

CTCP VINCOM RETAIL (HOSE: VRE)

BẤT ĐỘNG SẢN BÁN LẺ

Lợi nhuận ròng tăng trưởng nhờ HĐKD cốt lõi phục hồi và chuyển nhượng tài sản

- Trong Q4/25, LNST CĐ công ty mẹ của VRE tăng mạnh 145% svck và 93,1% sv quý trước, đạt 2.659 tỷ đồng, nhờ hoạt động cho thuê sàn bán lẻ tiếp tục phục hồi và thương vụ bán Vincom Center Nguyễn Chí Thanh mang lại khoản LN trước thuế 1.891 tỷ đồng.
- Năm 2026, VRE có kế hoạch khai trương Vincom Plaza Wonder City (27.000 m² GFA bán lẻ), đồng thời tiếp tục tối ưu hóa tỷ lệ lấp đầy của các TTTM trên toàn hệ thống, và đẩy mạnh phát triển mô hình khu phố thương mại trong các dự án khu đô thị của Vinhomes/Vingroup. Bên cạnh đó, công ty dự kiến ra mắt mô hình TTTM mới là Vincom Collection với doanh thu dựa trên phí và hoa hồng.

Hoạt động cho thuê sàn bán lẻ phục hồi dẫn dắt tăng trưởng doanh thu Q4

Trong Q4/25, Vincom Retail ghi nhận doanh thu tăng 8,7% svck và 2,7% sv quý trước, đạt 2.312 tỷ đồng, nhờ hoạt động cho thuê vẫn tiếp tục phục hồi, qua đó bù đắp phần doanh thu bán giao bất động sản sụt giảm:

- Doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng 7,6% svck và 2,8% sv quý trước, đạt 2.182 tỷ đồng, nhờ gia tăng lượng khách thuê và giá thuê tăng theo hợp đồng tái ký. Tỷ lệ lấp đầy trung bình toàn hệ thống tiếp tục phục hồi, đạt 88,1% vào cuối Q4/25, tăng 2,7 điểm % svck và 1,1 điểm % sv quý trước. Tỷ lệ lấp đầy đã dần phục hồi về gần mức 89-90% của giai đoạn trước COVID (năm 2019), phản ánh những nỗ lực của VRE trong việc tối ưu hóa không gian trong các trung tâm thương mại (TTTM) và tái cấu trúc cơ cấu khách thuê (ưu tiên các nhãn hàng F&B và giải trí), và thu hút các thương hiệu quốc tế mới vào Việt Nam. Lượng khách đến các TTTM của VRE tăng trưởng 21% svck, nhờ vào việc mở TTTM mới và nâng cấp các TTTM hiện hữu, cùng với đà phục hồi của ngành du lịch, tâm lý người tiêu dùng và chi tiêu mua sắm.

Trong Q4, VRE đã khai trương TTTM Vincom Plaza Vinh ở Nghệ An với quy mô 19.000 m² GFA bán lẻ và đưa tổng diện tích danh mục cho thuê lên 1,91 triệu m², bao gồm 90 TTTM.

- Doanh thu bán shophouse đạt 54,5 tỷ đồng trong Q4/25, giảm 9,1% svck và 0,5% sv quý trước, sau khi bàn giao các sản phẩm còn lại trong dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà, Quảng Trị).

Doanh thu lũy kế cả năm 2025 đạt 8.837 tỷ đồng, giảm 1,1% svck do doanh thu bán giao shophouse thấp hơn svck, hoàn thành 92,8% kế hoạch của ban lãnh đạo.

Biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê giảm do trích lập dự phòng phải thu khó đòi

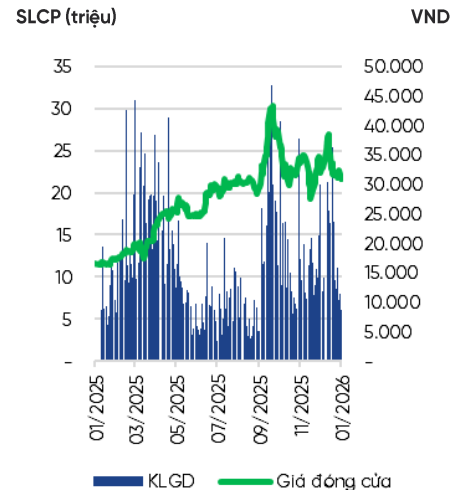
Biên thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê (biên NOI cho thuê, được công bố bởi VRE) trong Q4/25 giảm 5,1 điểm % svck và 5,5 điểm % sv quý trước còn 62,8%, đưa biên NOI cho thuê cả năm 2025 đạt 68,4% (-0,4 điểm % svck). Mức giảm chủ yếu đến từ khoản trích lập dự phòng một lần cho phải thu khó đòi, nếu không tính khoản trích lập này, biên NOI cho thuê trong năm 2025 sẽ đạt 69,5%.

Giao dịch bán Vincom Center Nguyễn Chí Thanh thúc đẩy tăng trưởng LN ròng

Doanh thu tài chính tăng 384% svck và 230% sv quý trước lên 2.647 tỷ đồng trong Q4/25, chủ yếu đến từ khoản chuyển nhượng 99,99% vốn điều lệ tại Công ty TNHH Bất động sản Vincom Nguyễn Chí Thanh (thu về 1.891 tỷ đồng) và tiền lãi thu được từ các khoản đặt cọc để thực hiện dự án theo hợp đồng hợp tác kinh doanh với Vingroup và Vinhomes.

Giá đóng cửa (đồng/CP)	29.100
Vốn hóa (tỷ đồng)	66.124
Số CP lưu hành (tr CP)	2.272
Cao nhất 52	43.400
Thấp nhất 52	16.300
Giá mục tiêu	31.600
Tiềm năng tăng giá	8,6%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	8,6%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



	VRE	VNINDEX
P/E trượt 12T (lần)	10,3	15,7
P/B hiện tại (lần)	1,4	2,2
ROA (%)	11,1	2,3
ROE (%)	14,3	14,7

* dữ liệu tại ngày 28/01/2026

Cơ cấu sở hữu

CTCP Kinh doanh thương mại	
SADO	41,5%
Vingroup	18,8%
Cổ đông khác	39,7%

Tổng quan doanh nghiệp

Vincom Retail là nhà phát triển và vận hành BĐS bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, với mạng lưới 90 trung tâm thương mại (TTTM) trải dài khắp cả nước, cung cấp tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) hơn 1,91 triệu m² tính đến cuối tháng 12/2025. Danh mục TTTM rộng lớn của công ty bao gồm nhiều mô hình khác nhau, từ các TTTM quy mô lớn Vincom Mega Mall đến các mô hình gần gũi với cộng đồng như Vincom+, được thiết kế chiến lược để phục vụ các phân khúc thị trường riêng biệt. Tốc độ tăng trưởng ổn định của VRE phản ánh khả năng thích ứng linh hoạt với xu hướng tiêu dùng không ngừng thay đổi và vai trò của công ty trong việc định hình trải nghiệm bán lẻ hiện đại tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phan Thị Thanh Huyền

huyenptt@vpbanks.com.vn

Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (lợi nhuận ròng) trong Q4/25 tăng mạnh 145% svck và 93,1% sv quý trước, đạt 2.659 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng lũy kế cả năm 2025 đạt 6.446 tỷ đồng, tăng 57,4% svck. Nếu loại trừ giao dịch chuyển nhượng Vincom Nguyễn Chí Thanh, lợi nhuận ròng vẫn hoàn thành 105% kế hoạch đầu năm của ban lãnh đạo.

Nhìn chung, kết quả kinh doanh sơ bộ cả năm 2025 của VRE phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, với doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt hoàn thành 93,2% và 105,2% dự phóng của chúng tôi.

Kế hoạch mở mới TTTM và các chiến lược phát triển HĐKD trong năm 2026

- Vincom Plaza (VCP) Wonder City, nằm trong khu đô thị Vinhomes Wonder City (Đan Phượng, Hà Nội), với tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) 27.000 m², dự kiến khai trương vào Q3/26.

Song song, VRE sẽ tiếp tục tập trung tối ưu hóa tỷ lệ lấp đầy của các TTTM trên toàn hệ thống, đồng thời đẩy mạnh phát triển mô hình khu phố thương mại trong các dự án đại đô thị của Vinhomes/Vingroup.

Bên cạnh đó, công ty dự kiến giới thiệu một mô hình trung tâm thương mại mới – Vincom Collection, với cấu trúc doanh thu dựa trên phí và hoa hồng. Mô hình này sẽ bao gồm các shophouse, theo đó Vincom Retail hợp nhất các cơ sở thương mại đơn lẻ thành một nền tảng bán lẻ được tổ chức bài bản và quản lý chuyên nghiệp, qua đó góp phần hình thành các cụm bán lẻ và hỗ trợ quá trình mở rộng của các thương hiệu khách thuê.

Trong bối cảnh nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ tiếp tục vượt trội so với nguồn cung, với tỷ lệ lấp đầy tại khu vực trung tâm Hà Nội và TP.HCM năm 2025 lần lượt đạt 98,3% và 96,6% (theo CBRE), cùng với kết quả tích cực của VRE trong việc thu hút khách thuê mới thông qua cải tạo các TTTM hiện hữu và điều chỉnh cơ cấu khách thuê sang ưu tiên ngành hàng F&B và Giải trí, chúng tôi đánh giá triển vọng hấp thụ của các dự án mới là khả quan. Điều này được thể hiện qua tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn hệ thống tiếp tục cải thiện và các TTTM khai trương trong năm 2025 đều ghi nhận tỷ lệ lấp đầy cao, đạt 99-100%. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng các TTTM và mô hình khu phố thương mại mới triển khai trong năm nay sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tích cực (trên 80%), tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững của doanh thu hoạt động kinh doanh cốt lõi trong các năm tiếp theo, qua đó hỗ trợ triển vọng tăng định giá (định giá mới sẽ được cập nhật trong báo cáo sau).

- Hai cấu phần shophouse tại Vinhomes Royal Island (Hải Phòng, 1.000 căn) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh, 280 căn) được điều chỉnh thời điểm mở bán sang từ năm 2027 trở đi. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu các dự án này đem lại đạt 8.235 tỷ đồng và kỳ vọng công ty bắt đầu bàn giao sản phẩm cho khách hàng trong giai đoạn nửa cuối 2027-2029, qua đó hỗ trợ tích cực cho đà tăng trưởng lợi nhuận kể từ năm 2027.

