BAOVIET Securities

Ngành Bất động sản

Báo cáo lần đầu

Tháng 10, 2026

CTCP Vincom Retail

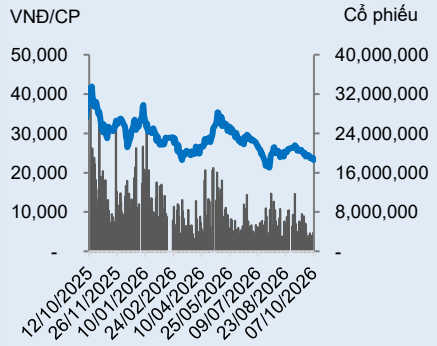
Mã giao dịch: VRE | Reuters: VRE.HM | Bloomberg: VRE VN

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	33.300
Giá thị trường (07/10/2026)	23.250
Lợi nhuận kỳ vọng	+43,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.300-41.916
Vốn hóa	52.831 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.272.318.410
KLGD bình quân 10 ngày	3.468.320
% sở hữu nước ngoài	10,99%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,3%
Beta	2,29

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VRE	-32,4%	-12,1%	-10,2%	-17,8%
VNIndex	-2,0%	-4,1%	-2,6%	-2,6%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Minh Khôi

(84 28) 3914.6888 ext. 259

khoinm@bvsc.com.vn

Nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam

Điểm nhấn doanh nghiệp

Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, với chuỗi hệ thống TTTM trải rộng trên 31/34 tỉnh, thành.

Nhu cầu BĐS bán lẻ cho thuê là rất lớn. Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển nhanh với mục tiêu tăng trưởng ở mức hai chữ số. Bên cạnh đó, thu nhập bình quân đầu người cũng đạt ngưỡng Trung bình cao trong năm 2026. Nghịch lý ở chỗ, diện tích bán lẻ trên đầu người của cả Hà Nội và Tp. HCM đang thuộc nhóm thấp nhất trong khu vực. Điều này cho thấy quy mô thị trường BĐS bán lẻ tại Việt Nam chưa theo kịp tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế. Từ đó, nhu cầu phát triển mới trong lĩnh vực BĐS bán lẻ được kỳ vọng duy trì ở mức lớn trong cả ngắn, trung và dài hạn.

Hệ thống TTTM trải rộng khắp cả nước. VRE vận hành hệ thống **91 trung tâm thương mại** (TTTM) với tổng diện tích sàn (GFA) đạt khoảng **1.941.000 m2**, hiện diện tại 31/34 tỉnh thành. Trong đó, bao gồm 6 Vincom Center, 8 Vincom Mega Mall, 62 Vincom Plaza và còn lại là các dự án Vincom+.

Giá chào thuê dự báo tăng đều qua các năm do nguồn cung khan hiếm. Theo thống kê của CBRE, giá chào thuê tại Hà Nội và Tp. HCM đã tăng từ **3,6%-7,9%** YoY trong 1H.2026, tùy thuộc vào khu vực. BVSC dự báo giá chào thuê sẽ tiếp tục tăng từ **3-7%** mỗi năm trong bối cảnh nguồn cung mới vẫn khan hiếm.

Bệ phóng cho sự phát triển được đảm bảo bởi các khoản đặt cọc. VRE đang ghi nhận **25.468 tỷ đồng** giá trị đặt cọc dài hạn, chủ yếu liên quan đến Vingroup và các đối tác trong hệ sinh thái. Trong đó bao gồm **15.084 tỷ đồng** để phát triển các TTTM tại các dự án BĐS trọng điểm của Vinhomes và **10.383 tỷ đồng** phục vụ cho phát triển các BĐS thương mại.

Chúng tôi dự báo KQKD năm 2026 **KHẢ QUAN,** với DTT ghi nhận ở ngưỡng **9.866 tỷ đồng (+11,6% YoY)** trong khi LNST đạt mức **5.678 tỷ đồng (-11,9% YoY).** Loại bỏ việc chuyển nhượng dự án Vincom Nguyễn Chí Thanh ra khỏi tính toán, LNST năm 2026 tăng trưởng **15,0% YoY**.

Định giá và Khuyến nghị. Sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần (SoTP) và phương pháp hệ số giá so sánh (PER và PBR), BVSC ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu VRE đạt **33.300 đồng/cp**, tương ứng mức upside **+43,2%** so với giá thị trường ngày 07/10/2026. Trên cơ sở đó, BVSC đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VRE. Mức định giá trên mới chỉ phản ánh 91 TTTM đang vận hành, chưa bao gồm dòng tiền từ các dự án phát triển trong tương lai.

Rủi ro. Các rủi ro chính bao gồm: (1) tốc độ chuyển dịch hành vi tiêu dùng từ kênh offline sang thương mại điện tử nhanh hơn kỳ vọng; (2) tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM ở tỉnh lẻ thấp hơn dự báo do áp lực cạnh tranh gia tăng; và (3) rủi ro tiềm ẩn liên quan đến hệ sinh thái Vingroup.

Thông tin cơ bản về CTCP Vincom Retail

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE), thường gọi là Vincom Retail, là doanh nghiệp phát triển, quản lý và vận hành hệ thống bất động sản bán lẻ số một tại Việt Nam. Với vai trò là thành viên chủ chốt trong hệ sinh thái của Tập đoàn Vingroup, Vincom Retail nắm giữ toàn bộ mảng hoạt động liên quan đến đầu tư, phát triển, quản lý và vận hành các trung tâm thương mại (TTTM) và BĐS bán lẻ trên toàn quốc. Vincom Retail chính thức niêm yết trên HOSE vào tháng 10/2017 với mã chứng khoán VRE. Tính đến hết 1H.2026, vốn điều lệ của công ty được ghi nhận ở mức **hơn 23.288 tỷ đồng.**

Hoạt động kinh doanh chủ đạo của VRE

Vincom Retail tập trung phát triển và vận hành hệ thống BĐS bán lẻ phủ rộng trên toàn quốc, hiện diện tại 31/34 tỉnh, thành phố. Doanh nghiệp xây dựng mạng lưới trung tâm thương mại đa dạng với bốn mô hình linh hoạt, bao gồm:

- Vincom Center tại lõi trung tâm các thành phố lớn (Vincom Center Bà Triệu, Vincom Center Đồng Khởi, Vincom Center Landmark 81, …);
- Vincom Mega Mall tại đại đô thị (VMM Royal City, VMM Times City, VMM Ocean City, …);
- Vincom Plaza tại các trung tâm tỉnh thành và thành phố vệ tinh (Vincom Plaza Hạ Long, Vincom Plaza Ngô Quyền Đà Nẵng, …); và
- Vincom+ tại các thị xã, huyện (Vincom+ Nam Đàn, Vincom+ Uông Bí, …).

Bên cạnh hoạt động cốt lõi là cho thuê mặt bằng bán lẻ, Vincom Retail đồng thời phát triển hai mảng kinh doanh khác để bổ trợ cho hệ sinh thái của mình. Đầu tiên là hoạt động phát triển và chuyển nhượng bất động sản, chủ yếu là xây dựng các dự án nhà phố thương mại (shophouse) nằm xung quanh các dự án Vincom Plaza hoặc Vincom+ nhằm tạo thành một tổ hợp điểm đến thương mại sầm uất tại các địa phương. Mảng còn lại là cung cấp dịch vụ quản lý, vận hành và tiện ích đi kèm (như kỹ thuật, an ninh, vệ sinh, bãi đỗ xe, quảng cáo, tiếp thị,...).

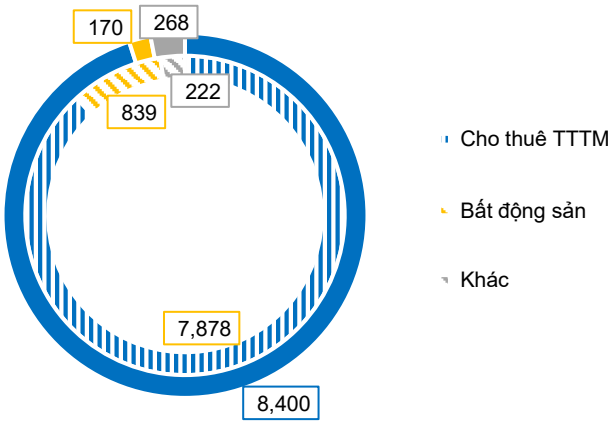
Lịch sử hình thành của doanh nghiệp

- **2004.** Ra mắt TTTM đầu tiên mang thương hiệu “Vincom”, là Vincom Bà Triệu.
- **2010.** Khai trương Vincom Đồng Khởi, đặt nền móng và đánh dấu sự nhảy vọt về vị thế của hệ thống Vincom tại khu vực phía Nam đất nước.
- **2013.** Tái định hướng trở thành đơn vị phát triển và vận hành hệ thống TTTM, đồng thời chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần (CTCP).
- **2013-2015.** Huy động được **300 triệu USD** từ Warburg Pincus - Quỹ đầu tư toàn cầu hàng đầu, là cơ sở tài chính vững chắc cho sự mở rộng sau này.
- **2017.** Chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE, với mã chứng khoán là VRE.
- **2019.** Củng cố cấu trúc vốn, nâng vốn điều lệ lên mức hơn **23.288 tỷ đồng** (mức vốn được duy trì cho đến hiện tại).
- **2022.** Ra mắt mô hình Life design mall đầu tiên là Vincom Mega Mall Smart City.
- **2025.** CTCP Vincom Retail đã hoàn tất chuyển nhượng toàn bộ vốn góp tại Công ty TNHH Bất động sản Vincom Nguyễn Chí Thanh.

- **2026.** Dự kiến ra mắt mô hình thứ 5 là Vincom Collection (Dạng KPTM tại các đại đô thị hoặc các trung tâm du lịch trọng điểm). Khai trương Vincom Plaza Đan Phượng trong T8.2026.

Cơ cấu DTT Vincom Retail qua các năm

(Đvt: tỷ đồng)

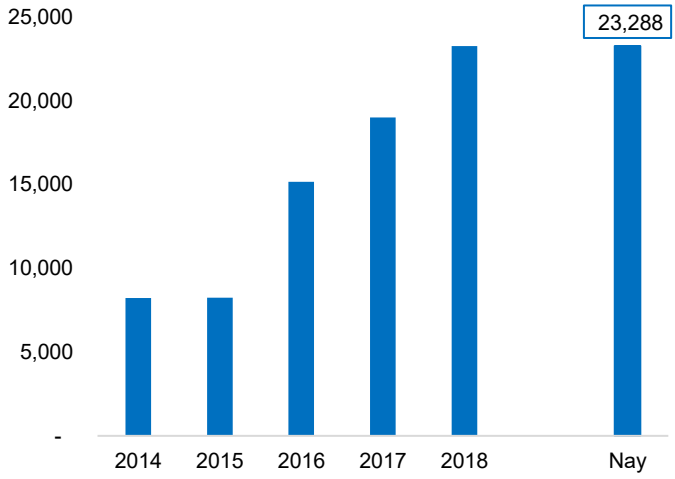


Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp

Ghi chú: Vòng ngoài thể hiện năm 2025, vòng trong thể hiện năm 2024

Vốn điều lệ của Vincom Retail qua các năm

(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp

Cơ cấu Công ty con và cơ cấu cổ đông

Cơ cấu công ty con của Vincom Retail hiện gồm 2 đơn vị do VRE sở hữu 100% vốn điều lệ với tổng giá trị đầu tư **13.644 tỷ đồng**. Khác với mô hình công ty con vận hành kinh doanh độc lập thông thường, các đơn vị này chủ yếu đứng tên sở hữu tài sản về mặt pháp lý. Do Vincom Retail thực hiện cơ chế quản trị tập trung, toàn bộ hoạt động phát triển, cho thuê mặt bằng, quản lý vận hành và kiểm soát tài chính đều được triển khai tập trung trực tiếp từ Công ty mẹ.

Danh sách các công ty con của Vincom Retail

Tên công ty	Địa chỉ	Mảng cốt lõi	Vốn đầu tư *(tỷ đồng)*	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết
Công ty TNHH Vận Hành Vincom Retail	Tp. Hà Nội	Cho thuê TTTM	12.416	100%	100%
Công ty TNHH Vincom Retail Landmark 81	Tp. Hồ Chí Minh	Cho thuê TTTM	1.228	100%	100%
Tổng			**13.644**		

Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp

Về cơ cấu cổ đông, CTCP Kinh doanh và Thương mại SADO vẫn chiếm trọng yếu với **40,5%** vốn điều lệ, tiếp sau đó là Tập đoàn Vingroup với **18,4%** tổng số cổ phần của Vincom Retail. Riêng hai cổ đông này đã nắm giữ tổng cộng **58,9%** cổ phần. Phần còn lại chủ yếu được sở hữu bởi các quỹ đầu tư hoặc các cổ đông cá nhân trên thị trường. Trong quá khứ, Vincom Retail từng là công ty con của Vingroup, thông qua cả hai hình thức sở hữu trực tiếp và gián tiếp. Tuy nhiên, sau khi thoái vốn Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển thương mại SDI vào năm 2024, Vincom Retail không còn là công ty con của Vingroup nữa khi tỷ lệ sở hữu hạ về mức 18,4% như hiện nay.

Phân tích và đánh giá triển vọng kinh doanh các mảng chủ đạo

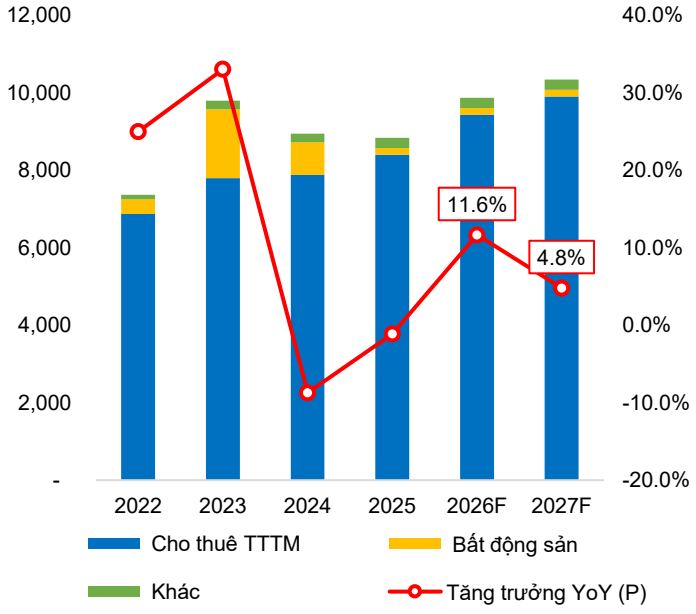
Hoạt động kinh doanh của Vincom Retail tập trung vào phát triển và khai thác hệ thống TTTM, hướng đến kiến tạo các điểm đến tích hợp mua sắm – giải trí – trải nghiệm (Shoppertainment). Nguồn thu chính của Vincom Retail đến từ:

- **Cho thuê các BĐS bán lẻ *(Chiếm từ 80-95% tổng DTT)***. Nguồn thu này đến từ hoạt động cho thuê các BĐS bán lẻ theo mô hình cho thuê lại (Hybrid Leasing). Một phần DTT là doanh thu từ hợp đồng thuê giá cố định, phần còn lại biến động theo doanh thu của khách thuê.
- **Chuyển nhượng các BĐS thương mại *(Chiếm từ 2-18% tổng DTT)***. Phát triển và chuyển nhượng các căn hộ shophouse được xây dựng xung quanh các dự án Vincom Plaza hoặc Vincom+ nhằm tối ưu hóa giá trị quỹ đất. Đây là mảng có sự biến động lớn qua các năm.
- **Dịch vụ khác *(Chiếm từ 2-3% tổng DTT)***. Các hoạt động bao gồm: dịch vụ kỹ thuật, hệ thống an ninh, vệ sinh, phí quản lý bãi đỗ xe, cũng như các hoạt động khai thác quảng cáo, tiếp thị và tổ chức sự kiện tại các trung tâm thương mại.

Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi tập trung bóc tách và đánh giá triển vọng của nguồn thu từ hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ tại các TTTM. Đây là mảng kinh doanh cốt lõi, mang tính thường xuyên và là động lực chính tạo ra giá trị dài hạn cho VRE. Đối với mảng chuyển nhượng BĐS và dịch vụ khác, chúng tôi không thực hiện phân tích chuyên sâu do: (1) doanh thu chuyển nhượng BĐS mang tính không thường xuyên, phụ thuộc vào tiến độ bàn giao của từng dự án và không phản ánh năng lực vận hành cốt lõi của doanh nghiệp; và (2) mảng dịch vụ khác có quy mô nhỏ và gắn liền với hoạt động vận hành TTTM, do đó triển vọng của mảng này về cơ bản đi cùng xu hướng của mảng cho thuê.

Cơ cấu DTT của VRE theo mảng kinh doanh

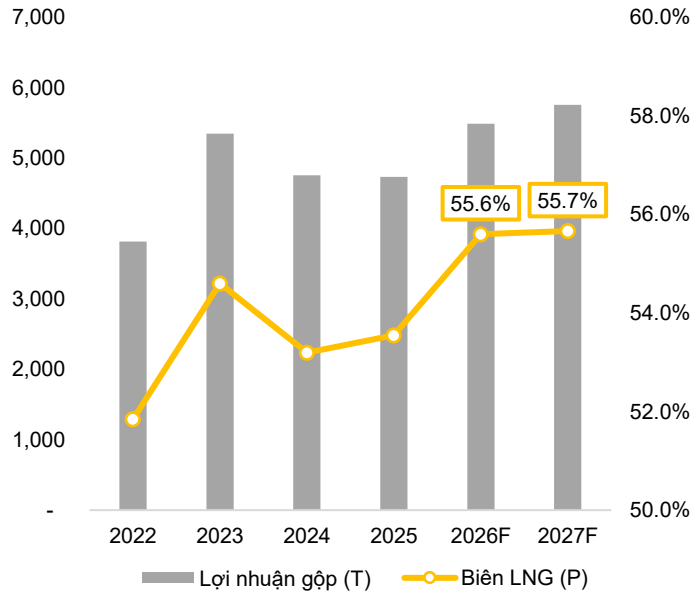
(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận gộp và biên LNG 2022-2027F

(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi dự báo KQKD năm 2026 **KHẢ QUAN,** với DTT ghi nhận ở ngưỡng **9.866 tỷ đồng (+11,6% YoY)** trong khi LNST đạt mức **5.678 tỷ đồng (-11,9% YoY).** Loại bỏ việc chuyển nhượng dự án Vincom Nguyễn Chí Thanh ra khỏi tính toán, LNST năm 2026 tăng trưởng **15,0% YoY**. Biên LNG tăng lên ngưỡng 55,6% (cao hơn 2,1 điểm phần trăm so với năm 2025) nhờ (1) Tỷ lệ lấp đầy, bao gồm diện tích đã có cam kết thuê, được cải thiện; và (2) Giá chào thuê tăng trong năm.

Bước sang 2027, chúng tôi chỉ ước tính dựa trên 90 TTTM đang hoạt động và Vincom Đan Phượng vừa khai trương trong cuối T8.2026 vừa qua. DTT năm 2027 dự báo tăng trưởng **4,8% YoY** trong khi LNST tăng **2,6% YoY**, đạt 5.824 tỷ đồng. Biên LNG kỳ vọng đi ngang trên nền cao ở ngưỡng **55,7%** tương đồng với năm 2026E.

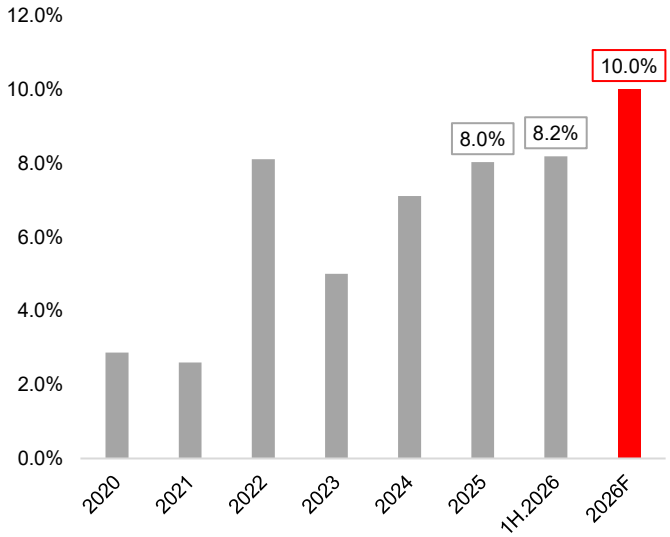
Bối cảnh vĩ mô - Thị trường nhiều dư địa trong môi trường kinh tế tăng trưởng

Mục tiêu tăng trưởng cao củng cố kỳ vọng phục hồi tiêu dùng nội địa, …

Trong 9T.2026, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam tiếp tục tăng tốc, đạt ngưỡng **9,01% YoY.** Chính phủ đã đặt mục tiêu tham vọng với tăng trưởng GDP ở mức hai chữ số (10,0%) trong nhiệm kỳ trung hạn 2026-2030. Theo đó, hàng loạt các chính sách nới lỏng tài khóa (như tăng lương cơ sở, giảm VAT, nới lỏng thuế thu nhập, tăng số lượng ngày nghỉ lễ, …) được thực hiện trong thời gian qua bên cạnh đẩy mạnh đầu tư công. Các chính sách này gián tiếp kích thích sức mua của người dân trong nền kinh tế, từ đó cải thiện mức độ tiêu dùng nội địa. Diễn biến trên đã giúp cho doanh số bán lẻ trở lại mức tăng trưởng ấn tượng **14,12%** trong T9.2026.

Xu hướng này theo BVSC sẽ tiếp tục duy trì, tạo cơ sở để kỳ vọng doanh số bán lẻ duy trì mức tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn hướng đến năm 2030. Tuy nhiên các chính sách trên thường có độ trễ và ảnh hưởng từ việc đẩy mạnh hạ tầng lên nền kinh tế chung sẽ có tính lan tỏa sau giai đoạn xây dựng.

