

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

Vững chắc nền tảng cũ, chinh phục tầm cao mới

- Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam, với các năng lực cốt lõi bao gồm sự hiện diện trên toàn quốc, sự hỗ trợ từ hệ sinh thái Vingroup và tính chuyên nghiệp trong vận hành các trung tâm thương mại.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 2026 của VRE chủ yếu đến từ mảng chuyển nhượng bất động sản. Lợi nhuận GD 2025-2026 dự kiến tăng 16%/ 23% svck.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 36,500 VND/cp.

Vị thế vững chắc của nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam

Thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam có triển vọng tích cực nhờ: (1) doanh số bán lẻ và chỉ tiêu tiêu dùng được dự báo tăng trưởng tốt, (2) việc mở rộng của cả các thương hiệu nội địa và quốc tế, và (3) diện tích bất động sản bán lẻ bình quân đầu người còn thấp so với các nước châu Á khác. Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển và vận hành BĐS bán lẻ lớn nhất Việt Nam, có khả năng tận dụng hệ sinh thái Vingroup, đặc biệt thông qua cộng hưởng với các dự án nhà ở và phức hợp của Vinhomes Hơn nữa, sự hậu thuẫn từ Vingroup còn giúp VRE tiếp cận quỹ đất và các mối quan hệ ở quy mô mà ít đối thủ có thể sánh kịp.

Triển vọng GD 2025-2026: Động lực từ mảng chuyển nhượng bất động sản

Lợi thế cốt lõi của VRE - mảng cho thuê - dự kiến tiếp tục tăng trưởng vững chắc trong GD 2025-2026, nhờ: (1) đóng góp từ các trung tâm thương mại mở mới và tăng diện tích sàn (GFA), và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện tại các loại trung tâm thương mại lớn như Vincom Center và Vincom Megamall. Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp mảng này sẽ tăng 8.2% và 3.8% trong GD 2025-2026. Trong năm 2026, mảng chuyển nhượng bất động sản dự kiến ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh, nhờ bàn giao hai dự án shophouse - Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island. Mặc dù biên lợi nhuận gộp năm 2026 của mảng này được dự báo thấp hơn so với ba năm gần nhất, đây vẫn sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của VRE. Lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng bất động sản dự kiến đạt 1,433 tỷ VNĐ, đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ từ nền thấp của năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của VRE lần lượt đạt 16% và 23% trong giai đoạn 2025-2026.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 36,500 VNĐ/cp

Hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/B và P/E thấp hơn so với trung bình 5 năm lịch sử. Với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong ngắn hạn và rủi ro từ các bên liên quan giảm bớt, chúng tôi cho rằng những yếu tố này có thể là động lực thúc đẩy tăng định giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VRE với giá mục tiêu VND 36,500/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 15% so với giá hiện tại.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25F	31/12/26F
Doanh thu thuần	9,791	8,939	8,808	13,759
Lợi nhuận ròng	4,409	4,096	4,758	5,867
Tăng trưởng doanh thu thuần	33%	-9%	-1%	56%
Tăng trưởng LN ròng	59%	-7%	16%	23%
Biên LN gộp	55%	53%	55%	46%
Biên EBITDA	75%	79%	87%	65%
ROAE	11.7%	9.8%	10.2%	11.2%
ROAA	9.3%	7.4%	8.3%	9.1%
EPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	1,893	1,759	2,043	2,519
BVPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	16,233	18,002	20,045	22,564

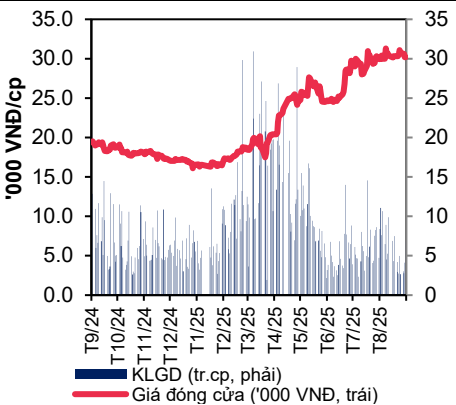
Nguồn: VRE, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 36,500 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 18.3%

Thay đổi trọng yếu:
n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	31,750
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	33,150
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	16,100
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	72,146
P/E (TTM)	16.4
P/B	1.6
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.2%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Sado	41.51%
CTCP Vingroup	18.82%
Khác	39.67%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền
Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

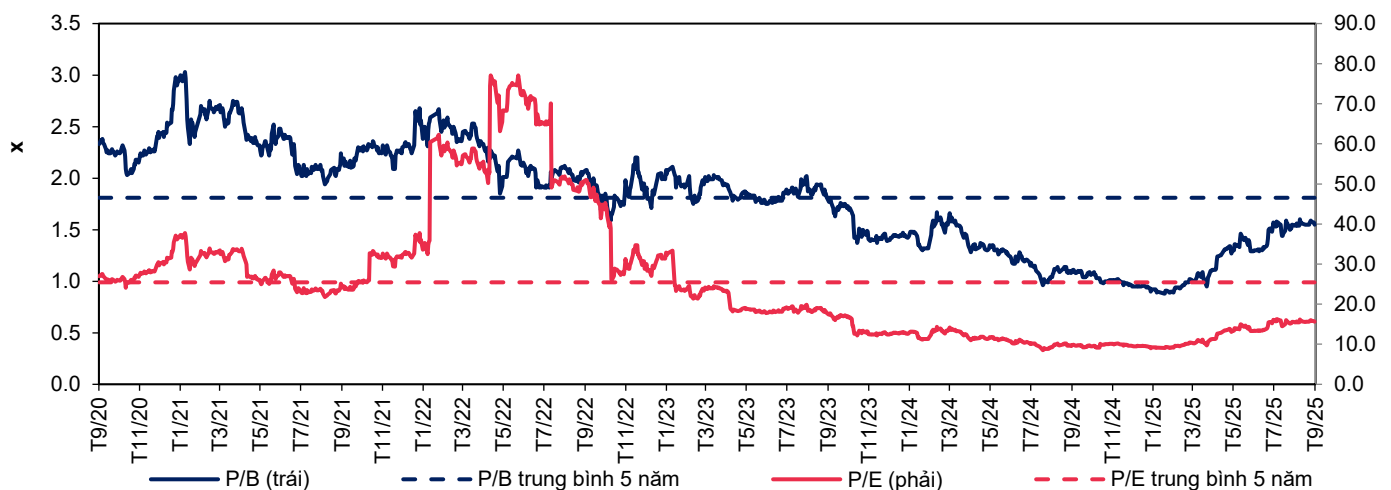
CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ trong nước lớn nhất tại Việt Nam, có khả năng tận dụng hệ sinh thái Vingroup thông qua cộng hưởng với các dự án khu dân cư và phức hợp. Hơn nữa, sự hậu thuẫn từ Vingroup cũng giúp VRE tiếp cận quỹ đất và các mối quan hệ với quy mô mà ít đối thủ nào có thể so sánh.
- Chúng tôi dự báo mảng cho thuê bất động sản của VRE sẽ duy trì tăng trưởng vững chắc trong giai đoạn 2025-2026, nhờ (1) đóng góp từ các trung tâm thương mại mới đi vào hoạt động, tăng diện tích sàn thương mại (GFA), điều này sẽ hỗ trợ cả tăng trưởng doanh thu lẫn nhận diện thương hiệu, và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện tại các loại TTTM chính như Vincom Center và Vincom Megamall, được củng cố bởi kết quả tích cực trong 6T25. Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của mảng này sẽ tăng 8.2% trong 2025 và 3.8% trong 2026.
- Trong năm 2026, mảng chuyển nhượng bất động sản được dự báo sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh, nhờ bàn giao hai dự án shophouse - Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island. Mặc dù biên lợi nhuận gộp của mảng này trong 2026 dự kiến thấp hơn so với ba năm gần đây, nhưng vẫn sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của VRE. Mảng bán bất động sản của công ty dự kiến đạt lợi nhuận gộp 1,433 tỷ VND, đánh dấu mức phục hồi mạnh từ mức nền thấp của 2025 (+1,313%).
- Hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch với các hệ số P/B và P/E thấp hơn so với mức trung bình 5 năm gần đây. Với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong ngắn hạn và rủi ro từ các bên liên quan được giảm bớt, chúng tôi cho rằng những yếu tố này có thể là chất xúc tác thúc đẩy tăng định giá cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng hệ số P/E là 16.5 lần trong định giá, tương đương với mức trung bình 3 năm của VRE. Kết hợp với phương pháp định giá tỷ suất vốn hóa, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VRE, với giá mục tiêu 36,500 VND/cổ phiếu.

Hình 1: P/B và P/E 5 năm qua: VRE hiện đang được giao dịch quanh mức P/E và P/B trung bình 3 năm nhưng thấp hơn trung bình 5 năm



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Định giá

Hình 2: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cp)
Forward P/E (P/E mục tiêu 2025-2026 = 16.5x)	50%	37,600
Tỷ suất vốn hóa	50%	35,300
Giá mục tiêu		36,500
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 02/10/2025)		31,750
Tiềm năng tăng giá		15.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Định giá theo tỷ suất vốn hóa

Chỉ số	Phương pháp	Đơn vị	Giá trị
(+) Giá trị mảng cho thuê	Tỷ suất vốn hóa	tỷ VNĐ	70,690
(+) Giá trị mảng chuyển nhượng BDS	Tỷ suất vốn hóa (cho giá trị tái bán)	tỷ VNĐ	7,393
(+) Tiền và tương đương tiền		tỷ VNĐ	6,441
(-) Nợ		tỷ VNĐ	2,333
(-) Lợi ích CĐTS		tỷ VNĐ	0
Giá trị doanh nghiệp		tỷ VNĐ	82,191
Số lượng cổ phiếu lưu hành		triệu cp	2,329
Giá mục tiêu		VNĐ/cp	35,300

Tỷ suất vốn hóa	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Chi phí VCSH	10.7%
Tăng trưởng dài hạn	2.5%
Tỷ suất vốn hóa	8.0%

Rủi ro giảm giá:

- Doanh số tại các dự án shophouse hiện tại và tương lai không tích cực như kỳ vọng.
- Rủi ro từ các bên liên quan có thể ảnh hưởng phần nào đến sức hấp dẫn của cổ phiếu.

KQKD Q2/2025 và 6T25: Tỷ lệ lấp đầy cải thiện để bù đắp cho sự sụt giảm của hoạt động chuyển nhượng bất động sản

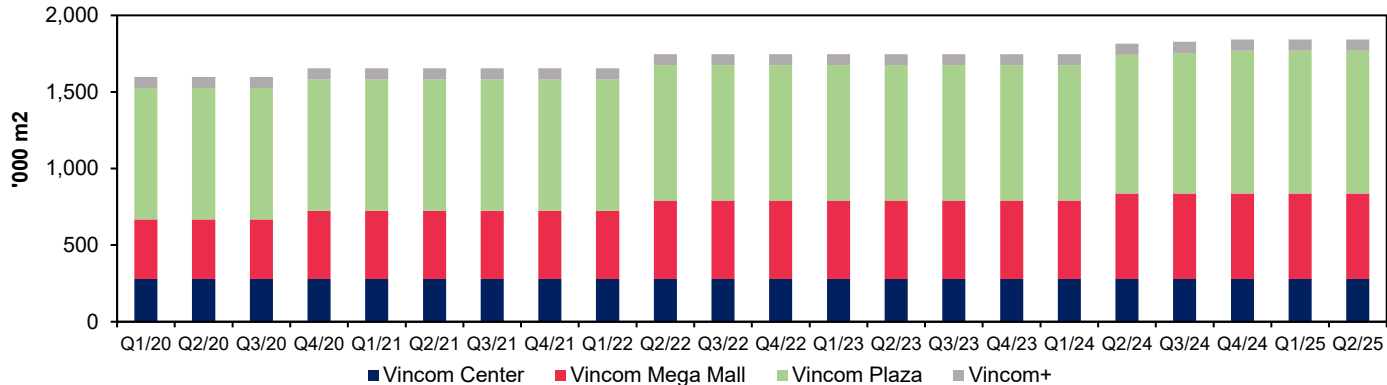
Kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T25 của VRE

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T đầu năm 2025 (đơn vị: tỷ VNĐ)

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Q2/2025	% svck	% sv quý trước	6T25	% svck	Đánh giá
Diện tích mặt sàn GFA ('000 m2)	1,842	1.5%	0.0%	1,842	1.5%	Khai trương các TTTM mới Vincom Plaza (VCP) Bắc Giang và VCP Đông Hà Quảng Trị trong nửa cuối năm 2025.
Tỷ lệ lấp đầy	86.3%	+2.4 đpt	+0.2 đpt	86.2%		Hồi phục từ nền thấp năm 2024.
Doanh thu	2,143	-14%	1%	4,274	-10%	Doanh thu Q2/25 và 6T25 giảm svck do đóng góp hạn chế từ mảng bán bất động sản.
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	2,068	7%	2%	4,094	6%	Tỷ lệ lấp đầy cải thiện trong 6T25 cùng với đóng góp từ các TTTM mở mới trong 6T24.
- Chuyển nhượng BĐS	12	-97%	-74%	60	-92%	Không còn hoạt động bán giao shophouse như dự án Đông Hà – Quảng Trị Q2/24. Công ty chỉ bán giao 3 shophouse trong Q2/25, so với 104 shophouse trong Q2/24.
- Khác	62	-13%	9%	120	-2%	
Lợi nhuận gộp	1,182	-2%	-2%	2,385	-3%	
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	1,147	10%	-2%	2,322	6%	Lợi nhuận gộp cao hơn nhờ doanh thu cải thiện trong khi chi phí vận hành được kiểm soát tốt.
- Chuyển nhượng BĐS	21	-87%	-7%	44	-83%	
- Khác	14	71%	176%	19	85%	
Biên lợi nhuận gộp	55.2%	+6.4 đpt	-1.2 đpt	55.8%	+3.7 đpt	Mảng cho thuê thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng chuyển nhượng bất động sản và đóng góp nhiều hơn vào doanh thu 6T25.
Chi phí quản lý và bán hàng	162	-25%	-6%	335	-21%	
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	7.6%	-0.8 đpt	-0.8 đpt	7.8%	-1.1 đpt	
Thu nhập tài chính ròng	408	69%	7%	790	47%	Chi phí lãi vay duy trì ổn định svck nhưng các chi phí tài chính khác tăng mạnh, dẫn đến tổng chi phí tài chính cao hơn. Tuy nhiên, tác động này được bù đắp bởi thu nhập tài chính tăng, (+61% svck và +8.3% sv quý trước) nhờ lượng tiền và tương đương tiền cao hơn.
Thu nhập khác	117	181%	82%	181	172%	
Lợi nhuận trước thuế	1,545	21.0%	4.7%	3,021	14.2%	
Lợi nhuận sau thuế	1,233	20.7%	4.7%	2,411	14.6%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	1,233	20.7%	4.7%	2,411	14.6%	

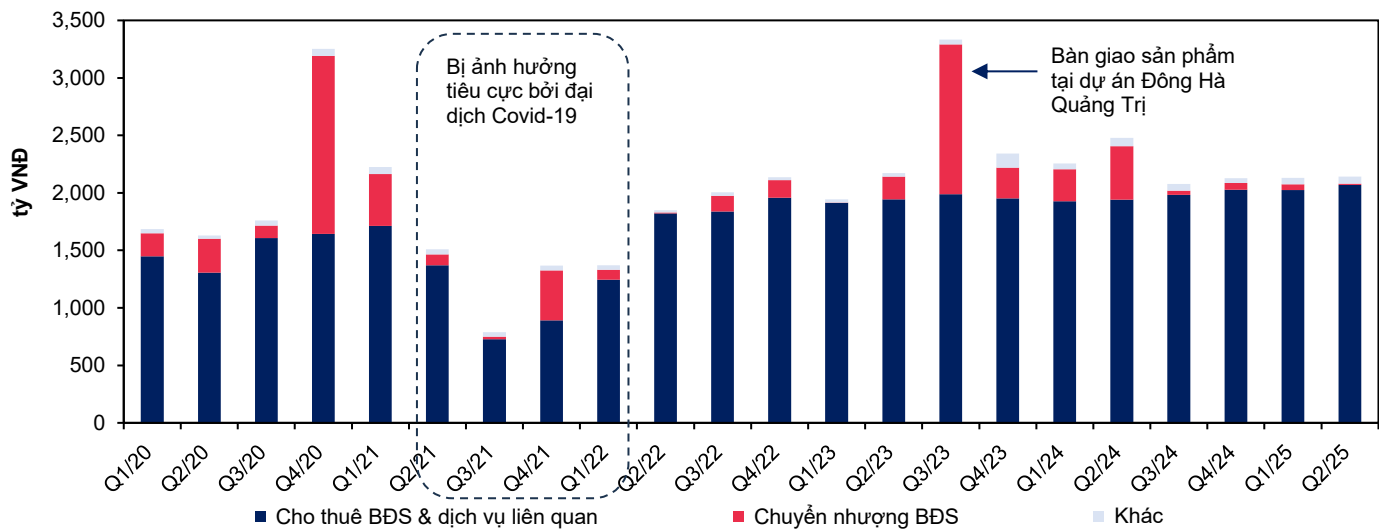
Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 5: Diện tích mặt sàn (GFA) của VRE theo loại TTTM (đơn vị: '000 m2)



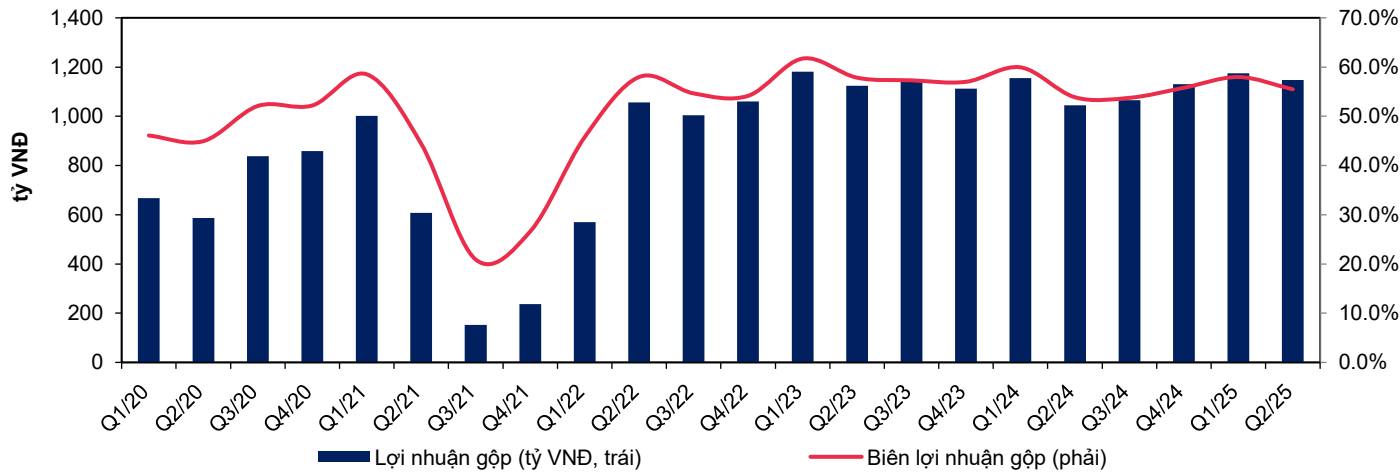
Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 6: Doanh thu theo mảng hoạt động của VRE (đơn vị: tỷ VNĐ)



Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 7: Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê của VRE khá ổn định trong điều kiện thông thường



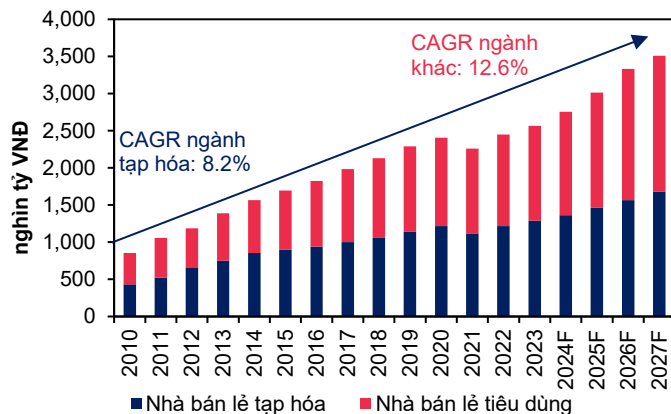
Nguồn: VRE, MBS Research

Tỷ lệ lấp đầy cao và ổn định sẽ tiếp tục đảm bảo đóng góp lợi nhuận từ mảng cho thuê bất động sản

Thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam và năng lực cốt lõi của VRE

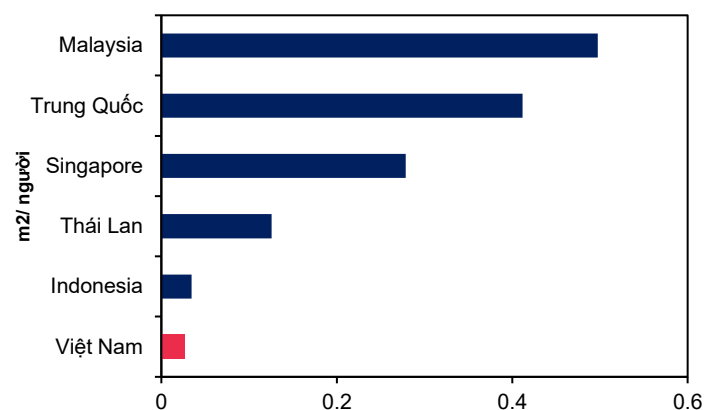
Thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam đã tăng trưởng nhanh chóng trong những năm gần đây và được kỳ vọng tiếp tục duy trì triển vọng tích cực, nhờ: (1) doanh số bán lẻ tập hóa và tiêu dùng được dự báo tăng với CAGR lần lượt 8.2% và 12.6%, (2) việc mở rộng của các thương hiệu trong nước và quốc tế, và (3) diện tích bất động sản bán lẻ bình quân đầu người còn thấp so với các quốc gia châu Á khác. Tuy nhiên, thị trường cũng chứng kiến sự cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các đơn vị phát triển BĐS bán lẻ trong nước và nước ngoài, bao gồm các tên tuổi lớn như Lotte Group, Central Retail và AEON Group.

Hình 8: Dự báo doanh số bán lẻ tại Việt Nam (chưa bao gồm thuế)



Nguồn: CBRE, MBS Research tổng hợp

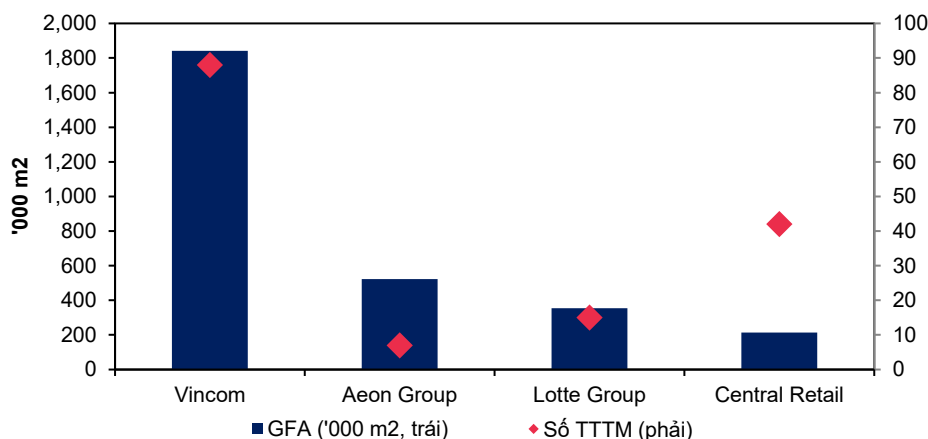
Hình 9: Diện tích BĐS bán lẻ bình quân đầu người tại một số nước



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam, với các năng lực cốt lõi bao gồm: (1) khả năng tận dụng hệ sinh thái Vingroup, thông qua cộng hưởng với các dự án BĐS dân cư và phức hợp, và (2) sự hiện diện rộng khắp toàn quốc khi vận hành các trung tâm thương mại tại 48/63 tỉnh thành (trước sáp nhập tính vào tháng 7). Chúng tôi tin rằng, mặc dù cạnh tranh trong thị trường bất động sản bán lẻ Việt Nam ngày càng gia tăng, VRE vẫn có vị thế tốt để duy trì tỷ lệ lấp đầy cao, nhờ các lợi thế chiến lược này cũng như tính chuyên nghiệp trong vận hành trung tâm thương mại, tối ưu hóa cơ cấu khách thuê và quản lý trải nghiệm khách hàng.

Hình 10: Diện tích sàn của một số đơn vị phát triển BĐS bán lẻ ở VN

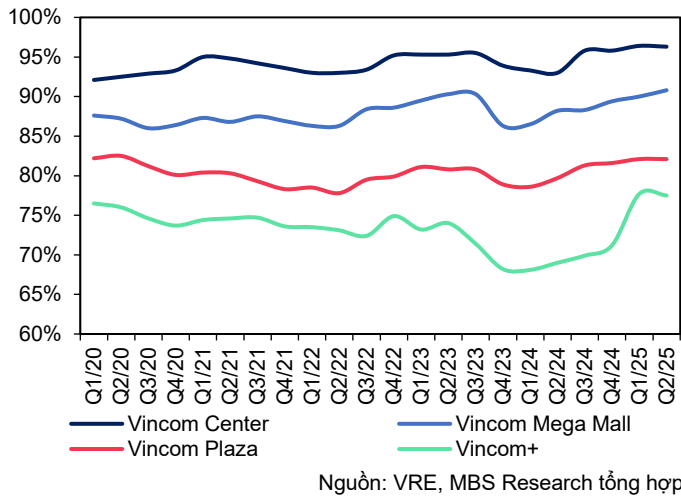


Nguồn: MBS Research tổng hợp

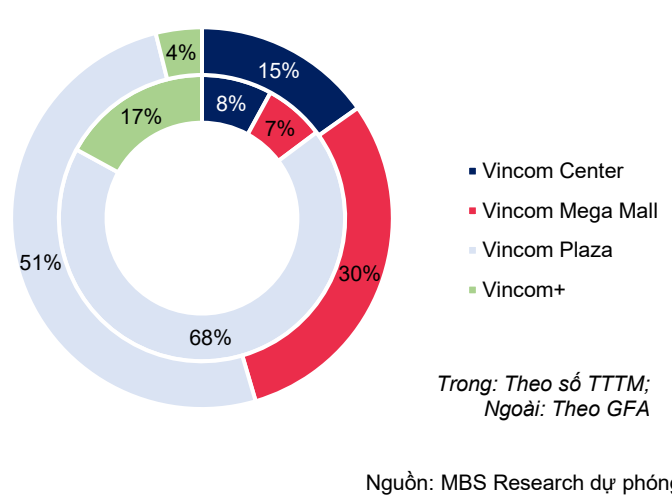
Tỷ lệ lấp đầy tại các trung tâm thương mại hiện tại của VRE vẫn cao và cải thiện vững chắc

Nhìn chung, tỷ lệ lấp đầy của Vincom Retail vẫn ổn định ở các định dạng trung tâm thương mại chính, bao gồm Vincom Center, Vincom Megamall (VMM) và Vincom Plaza (VCP). Ngay cả trong những giai đoạn khó khăn như đại dịch Covid-19 (2020-2021), tỷ lệ lấp đầy tại các mảng cốt lõi này vẫn được duy trì tốt, nhờ các gói hỗ trợ cho khách thuê. Ngược lại, Vincom+ có tỷ lệ lấp đầy thấp hơn; tuy nhiên, tác động đến lợi nhuận từ cho thuê là hạn chế do diện tích sàn trung bình của mỗi trung tâm tương đối nhỏ, khoảng 4,000 m². Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trong toàn bộ danh mục của VRE sẽ duy trì vững chắc trong hai năm tới, bao gồm cả các trung tâm mới mở, nhờ điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và thương hiệu tốt của doanh nghiệp.

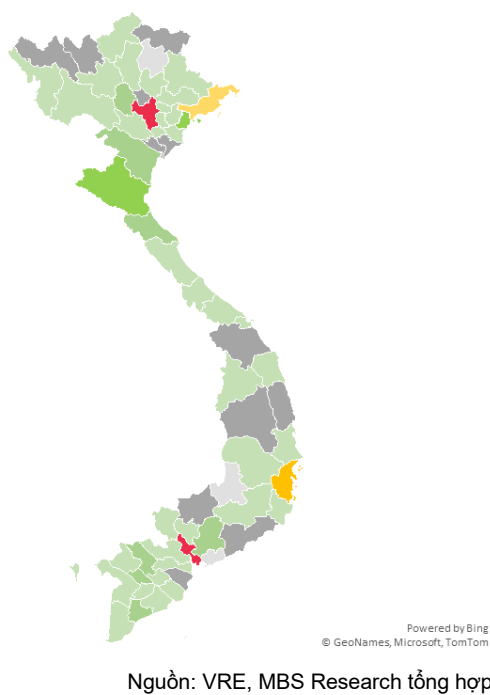
Hình 11: Tỷ lệ lấp đầy của VRE theo loại trung tâm thương mại



Hình 12: Đóng góp theo GFA và số lượng TTTM của VRE theo loại



Hình 13: Phân bố số lượng trung tâm thương mại (TTTM) của VRE



Hình 14: Ma trận phân bố TTTM của VRE dự kiến vào cuối năm 2025

	Hà Nội	HCM	Khác	Tổng
Vincom Center	6	2		8
Vincom Mega Mall	4	2	2	8
Vincom Plaza	2	7	51	60
Vincom+		3	12	15
Tổng	12	14	65	91

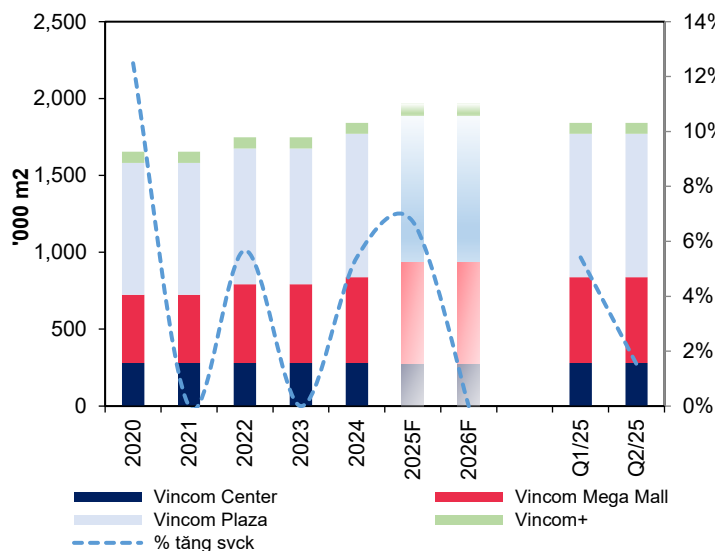
Nguồn: VRE, MBS Research tổng hợp

Diện tích sàn thương mại (GFA) của VRE đang tăng: Khai trương thêm ba trung tâm thương mại trong nửa cuối năm 2025

Trong nửa cuối năm 2025, Vincom Retail (VRE) dự kiến khai trương ba trung tâm thương mại, bao gồm hai Vincom Megamall (VMM Ocean City và VMM Royal Island), một Vincom Plaza (VCP Vinh). VMM Ocean City đã đi vào hoạt động từ ngày 22/8/2025 và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của công ty. Trong T10/2025, VMM Royal Island cũng được khai trương và kỳ vọng sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận mảng cho thuê, nhờ diện tích cho thuê lớn và mức giá thuê tốt. Đóng góp của VMM Royal Island vào lợi nhuận của VRE nhiều khả năng sẽ bắt đầu từ Q4/25. Nhìn chung, đến cuối năm 2025, tổng diện tích sàn thương mại (GFA) của Vincom Retail dự kiến đạt khoảng 1.97 triệu m² (+6.7% svck).

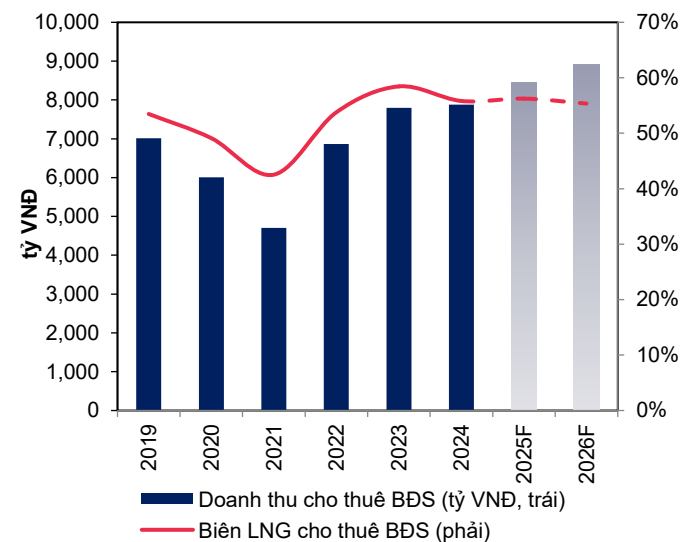
Tỷ lệ lấp đầy cải thiện cùng với diện tích cho thuê mở rộng được kỳ vọng sẽ là hai động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng cho thuê trong năm 2025. Chúng tôi dự báo doanh thu cho thuê sẽ tăng lần lượt 7.4% và 5.4% trong GD 2025-2026. Trong năm 2026, không có trung tâm thương mại mới nào được đưa vào dự báo; do đó, diện tích sàn (GFA) dự kiến giữ nguyên. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu vẫn sẽ tiếp tục, nhờ các trung tâm khai trương trong 2025 sẽ đóng góp cả năm. Hơn nữa, VRE đã đặt cọc với VIC/VHM để đảm bảo quỹ đất cho phát triển TTTM với tổng diện tích GFA 800,000 m², kể cả các TTTM mở mới trong 2025 (GFA ~120,000 m²). Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho mảng cho thuê của công ty.

Hình 15: Đóng góp theo GFA và số lượng TTTM của VRE theo loại



Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 16: Dự báo của chúng tôi về doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê của VRE



Nguồn: MBS Research dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng mảng bán bất động sản sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của VRE trong năm 2026

Trong giai đoạn 2024-2025F, đóng góp biên lợi nhuận gộp từ mảng bán bất động sản của công ty khá khiêm tốn, do VRE gần như đã hoàn tất bàn giao sản phẩm tại các dự án trước đó (Đông Hà – Quảng Trị). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mảng bán bất động sản sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của công ty trong năm 2026 nhờ hai dự án mới tại Quảng Ninh (Vinhomes

Golden Avenue – Bắc Luân) và Hải Phòng (Vinhomes Royal Island – Vũ Yên). Hơn nữa, VRE đang lên kế hoạch tham gia dự án Vinhomes Green Paradise (Cần Giờ, TP. HCM) khi công ty đã đặt cọc với các bên liên quan. Tuy nhiên, do chưa đủ thông tin, chúng tôi chưa đưa dự án này vào dự báo lợi nhuận.

Hình 17: Chi tiết các dự án chuyển nhượng BĐS của VRE trong năm 2025

TT	Dự án	Tỉnh thành	Diện tích bán rông – NSA (m2)	Số sản phẩm	Chi phí phát triển (tỷ VNĐ)	Lưu ý
1	Vinhomes Royal Island	Hải Phòng	85,600	~ 1000	4,800	Kỳ vọng bắt đầu bàn giao từ 2026
2	Vinhomes Golden Avenue	Quảng Ninh	24,200	~ 280	1,300	Kỳ vọng bắt đầu bàn giao từ 2026

Nguồn: VRE, MBS Research tổng hợp

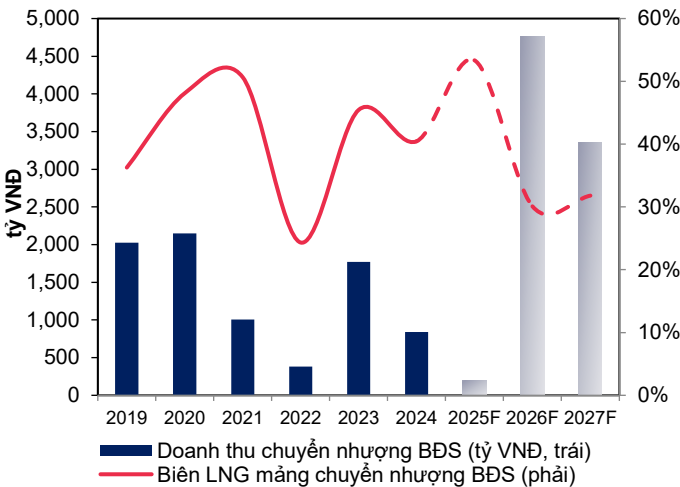
VRE không phải là đơn vị đầu tư phát triển trực tiếp đối với hai dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island nói trên, mà là đơn vị mua lại các sản phẩm hoàn thiện từ Vinhomes. Do VRE không chịu rủi ro phát triển, chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các dự án shophouse trước đó của doanh nghiệp trong vòng 3 năm gần nhất. Theo đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS của VRE lần lượt đạt 30.1%/ 31.8% trong giai đoạn 2026-2027.

Hình 18: Dự phóng tiến độ các dự án BĐS chuyển nhượng

TT	Dự án	2025F	2026F	2027F	Sau 2027
1	Vinhomes Royal Island	2H25			
2	Vinhomes Golden Avenue	2H25			
Chú thích:		Mở bán		Bàn giao	

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 19: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng bất động sản của VRE



Nguồn: MBS Research dự phóng

Dự phóng KQKD GĐ 2025-2027: Mảng chuyển nhượng BĐS kỳ vọng mang lại tăng trưởng lợi nhuận cho năm 2026

Hình 20: Dự báo của MBS về KQKD của VRE trong GĐ 2025-2027

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2024	2025F	% svck	2026F	% svck	2027F	% svck	Đánh giá
Diện tích mặt sàn GFA ('000 m2)	1,842	1,966	6.72%	1,966	0.0%	1,966	0.0%	
Tỷ lệ lấp đầy	84.45%	86.8%	2.4 đpt	87.5%	0.6 đpt	87.6%	0.1 đpt	Tỷ lệ lấp đầy cải thiện trong 6T25 hỗ trợ kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy cao hơn svck trong cả năm 2025, và đóng góp cả năm của các TTMM mở mới năm 2025 kỳ vọng giúp tỷ lệ lấp đầy cao hơn vào năm 2026.
Doanh thu	8,939	8,808	-1%	13,759	56%	12,412	-10%	
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	7,878	8,458	7.4%	8,917	5.4%	8,972	0.6%	
- Chuyển nhượng BĐS	839	190	-77%	4,762	2405%	3,360	-29%	
- Khác	222	160	-28%	80	-50%	80	0%	
Lợi nhuận gộp	4,755	4,887	2.8%	6,389	30.7%	6,058	-5.2%	
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	4,397	4,757	8.2%	4,936	3.8%	4,969	0.7%	Giá cho thuê kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn chi phí (chủ yếu tăng do giá điện) nhờ nguồn cung hạn chế trong khi nhu cầu mở rộng các nhân hàng trong nước và quốc tế tăng cao.
- Chuyển nhượng BĐS	339	101	-70.1%	1,433	1313.0%	1,068	-25.4%	
- Khác	19	29	54.8%	20	-31.0%	20	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	53.2%	55.5%	2.3 đpt	46.4%	-9.1 đpt	48.8%	2.4 đpt	
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	55.8%	56.2%	0.8%	55.3%	-1.6%	55.4%	0.1%	
- Chuyển nhượng BĐS	40.5%	53.4%	31.9%	30.1%	-43.6%	31.8%	5.7%	Biên LNG mảng chuyển nhượng BĐS có thể giảm trong GĐ 2026-2027 do VRE không phải đơn vị phát triển dự án trực tiếp và không chịu rủi ro phát triển.
- Khác	8.4%	18.2%	115.5%	25.0%	37.6%	25.0%	0.0%	
Chi phí quản lý và bán hàng	983	850	-14%	1,266	49%	1,142	-10%	
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	11.0%	9.7%	-1.3 đpt	9.2%	-0.5 đpt	9.2%	0 đpt	
Thu nhập tài chính ròng	948	1,766	86.4%	1,986	12%	1,757	-11%	Được hỗ trợ bởi doanh thu tài chính tăng cao đột biến trong nửa đầu năm 2025.
Thu nhập khác	413	144	-65.1%	225	56%	203	-10%	
Lợi nhuận trước thuế	5,133	5,948	15.9%	7,334	23.3%	6,876	-6.2%	
Lợi nhuận sau thuế	4,096	4,758	16.2%	5,867	23.3%	5,501	-6.2%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	4,096	4,758	16.2%	5,867	23.3%	5,501	-6.2%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9,791	8,939	8,808	13,759	LN trước thuế	5,526	5,133	5,948	7,334
Giá vốn hàng bán	(4,445)	(4,184)	(3,920)	(7,370)	Khấu hao	1,454	1,379	1,381	1,427
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	4,887	6,389	CP lãi vay	330	566	348	216
Chi phí quản lý DN	(439)	(642)	(528)	(826)	Các khoản điều chỉnh khác	(1,057)	(1,481)	(249)	193
Chi phí bán hàng	(341)	(341)	(321)	(440)	Thay đổi VLD	(2,361)	(4,839)	2,139	(2,766)
LN từ HĐKD	4,566	3,773	4,037	5,123	LCTT từ HĐKD	3,892	758	9,568	6,404
EBITDA thuần	6,020	5,152	5,419	6,550	Đầu tư TSCĐ	(8,322)	(4,192)	(1,285)	(1,825)
LN trước thuế & lãi vay	4,566	3,773	4,037	5,123	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	817	11	-	-
Thu nhập lãi	1,146	1,786	2,378	2,339	Khác	(16)	1,718	(2,316)	(2,399)
Chi phí tài chính	(330)	(838)	(612)	(354)	LCTT từ đầu tư	(7,521)	(2,463)	(3,601)	(4,224)
Thu nhập ròng khác	144	413	144	225	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	0	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	732	509	(2,395)	195
LN trước thuế	5,526	5,133	5,948	7,334	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	(3,182)	(299)
Thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(1,190)	(1,467)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	4,409	4,096	4,758	5,867	LCTT từ hoạt động TC	732	510	(5,577)	(104)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	-	-	-	Tiền & tương đương tiền đầu kì	7,020	4,102	2,885	3,274
Lợi nhuận ròng	4,409	4,096	4,758	5,867	LC tiền thuần trong năm	(2,897)	(1,195)	389	2,077
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,123	2,906	3,274	5,350
Lợi nhuận giữ lại	4,409	4,096	4,758	5,867					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	4,102	2,885	3,274	5,350	Tăng trưởng doanh thu thuần	33%	-9%	-1%	56%
Đầu tư ngắn hạn	1,071	126	698	1,091	Tăng trưởng EBITDA	27%	-14%	5%	21%
Phải thu khách hàng	1,613	2,016	1,729	2,774	Tăng trưởng LN từ HĐKD	139%	83%	107%	127%
Hàng tồn kho	640	295	323	946	Tăng trưởng LN trước thuế	57%	-7%	16%	23%
Tổng tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	13,008	17,219	Tăng trưởng LN ròng	59%	-7%	16%	23%
Tài sản cố định	387	203	182	159	Tăng trưởng EPS	59%	-7%	16%	23%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,028	802	838	888					
BĐS đầu tư	25,180	27,084	26,980	27,358	Biên LN gộp	55%	53%	55%	46%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên EBITDA	75%	79%	87%	65%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	Biên LN ròng	45%	46%	54%	43%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10,984	14,787	16,539	18,539	ROAE	11.7%	9.8%	10.2%	11.2%
Tổng tài sản dài hạn	37,617	42,914	44,561	46,966	ROAA	9.3%	7.4%	8.3%	9.1%
Tổng tài sản	47,654	55,226	57,570	64,185	ROIC	10.6%	8.8%	9.7%	10.7%
Vay & nợ ngắn hạn	1,792	2,010	41	223	Vòng quay tài sản	21%	16%	15%	21%
Phải trả người bán	448	462	521	974	Tổng nợ vay/VCSH	10%	11%	5%	4%
Phải trả ngắn hạn khác	4,005	3,449	6,552	6,952	Nợ vay ròng/VCSH	0%	4%	-2%	-6%
Tổng nợ ngắn hạn	6,245	5,921	7,115	8,149	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	0%	3%	-2%	-5%
Vay & nợ dài hạn	2,144	2,523	2,097	2,110	Khả năng thanh toán lãi vay	13.8	6.7	11.6	23.7
Các khoản phải trả khác	1,438	4,860	1,677	1,378					
Tổng nợ dài hạn	3,582	7,383	3,774	3,488	Số ngày phải thu	60	82	72	74
Tổng nợ	5,374	9,393	3,815	3,712	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	53	26	30	47
					Số ngày phải trả tiền bán	37	40	48	48
Vốn điều lệ	23,288	23,288	23,288	23,288					
Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.6	2.1	1.8	2.1
Cổ phiếu quỹ	(1,954)	(1,954)	(1,954)	(1,954)	Khả năng thanh toán nhanh	1.5	2.0	1.8	2.0
LN giữ lại	16,476	20,595	25,353	31,220	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.8	0.5	0.6	0.8
Các quỹ thuộc VCSH	(53)	(53)	(53)	(53)					
Vốn chủ sở hữu	37,804	41,922	46,681	52,547	Định giá				
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	0	0	0	EPS (VND/cp)	1,893	1,759	2,043	2,519
Tổng vốn chủ sở hữu	37,827	41,923	46,681	52,548	BVPS (VND/cp)	16,233	18,002	20,045	22,564
Tổng nợ và VCSH	47,654	55,226	57,570	64,185	P/E	15.1	16.2	14.0	11.3
					P/B	1.8	1.6	1.4	1.3

Nguồn: VRE, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

CỬU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Lý</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản – Vật liệu xây dựng <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>