

Báo cáo phân tích lần đầu

VRE · Công ty Cổ phần Vincom Retail

Sàn HOSE · Niêm yết 25/10/2017 · Bất động sản bán lẻ

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Vincom Retail (VRE) là nhà vận hành trung tâm thương mại (TTTM) số 1 Việt Nam – **90 TTTM tại 31/34 tỉnh thành**, ~1,91 triệu m² sàn bán lẻ. Lợi nhuận trước thuế 2025 đạt **8.083 tỷ đồng (+57,5%)** trên nền bảng cân đối rất lành mạnh (D/E 0,1 lần, tiền mặt 4.435 tỷ, vốn chủ 48.368 tỷ đồng). Với kế hoạch mở mới **~214.000 m² GFA (+11%)** gồm các Vincom Mega Mall tại đại đô thị Vinhomes, doanh thu dự phóng tăng **~15% lên 10.166 tỷ năm 2026E và ~10% lên 11.186 tỷ năm 2027E** (TCA) – mở ra chu kỳ tăng trưởng mới khi các Mega Mall lần lượt đi vào vận hành. Về định giá, cổ phiếu đang giao dịch **P/B 1,3x – thấp hơn ~31% mức trung bình 8 năm (~1,9x)** và P/E chuẩn hóa ~14–15x, ngang mặt bằng các nhà vận hành TTTM khu vực (14–17x). Nhờ tăng trưởng cốt lõi vững cùng định giá đang ở vùng thấp so với lịch sử lẫn khu vực, **VRE là cổ phiếu hấp dẫn ở mức giá hiện tại** cho nhà đầu tư trung – dài hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 01 Vị thế thống lĩnh thị trường bán lẻ**
90 TTTM, thương hiệu số 1 Việt Nam, tỷ lệ lấp đầy duy trì **trên 90%** qua các chu kỳ kinh tế. Mạng lưới ~1.000 thương hiệu khách thuê tạo đòn bẩy đàm phán giá thuê vượt trội so với đối thủ.
- 02 Pipeline Mega Mall tại đại đô thị Vinhomes**
Kế hoạch mở mới **~214.000 m² GFA (+11%)** gồm các Vincom Mega Mall gắn kết đại đô thị Vinhomes. Mô hình tích hợp đảm bảo lưu lượng khách ngay từ ngày mở cửa, rút ngắn đáng kể thời gian lấp đầy.
- 03 Hưởng lợi từ đô thị hoá và tiêu dùng trung lưu**
Bán lẻ hiện đại mới chiếm 27% tổng bán lẻ (2024), còn nhiều dư địa hiện đại hóa. Tầng lớp tiêu dùng dự báo đạt **~75% dân số vào 2030** từ ~40% hiện nay (McKinsey).
- 04 Cấu trúc tài chính lành mạnh**
D/E 0,1 lần, vốn chủ 48.368 tỷ, tiền mặt 4.435 tỷ. EBITDA **5.274 tỷ đồng/năm** cùng dư địa vay nợ lớn đủ tài trợ toàn bộ pipeline không cần phát hành thêm cổ phiếu.

RỦI RO CHÍNH

- 01 Thương mại điện tử cạnh tranh kênh bán lẻ truyền thống**
Thương mại điện tử đạt ~12% tổng bán lẻ 2025 (32 tỷ USD), tăng trên 20%/năm. Nếu mua sắm trực tuyến tăng tốc, tỷ lệ lấp đầy và giá thuê mặt bằng thời trang – điện tử tại TTTM có thể chịu áp lực dài hạn.
- 02 Cạnh tranh gia tăng tại các thành phố lớn**
Nhiều TTTM mới (Lotte, Aeon, Capital, Giga Mall...) đang được phát triển tại Hà Nội và TP.HCM. Cạnh tranh có thể ảnh hưởng đến giá thuê và tỷ lệ lấp đầy của các TTTM cũ trong danh mục VRE.
- 03 Áp lực dòng tiền từ giai đoạn đầu tư lớn**
Nợ vay dài hạn tăng từ 2.523 tỷ (2024) lên 6.380 tỷ (2025), dự kiến tiếp tục tăng khi pipeline Mega Mall giải ngân. Chi phí tài chính sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận giai đoạn 2026–2028.
- 04 Phụ thuộc hệ sinh thái Vingroup**
~90% pipeline Mega Mall gắn với các đại đô thị Vinhomes. Tiến độ bàn giao mặt bằng và hiệu suất khu dân cư lân cận ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của VRE.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá (09/06/2026)	29.600 đ/CP
Vốn hóa	67.261 tỷ đồng
SLCP lưu hành	2.272,3 triệu CP
52T cao / thấp	43.400 / 24.050
P/E · P/B (hiện tại)	9,8x / 1,3x

CƠ CẤU SỞ HỮU

Sado	40,5%
Tập đoàn Vingroup (VIC)	18,4%
Cổ đông khác	28,8%
Cổ đông ngoại	12,3%
Room ngoại tối đa	49%

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Doanh thu 2025A	8.837 tỷ đồng
LNST 2025A	6.446 tỷ đồng
EPS 2025A	2.836 đồng
ROE 2025A	14,3%
EPS 2026E (TCA)	2.425 đồng

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1. Tổng quan doanh nghiệp

Nhà vận hành TTTM số 1 Việt Nam – 90 trung tâm thương mại trải dài 31/34 tỉnh thành

Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE) được thành lập năm 2012, tiền thân là Công ty TNHH Vincom Retail – thành viên trong hệ sinh thái Tập đoàn Vingroup. VRE hoạt động trong lĩnh vực phát triển, vận hành và cho thuê mặt bằng bán lẻ tại các TTTM trên toàn quốc. Tính đến cuối năm 2025, VRE vận hành **90 TTTM tại 31/34 tỉnh thành**, với tổng diện tích sàn bán lẻ khoảng 1,91 triệu m², duy trì vị thế số 1 thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam về quy mô mạng lưới và độ phủ địa lý.

Mô hình kinh doanh cốt lõi của VRE là cho thuê mặt bằng bán lẻ theo hình thức kết hợp: **phí thuê cố định** cộng với **phần doanh thu chia sẻ** theo kết quả kinh doanh của khách thuê. Đây là mô hình tạo ra dòng tiền ổn định qua các chu kỳ kinh tế, đồng thời gắn lợi ích giữa VRE và khách thuê. Hệ thống quản lý ~1.000 thương hiệu trong và ngoài nước, bao gồm thời trang, ẩm thực, giải trí, siêu thị và dịch vụ tiêu dùng. Công ty niêm yết trên HOSE từ tháng 10/2017, với vốn điều lệ 23.288 tỷ đồng.

SỐ TTTM VẬN HÀNH

90

trung tâm thương mại

ĐỘ PHỦ & QUY MÔ SÀN

31/34

tỉnh thành · ~1,91 triệu m²
sàn

THƯƠNG HIỆU KHÁCH
THUÊ

~1.000

trong và ngoài nước

TỶ LỆ LẤP ĐẦY

>90%

duy trì ổn định

1.2. Mô hình hoạt động & bốn dòng sản phẩm

VRE phân chia danh mục TTTM theo bốn phân khúc, từ cao cấp đến cộng đồng, phù hợp đặc thù từng khu vực

Vincom Center – Cao cấp, trung tâm đô thị lớn

TTTM hạng sang quy mô lớn (50.000–70.000 m² GLA), tọa lạc tại vị trí đặc địa Hà Nội và TP.HCM (Bà Triệu, Đồng Khởi, Phạm Ngọc Thạch...). Định vị thương hiệu cao cấp, thu hút các thương hiệu luxury và premium quốc tế. Hiện có khoảng 5–6 TTTM loại này.

Vincom Mega Mall – Đại TTTM gắn đại đô thị

Quy mô cực lớn (>100.000 m² GFA), tích hợp trong đại đô thị Vinhomes (Royal City, Times City, Smart City, Ocean Park, Grand Park...). Là mô hình chiến lược tương lai: hưởng lợi lưu lượng khách từ hàng chục nghìn cư dân. Phần lớn diện tích VRE mới mới sắp tới thuộc mô hình Mega Mall.

Vincom Plaza – Tầng trung, tỉnh thành & vệ tinh

Quy mô trung bình (10.000–25.000 m² GLA), triển khai tại các tỉnh thành cấp 2 và đô thị vệ tinh. Mô hình chiếm số lượng lớn nhất (>60 TTTM), đóng góp chính vào độ phủ 31/34 tỉnh thành. Cung cấp đầy đủ thời trang, ẩm thực, giải trí và dịch vụ phù hợp nhu cầu tiêu dùng địa phương.

Vincom+ – Cộng đồng, khu dân cư

TTTM cộng đồng quy mô nhỏ (<10.000 m² GLA), phục vụ khu dân cư và ngoại ô. Mô hình linh hoạt nhất về triển khai và chi phí đầu tư. Tập trung nhu cầu tiêu dùng thiết yếu hàng ngày: siêu thị, ẩm thực, dịch vụ tiện ích.

Doanh thu của VRE bao gồm ba nguồn chính: **(1) Cho thuê mặt bằng bán lẻ** (~80% tổng doanh thu) theo hình thức phí thuê cố định kết hợp doanh thu chia sẻ; **(2) Phí quản lý và dịch vụ vận hành TTTM**; và **(3) Doanh thu từ đầu tư và phát triển bất động sản**. Mô hình doanh thu ổn định nhờ hợp đồng thuê dài hạn (3–5 năm) với các thương hiệu neo (anchor tenants) lớn như CGV, Lotteria, siêu thị, phòng gym và rạp chiếu phim.

Kinh tế học của mô hình cho thuê. Cơ chế phí thuê kết hợp (cố định cộng phần chia sẻ doanh thu) mang lại lợi ích kép cho VRE: phần phí cố định bảo đảm dòng tiền ổn định, trong khi phần chia sẻ doanh thu giúp VRE hưởng lợi trực tiếp khi hoạt động kinh doanh của khách thuê khởi sắc. Các thương hiệu neo (siêu thị, rạp phim, khu vui chơi, chuỗi F&B lớn) đóng vai trò thu hút lưu lượng khách cho toàn trung tâm, qua đó nâng giá trị mặt bằng của các gian hàng nhỏ xung quanh. Nhờ quy mô 90 trung tâm và mạng lưới ~1.000 thương hiệu, VRE có lợi thế đàm phán vượt trội: khách thuê lớn muốn phủ sóng toàn quốc gần như bắt buộc phải hợp tác với VRE, tạo nên hiệu ứng mạng lưới và rào cản cạnh tranh bền vững mà các đối thủ quy mô nhỏ khó sao chép.

