

## Vincom Retail JSC

(VRE VN)

## Triển vọng BĐS thương mại được cải thiện

**MUA**  
(Báo cáo cập nhật)Giá mục tiêu:  
VND32,124  
Upside +38%

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Quan Ton, quan.td@miraeasset.com.vn

## Quan điểm đầu tư

**Thương vụ bán 41,5% cổ phần của VRE bởi Vingroup có thể làm cố phiếu VRE hấp dẫn hơn khi các rủi ro với các bên liên quan giảm bớt**

- Vào ngày 18 tháng 3 năm 2024, Vingroup (VIC) đã công bố kế hoạch thoái vốn tối đa 100% tại Công ty TNHH Phát triển và Đầu tư Thương mại SDI. SDI sở hữu 99% cổ phần tại Công ty Cổ phần Thương mại Sado, mà lần lượt nắm giữ 41,5% cổ phần đang lưu hành tại VRE. Sau giao dịch này, VIC sẽ giữ lại 18,4% cổ phần tại Công ty Cổ phần Bán lẻ Vincom (VRE).
- Giá trị chuyển nhượng cho 100% cổ phần của SDI là 39,08 nghìn tỷ đồng (1,6 tỷ USD) trong đó bao gồm giá trị cổ phần tại VRE được ước tính khoảng 32,000 đồng/cổ phần, và quyền lợi kinh tế thiếu số của SDI tại hai dự án bất động sản Vũ Yên và Green Hạ Long của VIC/VHM.
- Đối với các hoạt động kinh doanh hiện tại của VRE, VIC cho biết sẽ ký kết hợp đồng quản lý cùng với VRE, qua đó tiếp tục duy trì hoạt động của các trung tâm thương mại hiện có.

**VRE ưu tiên tối ưu hóa mảng cho thuê trung tâm TM, sẽ giảm phụ thuộc vào doanh thu bán giao BĐS shophouse**

- Trong năm 2024, VRE dự kiến ra mắt 2 trung tâm mua sắm Vincom Mega Mall (VMM): Vincom Megamall Grand Park tại TP Hồ Chí Minh (45,255 m<sup>2</sup>, tháng 4 năm 2024) và Vincom Megamall Ocean Park 2 (76,679 m<sup>2</sup>), cùng với 4 trung tâm mua sắm Vincom Plaza tại Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên và Đông Hà. 6 trung tâm này sẽ cung cấp tổng cộng thêm khoảng 171,000 m<sup>2</sup> diện tích sàn cho thị trường bán lẻ (+10% diện tích GFA hiện tại của VRE).
- VRE dự kiến thu về khoảng 120 tỷ đồng và 170 tỷ đồng từ việc giao BĐS shophouse trong năm 2024 và 2025. Ban quản lý VRE cho biết hướng đi của công ty sắp tới sẽ chủ yếu tập trung vào việc tối ưu hóa chi phí và doanh thu cho hoạt động cho thuê cốt lõi, thay vì dựa vào việc bán giao BĐS khi tốc độ hấp thụ tại thị trường BĐS vùng ven đã chậm lại.

## Định giá và Khuyến nghị

**Duy trì khuyến nghị Mua với mục tiêu giá là VND32,124:** Sử dụng phương pháp FCFF, mục tiêu giá 12 tháng của VRE là VND32,124 (tăng 38%), tương ứng fair P/B là 1,8 lần. ROE được dự đoán 9,9% cho 2024. VRE, là nhà điều hành trung tâm mua sắm lớn nhất tại Việt Nam theo GFA, có thể có tiềm năng tăng giá đến từ việc được thêm vào sổ các chỉ số thị trường mới nổi - MSCI và FTSE Emerging Market.

## Rủi ro chính

- Sự tham gia của các đối thủ trong nước và quốc tế đã gia tăng nguy cơ cạnh tranh cho VRE
- VRE phụ thuộc vào VHM cho việc nhận bàn giao mặt bằng các dự án mặt phố và TTTM. Việc Vingroup thoái vốn một phần có thể ảnh hưởng tới các hoạt động đầu tư trong tương lai của VRE.

## Dữ liệu

(%)	— VN-Index	— VRE VN	Giá hiện tại (4/24/2024, đồng)	22,400	Vốn hóa (tỷ đồng)	50,672
130			LNHD (24F, tỷ đồng)	5,036	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	2,272
80			Tăng trưởng EPS (24F, %)	-5.9	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55
30			Tăng trưởng EPS của Index(24F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	39
			P/E (24F, x)	18.1	Beta (12T)	1.04
			P/E Index (x)	16.6	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	21,300
			VN-Index	1,190	Cao nhất 52 tuần (đồng)	31,500

## Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-16.5	-9.3	-20.8
Tương đối	-9.4	-22.2	-35.2

## Lợi nhuận và mức định giá các năm

FY	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,891	7,361	9,791	9,418	10,480	11,179
LNHD (tỷ đồng)	1,658	3,453	5,439	5,036	6,060	6,812
Biên LNHD (%)	28.1	46.9	55.6	53.5	57.8	60.9
LNST (tỷ đồng)	1,315	2,777	4,409	4,146	4,980	5,591
EPS (đồng)	578	1,222	1,893	1,780	2,138	2,400
ROE (%)	4.3	8.3	11.7	9.9	10.8	11.0
P/E (x)	55.6	26.3	17.0	18.1	15.0	13.4
P/B (x)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

