

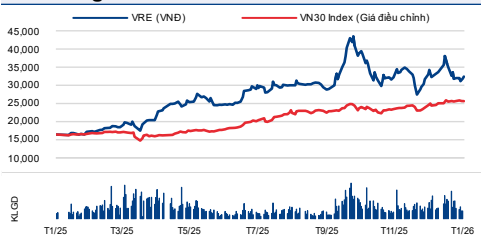
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ39,600
Tiềm năng tăng/giảm: 22.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/1/2026)	32,400
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,300-43,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	31,730
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	73,623
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,806
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,272
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,113
Slg CP NN được mua (tr.đv)	677
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.2%
Tỷ lệ freefloat	62.5%
Cổ đông lớn	Vingroup (18.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	8,939	9,218	10,651
EBITDA đc (tỷ đồng)	5,152	5,751	6,538
LNTT (tỷ đồng)	5,133	8,898	5,800
LNT ĐC (tỷ đồng)	3,683	7,118	4,640
FCF (tỷ đồng)	(3,434)	4,428	(2,104)
EPS ĐC (đồng)	1,621	3,133	2,042
DPS (đồng)	-	-	-
BVPS (đồng)	18,449	21,582	23,624
T.trưởng EBITDA (%)	(14.4)	11.6	13.7
T.trưởng EPS ĐC (%)	(7.10)	73.8	(34.8)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.6	62.4	61.4
Tỷ suất LNTT (%)	57.4	96.5	54.5
Tỷ suất LNT ĐC (%)	45.8	77.2	43.6
Tỷ lệ LN trả CT (%)	-	-	-
Nợ thuần/VCSH (%)	4.37	1.22	8.14
ROAE (%)	10.3	15.7	9.03
ROACE (%)	8.16	7.86	8.33
EV/doanh thu (lần)	8.42	7.69	6.85
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	12.3	11.2
P/E ĐC (lần)	20.0	10.3	15.9
P/B (lần)	1.76	1.50	1.37
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VRE, một công ty con của Vingroup, hiện là nhà phát triển, sở hữu và vận hành trung tâm thương mại lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Lợi nhuận Q4/2025 thấp hơn kỳ vọng do chi phí dự phòng tăng

- Lợi nhuận thuần Q4/2025 của VRE đạt 2.659 tỷ đồng, tăng mạnh 147,8% so với cùng kỳ (tăng 93,2% so với quý trước) trên doanh thu 2.312 tỷ đồng, tăng 8,7% so với cùng kỳ (tăng 2,7% so với quý trước). Kết quả trên thấp hơn kỳ vọng của HSC, chủ yếu do phản ánh chi phí dự phòng tăng cao trong quý.
- Lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 6.446 tỷ đồng, tăng trưởng 57,4%, trên doanh thu 8.837 tỷ đồng (giảm 1,1% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 90,6% và 95,9% dự báo cho năm 2025 của chúng tôi và KHKD cho cả năm của công ty.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 39.600đ. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 35,4% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,6%.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2025

Lợi nhuận thuần Q4/2025 của VRE đạt 2.659 tỷ đồng, tăng mạnh 147,8% so với cùng kỳ (tăng 93,2% so với quý trước), thấp hơn dự báo của HSC, trên doanh thu 2.312 tỷ đồng, tăng 8,7% so với cùng kỳ (tăng 2,7% so với quý trước).

Lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 6.446 tỷ đồng, tăng trưởng 57,4%, trên doanh thu 8.837 tỷ đồng (giảm 1,1% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 90,6% và 95,9% dự báo cho năm 2025 của chúng tôi và KHKD cho cả năm của công ty.

Doanh thu cho thuê đạt 2.182 tỷ đồng, tăng nhẹ 7,6% so với cùng kỳ và tăng 2,8% so với quý trước. Mảng kinh doanh cốt lõi của VRE hoạt động tốt, với tỷ lệ lấp đầy tăng 2,7 điểm phần trăm so với cùng kỳ lên 88,1% trên cả 4 mô hình TTTM tính đến cuối năm 2025.

Trong khi đó, lợi nhuận thuần HĐKD Q4/2025 đạt 1.360 tỷ đồng (giảm 5,1% so với cùng kỳ), tương ứng với tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD 62,8% (thấp hơn mức 67,9% của năm 2024). Tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD giảm là do trích lập dự phòng nợ xấu 140 tỷ đồng trong Q4/2025, cho khách thuê có KQKD kém tích cực. Ngoại trừ các khách thuê này, tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD ước đạt 68,3%, cao hơn so với mức của năm 2024.

Trong năm 2025, VRE khai trương thành công ba TTTM mới, cụ thể là VMM Royal Island tại Hải Phòng và VMM Ocean City tại Hưng Yên và VCP Vinh tại Nghệ An. Trong năm 2026, công ty dự kiến chỉ khai trương một VCP: Vincom Plaza Wonder Park (tổng diện tích sàn bán lẻ: 27.000 m2, Hà Nội).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/1.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4/2025 và năm 2025, VRE

(tỷ đồng)	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng	% dự báo HSC
Doanh thu thuần	2,128	2,312	8.7%	8,939	8,837	-1.1%	95.9%
Lợi nhuận gộp	1,201	1,210	0.8%	4,755	4,732	-0.5%	
Doanh thu HĐ tài chính	547	2,647	383%	1,786	4,751	166%	
Chi phí tài chính	(275)	(203)	-26.2%	(838)	(1,065)	-227%	
Chi phí BH	(144)	(115)	-19.9%	(341)	(271)	-180%	
Chi phí QL	169	(248)	47.2%	(642)	(568)	-189%	
LNTT	1,358	3,341	146%	5,133	8,083	57.5%	
Lợi nhuận thuần	1,073	2,659	147%	4,096	6,446	57.4%	90.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	1,513	N/m	-	1,513	N/m	
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	1,073	1,146	6.8%	4,096	4,933	20.4%	

Nguồn: VRE, HSC

Doanh thu bán bất động sản đạt 54 tỷ đồng, giảm 9,1% so với cùng kỳ và đi ngang so với quý trước nhờ bàn giao các căn shophouse từ các dự án trước đó. Doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu của dự án này đạt tổng cộng 70 tỷ đồng, dự kiến sẽ được ghi nhận trong năm 2026. Trong khi đó, BLĐ định hướng sẽ không có đợt mở bán mới nào trong năm 2026, điều này có thể gây áp lực lên doanh số bán shophouse trước khi phục hồi vào năm 2027.

Lợi nhuận HĐ tài chính tăng mạnh 384% so với cùng kỳ lên 2,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ ghi nhận 1,9 nghìn tỷ đồng lợi nhuận từ chuyển nhượng Vincom Center Nguyễn Chí Thanh và thu nhập từ lãi từ tiền gửi. Trong quý, VRE cũng đã hoàn tất việc bán toàn bộ cổ phần tại TTTM Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (tổng diện tích sàn bán lẻ là 46.500 m2, Hà Nội), thu về 3,6 nghìn tỷ đồng, ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính 1,9 nghìn tỷ đồng trong Q4/2025.

Tính đến cuối năm 2025, dư nợ thuần của VRE ở mức 1.841 tỷ đồng, thấp hơn so với mức nợ thuần 2.035 tỷ đồng của năm 2024 và 2.462 tỷ đồng của Q3/2025 nhờ số dư tiền mặt tăng cao sau khi bán Vincom Center Nguyễn Chí Thanh.

Tiền đặt cọc cho mục đích kinh doanh và đầu tư tăng mạnh 19,1% so với cùng kỳ lên 25 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do tăng tiền đặt cọc cho hai dự án Vincom Mega Mall và các căn shophouse tại các dự án Vinhomes Green Paradise Cầm Giời, Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island, do VHM (Nắm giữ; giá mục tiêu 123.300đ) phát triển.

Duy trì khuyến nghị Mua vào; giá mục tiêu 39.600đ

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 39.600đ. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 35,4% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,6%.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	9,791	8,939	9,218	10,651	13,025
Lợi nhuận gộp	5,346	4,755	5,158	6,181	8,335
Chi phí BH&QL	(780)	(983)	(873)	(1,000)	(1,157)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,566	3,773	4,285	5,180	7,178
Lãi vay thuần	816	948	4,613	620	535
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	144	413	0	0	0
LN TT	5,526	5,133	8,898	5,800	7,713
Chi phí thuế TNDN	(1,117)	(1,038)	(1,780)	(1,160)	(1,543)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.21)	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,409	4,096	7,118	4,640	6,171
Lợi nhuận thuần ĐC	4,264	3,683	7,118	4,640	6,171
EBITDA ĐC	6,020	5,152	5,751	6,538	8,069
EPS (đồng)	1,940	1,802	3,133	2,042	2,716
EPS ĐC (đồng)	1,877	1,621	3,133	2,042	2,716
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	4,102	2,885	8,654	6,840	10,247
Đầu tư ngắn hạn	1,071	126	126	126	126
Phải thu khách hàng	1,613	2,016	3,850	6,571	9,841
Hàng tồn kho	640	295	3,243	4,385	4,297
Các tài sản ngắn hạn khác	2,611	6,990	5,732	7,856	4,279
Tổng tài sản ngắn hạn	10,036	12,312	21,605	25,779	28,790
TSCĐ hữu hình	387	203	169	134	98.2
TSCĐ vô hình	26.0	18.8	18.8	18.8	18.8
Bất động sản đầu tư	25,180	27,084	25,197	24,172	29,488
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	12,024	15,608	19,886	23,656	22,214
Tổng tài sản dài hạn	37,617	42,914	45,270	47,981	51,819
Tổng cộng tài sản	47,654	55,226	66,875	73,760	80,609
Nợ ngắn hạn	19.9	2,010	71.3	71.3	71.3
Phải trả người bán	448	462	508	551	578
Nợ ngắn hạn khác	2,195	2,129	2,195	2,536	3,101
Tổng nợ ngắn hạn	4,473	5,921	7,171	9,126	10,936
Nợ dài hạn	3,916	2,523	5,803	6,093	4,961
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,438	4,860	4,860	4,860	4,860
Tổng nợ dài hạn	5,354	7,383	10,663	10,953	9,821
Tổng nợ phải trả	9,827	13,304	17,834	20,079	20,757
Vốn chủ sở hữu	37,804	41,922	49,040	53,681	59,851
Lợi ích cổ đông thiểu số	23.3	0.36	0.36	0.36	0.36
Tổng vốn chủ sở hữu	37,827	41,923	49,041	53,681	59,852
Tổng nợ phải trả và VCSH	47,654	55,226	66,875	73,760	80,609
BVPS (đ)	16,637	18,449	21,582	23,624	26,339
Nợ thuần/(tiền mặt)	(166)	1,648	(2,780)	(675)	(5,214)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	4,566	3,773	4,285	5,180	7,178
Khấu hao	(1,454)	(1,379)	(1,466)	(1,358)	(890)
Lãi vay thuần	816	948	4,613	620	535
Thuế TNDN đã nộp	(576)	(1,274)	(1,780)	(1,160)	(1,543)
Thay đổi vốn lưu động	(1,492)	(3,113)	(4,558)	(5,579)	497
Khác	271	560	5,117	1,374	1,327
LCT thuần từ HKKD	3,892	758	4,027	419	7,558
Đầu tư TS dài hạn	(8,322)	(4,192)	401	(2,523)	(3,019)
Góp vốn & đầu tư	1,956	(0.35)	0	0	0
Thanh lý	(2.19)	(5,342)	0	0	0
Khác	(1,153)	7,071	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,521)	(2,463)	401	(2,523)	(3,019)
Cổ tức trả cho CSH	(21.4)	(21.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0.36	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,782	994	1,342	290	(1,132)
Khác	(1,050)	(485)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	711	488	1,342	290	(1,132)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7,020	4,102	2,885	8,654	6,840
LCT thuần trong kỳ	(2,918)	(1,217)	5,769	(1,814)	3,407
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,102	2,885	8,654	6,840	10,247
Dòng tiền tự do	(4,430)	(3,434)	4,428	(2,104)	4,539

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	54.6	53.2	56.0	58.0	64.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	57.6	62.4	61.4	61.9
Tỷ suất LNT (%)	45.0	45.8	77.2	43.6	47.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.2	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	34.0	(8.70)	3.12	15.5	22.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.8	(14.4)	11.6	13.7	23.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	60.2	(13.6)	93.3	(34.8)	33.0
Tăng trưởng EPS (%)	61.2	(7.10)	73.8	(34.8)	33.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	60.2	(13.6)	93.3	(34.8)	33.0
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.4	10.3	15.7	9.03	10.9
ROACE (%)	11.4	8.16	7.86	8.33	10.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.17	0.15	0.15	0.17
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.20	0.94	0.08	1.05
Số ngày tồn kho	52.5	25.7	292	358	334
Số ngày phải thu	132	176	346	537	766
Số ngày phải trả	36.8	40.3	45.6	45.0	45.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	0.39	4.37	1.22	8.14	1.91
Nợ/tài sản (%)	8.92	8.54	13.8	15.2	14.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.92	1.61	1.71	1.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.08	3.01	2.82	2.63
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	7.50	8.42	7.69	6.85	5.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	14.6	12.3	11.2	8.48
P/E (lần)	16.7	18.0	10.3	15.9	11.9
P/E ĐC (lần)	17.3	20.0	10.3	15.9	11.9
P/B (lần)	1.95	1.76	1.50	1.37	1.23
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn