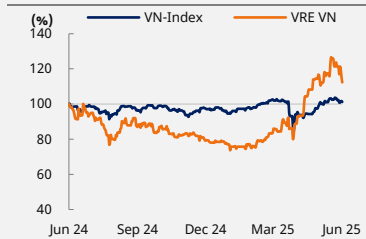


(Duy trì)	Tăng Tỷ Trọng
Giá mục tiêu (VND)	▲ 28,362
Thị giá (06/16/25, VND)	24,200
LNKV	17%

LNNT (25F, tỷ)	5,073
LNNT đồng thuận (25F, tỷ)	5,305
Tăng trưởng EPS (25F, %)	0.8
Tăng trưởng EPS của Index(25F, %)	N/A
P/E (25F, x)	16.3
P/E Index (x)	12.6
VN-Index	1,315
Vốn hóa (tỷ đồng)	59,307
SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	2,272
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	39.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	18.6
Beta (12T)	1.06
Thấp nhất 52 tuần (đồng)	16,100
Cao nhất 52 tuần (đồng)	27,700

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.6	41.5	13.1
Tương đối	-1.0	37.3	12.1



Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

Quan Ton

quan.td@miraeasset.com.vn

Vincom Retail JSC

Triển vọng ổn định với tỷ lệ lấp đầy hồi phục

Cập nhật KQKD Quý 1/2025: Kinh tế Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong quý 1/2025, với GDP tăng 6,9% svck, lạm phát cơ bản vẫn trong xu hướng giảm từ mức hơn 4% trong Q1/2023 về 2.9% trong Q1/2025. Đặc biệt, lượng khách quốc tế và nội địa cùng hồi phục, hỗ trợ tổng giá trị bán lẻ hàng hóa lên mức tăng 11.1% trong T3/2025. Vincom Retail (VRE) ghi nhận doanh thu thuần Quý 1/2025 đạt 2.131 tỷ (-5,5% svck; 22% KHKD). Biên lãi gộp duy trì ở 56,4% (sv. Q1/24: 55,7%) với lợi nhuận gộp đạt 1.202 tỷ (-4,2% svck). Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/ doanh thu giảm về 8,1% (sv Q1/24: 9,2%), đưa lợi nhuận hoạt động đạt 1.412 tỷ đồng (+5,2% svck). Lợi nhuận trước thuế đạt 1.476 tỷ (+7,9% svck), lợi nhuận sau thuế 1.177 tỷ (+8,8% svck, 25% KHKD).

Dự kiến ra mắt 03 trung tâm thương mại (TTTM) mới trong năm 2025: Trên kế hoạch "Bứt phá trong kỷ nguyên mới", VRE kỳ vọng đưa tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) vượt qua ngưỡng 1,9 triệu m² thông qua bổ sung gần 120.000 m² GFA với việc ra mắt 03 TTTM mới. Đầu tiên, dự án Vincom Mega Mall Ocean City (Hưng Yên) sẽ chính thức đi vào hoạt động vào tháng 7/2025 với quy mô 53.200 m², tương đương khoảng 3 % danh mục hiện hữu. Tiếp đó, Vincom Mega Mall Vũ Yên (Hải Phòng) dự kiến hoàn tất trong Q3/2025, bổ sung thêm 47.600 m², chiếm khoảng 2,6 % tổng GFA. Cuối cùng, Vincom Plaza Vinh (Nghệ An) với 19.000 m² sẽ khai trương vào Q4/2025, góp thêm khoảng 1 % diện tích cho hệ thống.

Mảng bàn giao BĐS shophouse có thể nhận cọc cuối 2025, và đủ điều kiện ghi nhận doanh thu trong 2026: Dự án shophouse Vinhomes Royal Island tại Hải Phòng có tổng diện tích sàn có thể bán (NSA) lên tới 85.600 m², với khoảng 1.000 căn shophouse được phát triển và tổng chi phí đầu tư ước tính khoảng 4,8 nghìn tỷ. Trong khi đó, Vinhomes Golden Avenue ở Quảng Ninh được thiết kế với khoảng 24.200 m² NSA, dự kiến cung cấp khoảng 280 căn shophouse, với tổng chi phí phát triển là 1,3 nghìn tỷ. Cả hai dự án sẽ được ra mắt vào nửa cuối 2025 và bàn giao trong năm 2026.

Định giá: Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng đối với cổ phiếu VRE với mức GMT 28.362 VND/cp (tương ứng P/E dự phóng 16.3x), dựa trên ba động lực chính:

- (1) Tỷ lệ lấp đầy bình quân liên tục cải thiện lên mức 86,1% cuối Q1/25 (Q1/24: 82,8%; Q4/24: 85,4%) và còn dư địa cải thiện ở 5 TTTM mở trong 2024 đang dần ổn định
- (2) Động lực tăng trưởng chính trong 2025 của VRE đến từ việc khai trương thêm 03 TTTM (thêm ~120.000 m² GFA) từ 2H25.
- (3) Mảng chuyển nhượng shophouse được kỳ vọng tạo đột biến doanh thu vượt 10 nghìn tỷ từ hai dự án tại Vũ Yên & Quảng Ninh, bắt đầu ghi nhận từ 2026.

FY (31 Dec)	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,791	8,939	9,214	12,611	12,635
LNHD (tỷ đồng)	5,382	4,720	4,852	7,079	7,403
Biên LNHD (%)	55.0	52.8	52.7	56.1	58.6
LNNT (tỷ đồng)	5,526	5,133	5,073	7,391	7,713
LNST (tỷ đồng)	4,409	4,096	4,059	5,913	6,170
EPS (VND)	1,893	1,759	1,743	2,539	2,649
ROE (%)	11.7	9.8	8.8	11.4	10.6
P/E (x)	15.0	16.1	16.3	11.2	10.7
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	47,654	55,226	59,732	67,865	74,901

Chú thích: LNST - Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Securities Research ước tính

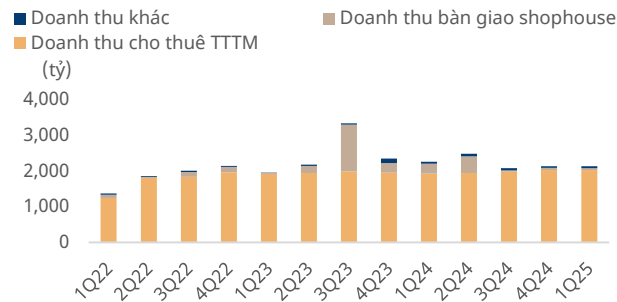
BĐS thương mại hồi phục rõ rệt

Tỷ lệ hấp thụ cải thiện, biên vẫn giảm nhẹ

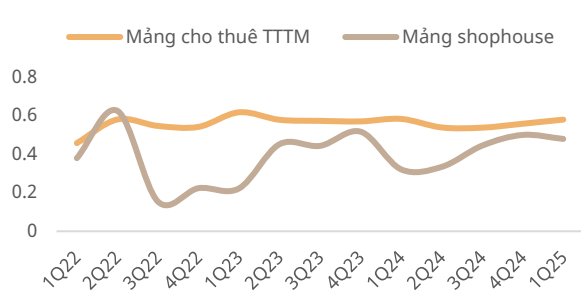
Chỉ số	Đơn vị	Q1/25	Q1/24	Thay đổi (%)	Biên LN gộp	
Doanh thu	tỷ	2,131	2,256	-5.5%		
Cho thuê TTTM	tỷ	2,026	1,928	+5.1%		
• Tổng diện tích sàn	Triệu m²	1,847	1,747	+5.3%		
• Tỷ lệ lấp đầy	%	86.1	82.8	+3.3 pts		
Bàn giao BĐS	tỷ	48	276	-82.6%		
Mảng khác	tỷ	57	50	+13.6%		
LN gộp					Q1/25	Q1/24
Thuê TTTM	tỷ	1,174	1,124	4.4%	57.9%	58.3%
Bàn giao BĐS	tỷ	23	89	-74.2%	47.9%	32.2%
Mảng khác	tỷ	5	-24	-120.8%	8.8%	48.0%
NOI	tỷ	1,509	1,406	+7.3%		
EBITDA	tỷ	1,412	1,341	+5.2%		
LNST (CĐ kiểm soát)	tỷ	1,177	1,083	+8.8%		

Trong quý 1/2025, Vincom Retail (VRE) ghi nhận đà phục hồi rõ nét từ mảng cho thuê TTTM, chiếm 95% tổng doanh thu. Tỷ lệ lấp đầy toàn hệ thống đạt 86,1%, mức cao nhất kể từ đầu 2023, phản ánh sự cải thiện đáng kể về nhu cầu thuê. Các TTTM cao cấp như Vincom Center (VCC) và Mega Mall (VMM) tiếp tục duy trì tỷ lệ lấp đầy trên 90%, trong khi tỷ lệ này tại Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+) lần lượt cải thiện lên 82,1% và 77,7%, nhờ các chương trình tái cơ cấu và lực cầu phục hồi tại các đô thị vệ tinh. Trong năm 2024, VRE lần lượt ra mắt 05 TTTM mới gồm VMM Grand Park Q9, 03 VCP (quý 3) và VCP Hà Giang (quý 4) – đồng thời thực hiện tái cải tạo nhiều mặt bằng, giúp nâng hiệu suất khai thác. Lợi nhuận hoạt động (NOI) trong Q1/25 đạt 1.509 tỷ (+7,3% svck), cho thấy các dự án mới đang từng bước ổn định biên lợi nhuận sau khi đi vào vận hành. Ở chiều ngược lại, doanh thu bàn giao BĐS giảm mạnh còn 48 tỷ (-82,6% svck) do thiếu nguồn cung mới. LNST trong kỳ đạt 1.177 tỷ (+8,8% svck), hoàn thành 25% kế hoạch năm.

Hình 1. Doanh thu từ các mảng



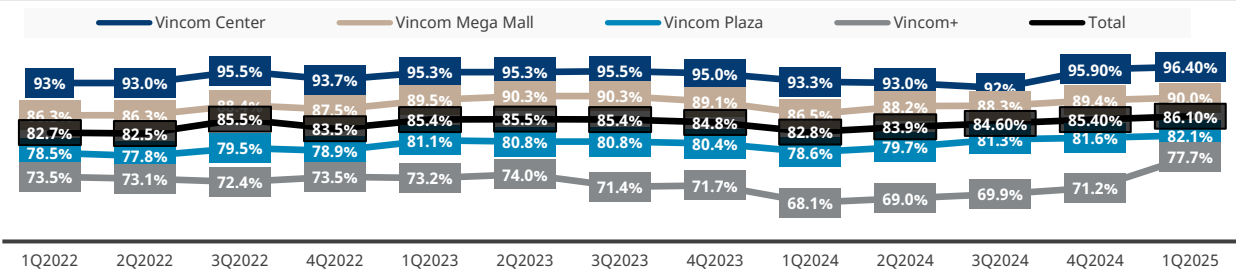
Hình 2. Biên LN gộp thuê TTTM ổn định



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

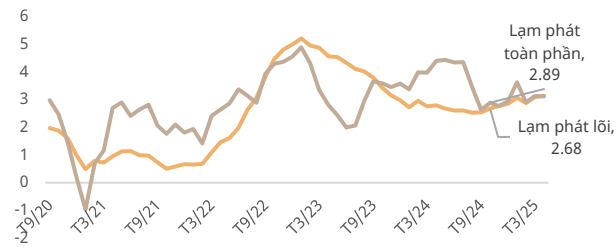
Hình 3. Tỷ lệ lấp đầy tăng liên tục trong 4 quý gần nhất, đặc biệt nhờ đóng góp từ Vincom+ (%)



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

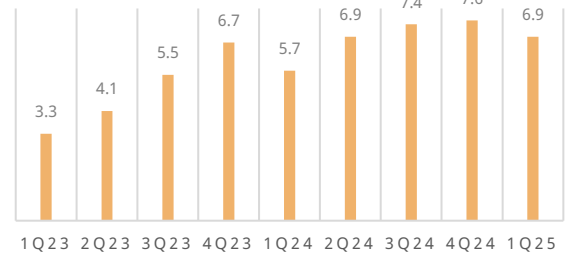
Môi trường vĩ mô khởi sắc: BĐS bán lẻ TP. HCM và Hà Nội hồi phục

Hình 4. Lạm phát tiếp tục cải thiện, nhưng vừa tăng trở lại trong Q1/25



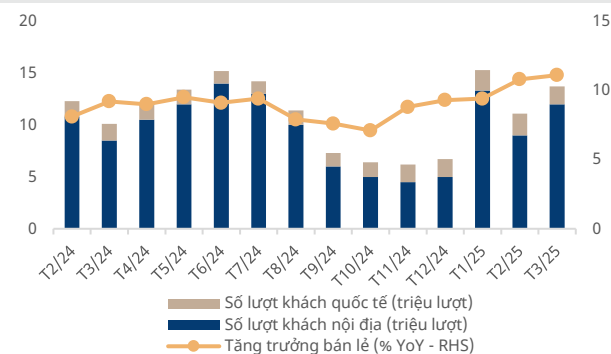
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 5. Tăng trưởng GDP hàng quý (% svck)



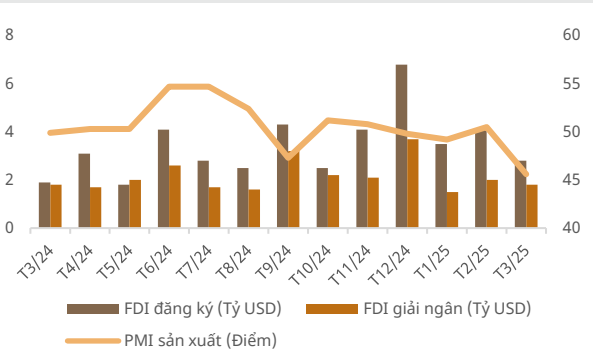
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6. Lưu lượng khách nội địa hồi phục, doanh số bán lẻ tăng 11% trong Q1/25



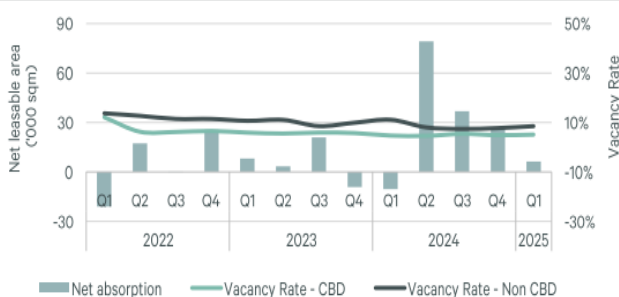
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 7. PMI sản xuất và FDI giảm do lo ngại thuế quan



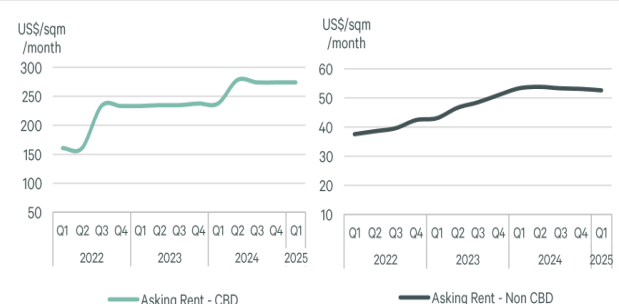
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. Tỷ lệ lấp đầy ở HCM ổn định, diện tích hấp thụ ròng thấp do nguồn cung thấp



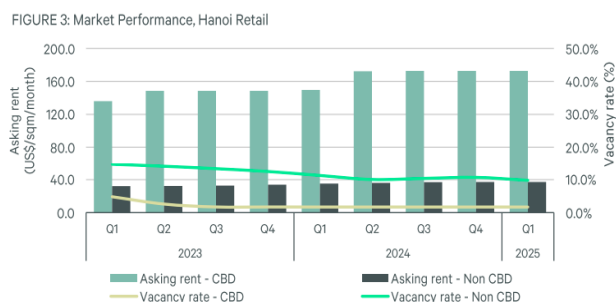
Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 9. Giá thuê mặt bằng tại TP.HCM khó tăng trong ngắn hạn



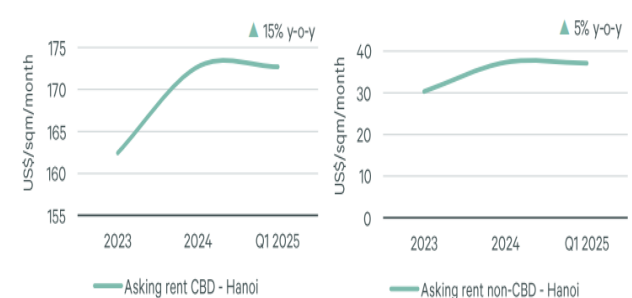
Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 10. Tỷ lệ lấp đầy ở Hà Nội tiếp tục tăng



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 11. Giá cho thuê ở Hà Nội hạ nhiệt



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

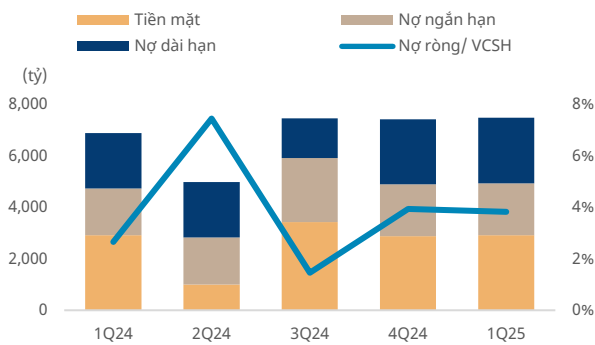
Bảng cân đối đủ lực để triển khai các dự án trong 2025 & 2026

Tập trung nguồn lực cho các dự án shophouse:

Về cấu trúc vốn, nợ vay của VRE đầu 2025 ở mức 4.564 tỷ (tăng nhẹ so với 4.533 tỷ cuối 2024), trong đó nợ ngắn hạn 2.014 tỷ (chủ yếu trái phiếu 1.992 tỷ với lãi suất thả nổi 9,38–9,78%/năm, đáo hạn tháng 8/2025) và nợ dài hạn 2.549 tỷ (bao gồm 2.377 tỷ vay ngân hàng và 171 tỷ vay từ bên liên quan). Phải trả khác ngắn hạn tăng vọt lên 4.173 tỷ (so với 969 tỷ cuối 2024) do 3.300 tỷ tiền đặt cọc các dự án shophouse. Trước đó, khoản mục này được ghi dài hạn và nay chuyển sang ngắn hạn, đối ứng với mức giảm của mục phải trả khác dài hạn còn 1.510 tỷ (từ 4.663 tỷ).

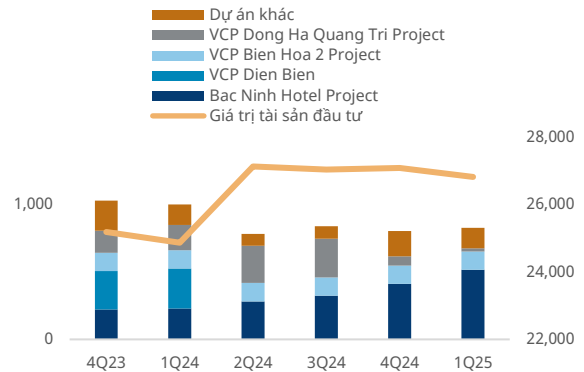
Tiền và tương đương tiền duy trì quanh 3.011–3.042 tỷ, giúp nợ ròng/VCSH vẫn ổn định ở mức 3,5% (so với âm 3,3% cuối 2023 và 3,6% cuối 2024). Tại thời điểm cuối Q1/2025, tài sản ngắn hạn khác đi ngang ở mức 6.854 tỷ, trong đó bao gồm 5.480 tỷ tiền đặt cọc cho các bên liên quan (VIC và VHM) để nhận bàn giao TTTM trong tương lai, và 1.374 tỷ đặt cọc cho đối tác thứ ba. Tài sản dài hạn khác ổn định ở mức 14.198 tỷ, song có sự chuyển dịch cấu trúc nội bộ: khoản đặt cọc cho VIC và VHM giảm 1.472 tỷ xuống 12.726 tỷ, trong khi khoản dành cho đối tác thứ ba tăng tương ứng.

Hình 12. Nợ, tiền mặt hàng quý



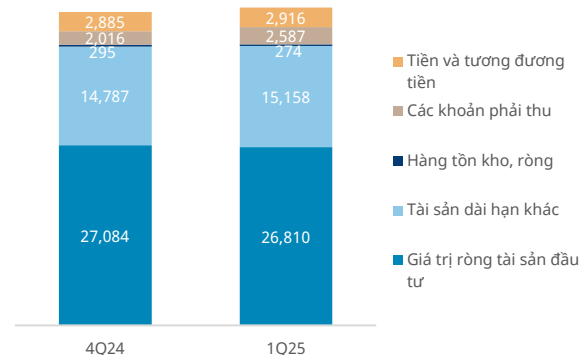
Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 13. Giá trị xây dựng cơ bản dở dang (tỷ)



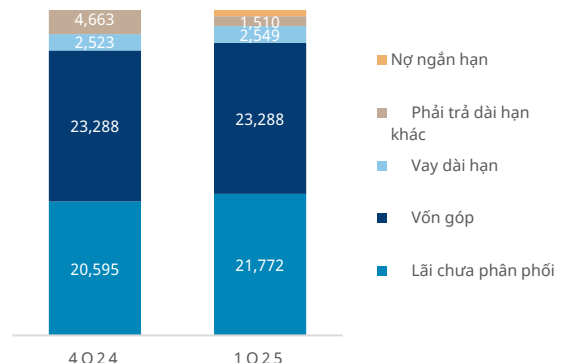
Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 14. Nợ, tiền mặt hàng quý



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 15. Cấu trúc nợ & VCSH



Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng & Định giá

3 TTTM mới (tổng cộng 120.000 m² GFA) sẽ mở trong 2H25

Giá mục tiêu đối với VRE cập nhật tăng lên VNĐ28.362/CP (từ VNĐ24,100/CP), tương ứng với P/E dự phóng 2025 là 16.3x. Nguyên nhân cho việc điều chỉnh GMT đến từ hai giả định chính, bao gồm: (1) tính ổn định trong vận hành tại các TTTM hiện hữu và (2) Thu nhập từ chuyển nhượng shophouse sẽ tích cực hơn từ năm 2026.

Chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê năm 2025 tăng khoảng 9% svck đến từ việc: (1) giá thuê bình quân kỳ vọng tăng 2–3% và (2) 5 TTTM đã mở trong 2024 tăng tỷ lệ lấp đầy duy trì quanh ngưỡng 85–86%. Với 3 TTTM mới trong 2H25, VMM Ocean City và Vũ Yên có thể cần 3–4 quý để đạt công suất thuê tối ưu, gây áp lực lên biên lợi nhuận vận hành trong ngắn hạn. Trong năm 2026, mức tăng trưởng lợi nhuận có thể phụ thuộc đáng kể vào mảng shophouse, với lợi nhuận gộp ước tính khoảng 1.575 tỷ từ việc bàn giao một phần trong hai dự án Royal Island và Golden Avenue. Con số này dựa trên giả định biên lợi nhuận gộp khoảng 45%, tham chiếu từ biên lợi nhuận thực tế trong giai đoạn 2022–2023 (44,7%–48%). Tuy nhiên, thực tế có thể dao động tùy vào tiến độ dự án, tình hình cung- cầu của thị trường BĐS.

Bảng 1. Dự phóng 2025 & 2026

		ĐV	2024	2025F	2026F	Ghi chú
Cho thuê TTTM						
•	Doanh thu	Tỷ	7,878	8,600	9,100	• 2024: đã bao gồm 5 TTTM mới mở trong năm. • 2025: cải thiện do tỷ lệ hấp thu tăng tại 5 TTTM bao gồm 4 VCP và 1 VMM GrandPark Q9 mở giữa 2024; + và 3 TTTM sẽ mở từ 3Q25. • 2026: tăng thêm ~8% (TTTM mở năm 2025 ổn định).
•	GFA	Triệu m²	1,841	1,961*	1,961	2024: 1,841 (đã gồm TTTM mở giữa 2024). 2025*: +120 (3 TTTM mở từ 3Q25). • VMM Ocean City (Hưng Yên, 53,2 nghìn m² GFA, 07/2025) • VMM Vũ Yên (Hải Phòng, 44,5 nghìn m², 3Q25) • VCP Vinh (Nghệ An, 19,2 nghìn m², 4Q25)
•	LN gộp	Tỷ		4,816	5,278	Giữ nguyên biên LN ~56-58% giai đoạn 2025–2026
Bàn giao BĐS shophouse						
•	Doanh thu	Tỷ		200	3.500	- Dự án Royal Island & Golden Avenue: tổng số căn: 1,280 căn shophouse tổng doanh thu ~10.000 tỷ (giá bán 80–100 triệu VND/m²) - 2026: ghi nhận 35% = 3.500 tỷ (còn lại 65 % ~6500 tỷ) - 2025: có thể thu cọc, không ghi doanh thu
•	LN gộp	Tỷ		96	1.575	Biên LN gộp ~45 %. 2026F = 3.500 tỷ × 45 %

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Chú thích*: GFA cuối năm 2025 trong trường hợp 3 TTTM hoàn thành đúng tiến độ trong 2025

Bảng 2. Định giá

Chi phí vốn		Định giá DCF	
Chi phí vốn chủ sở hữu	10.2%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.5%
• Lãi suất phi rủi ro	4.5%	Giá trị hiện tại dòng tiền GD tăng trưởng	1,998 tỷ
• Beta	1.06	Giá trị hiện tại của GD bảo hòa	52,635 tỷ
• Premium rủi ro vốn chủ sở hữu (ERP)	5.4%	Giá trị doanh nghiệp	63,473 tỷ
Chi phí nợ	11.3%	(+) Tiền mặt & tương đương	8,571 tỷ
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu (E/V)	88%	(-) Nợ (ngắn hạn + dài hạn)	5,993 tỷ
Tỷ lệ nợ (D/V)	12%	(-) Phần lợi ích cổ đông thiểu số	0.563 tỷ
WACC	11.3%	Giá trị vốn chủ (dựa trên FCFF)	66,050 tỷ
		Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	2,327
		Định giá (cổ phiếu)	VND28,362

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 16. Cập nhật các dự án TTTM sẽ mở trong 2025**03 new shopping malls****Vincom Mega Mall Ocean City**

- Location: Hung Yen
- Expected Opening: July 2025
- Retail GFA: 53,200 sqm

Vincom Mega Mall Vu Yen

- Location: Hai Phong
- Expected Opening: 3Q2025
- Retail GFA: 44,500 sqm

Vincom Plaza Vinh

- Location: Nghe An
- Expected Opening: 4Q2025
- Retail GFA: 19,200 sqm

02 new shophouse-for-sale projects

- ✓ Acquired commercial units for sales to replenish shophouse inventory
- ✓ Enhance for-sale value through conceptualizing commercial street model

Vinhomes Royal Island

- Location: Hai Phong
- NSA²: 85,600 sqm
- # Units: c.1,000
- Development Cost: VND 4.8 trillion

Vinhomes Golden Avenue

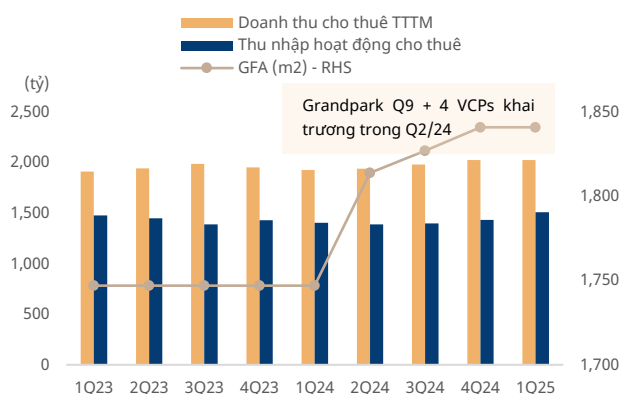
- Location: Quang Ninh
- NSA²: 24,200 sqm
- # Units: c.280
- Development Cost: VND 1.3 trillion

Expected Schedule

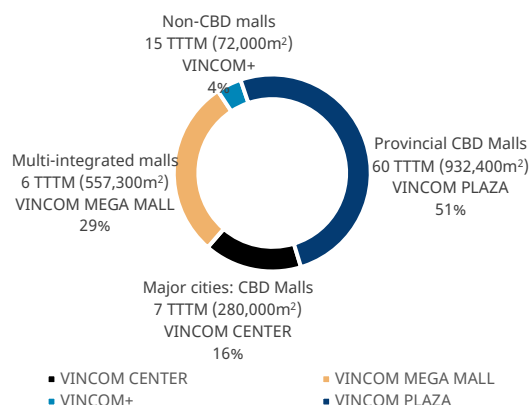
- Launch: 2H2025
- Delivery: 2026

Note: Pictures for illustrative purpose only. 1. Gross floor area, rounded to the nearest hundred. 2. Net saleable areas, rounded to the nearest hundred.

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 17. Xu hướng LNST

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 18. Danh mục TTTM hiện hữu (1Q25)

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 19. Kế hoạch doanh thu & LNST so với thực tế

Kế hoạch		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
		Trước đại dịch COVID-19	Kế hoạch bị ảnh hưởng bởi đại dịch	Tác động mạnh bởi giãn cách	Tái khởi động	Phục vụ nhu cầu mạnh mẽ	Tập trung vào hoạt động cho thuê	Ổn định biên LN
Doanh thu	• KH	9,000	9,500	9,000	8,000	10,350	9,500	9,520
	• Thực tế	9,259	8,329	5,891	7,361	9,791	8,939	
LNST	• KH	2,800	3,000	2,500	2,400	4,680	4,400	4,700
	• Thực tế	2,851	2,382	1,315	2,776	4,409	4,096	
Chênh lệch								
• Doanh thu		2.9%	-12.3%	-34.5%	-8.0%	-5.4%	-5.9%	
• LNST		1.8%	-20.6%	-47.4%	15.7%	-5.8%	-6.9%	

Nguồn: VRE, Mirae Asset Vietnam Research

Vincom Retail JSC

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9,791	8,939	9,214	12,611
Giá vốn hàng bán	(4,445)	(4,184)	(4,010)	(4,706)
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	5,204	7,906
Chi phí bán hàng & quản lý DN	(439)	(642)	(553)	(757)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	5,382	4,720	4,852	7,079
Lợi nhuận hoạt động tài chính	816	948	432	308
Lợi nhuận từ công ty con				
Lợi nhuận trước thuế	5,526	5,133	5,073	7,391
Thuế TNDN	1,105	1,124	1,015	1,478
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	4,409	4,096	4,059	5,913
Lợi nhuận từ hoạt động không tiếp tục				
Lợi nhuận sau thuế	4,409	4,096	4,058	5,912
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4,409	4,096	4,059	5,913
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	0.2	-	0.6	0.4
EBITDA	6,020	5,152	5,782	8,207
FCF (Dòng tiền tự do)	3,382	3,726	3,849	5,425
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	61.5%	57.6%	62.8%	65.1%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	55.0%	52.8%	52.7%	56.1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	45.0%	45.8%	44.1%	46.9%

Bảng Lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	3,892	758	6,686	7,235
LNTT	5,526	5,133	5,073	7,391
Chi phí không bằng tiền	727	464	4,813	562
Khấu hao	1,454	1,379	1,361	1,436
Khấu trừ	87	239	10	(3)
Khác	(727)	(915)	3,452	(874)
Thay đổi vốn lưu động	(1,559)	(3,113)	861	1,082
Tăng giảm phải thu	(1,294)	(6,408)	230	60
Tăng giảm tồn kho	544	345	28	(243)
Tăng giảm phải trả	(808)	2,950	603	1,265
Thuế TNDN	(576)	(1,274)	(1,015)	(1,478)
LCTT hoạt động đầu tư	(7,521)	(2,463)	(2,460)	(1,147)
Tăng giảm Tài sản cố định	(7,505)	-	(2,978)	-
Tăng giảm Tài sản vô hình				
Tăng giảm Tài sản tài chính	1,088	1,088	-	-
Khác				
LCTT hoạt động tài chính	711	-	1,004	-
Thay đổi nghĩa vụ tài chính	(51)	(51)	-	-
Phát hành cổ phiếu	(99)	(99)	(146)	(36)
Cổ tức	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-
LCTT trong kỳ	(2,918)	(1,217)	5,687	6,451
Số dư đầu kỳ	7,020	4,102	2,885	8,572
Số dư cuối kỳ	4,102	2,885	8,572	15,022

Source: Company data, Mirae Asset Securities Research estimates

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	10,535	10,036	12,312	14,583
Tiền và tương đương tiền	7,020	4,102	2,885	8,572
Phải thu ngắn hạn	1,404	1,613	2,016	1,003
Tồn kho	1,178	640	295	1,404
Khác	932	3,682	7,116	3,605
Tài sản dài hạn	32,166	37,617	42,914	45,149
Đầu tư công ty con	-	-	-	-
Tài sản cố định hữu hình	407	387	203	200
Tài sản cố định vô hình	11	26	19	16
Tổng tài sản	42,701	47,654	55,226	59,732
Nợ ngắn hạn	5,819	4,473	5,921	6,163
Phải trả ngắn hạn	1,886	1,618	1,431	2,335
Vay nợ ngắn hạn	1,065	20	2,010	860
Nợ ngắn hạn khác	2,868	2,835	2,480	2,968
Nợ dài hạn	3,457	5,354	7,383	7,678
Nợ vay dài hạn	2,121	3,916	2,523	5,133
Nợ dài hạn khác	1,336	1,438	4,860	2,545
Tổng nợ	9,276	9,827	13,304	13,841
Vốn chủ sở hữu	33,425	37,827	41,923	45,891
Vốn góp chủ sở hữu	33,425	37,827	41,923	45,891
Cổ phiếu quỹ	47	47	47	47
Lợi nhuận giữ lại	12,065	16,476	20,595	24,563
Khác	-	-	-	-
Tổng nợ	42,701	47,654	55,226	59,732

Dự phóng/Định giá

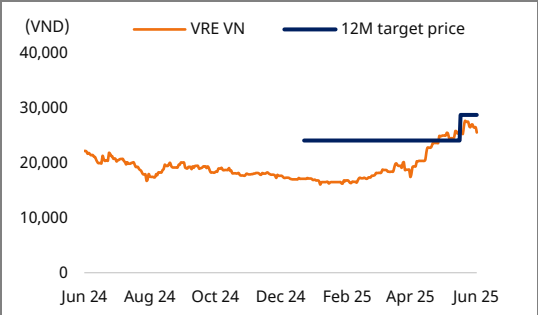
Key Ratios (%)	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	15.0	16.1	16.3	11.2
P/CF (x)	31.7	(28.9)	33.8	27.1
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	18.5	24.2	22.1	16.8
EPS (VND)	1,893	1,759	1,743	2,539
CFPS (VND)	894	(982)	839	1,047
BPS (VND)	16,243	18,002	19,706	22,245
DPS (VND)	-	-	-	-
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng doanh thu	33.0%	-8.7%	-1.0%	36.9%
Tăng trưởng EBITDA (%)	27.4%	-14.4%	-0.4%	41.9%
Tăng trưởng LN HĐKD (%)	55.9%	-12.3%	-4.6%	45.9%
Tăng trưởng EPS (%)	54.9%	-7.1%	0.8%	45.7%
Vòng quay phải thu (x)	6.1	4.4	9.2	13.4
Vòng quay tồn kho (x)	6.9	14.2	2.9	2.9
Vòng quay phải trả (x)	9.9	9.1	5.3	4.6
ROA (%)	9.3%	7.4%	6.8%	8.7%
ROE (%)	11.7%	9.8%	8.8%	11.4%
ROIC (%)	10.6%	8.8%	7.8%	10.2%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	26.0%	31.7%	30.2%	31.0%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	2.2	2.1	2.4	3.0
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	10.4%	10.8%	13.1%	12.3%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	13.8	6.7	6.8	10.4

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
Vincom Retail JSC	16/6/2025	MUA	28,362
Vincom Retail JSC	30/12/2024	MUA	24,100
Vincom Retail JSC	24/4/2024	MUA	32,100



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nằm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận thực chất của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCT VM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336