

# THEO DÕI

Giá mục tiêu 2026: **32.965 VND**  
% tăng giá: **11%**  
Cập nhật: **26/2/26**

## TRIỂN VỌNG 2026

**Tích cực:** (1) Giá thuê có xu hướng tăng nhẹ khi mặt bằng khan hiếm; (2) Tỷ lệ lấp đầy được duy trì ở mức cao; (3) Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng trưởng tốt.

**Rủi ro:** (1) Cạnh tranh thị phần từ các đối thủ như Aeon, Lotte và GOI; (2) Tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM mới không đạt kỳ vọng; (3) Tốc độ mở bán và ghi nhận doanh thu từ các dự án shophouse chậm hơn dự kiến.

Đơn vị : tỷ VND	Q4/2024	Q4/2025	2026F
DTT	2.128	2.312	9.294
% YoY	-9%	9%	5%
LNST	1.370	3.341	6.293
% YoY	1%	144%	-22%

## Tổng quan doanh nghiệp

VRE hoạt động trong 2 lĩnh vực chính: (1) Phát triển & vận hành bất động sản bán lẻ và (2) Bất động sản nhà phố thương mại để bán. Là một doanh nghiệp tiên phong và hàng đầu trong lĩnh vực bất động sản bán lẻ tại Việt Nam, VRE sở hữu tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) đạt 1,914 triệu m2 và có mặt tại 48 tỉnh thành trên toàn quốc.

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Bất động sản bán lẻ
Giá hiện tại:	29.750 VND
Vốn hóa:	65.784 tỷ VND
Số lượng CPLH:	2,3 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	2.837 VND
P/E:	10,2 lần
Cổ tức tiền mặt 2025:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2025:	0,0%



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

# VRE

Vincom Retail

DSC

## TÓM TẮT CẬP NHẬT

Lũy kế 12 tháng năm 2025, VRE cán mốc doanh thu thuần 8.837 tỷ VND (-1% YoY) và LNST đạt 6.446 tỷ VND (+57% YoY), lần lượt hoàn thành 93% và 137% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm 2025.

DSC ước tính doanh thu 2026 của VRE đạt mức 9.294 tỷ VND (+5% YoY) và LNST 5.035 tỷ VND (-22% YoY), trong đó doanh thu đến từ mảng cho thuê bán lẻ đạt 9.144 tỷ VND (+9% YoY). Động lực tăng trưởng trong năm 2026 sẽ đến từ: (1) Quy mô diện tích sàn bán lẻ (GFA) lớn nhất cả nước với 90 TTTM tại 48 tỉnh thành; (2) Tăng giá thuê nhờ khan hiếm mặt bằng, đặc biệt tại khu vực CBD (Hà Nội và TP.HCM) và (3) Tỷ lệ lấp đầy được duy trì ở mức cao.

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với VRE với mức giá mục tiêu 32.965 VND dựa trên phương pháp Chiết khấu vốn hóa đối với mảng cho thuê và DCF đối với mảng chuyển nhượng BĐS.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Quan điểm ngành: Bất động sản thương mại duy trì đà tăng trưởng

Theo CBRE, thị trường mặt bằng cho thuê vẫn ghi nhận tình hình khả quan trong năm 2025, đặc biệt tại khu vực trung tâm như Hà Nội hay TP.HCM khi tỷ lệ trống tại hai khu vực này đang ở mức thấp với chỉ 1,7% tại Hà Nội và 3,4% tại TP.HCM. Khu vực ngoài trung tâm cũng cải thiện khi tỷ lệ trống giảm xuống còn 10% tại khu vực ngoài Hà Nội và quanh mức 5,8% tại khu vực ngoài TP.HCM. Việc này đã đẩy giá thuê tại hai thành phố tăng từ 3-6% YoY. Giá thuê dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm tới, dự báo trong năm 2026 nguồn cung tại TP.HCM chỉ đạt khoảng 15.000m2, khu vực Hà Nội dự kiến có thêm 150.000m2 nguồn cung bán lẻ mới trong giai đoạn 2026-2028.

### VRE ra mắt dòng sản phẩm khu phố thương mại - Vincom Collection

VRE công bố năm 2026 sẽ phát triển một mô hình mới là khu phố thương mại trong các đại đô thị, với quỹ sản phẩm gồm 70 lô đất và tổng diện tích gần 300 ha. Theo đó, VRE là đơn vị tiên phong chuyển đổi bất động sản thương mại từ các sản phẩm đơn lẻ sang các khu phố thương mại được định vị có chiến lược và quản lý chuyên nghiệp. Mô hình kinh doanh mới này sẽ ghi nhận doanh thu theo hai hình thức là thu phí và hoa hồng.

### TĂNG TRƯỞNG DTT



### TỔNG DIỆN TÍCH GFA & TỶ LỆ LẤP ĐẦY



Nguồn: VRE, DSC tổng hợp

### LỢI NHUẬN GỘP



Nguồn: VRE, DSC tổng hợp

### ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

#### Doanh thu năm 2025 thấp hơn kỳ vọng

Lũy kế 12 tháng 2025, VRE cán mốc doanh thu 8.837 tỷ VND (-1% YoY), chỉ hoàn thành 93% mục tiêu doanh thu được BLĐ đề ra. Cụ thể, doanh thu cho thuê đạt 8.399 tỷ VND (+7% YoY) với động lực đến từ: (1) Tỷ lệ lấp đầy được duy trì ở mức cao, trung bình năm 2025 ở mức 88%; (2) Đóng góp từ 3 TTTM được mở mới trong năm khi hầu hết đều đạt tỷ lệ lấp đầy gần 100% và (3) Giá thuê tăng nhẹ, chủ yếu tại hai thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM khi có sự khan hiếm về mặt bằng. Trong khi đó, doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS chỉ đạt 170 tỷ VND (-80% YoY). Chủ yếu là do đã bàn giao gần hết quỹ căn shophouse từ năm trước.

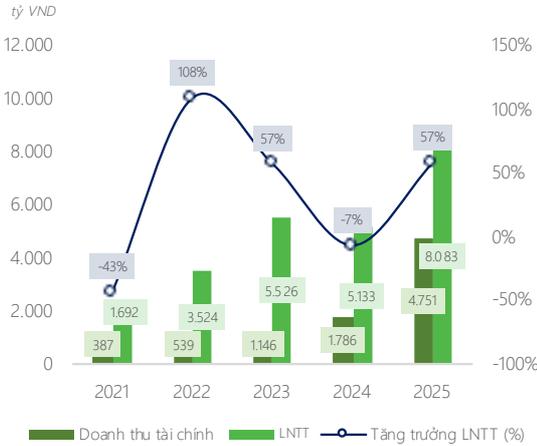
Trong năm 2026 - 2027, DSC kỳ vọng doanh thu của cả hai mảng kinh doanh sẽ có sự hồi phục với động lực đến từ: (1) Ghi nhận doanh thu từ hoạt động mở bán shophouse tại hai dự án là Vinhomes Golden Avenue (280 căn) và Vinhomes Royal Island (1.000 căn); (2) Tỷ lệ lấp đầy dự kiến được duy trì ổn định và tăng nhẹ khi VRE có kế hoạch cải tạo nội thất toàn diện và đưa thêm các thương hiệu mới vào các TTTM hiện hữu; (3) Diện tích GFA tăng lên khi VCP Wonder Park (27.000 m<sup>2</sup>) dự kiến được khai trương năm 2026 và VMM Green City (70.000 m<sup>2</sup>), VMM Hạ Long Xanh (110.000 m<sup>2</sup>), VCP Làng Vân (40.000 m<sup>2</sup>) đi vào hoạt động vào 2027.

#### Lợi nhuận gộp được duy trì

LNG của VRE trong năm 2025 đạt 4.732 tỷ VND (-0,5% YoY), đạt 54% biên lợi nhuận gộp. Trong đó phần lớn đến từ mảng hoạt động cho thuê với lợi nhuận gộp đạt 4.621 tỷ VND (+5% YoY) với biên lợi nhuận gộp đạt 55%.

DSC dự phóng trong giai đoạn 2026-2027, lợi nhuận gộp sẽ tăng do được ghi nhận thêm lợi nhuận từ mảng chuyển nhượng BĐS, nhưng BLNG sẽ giảm do VRE không chịu rủi ro đầu tư xây dựng shophouse nên BLNG mảng này sẽ hẹp hơn.

### TĂNG TRƯỞNG LNTT



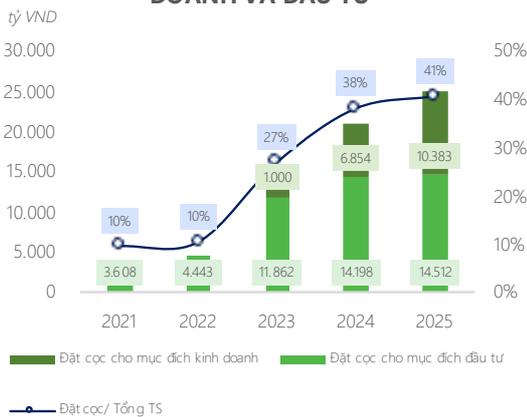
Nguồn: VRE, DSC tổng hợp

### LNTT tăng trưởng mạnh nhờ doanh thu tài chính đột biến

LNTT của VRE tăng mạnh lên mức 8.083 tỷ VND (+57% YoY), trong đó doanh thu từ hoạt động tài chính đóng góp hơn 50% với mức 4.751 tỷ VND (+166% YoY). Đáng chú ý, trong Q4 VRE đã ghi nhận 1.891 tỷ VND lợi nhuận tài chính từ hoạt động thoái vốn tại VCC Nguyễn Chí Thanh.

Chúng tôi cho rằng LN từ hoạt động tài chính từ tiền gửi sẽ được hưởng lợi nhờ lãi suất huy động đang có xu hướng tăng trong năm 2026, tuy nhiên sẽ không còn các khoản LN tài chính đột biến như năm 2025.

### ĐẶT CỌC CHO MỤC ĐÍCH KINH DOANH VÀ ĐẦU TƯ



Nguồn: VRE, DSC tổng hợp

### Tiền đặt cọc cho mục đích kinh doanh và đầu tư tăng mạnh

Kết thúc Q4 năm 2025, VRE ghi nhận khoản mục tiền đặt cọc cho mục đích kinh doanh và đầu tư tăng mạnh lên mức 24.895 tỷ VND (+19% YoY), chủ yếu là đặt cọc tại các dự án Vincom Mega Mall, Vinhomes Golden Anvenue, Vinhomes Royal Island và shophouse tại Vinhomes Green Paradise.

Tỷ lệ Đặt cọc/ Tổng TS cũng đã tăng lên mức 41% vào cuối năm 2025.

### KHẢ NĂNG CHI TRẢ NỢ VAY



Nguồn: VRE, DSC tổng hợp

### Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH tăng cao

Trong năm 2025, tỷ lệ Nợ vay/ VCSH tăng lên mức 13,23%, chủ yếu đến từ nợ vay dài hạn tăng cao lên mức 6.380 tỷ VND (+152% YoY). Trong đó có 6.208 tỷ VND là nợ vay dài hạn với ngân hàng, có mức lãi suất cố định là 7,68% và 9%/ năm.

Tỷ lệ bao phủ lãi vay cũng ghi nhận giảm nhẹ về mức 6,19 lần trong 2025, do lãi vay tăng và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi giảm vì tăng chi phí dự phòng lên gần 104 tỷ VND trong Q4 khiến SG&A tăng. Mặc dù, lãi suất cho vay đang nhích lên trong năm 2026 nhưng chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay của VRE sẽ không bị biến động nhiều do chủ yếu là các khoản vay dài hạn với các mức lãi suất cố định.

DỰ PHÓNG KQKD

Tỷ VND	2025E	2026E	%YoY	2027E	%YoY	Giá định 2026-2027
<b>Tổng GFA (nghìn m2)</b>	<b>1.914</b>	<b>1.941</b>	<b>1%</b>	<b>2.056</b>	<b>6%</b>	
VCC	233	233	0%	233	0%	
VMM	657	657	0%	732	11%	• Trong 2026, VRE dự kiến chỉ mở thêm một TTTM mới là VCP Wonder Park (27.000m2)
VCP	951	978	3%	1018	4%	• Trong 2027, dự kiến mở thêm 3 TTTM mới là VMM Green City (70.000m2), VMM Hạ Long Xanh (110.000m2) và VCP Làng Vân (40.000m2)
VC+	73	73	0%	73	0%	
Tỷ lệ lấp đầy	88%	88%		88%		
<b>Doanh thu</b>	<b>8.837</b>	<b>9.294</b>	<b>5%</b>	<b>11.422</b>	<b>23%</b>	
Doanh thu mảng cho thuê và cung cấp dịch vụ	8.399	9.144	9%	9.835	8%	DSC dự phóng doanh thu mảng cho thuê của VRE đạt mức 8.795 tỷ VND (+5% YoY) vào 2026 và 9.019 tỷ VND (+3%) vào 2027 với động lực đến từ: (1) Giá thuê mặt bằng được dự báo ổn định và tăng nhẹ, đặc biệt tại các khu vực thành phố lớn khi nguồn cung mặt bằng mới khá hạn chế. (2) Đóng góp từ các TTTM được mở mới trong 2026-2027, ước tính diện tích GFA được tăng lên mức 2.056 nghìn m2 vào cuối 2027. (3) Tỷ lệ lấp đầy được giữ ở mức cao
Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS	170	70	-59%	1.507	2053%	Theo công bố từ BLD, doanh thu từ mảng chuyển nhượng BĐS trong 2026 chủ yếu sẽ đến từ lượng backlog tại dự án cũ, ước tính đạt 70 tỷ VND. DSC dự phóng doanh thu từ mảng này sẽ hồi phục vào năm 2027, đạt 1.507 tỷ VND (+2053% YoY) khi bắt đầu mở bán và ghi nhận doanh thu từ mở bán shophouse tại Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island.
Khác	268	80	-70%	80	0%	
<b>LNG</b>	<b>4.732</b>	<b>5.112</b>	<b>8%</b>	<b>6.054</b>	<b>18%</b>	
Biên LNG (%)	54%	55%		53%		
Chi phí quản lý & bán hàng	(839)	(883)	5,2%	(1199)	35,8%	DSC dự phóng chi phí quản lý và bán hàng tăng lên khi mở thêm các TTTM mới
Doanh thu tài chính	4.751	2.600	-45%	2.756	6%	
Chi phí tài chính	(628)	(525)	-16%	(482)	-8%	
<b>LNTT</b>	<b>8.023</b>	<b>6.293</b>	<b>-22%</b>	<b>7.113</b>	<b>13%</b>	
Biên LNTT (%)	91%	68%		62%		
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>6.446</b>	<b>5.035</b>	<b>-22%</b>	<b>5.691</b>	<b>13%</b>	
Biên LN ròng (%)	73%	54%		50%		
EPS (VND/CP)	2.837	2.216		2.504		

Nguồn: DSC ước tính và dự phóng

### Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV với mức chiết khấu 20%. Cụ thể, đối với mảng kinh doanh cốt lõi là cho thuê BĐS thương mại, chúng tôi sử dụng phương pháp tỷ suất vốn hóa, với mức cap rate từ 7-10% tùy thuộc vào từng loại TTMM, còn đối với mảng kinh doanh chuyển nhượng BĐS, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với mức chiết khấu WACC= 13,57%. DSC dự phóng mức giá mục tiêu của VRE đạt 32.965 VND, tương ứng mức tăng giá 11% so với giá đóng cửa ngày 26/2/2026.

### Chi phí sử dụng vốn bình quân

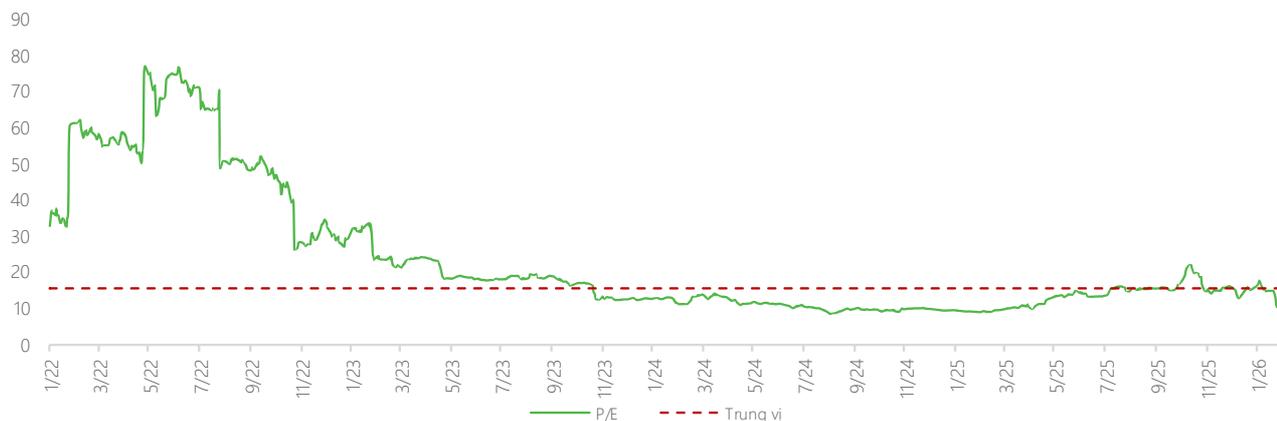
<b>WACC (%)</b>	<b>13,57%</b>
Ls phi rủi ro (%)	4,02%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8,75%
Beta	1,20
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>14,52%</b>
Ls bình quân	8,00%
Thuế thu nhập DN	20,00%
<b>Chi phí nợ</b>	<b>6,40%</b>
Tỷ trọng VCSH	88,31%
Tỷ trọng nợ	11,69%

Định giá RNAV	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV (tỷ VND)
Mảng cho thuê BĐS	NOI/ Cap rate	100%	85.332
Mảng chuyển nhượng BĐS	DCF	100%	10.038
<b>Tổng NAV (tỷ VND)</b>			<b>95.370</b>
Cộng: Tiền mặt			4.568
Trừ: Tổng nợ			6.401
Trừ: CDTS			0
<b>RNAV (tỷ VND)</b>			<b>93.537</b>
Chiết khấu RNAV			20%
<b>RNAV chiết khấu (tỷ VND)</b>			<b>74.830</b>
Số lượng CPLH (tỷ)			2,27
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>			<b>32.965</b>
Giá hiện tại			29.800
<b>Upside</b>			<b>11%</b>

### Bối cảnh định giá

Hiện tại, P/E của VRE đã giảm về mức hơn 10 lần do EPS bị ảnh hưởng bởi hoạt động thoái vốn Vincom NCT - thấp hơn so với trung vị 3 năm là 15,67 lần.

