

CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND28.950
Cao/Thấp 52 tuần	VND43.400/VND16.100
Giá mục tiêu	VND34.000
Giá mục tiêu trước	VND32.000
Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	17,4%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	17,4%

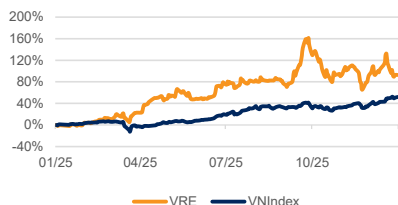
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tỷ USD)	2,5
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	13,3
Sở hữu NN (tỷ USD)	0,9
Số CP lưu hành (tỷ)	2,3
Số CP sau pha loãng (tỷ)	2,3

	VRE	VNI
P/E trượt	9,9x	14,5x
P/B hiện tại	1,3x	2,1x
ROA	11,0%	3,4%
ROE	14,4%	14,9%

*dữ liệu ngày 10/02/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
VRE	0,9	-22,0	93,4
Tương quan VNI	11,3	9,6	51,8

Cơ cấu sở hữu

CTCP Kinh doanh Thương mại	
SADO	41,5%
Vingroup	18,8%
Khác	39,7%

Tổng quan doanh nghiệp

VRE là công ty cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 90 TTTM và tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,98 triệu m2 (tính đến tháng 12/2025). VRE quản lý danh mục trung tâm mua sắm và thương mại đa dạng bao gồm Vincom Mega Malls, Vincom Centers, Vincom Plaza và Vincom+.

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phương Anh

anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

Danh mục dự án củng cố triển vọng tăng trưởng

- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN, với tiềm năng tăng giá 17,4%, với giá mục tiêu tăng thêm 6%, trong khi giá cổ phiếu đã giảm 2,3% kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu phản ánh việc đưa vào mô hình kế hoạch mở rộng TTTM giai đoạn 2026–2030 của VRE và doanh thu bán bất động sản từ Green Paradise, phần nào bị bù trừ bởi giả định giá thuê bình quân thấp hơn.
- Chúng tôi khuyến nghị chủ yếu dựa trên định giá rẻ, với P/B dự phóng 2026 của VRE khoảng 1,3 lần, thấp hơn mức P/B mục tiêu 2026 của chúng tôi là 1,5 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng năm 2026 thiếu động lực tăng giá, và câu chuyện tăng trưởng sẽ rõ ràng hơn từ năm 2027 trở đi..

Điểm nhấn tài chính

- Chỉ có 1 trung tâm thương mại dự kiến khai trương trong năm 2026, do đó tổng diện tích sàn cho thuê được kỳ vọng tăng 1,4% svck.
- Chúng tôi dự báo LNR giảm 15,8% trong năm 2026 trước khi phục hồi 44,2%, đạt 5.429 tỷ đồng/ 7.831 tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2027.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ ròng/VCSH duy trì ở mức thấp trong 2026–2027, nhờ dòng tiền thu về từ thương vụ thoái vốn Vincom Nguyễn Chí Thanh và dòng tiền vào từ mảng bán bất động sản và kinh doanh cho thuê.

Luận điểm đầu tư

Tỷ lệ lấp đầy và giá thuê bình quân cải thiện thúc đẩy DT cho thuê năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy tăng, nhờ nguồn cung cho thuê mới tương đối hạn chế, nhu cầu vẫn ổn định, cùng chiến lược tối ưu cơ cấu khách thuê và phân khu của VRE, đặc biệt là việc tăng tỷ trọng F&B và giải trí tại các khu vực kém đẹp để nâng hiệu quả sử dụng mặt bằng. Chúng tôi cũng dự báo giá thuê TB tăng 5–7%/năm tại Hà Nội và TP.HCM, và 2–3%/năm tại các thị trường còn lại, qua đó hỗ trợ tăng trưởng mảng cho thuê trong bối cảnh triển vọng bán lẻ phục hồi ở mức vừa phải.

Lùi bàn giao BĐS: thiếu động lực cho 2026; thúc đẩy tăng trưởng LNR từ 2027

Ban lãnh đạo cho biết tiến độ bàn giao BĐS sẽ lùi sang năm 2027 (trước đó là Q2/26), qua đó làm giảm động lực trong 2026. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng mảng cho thuê đạt ~12% tăng trưởng svck, so sánh tăng trưởng LNR svck sẽ kém hấp dẫn do năm 2025 ghi nhận khoản lãi đột biến từ thoái vốn. Chúng tôi cũng đưa thêm vào dự phóng DT và LN bán từ shophouse tại Vinhomes Green Paradise (~1.300 căn), với kế hoạch mở bán trong 2027 và bàn giao vào 2028. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mảng shophouse sẽ trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng LNR từ 2027 trở đi.

Kỳ vọng mở rộng đáng kể diện tích cho thuê bán lẻ từ 2028

Theo VRE, kế hoạch phát triển TTTM của công ty đạt ~1,5–1,6 triệu m² diện tích sàn cho thuê bán lẻ, dự kiến bàn giao sau 2025; trong đó ~718 nghìn m² đã cam kết cho giai đoạn 2026–2030, còn khoảng ~700-800 nghìn m² vẫn đang ở giai đoạn nghiên cứu khả thi. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng sẽ tăng tốc từ 2027, và các TTTM mới sẽ đi vào vận hành từ 2028. Lộ trình này nhìn chung phù hợp với nhịp phục hồi của ngành bán lẻ và sẽ hỗ trợ tăng trưởng mảng cho thuê của VRE.

Triển vọng dài hạn vững chắc, tuy nhiên cần cẩn thận áp lực ngành

Chúng tôi vẫn đánh giá VRE là câu chuyện đầu tư dài hạn tích cực nhờ danh mục TTTM quy mô lớn, vị trí thuận lợi và dòng tiền mạnh từ hoạt động cốt lõi; đồng thời, bàn giao BĐS sẽ là yếu tố hỗ trợ thêm cho LN. Tuy nhiên, tâm lý toàn ngành BĐS hiện vẫn kém tích cực do lo ngại lãi suất tăng và định hướng hạn mức tín dụng kém thuận lợi. Vì vậy, thời điểm giải ngân cần được cân nhắc để hạn chế rủi ro biến động bất lợi của thị trường.

Tổng quan tài chính	2024	2025	2026	2027
Số lượng TTTM hoạt động	88	90	91	94
Tổng diện tích mặt bằng bán lẻ (nghìn m2)	1.841	1.915	1.942	2.162
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	-8,7%	-1,1%	12,0%	64,4%
Biên lợi nhuận gộp (%)	53,2%	53,5%	58,8%	52,3%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	-7,1%	57,4%	-15,8%	44,2%
P/E (lần)	12,0	9,5	11,9	11,8
P/B (lần)	1,0	1,7	1,3	1,1
Nợ vay ròng/VCSH (%)	3,6%	3,8%	-0,3%	1,2%

KQKD Q4/25: LN từ thoái vốn Vincom Nguyễn Chí Thanh thúc đẩy tăng trưởng

Hình 1: KQKD Q4/25 và năm 2025

(Tỷ đồng)	Q4/25	Q4/24	% svck	% sv quý trước	2025	% svck	sv dự phóng 2025
Doanh thu	2.312	2.128	8,7%	2,7%	8.837	-7,3%	98,1%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	2.182	2.027	7,6%	2,8%	8.399	7,3%	101,0%
Chuyển nhượng bất động sản	55	60	-9,2%	-0,5%	170	-87,7%	45,8%
Khác	76	41	85,3%	4,4%	268	-18,0%	82,0%
Lợi nhuận gộp	1.210	1.201	0,8%	6,5%	4.732	-5,2%	95,5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	52,3%	56,5%	-4,1 điểm %	1,8 điểm %	53,5%	1,2 điểm %	97,4%
Biên LN gộp từ cho thuê mặt bằng bán lẻ (%)	54,4%	55,8%	-1,4 điểm %	2,0 điểm %	55,0%	-1,0 điểm %	96,5%
Chi phí BH&QLDN	(363)	(312)	16,3%	157,7%	(839)	-15,8%	79,8%
% chi phí BH&QLDN	15,7%	14,7%	1,0 điểm %	9,4 điểm %	9,5%	-1,5 điểm %	
Lợi nhuận thuần hoạt động cho thuê (NOI)	1.360	1.432	-5,0%	-8,2%	5.798	3,1%	
Biên lợi nhuận thuần hoạt động cho thuê (%)	62,8%	67,9%	-5,1 điểm %	-5,5 điểm %	68,4%	-0,4 điểm %	
Doanh thu tài chính	2.647	547	383,7%	229,9%	4.751	166,1%	200,6%
Chi phí tài chính	(203)	(275)	-26,2%	-42,1%	(1.065)	27,0%	167,1%
Lợi nhuận trước thuế	3.341	1.370	143,8%	94,1%	8.083	57,5%	133,6%
Lợi nhuận ròng	2.659	1.085	145,0%	93,2%	6.446	57,4%	133,6%
Biên lợi nhuận ròng (%)	115,0%	51,0%	64,0 điểm %	53,8 điểm %	72,9%	27,1 điểm %	

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Lợi nhuận ròng tăng vọt nhờ thoái vốn Vincom Nguyễn Chí Thanh

LNR trong Q4/25 tăng 145% svck lên 2.659 tỷ đồng. Đà tăng mạnh chủ yếu đến từ: 1) chuyển nhượng Vincom Center Nguyễn Chí Thanh, ghi nhận lãi trước thuế 1.891 tỷ đồng, phù hợp với định hướng của ban điều hành; và 2) tăng trưởng LN ổn định từ mảng cho thuê bán lẻ. LNR năm 2025 đạt 133,6% dự báo của chúng tôi.

Biên LN thuần hoạt động cho thuê giảm do trích lập dự phòng nợ xấu

Biên lợi nhuận thuần hoạt động mảng cho thuê trong Q4/25 giảm 5,1 điểm phần trăm svck xuống 62,8%, chủ yếu do trích lập dự phòng nợ xấu liên quan đến một khách thuê kinh doanh trong phân khúc giải trí chịu ảnh hưởng kéo dài sau Covid-19. Nếu loại trừ dự phòng, biên lợi nhuận thuần hoạt động mảng cho thuê trong Q4/25 sẽ đạt 67,2%, giảm nhẹ svck do chi phí quang cáo cao hơn.

Triển vọng bán lẻ cải thiện và chiến lược nâng cấp TTTM tốt giúp tăng tỷ lệ lấp đầy và lượng khách

Tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn hệ thống đạt 88,1%, tăng 2,7 điểm phần trăm, trong khi lưu lượng khách tại các TTTM tăng khoảng 21%. Điều này phản ánh bối cảnh bán lẻ và niềm tin tiêu dùng đang dần cải thiện, đồng thời cho thấy hiệu quả thực thi của ban điều hành trong việc nâng cấp mô hình TTTM nhằm nâng cao trải nghiệm khách hàng, qua đó hỗ trợ tăng tỷ lệ lấp đầy và thu hút khách đến trung tâm.

Khoản đặt cọc tại dự án Cần Giờ cho thấy dư địa tăng trưởng dài hạn

VRE đã đặt cọc 6.200 tỷ đồng cho mục đích kinh doanh tại dự án khu đô thị Cần Giờ, nhằm mở rộng quỹ đất thương mại – dịch vụ. Bên cạnh đó, công ty cũng ghi nhận ~1.746 tỷ đồng đặt cọc cho mục đích đầu tư cho đơn vị phát triển dự án này, tăng từ 500 tỷ đồng trong năm 2024.

Lùi kế hoạch mở bán shophouse sang 2027

Ban điều hành cho biết sẽ dời kế hoạch mở bán shophouse tại Royal Island và Golden Avenue sang năm 2027, so với định hướng trước đó và dự báo của chúng tôi là Q2/26. Theo đó, động lực lợi nhuận năm 2026 nhiều khả năng vẫn chủ yếu đến từ mảng cho thuê bán lẻ. Ban điều hành vẫn kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi hai chữ số trong năm 2026. Chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh tiến độ là hợp lý trong bối cảnh thị trường bất động sản trầm lắng; tuy nhiên, như vậy trong năm 2026 VRE có thể chưa mang đến những luận điểm đầu tư hấp dẫn. Từ 2027 trở đi, chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng của VRE sẽ hấp dẫn hơn khi doanh thu và lợi nhuận từ bán shophouse có thể bắt đầu được ghi nhận.

Triển vọng 2026-2027: Danh mục dự án củng cố triển vọng tăng trưởng

Hình 2: Cập nhật dự phóng giai đoạn 2026-2027

(Tỷ đồng)		Cũ		Mới		% svck		% thay đổi	
	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Doanh thu	8.837	13.099	15.354	9.897	16.267	12,0%	64,4%	-24,4%	5,9%
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	8.399	9.298	10.628	9.458	10.608	12,6%	12,2%	1,7%	-0,2%
Chuyển nhượng BĐS	170	3.465	4.311	144	5.270	-15,0%	3548,8%	-95,8%	22,3%
Khác	268	336	416	295	389	10,1%	32,0%	-12,2%	-6,4%
Giá vốn hàng bán	(4.105)	(6.346)	(7.488)	(4.074)	(7.767)	-0,8%	90,6%	-35,8%	3,7%
Lợi nhuận gộp	4.732	6.753	7.866	5.823	8.501	23,1%	46,0%	-13,8%	8,1%
Biên LN gộp tổng hợp (%)	53,5%	51,2%	51,3%	58,8%	52,3%	5,3 điểm %	-6,6 điểm %	7,6 điểm %	0,9 điểm %
Cho thuê mặt bằng bán lẻ (%)	55,0%	57,0%	57,0%	60,5%	55,0%	5,5 điểm %	-5,5 điểm %	3,5 điểm %	-2,0 điểm %
Chuyển nhượng BĐS (%)	49,9%	40,5%	40,5%	49,9%	49,9%	0,0 điểm %	0,0 điểm %	9,4 điểm %	9,4 điểm %
Doanh thu tài chính	4.751	2.460	2.548	2.630	3.229	-44,7%	22,8%	6,9%	26,7%
Chi phí tài chính	(1.065)	(454)	(266)	(830)	(820)	-22,0%	-1,3%	82,9%	208,0%
Chi phí BH&QLDN	(839)	(1.201)	(1.389)	(966)	(1.241)	15,1%	28,6%	-19,6%	-10,6%
Chi phí bán hàng	(271)	(550)	(645)	(303)	(499)	12,0%	64,4%	-44,8%	-22,6%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(568)	(651)	(744)	(662)	(743)	16,6%	12,2%	1,7%	-0,2%
Lợi nhuận trước thuế	8.083	7.972	9.172	6.808	9.820	-15,8%	44,2%	-14,6%	7,1%
Lợi nhuận ròng	6.446	6.361	7.318	5.429	7.831	-15,8%	44,2%	-14,6%	7,0%

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung mới hạn chế, nhu cầu ổn định hỗ trợ triển vọng cho thuê bán lẻ

Bán lẻ Việt Nam dự kiến phục hồi nhẹ trong 2026

BMI dự báo chỉ tiêu thực của hộ gia đình tăng 7,2% YoY trong 2026, dẫn dắt bởi y tế, nhà ở và dịch vụ tiện ích, trong khi thực phẩm và F&B tăng ở mức vừa phải hơn.

Chúng tôi kỳ vọng ngành bán lẻ phục hồi mức độ nhẹ trong 2026, chủ yếu nhờ các biện pháp bình ổn thu nhập và kích thích tiêu dùng. Cải cách thuế thu nhập cá nhân (TNCN), gồm tăng mức giảm trừ cho người nộp thuế và người phụ thuộc, điều chỉnh biểu thuế lũy tiến, sẽ giúp nâng thu nhập khả dụng. Do nhóm thụ hưởng thường có khuynh hướng tiêu dùng cận biên cao, phần lớn lợi ích nhiều khả năng sẽ chuyển hóa thành chi tiêu cho hàng hóa và dịch vụ. Ngược lại, việc triển khai cơ chế thuế khoán đối với hộ kinh doanh theo QĐ 3389/QĐ-BTC có thể siết thu và tạo lực cản nhất định lên tiêu dùng. Tuy nhiên, cùng với gia hạn giảm VAT, chúng tôi cho rằng tác động ròng sẽ tích cực, nhưng chỉ đủ để hỗ trợ đà tăng nhẹ của tiêu dùng và bán lẻ.

Hình 3: Các chính sách giúp làm giảm nguồn thu thuế của Chính phủ, qua đó hỗ trợ thu nhập khả dụng của người dân và góp phần kích thích tiêu dùng

Biện pháp chính sách tác động đến tiêu dùng	Tác động ước tính của Bộ Tài chính
Tăng mức giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế và người phụ thuộc (thuế TNCN)	21 nghìn tỷ đồng
Đơn giản hóa các bậc thuế TNCN và điều chỉnh ngưỡng thu nhập tính thuế cho từng bậc	7,12–8,74 nghìn tỷ đồng
Mở rộng mức giảm 2% VAT sang vận tải, logistics và hàng hóa, dịch vụ CNTT	122 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 7/2025–12/2026, tương đương ~81 nghìn tỷ

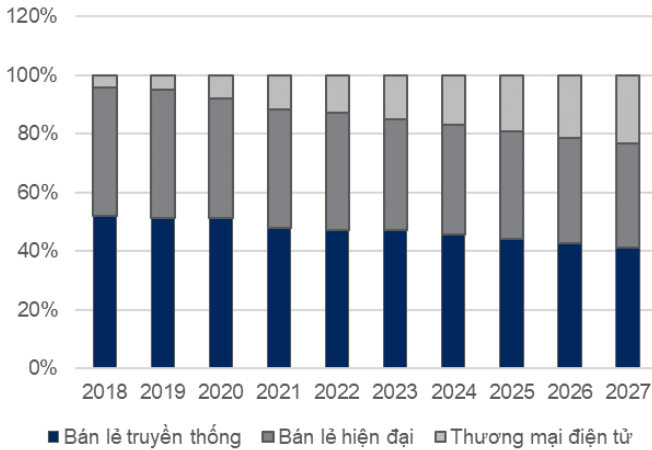
Nguồn: Ministry of Finance, VNDIRECT RESEARCH

Chính sách mới thúc đẩy chuyển dịch sang bán lẻ hiện đại

Theo dự báo của Euromonitor (lưu ý các dự báo này có thể chưa phản ánh đầy đủ các sáng kiến chính sách mới nhất của Chính phủ), các kênh bán lẻ hiện đại

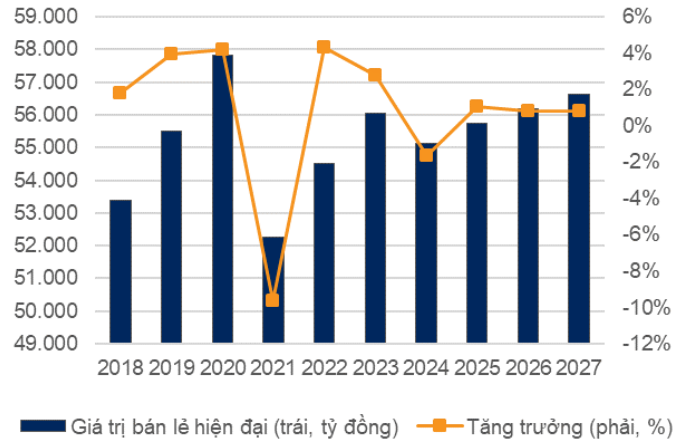
được kỳ vọng ghi nhận thị phần và tăng trưởng giá trị nhìn chung đi ngang trong giai đoạn 2026-2027. Dù vậy, chúng tôi cho rằng các biện pháp gần đây, bao gồm siết chặt thực thi kê khai thuế điện tử, tăng cường chống hàng giả, và thắt chặt quản lý các điểm chợ tự phát/"pop-up" phi chính thức, sẽ mang tính hỗ trợ cấu trúc cho xu hướng dịch chuyển dài hạn trong chi tiêu tiêu dùng từ kênh truyền thống sang các định dạng bán lẻ hiện đại.

Hình 4: Tỷ trọng kênh bán lẻ hiện đại được dự báo nhìn chung sẽ đi ngang theo các dự phóng, trước khi tính đến tác động từ các chính sách mới của Chính phủ



Nguồn: Euromonitors, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tăng trưởng giá trị của kênh bán lẻ hiện đại được dự báo nhìn chung đi ngang theo các dự phóng hiện tại, trước khi tính đến tác động từ các chính sách mới của Chính phủ



Nguồn: Euromonitors, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Các chính sách mới của Chính phủ được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thúc đẩy sự phát triển của các chuỗi bán lẻ hiện đại.

Thắt chặt kê khai thuế điện tử

- DN bắt buộc thực hiện các thủ tục thuế bằng hình thức điện tử
- Bắt đầu từ 10/9/2025

Chống hàng giả hàng nhái

- Chống buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả và xâm phạm quyền sở hữu trí tuệ
- Chiến dịch cao điểm từ 15/5 đến 15/6/2025

Đẹp chợ cóc, chợ tạm

- Hà Nội, HCMC triển khai đề án dẹp chợ tự phát tại nội thành
- Hà Nội quyết tâm xóa bỏ chợ cóc, chợ tạm trong 2025
- Quy hoạch phát triển mạng lưới chợ – siêu thị – TTTM

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng sự phục hồi nhẹ của tiêu dùng, xu hướng dịch chuyển từ kênh truyền thống sang bán lẻ hiện đại, cùng với mức tăng trưởng vừa phải của dịch vụ giải trí sẽ hỗ trợ cải thiện nhẹ kỳ vọng doanh số và kế hoạch mở rộng của các nhà bán lẻ. Các trung tâm thương mại (TTTM) nhiều khả năng sẽ được ưu tiên như những địa điểm sẵn sàng đưa vào khai thác với lưu lượng khách ổn định và rủi ro vận hành thấp hơn, qua đó thúc đẩy nhu cầu thuê bán lẻ cải thiện ở mức vừa phải và tốc độ hấp thụ mặt bằng nhanh hơn.

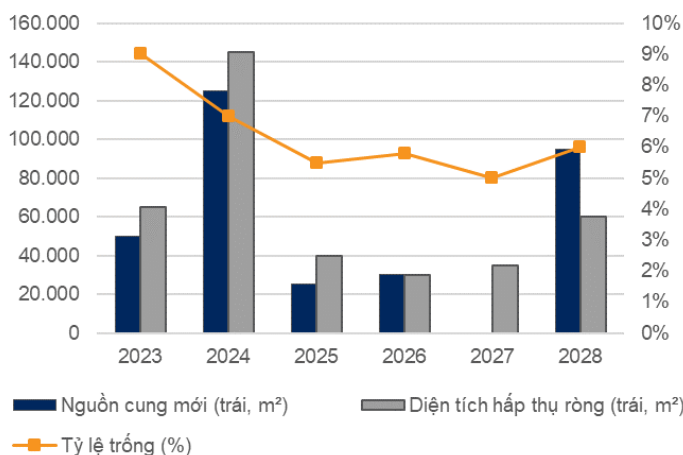
Nguồn cung hạn chế hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy cao và tăng giá thuê

Về phía nguồn cung năm 2026, CBRE dự báo chỉ có hai TTTM mới khai trương tại Hà Nội và TP.HCM. Cụ thể, Hanoi Centre (Ô Chợ Dừa) dự kiến mở tại Hà Nội với khoảng 40.000 m² NLA, trong khi Lancaster Legacy (Quận 1) dự kiến mở tại TP.HCM với khoảng 15.000 m² NLA.

Trong bối cảnh nguồn cung gia tăng hạn chế, nhu cầu thuê sẽ giúp duy trì tỷ lệ trống ở mức thấp và củng cố quyền định giá cho các tài sản hiện hữu. Chúng tôi kỳ vọng thị trường cho thuê bán lẻ năm 2026 tiếp tục nghiêng về hướng có

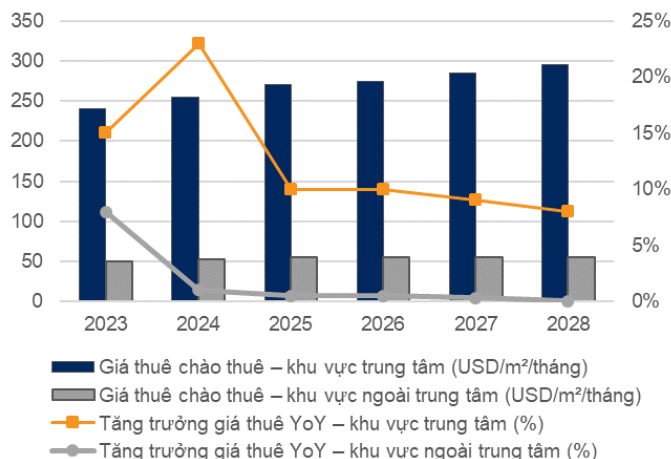
lợi cho phía chủ thuê, với tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao và giá thuê tiếp tục tăng.

Hình 7: Nguồn cung mới, diện tích hấp thụ và tỷ lệ trống tại TP.HCM



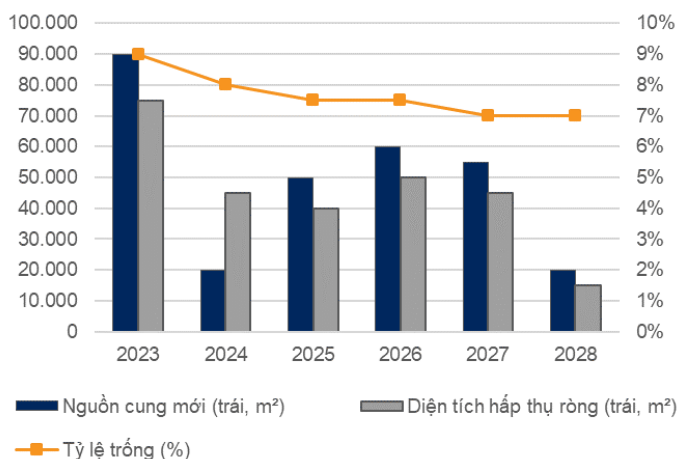
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Giá chào thuê tại TP.HCM tăng dần qua các năm



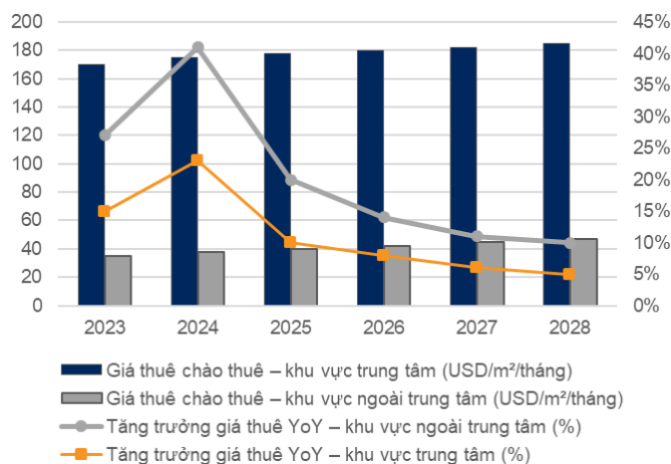
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Nguồn cung mới, diện tích hấp thụ và tỷ lệ trống tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Giá chào thuê tại Hà Nội tăng dần qua các năm



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

2026: Mở mới hạn chế; tăng trưởng cho thuê chủ yếu nhờ các TTTM khai trương năm 2025

Một TTTM mở mới trong 2026; tăng trưởng nhờ TTTM khai trương 2025

Năm 2026, ban điều hành dự kiến chỉ khai trương một TTTM dưới thương hiệu Vincom Plaza (VCP) tại Vinhomes Wonder City (Hà Nội), với khoảng 27.000 m² GFA bán lẻ. Chúng tôi đánh giá phần đóng góp tăng thêm này là tương đối khiêm tốn và khó trở thành động lực tăng trưởng đáng kể cho doanh thu cho thuê trong năm 2026.

Tuy nhiên, tăng trưởng cho thuê từ 2026 nhiều khả năng sẽ chủ yếu đến từ các TTTM đã khai trương trong 2H25, gồm: (i) Vincom Mega Mall (VMM) Royal Island (Hải Phòng) với 47.600 m² GFA và tỷ lệ lấp đầy 100%; (ii) Vincom Mega Mall Ocean City (Hưng Yên) với 53.200 m² GFA và tỷ lệ lấp đầy 98,33%, cả hai vận hành từ 3Q25; và (iii) Vincom Plaza Vinh (Nghệ An) với 19.200 m² GFA và tỷ lệ lấp đầy cam kết 98%, vận hành từ 4Q25. Khi các dự án này bước vào giai đoạn vận hành ổn định và ghi nhận đóng góp trọn năm, chúng tôi kỳ vọng các TTM này sẽ mang lại mức cải thiện rõ nét hơn cho doanh thu cho thuê của VRE từ năm 2026 trở đi.

Bên cạnh đó, trong năm 2026, Ban điều hành dự kiến khởi công ba TTTM mới, bao gồm Vincom Mega Mall tại Vinhomes Hạ Long Xanh (Quảng Ninh; 110.000

m² GFA bán lẻ), Vincom Mega Mall Green City (70.000 m²), và Vincom Plaza tại Vinhomes Làng Vân (Đà Nẵng; 40.000 m²). Chúng tôi kỳ vọng các dự án này có thể đi vào vận hành từ nửa sau năm 2027, dựa trên giả định tiến độ bán hàng nhà ở tại các đại đô thị của VHM duy trì tích cực trong môi trường lãi suất thuận lợi và thời gian thi công TTTM điển hình khoảng 18 tháng.

Hình 11: Danh mục các dự án trung tâm thương mại dự kiến triển khai của VRE

STT	Dự án	Tổng diện tích sàn (m ²)	Vị trí	Năm xây dựng	Năm khai trương	Tỷ lệ lấp đầy
1	VMM Ocean City	53.200	Hưng Yên	2024	Q3/25	98%
2	VMM Royal Island	47.600	Hải Phòng	2024	Q3/25	100%
3	VCP Vinh	19.200	Nghệ An	2024	Q4/25	100%
4	VCP Wonder Park	27.000	Hà Nội	2025	2026	N/A
5	VMM Green City	70.000	Tây Ninh	2026	2027	N/A
6	VMM Hạ Long Xanh	110.000	Quảng Ninh	2026	2027	N/A
7	VCP Làng Vân	40.000	Đà Nẵng	2026	2027	N/A

Trong Q4/25, tổng số đạt 1.914.000

88,1%

*VMM: Vincom Mega Mall
VCP: Vincom Plaza

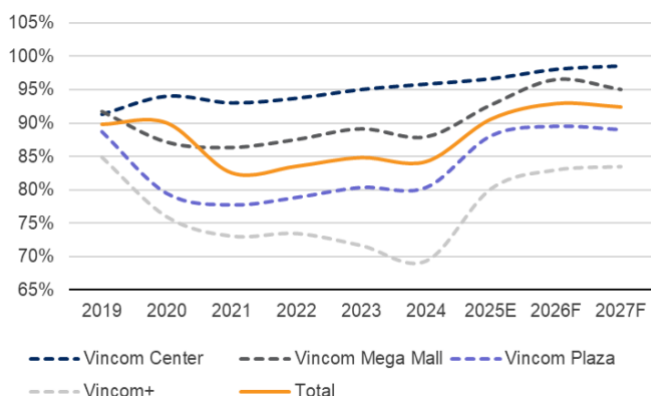
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Cải thiện tỷ lệ lấp đầy và giá thuê tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng DT cho thuê

Trong bối cảnh cung-cầu thuận lợi, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của VRE sẽ tiếp tục cải thiện, không chỉ nhờ điều kiện ngành tích cực giúp gia tăng lượng khách đến trung tâm thương mại (tăng 21% so với cùng kỳ năm 2025) và doanh thu của khách thuê, qua đó giảm tỷ lệ khách thuê rời đi mà còn nhờ chiến lược tối ưu cơ cấu khách thuê và phân khu ngành hàng được triển khai hiệu quả. Trọng tâm là tăng tỷ trọng khách thuê ẩm thực và giải trí tại các khu vực kém đặc địa hơn nhằm nâng hiệu quả khai thác diện tích và cải thiện tỷ lệ lấp đầy toàn hệ thống.

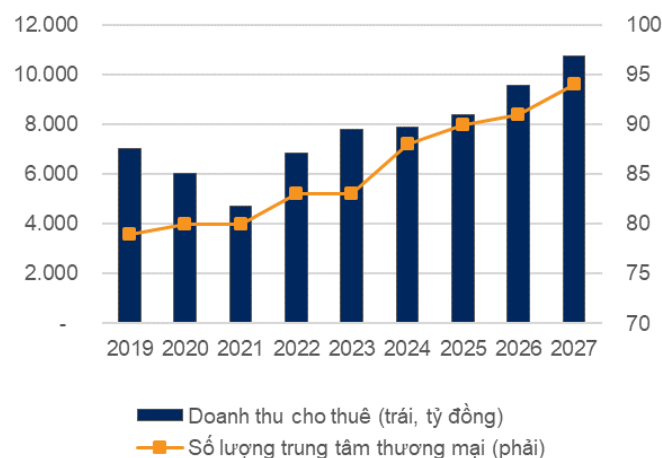
Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo giá thuê bình quân tại các TTTM ở Hà Nội và TP.HCM sẽ tăng 5–7%/năm, trong khi các khu vực khác tăng 2–3%/năm. Động lực đến từ việc khoảng 30% hợp đồng thuê áp dụng cơ chế tiền thuê theo doanh thu, gắn với doanh số của khách thuê; đồng thời một phần các hợp đồng tiền thuê cố định còn lại có điều khoản tăng giá thuê theo năm và điều chỉnh giá thuê định kỳ.

Hình 12: Tỷ lệ lấp đầy cải thiện dần qua các năm



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

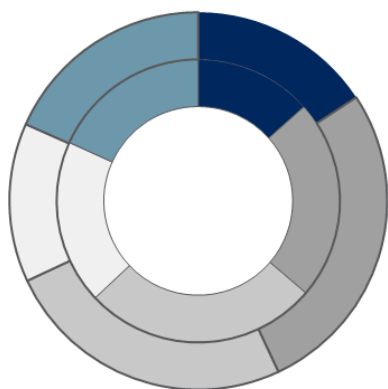
Hình 13: DT cho thuê và số lượng trung tâm thương mại qua các năm



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: VRE tập trung tối ưu cơ cấu ngành hàng, ưu tiên các sản phẩm/dịch vụ thiên về trải nghiệm, đặc biệt ở nhóm ẩm thực và vui chơi giải trí

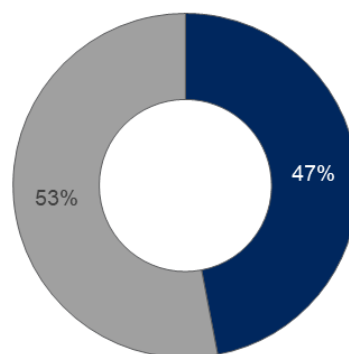
Hình 15: Khách thuê mới chiếm khoảng một nửa diện tích cho thuê mới trong 2025, cho thấy xu hướng mở rộng trên diện rộng của nhiều thương hiệu sau khi Covid-19 kết thúc



Vòng trong: 2023
Vòng ngoài: 2025

■ Ẩm thực ■ Giải trí ■ Mua sắm □ Dịch vụ ■ Siêu thị

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH



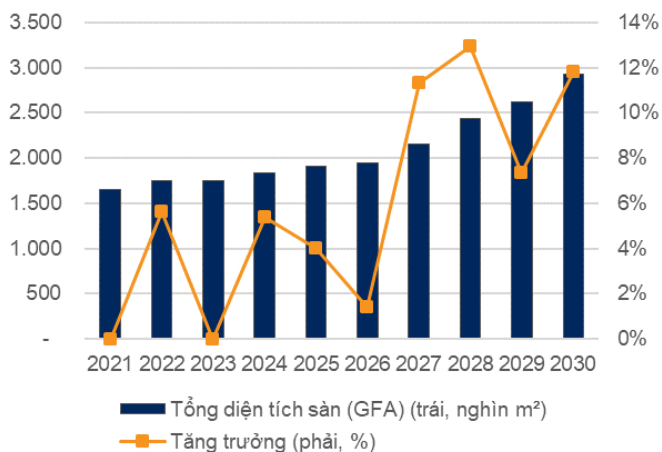
■ Khách thuê mới ■ Khách thuê hiện hữu mở rộng diện tích thuê

Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Diện tích sàn cho thuê bán lẻ sẽ mở rộng đáng kể từ năm 2028

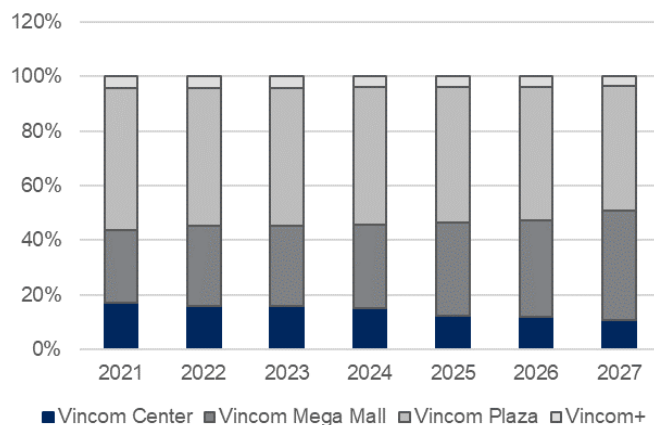
Theo VRE, tổng quy mô kế hoạch phát triển TTTM của công ty vào ~1,5–1,6 triệu m² GFA sàn cho thuê bán lẻ, dự kiến bàn giao sau năm 2025. Trong đó, khoảng 718.000 m² đã được cam kết trong giai đoạn 2026–2030, còn lại khoảng ~700.000–800.000 m² hiện vẫn ở giai đoạn nghiên cứu khả thi. Chúng tôi cho rằng các TTTM này sẽ chủ yếu được phát triển trong các đại đô thị của VHM và bám theo các tuyến TOD. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng sẽ tăng tốc từ 2027, với các TTTM mới sẽ được khai trương từ 2028, phù hợp với nhịp phục hồi chung của ngành bán lẻ, qua đó hỗ trợ mảng cho thuê.

Hình 16: Diện tích sàn cho thuê dự kiến qua các năm



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Cơ cấu các loại hình TTTM theo diện tích sàn cho thuê



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Dưới đây là các dự án của VHM. Các trung tâm thương mại của VRE thường được phát triển trong các dự án của VHM và thường khai trương sau khoảng hơn một năm kể từ khi bắt đầu mở bán.

STT	Dự án	Địa điểm	Quy mô	Chủ đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Thời điểm khởi công	Thời điểm mở bán
1	Quang Hanh	Cẩm Phả, Quảng Ninh	167 VIC		99%	2020	2026
2	My Lam	Tuyên Quang	455 VHM		66%	2025	2026
3	Apollo City	Quảng Yên & Hạ Long, Quảng Ninh	5,54 VHM-VIC		70%	2021	2026
4	Phước Vĩnh Tây	Cần Giuộc, Long An	1,09 VHM-VIG		100%	2025	2026
5	Tân Liễu	Bắc Giang	70 VIC		99%	2027	2027+
6	IUT	Hóc Môn, TP.HCM	860 VHM		97%	2026	2027+
7	Tân Mỹ	Đức Hòa, Long An	930 VHM		76%	2025	2027+
8	Cam Ranh	Cam Ranh, Khánh Hòa	1,3 VHM-VinES		100%	2025	2027+
9	Cam Lâm	Cam Lâm & Cam Ranh, Khánh Hòa	10,356 VHM-led consortium			2025	2027+

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Mở bán dự án BĐS sẽ được lùi sang năm 2027

Ban lãnh đạo cho biết sẽ lùi kế hoạch mở bán shophouse tại Royal Island và Golden Avenue sang năm 2027, so với định hướng trước đó là Q2/26. VRE sẽ mua lại các căn shophouse đã hoàn thiện từ VHM và tận dụng lực lượng bán hàng của VHM để phân phối tới khách hàng. Với cả hai dự án, mở bán và bàn giao dự kiến sẽ diễn ra đồng thời. Chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh tiến độ là hợp lý trong bối cảnh thị trường BĐS hiện vẫn trầm lắng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, các yếu tố thúc đẩy đáng chú ý cho năm 2026 là khá hạn chế. Về dài hạn, từ 2027 trở đi, triển vọng tăng trưởng của VRE sẽ hấp dẫn hơn khi doanh thu và lợi nhuận từ shophouse bắt đầu được ghi nhận.

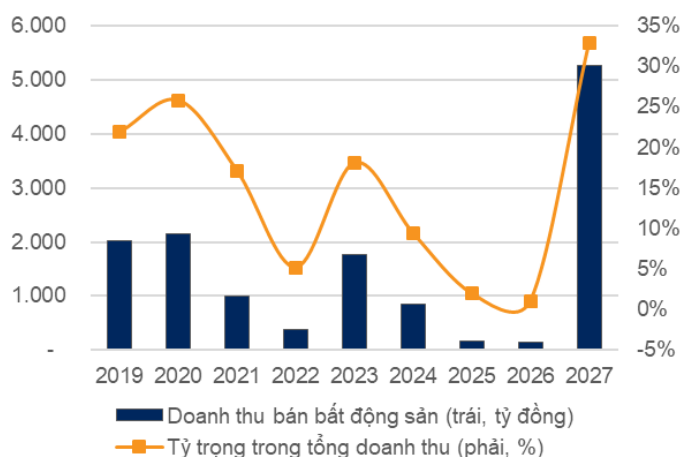
Ngoài ra, chúng tôi cũng đưa thêm vào dự báo DT, LN và dòng tiền từ bán shophouse tại Vinhomes Green Paradise, khoảng ~1.300 căn, với mở bán dự kiến bắt đầu từ 2027 và bàn giao trong 2028.

Hình 19: Danh mục các dự án bất động sản dự kiến triển khai

STT	Dự án	Địa điểm	Diện tích bán thuần (m2)	Số căn	Kế hoạch mở bán trước			
					2026	2027	2028	2029
1	Royal Island	Hải Phòng	85.600	1.000				
2	Golden Avenue	Quảng Ninh	24.200	280				
3	Green Paradise	TP.HCM	N/A	1.300				

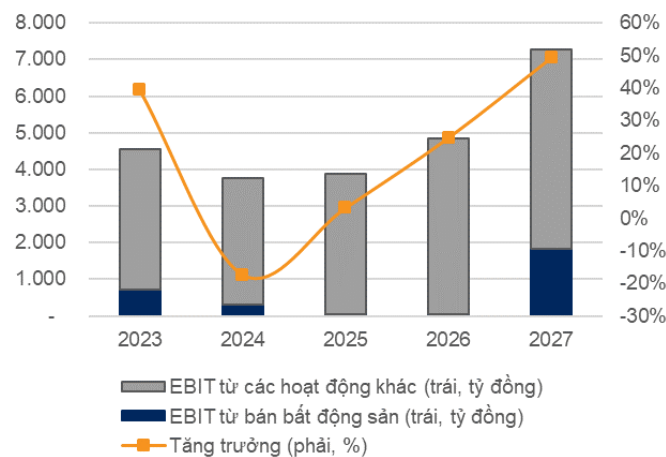
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Chúng tôi kỳ vọng DT từ bán BĐS sẽ tăng vọt trong 2026–2027, đồng thời tỷ trọng đóng góp vào tổng DT cũng sẽ mở rộng



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: EBIT từ cho thuê tăng trưởng khiêm tốn nhưng ổn định, trong khi EBIT từ BĐS vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

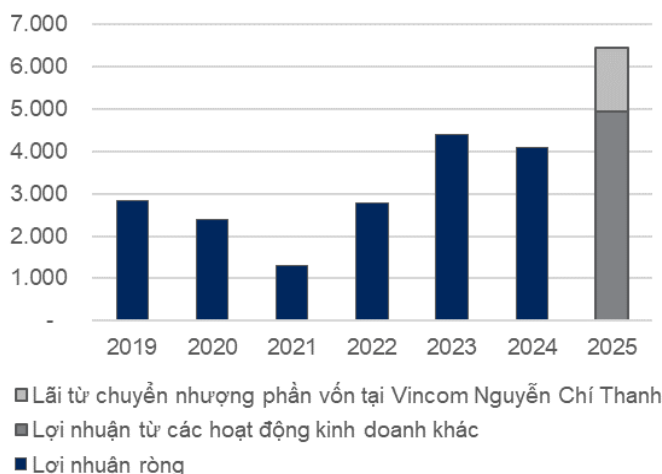
Tài chính vững chắc giúp triển khai dự án đúng tiến độ

Thoái Vincom Nguyễn Chí Thanh giúp tạo dòng tiền và LN trong 2025

Tính đến cuối tháng 10, VRE đã hoàn tất việc thoái vốn 99,99% tại công ty TNHH BĐS Vincom NCT, đơn vị sở hữu Vincom Center Nguyễn Chí Thanh, cho công ty TNHH Thương mại Đầu tư và Dịch vụ Bảo Quân. Theo HĐQT, giá trị giao dịch đạt ~3,6 nghìn tỷ, mang lại lợi nhuận ~1,9 nghìn tỷ và đã được ghi nhận trong Q4/25. Vincom Center Nguyễn Chí Thanh có quy mô khoảng 46.500 m² GFA bán lẻ và đi vào hoạt động từ cuối năm 2015. Trước khi thoái vốn, VRE đã dừng hoạt động cho thuê bán lẻ từ năm 2024 và chuyển đổi tài sản sang công năng văn phòng.

Chúng tôi đánh giá việc thoái vốn khỏi một tài sản đã chín muồi là một phần trong chiến lược tái cơ cấu danh mục tài sản của VRE, nhằm nâng cao hiệu quả vận hành và tái phân bổ vốn sang các TTTM chủ lực có quy mô lớn hơn, tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt hơn, đồng thời phục vụ kế hoạch mua lại các dự án shophouse của VHM.

Hình 22: Khoản lãi từ thoái vốn Vincom Nguyễn Chí Thanh sẽ được ghi nhận trong Q4/25



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Dòng tiền thu về từ việc bán Vincom Nguyễn Chí Thanh đã đóng góp đáng kể vào mức tăng tiền ròng trong năm 2025



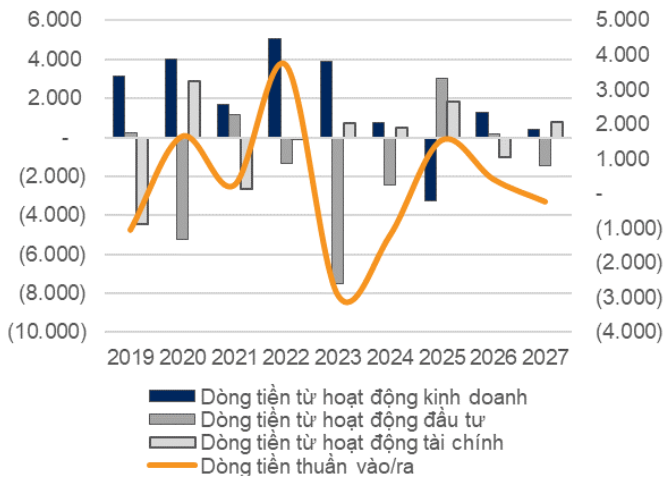
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Việc CAPEX chủ yếu dùng dòng tiền nội bộ giúp giữ đòn bẩy ở mức thấp

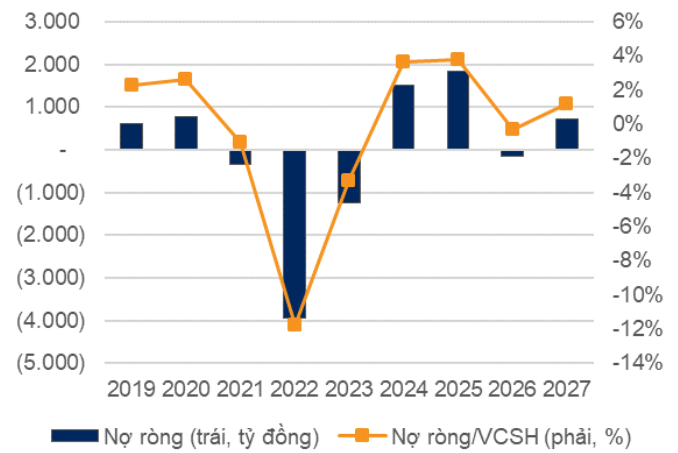
Chúng tôi ước tính kế hoạch phát triển của VRE (đã nêu ở trên) cần tổng vốn ~16 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2030. Chúng tôi kỳ vọng khoản chi tiêu đầu tư này sẽ chủ yếu được tài trợ từ nguồn vốn nội bộ, qua đó giúp VRE duy trì tỷ lệ nợ ròng trên VCSH ở mức thấp và bảo đảm khả năng vay nợ của công ty, trong bối cảnh điều kiện vĩ mô ổn định.

Hình 24: Dòng tiền được dự báo sẽ âm trong giai đoạn 2026–2027 khi công ty tập trung triển khai danh mục dự án mới.

Hình 25: Tỷ lệ nợ ròng/VCSH duy trì ở mức thấp, cho thấy nền tảng tài chính vững vàng



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

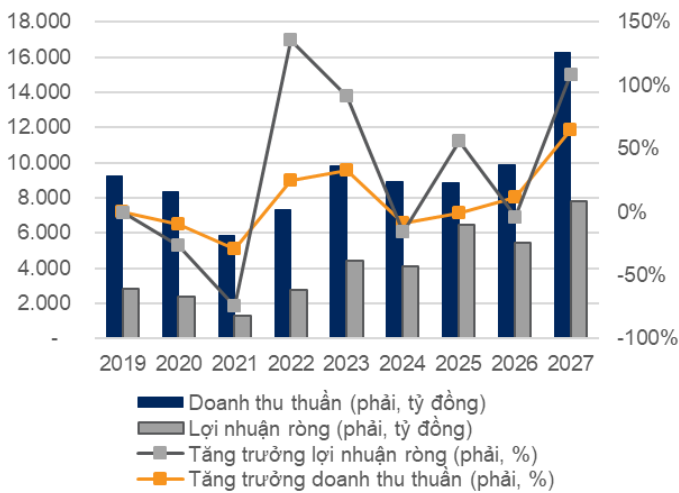


Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng như sau:

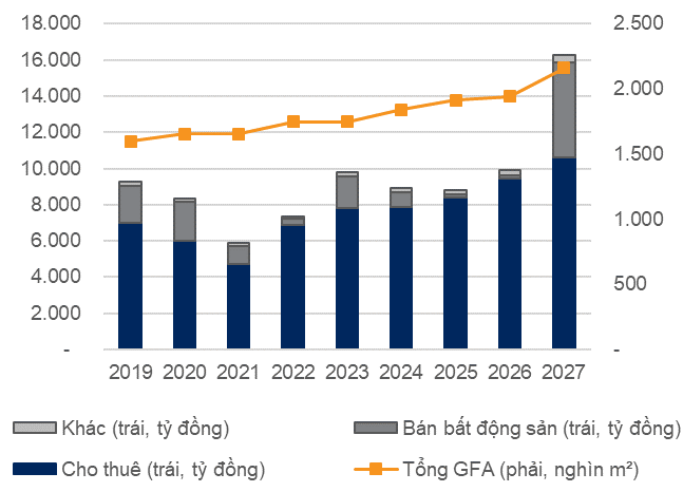
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo DT năm 2026 và điều chỉnh tăng dự báo DT năm 2027 lần lượt 24,4% và 5,9%, chủ yếu do dời kế hoạch mở bán của hai dự án BĐS sang năm 2027.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo biên lợi nhuận gộp thêm 7,6 điểm %/0,9 điểm % trong giai đoạn 2026–2027, phản ánh giá thuê cao hơn và tỷ lệ lấp đầy cải thiện trên danh mục TTTM.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lãi tài chính giai đoạn 2026–2027, do dự phóng tăng vay nợ để tài trợ xây dựng TTTM và đặt cọc cho các dự án shophouse trong các dự án của VHM.

Hình 26: Tăng trưởng DT thuần và LNR giai đoạn 2019–2027



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Cơ cấu DT và tổng diện tích sàn cho thuê trong 2019–2027



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **34.000 đồng**

Định giá của chúng tôi dựa trên tổ hợp trọng số bằng nhau giữa RNAV và P/B, thay vì sử dụng bốn phương pháp như trong báo cáo trước, cụ thể:

- **Phương pháp RNAV:** Chúng tôi định giá mảng cho thuê bán lẻ theo phương pháp vốn hóa với cap-rate 9%, và mảng bán BĐS theo phương pháp DCF. Chúng tôi nâng giả định WACC từ 9,9% lên 12,7%. Đồng thời, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 15% để phản ánh rủi ro từ môi trường lãi suất cao hơn trong đầu năm 2026.
- **Phương pháp P/B:** Chúng tôi giữ nguyên P/B mục tiêu 2026 ở mức 1,5x, tương đương bình quân 3 năm của công ty và không thay đổi so với báo cáo trước. Mức P/B mục tiêu này được hỗ trợ bởi tăng trưởng đều của mảng cho thuê và triển vọng dài hạn tích cực.

Hình 28: Định giá (Đơn vị: đồng)

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
Định giá theo RNAV	34.658	50,0%	17.329
Định giá theo P/B	33.392	50,0%	16.696
Giá mục tiêu			34.025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Giải định chi phí vốn

Giả định WACC	
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	8,1%
Lãi suất phi rủi ro	3,6%
Chi phí vốn	13,7%
Chi phí nợ	7,2%
WACC	12,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Phương pháp định giá RNAV

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị tài sản ròng
Dịch vụ cho thuê	Cap rate	71.880
Bất động sản	DCF	8.249
Tài sản khác	BV	12.377
Tổng giá trị tài sản ròng		92.505
Cộng: Tiền và các khoản tương đương tiền		5.525
Trừ: Tổng nợ		5.380
Giá trị vốn chủ sở hữu		92.651
Mức chiết khấu (%)		15%
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu		78.753
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		2.272
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)		34.658

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu theo phương pháp RNAV

Tỷ suất vốn hóa (%)	WACC mục tiêu (%)				
	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%
10,0%	32.039	32.003	31.969	31.935	31.902
9,5%	33.312	33.277	33.243	33.209	33.175
9,0%	34.727	34.692	34.658	34.624	34.590
8,5%	36.309	36.274	36.239	36.205	36.172
8,0%	38.088	38.053	38.019	37.985	37.951

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu theo các giả định P/B mục tiêu

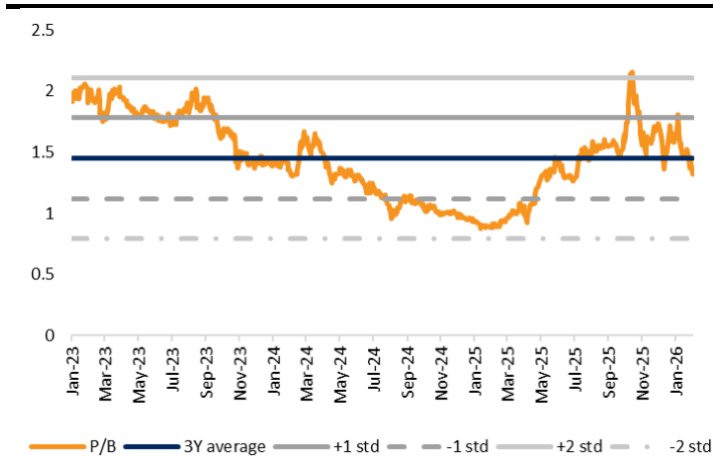
P/B mục tiêu (lần)							
Giả định							
1,30x	1,35x	1,40x	1,45x	1,50x	1,55x	1,60x	1,65x
28.940	30.053	31.166	32.279	33.392	34.505	35.618	36.732
						37.845	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Từ tháng 2/2025, giá cổ phiếu VRE bắt đầu tăng mạnh cùng nhịp với VIC và VHM, được thúc đẩy bởi: 1) khả năng VRE mở thêm TTTM trong các đại dự án của VHM, và (2) chiến lược mua lại các dự án shophouse từ VHM để bán lại cho người mua cuối. Tuy vậy, do triển vọng thị trường cho thuê bán lẻ nhìn

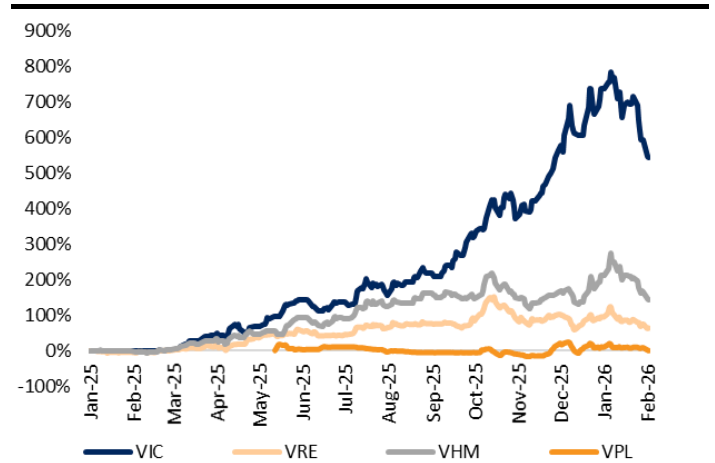
chung vẫn trong quá trình phục hồi mới ở mức nhẹ, mảng cho thuê của VRE ghi nhận tăng trưởng vừa phải, thay vì tạo được một bước nhảy rõ rệt. Bước sang 2026, lợi nhuận sẽ chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng cho thuê. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận ròng svck có thể kém hấp dẫn, do năm trước có lãi bất thường từ thoái vốn, tạo nền so sánh cao. Loại trừ các yếu tố không thường xuyên này, lợi nhuận cốt lõi vẫn được kỳ vọng tăng trưởng svck. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá triển vọng của VRE tích cực hơn đáng kể khi bàn giao BĐS trở thành các chất xúc tác chính cho tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi giữ P/B mục tiêu năm 2026 neo tại mức bình quân 3 năm là 1,5x, và xem đây là mức định giá hợp lý.

Hình 33: P/B hiện tại của VRE đang quanh mức trung bình 3 năm



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Giá cổ phiếu VRE và VPL có diễn biến kém hơn so với VIC và VHM



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Company	Ticker	Country	Market cap	P/E (x)		P/B (x)		3-year EPS growth	ROE (%)		ROA (%)		D/E (x)
				Current	TTM	Current	TTM		TTM	FY24	TTM	FY24	
Central Pattana	CPN TB	THAILAND	8,079	14.9	15.5	2.6	2.3	11.0	17.2	16.1	5.4	5.7	115.5
Sunway Bhd	SWB MK	MALAYSIA	7,926	32.4	31.4	2.4	2.2	44.9	8.3	7.1	3.7	3.3	69.0
Uol Group Ltd	UOL SP	SINGAPORE	5,152	18.2	15.2	0.6	0.6	(49.4)	3.8	3.1	1.9	2.3	31.4
Pakuwon Jati Tbk	PWON IJ	INDONESIA	1,071	7.5	7.4	0.8	0.8	(1.4)	11.6	10.2	6.8	6.5	26.1
Sm Prime Hldgs	SMPH PM	PHILIPPINES	12,054	14.2	14.3	1.6	1.5	14.0	11.3	10.8	4.7	4.8	92.4
Average				17.4	16.8	1.6	1.5	3.8	10.4	9.5	4.5	4.5	66.9
Median				14.9	15.2	1.6	1.5	11.0	11.3	10.2	4.7	4.8	69.0
Vincom Retail JSC	VRE VN	VIETNAM	2,669	15.2	16.0	1.6	1.5	(7.1)	10.4	10.3	8.0	7.4	10.8

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá đến từ: Ngành bán lẻ phục hồi tốt hơn kỳ vọng, giúp cho:

- 1) tiến độ mở mới TTTM và tăng trưởng doanh thu cho thuê nhanh hơn dự kiến;
- 2) tỷ lệ hấp thụ các dự án shophouse tốt hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá đến từ: 1) ngành bán lẻ phục hồi chậm hơn kỳ vọng, dẫn đến các TTTM mở mới chậm hơn, tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, và giá cho thuê trung bình tăng chậm hơn dự kiến; 2) sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các đối thủ như AEON, Lotte và Central; 3) rủi ro tỷ lệ %NLA/GFA thấp hơn dự kiến trong trường hợp cơ sở do môi trường thị trường không thuận lợi.

Tổng quan doanh nghiệp: Nhà phát triển bất động sản bán lẻ hàng đầu

Vincom Retail (HOSE: VRE) hiện là doanh nghiệp cho thuê mặt bằng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 88 TTTM với tổng diện tích sàn bán lẻ vượt 1,84 triệu m² (tính đến tháng 12/2024).

VRE đang vận hành một danh mục các trung tâm mua sắm và TTTM đa dạng, được thiết kế để đáp ứng nhu cầu cụ thể của các nhóm đối tượng khách hàng ở các phân khúc khác nhau, bao gồm:

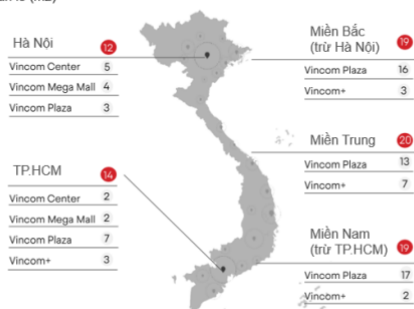
- Vincom Centers: nằm ở khu vực trung tâm thành phố và các quận nội thành tại Hà Nội và TP.HCM, khách thuê thường là các thương hiệu cao cấp.
- Vincom Mega Malls: được đặt ở các khu vực đông dân cư, với khách thuê là các thương hiệu từ phân khúc cao cấp đến phổ thông.
- Vincom Plaza: ở các khu vực ngoại thành của Hà Nội và TP.HCM, hoặc các khu vực đông dân cư tại các tỉnh và thành phố, các khách thuê chủ yếu là các thương hiệu phân khúc phổ thông.
- Vincom+: nằm ở các khu vực có mật độ dân số trung bình hoặc không phải là khu vực trung tâm của các tỉnh thành ngoài Hà Nội và TP.HCM, khách thuê là các nhãn hàng phân khúc phổ thông.

Hình 36: Mạng lưới TTTM của VRE tại Việt Nam

88 TTTM đang hoạt động
~1,84 triệu Tổng diện tích sàn bán lẻ (m²)

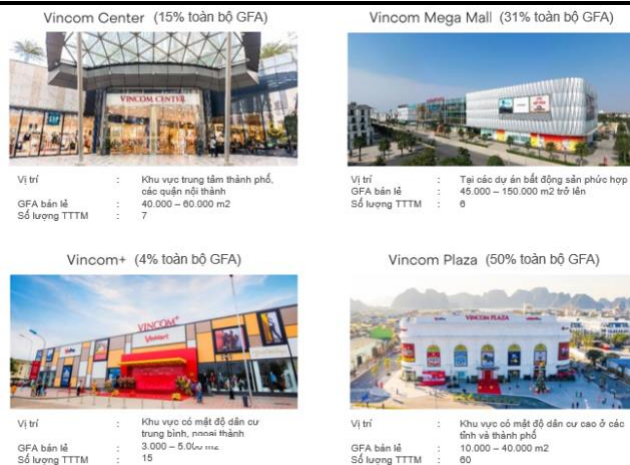
48 Tỉnh thành khắp Việt Nam
174 triệu Lượt khách hàng năm

Hà Nội và TP.HCM chiếm khoảng 60% tổng diện tích sàn bán lẻ
84,6% Tỷ lệ lấp đầy



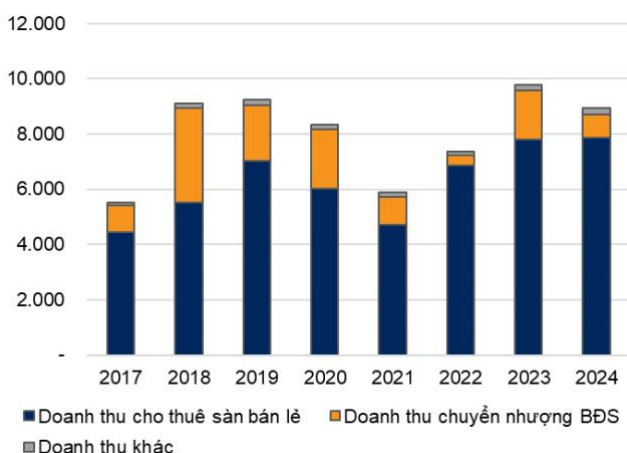
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Các mô hình TTTM của VRE



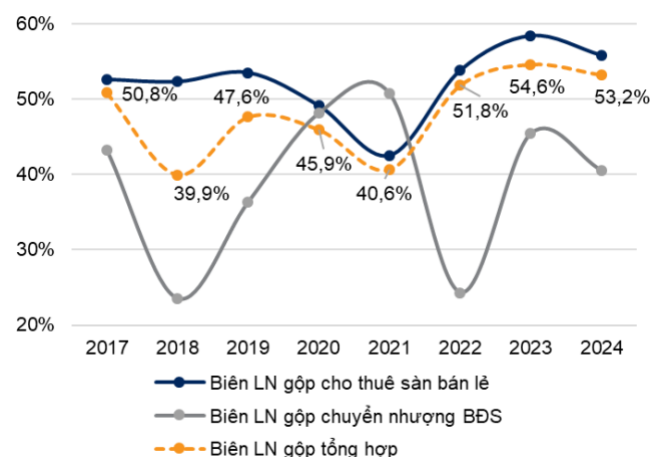
Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Cơ cấu doanh thu (Tỷ đồng)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: VRE, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQKD

Báo cáo Kết quả Kinh doanh

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	5.891	7.361	9.791	8.939	8.837	9.897	16.267
Giá vốn hàng bán	(3.499)	(3.545)	(4.445)	(4.184)	(4.105)	(4.074)	(7.767)
Lợi nhuận gộp	2.392	3.817	5.346	4.755	4.732	5.823	8.501
Chi phí QLDN	(433)	(371)	(439)	(642)	(568)	(662)	(743)
Chi phí bán hàng	(202)	(172)	(341)	(341)	(271)	(303)	(499)
Lợi nhuận hoạt động	1.757	3.273	4.566	3.773	3.893	4.858	7.259
Lãi tiền gửi và cho vay	387	539	1.146	1.786	4.751	2.630	3.229
Chi phí tài chính	(486)	(359)	(330)	(566)	(628)	(530)	(520)
Thu nhập khác	34	72	144	141	67	(149)	(149)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.692	3.524	5.526	5.133	8.083	6.808	9.820
Thuế TNDN	(377)	(747)	(1.117)	(1.038)	(1.637)	(1.379)	(1.989)
Lợi nhuận sau thuế	1.315	2.777	4.409	4.096	6.446	5.429	7.831
Lợi nhuận ròng	1.316	2.778	4.409	4.096	6.446	5.429	7.831

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	3.297	7.020	4.102	2.885	4.435	4.859	4.634
Đầu tư tài chính ngắn hạn	190	97	1.071	126	133	666	799
Phải thu ngắn hạn	1.167	1.115	1.461	1.674	1.320	1.663	2.794
Hàng tồn kho	583	1.178	640	295	236	339	647
Tài sản ngắn hạn khác	1.268	835	2.611	6.990	271	6.591	7.537
Tài sản ngắn hạn	6.827	10.535	10.036	12.312	7.961	14.797	17.706
Tài sản cố định	439	418	413	221	273	663	750
Đầu tư dài hạn	27.531	27.222	26.220	27.905	27.519	26.940	29.272
Tài sản dài hạn khác	3.077	4.526	10.984	14.787	25.526	22.945	27.391
Tổng tài sản	37.873	42.701	47.654	55.226	61.279	66.088	76.585
Nợ vay ngắn hạn	20	1.065	1.792	2.010	21	21	21
Phải trả ngắn hạn	526	725	448	462	659	596	1.106
Nợ ngắn hạn khác	2.344	4.029	4.005	3.449	4.494	4.695	5.743
Nợ ngắn hạn	2.890	5.819	6.245	5.921	5.174	5.312	6.870
Nợ vay dài hạn	3.138	2.121	2.144	2.523	6.380	5.359	6.142
Nợ dài hạn khác	1.195	1.336	1.438	4.860	1.357	1.620	1.945
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288	23.288
LNST chưa phân phối	9.289	12.065	16.476	20.595	27.040	32.470	40.300
Vốn chủ sở hữu	30.616	33.392	37.804	41.922	48.368	53.797	61.628
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	35	32	23	0	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	37.873	42.701	47.654	55.226	61.279	66.088	76.585

Bảng lưu chuyển tiền tệ

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận trước thuế	1.692	3.524	5.526	5.133	8.083	6.808	9.820
Khấu hao và hao mòn	1.492	1.452	1.454	1.379	1.381	1.314	1.328
Thuế TNDN đã trả	(584)	(159)	(576)	(1.274)	(1.089)	(1.310)	(1.911)
Các điều chỉnh khác	281	(160)	(727)	(915)	(3.964)	(1.970)	(2.543)
Thay đổi vốn lưu động	(1.761)	256	(2.361)	(4.839)	(7.190)	(3.160)	(5.888)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	1.705	5.072	3.892	758	(3.262)	1.285	416
Đầu tư TSCĐ	(1.567)	(2.538)	(8.322)	(4.192)	(2.686)	(772)	(3.680)
Thanh lý TSCĐ	915	374	817	11	12	6	760
Khác	402	443	953	630	2.080	1.446	1.614
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	1.413	393	(963)	1.088	(3)	(533)	(133)
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	1.162	(1.328)	(7.521)	(2.463)	3.008	147	(1.438)
Phát hành cổ phiếu	-	0	-	0	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	(2.600)	-	732	509	1.827	(1.021)	783
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(21)	(21)	(21)	(21)	(23)	14	14
Trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(2.621)	(21)	711	488	1.804	(1.007)	797
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	3.051	3.297	7.020	4.102	2.885	4.435	4.859
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	246	3.723	(2.918)	(1.217)	1.550	425	(225)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3.297	7.020	4.102	2.885	4.435	4.859	4.634

Các chỉ tiêu tài chính

Các chỉ tiêu tài chính

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Chỉ tiêu về định giá							
EPS (đồng)	579	1.223	1.940	1.802	2.837	2.389	3.446
P/E (lần)	29,9	52,0	21,5	12,0	9,5	11,9	11,8
PEG 1 năm (lần)	(0,7)	0,5	0,4	(1,7)	0,2	(0,8)	0,3
EV/EBIT (lần)	38,7	17,1	11,3	10,7	20,1	13,2	8,9
EV/EBITDA (lần)	28,8	15,0	9,1	7,0	7,5	8,7	6,7
P/S (lần)	5,1	3,6	2,4	1,9	3,8	2,8	1,7
P/B (lần)	2,4	1,9	1,5	1,0	1,7	1,3	1,1
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Chỉ tiêu về tăng trưởng							
Doanh thu (svck)	-29,3%	25,0%	33,0%	-8,7%	-1,1%	12,0%	64,4%
Lợi nhuận gộp (svck)	-37,9%	59,5%	40,1%	-11,0%	-0,5%	23,1%	46,0%
Lợi nhuận ròng (svck)	-44,8%	111,2%	58,7%	-7,1%	57,4%	-15,8%	44,2%
EPS (svck)	-44,8%	111,2%	58,7%	-7,1%	57,4%	-15,8%	44,2%
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	40,6%	51,8%	54,6%	53,2%	53,5%	58,8%	52,3%
Biên EBITDA	62,3%	72,5%	74,7%	82,2%	119,1%	90,5%	73,6%
Biên LN thuần từ HĐKD	29,8%	44,5%	46,6%	42,2%	44,1%	49,1%	44,6%
Biên lợi nhuận ròng	22,3%	37,7%	45,0%	45,8%	72,9%	54,9%	48,1%
ROAA	3,4%	6,9%	9,8%	8,0%	11,1%	8,5%	11,0%
ROAE	3,4%	6,9%	9,8%	8,0%	11,1%	8,5%	11,0%
Chỉ tiêu về sử dụng đòn bẩy							
EBIT/Lãi vay (lần)	3,6	9,1	13,8	6,7	6,2	9,2	14,0
Khả năng thanh toán nợ (lần)	0,6	10,4	3,4	4,0	0,8	2,0	2,9
EBITDA / (Lãi vay + CAPEX)	115,2%	128,8%	65,9%	121,8%	313,2%	561,5%	231,7%
Nợ vay/Vốn	9,3%	8,7%	9,4%	9,8%	11,7%	9,1%	9,1%
Nợ vay/VCSH	10,3%	9,5%	10,4%	10,8%	13,2%	10,0%	10,0%
Nợ vay ròng/VCSH	-1,1%	-11,8%	-3,3%	3,6%	3,8%	-0,3%	1,2%
Chỉ tiêu về tính thanh khoản							
Vòng quay tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vòng quay khoản phải thu	5,9	6,5	7,6	5,7	5,9	6,6	7,3
Số ngày phải thu	61 ngày	57 ngày	48 ngày	64 ngày	62 ngày	55 ngày	50 ngày
Vòng quay khoản phải trả	5,3	5,7	7,6	9,2	7,3	6,5	9,1
Số ngày phải trả	69 ngày	64 ngày	48 ngày	40 ngày	50 ngày	56 ngày	40 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	6,3	4,0	4,9	8,9	15,5	14,2	15,7
Số ngày hàng tồn kho	58 ngày	91 ngày	75 ngày	41 ngày	24 ngày	26 ngày	23 ngày
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,4	1,8	1,6	2,1	1,5	2,8	2,6
Chỉ số thanh toán nhanh	2,2	1,6	1,5	2,0	1,5	2,7	2,5

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng Công nghiệp và Bất động sản

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Phương Anh – Chuyên viên phân tích

Email: anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn/>