Tóm tắt KQKD của VRE trong Q4/25 và cả năm 2025

(Tỷ đồng)	Q4/25	% svck	% sv quý trước	2025	% svck	Thực hiện sv VPBankS dự phóng 2025	Thực hiện sv KHKD 2025
Số TTTM đang hoạt động	90	3,4%	2,3%	90	3,4%		
Tổng diện tích sàn cho thuê ('000 m² GFA)	1.914	6,6%	4,0%	1.914	6,6%		
Doanh thu	2.312	8,7%	2,7%	8.837	-1,1%	93,2%	92,8%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	2.182	7,6%	2,8%	8.400	6,6%	93,6%	
Chuyển nhượng bất động sản	55	-9,1%	-0,5%	170	-79,8%	67,2%	
Hoạt động khác	76	85,2%	4,4%	268	20,7%	102,2%	
Lợi nhuận gộp	1.210	0,8%	6,5%	4.732	-0,5%	92,4%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	52,3%	-4,1 đ %	1,8 đ %	53,5%	0,3 đ %		
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	54,4%	-1,4 đ %	2,0 đ %	55,0%	-0,8 đ %		
Chuyển nhượng bất động sản	32,6%	-83,5 đ %	-9,2 đ %	49,8%	9,3 đ %		
Chi phí BH&QLDN	(363)	16,3%	157,7%	(839)	-14,6%	86,5%	
% chi phí BH&QLDN/DT	15,7%	1,0 đ %	9,4 đ %	9,5%	-1,5 đ %		
Thu nhập ròng từ HĐ cho thuê	1.360	-5,0%	-8,2%	5.798	3,1%		
Biên thu nhập ròng từ HĐ cho thuê (%)	62,8%	-5,1 đ %	-5,5 đ %	68,4%	-0,4 đ %		
Doanh thu tài chính	2.647	383,7%	229,9%	4.751	166,1%	125,1%	
Thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay	756	38,1%	-5,8%	2.860	60,2%		
Chuyển nhượng phần vốn góp	1.891	N/A	N/A	1.891	N/A		
Chi phí tài chính	(203)	-26,2%	-42,1%	(1.065)	27,0%	148,3%	
Chi phí lãi vay	(185)	15,3%	8,0%	(628)	32,5%		
Lợi nhuận khác	49	-76,4%	-81,9%	503	21,9%	112,9%	
Lợi nhuận trước thuế	3.341	143,8%	94,1%	8.083	57,5%	105,3%	
LNST cổ đông công ty mẹ	2.659	145,0%	93,2%	6.446	57,4%	105,2%	137,1%
Biên LNST CD công ty mẹ (%)	115,0%	64,0 đ %	53,8 đ %	72,9%	27,1 đ %		

Các điểm nhấn chính trong bảng CĐKT:

Tính đến ngày 31/12/2025, tổng nợ vay đã tăng 41,2% từ đầu năm lên 6.401 tỷ đồng, phản ánh việc công ty huy động vốn để tài trợ cho các dự án trung tâm thương mại sắp triển khai. Mặc dù dư nợ tăng, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu vẫn duy trì ở mức thấp và trong tầm kiểm soát là 13,2%

Bên cạnh đó, VRE đã đặt cọc 10.383 tỷ đồng cho các sản phẩm shophouse, chủ yếu là 1.300 căn tại Vinhomes Green Paradise (Cần Giờ, TP.HCM), với thời điểm mở bán dự kiến từ năm 2027. Công ty cũng đã đặt cọc 13.039 tỷ đồng cho Vingroup/Vinhomes nhằm phát triển các trung tâm thương mại trong các dự án BĐS dân cư thuộc hệ sinh thái Vingroup/Vinhomes.

(Tỷ đồng)	2025	% kế từ đầu năm	% trên Tổng TS	% kế từ đầu năm	(Tỷ đồng)	2025	% kế từ đầu năm	% trên VCSH	% kế từ đầu năm
Tổng tài sản	61.279	11,0%			Tổng nguồn vốn	61.279	11,0%		
Tiền, tương đương tiền và ĐTTT ngắn hạn	4.568	51,7%	7,5%	2,0 đ %	Nợ phải trả	12.911	-3,0%		
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.886	43,1%	4,7%	1,1 đ %	Tổng nợ vay	6.401	41,2%	13,2%	2,4 đ %
Hàng tồn kho	236	-19,9%	0,4%	-0,1 đ %	Nợ phải trả khác	6.510	-25,8%		
Tài sản ngắn hạn khác	271	-96,1%			Vốn chủ sở hữu	48.368	15,4%		
Bất động sản đầu tư	27.231	0,5%	44,4%	-4,6 đ %					
Đặt cọc cho bên liên quan để nhận chuyển nhượng shophouse	10.383	89,5%	16,9%	16,9 đ %					
Đặt cọc cho bên liên quan để phát triển TTTM	13.039	-8,2%	21,3%	21,3 đ %					
Tài sản dài hạn khác	2.664	63,3%	4,3%	4,3 đ %					

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn