

CTCP Vincom Retail

[Việt Nam / Bất động sản]

Mã Bloomberg (VRE VN) | Mã Reuters (VRE.HM)

MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)

VND 33,000

Giá hiện tại (23/10/26)

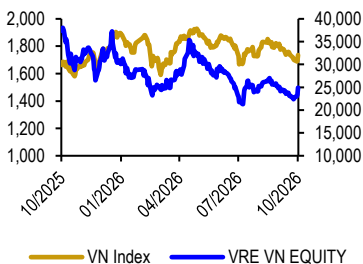
VND 24,950

Suất sinh lời

32.3%

VNINDEX	1,774
P/E thị trường (26F, x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	56,013
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,272
SLCP tự do giao dịch (triệu)	901
52 tuần cao/thấp (VND)	39,950/20,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.03
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	124
Sở hữu nước ngoài (%)	11.04

Cổ đông lớn (%)	Vingroup	18.37		
	Sado	40.5		
Biến động giá	3T	6T	12T	
Tuyệt đối (%)	6.9	-15.9	-36.5	
Tỷ đối với VN-Index (%)	6.7	-10.5	-40.8	



Nguồn: Bloomberg

Nam Hoang, CFA

(84-28) 6288-7000 - Ext: 7603

nam.h@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Sức mạnh đến từ độ phủ

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 33,000 VND/cổ phiếu

Vincom Retail (HOSE: VRE) là nhà vận hành trung tâm thương mại (TTTM) lớn nhất Việt Nam, sở hữu và vận hành 90 TTTM tại 31/34 tỉnh, thành phố qua bốn định dạng - Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VRE với mức giá mục tiêu 33,000 đồng/cổ phiếu, được định giá dựa trên phương pháp NAV, cho luận điểm chính: 1) Xu hướng tăng trưởng của mảng bán lẻ tại Việt Nam khá cao và bối cảnh nguồn cung mặt bằng cho thuê thấp đến 2030; (2) Vị thế vững chắc và tiềm năng tăng trưởng lớn của mảng cho thuê TTTM được hậu thuẫn bởi hệ sinh thái Vingroup; 3) Mảng chuyển nhượng bất động sản là điểm nhấn tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2027-2029; 4) Cơ cấu tài chính khỏe mạnh, nợ vay thấp, dòng tiền tương đối ổn định, và lần đầu thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt.

Cập nhật kết quả kinh doanh 1H2026

Vincom Retail (VRE) ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất Q2/2026 đạt 2,374 tỷ đồng (+10.8% YoY) và LNST đạt 1,609 tỷ đồng (+30% YoY). Chủ yếu nhờ (1) tỷ lệ lấp đầy đạt 88.6% (+2.3 điểm % YoY); (2) giá thuê bình quân tăng nhẹ; và (3) đóng góp doanh thu từ các TTTM mới khai trương trong 2025. Lũy kế 1H2026, LNST đạt 3,215 tỷ đồng (+33% YoY), chủ yếu do các hoạt động cho thuê tăng trưởng, lãi một lần từ chuyển nhượng bất động sản đầu tư và thu nhập tài chính. Chúng tôi dự phóng LNST 2026F đạt 5,741 tỷ đồng (-11% YoY), mức giảm chủ yếu do nền lợi nhuận cao tại Q4/2025 khi VRE ghi nhận lãi tài chính 1,891 tỷ đồng khi bán VC Nguyễn Chí Thanh.

Triển vọng 2026F- 2030F: 1) **Hưởng lợi kép từ tăng trưởng thị trường bán lẻ và mở rộng quy mô tài sản.** Triển vọng BĐS bán lẻ Việt Nam tích cực nhờ tăng trưởng tiêu dùng và nguồn cung chất lượng cao hạn chế. Theo CBRE, dự báo doanh thu bán lẻ tiếp tục tăng khoảng 11-12%/năm trong 2026-2028F, đồng thời nguồn cung mặt bằng bán lẻ chất lượng cao trong vài năm tới ở mức thấp, giá thuê ước tăng 3-5%/năm. VRE với vị thế nhà vận hành TTTM khép kín lớn nhất Việt Nam, là bên hưởng lợi trực tiếp; với mục tiêu đạt mục tiêu đến 2030 mở rộng đến khoảng 110 dự án, tổng GFA ~3.5 triệu m². 2) **Mảng chuyển nhượng shophouse được kỳ vọng sẽ khiến lợi nhuận của VRE nhảy vọt từ 2027F.** VRE đã hoàn tất mua lại khoảng 211,000 m² NSA cấu phần shophouse tại ba đại đô thị Vinhomes (Royal Island, Golden Avenue, Green Paradise) trong giai đoạn 2024-2025, dự kiến mở bán và bắt đầu bàn giao từ 2027F. Với tổng mức đầu tư ước tính gần 18.3 nghìn tỷ đồng cho khoảng 2,405 căn shophouse trên cả ba dự án, mảng này được kỳ vọng đóng góp tỷ trọng đáng kể vào doanh thu hợp nhất giai đoạn 2027-2030F.

Rủi ro: (1) Rủi ro cổ hữu khi thuộc hệ sinh thái Vingroup; (2) Rủi ro chung của ngành bất động sản cho thuê bán lẻ; (3) Rủi ro chậm bán hàng shophouse.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	9,791	8,939	8,837	9,858	13,184
LN HKKD (tỷ VND)	5,382	4,720	7,580	6,845	7,005
LNST (tỷ VND)	4,409	4,096	6,446	5,741	5,923
EPS (đồng)	1,940	1,803	2837	2465	2544
BPS (đồng)	16,233	18,002	20,769	22,235	23,778
Biên LN HKKD (%)	55.0	52.8	85.8	69.4	53.1
Biên LNST (%)	45.0	45.8	72.9	58.2	44.9
ROE (%)	12.0	10.0	13.7	11.1	10.7
PER (x)	12.0	9.5	11.9	13.4	13.0
PBR (x)	1.4	0.9	1.6	1.5	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
8	Quan điểm đầu tư
11	Cập nhật KQKD Q2/2026 và dự phóng giai đoạn 2026F-2030F
14	Định giá và khuyến nghị
18	Rủi ro
19	Phụ lục: Báo cáo tài chính

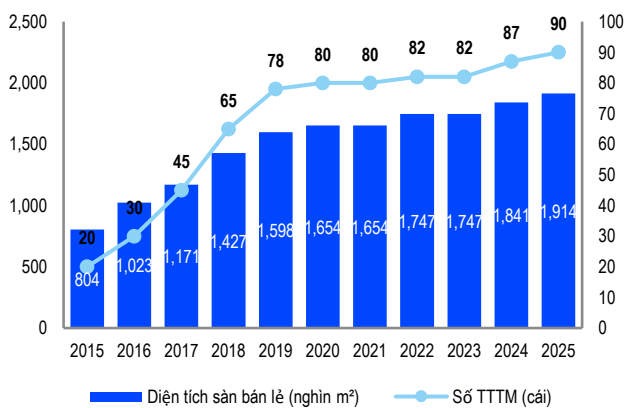
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển của VRE

Công ty Cổ phần Vincom Retail (HOSE: VRE) là thành viên phụ trách mảng bất động sản bán lẻ cho thuê của Tập đoàn Vingroup, chính thức niêm yết và giao dịch trên HOSE từ tháng 11/2017. Từ 22 TTTM/883 nghìn m² GFA năm 2015, hệ thống đã mở rộng lên 90 TTTM/1.91 triệu m² cuối 2025. CAGR số lượng TTTM và GFA đạt lần lượt là 15% và 8% trong giai đoạn này.

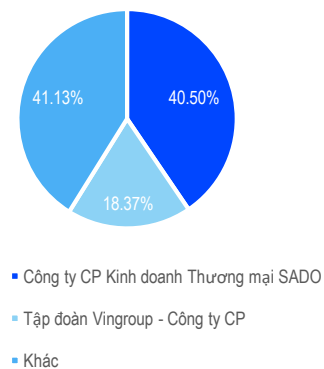
Công ty CP Kinh doanh Thương mại Sado nắm 40.50% (công bố 31/12/2024) và Tập đoàn Vingroup nắm trực tiếp thêm 18.37% (công bố 31/12/2025). Sado là pháp nhân thuộc hệ sinh thái Vingroup, nên tổng mức kiểm soát hiệu lực của nhóm vào khoảng 58.87%. Cơ cấu cổ đông cô đặc khiến VRE chịu ảnh hưởng lớn từ định hướng chiến lược Vingroup.

Số TTTM (cột phải) và retail GFA (cột trái), VRE liên tục mở rộng thị phần



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cổ đông, cập nhật đến tháng 31/12/2025



Nguồn: Fiiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vị thế thị trường và uy tín thương hiệu: VRE là người chơi duy nhất có quy mô toàn quốc trong phân khúc TTTM khép kín

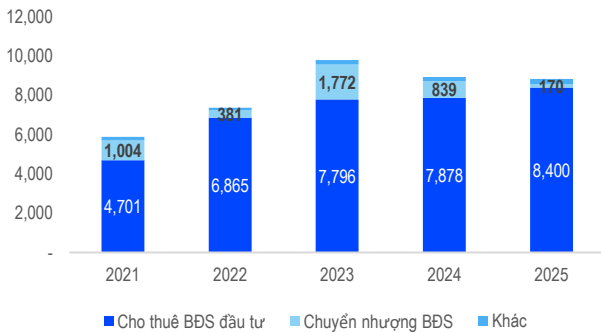
Thị trường TTTM khép kín tại Việt Nam có ba nhóm người chơi chính: (i) các nhà bán lẻ nước ngoài tự vận hành TTTM của riêng mình tại một số thành phố lớn (Aeon Mall, Lotte Mall/Department Store, SC VivoCity) - quy mô mỗi TTTM lớn nhưng số lượng địa điểm hạn chế và tập trung ở Hà Nội, TP.HCM; (ii) các chủ đầu tư khu đô thị tích hợp khối đế bán lẻ vào dự án nhà ở nhưng không chuyên vận hành cho thuê dài hạn; và (iii) mặt bằng bán lẻ nhà phố độc lập (shophouse, cửa hàng mặt tiền) - phân mảnh, không có thương hiệu vận hành thống nhất.

Với 90 trung tâm thương mại tại 31/34 tỉnh thành, khoảng 232 triệu lượt khách trong 2025 (+21% YoY), trong đó riêng Hà Nội và TP.HCM đóng góp khoảng 58% tổng GFA và 68% doanh thu mại cho thuê của toàn hệ thống, **VRE là doanh nghiệp duy nhất vận hành đồng thời ở cả bốn định dạng khác nhau (VCC, VMM, VCP, VC+), giữ vị thế dẫn đầu tuyệt đối về quy mô trong ngành bất động sản bán lẻ Việt Nam.** Đây là một vị thế khó sao chép vì đòi hỏi cả quỹ đất tại các đô thị vệ tinh (qua quan hệ với Vinhomes) lẫn năng lực vận hành đồng bộ hàng chục TTTM.

Năm 2025, công ty mở mới 3 TTTM theo mô hình "One-stop Shoppertainment" (Vincom Mega Mall Ocean City, Vincom Mega Mall Royal Island, Vincom Plaza Vinh), bổ sung gần 120,000 m² GFA.

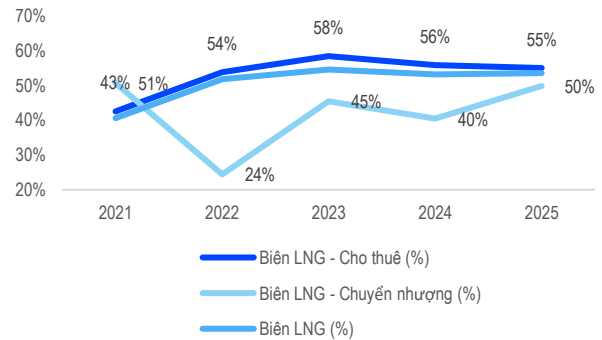
Bên cạnh mảng cho thuê truyền thống, VRE đang mở thêm nguồn thu từ bất động sản để bán khoảng 211,000 m² NSA shophouse mua lại 2024-2025 từ các đại đô thị Vinhomes. Vì thế, mặc dù tỷ trọng chuyển nhượng bất động sản không đáng kể hiện tại, mảng này được kỳ vọng sẽ chiếm tỷ lệ cao từ 2027-2030.

Cho thuê bất động sản đầu tư là hoạt động kinh doanh chính của VRE, doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận theo mảng với mảng cho thuê duy trì trên 50%



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Chiến lược phát triển của VRE

VRE vận hành hai mảng kinh doanh: (i) **cho thuê mặt bằng bán lẻ và cung cấp dịch vụ liên quan tại các TTTM**, mảng cốt lõi, chiếm 95.0% doanh thu và 97.6% lợi nhuận gộp năm 2025; và (ii) **chuyển nhượng bất động sản (chủ yếu nhà phố thương mại/shophouse)**, hiện quy mô nhỏ nhưng được kỳ vọng tăng mạnh từ 2027F.

A. Mảng cho thuê bán lẻ: bốn định dạng TTTM phục vụ bốn phân khúc khách hàng khác nhau

VRE phân bổ danh mục theo bốn định dạng, mỗi định dạng nhắm tới một phân khúc vị trí và khách hàng khác nhau. Cụ thể, **VCC**: khách hàng cao cấp quốc tế, **VMM**: Gia đình, đa thế hệ, **VCP**: Đại chúng, **VC+**: Tiện ích và thiết yếu. Trong đó, Hà Nội & TP. Hồ Chí Minh (26 TTTM) đóng góp 68% tổng doanh thu từ hoạt động cho thuê BĐS đầu tư và dịch vụ liên quan năm 2025 (chiếm 55% tổng diện tích sàn GFA). Tất cả các tỉnh/thành phố còn lại (64 TTTM) đóng góp 32% doanh thu cho thuê còn lại (chiếm 45% tổng diện tích sàn GFA).

Bảng: Bốn loại hình TTTM của VRE

Loại hình TTTM	Vị trí điển hình	Diện tích trung bình (sqm)	Số TTTM	% Tổng GFA	Tổng GFA (sqm)	GFA trung bình /TTTM (sqm)
Vincom Center (VCC)	Trung tâm thành phố, CBD	40,000 – 60,000	6	12%	229,200	38,200
Vincom Mega Mall (VMM)	Khu đô thị phức hợp	45,000 – 150,000+	8	34%	649,400	81,175
Vincom Plaza (VCP)	Khu vực mật độ cao tại các tỉnh	10,000 – 40,000	61	50%	955,000	15,656
Vincom+ (VC+)	Khu vực mật độ trung bình, ngoài CBD	3,000 – 5,000	15	4%	76,400	5,093
Tổng			90	100%	1,910,000	21,222

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Việt Nam

Bảng: Tỷ trọng GFA phân bổ theo các loại hình từng khu vực của VRE (tt)

	Miền Bắc (Hà Nội & các tỉnh)	Miền Trung	Miền Nam (TP.HCM & các tỉnh)
Vincom Center (VCC)	57%	0%	43%
Vincom Mega Mall (VMM)	84%	0%	16%
Vincom Plaza (VCP)	35%	23%	42%
Vincom+ (VC+)	16%	50%	34%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Việt Nam

Vincom Retail theo đuổi chiến lược mở rộng danh mục bất động sản bán lẻ theo hai mô hình song song: (1) tự phát triển các TTTM, chủ yếu thuộc nhóm Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+), kết hợp với sản phẩm shophouse để bán; và (2) hợp tác chiến lược với các chủ đầu tư bất động sản, đặc biệt trong hệ sinh thái Vingroup/Vinhomes, thông qua cơ chế đặt cọc để đảm bảo quyền mua lại và hợp tác phát triển các TTTM trong tương lai. Cách tiếp cận này cho phép VRE vừa chủ động mở rộng mạng lưới tại các thị trường địa phương, vừa tiếp cận quỹ đất quy mô lớn tại các đại đô thị mà không phải tự mình phát triển toàn bộ dự án đô thị.

- Đối với mô hình tự phát triển**, VRE đóng vai trò chủ đầu tư và trực tiếp phát triển các tổ hợp TTTM tại các thị trường địa phương. Chiến lược này thường gắn với mô hình TTTM kết hợp khu phố thương mại/shophouse, trong đó TTTM đóng vai trò hạt nhân thương mại. Từ đó giúp cho VRE thu hồi dòng tiền nhanh hơn từ bán shophouse, tài trợ cho hoạt động phát triển TTTM.
- Ngược lại, **mô hình hợp tác thông qua đặt cọc** giúp VRE tiếp cận các dự án TTTM quy mô lớn nằm trong các đại đô thị. Nằm trong cùng một hệ sinh thái với Vinhomes, VRE sở hữu lợi thế vượt trội khi hợp tác với nhà phát triển bất động sản lớn nhất Việt Nam sở hữu quỹ đất lên tới 393 triệu m².

Bảng: Các bước phát triển thông qua hợp đồng đầu tư BCC

Bước 1	Bước 2	Bước 3	Bước 4
VRE ký Hợp đồng hợp tác đầu tư (BCC) và chuyển tiền đặt cọc cho Vinhomes/Vingroup	Vinhomes/Vingroup thực hiện xây dựng cấu phần TTTM (đặt cọc ghi nhận ở "Tài sản dài hạn khác" của VRE)	Hoàn thiện pháp lý và bàn giao tài sản cho VRE vận hành, khai thác	VRE ghi nhận tài sản là Bất động sản đầu tư trên BCĐKT và bắt đầu thu doanh thu cho thuê

Bảng: Tóm tắt hai mô hình phát triển

Tiêu chí	Nhận chuyển nhượng/Hợp tác BCC	Mô hình Tự đầu tư
Vị trí dự án	Nằm trong các đại đô thị Vinhomes quy mô lớn (Ocean Park, Smart City, Grand Park, Royal Island, Golden Avenue, Green Paradise...)	Quỹ đất độc lập tại trung tâm/địa bàn các tỉnh, không thuộc đại đô thị Vinhomes
Chủ đầu tư hạ tầng	Vinhomes / Tập đoàn Vingroup	VRE hoặc công ty con đầu tư
Loại hình tài sản điển hình*	VMM, VCC và một số quỹ căn TMDV tại các dự án VHM	VCP và VC+, một số dự án nhà phố thương mại độc lập (Đồng Hà – Quảng Trị, Điện Biên...)
Ghi nhận trên Bảng cân đối	- Đặt cọc theo hợp đồng hợp tác đầu tư (BCC); khoản đặt cọc ghi nhận ở Tài sản dài hạn khác trong giai đoạn xây dựng. - Khi VRE nhận bàn giao tài sản và có quyền kiểm soát sẽ	- VRE tự đầu tư, nằm ở mục xây dựng cơ bản dở dang. - Khi dự án hoàn thành và đưa vào khai thác cho thuê, ghi nhận phần TTTM vào bất động sản đầu tư, và shophouse chuyển nhượng vào hàng tồn kho

Tiêu chí	Nhận chuyển nhượng/Hợp tác BCC	Mô hình Tự đầu tư
	ghi nhận tại mục Bất động sản đầu tư	
Mô hình tài chính	Tận dụng hạ tầng và lưu lượng cư dân sẵn có từ Vinhomes; nhận chi phí lãi cọc 10%-12%/năm	Xây và bán nhà phố thương mại (shophouse) xung quanh để thu hồi một phần vốn phát triển TTTM ở giữa

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam; *Không phải tất cả 100% các loại hình đều theo một kiểu phát triển

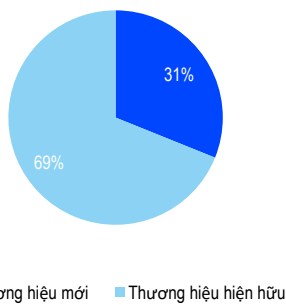
Chiến lược phát triển khách thuê và khai thác TTTM

Chúng tôi tạm thời chia chiến lược phát triển khách hàng thuê của VRE theo ba nhóm sau:

Nhóm 1 – Khách thuê lâu dài: Đây là các thương hiệu lớn chiếm diện tích sàn đáng kể, tạo lượng khách nền tảng cho toàn TTTM. Tiêu biểu gồm: CGV (rạp chiếu phim), WinMart (siêu thị), Aeon Fantasy/Funny Kids (khu vui chơi), UNIQLO, H&M, Zara. Nhóm khách này ổn định tạo lượng khách nền tảng cho toàn TTTM. Ngoài ra VRE giữ được tỷ trọng số lượng cửa hàng của các thương hiệu lớn này vượt trội so với thị trường.

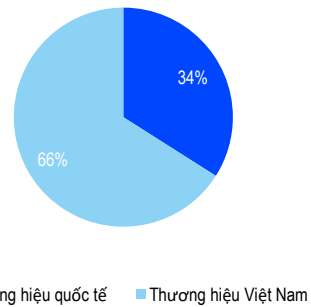
Nhóm 2 – Khách thuê quốc tế và nội địa: Trong 6T/2026, gần 140 thương hiệu mới gia nhập hệ thống, đóng góp 31% tổng diện tích cho thuê mới. Trong đó, 66% diện tích mới là thương hiệu Việt Nam, 34% là thương hiệu quốc tế

Đóng góp vào diện tích thuê mới trong 2026 của các thương hiệu mới và hiện hữu



Nguồn: Dữ liệu công ty tính đến hết Q2/2026, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng diện tích cho thuê mới của thương hiệu nội địa và quốc tế trong năm 2026

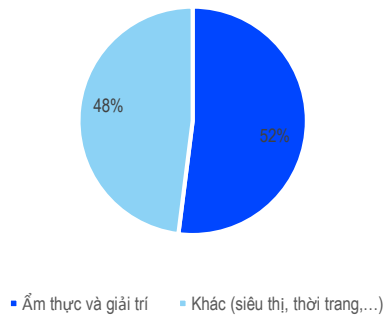


Nguồn: Dữ liệu công ty tính đến hết Q2/2026, Shinhan Securities Vietnam

Nhóm 3 — Khách thuê F&B và giải trí trải nghiệm: Đây là nhóm được VRE ưu tiên gia tăng tỷ trọng mạnh nhất. **F&B và vui chơi giải trí chiếm 48% diện tích cho thuê mới trong Q1/2026.** Việc tăng tỷ trọng ngành hàng ẩm thực (F&B) và giải trí cũng góp phần nâng cao đáng kể thời gian ở lại và chất lượng trải nghiệm khách hàng tại hệ thống Vincom.

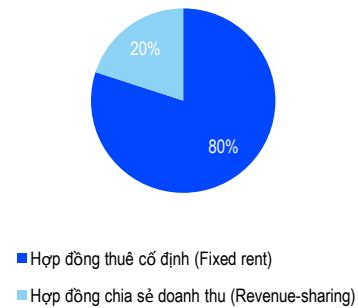
Bên cạnh đó, khoảng 80% doanh thu cho thuê của VRE đến từ hợp đồng giá thuê cố định, 20% còn lại đến từ hợp đồng chia sẻ doanh thu. Cơ cấu này đảm bảo phần lớn doanh thu cho thuê có thể dự báo được, không phụ thuộc vào biến động doanh số bán hàng của khách thuê. Đáng chú ý, nhóm khách thuê chia sẻ doanh thu cũng đang hoạt động tốt. Cụ thể, doanh số của gian hàng trong nhóm chia sẻ doanh thu với Vincom tăng 25% so với cùng kỳ năm 2024, cao hơn mức tăng lượt khách 21%, cho thấy giá trị chi tiêu trên mỗi lượt khách đang cải thiện. **Điều này giúp VRE hưởng lợi kép: vừa thu tiền thuê cố định ổn định, vừa được chia sẻ thêm khi khách thuê kinh doanh tốt.**

Tỷ trọng theo ngành hàng cho thuê mới trong Q1/2026, Ẩm thực và giải trí chiếm chủ yếu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Hợp đồng thuê cố định và chia sẻ doanh thu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

B. Mảng chuyển nhượng bất động sản – shophouse

Trước 2022, VRE không có nhiều doanh thu từ mảng này. Từ năm 2023, VRE triển khai bàn giao Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà, Quảng Trị), lần đầu tiên công ty tự đầu tư phát triển sản phẩm shophouse đi kèm TTTM. Kết quả cho thấy hiệu quả vượt kỳ vọng: doanh thu chuyển nhượng BĐS ghi nhận 1,772 tỷ đồng (hơn 4 lần cùng kỳ), chủ yếu nhờ bàn giao 268 căn. Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp đạt 44.3%, mức cao nhất trong lịch sử mảng này, phản ánh lợi thế của việc VRE trực tiếp kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị từ phát triển đến bán hàng.

Bước sang năm 2024, tương tự với mảng cho thuê TTTM, bên ngoài việc tự phát triển, VRE bắt đầu đặt cọc qua các đối tác chủ yếu là Vinhomes để mua lại cấu phần Shophouse tại đây. Vì không tự phát triển, biên lợi nhuận sẽ thấp hơn đạt khoảng 30%.

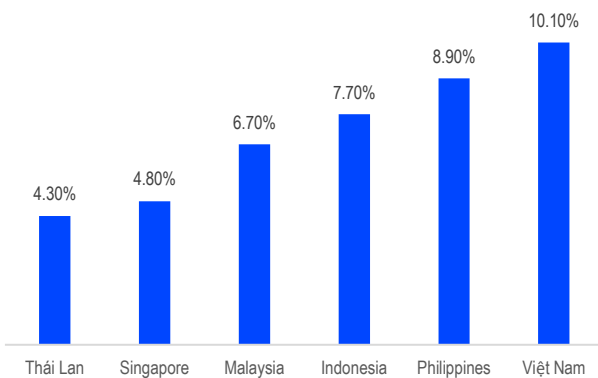
Năm 2026 VRE chính thức ra mắt Vincom Collection, dòng thương hiệu khu phố thương mại tuyển chọn trải nghiệm, hiện diện tại các đại đô thị Vinhomes. Mô hình này kết hợp 5 trụ cột: Chơi & Khám phá, Văn hóa & Sự kiện, Mua sắm, Ẩm thực, và Thư giãn. VRE không chỉ bán shophouse mà còn “quản lý vận hành, kết hợp với các chủ đầu tư tạo ra các sản phẩm mới về thương mại thông qua phát triển mạnh mẽ hệ thống khu phố thương mại với khoảng 75 khu phố thương mại mới với tổng diện tích đất lên đến 3.5 triệu m² trên toàn quốc. Tại ĐHCĐ 2026, ban lãnh đạo cho biết mảng này đóng góp 1.5–2% doanh thu trong 2026 thông qua phí quản lý và dịch vụ cho thuê.

Quan điểm đầu tư

1. Hưởng lợi kép từ tăng trưởng thị trường bán lẻ và mở rộng quy mô tài sản

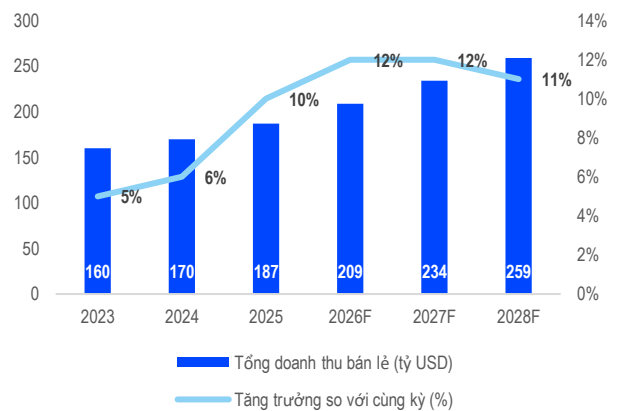
Triển vọng BĐS bán lẻ Việt Nam tích cực nhờ tăng trưởng tiêu dùng và nguồn cung chất lượng cao hạn chế. Theo Euromonitor, chi tiêu tiêu dùng tư nhân của Việt Nam được dự báo tăng trưởng 10.1%/năm trong giai đoạn 2026–2030F, thuộc nhóm cao nhất khu vực; trong khi CBRE dự báo doanh thu bán lẻ tiếp tục tăng khoảng 11–12%/năm trong 2026–2028F. Cùng với quá trình đô thị hóa và mở rộng tầng lớp trung lưu, các yếu tố này hỗ trợ nhu cầu đối với mô hình bán lẻ hiện đại và các TTTM tích hợp mua sắm, F&B và giải trí.

Tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng tư nhân của Việt Nam đạt mức cao trong khu vực 2026F–2030F



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tổng doanh thu bán lẻ được kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số (tỷ USD)



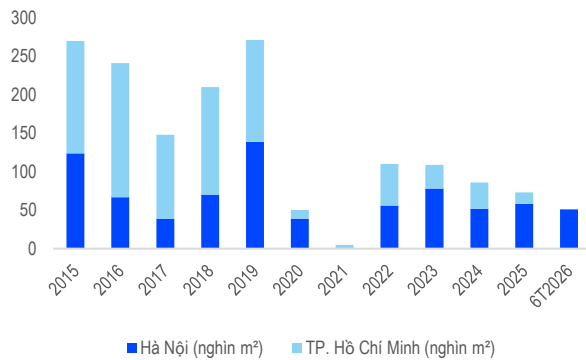
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam, Tổng mức bán lẻ hàng hóa theo giá hiện hành, không bao gồm dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch.

Nguồn cung TTTM chất lượng cao tại các đô thị lớn tiếp tục hạn chế, tạo điều kiện duy trì hiệu suất khai thác của các tài sản hiện hữu.

Theo CBRE, Tại TP.HCM, không có nguồn cung bán lẻ mới trong 1H2026 và tỷ lệ trống khu vực CBD đạt 3.0% trong Q2/2026, giảm 2.2 điểm % YoY, trong khi giá thuê tăng 3.6% YoY.

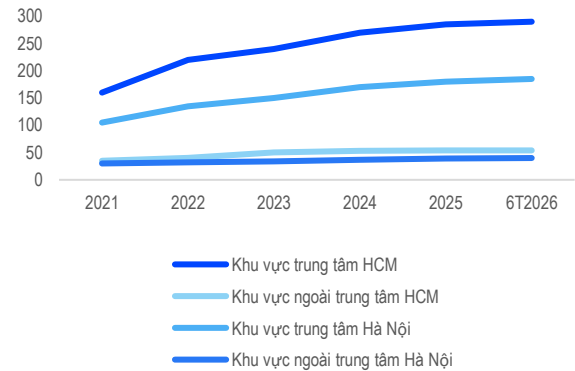
Tại Hà Nội, nguồn cung mới trong Q2/2026 tiếp tục được bổ sung, cho thấy mức độ khan hiếm có sự khác biệt giữa các thị trường; do đó, lợi thế của các TTTM hiện hữu phụ thuộc nhiều vào vị trí, chất lượng tài sản và khả năng thu hút khách thuê. Theo CBRE dự báo, **nguồn cung mặt bằng bán lẻ chất lượng cao tại Hà Nội và TP.HCM chỉ đạt khoảng 81,900 m² NLA/năm trong 2026–2028F**, thấp hơn đáng kể mức 142,800 m²/năm trong 2015–2025, tạo điều kiện cho các TTTM hiện hữu có vị trí tốt duy trì tỷ lệ lấp đầy và cải thiện giá thuê. **Giá thuê tại các khu vực trung tâm vì thế được dự báo tăng nhẹ 3–5%/năm trong các năm tới.**

Nguồn cung diện tích bán lẻ NLA có xu hướng giảm tại HN và HCM



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Giá chào thuê bình quân neo ở mức cao (USD/m2/tháng)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

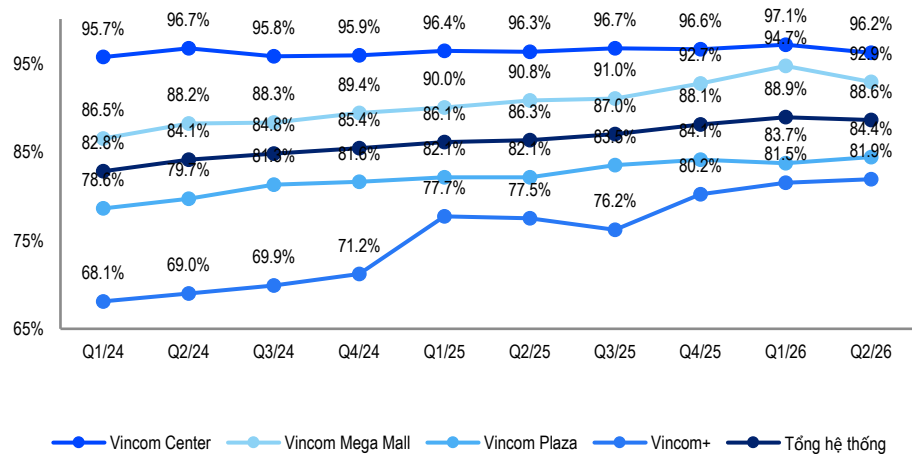
VRE với vị thế nhà vận hành TTTM khép kín lớn nhất Việt Nam, là bên hưởng lợi trực tiếp từ khoảng trống cung-cầu này, thông qua khả năng tăng giá thuê, cải thiện tỷ lệ lấp đầy của các TTTM hiện hữu và mở rộng diện tích bán lẻ

Tỷ lệ lấp đầy toàn hệ thống tăng từ 83% (2021) lên 88% (2025) và 88.6% (Q2/2026) và dự phóng tiếp tục cải thiện lên 89% giai đoạn 2027-2030F, cải thiện đồng đều ở cả bốn định dạng TTTM.

VRE đạt mục tiêu đến 2030 mở rộng đến khoảng 110 dự án, tổng GFA khoảng 3.5 triệu m², được hỗ trợ bởi 764 nghìn m² đã được đặt cọc (dựa trên BCTC Q2/2026, VRE đã đặt cọc 15,084 tỷ đồng). Đây là các dự án với 90% GFA là mô hình VMM (Vincom Mega Mall) trong các đại dự án của VHM sắp tới. Danh mục dự án mới công bố gồm:

- 1) Vincom Plaza Đan Phượng (Hà Nội, GFA ~25,000 m², khai trương 28/8/2026, lấp đầy 93% ngay thời điểm khai trương)
- 2) J-Town - Vincom Collection Commercial Streets đầu tiên (Tuyên Quang, dự kiến khai trương Q4/2026, một định dạng bán lẻ thứ năm ngoài bốn định dạng hiện có).
- 3) VMM Global Gate (dự kiến vận hành 2029F), và 3 TTTM Green Paradise (GFA ~35,000, dự kiến vận hành 2028F)

Tỷ lệ lấp đầy các loại hình TTTM của VRE

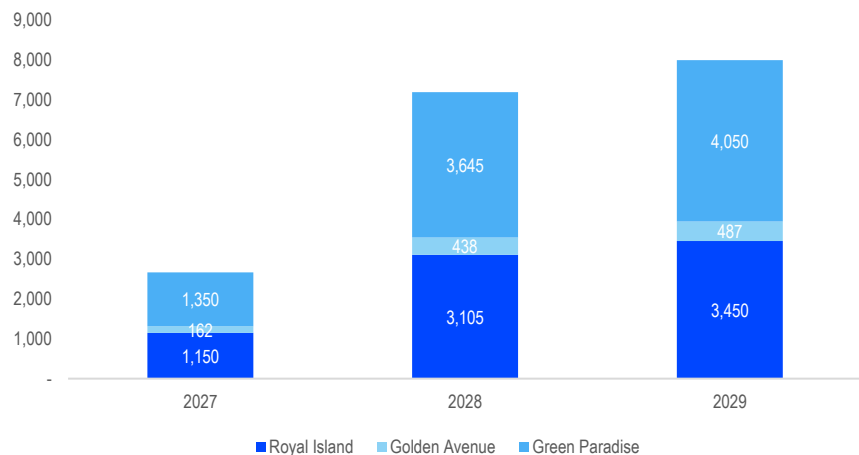


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Mảng chuyển nhượng shophouse được kỳ vọng sẽ khiến lợi nhuận của VRE nhảy vọt từ 2027F

VRE đã hoàn tất mua lại khoảng 211,000 m² NSA cấu phần shophouse tại ba đại đô thị Vinhomes trong giai đoạn 2024-2025, dự kiến mở bán và bắt đầu bàn giao từ 2027F. Đây là dòng doanh thu "chuyển nhượng bất động sản", khác bản chất với doanh thu cho thuê định kỳ ghi nhận theo tiến độ bàn giao từng đợt thay vì đều đặn theo quý. Với tổng mức đầu tư ước tính gần 18.3 nghìn tỷ đồng cho khoảng 2,405 căn shophouse trên cả ba dự án, mảng này được kỳ vọng đóng góp tỷ trọng đáng kể vào doanh thu hợp nhất giai đoạn 2027-2030F.

Chỉ tiêu	Vinhomes Royal Island	Vinhomes Golden Avenue	Vinhomes Green Paradise
Dự kiến mở bán	2027 – 2028	2027 – 2028	2028 – 2030
Vị trí	Hải Phòng	Quảng Ninh	TP. Hồ Chí Minh
NSA (sqm)	85,600	24,200	101,000
Số căn ước tính	1,000	280	1,125
Tổng mức đầu tư ước tính (nghìn tỷ VNĐ)	4.8	1.2	12.3

Doanh thu mảng chuyển nhượng bất động sản 27F-29F (tỷ đồng)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

NHNN đã yêu cầu giảm lãi suất, góp phần hỗ trợ

NHNN đã ban hành Công văn số 9608/NHNN-CSTT về việc triển khai các giải pháp hoạt động của các tổ chức tín dụng tới toàn hệ thống cho thấy quyết tâm tăng trưởng hai chữ số và vấn đề an ninh tiền tệ, an toàn hệ thống của các TCTD được đặt lên hàng đầu.

Theo đó, NHNN yêu cầu các ngân hàng điều chỉnh giảm tối thiểu 0.5%/năm lãi suất tiền gửi niêm yết đối với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên; tuyệt đối không chạy đua tăng lãi suất huy động. Các ngân hàng đồng thời phải giảm lãi suất cho vay, tập trung mức giảm từ 1.5-2%/năm đối với lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và lĩnh vực ưu tiên. Chúng tôi kỳ vọng dù không có tác động trực tiếp nhưng việc hạ lãi suất góp phần hỗ trợ nhu cầu đầu tư shophouse của các chủ đầu tư.

Cập nhật Kết quả kinh doanh Q2/2026 và dự phóng Q3/2026

Bảng: Cập nhật KQKD Q2/2026

	Q2/2026	YoY	1H2026	YoY	Ghi chú
Doanh thu thuần	2,374	11%	4,667	9%	
Cho thuê bán lẻ	2,268	10%	4,476	9%	Nhờ tỷ lệ lấp đầy, giá thuê bình quân tăng và đóng góp của các TTTM mở mới trong 2025 so với cùng kỳ
Bán BĐS	21	72%	39	-36%	Số lượng căn shophouse đã bán những năm trước gần hết
Khác	85	38%	153	28%	
Lợi nhuận gộp	1,398	18%	2,652	11%	
Cho thuê bán lẻ	1,385	21%	2,625	13%	
Bán BĐS	9	-55%	15	-66%	
Khác	4	0%	12	-36%	
Lãi từ thanh lý BDS đầu tư	0	NA	185	129061%	Chuyển nhượng bds đầu tư không phải TTTM(không cốt lõi)
Lợi nhuận từ HĐKD	1,267	24%	2,557	25%	
Thu nhập tài chính	845	25%	1,680	29%	Chủ yếu do thu nhập lãi từ các khoản đặt cọc tại Vingroup và Vinhomes.
Chi phí tài chính	-220	-18%	-425	-17%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1,609	30%	3,215	33%	Do các hoạt động cho thuê tăng trưởng, lãi một lần và thu nhập tài chính
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>59%</i>		<i>57%</i>		
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>53%</i>		<i>55%</i>		
<i>Biên LNST công ty mẹ</i>	<i>68%</i>		<i>69%</i>		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Bảng: Dự phóng KQKD Q3/2026F và 2026F

	Q3/2026F	YoY	2026F	YoY
Doanh thu thuần	2,420	8%	9,858	12%
Cho thuê bán lẻ	2,312	9%	9,375	12%
Bán BĐS	21	-62%	205	21%
Khác	87	19%	278	4%
Lợi nhuận gộp	1,295	14%	5,211	10%
Cho thuê bán lẻ	1,278	15%	5,156	12%
Bán BĐS	7	-72%	30	-65%
Khác	11	NA	25	NA
Lãi từ thanh lý BDS đầu tư	0	NA	185	NA
Lợi nhuận từ HĐKD	1,122	13%	4,719	21%
Thu nhập tài chính	802	0%	3,167	-33%
Chi phí tài chính	-234	-33%	-1,040	-2%
LNST sau lợi ích CĐTS	1,431	4%	5,741	-11%*
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	54%		53%	
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	46%		48%	
<i>Biên LNST công ty mẹ</i>	59%		58%	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam, *lợi nhuận 26F giảm dù LNST công ty mẹ 1H2026 tăng trưởng +33% YoY chủ yếu do nền cao cùng kỳ của

2H2025 khi ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính bán VC Nguyễn Chí Thanh 1,891 tỷ đồng.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2026F-2030F

1. Giả định chính chi phối

_ Chúng tôi giả định GFA bán lẻ bổ sung bình quân khoảng 99,000 m²/năm từ 2027-2030F, phù hợp với mục tiêu của VRE là ~110 dự án/~3.5 triệu m² GFA đến 2030. Trong đó, một số dự án có thể xác định như: VCP Đan Phượng (GFA ~25,000 m², khai trương 28/8/2026), J-Town - Vincom Collection Commercial Streets đầu tiên (Tuyên Quang, dự kiến khai trương Q4/2026), VMM Global Gate (GFA ~70,000 m², dự kiến vận hành 2029F), 3 TTTM Green Paradise (GFA ~35,000 m², dự kiến vận hành 2028F).

_ Mảng chuyển nhượng bất động sản (shophouse) bắt đầu đóng góp doanh thu đáng kể từ 2027F, đạt đỉnh tỷ trọng vào 2028F, khi bắt đầu bàn giao Royal Island, Golden Avenue, và Green Paradise. Dự phóng biên lợi nhuận trung bình khoảng 30%.

Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh VRE 2026F-2030F

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng GFA ('000 m²)	1,746.9	1,840.9	1,912.9	1,996	2,094	2,189	2,301	2,421
VCC	280	280	233	238	242	247	252	257
VMM	512	557	657	716	781	851	927	1,011
VCP	883	932	951	970	999	1,019	1,050	1,081
VC+	72	72	72	72	72	72	72	72
Tỷ lệ lấp đầy (%)	85%	85%	88%	89%	89%	89%	89%	90%
Doanh thu cho thuê (tỷ đồng)	7,796	7,878	8,400	9,375	10,249	11,145	12,168	13,297
Doanh thu chuyển nhượng (tỷ đồng)	1,772	839	170	205	2,662	7,188	7,987	8,786
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9,791	8,939	8,837	9,858	13,184	18,609	20,429	22,358
NPATMI (tỷ đồng)	4,409	4,096	6,446	5,741	5,923	7,328	8,851	10,672

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Việt Nam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 33,000 VND

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu VRE với mức giá mục tiêu là 33,000 VND tương ứng với mức upside 32.3% (so với giá đóng cửa ngày 23/10/2026 là 24,950 VND) bởi các luận điểm:

- 1) Xu hướng tăng trưởng của mảng bán lẻ tại Việt Nam khá cao và bối cảnh nguồn cung mặt bằng cho thuê thấp đến 2030.
- 2) Vị thế vững chắc và tiềm năng tăng trưởng lớn của mảng cho thuê TTTM được hậu thuẫn bởi hệ sinh thái Vingroup.
- 3) Mảng chuyển nhượng bất động sản là điểm nhấn tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2027-2029.
- 4) Cơ cấu tài chính khỏe mạnh, nợ vay thấp, dòng tiền tương đối ổn định, và lần đầu thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt (tạo ra kỳ vọng về chu kỳ chi trả cổ tức cao dù vẫn cần phải theo dõi thêm)

Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá VRE bằng phương pháp NAV (Net Asset Value), vốn hoá thu nhập hoạt động ròng (NOI) của danh mục TTTM đang vận hành theo cap rate riêng cho từng loại hình (VCC/VMM/VCP/VC+), phù hợp với đặc thù doanh nghiệp bất động sản cho thuê có dòng tiền ổn định và tài sản có thể định giá riêng lẻ.

Chúng tôi tính toán cap rate cho từng loại hình TTTM của VRE dựa vào các dữ liệu đầu vào như: WACC = 15.6 %, g = 1% , sau đó chúng tôi điều chỉnh theo khu vực của từng loại hình dựa vào số liệu khảo sát Cap rate được thực hiện trong báo cáo bởi CBRE Q4/2026, với khu vực trung tâm và ngoại thành lần lượt là 7% và 8.25%

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

WACC (%)	15.6%
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.40%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.46%
Beta (2γ)	1.40
Chi phí nợ (%)	11.0%
Chi phí sử dụng vốn (%)	16.2%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.11
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	23,654

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Việt Nam

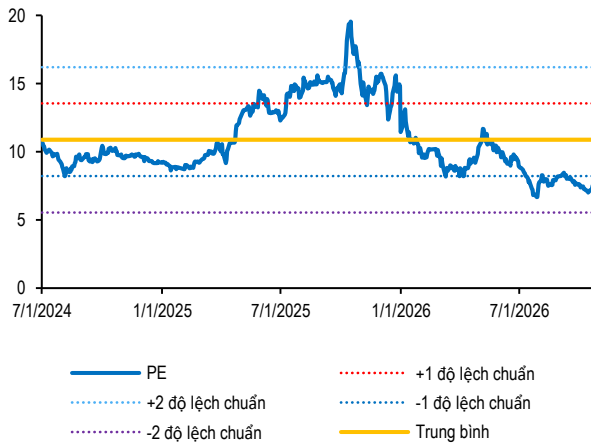
Mô hình định giá VRE		
Các mục	Giá trị (tỷ đồng)	
BDS cho thuê	69,815	
VCC	22,610	Tỷ suất vốn hóa
VMM	22,679	Tỷ suất vốn hóa
VCP	17,134	Tỷ suất vốn hóa
VC+	1,139	Tỷ suất vốn hóa
Các dự án mới đã xác định	6,253	Tỷ suất vốn hóa



Chuyển nhượng	9,021	DCF
(+) Tiền & tương đương tiền + DT ngắn hạn	5,843	BV
(+) Tài sản khác	3,839	BV
(-) Tổng nợ	13,496	BV
Giá trị vốn chủ sở hữu	75,022	
Số CP đang lưu hành (triệu cp)	2,272	
NAV / cổ phiếu (VND)	33,020	
Giá hiện tại	24,950	
Upside	32.3%	

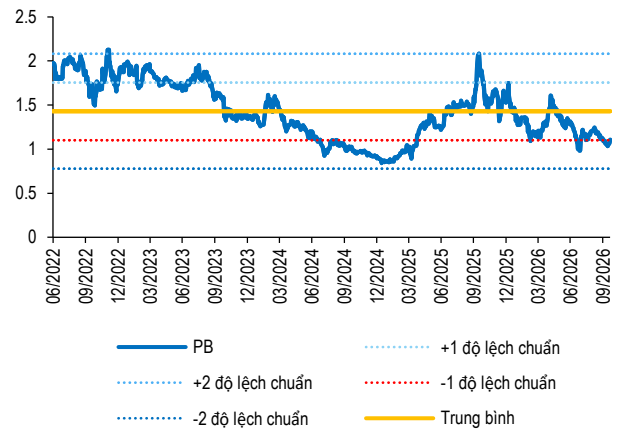
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Việt Nam

PER của VRE



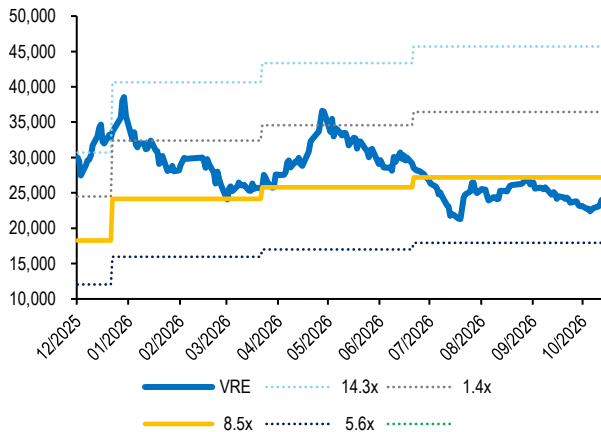
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VRE



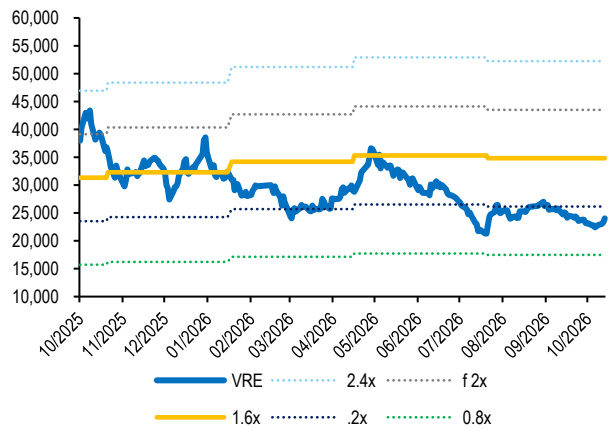
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PE band của VRE



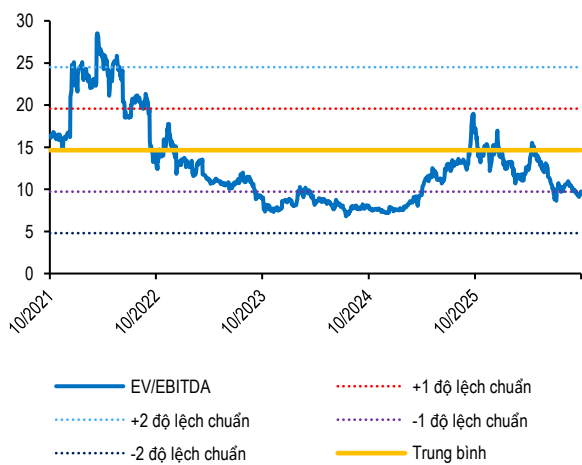
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PB band của VRE



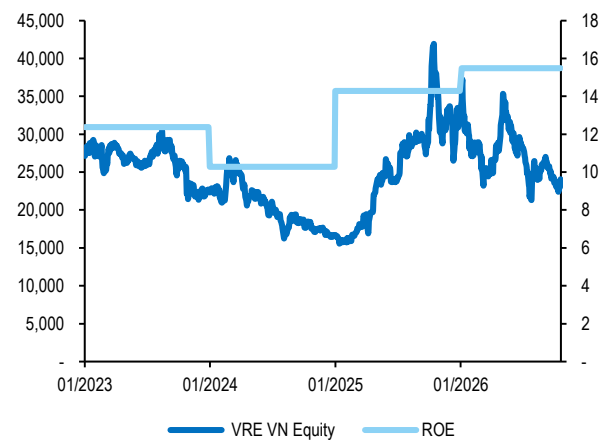
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của VRE



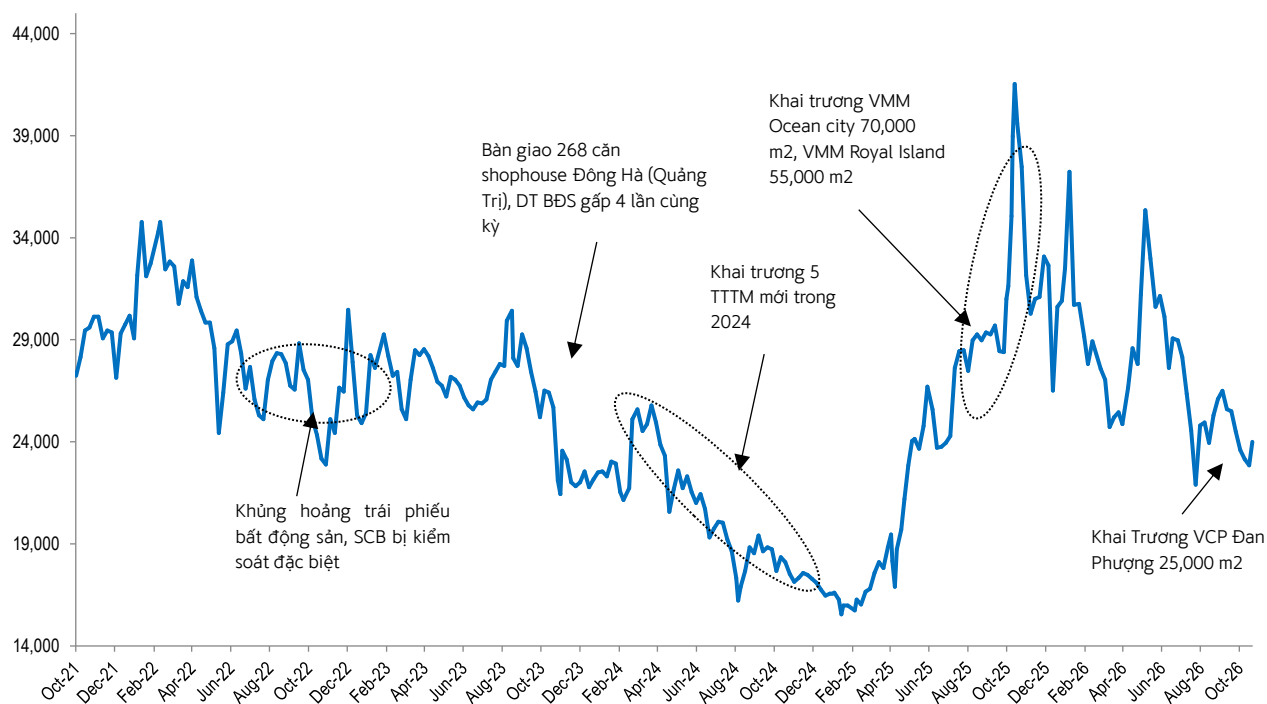
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE dự phóng của VRE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VRE



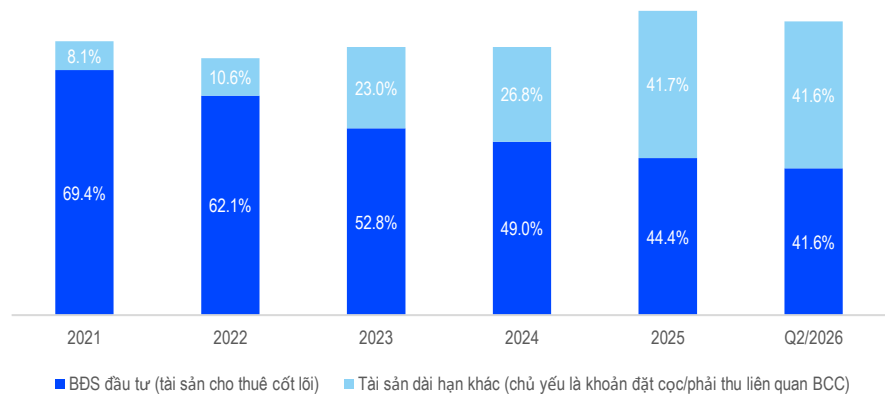
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cố hữu khi thuộc hệ sinh thái Vingroup

Chắc chắn VRE sở hữu lợi thế rất lớn đến từ quỹ đất rộng lớn và vị thế của Vinhomes, Vingroup. **Rủi ro trọng yếu nhất của VRE nằm ở cách phân bổ vốn cho các bên liên quan.** Tại BCTC hợp nhất Q2/2026, các khoản đặt cọc dài hạn lên tới khoảng 25.4 nghìn tỷ đồng (41% tổng tài sản). Đây chủ yếu là các khoản đầu tư TTMM tại các đại dự án của Vinhomes và phần bất động sản chuyển nhượng shophouse. Nói cách khác, gần một nửa bảng cân đối kế toán của VRE hiện không phải là tài sản vận hành tạo doanh thu, mà là một khoản phải thu/đặt cọc dài hạn/cho vay với bên liên quan (Vingroup/Vinhomes, gắn với quỹ đất BCC), vì thế dòng tiền của VRE phụ thuộc rất nhiều vào tiến độ của đối tác, không phát sinh dòng tiền ngay, và rủi ro tập trung tín dụng vào một nhóm liên quan (trong đó có khoảng 15 nghìn tỷ đồng tiền đặt cọc có phát sinh lãi suất 12%/năm).

Tỷ trọng tài sản dài hạn khác ngày càng lớn trong cơ cấu tổng tài sản của VRE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro chung của ngành bất động sản cho thuê bán lẻ, và rủi ro chậm bán hàng shophouse

Thị trường bán lẻ hiện đối mặt hành vi tiêu dùng thay đổi nhanh, xu hướng mua sắm đa kênh, cạnh tranh với thương mại điện tử và áp lực tối ưu chi phí của các thương hiệu bán lẻ. Đây là ba yếu tố tác động trực tiếp đến khả năng chịu tiền thuê của khách thuê. Ngoài ra, nhu cầu mua sắm tiêu dùng cũng sẽ bị tác động bởi lãi suất đang tăng cao, đặc biệt với các ngành hàng không thiết yếu như mua sắm giải trí sang trọng.

Về pháp lý, hoạt động phát triển và vận hành TTMM cũng chịu điều chỉnh của luật đất đai, xây dựng, phòng cháy chữa cháy, nên chậm trễ phê duyệt hoặc thay đổi quy định có thể kéo dài tiến độ mở rộng.

Về lãi suất, đây là yếu tố đáng lo ngại khiến nhu cầu mua bất động sản nói chung và các sản phẩm shophouse nói riêng chậm bán hàng. Trước đây, VRE đã có kế hoạch mở bán và bàn giao shophouse tại 3 dự án của Vinhomes là Royal Island, Golden Avenue, và Green Paradise trong 2026 nhưng do điều kiện thị trường chưa phù hợp và biên lợi nhuận không cao so với dự phát triển, công ty đã dời kế hoạch bán hàng sang năm 2027. Nếu nhu cầu thị trường vẫn yếu, rủi ro dời thời điểm mở bán hoặc giảm giá bán là có.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	47,654	55,226	61,279	65,750	69,028
Tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	7,961	24,344	29,015
Tiền và tương đương tiền	4,102	2,885	4,435	2,628	8,087
Đầu tư TC ngắn hạn	1,071	126	133	149	199
Các khoản phải thu	1,613	2,016	2,886	2,964	3,688
Hàng tồn kho	640	295	236	18,300	16,636
Tài sản ngắn hạn khác	2,611	6,990	271	303	405
Tài sản dài hạn	37,617	42,914	53,318	41,406	40,014
Tài sản cố định	387	203	263	326	383
Chi phí xây dựng cơ bản	1,028	802	267	267	267
Tài sản dài hạn khác	36,202	41,909	52,788	40,813	39,363
Tổng nợ	9,827	13,304	12,911	13,970	13,653
Nợ ngắn hạn	6,245	5,921	5,174	6,741	8,504
Khoản phải trả	448	462	659	565	659
Người mua trả tiền trước	314	185	309	274	414
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,792	2,010	21	1,065	1,172
Khác	3,691	3,264	4,185	4,836	6,259
Nợ dài hạn	3,582	7,383	7,737	7,229	5,150
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	2,144	2,523	6,380	5,872	3,793
Khác	1,438	4,860	1,357	1,357	1,357
Vốn chủ sở hữu	37,827	41,923	48,368	51,780	55,375
Vốn góp chủ sở hữu	23,288	23,288	23,288	23,288	23,288
Thặng dư vốn	47	47	47	47	47
Vốn khác	-2,007	-2,007	-2,007	-2,007	-2,007
Lợi nhuận giữ lại	16,476	20,595	27,040	30,452	34,047
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	23	0	0	0	0
*Nợ vay	3,936	4,533	6,401	6,937	4,965
*Nợ ròng (tiền)	(1,237)	1,522	1,833	4,160	(3,321)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	3,892	758	(3,262)	(13,626)	7,613
Lợi nhuận trước thuế	4,409	4,096	6,446	5,741	5,923
Khấu hao TSCĐ	1,454	1,379	1,381	1,451	1,558
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,145)	(1,792)	(4,751)	(3,167)	(2,362)
Thay đổi vốn lưu động	(2,361)	(4,839)	(8,763)	(17,651)	2,494
Thay đổi khác	1,535	1,915	2,424	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(7,521)	(2,463)	3,008	13,612	2,147
Thay đổi tài sản cố định	1,140	1,940	2,774	3,071	2,266
Thay đổi tài sản đầu tư	(7,414)	(6,030)	(11,571)	10,540	(120)
Khác	(1,247)	1,627	11,805	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	711	488	1,804	(1,793)	(4,301)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay (trả) nợ	711	488	1,804	536	(1,973)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	-	(2,329)	(2,329)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(2,918)	(1,217)	1,550	(1,806)	5,458
Tổng tiền đầu năm	7,020	4,102	2,885	4,435	2,628
Thay đổi trong kỳ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	4,102	2,885	4,435	2,628	8,087

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	9,791	8,939	8,837	9,858	13,184
Tăng trưởng (%)	33.0	-8.7	-1.1	11.5	33.7
Giá vốn hàng bán	(4,445)	(4,184)	(4,105)	(4,647)	(6,661)
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	4,732	5,211	6,524
Biên lợi nhuận gộp (%)	54.6	53.2	53.5	52.9	49.5
Chi phí bán hàng và QLDN	(780)	(983)	(839)	(677)	(921)
LN từ HĐKD	4,566	3,773	3,893	4,534	5,603
Tăng trưởng (%)	55.9	(12.3)	60.6	(9.7)	2.3
Biên LN từ HĐKD (%)	46.6	42.2	44.1	46.0	42.5
LN khác	960	1,361	4,190	2,480	1,825
Thu nhập tài chính	1,146	1,786	4,751	3,167	2,362
Chi phí tài chính	(330)	(838)	(1,065)	(1,040)	(960)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(330)	(566)	(628)	(604)	(577)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	144	413	503	354	423
LN TT	5,526	5,133	8,083	7,014	7,428
Thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(1,637)	(1,458)	(1,505)
LN ST	4,409	4,096	6,446	5,741	5,923
Tăng trưởng (%)	58.8	(7.1)	57.4	(10.9)	3.2
Biên lợi nhuận ròng (%)	45.0	45.8	72.9	58.2	44.9
LN ròng cổ đông công ty mẹ	4,409	4,096	6,446	5,741	5,923
Lợi ích CĐTĐ	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	5,857	5,699	8,712	7,803	8,005
Tăng trưởng (%)	50.8	(2.7)	52.9	(10.4)	2.6
Biên LN (%)	59.8	63.8	98.6	79.2	60.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	7,310	7,079	10,093	9,254	9,563
Tăng trưởng (%)	37.0	(3.2)	42.6	(8.3)	3.3
Biên LN (%)	74.7	79.2	114.2	93.9	72.5

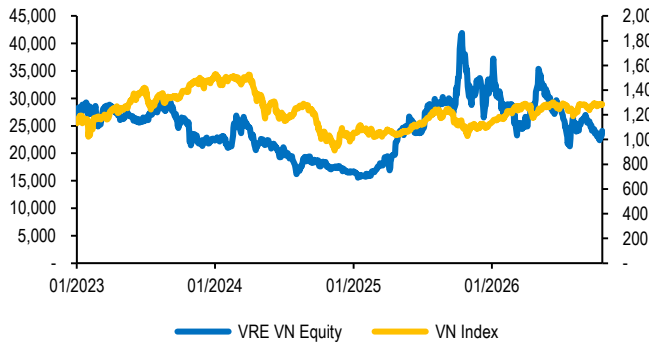
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	1,940	1,803	2,837	2,465	2,544
BPS (đồng)	16,233	18,002	20,769	22,235	23,778
PER (x)	12.0	9.5	11.9	13.4	13.0
PBR (x)	1.4	0.9	1.6	1.5	1.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	74.7	79.2	114.2	93.9	72.5
Biên LN từ HĐKD (%)	46.6	42.2	44.1	46.0	42.5
Biên LN ST (%)	45.0	45.8	72.9	58.2	44.9
ROA (%)	9.3	7.4	10.5	8.7	8.6
ROE (%)	11.7	9.8	13.3	11.1	10.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay / Vốn chủ sở hữu (%)	10.4	10.8	13.2	13.4	9.0
Nợ vay ròng / EBITDA (%)	(16.9)	21.5	18.2	45.0	(34.7)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	82.8	50.8	88.3	41.2	97.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	17.7	10.1	13.9	12.9	13.9
Hiệu quả hoạt động (x)					
Vòng quay phải trả người bán (x)	7.6	9.2	7.3	7.6	10.9
Vòng quay hàng tồn kho (x)	4.9	8.9	15.5	0.5	0.4
Vòng quay khoản phải thu (x)	6.5	4.9	3.6	3.4	4.0

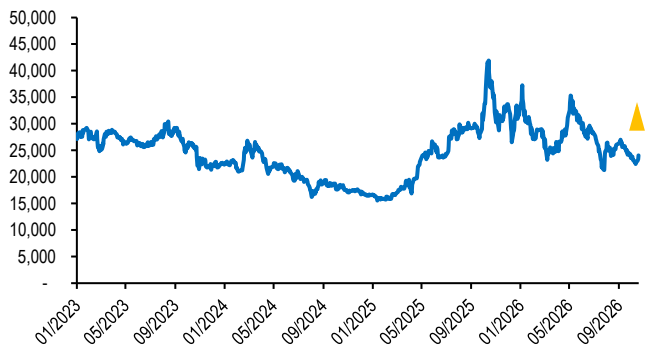
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Vincom Retail (VRE VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
26/10/2026 (BC lần đầu)	MUA	33,000	15.0	-12.8/35.5

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nam Hoang

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VRE VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599