# CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

## Song hành cùng chu kỳ mở rộng bán lẻ hiện đại

- Q1/2026, doanh thu VRE đạt 2,294 tỷ (+7.6% svck) và lợi nhuận ròng là 1,606 tỷ (+36.4% svck) nhờ vào lượng khách phục hồi mạnh và tỷ lệ lấp đầy tiếp tục cải thiện trong bối cảnh tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.9% svck trong quý đầu năm.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận VRE năm 2026-2027 đạt lần lượt là 5,454 và 6,502 tỷ đồng (-15.4%/+19.2% svck). Nếu loại bỏ khoản thu nhập 1,891 tỷ từ chuyển nhượng Vincom Center Nguyễn Chí Thanh trong 2025 thì lợi nhuận dự phóng năm 2026 của VRE ghi nhận mức tăng trưởng 19.8% svck.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VRE với mức giá mục tiêu 38,900 VNĐ/cp.

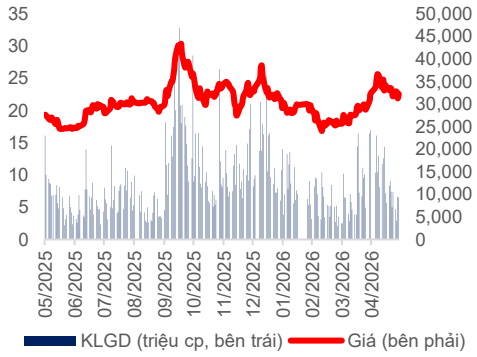
**KHẢ QUAN**

| | |
|---|---|
| **Giá mục tiêu** | **38,900 VNĐ** |
| *Tiềm năng tăng giá* | *24.8%* |

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:**

*Điều chỉnh giá mục tiêu từ 35,200 VNĐ/cp trong báo cáo VRE tháng 02/2026 lên 38,900 VNĐ/cp*

**Thông tin cổ phiếu**




Nguồn: FiinPro, MBS Research

| | |
|---|---|
| Giá thị trường (VND) | 31,200 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 43,400 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 24,050 |
| Vốn hóa (tỷ VNĐ) | 73,282 |
| P/E (TTM) | 10.7 |
| P/B | 1.5 |
| Thị suất cổ tức (%) | 0% |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 12.5% |

Nguồn: FiinPro

**Cơ cấu sở hữu**

| | |
|---|---|
| CTCP Kinh Doanh Thương Mại Sado | 40.50% |
| Tập đoàn Vingroup | 18.37% |
| Khác | 41.13% |

Nguồn: FiinPro

### KQKD Q1/2026: Tăng trưởng khả quan từ nội lực doanh nghiệp

Q1/2026, doanh thu và lợi nhuận của VRE tăng trưởng lần lượt 7.6% và 36.4% svck, kết quả tích cực này đến từ cải thiện hoạt động kinh doanh tại các TTTM (trung tâm Thương mại) của VRE. Cụ thể, lượt khách đến các TTTM đạt 55 triệu trong Q1/2026 (+13.2% svck), tổng lượt khách đến các KPTM (khu phố Thương mại) trong quý đạt 6.4 triệu người (+15.9% svck). Song song với đó, VRE cũng cải thiện hiệu quả hoạt động khi tỷ lệ lấp đầy của công ty đạt 88.9% tại cuối Q1/2026, tăng 2.8 đpt svck.

### Lợi nhuận ròng 2026-2027 khả quan với động lực từ mở rộng hệ thống TTTM

Theo kế hoạch năm 2026, VRE sẽ mở thêm Vincom Plaza Đan Phượng với GFA là 25,000 m2, dự án dự kiến đi vào hoạt động từ quý 3 năm nay và hưởng lợi từ nguồn khách cư dân và nhân viên văn phòng tại dự án Vinhomes Wonder City và dân cư lân cận. Ngoài ra, Q4/2026 VRE có kế hoạch khai trương Khu phố Thương mại J-Town tại Tuyên Quang (dự án nằm trong lưới dự án KPTM Vincom Collection với tổng diện tích lô đất lên đến 3.5 triệu m2). Năm 2027, VRE dự kiến mở mới một Vincom Mega Mall tại dự án Vinhomes Green City (Tây Ninh) và nâng cấp mô hình TTTM ở Cộng Hòa (TPHCM) từ Vincom Plaza lên Vincom Mega Mall, theo ước tính nội bộ, động thái này có thể nâng tổng diện tích GFA đạt 2.1 triệu m2, tỷ lệ lấp đầy đạt 93.6% vào cuối 2027 so với GFA 1.91 triệu m2 và tỷ lệ lấp đầy 88.9% cuối Q1/2026. Hoạt động mở rộng trong bối cảnh thị trường tiêu dùng khả quan sẽ giúp VRE đạt mức lợi nhuận ròng 5,454 và 6,502 tỷ đồng năm 2026-2027 (-15.4%/+19.2% svck). Loại trừ khoản lợi nhuận bất thường trong năm 2025, tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 của VRE là 19.8% svck.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 38,900 VNĐ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với mức giá mục tiêu 38,900 VNĐ/cp, tăng 10.5% so với báo cáo VRE tháng 02/2026 dựa trên (1) Điều chỉnh mức P/E mục tiêu từ 14.6 lên 16.0 nhằm phản ánh triển vọng thành lập Vincom Plaza Đan Phượng và KPTM J-Town rõ nét hơn và (2) Điều chỉnh mức tăng trưởng dài hạn từ 2.5% lên 3.0% trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy được cải thiện và sức mua tiêu dùng phục hồi tích cực.

| Chỉ tiêu tài chính | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 8,939 | 8,837 | 9,181 | 13,213 |
| Lợi nhuận ròng | 4,096 | 6,446 | 5,454 | 6,502 |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | -9% | -1% | 4% | 44% |
| Tăng trưởng LN ròng | -7% | 57% | -15% | 19% |
| Biên LN gộp | 53% | 54% | 58% | 51% |
| Biên EBITDA | 79% | 114% | 95% | 77% |
| ROAE | 9.8% | 13.3% | 10.1% | 10.8% |
| ROAA | 7.4% | 10.5% | 8.2% | 8.8% |
| EPS (VND/cổ phiếu) | 1,759 | 2,768 | 2,342 | 2,792 |
| BVPS (VND/cổ phiếu) | 18,002 | 20,769 | 23,112 | 25,904 |

Nguồn: VRE, MBS Research dự phóng

**Chuyên viên phân tích**

**Mai Duy Anh**

anh.maiduy@mbs.com.vn

# CTCP Vincom Retail

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- VRE đang tái định hình thành mô hình "One-stop Shoppertainment" thay vì chỉ hoạt động cho thuê mặt bằng truyền thống. Bằng việc kết hợp mua sắm, vui chơi và trải nghiệm khách hàng, chúng tôi kỳ vọng các TTTM của VRE có thể giữ chân khách lâu hơn và thúc đẩy chi tiêu tốt hơn trong thời gian tới.
- Chu kỳ mở rộng của VRE đang diễn ra tích cực, VRE có kế hoạch sẽ mở rộng hệ sinh thái của mình với Vincom Plaza Đan Phượng trong năm 2026 và 2 TTTM trong năm 2027 để đón đầu lượt khách tăng lên. Dự kiến VRE sẽ mở thêm 3-5 TTTM tại tổ hợp dự án Global Gate (Hà Nội và Quảng Ninh) và Green Paradise trong năm 2028.
- Mảng chuyển nhượng BĐS dự kiến sẽ bắt đầu được thúc đẩy và điểm nóng bàn giao rơi vào năm 2027 với 2 dự án lớn là Royal Island và Golden Avenue.

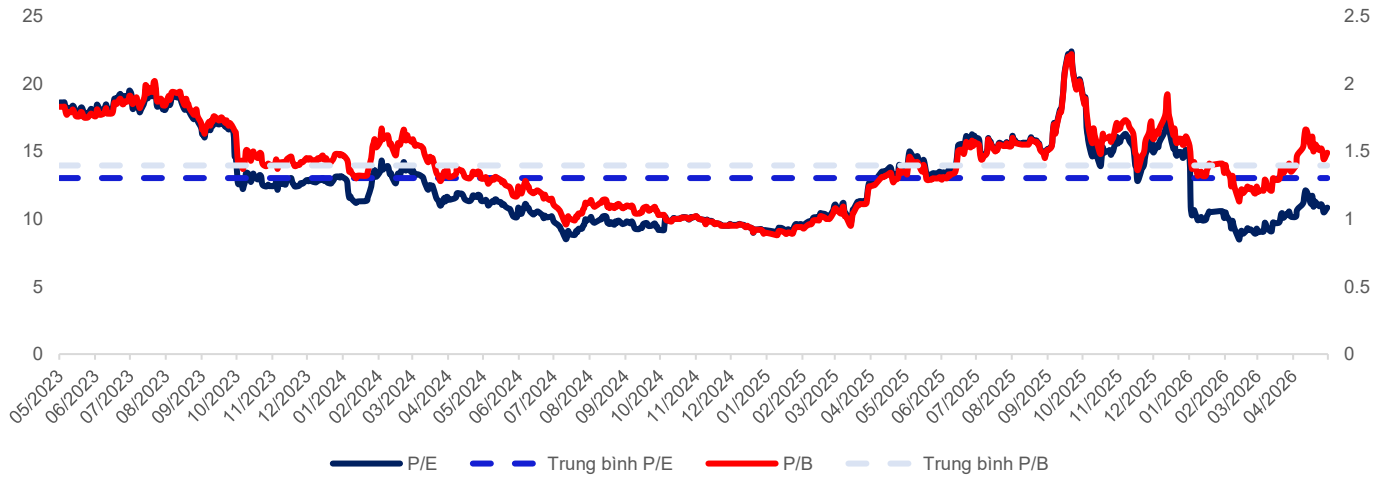
### Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tỷ suất vốn hóa kết hợp P/E với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp, giá mục tiêu là 38,900 VNĐ/cp, tăng 10.2% so với định giá cũ do chúng tôi điều chỉnh P/E mục tiêu từ 14.6 lên 16.0 và mức tăng trưởng dài hạn trong phương pháp tỷ suất vốn hóa từ 2.5% lên 3.0% nhằm phản ánh chính xác hơn bức tranh mở rộng TTTM và cải thiện tỷ lệ lấp đầy của VRE. Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu bình quân 3 năm cộng với 1 độ lệch chuẩn nhằm phản ánh triển vọng mở rộng hoạt động kinh doanh và cải thiện hiệu suất của VRE.

**Hình 1: Tóm tắt định giá**

| Phương pháp | Tỷ trọng | Giá (VNĐ/cổ phiếu) |
|---|---|---|
| Forward P/E (với P/E mục tiêu 2026 = 16x) | 50% | 40,900 |
| Tỷ suất vốn hóa | 50% | 37,000 |
| Giá mục tiêu | | 38,900 |
| Giá hiện tại | | 31,200 |
| Tiềm năng tăng giá | | 24.8% |

**Hình 2: P/E (bên trái) và P/B (bên phải) của VRE**




Nguồn: FiinPro, MBS Reseach

**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 | 78,049 |
| (+) Giá trị mảng chuyển nhượng BĐS | Tỷ suất vốn hóa (cho giá trị tái bán) | Tỷ VNĐ | 8,183 |
| (+) Tiền và tương đương tiền | | Tỷ VNĐ | 6,551 |
| (-) Nợ | | Tỷ VNĐ | 6,628 |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số | | Tỷ VNĐ | - |
| Giá trị doanh nghiệp | | Tỷ VNĐ | 86,156 |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành | | Triệu cp | 2,329 |
| Giá mục tiêu | | VNĐ/cp | 37,000 |

**Hình 4: Tỷ suất vốn hóa**

| | |
|---|---|
| Lãi suất phi rủi ro | 4.0% |
| Beta | 0.9 |
| Phần bù rủi ro thị trường | 8.0% |
| Chi phí VCSH | 10.9% |
| Tăng trưởng dài hạn | 3.0% |
| Tỷ suất vốn hóa | 7.7% |

## Rủi ro giảm giá:

- Trường hợp lĩnh vực tiêu dùng phục hồi chậm hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng đến quá trình cho thuê và tỷ lệ lấp đầy các TTTM của VRE.
- Cạnh tranh gia tăng từ các đối thủ lớn như AEON Mall, Thiso Mall, Lotte có thể khiến lượt khách đến TTTM VRE suy giảm.
- Tiến độ mở mới có thể vấp phải nhiều vấn đề khiến chậm triển khai và gây kéo dài thời gian ghi nhận doanh thu, ảnh hưởng tăng trưởng.

**Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành**

| Công ty | Quốc gia | Mã CK | Vốn hóa (triệu USD) | P/E (x) | P/B (x) | ROA% | | ROE (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | TTM | Hiện tại | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| Central Pattana | Thái Lan | CPN TB | 8,052 | 15.0 | 2.0 | 6.8 | 7.2 | 11.8 | 12.3 |
| SM Prime Holdings | Philippines | SMPH PM | 9,511 | 11.2 | 1.1 | 4.5 | 4.8 | 11 | 11.5 |
| CapitaLand Integrated Commercial Trust | Singapore | C38U SP | 14,968 | 18.8 | 1.1 | 2.6 | 2.8 | 6 | 6.3 |
| Frasers Centrepoint Trust | Singapore | J69U SP | 3,409 | 20.6 | 1.0 | 2.8 | 3 | 6.5 | 6.8 |
| Trung bình | | | | 16.4 | 1.3 | 4.2 | 4.5 | 8.8 | 9.2 |
| CTCP Vincom Retail | Việt Nam | VRE VN | 2,709 | 10.9 | 1.4 | 8.2 | 8.8 | 10.1 | 10.8 |

Nguồn: Bloomberg, MBS Reseach

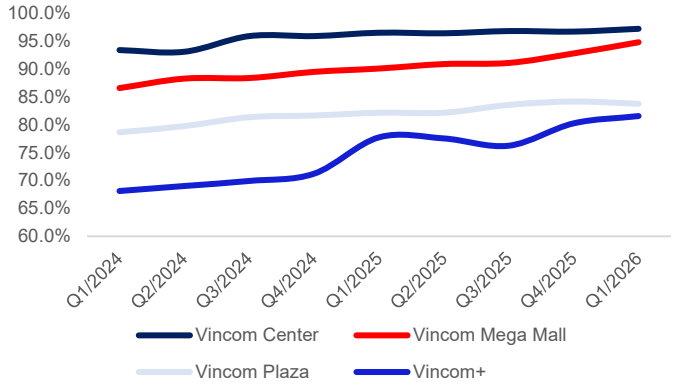
## Tổng quan KQKD Q1/2026

**Hình 6: Kết quả kinh doanh Q1/2026 (Đơn vị: tỷ đồng)**

| Chỉ số KQKD | Q1/2026 | Svck | Sv quý trước | %sv dự phóng cả năm | Đánh giá |
|---|---|---|---|---|---|
| Diện tích mặt sàn – GFA ('000 m2) | 1,914 | 6.6% | 0.0% | 100% | Q4/2025 VRE đã mở thêm 3 dự án là Vincom Mega Mall Ocean City, Vincom Mega Mall Royal Island và Vincom Plaza Vinh. Loại trừ phần GFA của Vincom Center Nguyễn Chí Thanh để so sánh tương đồng thì GFA tăng trưởng 6.6% svck |
| Tỷ lệ lấp đầy | 88.9% | 2.8 đpt | 0.7 đpt | | Kể từ sau đại dịch, VRE đã chủ động mở rộng danh mục các đối tác quốc tế, cùng với việc tiêu dùng phục hồi đưa các nhãn hàng trong nước trở lại, góp phần cải thiện tỷ lệ lấp đầy thời gian gần đây. |
| Doanh thu | 2,294 | 7.6% | -0.8% | 25.2% | Doanh thu Q1/2026 tăng trưởng đến từ mảng cốt lõi cho thuê BĐS. |
| *Cho thuê BĐS & Cung cấp dịch vụ liên quan* | 2,208 | 9.0% | 1.2% | 24.7% | Q1/2026, tỷ lệ lấp đầy và GFA được cải thiện, đi cùng tăng trưởng giá thuê nhẹ là động lực chính giúp mảng cho thuê BĐS của VRE tăng trưởng dương. |
| *Chuyển nhượng BĐS* | 18 | -62.6% | -67.0% | 25.7% | Doanh thu Q1/2026 sụt giảm svck do chỉ bàn giao một số căn còn lại của dự án shophouse Điện Biên và Đông Hà Quảng Trị. 2 dự án lớn là shophouse tại Vinhomes Royal Island và Golden Avenue sẽ chỉ bắt đầu mở bán và bàn giao từ 2027. |
| *Khác* | 67 | 17.7% | -11.1% | 83.8% | |
| Lợi nhuận gộp | 1,254 | 4.3% | 3.6% | 23.6% | |
| *Cho thuê BĐS & Cung cấp dịch vụ liên quan* | 1,240 | 5.6% | 4.5% | 23.6% | |
| *Chuyển nhượng BĐS* | 5 | -76.2% | -69.6% | 14.7% | |
| *Khác* | 8 | 66.6% | 38.8% | 40.0% | |
| Biên LN gộp | 54.7% | -1.7 đpt | 2.3 đpt | | |
| *Cho thuê BĐS & Cung cấp dịch vụ liên quan* | 56.2% | -1.8 đpt | 1.8 đpt | | Biên lợi nhuận giảm do (1) chi phí năng lượng tăng cao vì nắng nóng kéo dài trong năm nay, cũng như do EVN tăng giá điện vào giữa năm 2025 khiến cho biên lợi nhuận giảm svck và (2) tăng lương toàn bộ nhân viên lên 10% vào 8/2025. Nếu loại bỏ 2 khoản này ra thì biên lợi nhuận sẽ tương đương cùng kỳ năm trước. |
| *Chuyển nhượng BĐS* | 29.9% | -17.1 đpt | -2.6 đpt | | |
| *Khác* | 12.5% | 3.7 đpt | 4.5 đpt | | |
| Chi phí bán hàng & QLDN | 149 | -13.5% | -58.9% | 16.9% | Chi phí khấu hao (không thuộc chi phí khấu hao bđs đầu tư) và chi phí dự phòng giảm đáng kể svck giúp VRE tiết giảm được chi phí bán hàng & QLDN trong quý đầu năm. |
| %Chi phí bán hàng & QLDN/Doanh thu | 6.5% | -1.6 đpt | -9.2 đpt | | |
| Thu nhập tài chính ròng | 630 | 64.9% | -74.2% | 29.7% | Q4/2025 có ghi nhận khoản lãi đột biến từ chuyển nhượng cổ phần tại Cty TNHH Bất động sản Vincom NCT (đơn vị sở hữu Vincom Nguyễn Chí Thanh), do đó doanh thu tài chính Q1/2026 sụt giảm so với Q4/2025. Tuy nhiên vẫn đạt mức tăng trưởng tốt so với Q1/2025. |
| Thu nhập khác | 80 | -14.0% | 7.2% | 29.3% | |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,999 | 35.5% | -40.1% | 29.3% | |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,606 | 36.4% | -39.6% | 29.4% | |
| LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI) | 1,606 | 36.4% | -39.6% | 29.4% | Lợi nhuận Q1 tăng trưởng tốt đến từ việc mở mới TTTM Vincom Mega Mall Ocean City, Vincom Mega Mall Royal Island và Vincom Plaza Vinh, cải thiện tỷ lệ lấp đầy trong quý, và tăng trưởng giá thuê. Kết quả này xấp xỉ với dự phóng trước đây của chúng tôi. |

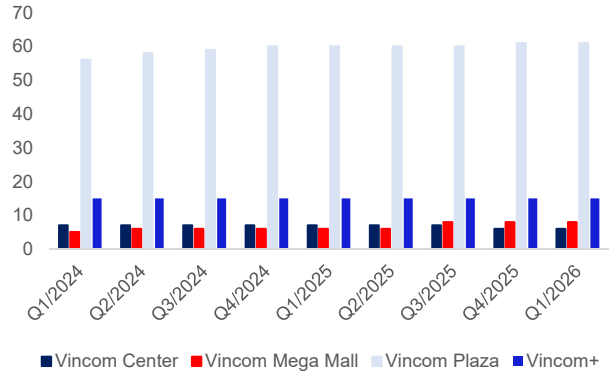
Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 7: Tỷ lệ lấp đầy thuộc các phân khúc**



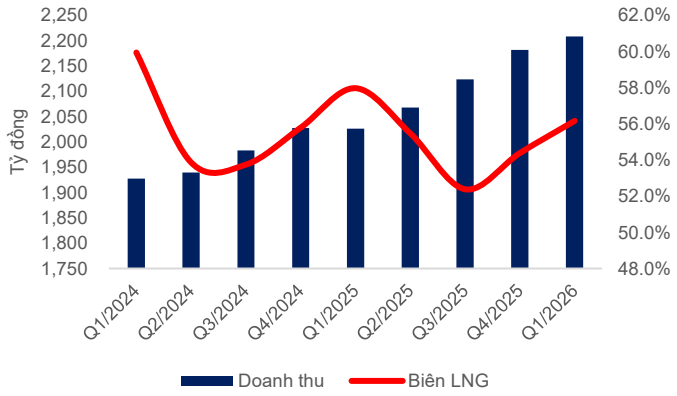

Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 8: Số lượng TTTM các phân khúc của VRE**



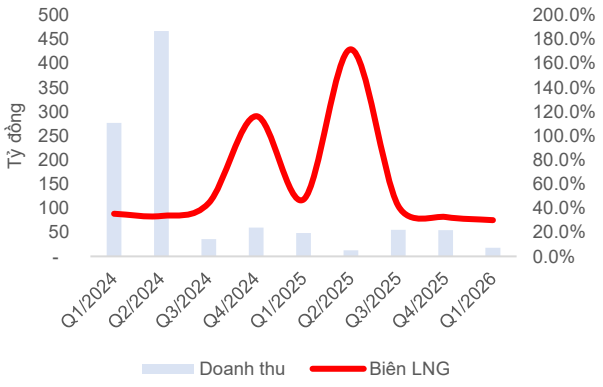

Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 9: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê BĐS**




Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 10: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS**




Nguồn: VRE, MBS Research

## Lợi nhuận 2026-2027 tích cực với trụ cột từ mảng cho thuê BĐS

**Hình 11: Bảng dự phóng KQKD của VRE giai đoạn 2026-2027**

| Các tiêu chí KQKD | 2025 | 2026F | % svck | % thay đổi dự phóng (BC tháng 02/2026) | 2027F | % svck | % thay đổi dự phóng | Đánh giá |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Diện tích mặt sàn – GFA ('000 m2) | 1,914 | 1,941 | 1.4% | 0.0% | 2,101 | 8.2% | 0.0% | Năm 2026 dự kiến đưa vào hoạt động Vincom Plaza Đan Phượng theo kế hoạch. |
| Tỷ lệ lấp đầy | 86.9% | 91.9% | 4.6 đpt | -0.2 đpt | 93.6% | 1.7 đpt | 0.0% | Điều chỉnh giảm nhẹ tỷ lệ lấp đầy năm 2026 do tỷ lệ lấp đầy Q1/2026 thấp hơn so với dự phóng trước đây. |
| Doanh thu | 8,837 | 9,181 | 3.9% | 0.9% | 13,213 | 43.9% | 0.0% | |
| *Cho thuê BĐS & Cung cấp dịch vụ liên quan* | 8,400 | 8,966 | 6.7% | 0.2% | 9,315 | 3.9% | 0.0% | |
| *Chuyển nhượng BĐS* | 170 | 88 | -48.2% | 25.7% | 3,818 | 4238.5% | 0.0% | Năm 2027 dự kiến có thể ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng khoảng 400 căn tại Vinhomes Royal Island và 150 căn tại Golden Avenue. |
| *Khác* | 268 | 127 | -52.5% | 537.0% | 80 | -37.2% | 0.0% | |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Lợi nhuận gộp | 4,732 | 5,287 | 11.7% | -0.4% | 6,703 | 26.8% | 0.2% | |
| *Cho thuê BĐS & Cung cấp dịch vụ liên quan* | 4,621 | 5,224 | 13.1% | -0.6% | 5,481 | 4.9% | 0.2% | |
| *Chuyển nhượng BĐS* | 85 | 39 | -53.4% | 15.9% | 1,201 | 2949.4% | 0.0% | |
| *Khác* | 27 | 23 | -12.4% | 17.1% | 20 | -14.6% | 0.0% | |
| BLN gộp | 53.5% | 57.6% | 4.0 đpt | -0.7 đpt | 50.7% | -6.9 đpt | 0.0 đpt | |
| *Cho thuê BĐS & Cung cấp dịch vụ liên quan* | 55.0% | 58.3% | 3.3 đpt | -0.4 đpt | 58.8% | 0.5 đpt | 0.0 đpt | Tỷ lệ lấp đầy thấp hơn so với dự phóng lần trước, đồng thời chi phí vận hành Vincom Plaza Đan Phượng trong năm ước tính tăng nhẹ khiến BLN gộp suy giảm đôi chút. |
| *Chuyển nhượng BĐS* | 49.8% | 44.8% | -5.0 đpt | -3.8 đpt | 31.5% | -13.3 đpt | 0.0 đpt | Ước tính chi phí vốn đầu tư một số căn shophouse cao hơn so với dự báo tháng 02/2026. |
| *Khác* | 10.0% | 18.4% | 8.4 đpt | -6.6 đpt | 25.0% | 6.6 đpt | 0.0 đpt | |
| Chi phí bán hàng & QLDN | 839 | 891 | 6.1% | 0.9% | 1,031 | 15.7% | 0.0% | |
| %Chi phí bán hàng & QLDN/Doanh thu | 9.5% | 9.7% | 0.2 đpt | 0.0 đpt | 7.8% | -1.9 đpt | 0.0 đpt | |
| Thu nhập tài chính ròng | 3,687 | 2,147 | -41.8% | 1.2% | 2,125 | -1.0% | 0.1% | Năm 2026 không có khoản thu nhập bất thường từ chuyển nhượng cổ phần tại Cty TNHH Bất động sản Vincom NCT khiến thu nhập tài chính suy giảm mạnh. |
| Thu nhập khác | 503 | 275 | -45.3% | 0.7% | 330 | 19.9% | 0.0% | |
| Lợi nhuận trước thuế | 8,083 | 6,818 | -15.7% | 0.0% | 8,127 | 19.2% | 0.1% | |
| Lợi nhuận sau thuế | 6,446 | 5,454 | -15.4% | -0.1% | 6,502 | 19.2% | 0.2% | |
| LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI) | 6,446 | 5,454 | -15.4% | -0.1% | 6,502 | 19.2% | 0.2% | Nếu loại trừ khoản chuyển nhượng cổ phần tại Cty TNHH Bất động sản Vincom NCT, thực chất lợi nhuận 2026 tăng 19.8% svck từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. |

Nguồn: VRE, MBS Research

*Mô hình "One-stop Shoppertainment" đang cho thấy hiệu quả*

VRE đang tiếp tục phát triển thế hệ mall mới theo mô hình "One-stop Shoppertainment", nổi bật tại các dự án như Vincom Mega Mall Ocean City và Vincom Mega Mall Royal Island. Các mall mới này ghi nhận tốc độ hấp thụ tích cực ngay từ thời điểm khai trương. Chiến lược tái định vị này đang phản ánh tích cực vào các chỉ số vận hành. Trong Q1/2026, lưu lượng khách toàn hệ thống tăng 13,2% svck trong khi tỷ lệ lấp đầy toàn hệ thống cải thiện lên 88.9% (+2.8 đpt svck). Đặc biệt, nhóm flagship tiếp tục duy trì tỷ lệ lấp đầy cao với Vincom Center đạt 97.1% và Vincom Mega Mall đạt 94.7%, cho thấy nhu cầu thuê tích cực tại các mô hình điểm đến bán lẻ và trải nghiệm.

Chúng tôi cho rằng mô hình One-stop Shoppertainment sẽ giúp VRE kéo dài thời gian lưu trú của khách hàng, cải thiện lượng khách thuê, tăng khả năng giữ chân khách thuê cũng như nâng cao lợi thế cạnh tranh trước xu hướng e-commerce. Về dài hạn, chiến lược này có thể hỗ trợ cải thiện chất lượng lợi nhuận lõi và khả năng đàm phán giá thuê của danh mục TTTM.

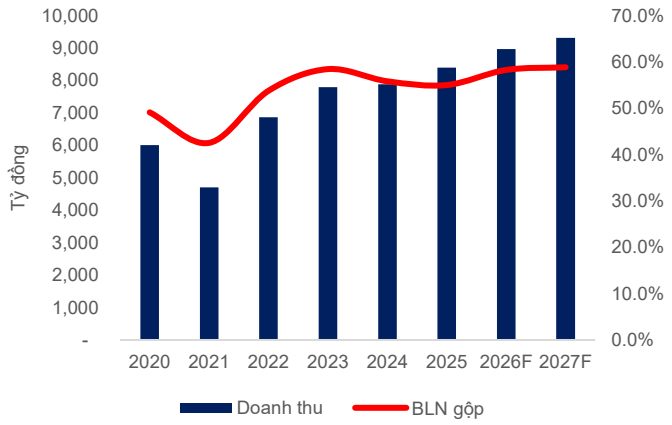
*Kế hoạch kinh doanh 2026 của VRE phù hợp với dự phóng của chúng tôi*

Năm 2026, VRE đặt kế hoạch doanh thu 10,132 tỷ đồng (+16% svck) và lợi nhuận sau thuế 5,375 tỷ đồng (-15% svck). Kế hoạch này gần tương tự với dự phóng doanh thu 9,181 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 5,454 tỷ đồng của chúng tôi. Dự phóng doanh thu của chúng tôi thấp hơn kế hoạch VRE ~10% đến từ việc doanh thu ước tính mảng chuyển nhượng BĐS trong năm thấp hơn so với kế hoạch. Chúng tôi đánh giá năm 2026 doanh nghiệp sẽ không có dự án lớn nào để bàn giao, năm nay VRE sẽ chủ yếu tập trung xây dựng backlog shophousecho Vinhomes Green Paradise và điểm rơi doanh thu của mảng này sẽ là từ năm 2028. Chúng tôi ước tính dựa trên giả định sẽ không có khoản thu nhập bất thường nào từ chuyển nhượng dự án trong năm 2026.

Về kế hoạch mở rộng TTTM, VRE sẽ mở Vincom Plaza Đan Phượng trong năm 2026 và thêm ~2 TTTM vào năm 2027. Tính đến cuối Q1/2026, VRE vận hành 90 TTTM với tổng diện tích sàn bán lẻ khoảng 1.91 triệu m² GFA, hiện diện tại 31/34 tỉnh thành trên cả nước. Chúng tôi cho rằng quy mô mạng lưới lớn cùng khả năng mở rộng song hành với quá trình phát triển các đại đô thị Vinhomes sẽ tiếp tục là lợi thế cạnh tranh quan trọng giúp VRE duy trì vị thế dẫn đầu thị trường BĐS bán lẻ hiện đại tại Việt Nam. Chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động cho thuê BĐS của công ty trong giai đoạn 2026-2027 lần lượt đạt 8,966 và 9,315 tỷ đồng (+6.7%/+3.9% svck).

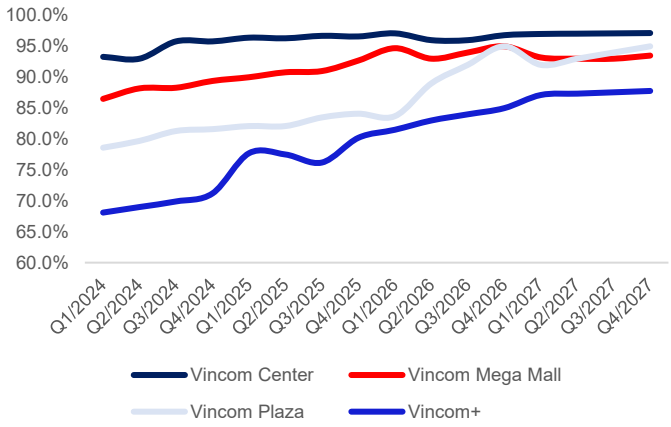
Bên cạnh mảng cho thuê BĐS, chúng tôi cho rằng KQKD của VRE vẫn tiếp tục tăng trưởng 1 phần đến từ mảng chuyển nhượng BĐS với cao điểm là giai đoạn 2027-2028 nhờ bàn giao lần lượt các căn shophouse tại Royal Island và Golden Avenue.

**Hình 12: Ước tính doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê BĐS**



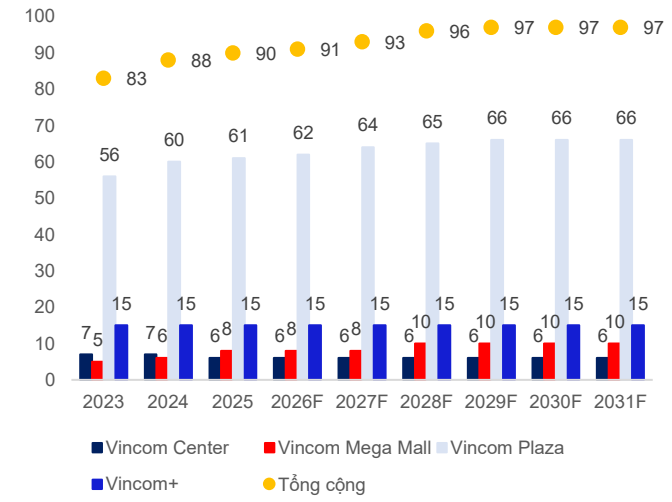

Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 13: Dự phóng tỷ lệ lấp đầy các TTTM của VRE**



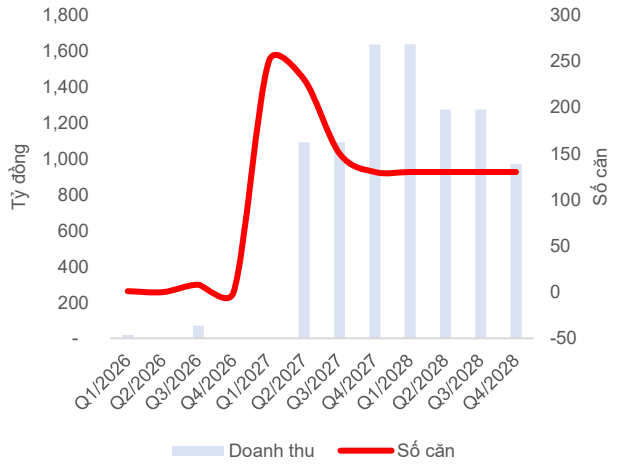

Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 14: Dự phóng số lượng TTTM của VRE đến năm 2031**




Nguồn: VRE, MBS Research

**Hình 15: Ước tính số lượng căn bàn giao và doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS**




Nguồn: VRE, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| Báo cáo kết quả HĐKD | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 8,939 | 8,837 | 9,181 | 13,213 |
| Giá vốn hàng bán | (4,184) | (4,105) | (3,894) | (6,510) |
| Lợi nhuận gộp | 4,755 | 4,732 | 5,287 | 6,703 |
| Chi phí quản lý DN | (642) | (568) | (597) | (634) |
| Chi phí bán hàng | (341) | (271) | (294) | (396) |
| LN từ HĐKD | 3,773 | 3,893 | 4,396 | 5,672 |
| EBITDA thuần | 5,152 | 5,274 | 5,778 | 7,146 |
| **LN trước thuế & lãi vay** | **3,773** | **3,893** | **4,396** | **5,672** |
| Thu nhập lãi | 1,786 | 4,751 | 2,846 | 2,907 |
| Chi phí tài chính | (838) | (1,065) | (700) | (783) |
| Thu nhập ròng khác | 413 | 503 | 275 | 330 |
| TN từ các Cty LK & LD | - | - | - | - |
| **LN trước thuế** | **5,133** | **8,083** | **6,818** | **8,127** |
| Thuế TNDN | (1,038) | (1,637) | (1,364) | (1,625) |
| Lợi nhuận sau thuế | 4,096 | 6,446 | 5,454 | 6,502 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - |
| **Lợi nhuận ròng** | **4,096** | **6,446** | **5,454** | **6,502** |
| Chi trả cổ tức | - | - | - | - |
| Lợi nhuận giữ lại | 4,096 | 6,446 | 5,454 | 6,502 |

| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| LN trước thuế | 5,133 | 8,083 | 6,818 | 8,127 |
| Khấu hao | 1,379 | 1,381 | 1,382 | 1,474 |
| Lãi/lỗ không bằng tiền | 566 | 703 | 562 | 584 |
| Các khoản điều chỉnh khác | (1,481) | (4,667) | (37) | 427 |
| Thay đổi VLĐ | (4,839) | (8,763) | (3,495) | (7,164) |
| LCTT từ HĐKD | 758 | (3,262) | 5,230 | 3,449 |
| Đầu tư TSCĐ | (4,192) | (2,686) | (2,014) | (5,198) |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 11 | 12 | - | - |
| Khác | 1,718 | 5,682 | (1,743) | 3,015 |
| LCTT từ đầu tư | (2,463) | 3,008 | (3,757) | (2,183) |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 0 | - | - | - |
| Tiền vay ròng nhận được | 509 | 1,827 | 227 | 204 |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | - | - | 278 | 33 |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | - | - | - | - |
| LCTT từ hoạt động TC | 510 | 1,827 | 505 | 237 |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 4,102 | 2,885 | 4,435 | 6,413 |
| LC tiền thuần trong năm | (1,195) | 1,573 | 1,978 | 1,503 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 2,906 | 4,458 | 6,413 | 7,916 |

| Bảng cân đối kế toán | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| Tiền và tương đương tiền | 2,885 | 4,435 | 6,413 | 7,916 |
| Đầu tư ngắn hạn | 126 | 133 | 138 | 199 |
| Phải thu khách hàng | 2,016 | 2,886 | 2,869 | 5,285 |
| Hàng tồn kho | 295 | 236 | 643 | 802 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 12,312 | 7,961 | 10,725 | 17,527 |
| Tài sản cố định | 203 | 263 | 250 | 244 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 802 | 267 | 283 | 297 |
| BĐS đầu tư | 27,084 | 27,231 | 27,867 | 31,589 |
| Đầu tư vào công ty con | - | - | - | - |
| Đầu tư vào công ty LDLK | - | - | - | - |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác | 14,787 | 25,526 | 27,270 | 24,187 |
| Tổng tài sản dài hạn | 42,914 | 53,318 | 55,688 | 56,336 |
| Tổng tài sản | 55,226 | 61,279 | 66,413 | 73,863 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 2,010 | 21 | 203 | 215 |
| Phải trả người bán | 462 | 659 | 557 | 902 |
| Phải trả ngắn hạn khác | 3,449 | 4,494 | 3,771 | 4,137 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 5,921 | 5,174 | 4,530 | 5,254 |
| Vay & nợ dài hạn | 2,523 | 6,380 | 6,425 | 6,617 |
| Các khoản phải trả khác | 4,860 | 1,357 | 1,635 | 1,668 |
| Tổng nợ dài hạn | 7,383 | 7,737 | 8,060 | 8,285 |
| Tổng nợ | 9,393 | 7,758 | 8,263 | 8,499 |
| Vốn điều lệ | 23,288 | 23,288 | 23,288 | 23,288 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 47 | 47 | 47 | 47 |
| Cổ phiếu quỹ | (1,954) | (1,954) | (1,954) | (1,954) |
| LN giữ lại | 20,595 | 27,040 | 32,495 | 38,997 |
| Các quỹ thuộc VCSH | (53) | (53) | (53) | (53) |
| Vốn chủ sở hữu | 41,922 | 48,368 | 53,823 | 60,325 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | - | - | - |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 41,923 | 48,368 | 53,823 | 60,325 |
| Tổng nợ và VCSH | 55,226 | 61,279 | 66,413 | 73,863 |

| Các chỉ số cơ bản | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| Tăng trưởng doanh thu thuần | -9% | -1% | 4% | 44% |
| Tăng trưởng EBITDA | -14% | 2% | 10% | 24% |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | 83% | 103% | 113% | 129% |
| Tăng trưởng LN trước thuế | -7% | 57% | -16% | 19% |
| Tăng trưởng LN ròng | -7% | 57% | -15% | 19% |
| Tăng trưởng EPS | -7% | 57% | -15% | 19% |
| | | | | |
| Biên LN gộp | 53% | 54% | 58% | 51% |
| Biên EBITDA | 79% | 114% | 95% | 77% |
| Biên LN ròng | 46% | 73% | 59% | 49% |
| ROAE | 9.8% | 13.3% | 10.1% | 10.8% |
| ROAA | 7.4% | 10.5% | 8.2% | 8.8% |
| ROIC | 8.8% | 11.8% | 9.0% | 9.7% |
| Vòng quay tài sản | 16% | 14% | 14% | 18% |
| Tổng nợ vay/VCSH | 11% | 13% | 12% | 11% |
| Nợ vay ròng/VCSH | 4% | 4% | 0% | -2% |
| Nợ vay ròng/Tổng tài sản | 3% | 3% | 0% | -1% |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 6.7 | 6.2 | 7.8 | 9.7 |
| Số ngày phải thu | 82 | 119 | 114 | 146 |
| Số ngày nắm giữ hàng tồn kho | 26 | 21 | 60 | 45 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 40 | 59 | 52 | 51 |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 2.1 | 1.5 | 2.4 | 3.3 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 2.0 | 1.5 | 2.2 | 3.2 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0.5 | 0.9 | 1.4 | 1.5 |
| **Định giá** | | | | |
| EPS (*) | 1,759 | 2,768 | 2,342 | 2,792 |
| BVPS (*) | 18,002 | 20,769 | 23,112 | 25,904 |
| P/E (*) | 16.1 | 10.3 | 12.1 | 10.2 |
| P/B (*) | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |

***(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh***

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.

| | |
|---|---|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| NẮM GIỮ | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| BÁN | 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

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**
*Trần Thị Khánh Hiền*

**Trưởng phòng**
*Nguyễn Tiến Dũng*