### Đại hội đồng cổ đông thường niên 2024

Các mục thảo luận chính	Thông tin từ VRE
<b>Kết quả kinh doanh 1Q24</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trong 1Q24, doanh thu tăng trưởng lên đến 16% nhờ việc bàn giao nhiều shophouse trong dự án Đông Hà Quảng Trị. Tỷ lệ lấp đầy hiện tại ở các Vincom Plaza mới là hơn 60% và khoảng 90% tại các Vincom Mega Mall mới.</li> <li>Lợi nhuận sau thuế vượt qua mức 1.084 tỷ đồng, tăng 6% so với cùng kỳ năm trước.</li> <li>Doanh thu và lợi nhuận đạt từ 20-25% mục tiêu hàng năm tương ứng.</li> </ul>
<b>Cổ tức</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Không chi cổ tức:</b> Công ty sẽ tiếp tục giữ lại tất cả lợi nhuận tích lũy cho đến năm 2023 cho mục đích kinh doanh.</li> <li><b>Định hướng đầu tư:</b> Hiện tại, VRE có kế hoạch để trả nợ. Công ty cũng có ý định phát triển thêm 800.000 mét vuông trong giai đoạn từ 2024 đến 2027, đòi hỏi vốn.</li> </ul>
<b>Ảnh hưởng từ nhóm cổ đông mới</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Chiến lược, chính sách hoạt động:</b> Kế hoạch trung và dài hạn của VRE vẫn không thay đổi; tuy nhiên, trạng thái thực hiện sẽ được xem xét hàng năm. Chiến lược tổng thể vẫn không thay đổi. Trong các dự án có đầu tư từ Vinhomes và Vingroup, các chính sách sẽ không thay đổi.</li> <li><b>Thay đổi tên, loại bỏ tên "Vin":</b> Việc giữ lại thuật ngữ "Vin" trong thương hiệu Vincom sẽ phụ thuộc vào sự chấp thuận của Hội đồng quản trị trong tương lai. Nếu có bất kỳ thay đổi nào, cổ đông sẽ được thông báo.</li> <li><b>Bổ nhiệm ông Nguyễn Hoài Nam làm thành viên Hội đồng quản trị:</b> Thời gian nhiệm kỳ của thành viên Hội đồng quản trị mới được bổ nhiệm là thời gian còn lại của nhiệm kỳ hiện tại của Hội đồng (2023 - 2028). Ông Nam trước đây đã từng làm Chủ tịch Hội đồng quản trị của: Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Truyền thông Nam Hương, Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn Berjaya, Công ty Cổ phần Đầu tư Kinh doanh và Phát triển NP. VRE cho biết nhóm cổ đông mới với kinh nghiệm trong lĩnh vực bán lẻ và sẽ có thể đóng góp giúp cải thiện hoạt động kinh doanh vận hành của VRE.</li> </ul>
<b>Kế hoạch năm 2024</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Đặt mục tiêu doanh thu đạt 9.500 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 4.420 tỷ đồng,</b> trong đó dự kiến hoạt động cốt lõi bao gồm cho thuê bất động sản đầu tư và các dịch vụ liên quan sẽ tiếp tục phát triển.</li> </ul>

### Thoái vốn một phần của Vingroup tại Vincom Retail

**Vingroup đã đồng ý bán 41,5% cổ phần tại VRE thông qua việc bán SDI:**

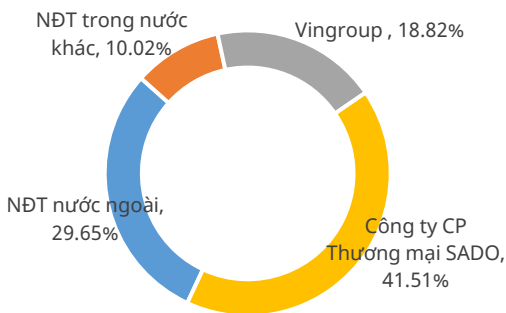
Theo thông báo của VIC vào ngày 18 tháng 3, VIC nhằm đến việc thoái vốn đến 100% tại Công ty TNHH Thương mại và Phát triển SDI. SDI sở hữu 99% cổ phần tại Công ty Cổ phần Thương mại Sado (công ty SDI nắm giữ 41,5% cổ phần của VRE). Sau giao dịch này, VIC sẽ vẫn giữ lại 18,4% cổ phần tại VRE.

- **Định giá:** giá trị chuyển nhượng cho 100% cổ phần của SDI là 39,08 nghìn tỷ đồng (1,6 tỷ USD) trong đó bao gồm giá trị cổ phần tại VRE được ước tính khoảng 32,000 đồng/cổ phần, và quyền lợi thiểu số kinh tế của SDI tại hai dự án bất động sản Vũ Yên và Green Hạ Long của VIC/VHM.
- **Thời gian hoàn thành:** Dự kiến việc bán sẽ được thực hiện từ tháng 3 năm 2024 đến Quý 3 năm 2024. VIC thông tin sẽ hoàn tất việc thoái vốn 55% cổ phần tại SDI trong tháng 3 và 45% cổ phần còn lại trong sáu (6) tháng tiếp theo. Việc thu tiền mặt sẽ được thực hiện theo việc bán dự kiến từ tháng 3 năm 2024 đến Quý 3 năm 2024.
- **Người mua:** Đến ngày 4 tháng 4 năm 2024, SDI đã hoàn thành giai đoạn đầu tiên của việc bán SDI, với 55% cổ phần của SDI được chuyển giao cho bốn đơn vị bao gồm: Công ty Thiên Phúc (16%), Falcon (12.5%), Emerald Corp (10.5%), và NP Corp (16%).

**Tác động lên việc phát triển/ vận hành các trung tâm TM của VRE:**

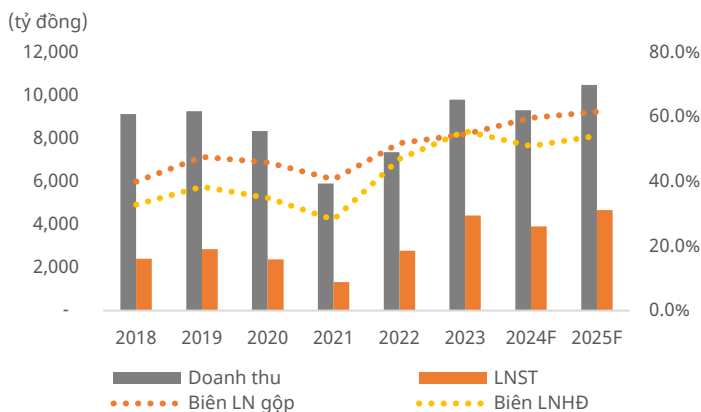
- **Đối với các trung tâm TM đang hoạt động:** VIC sẽ ký hợp đồng quản lý với VRE, dưới đó VIC sẽ quản lý hoạt động của các trung tâm mua sắm hiện có thay mặt cho VRE, đảm bảo sự tiếp tục của quyền của các khách hàng thuê như cam kết.
- **Đối với các dự án trung tâm mua sắm đang trong quá trình triển khai:** Đối với các dự án đã được triển khai, các điều khoản và điều kiện của hợp đồng sẽ không thay đổi. Đối với các dự án trong quá trình triển khai còn lại, các bên liên quan sẽ thương lượng để đạt được các điều khoản phù hợp.

**Hình 1. Tỷ lệ quyền biểu quyết của VRE được nắm giữ bởi cổ đông (không bao gồm cổ phiếu quỹ)**



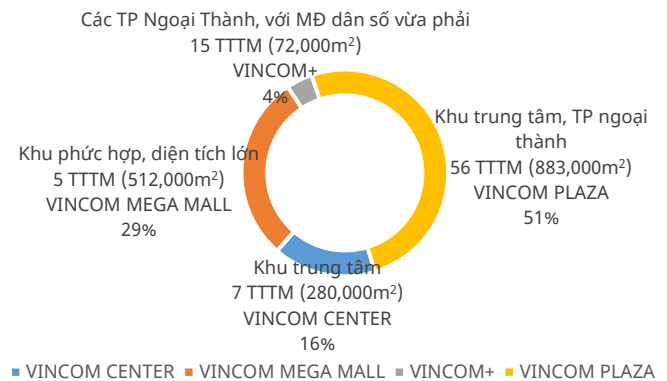
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 3. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế**



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 2. Danh mục của Vincom Retail: 83 Trung tâm TM đang hoạt động**



Nguồn: Company Data, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 4. Cơ cấu sở hữu**

Cổ đông	Số lượng CP nắm giữ (1000 CP)	Tỷ lệ (%)	Ngày báo cáo
Sado Commercial JSC	943,219	41.51%	12/31/2022
Vingroup JSC	427,715	18.82%	12/31/2022
RWC Emerging	46,258	2.04%	5/06/2022
Tianhong AM	34,150	1.5%	12/31/2023
Truswell Securities	21,121	0.93%	12/31/2023
Schroders PLC	17,070	0.75%	11/30/2023
VietFund Management Ltd	12,826	0.56%	3/31/2024
Van Eck Associates	12,482	0.55%	4/11/2024
Sumitomo Mitsui	3,008	0.13%	1/12/2024

Nguồn: Bloomberg (24 tháng 4 2024), Mirae Asset Vietnam Research

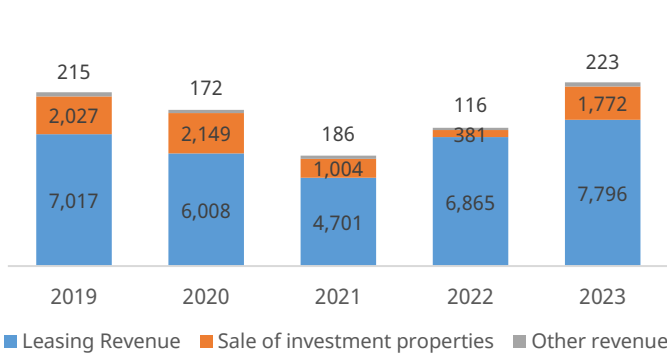
**Kết quả kinh doanh theo phân khúc**

**VRE dự định mở 6 TTTM mới trong năm 2024, ưu tiên tối ưu danh mục các trung tâm mua sắm hiện tại và giảm sự phụ thuộc vào bàn giao BĐS**

**Đánh giá năm tài chính 2023:** Doanh thu của VRE đạt 9,791 tỷ đồng (+33,0% svck) và LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số (PATMI) đạt 4,409 tỷ đồng (+58,8% svck). Doanh thu từ hoạt động cho thuê TTTM đạt 7,796 tỷ đồng (+13,6% svck) trong khi doanh thu từ việc bàn giao BĐS shophouse đạt 1,172 tỷ đồng (+365,2% svck). Doanh thu từ phân khúc hoạt động cho thuê và việc bàn giao BĐS lần lượt chiếm 79,6% và 12% tỷ trọng tổng doanh thu. VRE đạt được 94% chỉ tiêu LNST đặt ra.

- Hoạt động cho thuê:** Trong năm 2023, doanh thu cho thuê của VRE tăng nhẹ so với năm 2022, chủ yếu do sự điều chỉnh tích cực của giá thuê sau sự tăng giá của điện, nước và các dịch vụ khác cũng như việc ngừng hỗ trợ khách hàng thuê do dịch Covid như đã thấy trong năm 2022. Mặc dù diện tích sàn không thay đổi, tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng lên 84,8% (+1,3% svck). Trong năm 2024, VRE dự kiến ra mắt 2 trung tâm mua sắm Vincom Mega Mall (VMM): Vincom Megamall Grand Park tại Thành phố Hồ Chí Minh (45,255 m<sup>2</sup>, tháng 4 năm 2024) và Vincom Megamall Ocean Park 2 (76,679 m<sup>2</sup>), cùng với 4 trung tâm mua sắm Vincom Plaza tại Hà Giang, Bắc Giang, Điện Biên và Đông Hà. 6 trung tâm này sẽ cung cấp tổng cộng thêm khoảng 171,000 m<sup>2</sup> diện tích sàn cho thị trường bán lẻ (+10% diện tích GFA hiện tại của VRE)
- Hoạt động bàn giao BĐS shophouse:** Trong 2023, VRE bàn giao 346 shophouse (54 căn chỉ trong Quý 4 2023), tăng mạnh so với mức 52 căn và 1 dự án BĐS thương mại trong năm 2022. Ban quản lý của VRE dự kiến thu về khoảng 120 tỷ và 170 tỷ từ hoạt động BĐS trong năm 2024 và 2025. Ban quản lý VRE cho biết hướng đi của công ty sắp tới sẽ chủ yếu tập trung vào việc tối ưu hóa chi phí và doanh thu cho hoạt động cho thuê cốt lõi, thay vì dựa vào việc bàn giao bất động sản khi mức hấp thụ ở thị trường BĐS vùng ven đã chậm lại.

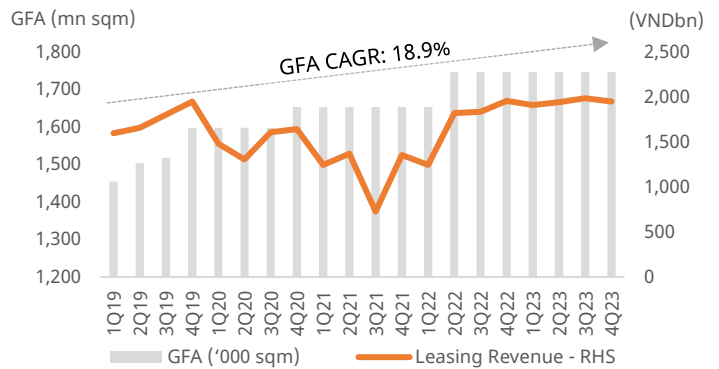
Hình 5. Cơ cấu doanh thu



(Ghi chú: Leasing Revenue: doanh thu cho thuê; Sale of investment properties: doanh thu bàn giao BĐS; Other revenue: doanh thu khác)

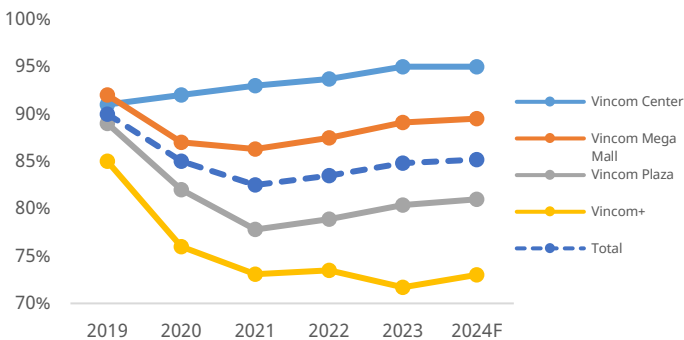
Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6. Doanh thu từ HĐ cho thuê ổn định trong 2023



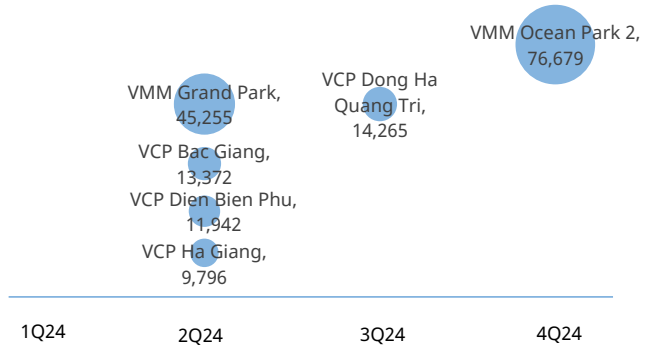
Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 7. Tỷ lệ lấp đầy trung bình tiếp tục xu hướng cải thiện



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. Các dự án TTTM được mở trong năm 2024



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

**Tài sản, nợ và vốn chủ**

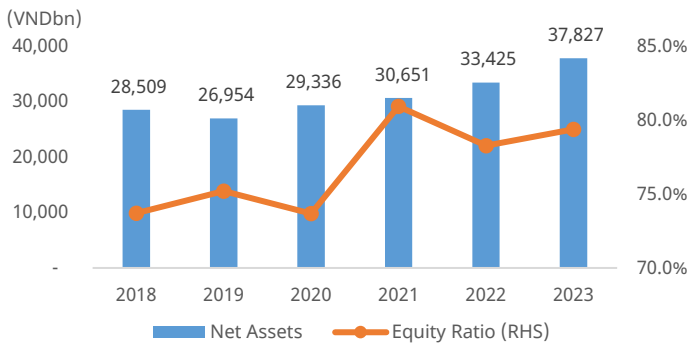
**Giảm tỷ trọng nợ trong bảng cân đối**

**Tổng tài sản** đạt 47,654 tỷ vào cuối năm tài chính 2023, tăng 4,953 tỷ svck. Kết quả này chủ yếu do các khoản đầu tư trị giá 6,457 tỷ vào các tài sản dài hạn khác. Chi phí hao mòn và phân bổ trị giá 1,453 tỷ đồng phát sinh từ việc mở trung tâm mua sắm mới, bảo dưỡng các trung tâm mua sắm hiện có. Tuy nhiên, tài sản đầu tư đã giảm từ 27,214 tỷ xuống 26,208 tỷ. Giá trị dự án đang xây dựng ở mức 1,028 tỷ đồng với các dự án VCP Điện Biên (283 tỷ), VCP Biên Hòa 2 (135 tỷ), VCP Đông Hà Quảng Trị (162 tỷ) và các dự án khác.

**Tổng nợ** đạt 9.826 tỷ đồng vào cuối năm tài chính 2023, tăng 550 tỷ đồng svck, trong đó nợ dài hạn tăng 1.794 tỷ còn nợ ngắn hạn và thuê tài chính đã giảm 1.045 tỷ. Liên quan đến các giao dịch liên quan, VRE đã cho VinFast vay tổng số giá trị hơn 11.145 tỷ đồng trong năm 2023. Theo BCTC, mỗi khoản vay có thời hạn tối đa là 90 ngày với giá trị tối đa là 2.100 tỷ đồng, với lãi suất là 11–12% mỗi năm. VRE cho biết đây là mức cao hơn so với mức lãi suất gửi ngân hàng đáo hạn 90 ngày. Trước đó, hội đồng quản trị của VRE đã áp mức giới hạn 5% so với tổng tài sản của VRE đối với các khoản vay này. Sau buổi briefing VRE thông báo về việc bán SDI, ban quản trị đã tuyên bố rằng các giao dịch đến các bên liên quan sẽ được giải quyết trong vòng 6 tháng tới, cùng thời điểm kết thúc thương vụ. Chúng tôi tiếp tục theo dõi việc sử dụng dòng tiền được giải phóng này cho VRE.

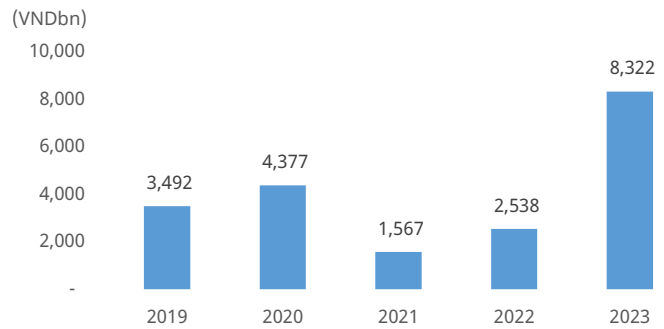
**Tổng vốn chủ** đạt 37.827 tỷ đồng, tăng 4.402 tỷ svck, chủ yếu đến từ mức tăng 4.411 tỷ từ lợi nhuận giữ lại, trong đó lợi nhuận chưa phân phối tích lũy từ các năm trước đã đạt 12.064 tỷ đồng.