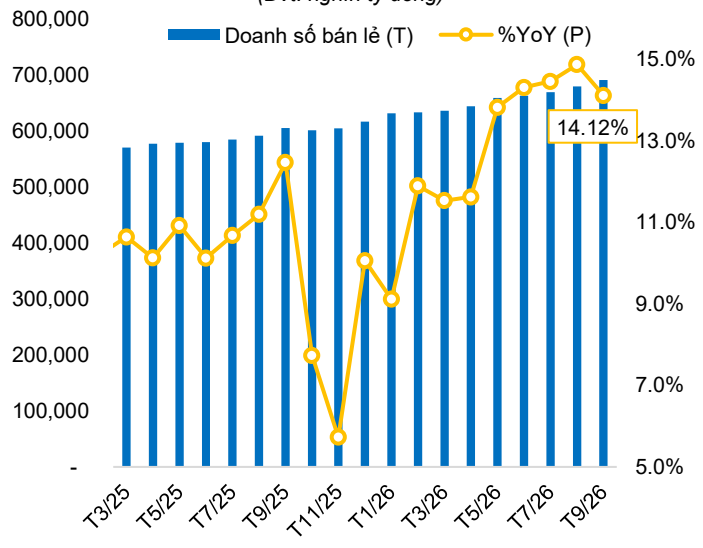
Tốc độ tăng trưởng GDP Việt Nam tăng tốc



Nguồn: NSO, BVSC tổng hợp

Retail sale trở lại tăng trưởng hai chữ số

(Đvt: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NSO, BVSC tổng hợp

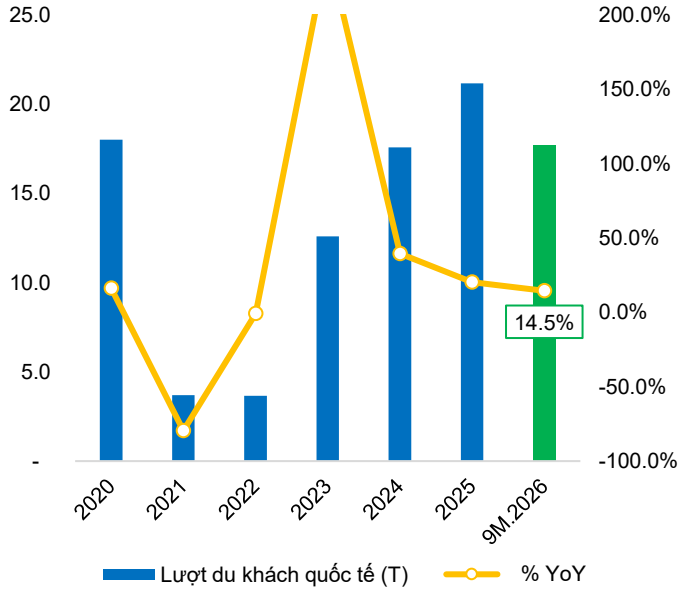
…, Việt Nam cũng đang là một điểm đến hấp dẫn với khách du lịch quốc tế, …

Trong 9 tháng đầu năm 2026, lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đạt **17,7 triệu lượt khách**, tăng **14,5%** so với cùng kỳ, hoàn thành **71%** kế hoạch cả năm 2026. Nhìn về xa hơn, du lịch Việt Nam đã hồi phục nhanh chóng sau COVID-19 và thiết lập mức cao mới về lượng khách trong năm 2025. Động thái trên thể hiện rõ tác động tích cực từ chính sách du lịch cạnh tranh cùng mức độ an toàn cao trong bối cảnh bất ổn toàn cầu. Hơn thế nữa, việc phát triển hạ tầng toàn quốc và xây dựng các sân bay quốc tế mới sẽ tạo điều kiện kết nối đường hàng không thuận lợi hơn giữa Việt Nam với nhiều quốc gia trên thế giới. Theo Euromonitor, tốc độ tăng trưởng lượng khách du lịch của Việt Nam trong giai đoạn 2026-2030 lên đến **12,7%,** chỉ xếp sau Thái Lan.

BVSC đánh giá lượng khách du lịch dồi dào sẽ góp phần cải thiện lưu lượng khách đến các TTTM (Footfall) tại Việt Nam cải thiện cả nội địa lẫn ngoại quốc. Yếu tố này góp phần củng cố luận điểm về sự mở rộng về chất lượng khai thác các TTTM trong tương lai.

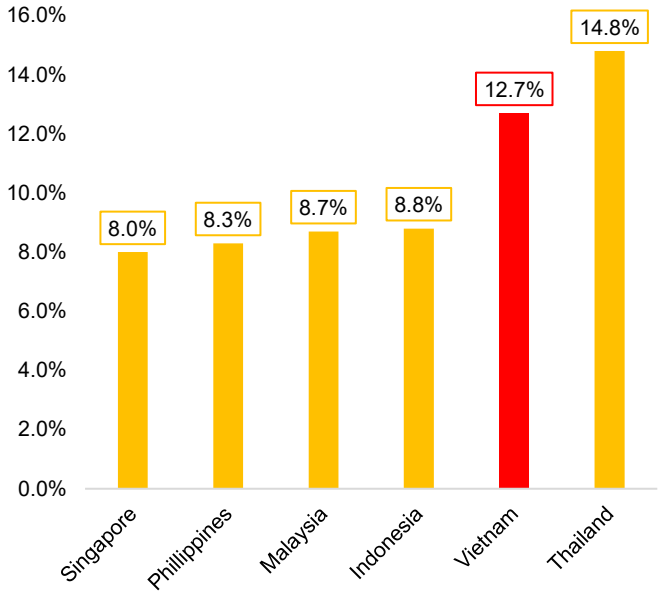
Diễn biến khách Quốc tế đến Việt Nam

(Đvt: triệu lượt khách)



Nguồn: NSO, BVSC tổng hợp

2026-2030 CAGR khách du lịch quốc tế



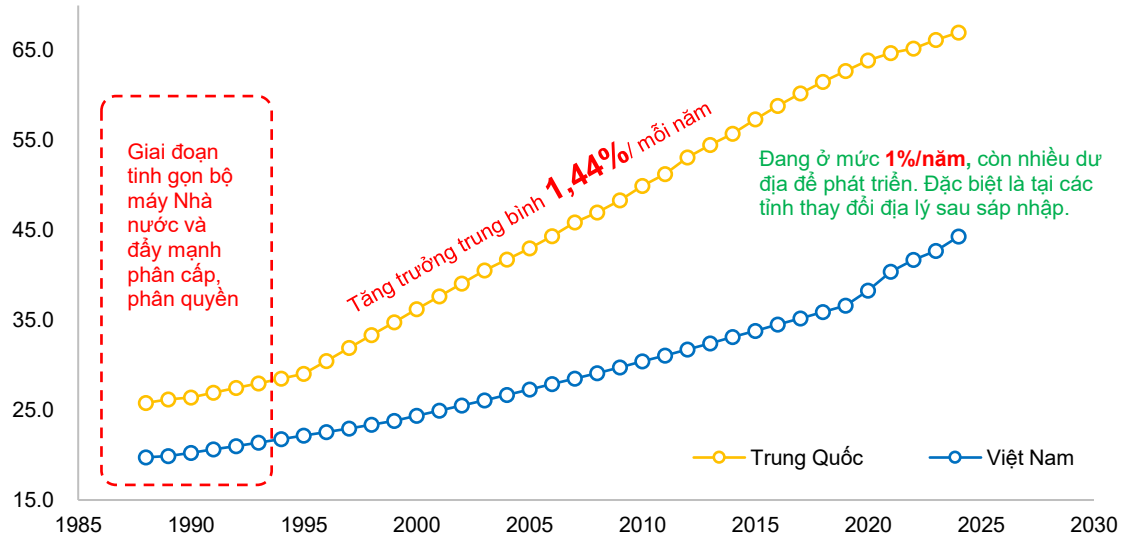
Nguồn: Euromonitor, BVSC tổng hợp

…, tỷ lệ đô thị hóa tăng nhanh hơn 1% mỗi năm, …

Việc sáp nhập tỉnh, thành trong năm 2025 theo BVSC là một bước tiến quan trọng để đẩy nhanh tiến trình đô thị hóa toàn quốc. Bởi lẽ giờ đây, quy mô, tiềm lực và trọng tâm phát triển của một tỉnh thành sẽ lớn và có sự tập trung nguồn lực hơn so với giai đoạn trước sáp nhập. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh hạ tầng nhằm liên kết các tỉnh thành với nhau sẽ tạo bàn đạp quan trọng cho sự giao thương và thúc đẩy kinh tế trong nước. Động thái trên được kỳ vọng sẽ hình thành thêm nhiều trung tâm kinh tế mới bên cạnh Hà Nội và Tp. HCM.

Tỷ lệ đô thị hóa tại Trung Quốc và Việt Nam qua các năm

(Đvt: %)



Nguồn: Statista, CEIC Data, Indexmundi, BVSC tổng hợp và ước tính

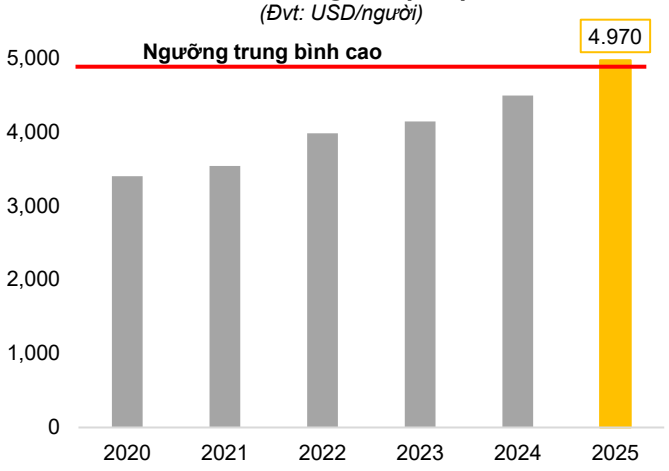
Vai trò và vị thế của các trung tâm kinh tế lớn (như Tp. HCM và Hà Nội) là trọng yếu trong lĩnh vực BĐS bán lẻ khi chỉ xét riêng hai thành phố Tp. HCM và Hà Nội đã chiếm hơn 65% tổng diện tích GFA BĐS bán lẻ toàn quốc. Do đó, việc hình thành các trung tâm kinh tế mới sẽ mở ra thêm nhiều dư địa cho nhu cầu phát triển BĐS bán lẻ trong tương lai.

…, thực tế là diện tích BĐS bán lẻ của Việt Nam vẫn ở mức thấp ngay cả tại hai thành phố lớn dẫn đến tình trạng khan hiếm nguồn cung

Thu nhập người dân càng lúc càng gia tăng khi Việt Nam vừa chính thức bước vào nhóm quốc gia có thu nhập đầu người ở mức trung bình cao trong năm 2026. Tuy nhiên ở cả hai thành phố phát triển bậc nhất về lĩnh vực BĐS bán lẻ tại Việt Nam, mức diện tích bán lẻ thuần bình quân trên đầu người chỉ ở mức khiêm tốn và thấp hơn nhiều so với các thành phố lớn trong khu vực. Các rào cản về pháp lý cũng như quy mô vốn lớn đang khiến tốc độ tăng trưởng GFA của BĐS bán lẻ không kịp so với mức tăng trưởng thu nhập nói riêng và nền kinh tế nói chung. Điều này dẫn đến tình trạng khan hiếm diện tích bán lẻ Việt Nam trong hiện tại lẫn tương lai gần.

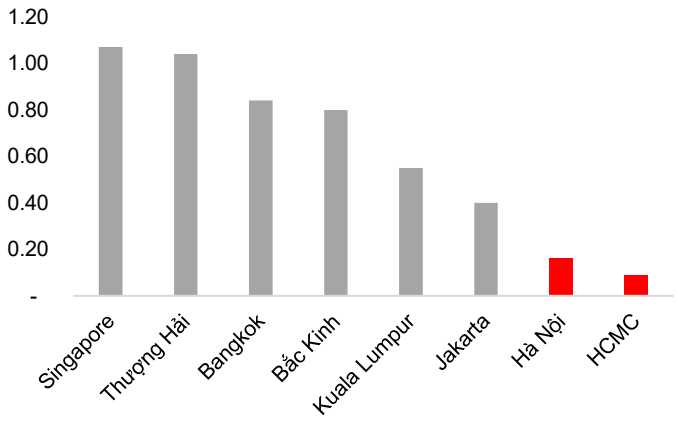
Do đó về mặt nhu cầu, BVSC đánh giá, nhu cầu thuê BĐS bán lẻ và phát triển mới các dự án BĐS bán lẻ là rất lớn. Từ đó mở ra cơ hội để mở rộng về quy mô cho hệ sinh thái BĐS bán lẻ cho thuê tại Việt Nam, trong đó bao gồm cả Vincom Retail. Nhìn dài hạn hơn, BVSC kỳ vọng, Việt Nam có thể hình thành các trung tâm kinh tế mới, trực tiếp hình thành thêm các thị trường phát triển nội địa đầy tiềm năng. Trên cơ sở đó, BVSC đánh giá **TÍCH CỰC** về nhu cầu cũng như cơ hội và triển vọng trong ngắn, trung và dài hạn của lĩnh vực BĐS bán lẻ nói chung và Vincom Retail với vị thế dẫn đầu tại Việt Nam nói riêng.

GDP trên đầu người tại Việt Nam
(Đvt: USD/người)



Nguồn: World Bank, BVSC tổng hợp

Diện tích bán lẻ cho thuê thuần bình quân đầu người (NLA m²/người)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp

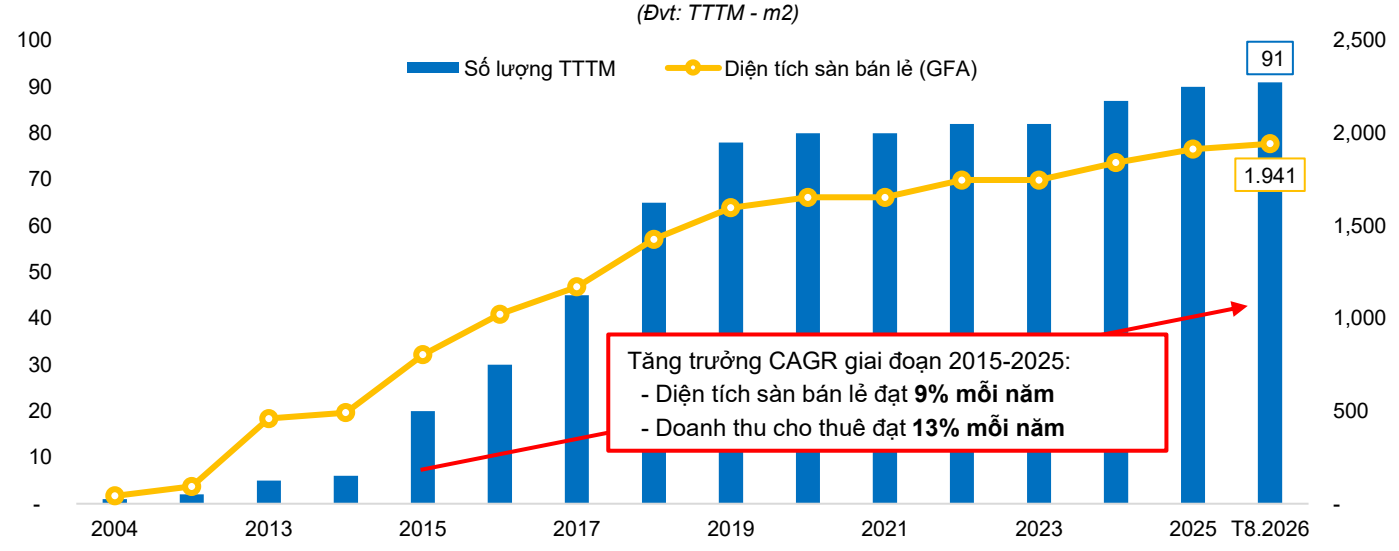
Vincom Retail - Vị thế dẫn đầu tại thị trường BĐS bán lẻ Việt Nam

Tốc độ mở rộng nhanh chóng song vẫn chưa có dấu hiệu chững lại

Vincom Retail đã trải qua một chu kỳ mở rộng với tốc độ cao, từ đó dần củng cố vị thế tại thị trường BĐS bán lẻ Việt Nam. Tính đến cuối T8.2026, VRE vận hành hệ thống **91** trung tâm thương mại (TTTM) với tổng diện tích sàn (GFA) đạt khoảng **1,941 triệu m2**, hiện diện tại 31/34 tỉnh thành. Theo ước tính của BVSC, tổng diện tích cho thuê thuần (NLA) đạt khoảng **1,37 triệu m2,** với hiệu suất sàn cho thuê đạt **71% GFA.**

Sau giai đoạn xây dựng nền tảng trước đó, giai đoạn 2015-2025 ghi nhận Vincom Retail mở mới hơn **70 TTTM** tương ứng với hơn **1,10 triệu m2 GFA** mới. Đây được cho là giai đoạn tăng tốc mở rộng để trực tiếp củng cố vị thế dẫn đầu tại Việt Nam.

Thay đổi hệ thống TTTM của Vincom Retail qua các năm tính đến T8.2026
(Đvt: TTTM - m2)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và mô phỏng

VRE đang sở hữu 4 mô hình linh hoạt tương ứng với các phân khúc khác nhau, phù hợp với phần đông thị hiếu người tiêu dùng tại Việt Nam.

- **Vincom Center - VCC (6 TTTM - 12% Tổng GFA)**. Đây là các hệ thống hướng đến tập khách hàng Trung và Cao cấp, định vị thành Trung tâm mua sắm các mặt hàng xa xỉ. Hiện nay, VCC chỉ hiện hữu tại hai thành phố lớn là Hà Nội (4 TTTM) và Tp. HCM (2 TTTM).
- **Vincom Mega Mall - VMM (8 TTTM - 34% Tổng GFA)**. Vincom Mega Mall được định vị là mô hình trung tâm thương mại quy mô lớn, mang tính điểm đến, cung cấp trải nghiệm tích hợp mua sắm, ẩm thực và giải trí. Quy mô trên mỗi TTTM ở mức lớn nhất trong 4 mô hình và là mô hình cốt lõi thúc đẩy tăng trưởng trong các năm tiếp theo.
- **Vincom Plaza - VCP (62 TTTM - 50% Tổng GFA)**. Vincom Plaza là trung tâm thương mại cao 4 - 5 tầng, trong đó một số dự án được phát triển theo mô hình khối đế thương mại. Mô hình này thường tọa lạc tại các khu vực ngoài trung tâm của Hà Nội và TP.HCM, cũng như tại các vị trí trung tâm của các đô thị loại 2. Vincom Plaza được định vị là điểm đến mua sắm, ăn uống và giải trí tích hợp phục vụ cư dân địa phương, đồng thời trong lịch sử đóng vai trò là một trong những mô hình quan trọng giúp Vincom Retail mở rộng mạng lưới trên toàn quốc.
- **Vincom+ - VC+ (15 TTTM - 4% Tổng GFA)**. Đây là mô hình phát triển tại các khu vực ngoại ô hoặc các xã, huyện. Mô hình này tập trung đáp ứng các nhu cầu tiêu dùng thiết yếu.

Trong tầm nhìn đến năm 2030, định hướng của VRE sẽ tập trung hơn **90% các dự án mới** vào mô hình VMM thế hệ mới (One-Stop Shoppertainment), vốn là mô hình có diện tích GFA trên mỗi dự án cao nhất trong 4 mô hình. Điều này là cơ sở cho kỳ vọng GFA có thể tăng hơn 80% trong 5 năm tới.

Mô hình thứ năm ra đời mang tên Khu phố thương mại - Vincom Collection

Đây không phải là mô hình mang hướng Trung tâm thương mại tương tự 4 mô hình hiện hữu, mà được gọi là Khu phố thương mại (KPTM). Vincom Retail phối hợp với chủ đầu tư Vinhomes để quy hoạch các phân khu có vị trí đẹp trong đại đô thị để phát triển KPTM ngoài trời. VRE không chỉ hỗ trợ cho thuê mặt bằng mà còn trực tiếp quản lý vận hành, định vị cơ cấu ngành hàng và kết nối hệ sinh thái đối tác khách thuê. Mô hình này có độ tương đồng với các mô hình Vinpearl.

Đây là dòng sản phẩm giúp VRE đa dạng hóa mô hình kinh doanh theo hướng ít thâm dụng vốn, khi các dự án này sẽ được phát triển và đặt tại các đại đô thị của Vinhomes. VRE không phải tự chi trả chi phí đầu tư xây dựng lớn và sẽ thu phí quản lý.

Dự kiến trong Q4.2026, dự án tiên phong - Khu phố thương mại J-Town nằm bên trong dự án đô thị nghỉ dưỡng Vinhomes Mỹ Lâm, Tuyên Quang sẽ là thử nghiệm đầu tiên của mô hình Vincom Collection này. Bên cạnh đó, VRE đang đẩy mạnh hoạt động quảng bá, môi giới cho thuê tại các KPTM đồng thời nghiên cứu phát triển mới để nhanh chóng mở rộng quy mô. Một trong tám định hướng chiến lược của VRE là phát triển mới **75 dự án Khu phố thương mại** trong tầm nhìn trung và dài hạn.

Phối cảnh minh họa tại các dự án Vincom Collection

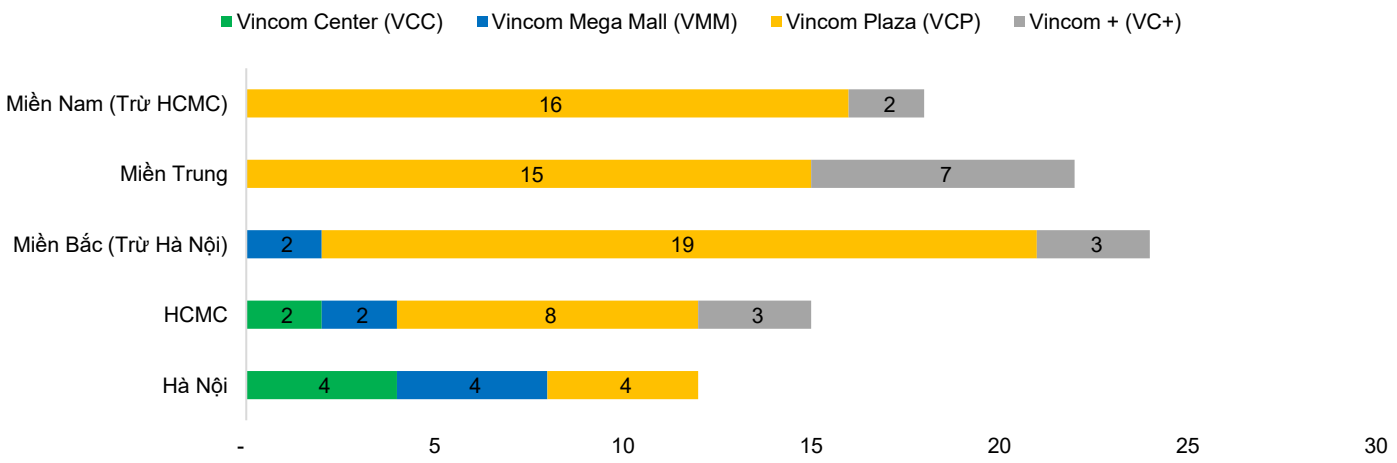


Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp

Hai thành phố lớn là Tp. HCM và Hà Nội đóng vai trò trọng yếu trong hệ sinh thái

Mặc dù mạng lưới phân bố rộng khắp nhưng vẫn có sự phân hóa rõ rệt khi 27/91 TTTM tại Hà Nội và Tp. HCM chiếm đến **58% Tổng GFA** và **68% DTT** của VRE. Trong đó hai mô hình cao cấp là Vincom Center và Vincom Mega Mall tập trung phần lớn tại hai thành phố này với tỷ lệ 12/14 TTTM. Mật độ đô thị hóa cao cộng hưởng với VRE chủ động đẩy mạnh khai thác các phân khúc trung và cao cấp đã tối ưu hóa giá trị thương mại tại hai thành phố kể trên, với tỷ lệ lấp đầy ước tính của hai thị trường này dao động từ 87% đến 95%, tùy phân khúc.

Phân bổ hệ thống Trung tâm thương mại của Vincom Retail trên toàn quốc



Nguồn: VRE, BVSC mô phỏng

Tại các tỉnh, thành khác, hiệu quả khai thác của các TTTM chưa tốt như tại Hà Nội và Tp. HCM, do (1) Giá chào thuê thấp hơn đáng kể; và (2) Lưu lượng khách hàng đến các TTTM do mật độ dân số không cao bằng hai thành phố kể trên.

BVSC đánh giá dư địa tăng trưởng của Vincom Retail tại hai khu vực trọng điểm Hà Nội và Tp.HCM vẫn còn dựa trên ba động lực chính: (1) Định hướng chiến lược phát triển mở rộng các dự án Vincom Mega Mall theo lộ trình hoàn thiện các đại đô thị của Vinhomes tại khu vực ven đô và đô thị vệ tinh; (2) Triển khai mô hình Vincom Collection sau dự án thí điểm J-Town Tuyên Quang tại các đại đô thị lớn; và (3) Nhu cầu về mặt bằng bán lẻ tại các thành phố trung tâm vẫn lớn trong khi nguồn cung chất lượng cao vẫn rất hạn chế.

Vị thế và đối thủ cạnh tranh của Vincom Retail

BVSC cho rằng, lĩnh vực phát triển và cho thuê các TTTM là một lĩnh vực có rào cản gia nhập ngành rất lớn, do (1) Quỹ đất với vị trí đẹp (Điều kiện tiên quyết để cạnh tranh) không còn nhiều tại các trung tâm kinh tế, phần lớn thuộc về các hệ sinh thái lớn như Vingroup; (2) Thời gian phát triển và khai thác rất dài; và (3) Mạng lưới khách thuê cần được xây dựng qua nhiều năm. Do đó mặc dù Việt Nam đang có môi trường phát triển nhanh cùng với nhu cầu thiếu hụt, song sự hiện diện của các nhà đầu tư mới trong lĩnh vực vẫn còn hạn chế.

Với Vincom Retail, doanh nghiệp sở hữu vị thế vượt trội về số lượng TTTM và diện tích GFA cũng như mạng lưới phát triển rộng toàn quốc. Hơn thế nữa, doanh nghiệp sở hữu lợi thế cạnh tranh là hệ sinh thái của tập đoàn Vingroup. Cụ thể:

- VRE có đặc quyền tiếp cận quỹ đất lớn và đắc địa của Vinhomes, điển hình là phần lớn các dự án VMM mới đang nghiên cứu gắn liền với quỹ đất của Vinhomes (Vinhomes Green Paradise, Vinhomes Wonderpark…, …).
- VRE tiếp cận một cộng đồng dân cư thu nhập cao nhờ vị trí đắc địa trong các khu của Vinhomes. Đây là một lượng khách hàng lõi lớn, có thu nhập và sức chi tiêu cao - Đặc điểm khách hàng ưa thích của các chủ thuê trong VRE.
- Bên cạnh đó, tệp cư dân chất lượng cao tại các đại đô thị Vinhomes đóng vai trò là nguồn khách hàng nền tảng, góp phần bảo đảm lưu lượng khách ổn định cho các TTTM, qua đó nâng cao hiệu quả kinh doanh và sức hút đối với khách thuê.

Với các lợi thế kể trên cùng nền tảng tài chính lành mạnh, Vincom Retail còn nhiều dư địa để phát triển và duy trì vị thế tại thị trường phát triển và cho thuê BĐS bán lẻ tại các TTTM ở Việt Nam.

So sánh thông số giữa Vincom Retail và một số nhà vận hành và phát triển khác

Nhà vận hành	Xuất xứ	GFA *(m2)*	Số lượng TTTM
Vincom Retail	Việt Nam	1.941.000	91 TTTM.
Aeon Mall	Nhật Bản	> 800.000	Trọng yếu là 7 Aeon Mall đang hoạt động và 3 Aeon Mall đang thi công và chuẩn bị bổ sung.
Central Retail (Go!/Big C)	Thái Lan	> 500.000	42-44 TTTM với quy mô nhỏ. Hệ sinh thái chủ yếu là F&B và mua sắm thiết yếu. Không phát triển mạnh với các ngành hàng.
Lotte	Hàn Quốc	> 400.000	2 Khu phức hợp lớn và 15 Lotte Mart.

Nguồn: BVSC tổng hợp

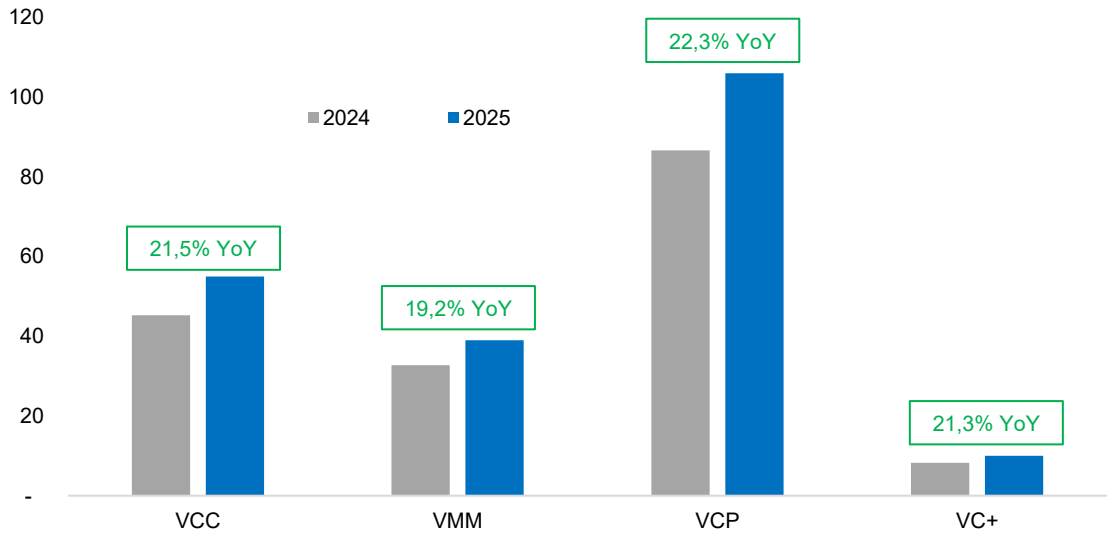
Hiện VRE vẫn duy trì vị thế dẫn đầu về quy mô trong ngành, với đối thủ đáng chú ý nhất là Aeon Mall. Khác với mô hình TTTM truyền thống, Aeon Mall định vị trung tâm mua sắm như một điểm đến tích hợp mua sắm, giải trí và trải nghiệm, qua đó ghi nhận lưu lượng khách hàng gần 7-11 triệu lượt khách mỗi năm, cao hơn một số dự án Vincom Mega Mall. Trước xu hướng này, VRE đang đẩy mạnh phát triển mô hình Vincom Mega Mall theo hướng mở rộng hệ sinh thái tiện ích và gia tăng trải nghiệm khách hàng nhằm nâng cao sức hút của các TTTM.

Lưu lượng khách hàng (Footfall) tăng trên mọi mô hình

Năm 2025, lưu lượng khách toàn hệ thống (Footfall) đạt **210 triệu lượt khách trên năm**, tăng **21,4% YoY.** Đà tăng này vẫn được duy trì ở mức **13,5% YoY** trong Q1.2026. Điều này chỉ ra rằng, chất lượng cho thuê đang cải thiện rõ rệt khi tốc độ gia tăng của Footfall cao hơn vượt trội so với tốc độ mở rộng GFA của Vincom Retail. Hiệu suất khai thác trên mỗi m2 hồi phục cũng là cơ sở để VRE tăng giá thuê với các khách hàng.

Footfall theo mô hình TTTM

(Đvt: triệu khách hàng)

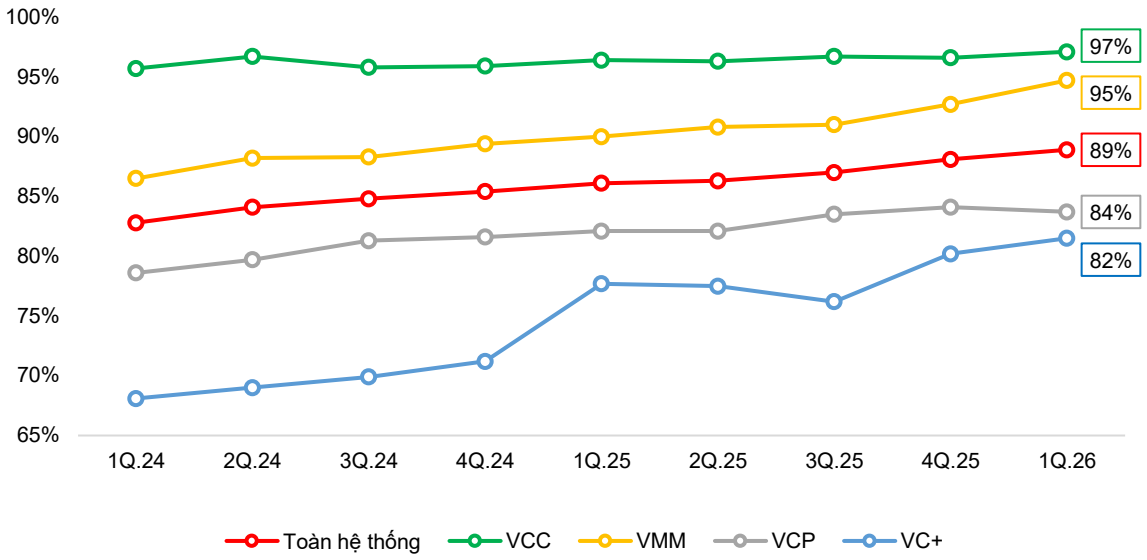


Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Tỷ lệ lấp đầy cải thiện trong bốn quý gần nhất

Tỷ lệ lấp đầy của các TTTM ở Vincom Retail đang được duy trì ở mức cao. Tính theo dữ liệu toàn hệ thống, tỷ lệ này đã cải thiện lên mức **88,9%,** trong đó VCC và VMM vẫn đạt mức cao nhất nhờ vị trí đắc địa tại các thành phố lớn. Ngược lại, tỷ lệ này của VCP đã sụt giảm trong Q1.2026, chủ yếu do các VCP tại tỉnh lẻ đang gặp áp lực cạnh tranh với các chuỗi khác như Go! hay Lotte. Theo ước tính sơ bộ của BVSC, tỷ lệ lấp đầy tại các VCP tỉnh lẻ chỉ đang duy trì ở ngưỡng 70-80%, tùy thuộc vào mức độ phát triển dịch vụ du lịch của tỉnh thành đó. Mặc dù mức độ đóng góp của các VCP tỉnh lẻ không cao, nhưng đây cũng là một yếu tố cần theo dõi để đảm bảo cho câu chuyện tăng trưởng chung của toàn doanh nghiệp.

Tỷ lệ lấp đầy bao gồm cam kết trên các mô hình tại Vincom Retail



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp

Ghi chú: Tỷ lệ lấp đầy cam kết được ước tính dựa trên (1) Các khoản đề xuất thuê đã được ký kết; và (2) các khoản tiền đặt cọc đã nhận tính đến thời điểm cuối quý.

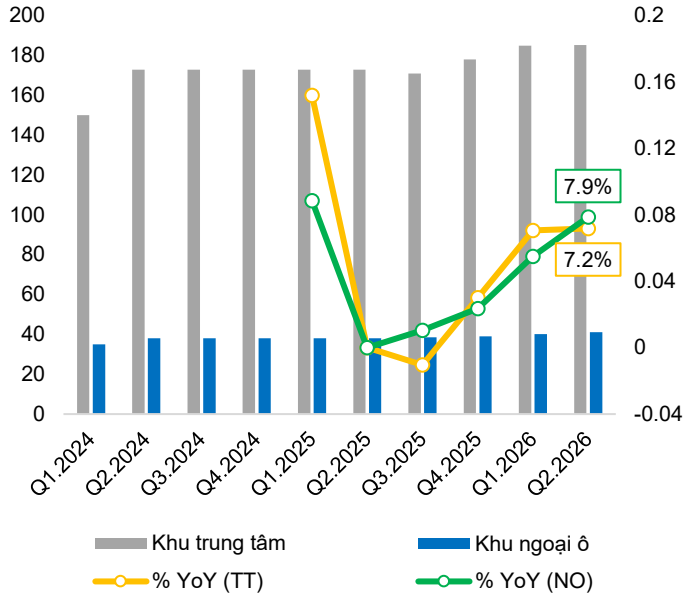
Xu hướng giá thuê BĐS bán lẻ tiếp tục tăng từ 3-7% mỗi năm do nguồn cung thiếu hụt

(Dữ liệu chỉ mang tính chất tham khảo về xu hướng giá, do sự khác nhau về thống kê)

Theo thống kê của CBRE, giá chào thuê BĐS bán lẻ tại hai thành phố lớn là Tp. HCM và Hà Nội tiếp đà tăng trưởng trong hai quý đầu năm 2026. Trong đó mức tăng tại thị trường khu vực trung tâm vẫn ở mức từ 6,2%-7,9% YoY, cho thấy áp lực khan hiếm mặt bằng BĐS bán lẻ vẫn chưa hề hạ nhiệt. Với khu vực ngoại ô, tốc độ tăng trưởng của thị trường ngoại ô Hà Nội đang cao hơn so với mặt bằng tại ngoại ô Tp. HCM, bởi xu hướng dịch chuyển và hình thành các cụm bán lẻ mới ngoài vùng lõi ở Hà Nội đang đẩy nhanh đáng kể.

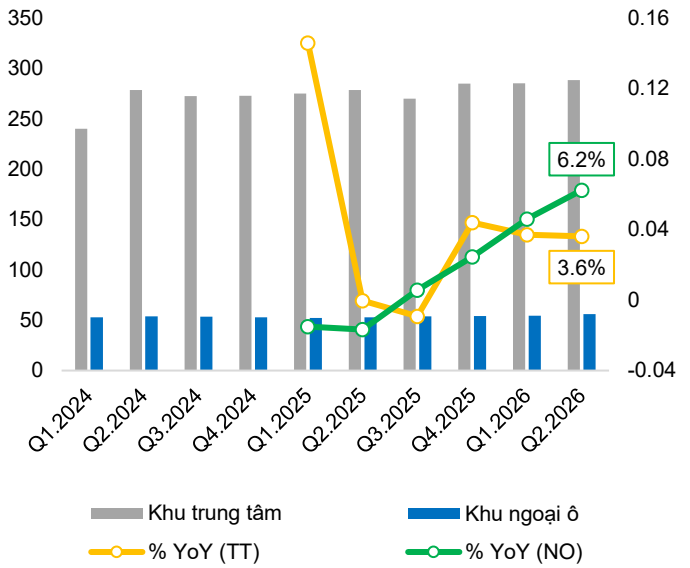
Nguồn cung khan hiếm tiếp tục là vấn đề đối với thị trường BĐS bán lẻ, khi các vấn đề về pháp lý và chi phí đầu tư gia tăng đang là rào cản lớn đối với các dự án mới. Do đó, giá chào thuê nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì tăng trưởng trung bình **3-7% mỗi năm,** trước khi có sự gia nhập của các TTTM mới tại cả hai thị trường.

Diễn biến giá chào thuê bán lẻ tại Hà Nội
(Đvt: USD/m2/tháng - %)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Diễn biến giá chào thuê bán lẻ tại HCMC
(Đvt: USD/m2/tháng - %)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Chiến lược mở rộng quỹ đất được đảm bảo bởi các khoản đặt cọc dài hạn

Tính đến hết 1H.2026, VRE đã ghi nhận khoản giá trị đặt cọc dài hạn lên đến **25.468 tỷ đồng,** chiếm đến **41%** tổng tài sản toàn doanh nghiệp. Phần lớn các khoản mục này được đặt cọc cho Vingroup - Vinhomes, được chia thành hai nhánh chiến lược rõ rệt như sau:

- **Nhánh 1 - Phát triển quỹ đất TTTM.** Giá trị ước tính đạt **15.084 tỷ đồng.** Mục tiêu chính là phát triển cấu phần TTTM của một số dự án BĐS lớn của Vinhomes, tương ứng với quỹ đất phát triển **764.000 m² GFA** dồi dào trong tương lai. Các khoản đặt cọc này đang được hưởng lãi suất **12% mỗi năm.**
- **Nhánh 2 - Phát triển BĐS thương mại.** Giá trị ước tính đạt **10.383 tỷ đồng.** Trọng tâm dòng tiền đặt cọc mới này hướng về dự án Cần Giờ (Vinhomes Green Paradise); Royal Island và Golden Avenue để phát triển các dự án Bất động sản thương mại, dự kiến sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2028.

Việc duy trì một danh mục đặt cọc hơn 25.000 tỷ đồng giúp VRE bảo đảm khả năng mở rộng quy mô kinh doanh liên tục như kế hoạch đề ra trong giai đoạn 2025-2030. Cần phải nhấn mạnh rằng, BVSC chỉ phản ánh phần lợi tức từ các khoản đặt cọc này trong định giá, song dòng tiền từ việc khai thác các dự án TTTM mới chưa được phản ánh vào định giá của BVSC, do hạn chế về thông số và thời gian khai thác của các dự án mới. Chúng tôi sẽ cập nhật định giá Vincom Retail khi các TTTM mới được đưa vào hệ sinh thái và bắt đầu khai thác dòng tiền trong tương lai.

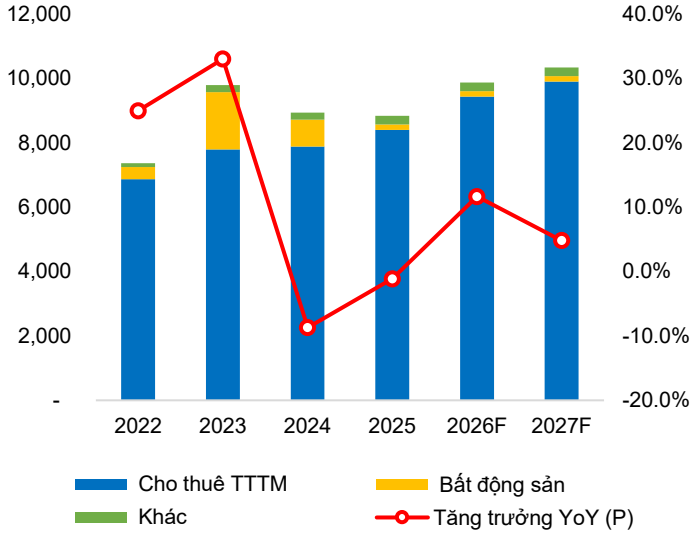
Phân tích tình hình tài chính của doanh nghiệp

Biên LNG cải thiện cộng hưởng với quy mô doanh thu ngày càng tăng cao

Biên LNG của VRE đang có dấu hiệu cải thiện hơn trên nền tăng trưởng về Doanh thu. Chỉ xét trong 1H.2026, BVSC nhận thấy tỷ suất lợi nhuận gộp đã cải thiện gần 3% so với mặt bằng năm 2025, nhờ những cải thiện từ chất lượng cho thuê. BVSC cho rằng, diễn biến này có thể duy trì trong những năm tiếp theo, trực tiếp cải thiện tỷ suất Lợi nhuận của VRE.

Cơ cấu DTT của VRE theo mảng kinh doanh

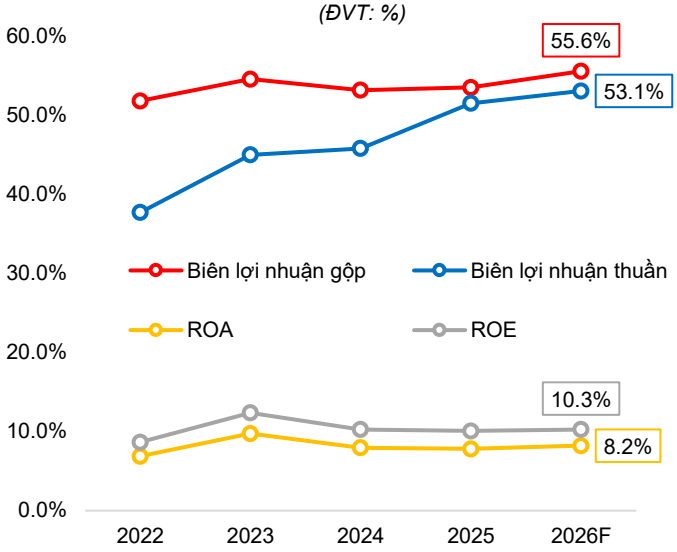
(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Diễn biến Tỷ suất LN của VRE khi loại bỏ khoản bất thường từ Vincom NCT

(ĐVT: %)



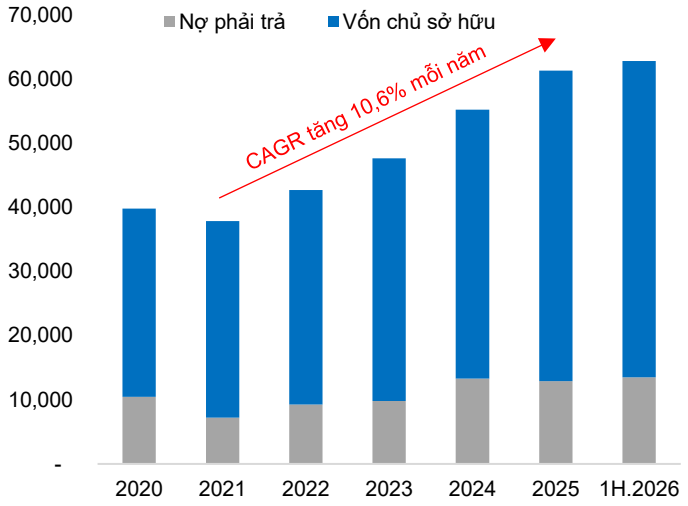
Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Quy mô tài sản tăng nhanh; dự trữ tiền mặt cân đối với nợ vay

Kể từ sau giai đoạn COVID năm 2021, tài sản của VRE đã tăng trưởng với tốc độ đáng kể. Tổng tài sản của VRE ghi nhận CAGR 10,6%/năm trong giai đoạn 2021–2025. Một khía cạnh khác là nguồn dự trữ tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (Các tài sản có tính thanh khoản rất cao) đã hồi phục trở lại từ năm 2024 và duy trì ở mức hơn **5.800 tỷ đồng** tại 1H.2026.

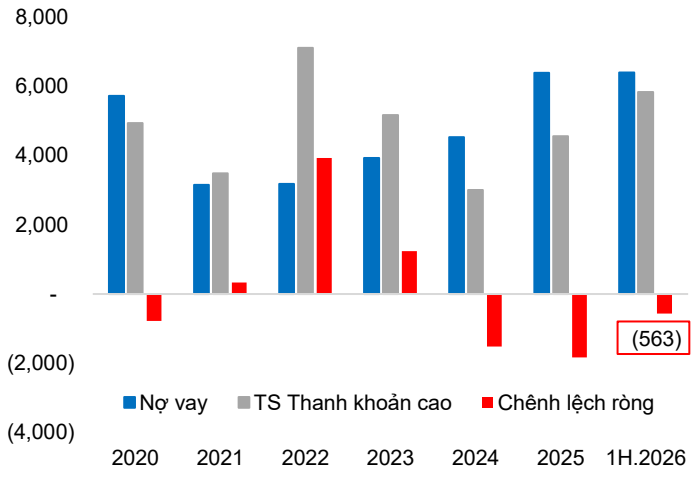
So sánh với nợ vay của VRE, lượng tiền dự trữ có thể đảm bảo cho toàn bộ khoản vay của VRE. Chênh lệch nợ vay ròng tại thời điểm 1H.2026 chỉ ở mức 563 tỷ đồng, chưa đến 1% tổng tài sản của Vincom Retail. Đáng chú ý, chênh lệch nợ vay ròng tiếp tục được thu hẹp trong thời gian gần đây.

Diễn biến tài sản của VRE qua các năm
(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Diễn biến giữa nợ vay và các tài sản thanh khoản cao (Tiền và ĐTTC ngắn hạn)
(Đvt: tỷ đồng)

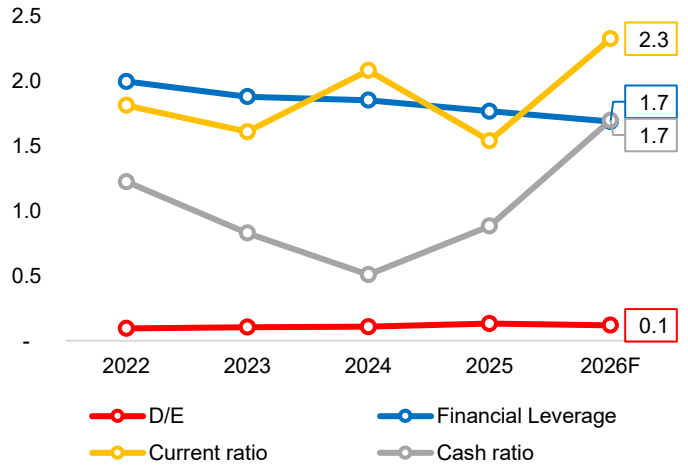


Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Cấu trúc tài chính lành mạnh khi phần lớn các chỉ số sức khỏe tài chính đều ở mức cao

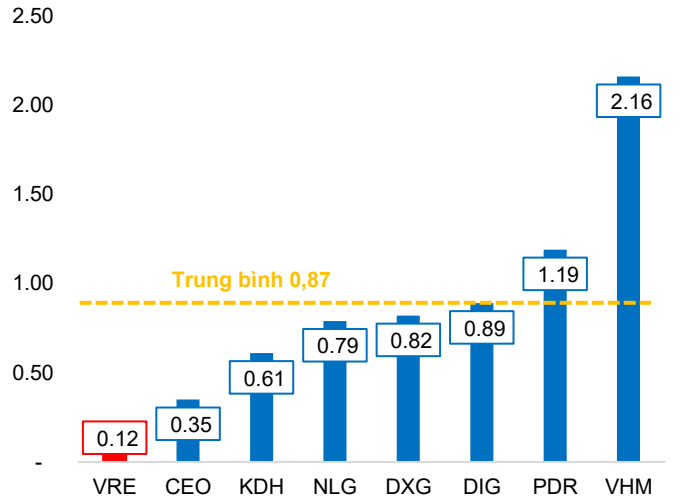
Lượng dự trữ tiền mặt lớn giúp cho các chỉ tiêu sức khỏe tài chính của VRE ở mức rất cao, thể hiện rõ cấu trúc tài chính tương đối lành mạnh, không tiềm ẩn quá nhiều rủi ro như các DN trong lĩnh vực Bất động sản khác. Tỷ lệ D/E duy trì ở mức quanh **0,1 lần** trong nhiều năm, thấp hơn đáng kể so với các nhà phát triển BĐS khác trong ngành.

Một số chỉ tiêu sức khỏe tài chính thể hiện cấu trúc tài chính vững chắc của VRE
(Đvt: lần)



Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Tỷ lệ D/E của các doanh nghiệp trong ngành
(Đvt: lần)



Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp và ước tính

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2026

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2026E	2025	% YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	**9.866**	**8.837**	**11,6%**	**Hoàn thành 97% KH.2026.**
Cho thuê mặt bằng TTTM	9.428	8.400	12,2%	
Bất động sản	170	170		Quỹ căn hộ và Shophouse các dự án hiện hữu gần như đã hết.
Khác	268	268		
Lợi nhuận gộp	**5.485**	**4.732**	**15,9%**	
Biên LNG	*55,6%*	*53,5%*		Biên LNG cải thiện nhờ (1) Tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM mới tăng trưởng so với mặt bằng 2025; và (2) Giá thuê dần hồi phục trở lại.
Doanh thu tài chính	3.186	4.751	-32,9%	Doanh thu tài chính năm 2025 ghi nhận **1.891 tỷ đồng** từ việc chuyển nhượng dự án Vincom Nguyễn Chí Thanh. Sang năm 2026, VRE không còn khoản chuyển nhượng đột biến tương tự. Bù lại, VRE sẽ ghi nhận toàn phần khoản lợi tức **12%/năm** từ tiền đặt cọc vào Vinhomes.
Chi phí tài chính	(1.060)	(1.065)	-0,4%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	354	503	-29,8%	
LNTT	7.120	8.083	-11,9%	
LNST	**5.678**	**6.446**	**-11,9%**	**Hoàn thành 106% KH.2026.** Loại bỏ yếu tố phát sinh nguồn thu đột biến từ việc chuyển nhượng dự án Vincom Nguyễn Chí Thanh, LNST của năm 2026 ghi nhận tăng trưởng **15,0%** so với năm 2025.

Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và dự phóng

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2027

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2027F	2026E	% YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	**10.340**	**9.866**	**4,8%**	
Cho thuê mặt bằng TTTM	9.902	9.428	5,0%	Chưa bao gồm đánh giá về mô hình thứ năm Vincom Collection. BVSC chỉ đánh giá dựa trên 91 TTTM đang vận hành tính đến cuối T8.2026.
Bất động sản	170	170		
Khác	268	268		
Lợi nhuận gộp	**5.755**	**5.485**	**4,9%**	
Biên LNG	*55,7%*	*55,6%*		
Doanh thu tài chính	3.153	3.186	-1,0%	
Chi phí tài chính	(1.073)	(1.060)	1,3%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	354	354	0,0%	
LNTT	7.303	7.120	2,6%	
LNST	**5.824**	**5.678**	**2,6%**	

Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và dự phóng

Định giá

BVSC sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần (SoTP) và hỗn hợp định giá theo hệ số giá so sánh (PER và PBR) để ước tính giá trị hợp lý của mỗi cổ phiếu VRE. Giá trị hợp lý của mỗi cổ phiếu VRE là **33.300 đồng/cp.**

Định giá tổng hợp của Vincom Retail

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Hệ số	Giá trị hợp lý trên mỗi cổ phiếu *(đồng/cp)*
Định giá từng phần (SoTP)	70%		34.900
Hệ số giá so sánh - PER	15%	12.0x	29.100
Hệ số giá so sánh - PBR	15%	1.3x	30.100
Bình quân trọng số			**33.300**
Thị giá tại ngày 07/10/2026			23.250
Tăng trưởng			**+43,2%**

Diễn giải định giá từng phần - SoTP. BVSC sử dụng phương pháp RNAV để đánh giá 90 trung tâm thương mại đang vận hành của Vincom Retail và dự án Vincom Đan Phượng đã khai trương trong T8.2026 (***Chưa bao gồm dòng tiền từ các dự án kỳ vọng phát triển trong tương lai***). Giá trị NPV hợp lý của hệ thống 91 TTTM được ước tính chi tiết là **50.959 tỷ đồng**. Sau đó cộng trừ với giá trị sổ sách của (1) Tiền mặt; (2) Các khoản đầu tư tài chính; (3) Nợ vay cùng với (4) Đánh giá lại khoản đặt cọc ghi nhận vào Vingroup và Vinhomes. Giá trị hợp lý của phương pháp SoTP là **34.900 đồng/cp,** tương ứng với **79.453 tỷ đồng** giá trị vốn chủ sở hữu của VRE.

Chi tiết định giá SoTP của Vincom Retail

Mảng kinh doanh/Chỉ tiêu	BV tại 1H.2026 *(Tỷ đồng)*	Giá trị định giá *(Tỷ đồng)*	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị *(Tỷ đồng)*
1. Cho thuê TTTM	**25.123**	**50.959**	**100%**	**50.959**
Vincom Center		17.295	100%	17.295
Vincom Mega Mall		21.047	100%	21.047
Vincom Plaza		11.955	100%	11.955
Vincom+		662	100%	662
2. Mảng Bất động sản và Khác		**693**	**100%**	**693**
3. Điều chỉnh Báo cáo tài chính	**23.002**		**100%**	**27.801**
Tiền và các khoản tương đương tiền	5.707		100%	5.707
Đầu tư tài chính ngắn hạn	134		100%	134
Đặt cọc cho các khoản đầu tư	25.468	28.355	100%	28.355
Nợ vay	(6.388)		100%	(6.388)
Giá trị vốn chủ sở hữu hợp lý của VRE				**79.453**
Chiết khấu tổng thể				0%

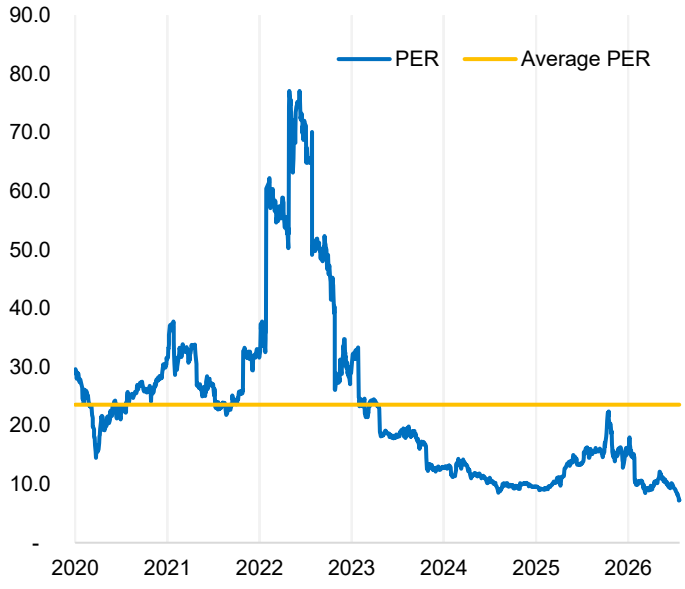
Giá trị VCSH hợp lý sau khi đã chiết khấu	**79.453**
Số lượng CP đang lưu hành (Đvt: Triệu CP)	2.272
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**34.900**

Đánh giá yếu tố hệ số giá so sánh. BVSC sử dụng cả hai hệ số giá so sánh là PER và PBR để ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu VRE.

- Đối với PER, VRE đang giao dịch ở ngưỡng **7,2x**, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình 2 năm gần nhất là 12,0x (giai đoạn hậu COVID đến nay).
- Tương tự với PBR, VRE đang giao dịch ở mức **1,0x,** thấp hơn so với mức trung bình 1,3x trong 2 năm gần nhất.

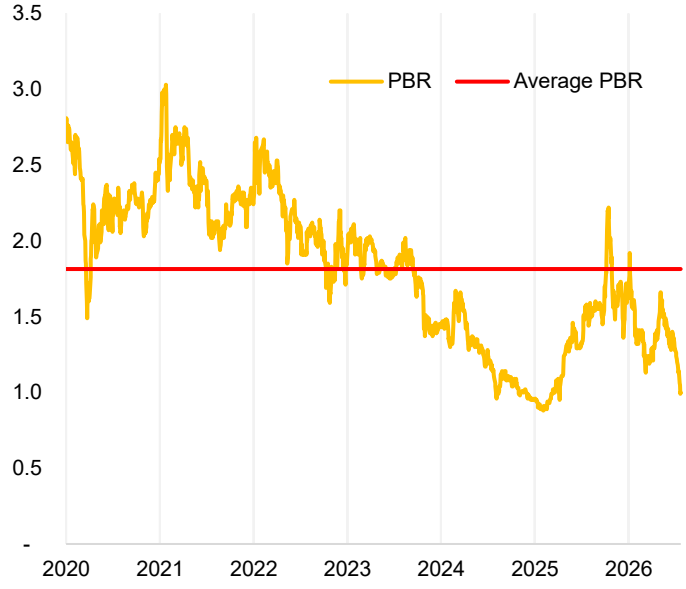
Môi trường kinh doanh của VRE đang cải thiện rõ nét nhờ đà mở rộng hệ thống TTTM, chất lượng cho thuê được nâng cao thể hiện qua tỷ lệ lấp đầy gia tăng và lưu lượng khách phục hồi tích cực. Bên cạnh đó, dù mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao, tác động đến VRE tương đối hạn chế nhờ nguồn thu ổn định từ các khoản tiền đặt cọc của khách thuê. Theo đó, BVSC đánh giá triển vọng hoạt động của VRE hiện thuận lợi hơn đáng kể so với giai đoạn 2023-2025. Trên cơ sở thận trọng, BVSC sử dụng mức PER và PBR bình quân của giai đoạn này làm hệ số mục tiêu, lần lượt là **12,0x và 1,3x**.

Diễn biến PER lịch sử
(Đvt: lần)



Nguồn: FiinProX, BVSC tổng hợp và ước tính

Diễn biến PBR lịch sử
(Đvt: lần)



Nguồn: FiinProX, BVSC tổng hợp và ước tính

Khuyến nghị

Trong giai đoạn 2026-2030, triển vọng tăng trưởng của VRE được xây dựng và phát triển theo định hướng kép khi vừa mở rộng quy mô và nâng cao chất lượng khai thác trên các TTTM hiện hữu. Song song với kế hoạch mở rộng định hướng tập trung vào chuỗi Vincom Mega Mall, Vincom Retail sẽ tiếp tục tối ưu hóa lợi nhuận trên nền 91 TTTM đang vận hành thông qua: (1) Nâng cao tỷ lệ lấp đầy; (2) Tenant Mix về phía F&B, trải nghiệm và giải trí để gia tăng lợi thế cạnh tranh; và (3) Tăng giá chào thuê. Trong bối cảnh nguồn cung bất động sản bán lẻ tại Việt Nam vẫn đang eo hẹp, động thái mở rộng về lượng và cải thiện về chất sẽ giúp VRE duy trì một triển vọng kinh doanh lạc quan trong giai đoạn kế tiếp.

Định giá. Sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần (SoTP) và phương pháp hệ số giá so sánh (PER và PBR), BVSC ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu VRE đạt **33.300 đồng/cp**, tương ứng mức upside **+43,2%** so với giá thị trường ngày 07/10/2026. Trên cơ sở đó, BVSC đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VRE.

Rủi ro. Các rủi ro chính bao gồm: (1) tốc độ chuyển dịch hành vi tiêu dùng từ kênh offline sang thương mại điện tử nhanh hơn kỳ vọng; (2) tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM ở tỉnh lẻ thấp hơn dự báo do áp lực cạnh tranh gia tăng; và (3) rủi ro tiềm ẩn liên quan đến hệ sinh thái Vingroup.

Phụ lục

Thông số các trung tâm thương mại của Vincom Retail tính đến năm 2026

Tính luôn cả Vincom Đan Phượng đã chính thức hoạt động trong cuối T8.2026 vừa qua, Vincom Retail đang sở hữu và vận hành 91 TTTM. Tổng diện tích sàn xây dựng khai thác (GFA) đạt gần **1.941.000 m2**, trải rộng trên 31/34 tỉnh thành toàn quốc.

Thống kê các Trung tâm thương mại đang sở hữu của Vincom Retail tính đến 2026

No.	Trung tâm thương mại	Loại	Vị trí	Thời gian	GFA *(m2)*	NLA *(m2)*
	Các nhóm TTTM tại Hà Nội và Tp. HCM					
	Khu vực Hà Nội	**VCC**	**Hà Nội**		**134.120**	**72.708**
1	Vincom Center Bà Triệu	VCC		23/11/2004	42.489	28.595
2	Vincom Center Metropolis	VCC		24/12/2018	27.207	20.405
3	Vincom Center Trần Duy Hưng	VCC		26/04/2019	38.304	28.728
4	Vincom Center Phạm Ngọc Thạch	VCC		05/11/2016	26.120	19.590
	Khu vực Hà Nội	**VMM**	**Hà Nội**		**452.457**	**339.343**
5	Vincom Mega mall Royal City	VMM		26/7/2013	198.775	149.081
6	Vincom Mega mall Times City	VMM		24/12/2013	129.909	97.432
7	Vincom Mega Mall Ocean Park	VMM		12/11/2020	56.044	42.033
8	Vincom Mega Mall Smart City	VMM		28/4/2022	67.729	50.797
	Khu vực Hà Nội	**VCP**	**Hà Nội**		**99.562**	**73.173**
9	Vincom Plaza Bắc Từ Liêm	VCP		24/12/2016	21.259	15.944
10	Vincom Plaza Long Biên	VCP		24/12/2011	38.060	28.545
11	Vincom Plaza Đan Phượng	VCP		28/8/2026	27.000	18.750
12	Vincom Plaza Skylake	VCP		12/4/2019	13.243	9.932
	Khu vực TP. HCM	**VCC**	**Tp. HCM**		**99.353**	**61.120**
13	Vincom Center Đồng Khởi	VCC		30/4/2010	50.713	30.428
14	Vincom Center Landmark 81	VCC		26/7/2018	48.640	30.692
	Khu vực TP. HCM	**VMM**	**Tp. HCM**		**104.653**	**78.490**
15	Vincom Mega mall Thảo Điền	VMM		24/12/2015	59.398	44.549
16	Vincom Mega Mall Grand Park	VMM		01/6/2024	45.255	33.941
	Khu vực TP. HCM	**VCP**	**Tp. HCM**		**178.559**	**133.919**
17	Vincom Plaza Thủ Đức	VCP		08/02/2015	36.264	27.198
18	Vincom Plaza Quang Trung	VCP		02/9/2015	17.780	13.335
19	Vincom Plaza 3/2	VCP		15/11/2015	22.589	16.942
20	Vincom Plaza Cộng Hòa	VCP		15/11/2015	22.970	17.228
21	Vincom Plaza Phan Văn Trị	VCP		10/01/2016	23.014	17.261

22	Vincom Plaza Lê Văn Việt	VCP		26/3/2016	34.744	26.058
23	Vincom Plaza Saigonres	VCP		29/4/2017	6.987	5.240
24	Vincom Plaza Dĩ An	VCP		26/10/2019	14.210	10.658
	Khu vực TP. HCM	**VC+**	**Tp. HCM**		**16.094**	**12.071**
25	Vincom+ Quận 2, Tp.HCM	VC+		26/11/2016	5.520	4.140
26	Vincom+ Nam Long, Tp. HCM	VC+		26/5/2017	6.320	4.740
27	Vincom+ Sky Center, Tp.HCM	VC+		14/7/2018	4.254	3.191
	Các TTTM tại các tỉnh thành còn lại		**Số lượng**			
	Khu vực miền Bắc	VNM	2		100.800	72.940
	Khu vực miền Bắc	VCP	19		261.242	177.942
	Khu vực miền Bắc	VC+	3		11.458	8.055
	Khu vực miền Trung	VCP	15		222.077	147.796
	Khu vực miền Trung	VC+	7		36.283	24.787
	Khu vực miền Nam	VCP	16		216.659	143.980
	Khu vực miền Nam	VC+	2		8.100	5.265
	Tổng cộng		**91**		**1.941.416**	**1.376.196**

Nguồn: VRE, BVSC tổng hợp và thống kê

Ghi chú: NLA được tính toán dựa trên tỷ lệ ước tính của BVSC. Trong khi GFA là dữ liệu được công bố chi tiết trong báo cáo thường niên của VRE.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**
Doanh thu thuần	**9.791**	**8.939**	**8.837**	**9.866**
Giá vốn	(4.445)	(4.184)	(4.105)	(4.381)
Lợi nhuận gộp	5.346	4.755	4.732	5.485
Doanh thu tài chính	1.146	1.786	4.751	3.186
Chi phí tài chính	(330)	(838)	(1.065)	(1.060)
Lợi nhuận sau thuế	**4.409**	**4.096**	**6.446**	**5.678**

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**
Tiền, khoản tương đương tiền	5.173	3.011	4.568	8.660
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.613	2.016	2.886	2.736
Hàng tồn kho	640	295	236	283
Tài sản cố định hữu hình	25.593	27.306	27.504	28.315
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	25.180	27.084	27.231	27.231
Tổng tài sản	**47.654**	**55.226**	**61.279**	**66.080**
Nợ vay ngắn hạn	6.245	5.921	5.174	5.121
Nợ vay dài hạn	2.144	2.523	6.380	6.380
Vốn chủ sở hữu	37.827	41.923	48.368	54.046
Tổng nguồn vốn	**47.654**	**55.226**	**61.279**	**66.080**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	33,0%	-8,7%	-1,1%	11,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	58,8%	-7,1%	57,4%	-11,9%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	54,6%	53,2%	53,5%	55,6%
Lợi nhuận thuần biên	45,0%	45,8%	72,9%	57,5%
ROA	9,8%	8,0%	11,1%	8,9%
ROE	12,4%	10,3%	14,3%	11,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	8,3%	8,2%	10,4%	9,7%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	10,4%	10,8%	13,2%	11,8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.893	1.759	2.768	2.438
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.233	18.002	20.769	23.208

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Minh Khôi** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA
Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dần
Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA
Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA
Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành
Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi
Vật liệu xây dựng
khoinm@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888