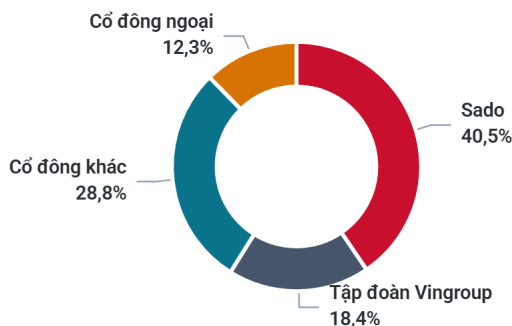
1.3. Lịch sử hình thành & phát triển

2012	Thành lập	Ngày 11/04/2012: Công ty TNHH Vincom Retail ra đời, trực thuộc hệ sinh thái Tập đoàn Vingroup, hoạt động trong lĩnh vực vận hành và cho thuê TTTM bán lẻ.
2014	Mega Mall đầu tiên	Tiếp nhận Vincom Mega Mall Times City – TTTM lớn nhất Hà Nội thời điểm đó. Khai trương Vincom Plaza Hạ Long. Vốn tăng lên 12.010 tỷ đồng.
2015	Mở rộng toàn quốc	Khai trương 11 TTTM mới, đưa tổng số lên ~20 TTTM. Mua lại 5 siêu thị Maximark để chuyển đổi thành TTTM. Vốn tăng lên 15.717 tỷ đồng.
2016	Ra mắt Vincom+	Ra mắt mô hình TTTM cộng đồng Vincom+ quy mô nhỏ. Khai trương thêm 10 TTTM mới. Vốn điều lệ tăng lên 21.091 tỷ đồng.
2017	Niêm yết HOSE	Khai trương thêm 9 TTTM trong nửa đầu năm. Ngày 25/10/2017: Niêm yết chính thức trên HOSE – một trong những IPO lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam năm đó.
2019	Củng cố cơ cấu vốn	Tăng vốn điều lệ lên 23.288,2 tỷ đồng – mức hiện tại duy trì đến nay. Danh mục đạt ~72 TTTM tại hơn 40 tỉnh thành.
2020–2021	Vượt qua COVID-19	Hỗ trợ khách thuê bằng chính sách miễn/giảm tiền thuê trong giai đoạn giãn cách. Lợi nhuận giảm mạnh nhưng không có TTTM nào đóng cửa vĩnh viễn. Tỷ lệ lấp đầy phục hồi nhanh sau mở cửa.
2022–2024	Phục hồi & đổi mới danh mục	Doanh thu phục hồi mạnh. Nâng cấp tài sản hiện hữu, triển khai chiến lược O2O và concept ẩm thực – giải trí mới. Danh mục đạt 83–86 TTTM.
2025	Đột phá lợi nhuận	Đạt mốc 90 TTTM tại 31/34 tỉnh thành. Khai trương Vincom Mega Mall Smart City. LNTT đạt kỷ lục 8.083 tỷ đồng (+57,5%). Tổng tài sản vượt 61.000 tỷ đồng.

1.4. Cơ cấu cổ đông & cấu trúc sở hữu

■ Cơ cấu cổ đông (06/2026)

% tỷ lệ sở hữu



Cổ đông	Tỷ lệ
Sado	40,5%
Tập đoàn Vingroup (VIC)	18,4%
Cổ đông khác	28,8%
Cổ đông ngoại	12,3%

Hai cổ đông lớn nhất – Sado (40,5%) và Tập đoàn Vingroup/VIC (18,4%) – nắm tổng cộng ~58,9% vốn điều lệ VRE, tạo cơ cấu sở hữu cô đặc và ổn định về định hướng chiến lược dài hạn; quan hệ với Vingroup giúp VRE ưu tiên mặt bằng trong hệ sinh thái Vinhomes. Room ngoại còn rộng (12,3%/49%), tạo dư địa thu hút khối ngoại.

1.5. Hội đồng quản trị & ban điều hành

Họ tên	Chức vụ	Sở hữu CP
HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ		
Trần Mai Hoa	Chủ tịch HĐQT, Phụ trách CBTT	—
Nguyễn Hoài Nam	Thành viên HĐQT	—
Nguyễn Thế Anh	Thành viên HĐQT	—
Fong Ming Huang Ernest	Thành viên HĐQT độc lập	—
Sanjay Vinayak	Thành viên HĐQT độc lập	—
BAN ĐIỀU HÀNH		
Phạm Thị Thu Hiền	Tổng Giám đốc	—
Phạm Thị Ngọc Hà	Giám đốc Tài chính (CFO)	—
Nguyễn Duy Khánh	Phó Tổng Giám đốc	—
BAN KIỂM SOÁT		
Nguyễn Thành Trung	Trưởng Ban kiểm soát	—
Nguyễn Việt Hà Lan	Thành viên Ban kiểm soát	—
Nguyễn Hoàng Mây	Thành viên Ban kiểm soát	—

Lưu ý: Thông tin nhân sự cập nhật đến 09/06/2026 từ hệ thống dữ liệu TCBS TCA. Tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban lãnh đạo ở mức không đáng kể (<0,01%), đặc trưng của doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái tập đoàn lớn.

HDQT VRE gồm 5 thành viên, trong đó có **2 thành viên độc lập** (Fong Ming Huang Ernest và Sanjay Vinayak) với kinh nghiệm quốc tế sâu rộng trong lĩnh vực bất động sản thương mại và đầu tư tài chính. Cơ cấu quản trị đảm bảo cân bằng giữa định hướng chiến lược từ Vingroup và giám sát độc lập. Tổng Giám đốc Phạm Thị Thu Hiền là nhân sự kỳ cựu trong ngành bất động sản bán lẻ, gắn bó với VRE từ những ngày đầu thành lập.

2. Phân tích ngành

2.1. Quy mô & tăng trưởng thị trường bán lẻ

Tổng bán lẻ vượt 7 triệu tỷ đồng năm 2025 – tiêu dùng nội địa là động lực tăng trưởng cốt lõi

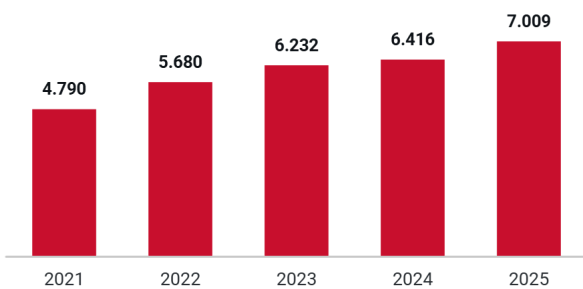
TỔNG BÁN LẺ HH & DV 2025 7.008,9 nghìn tỷ đồng · +9,2% YoY	TĂNG TRƯỞNG GDP 2025 8,02% mạnh nhất kể từ 2011	BÁN LẺ HIỆN ĐẠI / TỔNG 27% 2024 · từ 15% năm 2005	THƯƠNG MẠI ĐIỆN TỬ 2025 ~12% 32 tỷ USD · +20%/năm
------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------

Thị trường bán lẻ Việt Nam năm 2025 đạt tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng **7.008,9 nghìn tỷ đồng, tăng 9,2%** so với năm trước theo giá hiện hành (loại trừ yếu tố giá tăng 6,7%). Đây là năm tăng trưởng mạnh trên nền kinh tế vĩ mô thuận lợi: **GDP tăng 8,02% – mức cao nhất kể từ 2011**. Tiêu dùng nội địa, với quy mô tương đương ~62% GDP, tiếp tục là trụ cột tăng trưởng, được hỗ trợ bởi thu nhập khả dụng cải thiện và niềm tin tiêu dùng phục hồi.

Quan trọng với Vincom Retail là **quá trình hiện đại hóa kênh bán lẻ**: tỷ trọng bán lẻ hiện đại (siêu thị, TTTM, chuỗi cửa hàng) đã tăng từ 15% (2005) lên **27% tổng bán lẻ năm 2024**, trong khi kênh truyền thống suy giảm tuyệt đối 5%. Đến cuối 2025, cả nước có 276 trung tâm thương mại, 1.293 siêu thị nhưng vẫn còn tới 8.274 chợ truyền thống – cho thấy **dư địa hiện đại hóa còn rất lớn**. Thương mại điện tử đạt 32 tỷ USD (~12% tổng bán lẻ), tăng trên 20%/năm, nhưng vẫn bổ trợ hơn là thay thế trải nghiệm tại TTTM.

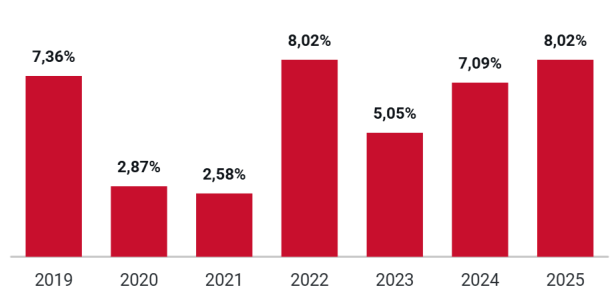
■ Tổng mức bán lẻ hàng hóa & dịch vụ

Nhìn tỷ đồng



■ Tăng trưởng GDP Việt Nam

% so với năm trước



Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO)

Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO)

2.2. Thị trường mặt bằng bán lẻ cho thuê

Nguồn cung khan hiếm tại khu trung tâm đẩy giá thuê tăng mạnh; tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

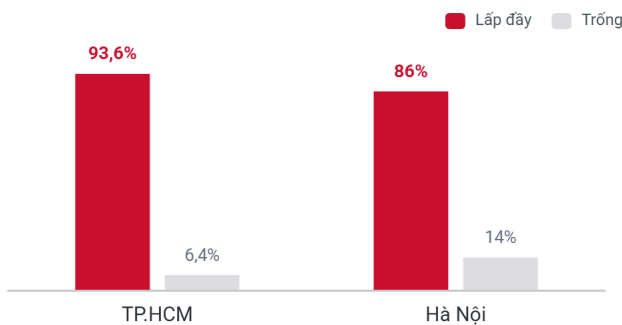
<p>NGUỒN CUNG CHO THUÊ TP.HCM</p> <p>~1,6</p> <p>triệu m² sàn bán lẻ hiện đại</p>	<p>NGUỒN CUNG CHO THUÊ HÀ NỘI</p> <p>~1,8</p> <p>triệu m² sàn bán lẻ hiện đại</p>	<p>TỶ LỆ LẤP ĐẦY TP.HCM</p> <p>93,6%</p> <p>Q4/2025 · ổn định</p>	<p>TỶ LỆ LẤP ĐẦY HÀ NỘI</p> <p>86%</p> <p>2025 · ổn định</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------

Thị trường mặt bằng bán lẻ cho thuê (tổng diện tích sàn bán lẻ hiện đại) tại hai đô thị lớn duy trì lành mạnh năm 2025. **TP.HCM** có tổng nguồn cung ~1,6 triệu m², tỷ lệ lấp đầy **93,6%** (Q4/2025) với mức hấp thụ ròng 132.000 m² – cao nhất kể từ 2017. **Hà Nội** có nguồn cung lớn hơn (~1,8 triệu m²), tỷ lệ lấp đầy 86%. Về giá thuê, **mức bình quân toàn thị trường ở hai thành phố tương đương nhau**: TP.HCM khoảng 53,4 USD/m²/tháng (~1,36 triệu đồng), Hà Nội khoảng 1,30 triệu đồng/m²/tháng (~51 USD).

Điểm cần lưu ý: giá thuê **khu lõi trung tâm (CBD)** cao hơn nhiều lần mức bình quân do khan hiếm vị trí đặc địa – CBD Hà Nội đạt ~172 USD/m²/tháng theo CBRE (tăng 16,2% so cùng kỳ), còn CBD TP.HCM (khu Đồng Khởi, Nguyễn Huệ) thuộc nhóm đắt nhất cả nước. Đây là chỉ báo cho thấy **mặt bằng vị trí lõi rất khan hiếm** – lợi thế của các chủ đầu tư sở hữu tài sản trung tâm như Vincom Retail (Vincom Center Bà Triệu, Đồng Khởi).

Tỷ lệ lấp đầy & trống theo thành phố

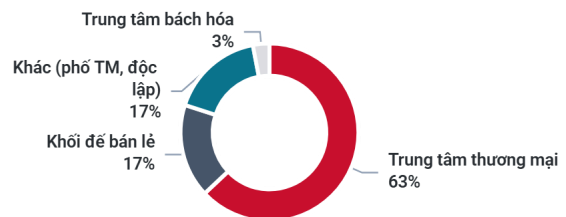
% · 2025



Nguồn: CBRE, Cushman & Wakefield Việt Nam (Q4/2025)

Cơ cấu nguồn cung mặt bằng bán lẻ

% theo loại hình



Nguồn: Savills Việt Nam 2025

Chỉ tiêu thị trường cho thuê 2025	TP.HCM	Hà Nội
Tổng nguồn cung sàn bán lẻ (triệu m ²)	~1,6	~1,8
Tỷ lệ lấp đầy	93,6%	86%
Giá thuê tầng trệt bình quân (triệu đ/m ² /tháng)	~1,36	~1,30
Giá thuê bình quân quy đổi (USD/m ² /tháng)	~53,4	~51
Nguồn cung mới dự kiến 2026–2028 (m²)	~+165.000	~+330.000

Nguồn: CBRE, Savills, Cushman & Wakefield Việt Nam (cập nhật Q4/2025). Lưu ý: giá thuê bình quân là mức trung bình toàn thị trường (mọi vị trí); giá thuê khu trung tâm (CBD) cao hơn nhiều lần mức bình quân. Quy đổi USD theo tỷ giá ~25.400 đồng.

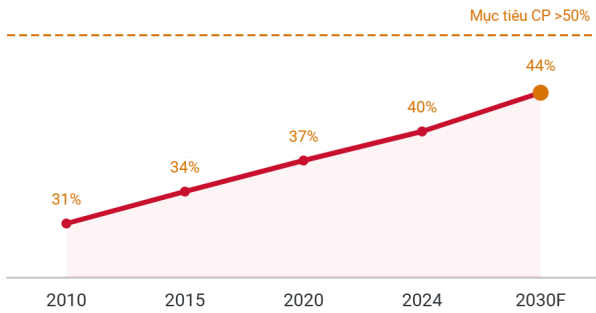
Trung tâm thương mại chiếm **63% tổng nguồn cung** mặt bằng bán lẻ, là loại hình chủ đạo. Nguồn cung mới giai đoạn 2026–2028 còn hạn chế (Hà Nội ~330.000 m², TP.HCM ~165.000 m²), trong khi cầu thuê tiếp tục tăng theo tiêu dùng. Việc giá thuê khu trung tâm tăng 8–16%/năm cùng tỷ lệ lấp đầy cao tạo dư địa để các chủ mặt bằng sở hữu vị trí đẹp như Vincom Retail nâng giá thuê khi tái ký hợp đồng, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho thuê các năm tới.

2.3. Bốn động lực tăng trưởng dài hạn

Đô thị hóa, tầng lớp tiêu dùng mở rộng và dư địa hiện đại hóa là nền tảng tăng trưởng bền vững của ngành

■ Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam

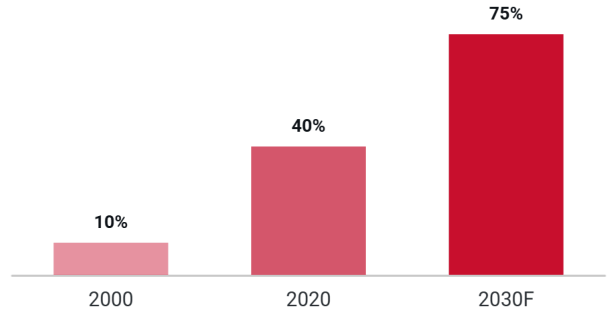
% dân số đô thị



Nguồn: McKinsey, World Bank · mục tiêu Chính phủ >50% năm 2030

■ Tỷ trọng tầng lớp tiêu dùng (consuming class)

% dân số



Nguồn: McKinsey Global Institute

Đô thị hóa & dịch chuyển ra đô thị vệ tinh

Tỷ lệ đô thị hóa tăng từ 37% (2020) lên dự kiến 44% năm 2030 (McKinsey), Chính phủ đặt mục tiêu trên 50%. Hơn 10 triệu người sẽ chuyển vào đô thị trong thập kỷ này. Đáng chú ý, các thành phố nhỏ (Cần Thơ, Đà Nẵng, Hải Phòng) tăng trưởng hộ trung lưu ~8%/năm – nhanh hơn Hà Nội và TP.HCM (~5%) – đúng phân khúc Vincom Plaza nhắm tới.

Tầng lớp tiêu dùng bùng nổ

Việt Nam dự kiến có thêm **36 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu đến 2030**. Tỷ lệ dân số thuộc tầng lớp tiêu dùng tăng từ dưới 10% (2000) lên ~40% hiện nay và có thể đạt **~75% vào 2030**. Nhóm chi tiêu cao (trên 30 USD/ngày) dự báo chiếm 20% dân số – động lực trực tiếp cho chi tiêu ẩm thực, giải trí, thời trang tại TTTM.

Đô thị là động cơ tiêu dùng

Theo McKinsey, các đô thị sẽ đóng góp khoảng **90% tăng trưởng tiêu dùng** của cả nước trong thập kỷ tới. Mật độ dân cư đô thị cao kết hợp thu nhập tăng tạo nhu cầu bền vững cho các trung tâm thương mại quy mô lớn – nền tảng cho mô hình Vincom Mega Mall gắn với các đại đô thị.

Dư địa hiện đại hóa & trải nghiệm

Bán lẻ hiện đại mới chiếm 27% tổng bán lẻ, còn nhiều dư địa khi thu nhập tăng. Xu hướng TTTM chuyển dịch sang **điểm đến trải nghiệm** (ẩm thực, giải trí, dịch vụ chiếm 35–40% diện tích) giúp ngành kháng cự tốt với thương mại điện tử – phân khúc mà mua sắm trực tuyến không thể thay thế.

2.4. Cạnh tranh & vị thế Vincom Retail

VRE dẫn đầu áp đảo về quy mô; các đối thủ ngoại mở rộng nhưng chủ yếu tại hai đô thị lớn

Thị trường vận hành trung tâm thương mại Việt Nam tập trung cao độ và **Vincom Retail giữ vị thế dẫn đầu áp đảo**: 90 TTTM tại 31/34 tỉnh thành, tổng diện tích sàn bán lẻ ~1,84 triệu m², lưu lượng khách gần 200 triệu lượt/năm. Quy mô này vượt xa các đối thủ và tạo lợi thế cạnh tranh bền vững – tiết kiệm chi phí vận hành nhờ tiêu chuẩn hóa, sức mạnh đàm phán với khách thuê lớn (ký nhiều TTTM cùng lúc), và khả năng thu hút thương hiệu quốc tế muốn phủ sóng rộng với một đối tác duy nhất.

Các đối thủ ngoại đang đẩy mạnh đầu tư nhưng tập trung chủ yếu tại Hà Nội và TP.HCM: **Aeon** (Nhật Bản) đặt mục tiêu 100 đại siêu thị/cửa hàng lớn đến 2030 và gấp 3 số TTTM, với cam kết đầu tư 1,5 tỷ USD trong thập kỷ; **Lotte** (Hàn Quốc) dự kiến mở thêm 2–3 TTTM lớn đến 2030; **Central Retail** (Thái Lan) đã hiện diện tại 40 tỉnh thành với kế hoạch đầu tư ~828 triệu USD đến 2026. Tại các tỉnh thành cấp 2–3, VRE thường là nhà vận hành TTTM số 1 hoặc duy nhất – **vị thế độc quyền tự nhiên** mà các đối thủ ngoại chưa với tới. Rào cản gia nhập rất cao: khan hiếm vị trí đất đẹp, cần 3–5 năm phát triển và mạng lưới khách thuê sẵn có.

Nhà vận hành	Xuất xứ	Quy mô hiện tại	Diện tích sàn (m ²)	Kế hoạch đến 2030
Vincom Retail (VRE)	Việt Nam	90 TTTM · 31/34 tỉnh	~1.914.000	Pipeline ~214.000 m ² (+11% GFA)
Aeon Mall	Nhật Bản	~10 điểm lớn	~600.000*	100 cửa hàng; đầu tư 1,5 tỷ USD
Central Retail	Thái Lan	40 tỉnh (GO!/Big C)	~300.000*	Đầu tư ~828 triệu USD đến 2026
Lotte	Hàn Quốc	3 TTTM + 16 siêu thị	~250.000*	+2–3 TTTM lớn tại đô thị lớn

Nguồn: TheInvestor, VnEconomy, VnExpress, CBRE (2025), Vincom Retail; tổng hợp TCBS Research. () Diện tích sàn đối thủ là ước tính; VRE theo số liệu công ty công bố – VRE sở hữu diện tích sàn lớn gấp 3–6 lần các đối thủ ngoại lớn nhất.*

2.5. Cạnh tranh chi tiết: Vincom Retail vs Aeon Mall

VRE vượt trội về quy mô & độ phủ, nhưng Aeon đang thắng thế về trải nghiệm và lưu lượng khách trên mỗi điểm

Lợi thế cấu trúc của Vincom Retail

Quy mô & độ phủ: 90 TTTM tại 31/34 tỉnh – gấp ~9 lần Aeon (~8 điểm), là chuỗi duy nhất phủ toàn quốc. **Hệ sinh thái Vinhomes:** Mega Mall gắn đại đô thị có sẵn hàng chục nghìn cư dân, đảm bảo traffic nền. **Vị trí lõi:** sở hữu mặt bằng CBD đặc địa (Bà Triệu, Đồng Khởi) gần như không thể sao chép. **Sức mạnh đàm phán:** ~1.000 thương hiệu, là đối tác mở chuỗi toàn quốc gần như bắt buộc của nhiều nhãn hàng.

Sức hút của Aeon Mall – đối thủ mạnh nhất

Mô hình điểm đến cả ngày: đại siêu thị Nhật làm neo, food court đa dạng, không gian rộng, **gửi xe miễn phí** và dịch vụ chuẩn Nhật. **Hiệu quả traffic vượt trội:** mỗi đại siêu thị Aeon hút 6–10 triệu lượt khách/năm – cao hơn cả mức ~5 triệu/điểm của Vincom Mega Mall. **Mở rộng nhanh:** khai trương điểm thứ 8 (Đà Nẵng, 7/2026); Aeon Hạ Long cuối 2026 dự kiến 10 triệu khách/năm.

Trên phương diện quy mô, Vincom Retail vượt trội tuyệt đối: mạng lưới 90 trung tâm với ~1,91 triệu m² sàn lớn gấp 3–6 lần tổng các đối thủ ngoại lớn nhất, độ phủ 31/34 tỉnh thành là lợi thế không đối thủ nào có.

Tuy nhiên, thực tế **2025–2026 cho thấy một xu hướng đáng lưu ý về chất lượng traffic**: trong khi lưu lượng khách toàn hệ thống VRE tăng 21% năm 2025, phần lớn mức tăng này đến từ việc mở mới (đặc biệt Mega Mall Smart City). Ở chiều ngược lại, nhiều TTTM hiện hữu – nhất là các Vincom Plaza tỉnh lẻ và một số Vincom Center cũ – đang chịu áp lực sụt giảm khách khi người tiêu dùng dịch chuyển sang các điểm đến mới hấp dẫn hơn, dẫn đầu là Aeon Mall.

Sức hút của Aeon đến từ **trải nghiệm khác biệt chứ không phải vị trí**: gửi xe miễn phí (xóa rào cản tâm lý mà nhiều TTTM trong nước từng thu phí), food court và khu vui chơi gia đình chất lượng cao, không gian rộng rãi sạch sẽ chuẩn Nhật – biến mỗi chuyến đi thành hoạt động giải trí cả ngày thay vì chỉ mua sắm. Mô hình này khiến một đại siêu thị Aeon (kể cả ở khu vực ngoại ô "vắng vẻ") vẫn hút 6–10 triệu lượt khách/năm, vượt cả Vincom Mega Mall. Cùng với áp lực thương mại điện tử (+15–20%/năm), đây là thách thức thực sự với lưu lượng khách của các TTTM truyền thống – yếu tố then chốt quyết định giá thuê và tỷ lệ lấp đầy dài hạn.

Chiến lược ứng phó của VRE là chuyển trọng tâm sang mô hình Mega Mall – định dạng lớn, đa trải nghiệm, cạnh tranh trực diện với mô hình điểm đến của Aeon – kết hợp tăng tỷ trọng F&B/giải trí lên 35–40% diện tích, tích hợp O2O và nâng cấp các tài sản cũ. Lợi thế hệ sinh thái Vinhomes (traffic cư dân sẵn có) và độ phủ tỉnh lẻ (nơi Aeon chưa với tới) vẫn là tấm khiên quan trọng. Tuy vậy, khả năng giữ chân khách của VRE sẽ phụ thuộc lớn vào việc **cải thiện trải nghiệm thực tế – bãi đỗ xe, chất lượng ẩm thực, dịch vụ – chứ không chỉ ở quy mô**. Đây là yếu tố nhà đầu tư cần theo dõi sát qua diễn biến lưu lượng khách like-for-like các quý tới.

Tóm tắt Phần 2: Ngành BĐS bán lẻ Việt Nam hưởng lợi từ ba xu hướng cơ cấu – tiêu dùng nội địa tăng 9%/năm, đô thị hóa hướng tới 44–50% năm 2030, và tầng lớp tiêu dùng mở rộng lên ~75% dân số. Nguồn cung mặt bằng chất lượng cao khan hiếm giúp giá thuê tăng 8–16%/năm. Vincom Retail dẫn đầu áp đảo về quy mô và độ phủ, song đang đối mặt cạnh tranh gay gắt hơn từ Aeon Mall về trải nghiệm và lưu lượng khách – đặt ra yêu cầu nâng cấp tài sản và tenant mix để bảo vệ vị thế.

3. Phân tích kinh doanh & tài chính

3.1. Kết quả kinh doanh năm 2025 – Năm của những đột phá

LNTT đạt kỷ lục 8.083 tỷ đồng; lợi nhuận kinh doanh cốt lõi tăng ổn định +3,2%

DOANH THU 2025	LỢI NHUẬN GỘP	LNTT 2025	EBITDA 2025
8.837	4.732	8.083	5.274
tỷ đồng · -1,1% so 2024	tỷ đồng · biên 53,5%	tỷ đồng · +57,5% YoY	tỷ đồng · +2,4% YoY

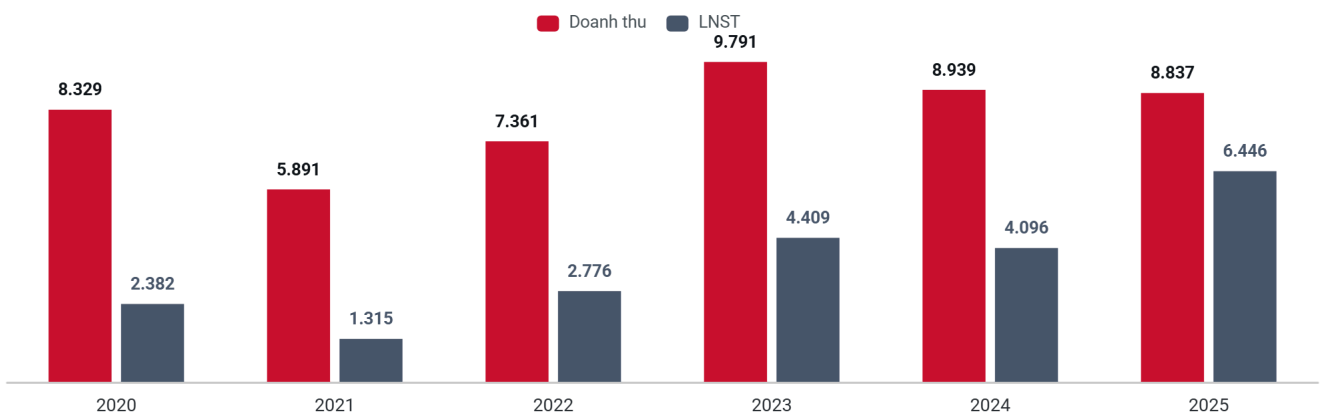
Năm 2025 đánh dấu bước đột phá lợi nhuận của Vincom Retail: **LNTT đạt 8.083 tỷ đồng (+57,5% so với 2024)**. Cần phân biệt rõ hai cấu phần: **(1) Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi** – tức lợi nhuận (không phải doanh thu) từ cho thuê TTTM sau khi trừ chi phí vận hành – đạt **3.893 tỷ đồng** cả năm, tăng ổn định và phản ánh sức khỏe danh mục tài sản; **(2) phần chênh lệch ~4.190 tỷ đồng** đến từ thu nhập tài chính (lãi tiền gửi, hợp tác đầu tư) và đặc biệt là **khoản lãi bất thường ~1.900 tỷ đồng từ chuyển nhượng dự án Vincom Center Nguyễn Chí Thanh**.

Cụ thể, cuối tháng 10/2025, VRE hoàn tất chuyển nhượng 99,99% phần vốn tại công ty sở hữu **Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội)** cho Công ty Bảo Quân với giá **3.630 tỷ đồng**, ghi nhận khoản lãi khoảng 1.900 tỷ đồng trong quý 4/2025 – đẩy LNTT riêng quý 4 lên 3.341 tỷ đồng (so với lợi nhuận từ hoạt động chỉ 847 tỷ). Giao dịch nằm trong chiến lược tập trung nguồn lực vào các Mega Mall quy mô lớn, đồng thời cho thấy **giá trị thị trường của danh mục tài sản VRE cao hơn đáng kể giá trị ghi sổ**.

Doanh thu thuần năm 2025 đạt 8.837 tỷ đồng, giảm nhẹ 1,1% so với 8.939 tỷ đồng năm 2024 – phản ánh một phần do điều chỉnh cơ cấu danh mục TTTM (nâng cấp/tái định vị một số tài sản). **Tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì ổn định ở 53,5%** (so với 53,2% năm 2024), cho thấy khả năng kiểm soát chi phí vận hành hiệu quả. Tổng tài sản tăng 11% lên 61.279 tỷ đồng nhờ đầu tư mới cho pipeline Mega Mall, trong khi tiền mặt cải thiện từ 2.885 lên 4.435 tỷ đồng.

Doanh thu & lợi nhuận sau thuế hàng năm

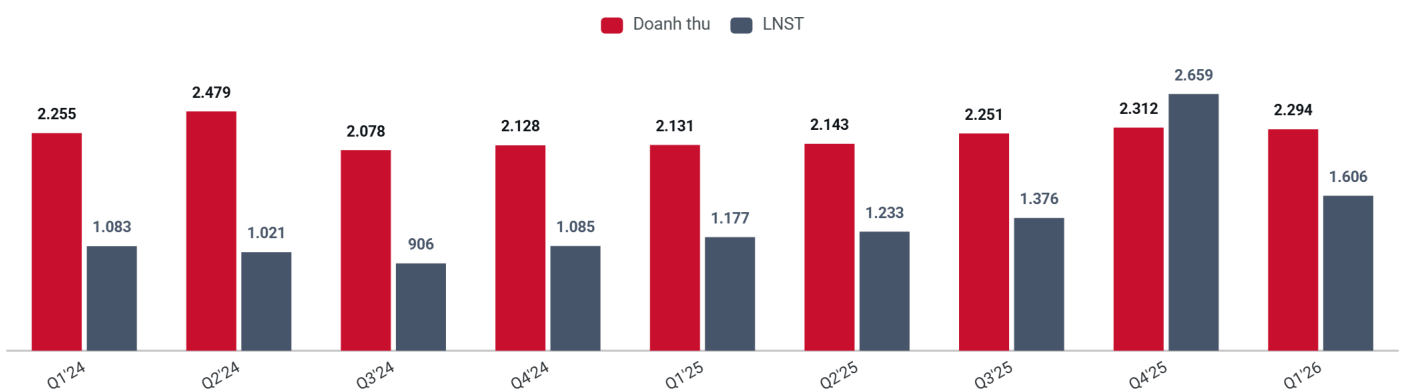
Tỷ đồng



Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

Doanh thu theo quý (Q1 2024 – Q1 2026)

Tỷ đồng · doanh thu & LNST theo quý



Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

Nhìn vào xu hướng theo quý, doanh thu VRE đang trong pha phục hồi rõ nét từ Q1 2025: **tăng liên tiếp từ 2.131 tỷ (Q1/25) lên 2.312 tỷ (Q4/25) và 2.294 tỷ (Q1/26)**. Tăng trưởng doanh thu Q1 2026 đạt +7,6% so với Q1 2025, cho thấy đà tăng trưởng cơ bản từ hoạt động cho thuê TTTM đang được củng cố.

Lợi nhuận hoạt động Q1 2026 tăng +7,3% lên 1.104 tỷ đồng – mức tăng trưởng kinh doanh cốt lõi lành mạnh khi chưa tính các khoản thu nhập bất thường.

Chất lượng doanh thu cao & phòng thủ. Khác với các doanh nghiệp bất động sản ghi nhận doanh thu theo tiến độ bàn giao dự án (mang tính chu kỳ, một lần), khoảng **80% doanh thu của VRE đến từ cho thuê mặt bằng theo hợp đồng dài hạn 3–5 năm** với cơ chế phí cố định cộng phần chia sẻ doanh thu của khách thuê. Đây là dòng tiền định kỳ, dễ dự báo và có tính phòng thủ cao qua các chu kỳ kinh tế – kể cả trong giai đoạn COVID-19, doanh thu chỉ giảm tạm thời rồi phục hồi nhanh. Cơ chế giá thuê được điều chỉnh tăng đều khi tái ký hợp đồng cũng tạo lá chắn chống lạm phát tự nhiên, giúp doanh thu cốt lõi tăng trưởng bền vững bất kể biến động vĩ mô ngắn hạn.

3.2. Lưu lượng khách hàng & tỷ lệ lấp đầy

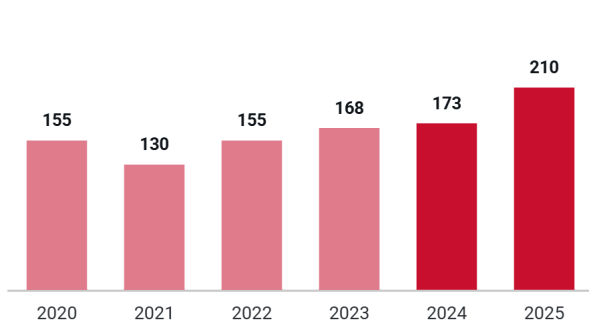
VRE ghi nhận lưu lượng khách phục hồi mạnh; tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao sau đại dịch

LƯU LƯỢNG KHÁCH 2025 ~210 triệu lượt · +21% YoY	TỔNG DIỆN TÍCH SÀN ~1,91 triệu m ² · 90 TTTM	TỶ LỆ LẤP ĐẦY BÌNH QUÂN >90% toàn hệ thống 2025	SỐ KHÁCH/TTTM/NĂM ~2,3 triệu lượt · bình quân
---------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------

Lưu lượng khách (footfall) toàn hệ thống VRE đạt **khoảng 210 triệu lượt năm 2025, tăng vượt bậc 21% so với 2024** – mức tăng cao nhất nhiều năm, được dẫn dắt đồng đều ở cả bốn mô hình sản phẩm. Đây là chỉ báo quan trọng nhất về sức khỏe vận hành: traffic tăng mạnh hơn cả tốc độ tăng diện tích sàn, cho thấy **hiệu suất khai thác trên mỗi m² đang cải thiện**, tạo cơ sở để VRE đàm phán tăng giá thuê và phần doanh thu chia sẻ với khách thuê trong các kỳ tái ký hợp đồng.

■ Lưu lượng khách toàn hệ thống

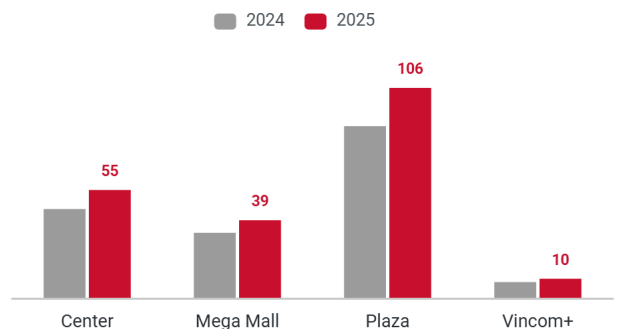
Triệu lượt



Nguồn: Vincom Retail (Earnings Presentation 2025)

■ Lưu lượng khách theo mô hình TTTM

Triệu lượt · 2024 so với 2025



Nguồn: Vincom Retail (Earnings Presentation 2025)

Cơ cấu danh mục cho thấy chiến lược rõ ràng: **Vincom Plaza là xương sống về quy mô** (61 TTTM, ~951.100 m² sàn, đóng góp khoảng một nửa tổng lượt khách) nhờ phủ rộng các tỉnh thành; trong khi **Vincom Mega Mall là động lực tăng trưởng tương lai** (8 TTTM nhưng đã chiếm ~658.000 m² sàn, bình quân hơn 82.000 m²/điểm – gấp nhiều lần các mô hình còn lại). Vincom Center quy mô nhỏ về diện tích nhưng nằm tại vị trí lõi đặc địa, đóng vai trò định vị thương hiệu và thu hút nhãn hàng cao cấp.

Mô hình TTTM	Số lượng	Diện tích sàn (m ²)	Tăng footfall 2025
Vincom Center (cao cấp, CBD)	6	~233.400	+21,5%
Vincom Mega Mall (đại đô thị)	8	~657.900	+19,2%
Vincom Plaza (tỉnh thành)	61	~951.100	+22,3%
Vincom+ (cộng đồng)	15	~72.000	+21,3%
Tổng hệ thống	90	~1.914.400	+21,0%

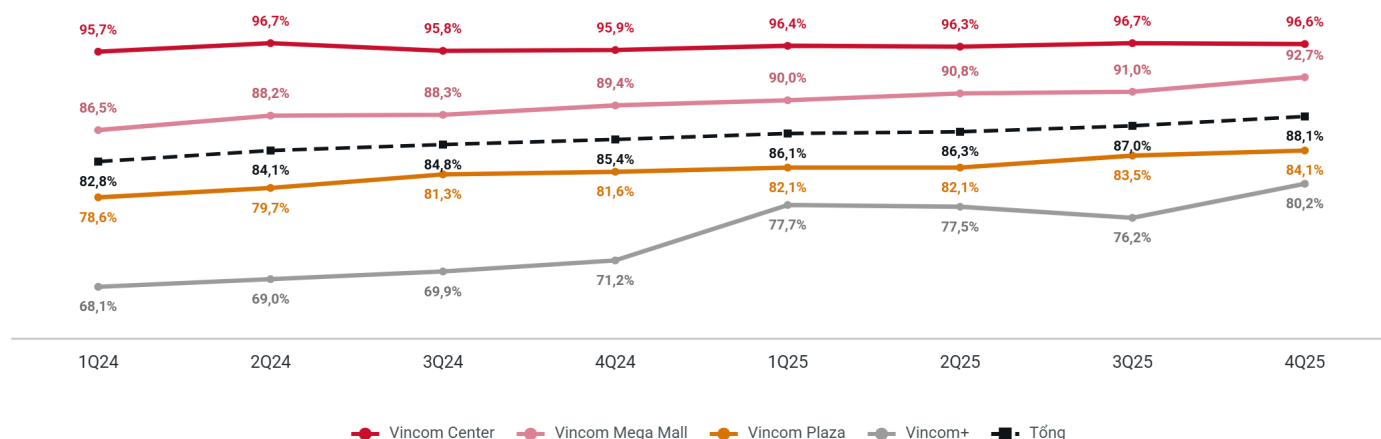
Việc footfall tăng đồng đều 19–22% ở tất cả phân khúc – kể cả mô hình lâu đời như Vincom Plaza và Vincom+ – cho thấy **sức hút của hệ thống không chỉ đến từ các TTTM mới** mà phản ánh xu hướng tiêu dùng hiện đại lan tỏa cả về tỉnh thành. Khi pipeline Mega Mall mới đi vào vận hành từ 2026, mô hình này (diện tích lớn nhất, traffic cao từ cư dân đại đô thị) sẽ trở thành cấu phần đóng góp doanh thu tăng nhanh nhất, củng cố vị thế dẫn đầu của VRE.

Một lưu ý quan trọng về chất lượng traffic: mức tăng 21% năm 2025 được dẫn dắt đáng kể bởi các TTTM mới. Lưu lượng khách like-for-like tại các trung tâm hiện hữu – nhất là Vincom Plaza tỉnh lẻ và một số Vincom Center cũ – chịu áp lực cạnh tranh rõ rệt hơn trong năm 2026 khi người tiêu dùng dịch chuyển sang các điểm đến mới như Aeon Mall (phân tích chi tiết ở mục 2.5). Đây là chỉ số nhà đầu tư cần theo dõi sát các quý tới, bên cạnh con số tăng trưởng tổng.

Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở vùng cao và cải thiện đều qua từng quý. Theo số liệu công ty công bố, tỷ lệ lấp đầy toàn hệ thống tăng liên tục từ 82,8% (quý 1/2024) lên 88,1% (quý 4/2025). Vincom Center luôn dẫn đầu quanh mức 96–97%; Vincom Mega Mall cải thiện mạnh từ 86,5% lên 92,7% nhờ lấp đầy các trung tâm mới; Vincom Plaza tăng đều lên 84,1% và Vincom+ phục hồi rõ nét lên 80,2%. Mức lấp đầy cao và bền vững là nền tảng bảo đảm dòng tiền cho thuê ổn định và khả năng tăng giá thuê khi tái ký hợp đồng.

Tỷ lệ lấp đầy theo mô hình TTTM

% · quý 1/2024 – quý 4/2025



Nguồn: Vincom Retail (Earnings Presentation 2025)

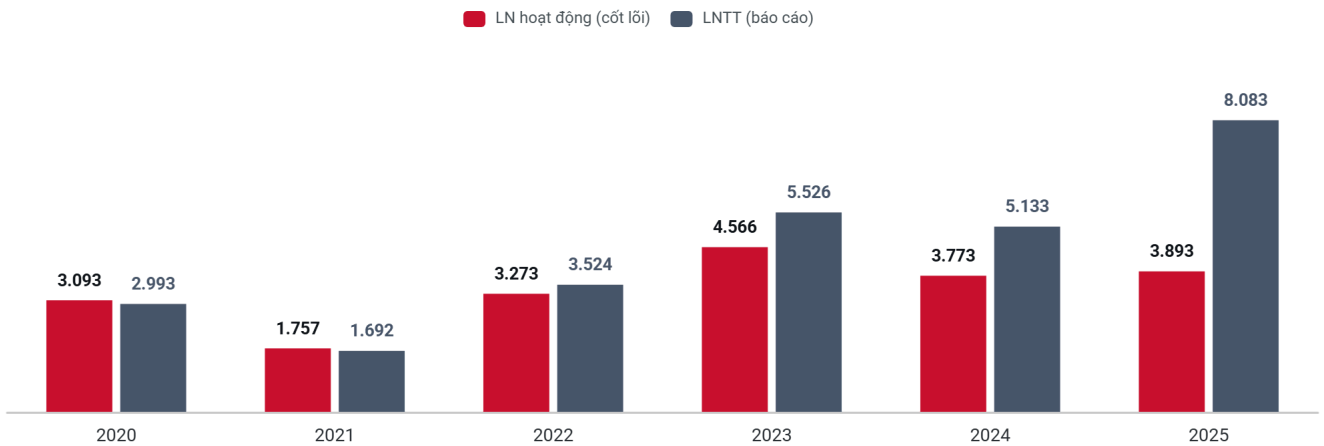
3.3. Cấu trúc doanh thu & chất lượng lợi nhuận

Doanh thu cho thuê là cốt lõi; lợi nhuận báo cáo 2025 được hỗ trợ đáng kể bởi thu nhập tài chính và khoản chuyển nhượng tài sản

DOANH THU THUẦN 2025 8.837 tỷ đồng · ~80% cho thuê	LN HOẠT ĐỘNG (CỐT LÕI) 3.893 tỷ đồng · định kỳ, bền vững	TN TÀI CHÍNH & KHÁC ~4.190 tỷ · gồm ~1.900 bất thường	LNST BÁO CÁO 2025 6.446 tỷ đồng · cần bóc tách
------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------

■ Lợi nhuận cốt lõi so với lợi nhuận báo cáo

Tỷ đồng · LN hoạt động (cốt lõi) vs LNNTT (báo cáo)



Nguồn: Vincom Retail (BCTC kiểm toán), TCBS TCA

Doanh thu của VRE chủ yếu đến từ **cho thuê mặt bằng bán lẻ (~80%)**, phần còn lại là dịch vụ quản lý vận hành và doanh thu bất động sản (bán shophouse trong các đại đô thị). Đỉnh doanh thu năm 2023 (9.791 tỷ) có đóng góp đáng kể từ bàn giao shophouse; sang 2024–2025 doanh thu chuẩn hóa về ~8.800–8.900 tỷ, phản ánh cơ cấu thuần cho thuê hơn. Điểm tích cực là dù doanh thu 2025 giảm nhẹ, **lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi vẫn tăng** từ 3.773 lên 3.893 tỷ nhờ cải thiện biên và kiểm soát chi phí – chất lượng hơn số lượng. Biên gộp 53,5% gần gấp đôi mức ~26% của ngành bất động sản nói chung, phản ánh sự khác biệt của mô hình cho thuê so với phát triển – bán dự án.

Phân biệt lợi nhuận cốt lõi và lợi nhuận báo cáo là then chốt khi định giá VRE. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (cho thuê) 2025 đạt 3.893 tỷ – phần lợi nhuận định kỳ, bền vững. Khoảng cách lên LNNTT 8.083 tỷ (~4.190 tỷ) gồm hai cấu phần: **thu nhập tài chính** (lãi tiền gửi và hợp tác đầu tư, mang tính định kỳ, ~1.300–2.300 tỷ/năm) và **khoản lãi bất thường ~1.900 tỷ từ chuyển nhượng Vincom Nguyễn Chí Thanh** (một lần). Loại bỏ khoản một lần, lợi nhuận sau thuế "sạch" 2025 ước khoảng 4.500–5.000 tỷ đồng – đây mới là cơ sở hợp lý để định giá, thay vì con số báo cáo 6.446 tỷ.

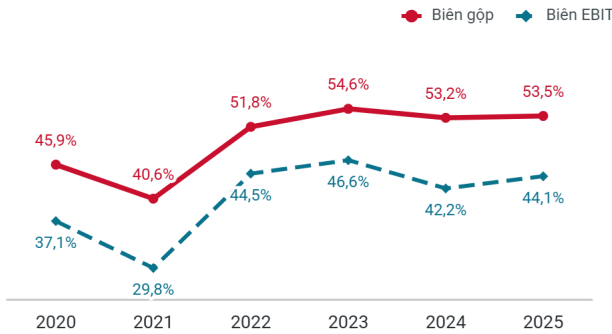
Cần lưu ý **thu nhập tài chính chiếm tỷ trọng lớn và đều đặn** trong lợi nhuận của VRE, đến từ lãi trên số dư tiền mặt lớn và các hợp đồng hợp tác đầu tư với các bên trong hệ sinh thái Vingroup. Đây là nguồn thu thực nhưng mang tính giao dịch với bên liên quan, nên nhà đầu tư cần theo dõi tính bền vững và minh bạch của khoản mục này. Nhìn chung, chất lượng lợi nhuận cốt lõi từ cho thuê là cao và ổn định, song bức tranh lợi nhuận tổng cần được bóc tách cẩn thận.

3.4. Biên lợi nhuận & hiệu suất hoạt động

Biên lợi nhuận gộp của VRE đã cải thiện đáng kể từ mức đáy 40,6% năm 2021 (thời điểm COVID-19 nặng nề nhất) lên mức ổn định 53–55% trong giai đoạn 2023–2025. Đây là mức biên gộp đặc trưng của mô hình cho thuê TTTM chuyên nghiệp, phản ánh cấu trúc chi phí hiệu quả: chi phí vận hành TTTM (điện, nước, bảo vệ, vệ sinh...) được kiểm soát tốt nhờ quy mô và tiêu chuẩn hóa vận hành. **Biên EBITDA duy trì ở mức 59–62% doanh thu** trong 2023–2024, là nền tảng dòng tiền tốt để tái đầu tư.

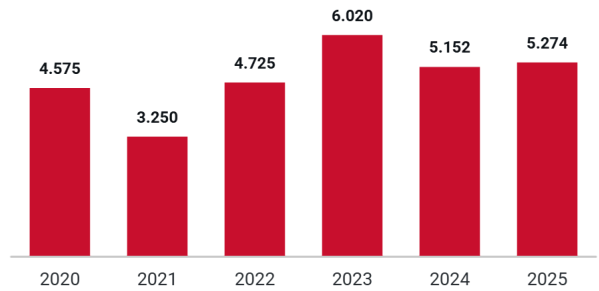
■ Biên lợi nhuận gộp & hoạt động

% doanh thu thuần



■ EBITDA hàng năm

Tỷ đồng



Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

EBITDA năm 2025 đạt 5.274 tỷ đồng, tăng nhẹ +2,4% so với 5.152 tỷ năm 2024 và vẫn thấp hơn đỉnh 6.020 tỷ năm 2023. Điều này cho thấy **lợi nhuận EBITDA từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đang trong quá trình phục hồi**, chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng khi pipeline Mega Mall mới đi vào vận hành. Khi các Mega Mall lớn tại TP.HCM và Hà Nội được đưa vào khai thác từ 2026–2028, EBITDA dự kiến tăng tốc mạnh nhờ hiệu ứng đòn bẩy hoạt động (fixed cost spreading).

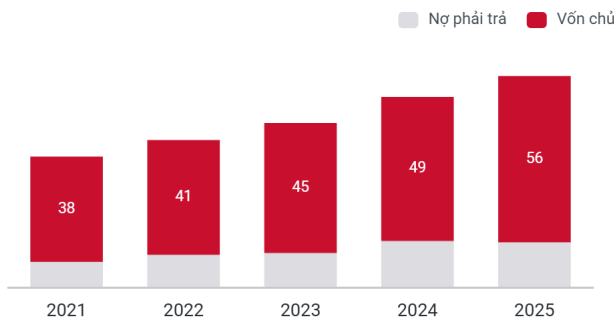
Dư địa cải thiện biên còn lớn. Cấu trúc chi phí của mô hình trung tâm thương mại mang tính cố định cao (khấu hao, vận hành, nhân sự quản lý), nên khi doanh thu cho thuê tăng nhờ lấp đầy và tăng giá thuê, phần lớn doanh thu tăng thêm chảy thẳng xuống lợi nhuận. Với các Mega Mall mới có diện tích lớn và thời gian lấp đầy được rút ngắn nhờ lượng khách sẵn có từ đại đô thị Vinhomes, VRE có thể đạt điểm hòa vốn nhanh hơn và **kéo biên EBITDA quay lại vùng đỉnh trên 60%** trong trung hạn. So với mặt bằng chung ngành cho thuê bán lẻ khu vực, biên lợi nhuận của VRE đã thuộc nhóm cao, phản ánh hiệu quả vận hành và lợi thế quy mô vượt trội.

3.5. Bảng cân đối kế toán & cấu trúc vốn

Bảng cân đối kế toán của VRE thuộc nhóm lành mạnh nhất trong ngành BĐS Việt Nam: **D/E chỉ 0,1 lần** và duy trì nhất quán qua 5 năm, bất chấp giai đoạn đầu tư mở rộng. Tài sản dài hạn tăng mạnh từ 42.914 tỷ (2024) lên 53.318 tỷ (2025) – mức tăng 10.404 tỷ – phản ánh đầu tư mới cho pipeline Mega Mall và giá trị TTTM hiện hữu được đánh giá lại. Nợ vay dài hạn tăng từ 2.523 tỷ lên 6.380 tỷ là tín hiệu bắt đầu giải ngân vốn vay cho pipeline – mức này vẫn rất nhỏ so với vốn chủ 48.368 tỷ. ROE 2025 đạt 14,3% (bao gồm lợi nhuận bất thường), ROE cơ bản từ hoạt động cho thuê ước đạt 8–9%.

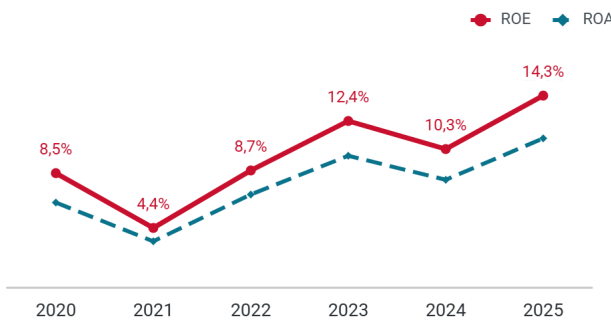
Tổng tài sản & vốn chủ sở hữu (2021–2025)

Ngàn tỷ đồng



ROE & ROA hàng năm

%



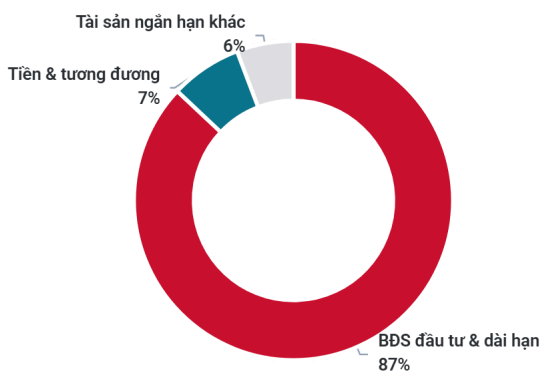
Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Tổng tài sản	37.873	42.701	47.654	55.226	61.279
Tài sản dài hạn	31.047	32.166	37.617	42.914	53.318
Tiền & tương đương tiền	3.297	7.020	4.102	2.885	4.435
Vốn chủ sở hữu	30.651	33.425	37.827	41.923	48.368
Nợ vay dài hạn	3.138	2.121	2.144	2.523	6.380
Tổng nợ vay / Vốn chủ (D/E)	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x

Cơ cấu tài sản 2025

Tỷ đồng · tổng tài sản 61.279 tỷ



Nguồn: Vincom Retail, TCBS TCA

NỢ VAY / VỐN CHỦ

0,1x

thấp nhất nhóm BĐS

EBIT / LÃI VAY

6,2x

khả năng trả lãi tốt

TIỀN & TƯƠNG ĐƯƠNG

4.435

tỷ đồng · +54% YoY

VỐN CHỦ SỞ HỮU

48.368

tỷ đồng · 79% tài sản

Chất lượng tài sản & giá trị ẩn. Bất động sản đầu tư và tài sản dài hạn chiếm tới **~87% tổng tài sản** – đặc trưng của doanh nghiệp cho thuê. Điểm mấu chốt là phần lớn các TTTM được ghi sổ theo nguyên giá trừ khấu hao lũy kế, **thấp hơn đáng kể giá trị thị trường thực.**

Giao dịch chuyển nhượng Vincom Center Nguyễn Chí Thanh năm 2025 – chỉ một tài sản nhưng thu về 3.630 tỷ đồng và tạo khoản lãi ~1.900 tỷ – là minh chứng rõ ràng cho lượng "giá trị ẩn" lớn trong bảng cân đối. Điều này hàm ý giá trị tài sản ròng (NAV) thực của VRE có thể cao hơn nhiều giá trị sổ sách 48.368 tỷ đồng, củng cố luận điểm P/B 1,3x là mức định giá có biên an toàn.

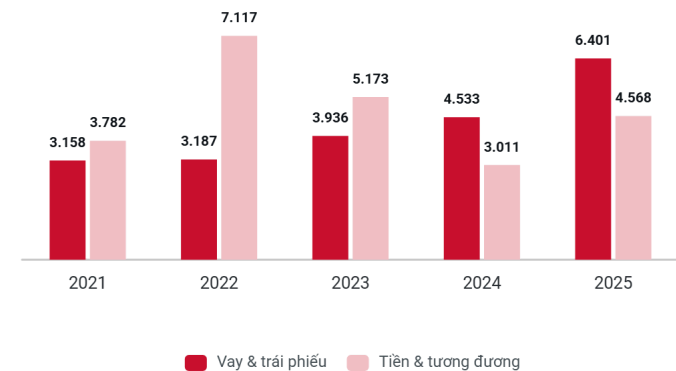
Năng lực tài trợ pipeline. Với D/E chỉ 0,1 lần và vốn chủ gần 48.400 tỷ đồng, VRE có **du địa vay nợ rất lớn**. Pipeline mở mới ~214.000 m² GFA hoàn toàn có thể được tài trợ bằng kết hợp nợ vay mới và dòng tiền nội bộ (EBITDA ~5.300 tỷ đồng/năm) **mà không cần phát hành thêm cổ phiếu** – bảo vệ quyền lợi cổ đông hiện hữu khỏi pha loãng. Việc nợ vay dài hạn tăng từ 2.523 lên 6.380 tỷ trong 2025 chính là bước khởi động giải ngân cho chu kỳ đầu tư này, và mức tuyệt đối vẫn rất an toàn.

So sánh đòn bẩy ngành. Trong khi phần lớn doanh nghiệp bất động sản niêm yết Việt Nam có hệ số D/E từ 0,5–1,5 lần cùng áp lực đáo hạn trái phiếu lớn, cấu trúc vốn của VRE là ngoại lệ: tỷ lệ vốn chủ trên tổng tài sản 79%, hệ số thanh toán lãi vay (EBIT/lãi vay) 6,2 lần. Đây là tấm đệm an toàn quan trọng giúp VRE chủ động triển khai đầu tư bất kể biến động mặt bằng lãi suất, đồng thời duy trì khả năng chi trả cổ tức tiền mặt trong tương lai khi chu kỳ đầu tư hoàn tất.

Vị thế tiền mặt ròng theo số liệu công ty công bố. Đến 31/12/2025, tổng các khoản vay và trái phiếu ở mức 6.401 tỷ đồng trong khi tiền và tương đương tiền đạt 4.568 tỷ – đưa tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ chỉ còn 3,8%. Giai đoạn 2021–2023 VRE thậm chí ở trạng thái tiền mặt ròng (nợ ròng/vốn chủ âm, sâu nhất -11,8% cuối 2022), trước khi bắt đầu giải ngân vốn vay cho pipeline Mega Mall từ 2024. Mức đòn bẩy hiện tại vẫn nằm trong vùng an toàn bậc nhất ngành.

Tổng khoản vay & tiền mặt

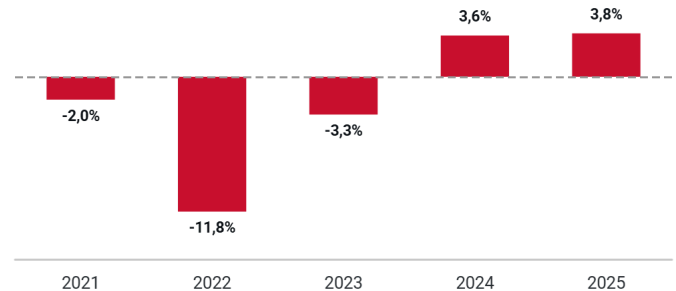
Tỷ đồng · 31/12 hằng năm



Nguồn: Vincom Retail (báo cáo thường niên)

Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu

% · 31/12 hằng năm



Nguồn: Vincom Retail (báo cáo thường niên)

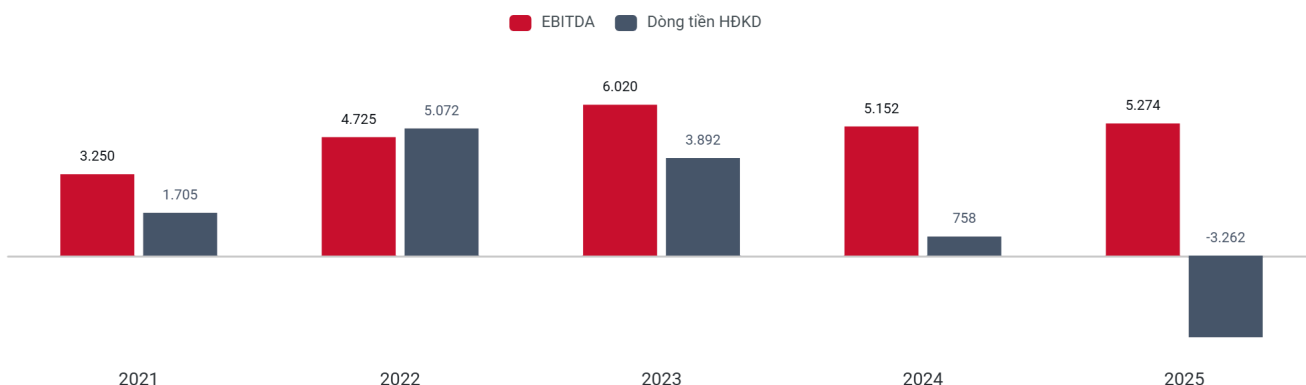
3.6. Dòng tiền & vốn lưu động

EBITDA mạnh ~5.300 tỷ/năm, nhưng dòng tiền hoạt động 2025 chuyển âm do tăng phải thu/trả trước phục vụ pipeline – điểm cần theo dõi

<p>EBITDA 2025</p> <p>5.274</p> <p>tỷ đồng · ~60% doanh thu</p>	<p>DÒNG TIỀN HKDK 2025</p> <p>-3.262</p> <p>tỷ đồng · áp lực vốn lưu động</p>	<p>SỐ NGÀY PHẢI THU</p> <p>~188</p> <p>ngày · ở mức cao</p>	<p>TIỀN CUỐI KỲ 2025</p> <p>4.435</p> <p>tỷ đồng · +54% YoY</p>
------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------

■ EBITDA so với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

Tỷ đồng · 2021–2025



Nguồn: Vincom Retail (BCTC kiểm toán), TCBS TCA

VRE sở hữu cỗ máy tạo tiền mạnh trên lý thuyết: **EBITDA ổn định ở mức 5.000–6.000 tỷ đồng/năm** (2025 đạt 5.274 tỷ, ~60% doanh thu), phục hồi vững từ đáy 3.250 tỷ thời COVID. Biên EBITDA cao là đặc trưng của mô hình cho thuê tài sản, về nguyên tắc tạo nền dòng tiền dồi dào để tái đầu tư và trả nợ.

Tuy nhiên, một điểm cần theo dõi sát: dòng tiền từ hoạt động kinh doanh năm 2025 chuyển âm (-3.262 tỷ đồng) dù EBITDA mạnh – chủ yếu do **tăng mạnh các khoản phải thu và trả trước/hợp tác đầu tư** phục vụ chu kỳ mở rộng pipeline (phải thu ngắn hạn tăng từ 2.016 lên 2.886 tỷ; số ngày phải thu ~188 ngày, ở mức cao). Điều này cho thấy lợi nhuận kế toán chưa chuyển hóa đầy đủ thành tiền mặt trong năm – yếu tố cần giám sát về tính bền vững và mức độ phụ thuộc vào giao dịch với bên liên quan.

Dù dòng tiền hoạt động âm, vị thế tiền mặt vẫn **cải thiện lên 4.435 tỷ đồng (+54%)** nhờ hai nguồn: dòng tiền đầu tư dương từ chuyển nhượng Vincom Nguyễn Chí Thanh (~3.630 tỷ) và vay nợ mới (nợ vay dài hạn tăng từ 2.523 lên 6.380 tỷ). Như vậy, chu kỳ đầu tư 2025 đang được tài trợ bằng **tái cơ cấu tài sản và vay nợ** hơn là từ dòng tiền hoạt động. Với đòn bẩy cực thấp (D/E 0,1x) và giá trị tài sản lớn, VRE vẫn thừa dư địa tài chính; song cải thiện khả năng chuyển hóa lợi nhuận thành tiền sẽ là yếu tố then chốt để chu kỳ đầu tư tạo giá trị bền vững cho cổ đông.

3.7. Hiệu quả sử dụng vốn & chính sách cổ tức

ROE phục hồi mạnh; VRE giữ lại toàn bộ lợi nhuận tái đầu tư – dư địa cổ tức tiền mặt mở ra khi chu kỳ đầu tư hoàn tất

<p>ROE 2025</p> <p>14,3%</p> <p>từ đáy 4,4% (2021)</p>	<p>ROA 2025</p> <p>11,1%</p> <p>cao trong ngành BĐS</p>	<p>CỔ TỨC TIỀN MẶT</p> <p>0%</p> <p>giữ lại tái đầu tư</p>	<p>TỶ LỆ GIỮ LẠI LN</p> <p>100%</p> <p>phục vụ pipeline</p>
---------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------

Hiệu quả sinh lời của VRE cải thiện rõ rệt: ROE phục hồi từ đáy 4,4% năm 2021 (giai đoạn COVID-19) lên **14,3% năm 2025**, ROA đạt 11,1% – thuộc nhóm cao trong ngành bất động sản niêm yết. Nếu loại trừ khoản lãi bất thường từ chuyển nhượng Vincom Nguyễn Chí Thanh, ROE cơ bản từ hoạt động cho thuê ước đạt 8–9% – mức hợp lý cho một doanh nghiệp sở hữu tài sản nặng đang trong giai đoạn đầu tư.

Khi các Mega Mall mới đi vào vận hành đầy đủ và đạt công suất tối ưu, ROE cốt lõi có dư địa cải thiện nhờ doanh thu cho thuê tăng trên nền vốn đã đầu tư.

Chính sách cổ tức là một catalyst tiềm năng. Hiện VRE không chia cổ tức tiền mặt mà giữ lại toàn bộ lợi nhuận để tài trợ pipeline mở rộng – lựa chọn hợp lý ở giai đoạn tăng trưởng cao, giúp giảm nhu cầu vay nợ và tránh pha loãng cổ phiếu. Với dòng tiền hoạt động mạnh (EBITDA ~5.300 tỷ đồng/năm) và bảng cân đối gần như không vay nợ, khi chu kỳ đầu tư lớn 2026–2028 hoàn tất, **VRE có dư địa rất lớn để khởi động chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn.** Đây có thể trở thành động lực tái định giá quan trọng, đặc biệt thu hút dòng vốn đầu tư giá trị và các quỹ ưa thích cổ phiếu có lợi suất cổ tức ổn định.

4. Triển vọng, rủi ro & dự phóng

Pipeline Mega Mall tại đại đô thị Vinhomes kết hợp nền tảng tiêu dùng bền vững – VRE ở điểm khởi đầu chu kỳ tăng trưởng mới

Triển vọng tăng trưởng dài hạn của Vincom Retail được xây dựng trên hai trụ cột: **(1) Tăng trưởng hữu cơ** từ danh mục 90 TTTM hiện hữu – thông qua tăng giá thuê, nâng cao tỷ lệ lấp đầy và cải thiện tenant mix về phía F&B, giải trí và trải nghiệm; và **(2) Tăng trưởng vô cơ** từ kế hoạch mở mới ~214.000 m² GFA (gồm các Vincom Mega Mall tại đại đô thị Vinhomes), dự kiến khai trương theo lộ trình 2026–2028. Quy mô mở rộng này tương đương **khoảng 11% tổng GFA hiện hữu**, tiếp nối chu kỳ đầu tư mở rộng của VRE.

Chiến lược phát triển của VRE đến 2030 bao gồm: **tối ưu hóa tài sản hiện hữu** (tái định vị, nâng cấp, nghiên cứu đưa các TTTM ổn định vào cấu trúc REIT hoặc M&A), **tích hợp O2O** (biến TTTM thành trung tâm giao nhận và điểm pickup cho thương mại điện tử – tận dụng lưu lượng traffic lớn), và **duy trì Top 3 chủ đầu tư BĐS bán lẻ Đông Nam Á** về quy mô và hiệu quả tài chính. Tiềm năng quốc tế hóa thông qua mở rộng cùng hệ sinh thái Vinhomes ra nước ngoài cũng đang được nghiên cứu.

Lộ trình triển khai pipeline. Trong kế hoạch mở mới ~214.000 m² GFA, các Vincom Mega Mall gắn với đại đô thị Vinhomes (Grand Park, Ocean Park, Smart City...) dự kiến lần lượt khai trương trong giai đoạn 2026–2028, mỗi trung tâm quy mô 50.000–120.000 m². Việc mở mới tập trung vào mô hình Mega Mall – phân khúc có diện tích và lưu lượng khách lớn nhất – sẽ nâng tổng diện tích cho thuê tăng khoảng 11% so với hiện tại. Đây là động lực tăng trưởng doanh thu cốt lõi rõ nét từ năm 2027 trở đi, khi các trung tâm này lần lượt đạt tỷ lệ lấp đầy ổn định và đóng góp đầy đủ vào kết quả kinh doanh.

Pipeline mở mới ~214.000 m² GFA

Kế hoạch mở mới ~214.000 m² GFA (+11%), gồm các Vincom Mega Mall tại đại đô thị Vinhomes (Grand Park, Ocean Park, Smart City...). Khi các trung tâm này đi vào vận hành từ 2026–2028, diện tích cho thuê mới đóng góp doanh thu tăng dần theo lộ trình khai trương, thúc đẩy EBITDA nhờ đòn bẩy chi phí cố định. Nguồn: Vincom Retail (Corporate Presentation 03/2026).

Tích hợp O2O & Experiential Retail

VRE đang chuyển đổi tenant mix sang F&B, giải trí và trải nghiệm (chiếm 30–40% GLA), tăng cường tích hợp O2O (TTTM thành điểm giao nhận hàng). Xu hướng này giúp VRE kháng thể tốt hơn với e-commerce và duy trì lưu lượng traffic cao, là yếu tố cốt lõi để tăng giá thuê và duy trì lấp đầy cao.

Tối ưu hóa tài sản & REITs

Trên nền tảng 90 TTTM với giá trị tài sản đầu tư >50.000 tỷ đồng, VRE đang nghiên cứu các phương án tối ưu hóa giá trị: tái cấu trúc, M&A, hoặc đưa các TTTM vận hành ổn định vào REIT (khi khung pháp lý REIT Việt Nam hoàn thiện). Đây là nguồn giá trị tiềm năng lớn cho cổ đông dài hạn.

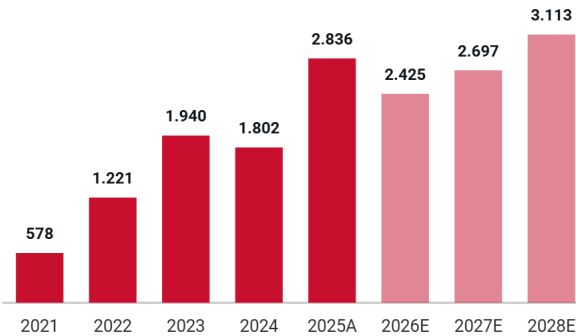
Tăng trưởng tiêu dùng bền vững

Tổng bán lẻ 2025 đạt 7.009 nghìn tỷ đồng (+9,2%). Tầng lớp trung lưu mở rộng, đô thị hóa tăng tốc, thu nhập bình quân đầu người cải thiện đều là nền tảng hỗ trợ nhu cầu mua sắm tại TTTM tăng bền vững trong trung và dài hạn, tạo tiền đề cho VRE tăng giá thuê đều đặn ~5–7%/năm với khách thuê.

4.2. Dự phóng kết quả kinh doanh (TCA)

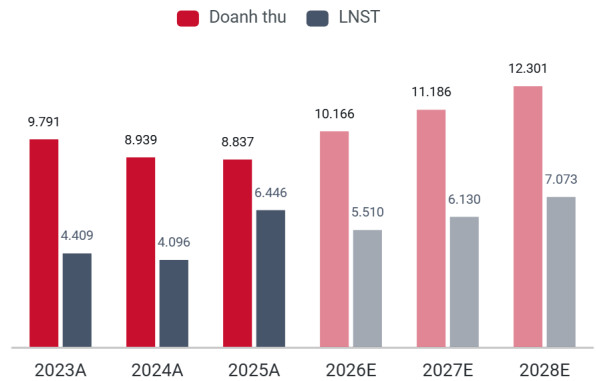
■ EPS lịch sử & dự phóng

Đồng / cổ phiếu · Nguồn: TCA



■ Doanh thu & LNST dự phóng

Tỷ đồng · Nguồn: TCA, TCBS tính toán



* 2025A bao gồm lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động đầu tư bất động sản, tập trung chủ yếu tại Q4/2025. Nguồn dự phóng: TCA, TCBS tính toán từ EPS và biên lợi nhuận chiểu.

Chỉ tiêu	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Doanh thu (tỷ đồng)	9.791	8.939	8.837	10.166	11.186	12.301
Tăng trưởng DT	+33,0%	-8,7%	-1,1%	+15,1%	+10,0%	+10,0%
LNST (tỷ đồng)	4.409	4.096	6.446*	5.510	6.130	7.073
EPS (đồng)	1.940	1.802	2.836*	2.425	2.697	3.113
Tăng trưởng EPS	+58,8%	-7,1%	+57,4%*	-14,5%	+11,2%	+15,4%
ROE (%)	12,4	10,3	14,3*	10,8	10,8	11,1
P/E (x) tại giá hiện tại	12,0	9,5	11,9	12,2	11,0	9,5
P/B (x)	1,4	0,9	1,6	1,2	1,1	1,0

4.3. Rủi ro chính

Rủi ro 1 – Thương mại điện tử và thay đổi hành vi tiêu dùng

Thương mại điện tử tiếp tục tăng trưởng ~25%/năm và chiếm ~20% tổng bán lẻ 2025. Nếu xu hướng này tăng tốc, các danh mục khách thuê thời trang, điện tử tại TTTM sẽ chịu áp lực giảm đơn thuê hoặc tỷ lệ lấp đầy. Tuy nhiên, xu hướng experiential retail và F&B tăng tỷ trọng là đối trọng quan trọng giảm thiểu rủi ro này đối với VRE.

Rủi ro 2 – Cạnh tranh gia tăng tại các thành phố lớn

Đặc biệt **Aeon Mall đang mở rộng nhanh** (8 điểm, mỗi điểm hút 6–10 triệu khách/năm) với mô hình điểm đến vượt trội về trải nghiệm. Thực tế 2026 cho thấy lưu lượng khách dịch chuyển từ một số TTTM cũ của VRE sang Aeon. Cùng áp lực thương mại điện tử (+15–20%/năm), đây là rủi ro thực với giá thuê và lấp đầy của các Vincom Plaza/Center kém hấp dẫn, đòi hỏi VRE đẩy mạnh nâng cấp tài sản và trải nghiệm.

Rủi ro 3 – Áp lực dòng tiền giai đoạn đầu tư lớn

Nợ vay dài hạn tăng từ 2.523 tỷ (2024) lên 6.380 tỷ (2025) và dự kiến tiếp tục tăng khi pipeline mở mới ~214.000 m² GFA giải ngân trong 2026–2028. Chi phí lãi vay sẽ gia tăng áp lực lên lợi nhuận, đặc biệt trong giai đoạn trước khi Mega Mall mới đạt breakeven. EPS 2026E dự kiến giảm 14,5% so với 2025A (chuẩn hóa sau khoản bất thường).

Rủi ro 4 – Phụ thuộc hệ sinh thái Vingroup

~90% pipeline Mega Mall gắn với các dự án đại đô thị Vinhomes. Tiến độ bàn giao mặt bằng từ Vinhomes, hiệu suất dân cư lân cận và sức mạnh thương hiệu Vingroup đều ảnh hưởng trực tiếp đến traffic và tenant mix của VRE. Rủi ro tập trung cao vào một nhóm dự án/khu vực địa lý (TP.HCM) cũng cần theo dõi.

4.4. Định giá tham chiếu

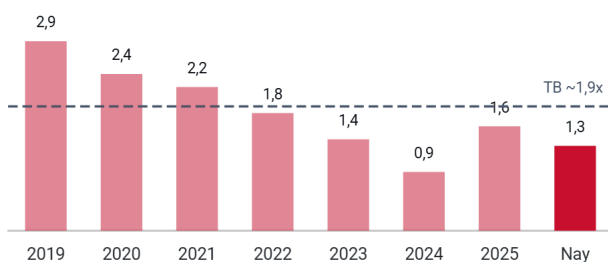
Tại mức giá ~29.600 đồng/CP (09/06/2026), VRE giao dịch ở **P/E 9,8x** và **P/B 1,3x**. Cần lưu ý P/E 9,8x là mức "rẻ ảo": EPS 2025 (2.836 đồng) đã được nâng bởi khoản lãi bất thường ~1.900 tỷ từ chuyển nhượng Vincom Nguyễn Chí Thanh. Nếu loại khoản này, **EPS chuẩn hóa khoảng 2.000 đồng và P/E chuẩn hóa vào khoảng 14–15x**. Do VRE là doanh nghiệp sở hữu tài sản nặng, **P/B là thước đo định giá có ý nghĩa hơn P/E**.

So với chính VRE trong quá khứ — giai đoạn 2018–2021, VRE giao dịch ở P/E rất cao (25–52x) và P/B 2,2–2,9x, phản ánh kỳ vọng tăng trưởng mạnh khi liên tục mở mới TTTM. Từ 2022, thị trường định giá lại về vùng thấp do lo ngại thương mại điện tử và giai đoạn đầu tư nặng. Hiện tại, **P/B 1,3x thấp hơn ~31% so với mức trung bình 8 năm (~1,9x)** và chỉ nhỉnh hơn đáy lịch sử 0,9x (2024) — như biểu đồ và bảng dưới đây. Với ROE đã phục hồi lên 14,3% cùng danh mục tài sản có giá trị ẩn lớn, mức P/B hiện tại tạo **biên an toàn rõ rệt** cho nhà đầu tư dài hạn.

So với doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới — trên cơ sở P/E chuẩn hóa (~14–15x), VRE giao dịch ngang bằng mặt bằng các nhà vận hành TTTM lớn khu vực và toàn cầu (Simon Property 14,2x, CapitaLand 17,0x, Central Pattana 14,9x — chi tiết ở bảng so sánh quốc tế bên dưới), không còn là mức chiết khấu sâu như con số báo cáo 9,8x gợi ý. Tuy nhiên, xét về **P/B (1,3x) — thước đo phù hợp hơn cho mô hình sở hữu tài sản — VRE nằm ở vùng thấp**, dưới Central Pattana (4,4x) và SM Prime (1,7x), đồng thời thấp hơn chính lịch sử của mình. **Kết luận:** VRE không đắt; định giá P/B dưới trung bình lịch sử cùng giá trị tài sản ẩn tạo đệm an toàn, còn động lực tái định giá phụ thuộc vào tiến độ đưa pipeline Mega Mall vào vận hành giai đoạn 2026–2028. **Đây là nhận định tham chiếu, không cấu thành khuyến nghị mua/bán.**

■ **Định giá P/B của VRE qua các năm**

lần · theo giá cuối năm



Năm	P/E	P/B	ROE
2021	52,0	2,2	4,4%
2022	21,5	1,8	8,7%
2023	12,0	1,4	12,4%
2024	9,5	0,9	10,3%
2025	11,9	1,6	14,3%
Hiện tại	9,8	1,3	14,3%

Nguồn: TCBS TCA

Doanh nghiệp vận hành TTTM	Quốc gia	P/E (x)	P/B (x)
Simon Property Group	Mỹ	14,2	n/a*
CapitaLand Integrated Trust	Singapore	17,0	~1,0
Central Pattana (CPN)	Thái Lan	14,9	4,4
SM Prime Holdings	Philippines	~13	1,7
Vincom Retail (VRE)	Việt Nam	14–15**	1,3

Nguồn: Bloomberg, Morningstar, GuruFocus, companiesmarketcap (T6/2026). (*) P/B của Simon Property không phản ánh đúng do mua lại cổ phiếu lớn. (**) P/E VRE đã chuẩn hóa loại khoản lãi bất thường; P/E báo cáo là 9,8x.

4.5. Phân tích kịch bản 2026–2028

Ba kịch bản dựa trên tốc độ đưa pipeline Mega Mall vào vận hành và sức cầu tiêu dùng

Biến số quyết định kết quả kinh doanh trung hạn của VRE là **tốc độ và hiệu suất đưa pipeline mở mới ~214.000 m² GFA vào vận hành**, bên cạnh sức cầu tiêu dùng nội địa. Trên cơ sở dự phóng kịch bản cơ sở của TCA, dưới đây là ba kịch bản tham chiếu cho năm 2027:

Kịch bản	Giả định chính	Doanh thu 2027	LNST 2027
Tích cực	Mega Mall lấp đầy nhanh, giá thuê tăng >7%/năm, tiêu dùng mạnh	~12.300	~6.900
Cơ sở (TCA)	Pipeline vận hành đúng tiến độ, giá thuê tăng 5–7%/năm	11.186	6.130
Thận trọng	Pipeline chậm, áp lực thương mại điện tử, tiêu dùng yếu	~10.300	~5.400

Đơn vị: tỷ đồng. Kịch bản cơ sở theo dự phóng TCA; kịch bản tích cực/thận trọng do TCBS Research ước tính cho mục đích tham khảo.

Khoảng cách giữa kịch bản tích cực và thận trọng (~LNST 5.400–6.900 tỷ năm 2027) cho thấy **đòn bẩy lớn của VRE vào tiến độ pipeline**. Điểm tích cực là phần lớn rủi ro nằm ở yếu tố tiến độ (có thể theo dõi qua lịch khai trương từng Mega Mall) hơn là rủi ro nền tảng kinh doanh – danh mục 90 TTTM hiện hữu vẫn tạo dòng tiền ổn định làm "sàn" cho kết quả. Với bảng cân đối gần như không nợ và giá trị tài sản ẩn lớn, ngay cả ở kịch bản thận trọng, rủi ro suy giảm giá trị nội tại của VRE là thấp – củng cố luận điểm biên an toàn từ định giá P/B hiện tại.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Miễn trừ trách nhiệm:

Báo cáo này do Bộ phận Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương ("TCBS") thực hiện, với sự hỗ trợ của các công cụ trí tuệ nhân tạo (AI) trong quá trình tổng hợp, phân tích và biên soạn nội dung. Toàn bộ thông tin sử dụng trong báo cáo được lấy từ những nguồn mà TCBS đánh giá là có cơ sở tin cậy tại thời điểm phát hành. Tuy vậy, TCBS không đưa ra bất kỳ cam kết hay bảo đảm nào, dù rõ ràng hay ngầm hiểu, về tính chính xác, tính trung thực, tính đầy đủ hay tính cập nhật của các thông tin nêu trên. Người đọc được khuyến nghị tự thực hiện kiểm chứng và đánh giá độc lập trước khi tin cậy hoặc sử dụng các thông tin này.

Các thông tin, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh đánh giá của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. TCBS không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi, bổ sung báo cáo hoặc thông báo cho người đọc khi có bất kỳ thông tin hay nhận định nào thay đổi sau thời điểm phát hành. Nội dung báo cáo nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo không cấu thành tư vấn đầu tư, không phải là đề nghị bán cũng không phải lời mời chào mua đối với bất kỳ chứng khoán nào. Người đọc cần cân nhắc mức độ phù hợp của các nhận định trong báo cáo với nhu cầu và mục tiêu đầu tư cá nhân của mình, đồng thời nên tham vấn ý kiến của các chuyên gia tư vấn chuyên nghiệp (bao gồm tư vấn thuế khi cần thiết) và chủ động thu thập đầy đủ thông tin liên quan trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Giá và giá trị của các chứng khoán hay doanh nghiệp được đề cập, cũng như thu nhập phát sinh từ đó, có thể biến động do điều kiện thị trường, quy định pháp luật và nhiều yếu tố khác. Hiệu quả đầu tư trong quá khứ không phải là chỉ báo cho kết quả trong tương lai và rủi ro mất vốn vẫn luôn hiện hữu.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS cùng các bên có liên quan sẽ không chịu trách nhiệm pháp lý dưới bất cứ hình thức nào đối với những tổn thất hay thiệt hại phát sinh từ hoặc liên quan đến việc sử dụng hay dựa vào các thông tin và quan điểm trình bày trong báo cáo.

Báo cáo này thuộc quyền sở hữu của TCBS và chỉ được phát hành riêng cho người đọc cụ thể được TCBS xác định trong thông báo, thư điện tử hoặc thư gửi kèm. Mọi hình thức tiết lộ, sao chép, trích dẫn, chuyển nhượng hay phân phối lại toàn bộ hoặc một phần nội dung báo cáo đều phải có chấp thuận trước bằng văn bản của TCBS.