#### P/E LTM



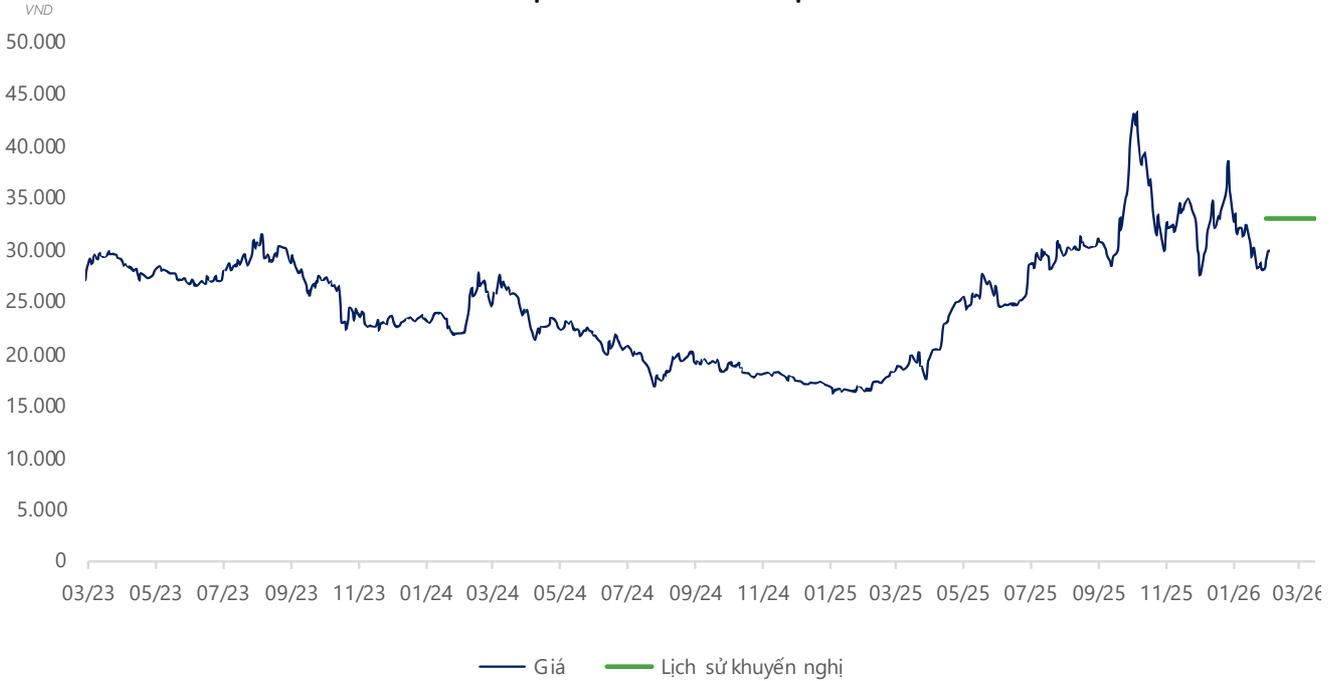
## PHỤ LỤC:

Lịch sử khuyến nghị  
Mô hình kinh doanh

# VRE

Vincom Retail

### LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



### MÔ HÌNH KINH DOANH

## MÔ HÌNH KINH DOANH CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

**ĐẦU VÀO**

- NGUYÊN VẬT LIỆU & NHÀ THẦU XÂY DỰNG
- QUỸ ĐẤT & QUỸ DỰ ÁN
- DỊCH VỤ THUÊ NGOÀI & TIỆN ÍCH

**QUY TRÌNH**

TIẾN ĐỘ DỰ ÁN LUÔN ĐƯỢC ĐẢM BẢO, THẬM CHỈ VƯỢT TIẾN ĐỘ

Mô hình	Vincom Center	Vincom Mega Mall	Vincom Plaza	Vincom +
Tổng diện tích cho thuê	40.000 - 60.000 m <sup>2</sup>	60.000 - 150.000 m <sup>2</sup>	10.000 - 40.000 m <sup>2</sup>	~ 5000 m <sup>2</sup>
Thời gian hoàn thành dự án	18-24 tháng	24+ tháng	12+ tháng	6+ tháng

**ĐẦU RA**

- VINCOM CENTER: 83 trung tâm thương mại
- VINCOM MEGA MALL: 1.8 Triệu m<sup>2</sup> Diện tích sàn TTTM
- VINCOM PLAZA: 44 Tỉnh thành phố lớn

~95% Tỷ lệ lấp đầy TB tại Vincom Center & Plaza

~85% Tỷ lệ lấp đầy TB tại Vincom+

**KHÁCH HÀNG LỚN**

- ZARA, LOTTERIA, VINGROUP, UNI QLO, Jollibee

**BDS CHUYÊN NHƯỢNG**

- SHOPHOUSE, CĂN HỘ, THÁP VĂN PHÒNG

PHÒNG PHÂN TÍCH DSC

Nguồn: VRE, DSC tổng hợp

**VRE****Vincom Retail****DSC**

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>THEO DÕI</b>	Giá mục tiêu CHẼNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
<b>BÁN</b>	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>CHỈ TIÊU</b>	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
<b>KHÔNG ÁNH GIÁ</b>	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### HỘI SỞ CHÍNH

 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

#### Đào Hải Nam

Chuyên viên Phân tích  
nam.dh@dsc.com.vn

 (024) 3880 3456

 info@dsc.com.vn