

CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

Vùng giá phù hợp để mở ra cơ hội mới

- Q4/2025, VRE ghi nhận lợi nhuận ròng tăng 145% svck nhờ thu nhập tài chính đột biến. Lũy kế cả năm 2025, VRE ghi nhận lợi nhuận ở mức 6,446 tỷ VNĐ, hoàn thành 99% dự phóng lợi nhuận cả năm của MBS Research.
- Hoạt động chuyển nhượng BĐS sẽ không diễn ra trong năm 2026 như kỳ vọng. Theo đó, lợi nhuận ròng GD 2026-2027 dự kiến giảm 15%/ tăng 19% svck.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là 35,200 VNĐ/cp.

KQKD Q4/2025 và cả năm 2025: Ghi nhận thu nhập tài chính đột biến

Q4/2025, VRE ghi nhận doanh thu đạt 2.3 nghìn tỷ VNĐ, tăng 9% svck và 3% sv quý trước; lợi nhuận ròng đạt 2.65 nghìn tỷ VNĐ, tăng 145% svck và 93% sv quý trước chủ yếu nhờ đóng góp của thương vụ chuyển nhượng Vincom Nguyễn Chí Thanh (lợi nhuận trước thuế 1.9 nghìn tỷ VNĐ). Lũy kế cả năm 2025, doanh thu VRE đạt 8.8 nghìn tỷ VNĐ, giảm nhẹ 1% svck khi đóng góp từ hoạt động chuyển nhượng bất động sản suy giảm (hoạt động này chiếm tỷ trọng nhỏ), trong khi mảng cốt lõi là cho thuê vẫn ghi nhận tăng trưởng. Lợi nhuận ròng năm 2025 đạt mức 6.446 nghìn tỷ VNĐ, hoàn thành 99% dự phóng lợi nhuận cả năm của chúng tôi.

Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận 2026: Điều chỉnh tiến độ bàn giao các dự án chuyển nhượng bất động sản

Bước sang năm 2026, doanh nghiệp không có kế hoạch bàn giao các dự án chuyển nhượng bất động sản tại Quảng Ninh và Hải Phòng trong năm, như chúng tôi đã kỳ vọng trước đó, kéo theo lợi nhuận của VRE dự kiến suy giảm từ mức nền cao của năm 2025 do không còn ghi nhận thu nhập tài chính đột biến. Chúng tôi thực hiện điều chỉnh chậm tiến độ bàn giao các dự án chuyển nhượng bất động sản này sang năm 2027, đồng thời tăng tỷ lệ lấp đầy dự kiến tại các trung tâm thương mại trong mảng cho thuê bất động sản do tín hiệu tích cực từ nửa cuối năm 2025. Lợi nhuận ròng của VRE dự kiến giảm 15% trong năm 2026, sau đó tăng trưởng trở lại 19% vào năm 2027; các mức lợi nhuận này lần lượt thấp hơn 9% và cao hơn 12.4% so với dự phóng cũ của chúng tôi.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là 35,200 VNĐ

Hiện tại, VRE đang được giao dịch ở mức P/E 10.0x, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 3 năm gần nhất (14.6x). Chúng tôi hạ giá mục tiêu của VRE xuống 35,200 VNĐ/cp – thấp hơn 2.5% so với giá mục tiêu gần nhất - do điều chỉnh giảm EPS dự phóng năm 2026, tuy nhiên duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** do cổ phiếu đã điều chỉnh về vùng hấp dẫn trong khi lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi vẫn duy trì tăng trưởng 13.7% - 4.1% GD 2026-27. Nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy cổ phiếu cho giai đoạn tăng trưởng trở lại sau năm bản lề 2026.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	8,939	8,837	9,099	13,204
Lợi nhuận ròng	4,096	6,446	5,457	6,492
Tăng trưởng doanh thu thuần	-9%	-1%	3%	45%
Tăng trưởng LN ròng	-7%	57%	-15%	19%
Biên LN gộp	53%	54%	58%	51%
Biên EBITDA	79%	114%	96%	77%
ROAE	9.8%	13.3%	10.1%	10.8%
ROAA	7.4%	10.5%	8.2%	8.8%
EPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	1,759	2,768	2,343	2,788
BVPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	18,002	20,769	23,113	25,901

Nguồn: VRE, MBS Research dự phóng

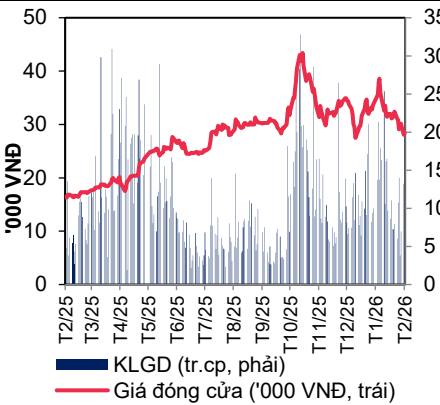
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 35,200 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 24.8%

Thay đổi trọng yếu:

Điều chỉnh giảm EPS 2026 thấp hơn 9% so với dự phóng cũ;
Hạ giá mục tiêu xuống thấp hơn 2.5% so với giá mục tiêu gần nhất.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	28,400
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	43,400
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	16,300
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	64,533
P/E (TTM)	10.0
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	12.4%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Sado	40.50%
CTCP Vingroup	18.37%
Khác	41.13%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

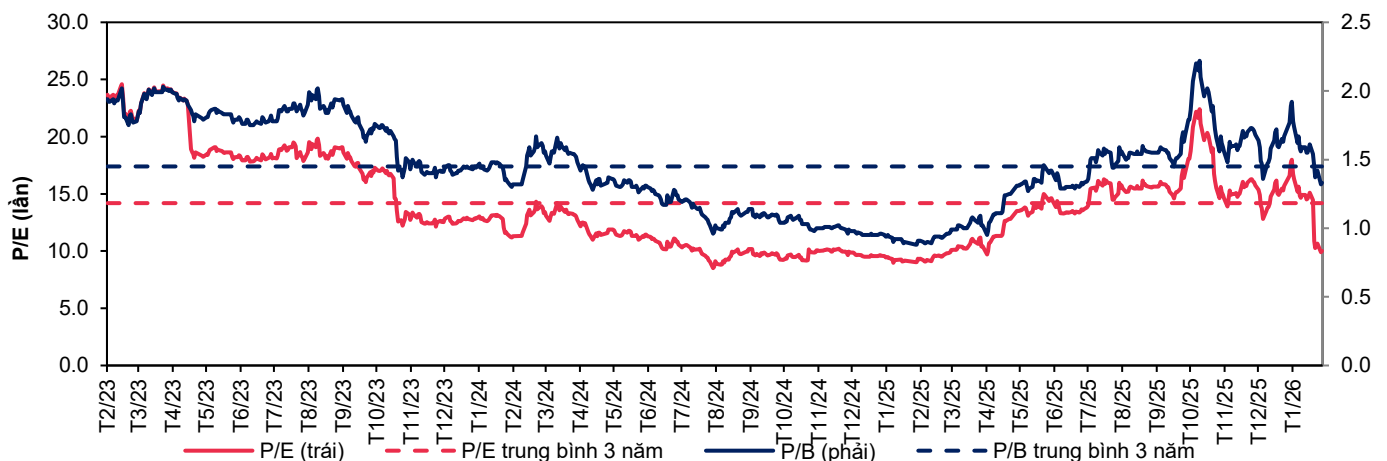
CTCP Vincom Retail (HOSE: VRE)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Trong năm 2026, lợi nhuận của VRE dự kiến suy giảm từ mức nền cao của cùng kỳ năm 2025 do không còn ghi nhận thu nhập tài chính đột biến; tuy nhiên, nếu loại bỏ phần thu nhập đột biến này, lợi nhuận năm 2026 dự kiến vẫn tăng trưởng 10.7% svck. Bên cạnh đó, năm 2026 là năm bản lề để VRE chuẩn bị cho giai đoạn mới với các động lực tăng trưởng bao gồm: (1) nhiều TTTM mở mới hơn với diện tích mặt sàn tăng lên đáng kể, (2) ghi nhận kết quả kinh doanh từ chuyển nhượng bất động sản tại các dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island, sau đó là Vinhomes Green Paradise.
- Lợi nhuận ròng của VRE dự kiến giảm 15% trong năm 2026, sau đó tăng trưởng trở lại 19% vào năm 2027 nhờ tăng diện tích sàn cho thuê và kỳ vọng mảng chuyển nhượng bất động sản đóng góp trở lại. Nếu chỉ tính riêng hoạt động cho thuê bất động sản và các dịch vụ liên quan, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp mảng này tăng lần lượt 13.7%/ 4.1% trong giai đoạn 2026-2027 nhờ tỷ lệ lấp đầy tích cực hơn và diện tích mặt sàn lớn hơn.
- VRE có thể nằm trong số 30 cổ phiếu tiềm năng được phân bổ vào rổ chỉ số FTSE Global All-cap trong năm nay, kéo theo các kỳ vọng về việc thu hút dòng vốn ngoại khi được các quỹ ETF mua vào, tăng thanh khoản và nâng cao vị thế trên thị trường quốc tế. Đây có thể là yếu tố hỗ trợ đáng chú ý cho cổ phiếu trong thời gian tới.
- Chúng tôi hạ giá mục tiêu của VRE xuống 35,200 VNĐ/cp do điều chỉnh giảm EPS dự phóng năm 2026 (điều chỉnh chậm tiến độ bàn giao các dự án chuyển nhượng bất động sản tại Quảng Ninh và Hải Phòng), tuy nhiên duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** do cổ phiếu đã điều chỉnh về vùng hấp dẫn. Hiện tại, VRE đang được giao dịch ở mức P/E forward 12.0x và P/E trailing 10.0x - thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 3 năm gần nhất (14.6x), nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy cho giai đoạn tăng trưởng trở lại sau năm 2026.