Hình 9. VCSH, tỷ lệ VCSH



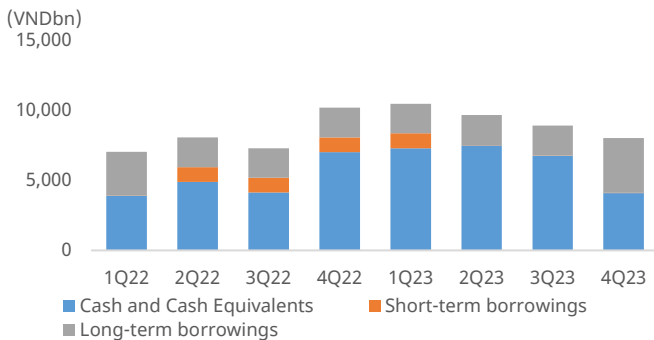
(Ghi chú: Net Assets: tài sản ròng; Equity Ratio: tỷ lệ vốn chủ/tài sản)  
 Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 10. Chi đầu tư TSCĐ



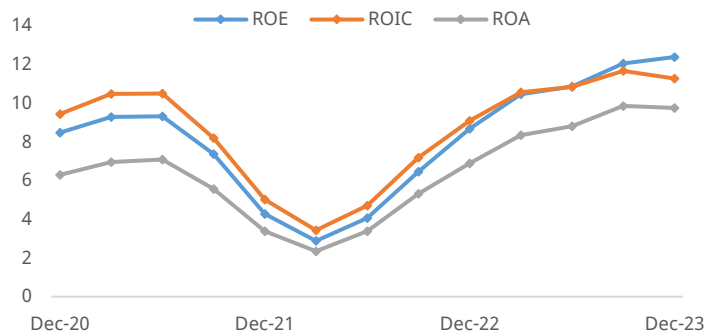
(Ghi chú: CAPEX spending: đầu tư tài sản cố định)  
 Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 11. Lượng tiền mặt, vay ngắn & dài hạn



(Ghi chú: Cash and Cash Equivalents: tiền và các khoản tương đương tiền; Short-term borrowings: các khoản vay ngắn hạn; Long-term borrowings: các khoản vay dài hạn)  
 Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 12. ROE, ROA and ROIC

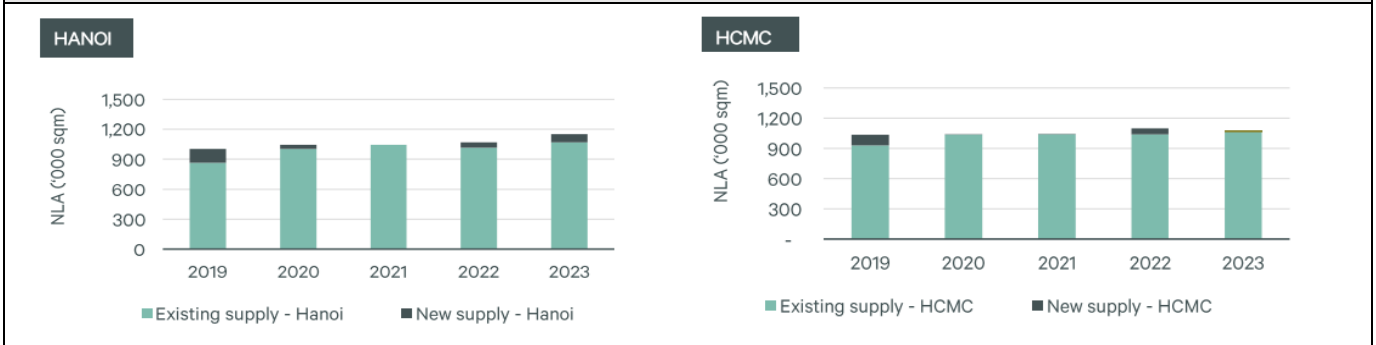


(Ghi chú: ROE: lợi nhuận trên VCSH; ROIC: lợi nhuận trên vốn; ROA: lợi nhuận trên tài sản)  
 Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Phân tích cạnh tranh

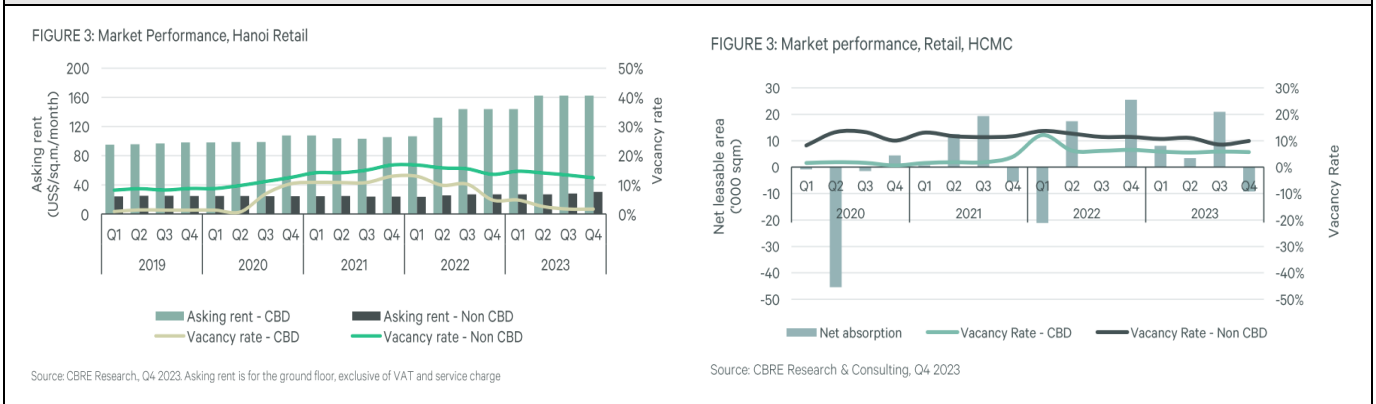
Mặc dù tiến triển ở tốc độ chậm hơn so với năm trước, các chỉ số hoạt động bán lẻ tiếp tục cho thấy cải thiện

**Hình 13. Thiếu hụt nguồn cung BĐS thương mại mới giúp đẩy giá thuê lên mức cao**



Nguồn cung	CBRE	Cushman & Wakefield	Savills
Hà Nội	>1,150,000 NLA m <sup>2</sup> (+90,000 m <sup>2</sup> NLA với 2 dự án mới là Lotte Mall và The Loop)	>1,400,000 NLA m <sup>2</sup> (+95,330 NLA m <sup>2</sup> với 2 dự án mới Lotte Mall và The Loop)	1,780,000 NLA m <sup>2</sup> (+53,000 NLA m <sup>2</sup> với Lotte Mall)
HCMC	>1,100,000 NLA m <sup>2</sup> (+20,000 NLA m <sup>2</sup> với Hùng Vương Plaza)	>1,080,000 NLA m <sup>2</sup> (+45,462 NLA m <sup>2</sup> với Hùng Vương Plaza, Thiso Mall Gò Vấp)	1,500,000 NLA m <sup>2</sup> (+NLA with Hung Vuong Plaza, Thiso Mall Go Vap, Pandora)
Dự phóng 2024	+50,000 m <sup>2</sup> in Hanoi, +70,000 m <sup>2</sup>	+50,000 m <sup>2</sup> in Hanoi, +70,000 m <sup>2</sup>	+154,000 m <sup>2</sup> NLA qua 9 dự án

**Hình 14. Cả Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh đều cho thấy mức hấp thụ tốt đặc biệt Hà Nội cho thấy tỷ lệ MB trống giảm đáng kể**



Thị Trường Thuê	CBRE	Cushman & Wakefield	Savills
<b>Giá Thuê Đề Xuất</b>	Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>CBD: US\$162/m<sup>2</sup>/tháng (+13% YoY)</li> <li>Non-CBD: US\$30/m<sup>2</sup>/tháng (+7% YoY)</li> </ul> HCMC <ul style="list-style-type: none"> <li>CBD: US\$240/m<sup>2</sup>/tháng (+6% YoY)</li> <li>Non-CBD: US\$51/m<sup>2</sup>/tháng (+28.3% YoY)</li> </ul>	Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: US\$43/m<sup>2</sup>/tháng (+7.3% YoY)</li> </ul> HCMC <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: US\$53.1/m<sup>2</sup>/tháng (+7.6% YoY)</li> </ul>	Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: US\$47/m<sup>2</sup>/tháng (+15% YoY)</li> </ul> HCMC <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: US\$52/m<sup>2</sup>/tháng (+5% YoY)</li> </ul>
<b>Tỷ Lệ Lấp Đầy</b>	Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>CBD: &gt;95%</li> <li>Non-CBD: 88%</li> </ul> HCMC <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: 91% (+2bps YoY)</li> </ul>	Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: 86% (+1.3bps QoQ, +stable YoY)</li> </ul> HCMC <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: 89.7% (+2bps QoQ, +1.9bps YoY)</li> </ul>	Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: 88% (+2bps QoQ, -3% YoY)</li> </ul> HCMC <ul style="list-style-type: none"> <li>Trung bình: 92% (+1bps QoQ, +stable YoY)</li> </ul>
<b>Triển vọng cho Bất động sản Thương mại</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Khu trung tâm tài chính (CBD) đã chứng kiến sự tăng giá thuê, khi các thương hiệu cao cấp bắt đầu thâm nhập.</li> <li>Các dự án mới mở tại Hà Nội và nguồn cung hạn chế tại TP.HCM hỗ trợ cho sự tăng mạnh của giá thuê.</li> <li>Thị trường bán lẻ ghi nhận sự hấp thụ mạnh mẽ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhờ vào sự tham gia và của nhiều dự án vào năm 2023, giá thuê đã ghi nhận sự tăng đáng kể.</li> <li>Sự tăng của tỷ lệ chiếm đóng cho thấy nhu cầu bền vững cho không gian bán lẻ chất lượng cao với quản lý trung tâm thương mại tốt.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hiệu suất kinh tế tích cực và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu đang thúc đẩy nhu cầu mua sắm (chính sách giảm 2% VAT đến tháng 6 năm 2024).</li> <li>Theo cuộc khảo sát của Savills với 41 dự án bán lẻ chính, các khách hàng trong ngành Thời trang và F&amp;B tiếp tục chiếm ưu thế, với tỷ lệ chiếm đóng diện tích cho thuê là 57%.</li> <li>Sự tăng mạnh của nhu cầu hàng hiệu: Lợi nhuận cho các nhà phân phối hàng hiệu tại Việt Nam đạt 3,8 nghìn tỷ đồng vào năm 2022, tăng 270% so với năm trước. Tuy nhiên, nguồn cung của không gian bán lẻ cao cấp là khan hiếm.</li> </ul>

Nguồn: CBRE, Cushman & Wakefield, Savills (tính đến 4Q23)

**Thị trường TTTM phát triển: nhiều đối thủ có kinh nghiệm tham gia**

**Hình 15. Những TTTM mở ra trong 2024 và những TTTM đang được dự kiến sẽ mở**





Nguồn: Cushman & Wakefield, Mirae Asset Vietnam Research

**Môi trường bán lẻ qua kênh TTTM của Việt Nam đang trở nên sôi nổi hơn với các xu hướng:**

- **Sự tham gia của các nhà phát triển quốc tế:** Lễ khánh thành Lotte Mall West Lake tại Hà Nội đã đánh dấu sự mở cửa của TTTM lớn nhất của thành phố trong bốn (4) năm qua, trong khi tập đoàn Nhật Aeon Mall công bố kế hoạch mở rộng quy mô với 20 trung tâm mua sắm trên toàn Việt Nam tới năm 2025.
- **Doanh nghiệp nội địa gia tăng sức cạnh tranh qua việc hợp tác chiến lược:** Sự hợp tác giữa Trường Hải và Emart đã tạo điều kiện cho sự nhân rộng nhanh chóng của Thiso Mall. Hiện Thiso Mall đang vận hành bốn trung tâm mua sắm tại TPHCM, với kế hoạch mở thêm một trung tâm tại Hà Nội vào năm 2025.
- **Các trung tâm mua sắm hiện hữu được tái khởi động:** Các nhà phát triển đã thể hiện sự sẵn lòng đầu tư vào việc nâng cấp không gian cho thuê, như việc tái khởi động của trung tâm thương mại The Loop bởi Takashimaya tại Hà Nội, tập trung vào sự phân bổ hợp lý của mặt hàng/dịch vụ và không gian xanh. Ngoài ra, Hùng Vương Plaza đã trải qua quá trình tái thiết dưới sự quản lý của tập đoàn KIDO tại Thành phố Hồ Chí Minh. Tasco Mall cũng đã khởi động một chiến dịch tái định vị thương hiệu.

**Định giá tương đối so với các tập đoàn bán lẻ quốc tế**

Nhà điều hành TTTM (Ticker)	Aeon Mall (8905 JT Equity)	Takashimaya (8233 JT Equity)	Central Pattana (CPN TB Equity)	Lotte Shopping (023530 KS)	Vincom Retail (VRE VN Equity)
<b>Vốn hóa</b>	US\$2.7bn	US\$2.5bn	US\$8.5bn	US\$1.5bn	US\$2.1bn
<b>Địa điểm</b>	178	11 (JP) + 7 (INT)	92	60 (KR) + 5 INT)	83
<b>LNST</b>	US\$112mn	US\$178mn	US\$413mn	US\$122mn	US\$176mn
<b>EV/EBITDA điều chỉnh</b>	9.5	8.1	16.9	8.9	9.9
<b>EV/EBIT điều chỉnh</b>	24.8	16.5	25.1	28.7	11.3
<b>P/E</b>	31.1	11.2	20.8	12.9	12.0
<b>P/B</b>	0.9	0.7	3.4	0.2	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg (FY23 data)

Các nhà bán lẻ được đề cập đã chứng kiến sự phục hồi trong doanh thu trong năm nay, được hỗ trợ bởi việc cải thiện biên lợi nhuận hoạt động và kiểm soát chi phí. Tuy nhiên, một số nhà bán lẻ đã gặp phải những thách thức từ thị trường hoạt động: Central Pattana - đối mặt với tác động của sự suy thoái GDP của Thái Lan (giảm xuống 1,9% trong 2023); Aeon Mall - bị ảnh hưởng tiêu cực khi hoạt động tại thị trường quốc tế Trung Quốc. Lotte Shopping đã đạt được tiến triển rõ rệt, đặc biệt là với việc mở rộng vào thị trường Việt Nam khi biên lợi nhuận hoạt động của đơn vị Việt Nam của Lotte Shopping trong quý 3 năm 2023 đạt 8% nhờ vào lợi thế chi phí đầu tư thấp. Trong đó chi phí CAPEX mỗi TTTM tại Việt Nam là KRW30 tỷ (tương đương khoảng 22 triệu USD), thấp hơn đáng kể so với KRW120 tỷ (tương đương khoảng 88,5 triệu USD) được chi tại Hàn Quốc. Mức EV/EBIT điều chỉnh của VRE thấp có thể được giải thích qua việc EBIT của VRE tăng cao vào năm 2023, khi VRE thu lượng doanh thu lớn từ mục shophouse cao hơn trung bình. Trong đánh giá tương đối, triển vọng của VRE được gán cho nền kinh tế Việt Nam - như Aeon, Lotte báo cáo cả doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng theo năm của chi nhánh tại Việt Nam cao hơn so với thị trường nội địa.

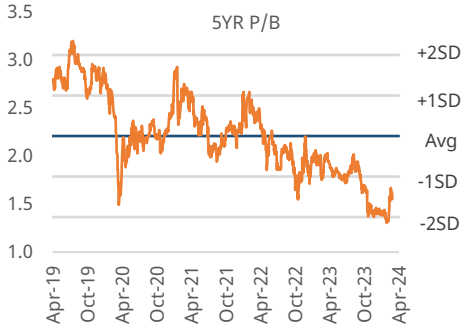


### Định giá

**Định giá:** Cổ phiếu của VRE hiện đang giao dịch dưới mức trung bình lịch sử của chỉ số P/B, cho thấy có tiềm năng định giá thấp hơn.

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi duy trì khuyến nghị mua và đặt mục tiêu giá là VND32,124 cho cổ phiếu VRE, tương ứng mức P/B forward 1.8x dựa trên những yếu tố tăng giá sau:

- Việc thoái vốn một phần từ Vingroup có thể nâng giá trị cổ phiếu của VRE về mức giá trị hợp lý, giảm bớt lo ngại về các giao dịch liên quan đến bên có liên quan. Lượng tiền mặt được giải phóng có thể được sử dụng cho việc đầu tư dài hạn vào các dự án mới của VRE.
- Mặc dù phải đối mặt với những rối loạn ngoại vi đáng kể, như đại dịch Covid-19 từ năm 2019 đến 2022 và xung đột Ukraine-Nga đang diễn ra, VRE vẫn duy trì mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực và ổn định. Với triển vọng phục hồi cả về giá thuê và tỷ lệ sử dụng, VRE sẽ hưởng lợi từ sự cải thiện trong biên lợi nhuận gộp của kinh doanh cho thuê của mình.
- Hiện tại, VRE đang thực hiện chiến lược vận hành một mạng lưới mạnh mẽ gồm 60 trung tâm Vincom Plaza và 7 Vincom Megamall hoạt động trên 48/63 tỉnh thành trên toàn Việt Nam, hướng đến mục tiêu chiến lược phục vụ các gia đình ở ngoại ô của các trung tâm đô thị lớn, nơi sự bão hòa thị trường thấp hơn. VRE tiếp tục đảm bảo đất dự án cho các dự án ở khu vực Nam, bao gồm hai đến ba trung tâm thương mại tại TP. Hồ Chí Minh và một tại tỉnh Long An. Ban quản lý đã tuyên bố rằng VRE sẽ có đủ dự trữ đất cho đến năm 2028, hầu hết trong số đó sẽ nằm trong các dự án của Vinhomes.



### Phương pháp FCFF

#### Giá định về định giá

WACC	9.6%
Chi phí vốn nợ	12.7%
Tỷ trọng nợ	10.2%
Chi phí vốn chủ (CAPM)	9.6%
Tỷ trọng vốn chủ	89.8%
Tỷ lệ hoàn vốn phi rủi ro	3.1%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro quốc gia	5.9%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	2.5%

#### Phương pháp FCFF (tỷ đồng)

Giá trị dòng tiền được chiết khấu	10,769
Giá trị cuối cùng được chiết khấu	60,204
(+) Tiền mặt	8,581
(-) Nợ	4,743
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	74,811
Lượng cổ phiếu phổ thông (triệu cổ phiếu)	2,328
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>	<b>32,124</b>

### Phân tích độ nhạy

Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g)	Chi phí vốn (WACC)				
		8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g)	1.5%	32,921	30,680	28,719	26,991	25,455
	2.0%	35,067	32,519	30,310	28,378	26,674
	2.5%	37,564	34,636	32,124	29,947	28,042
	3.0%	40,505	37,099	34,212	31,736	29,590
	3.5%	44,021	40,000	36,642	33,796	31,355



## Vincom Retail JSC (VRE VN)

**Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)**

(tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	7,361	9,791	9,418	10,480
Giá vốn hàng bán	(3,545)	(4,445)	(3,806)	(4,034)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	3,817	5,346	5,611	6,446
Lãi từ hoạt động tài chính	539	1,146	672	1,062
Lỗ từ hoạt động tài chính	(359)	(330)	(551)	(620)
Chi phí bán hàng	(172)	(229)	(226)	(252)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(371)	(494)	(471)	(576)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	3,453	5,439	5,036	6,060
Lãi / Lỗ khác	72	144	146	165
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	3,524	5,526	5,182	6,225
Thuế TNDN	868	1,105	1,036	1,245
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	2,777	4,409	4,146	4,980
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	2,776	4,409	4,144	4,979
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	1.1	0.2	1.1	1.2
<b>EBITDA</b>	4,725	6,077	6,327	6,995
FCF (Dòng tiền tự do)	2,098	3,382	3,850	3,038
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	64.2%	62.1%	67.2%	66.7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	51.8%	54.6%	59.6%	61.5%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	46.9%	55.6%	53.5%	57.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	37.7%	45.0%	44.0%	47.5%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)**

(VNDbn)	2022	2023	2024	2025
<b>LCTT từ hoạt động kinh doanh</b>	5,072	3,892	6,930	6,176
LNTT	3,524	5,526	5,182	6,225
Chi phí không bằng tiền	1,291	727	2,410	1,312
Khấu hao	1,452	1,454	1,413	1,376
Khấu trừ	26	87	12	(3)
Khác	(160)	(727)	997	(64)
Thay đổi vốn lưu động	898	(1,559)	1,014	416
Tăng giảm phải thu	(214)	(1,294)	474	132
Tăng giảm tồn kho	(503)	544	(692)	(80)
Tăng giảm phải trả	1,614	(808)	1,232	363
Thay đổi chi phí trả trước	(168)	67	6	(28)
<b>Thuế TNDN</b>	(159)	(576)	(1,036)	(1,245)
Khác	(315)	(293)	(644)	(504)
LCTT hoạt động đầu tư	(1,328)	(7,521)	(3,258)	(2,379)
Tăng giảm Tài sản cố định	(2,539)	(8,322)	(2,645)	(2,644)
Tăng giảm Tài sản vô hình	1.1	-	4.7	2.1
<b>Khác</b>	1,210	801	(619)	263
LCTT hoạt động tài chính	(21)	711	808	100
Phát hành cổ phiếu	0	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	(932)
Khác	-	-	-	(932)
<b>LCTT trong kỳ</b>	3,723	(2,918)	4,480	3,897
Số dư đầu kỳ	3,297	7,020	4,102	8,581
Số dư cuối kỳ	7,020	4,102	8,581	12,478

Nguồn: BCTC Công ty, Mirae Asset Vietnam dự phóng

**Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)**

(VNDbn)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	10,535	10,036	13,698	17,642
Tiền và tương đương tiền	7,020	4,102	8,581	12,478
Phải thu ngắn hạn	1,404	1,613	1,142	1,009
Tồn kho	1,178	640	1,332	1,412
Khác	932	3,682	2,643	2,744
<b>Tài sản dài hạn</b>	32,166	37,617	39,385	41,099
Các khoản phải thu dài hạn	8	12	9	10
Tài sản cố định hữu hình	418	413	410	410
Tài sản dài hạn khác	31,740	37,192	38,966	40,680
<b>Tổng tài sản</b>	42,701	47,654	53,083	58,742
<b>Nợ ngắn hạn</b>	5,819	4,473	5,480	6,401
Phải trả ngắn hạn	1,886	1,618	2,336	2,656
Vay nợ ngắn hạn	1,065	20	436	822
Nợ ngắn hạn khác	2,868	2,835	2,708	2,923
<b>Nợ dài hạn</b>	3,457	5,354	5,630	6,319
Nợ vay dài hạn	2,121	3,916	4,307	4,953
Nợ dài hạn khác	1,336	1,438	1,323	1,366
<b>Tổng nợ</b>	9,276	9,827	11,110	12,720
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	33,425	37,827	41,972	46,021
Vốn góp chủ sở hữu	33,425	37,827	41,972	46,021
Cổ phiếu quỹ	(1,954)	(1,954)	(1,954)	(1,954)
Lợi nhuận giữ lại	12,065	16,476	20,621	24,670
Khác	26	17	17	17

**Các chỉ số chính**

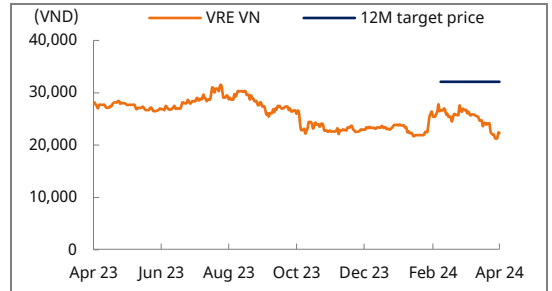
	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	26.3	17.0	18.1	15.0
P/CF (x)	51.2	35.9	35.0	48.7
P/B (x)	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	22.5	20.6	20.7	20.2
EPS (VND)	1,222	1,893	1,780	2,138
CFPS (VND)	628	894	917	660
BPS (VND)	14,353	16,243	18,023	19,762
DPS (VND)	-	-	-	400
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	0.0%	-0.1%	0.0%	18.7%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%
Tăng trưởng doanh thu	25.0%	33.0%	-3.8%	11.3%
Tăng trưởng EBITDA (%)	45.4%	28.6%	3.0%	10.5%
Tăng trưởng LN HĐKD (%)	108.3%	57.5%	-12.9%	20.3%
Tăng trưởng EPS (%)	111.4%	54.9%	-6.0%	20.1%
Vòng quay phải thu (x)	5.1	6.5	6.8	9.7
Vòng quay tồn kho (x)	4.0	4.9	3.9	2.9
Vòng quay phải trả (x)	5.7	7.6	7.0	5.8
ROA (%)	6.5%	9.3%	7.8%	8.5%
ROE (%)	8.3%	11.7%	9.9%	10.8%
ROIC (%)	7.6%	10.6%	8.9%	7.8%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	27.8%	26.0%	26.5%	27.6%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	1.8	2.2	2.5	2.8
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	9.5%	10.4%	11.3%	12.5%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	9.1	14.0	8.9	9.1

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
Vincom Retail JSC	02/20/2024	Mua	32,000



#### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

- Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
- Tăng Tỷ Trọng : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
- Nắm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
- Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

#### Thang đánh giá ngành

- Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
- Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
- Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

#### Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

#### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

#### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây. Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

---

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

---

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

---

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

---

### Mirae Asset Securities Mongolia UTSK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

---

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

---

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

---

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

---

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

---

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

---

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

---

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

---

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

---

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

---

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

---

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336

---