Hình 1: Diễn biến định giá 3 năm gần nhất: VRE hiện đang được giao dịch 1 độ lệch chuẩn dưới mức P/E và P/B trung bình 3 năm



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Định giá

Hình 2: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
Forward P/E (với P/E mục tiêu 2026 = 14.6x)	50%	37,300
Tỷ suất vốn hóa	50%	33,200
Giá mục tiêu		35,200
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 09/02/2026)		28,200
Tiềm năng tăng giá		24.8%

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	73,413
(+) Giá trị mảng chuyển nhượng BDS	Tỷ suất vốn hóa (cho giá trị tái bán)	tỷ VNĐ	3,662
(+) Tiền và tương đương tiền		tỷ VNĐ	6,824
(-) Nợ		tỷ VNĐ	6,628
(-) Lợi ích CĐTS		tỷ VNĐ	-
Giá trị doanh nghiệp		tỷ VNĐ	77,270
Số lượng cổ phiếu lưu hành		triệu cp	2,329
Giá mục tiêu		VNĐ/cp	33,200

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	2.5%
Tỷ suất vốn hóa	8.2%

(*) Lưu ý: Kể từ ngày 01/1/2026, chúng tôi điều chỉnh tăng lãi suất phi rủi ro lên mức 4.0% theo diễn biến lãi suất trái phiếu Chính phủ, đồng thời điều chỉnh giảm phần bù rủi ro thị trường xuống mức 8.0%

Rủi ro giảm giá:

- Tiến độ mở bán, bàn giao và tỷ lệ hấp thụ tại các dự án shophouse chậm trễ hơn nhiều so với dự kiến.
- Tiến độ đi vào vận hành của các trung tâm thương mại chậm hơn dự kiến, hoặc tỷ lệ lấp đầy thấp hơn dự kiến.

KQKD Q4/2025 và cả năm 2025: Tỷ lệ lấp đầy có sự bứt phá, lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ thương vụ chuyển nhượng cổ phần tại Vincom Nguyễn Chí Thanh

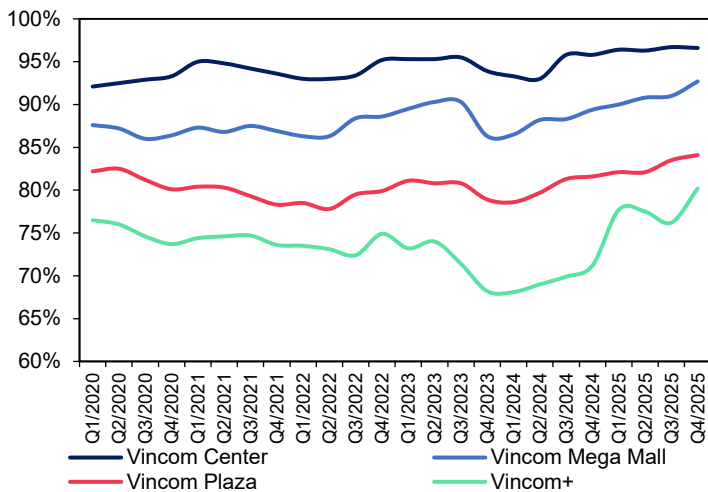
Kết quả kinh doanh Q4/2025 và cả năm 2025 của VRE

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q4/2025 và cả năm 2025 (đơn vị: tỷ VNĐ)

(Đơn vị: tỷ VNĐ)	Q4/2025	% svck	% sv quý trước	2025	% svck	% sv dự phóng	Nhận xét
Diện tích mặt sàn - GFA ('000 m2)	1,914	4.0%	-1.3%	1,914	4.0%	97.4%	Tăng diện tích tại 2 Vincom Megamall và 1 Vincom Plaza, giảm diện tích tại Vincom Center Nguyễn Chí Thanh.
Tỷ lệ lấp đầy	88.1%	2.7 đpt	1.1 đpt	86.9%	2.7 đpt	0 đpt	Tỷ lệ lấp đầy cải thiện tại cả 4 phân khúc, trong đó đáng chú ý là Vincom Megamall (+ 3.3 đpt svck) và Vincom+ (+ 9.0 đpt svck).
Doanh thu	2,312	8.7%	2.7%	8,837	-1.1%	100.3%	Phù hợp dự phóng của MBS Research
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	2,182	7.6%	2.8%	8,400	6.6%	99.3%	Diện tích mặt sàn cuối 2025 tăng 4.0% so với cuối 2024, tỷ lệ lấp đầy tăng mạnh ở tất cả các phân khúc, hỗ trợ doanh thu tăng.
- Chuyển nhượng BĐS	55	-9.1%	-0.5%	170	-79.8%	89.3%	Hoạt động chuyển nhượng BĐS diễn ra tương đối ảm đạm khi chỉ bàn giao một số ít căn shop house còn lại tại các dự án cũ.
- Khác	76	85.2%	4.4%	268	20.7%	168.0%	
Lợi nhuận gộp	1,210	0.8%	6.5%	4,732	-0.5%	96.8%	
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	1,187	4.9%	6.7%	4,621	5.1%	97.1%	
- Chuyển nhượng BĐS	18	-74.5%	-22.4%	85	-75.1%	83.3%	
- Khác	6	628.0%	259.9%	27	42.7%	92.2%	
Biên lợi nhuận gộp	52.3%	-4.1 đpt	1.8 đpt	53.5%	0.3 đpt	-1.9 đpt	
- Cho thuê BĐS & cung cấp dịch vụ liên quan	54.4%	-1.4 đpt	2 đpt	55.0%	-0.8 đpt	-1.2 đpt	Biên LNG cải thiện sv quý trước khi vào thời gian cao điểm cuối năm - tỷ lệ lấp đầy tăng, nhưng giảm svck.
- Chuyển nhượng BĐS	32.6%	n/a	-9.2 đpt	49.8%	9.3 đpt	-3.6 đpt	
- Khác	8.0%	6 đpt	5.7 đpt	10.0%	1.5 đpt	-8.2 đpt	
Chi phí quản lý và bán hàng	363	16%	158%	839	-15%	99%	Chi phí trích lập dự phòng Q4/2025 ở mức 104 tỷ VNĐ, tăng mạnh sv quý trước và svck do trích lập cho khách hàng trong mảng giải trí; tuy nhiên chi phí trích lập dự phòng cả năm 2025 ở mức 147 tỷ VNĐ, giảm 39% svck.
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	15.7%	1 đpt	9.4 đpt	9.5%	-1.5 đpt	-0.2 đpt	
Thu nhập tài chính ròng	2,444	798%	441%	3,687	289%	93%	Q4/2025 ghi nhận lãi đột biến từ chuyển nhượng cổ phần tại Vincom Nguyễn Chí Thanh (1891 tỷ VNĐ). Nếu loại trừ khoản lãi đột biến này, thu nhập tài chính ròng năm 2025 vẫn tăng 89% svck nhờ lãi cọc & lãi tiền gửi tăng mạnh.
Thu nhập khác	49	-76%	-82%	503	22%	349%	Thu nhập khác năm 2025 tăng chủ yếu do tăng thu nhập từ bồi thường hợp đồng.
Lợi nhuận trước thuế	3,341	143.8%	94.1%	8,083	57.5%	99%	
Lợi nhuận sau thuế	2,659	145.0%	93.2%	6,446	57.4%	99%	Nếu loại bỏ lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng tại Vincom Nguyễn Chí Thanh, lợi nhuận sau thuế đạt 105% kế hoạch.
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	2,659	145.0%	93.2%	6,446	57.4%	99%	Phù hợp dự phóng của MBS Research.

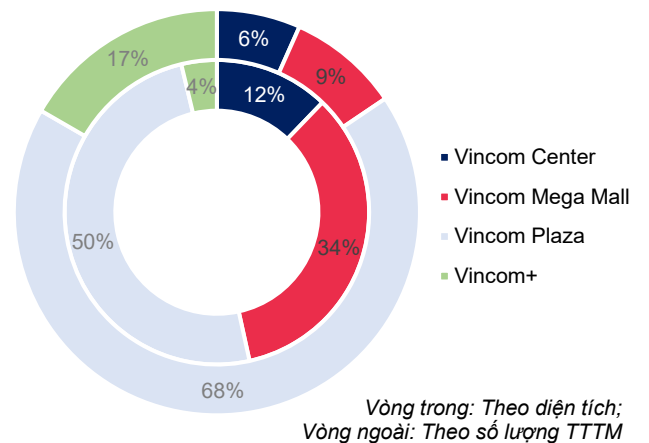
Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 5: Tỷ lệ lấp đầy cải thiện tốt tại tất cả các phân khúc



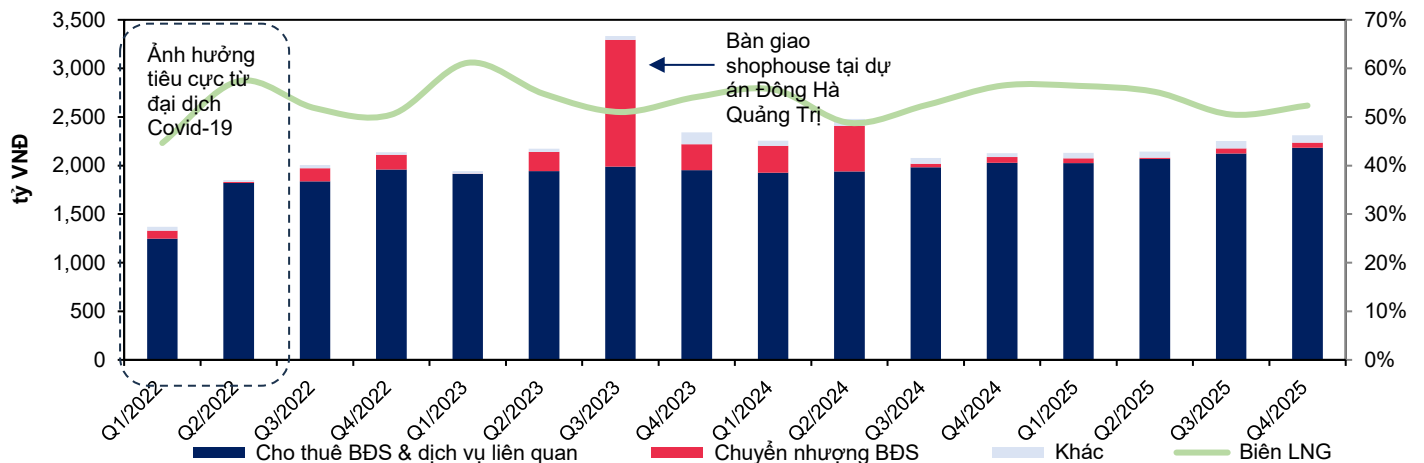
Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 6: Số lượng và diện tích TTTM của VRE theo loại hình Q4/2025



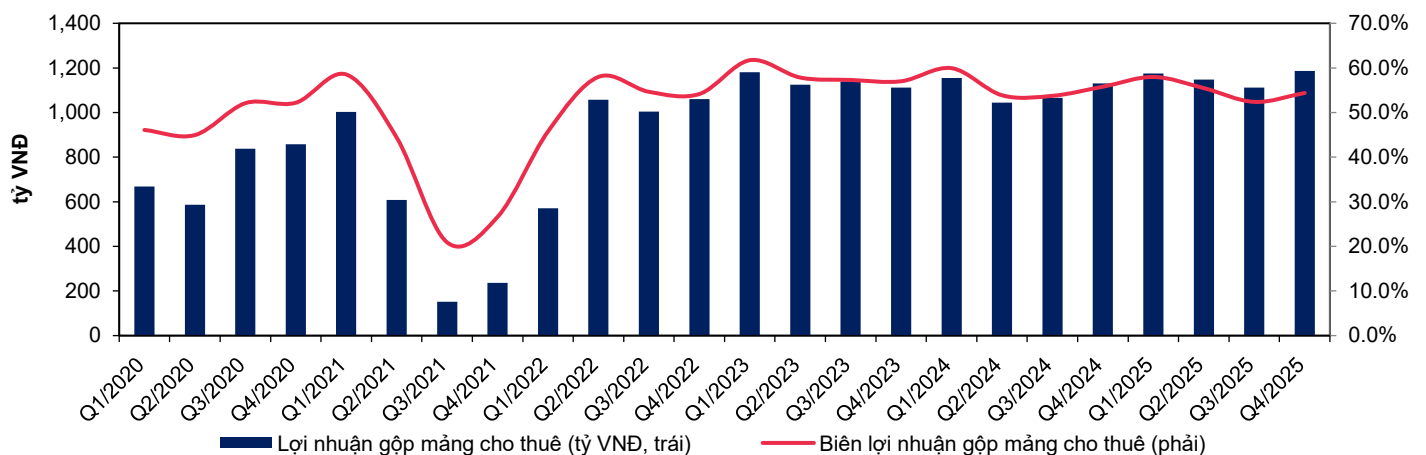
Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 7: Cơ cấu doanh thu theo mảng hoạt động và biên lợi nhuận gộp chung của VRE



Nguồn: VRE, MBS Research

Hình 8: Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê của VRE khá ổn định, tuy nhiên 2 quý gần đây ở mức thấp so với năm ngoái



Nguồn: VRE, MBS Research

Điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận 2026-2027 do điều chỉnh chậm lại tiến độ mở bán và bàn giao các dự án bất động sản

Hình 9: Dự báo của MBS về KQKD của VRE trong GD 2026-2027

(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2025	2026F	% svck	% sv dự phóng cũ	2027F	% svck	% sv dự phóng cũ	Nhận xét
Diện tích mặt sàn - GFA ('000 m2)	1,914	1,941	1.4%	-5.6%	2,101	8.2%	-2.1%	Năm 2026 dự kiến ghi nhận thêm diện tích từ VCP Wonder City (Đan Phượng) trong khi 2027 dự kiến ghi nhận thêm diện tích từ 2 TTTM tại Cổ Loa và Cần Giờ. Điều chỉnh giảm diện tích của Vincom NCT và giảm GFA dự kiến của VCP Đan Phượng.
Tỷ lệ lấp đầy	87.3%	92.1%	4.7 đpt	4.9 đpt	93.6%	1.5 đpt	6.1 đpt	VRE dự kiến tăng tỷ lệ lấp đầy tại các phân khúc thông qua cải tạo phần diện tích còn lại, đồng thời thu hút thêm khách thuê mới tại các TTTM chưa tối ưu, đặc biệt là các Vincom Plaza; dự kiến tỷ lệ lấp đầy 2026 tăng mạnh tại phân khúc này.
Doanh thu	8,837	9,099	3%	-31%	13,204	45%	-1%	
- Cho thuê BĐS & dịch vụ liên quan	8,400	8,949	6.5%	0%	9,306	4.0%	0.8%	Doanh thu mảng này kỳ vọng tăng nhờ: (1) tăng diện tích của VCP Đan Phượng, (2) tỷ lệ lấp đầy tăng. Điều chỉnh giảm sv dự phóng cũ do loại bỏ đóng góp của Vincom Center Nguyễn Chí Thanh.
- Chuyển nhượng BĐS	170	70	-59%	-98%	3,818	5354%	-5%	Việc mở bán và bàn giao dự án shophouse tại Quảng Ninh và Hải Phòng dự kiến diễn ra vào năm 2027, thay vì 2026.
- Khác	268	80	-70%	0%	80	0%	0%	
Lợi nhuận gộp	4,732	5,309	12.2%	-15%	6,692	26.1%	5.8%	
- Cho thuê BĐS & dịch vụ liên quan	4,621	5,255	13.7%	6%	5,471	4.1%	8.0%	
- Chuyển nhượng BĐS	85	34	-59.8%	-97%	1,201	3433.7%	-3.2%	
- Khác	27	20	-25.2%	0%	20	0.0%	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	53.5%	58.3%	4.8 đpt	11.1 đpt	50.7%	-7.7 đpt	3.2 đpt	Biên LN gộp 2027 giảm do có đóng góp từ mảng chuyển nhượng BĐS, dự kiến có biên lợi nhuận thấp hơn mảng cho thuê.
- Cho thuê BĐS & dịch vụ liên quan	55.0%	58.7%	3.7 đpt	3.6 đpt	58.8%	0.1 đpt	3.9 đpt	
- Chuyển nhượng BĐS	49.8%	48.6%	-1.2 đpt	18 đpt	31.5%	-17.1 đpt	0.5 đpt	
- Khác	10.0%	25.0%	15 đpt	0 đpt	25.0%	0 đpt	0 đpt	
Chi phí quản lý và bán hàng	839	883	-5%	-27.3%	1,030	17%	-16%	Dự kiến chi phí trong 2026 vẫn duy trì ở mức cao khi lãi suất tăng có thể phần nào tác động đến khả năng tài chính của các khách thuê, từ đó ảnh hưởng đến trích lập dự phòng của VRE. Chi phí 2027 tăng do mở bán các dự án BĐS.
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	9.5%	9.7%	0.2 đpt	0.5 đpt	7.8%	-1.9 đpt	-1.4 đpt	
Thu nhập tài chính ròng	3,687	2,122	-42.4%	-7.3%	2,123	0%	11.6%	Dự kiến lãi suất vẫn ở mức cao giúp lãi tiền gửi & cọc duy trì tốt, nhưng 2026 không còn ghi nhận lãi đột biến như 2025. Chi phí lãi vay dự kiến không biến động mạnh do các khoản vay là dài hạn và hưởng lãi suất cố định. Điều chỉnh giảm sv dự phóng cũ do tăng chi phí lãi vay trung bình.
Thu nhập khác	503	273	-45.8%	27%	330	20.9%	51.5%	Điều chỉnh phù hợp do năm 2026-2027 dự kiến không còn ghi nhận thu nhập từ bồi thường hợp đồng lớn như 2025.
LN trước thuế	8,083	6,821	-15.6%	-9%	8,115	19.0%	12.4%	
Lợi nhuận sau thuế	6,446	5,457	-15.3%	-9%	6,492	19.0%	12.4%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số	6,446	5,457	-15.3%	-9%	6,492	19.0%	12.4%	LN 2026 điều chỉnh giảm sv dự phóng cũ chủ yếu do giảm đóng góp từ hoạt động chuyển nhượng BĐS

Nguồn: MBS Research dự phóng

Kế hoạch tăng diện tích thương mại năm 2026 phù hợp dự phóng

Trong năm 2026, VRE chỉ có kế hoạch mở thêm 1 trung tâm thương mại (TTTM) mới là Vincom Plaza Wonder City (Đan Phượng) với diện tích mặt sàn (GFA) tăng lên khoảng 27 nghìn m², tương đương 1.4% tổng diện tích mặt sàn của VRE hiện tại. Kế hoạch này phù hợp với dự phóng trước đó của MBS Research, do đó chúng tôi chỉ thực hiện loại trừ diện tích GFA của Vincom Center Nguyễn Chí Thanh (đóng góp 1.6% tổng doanh thu mằng cho thuê năm 2025) khỏi đóng góp doanh thu năm 2026 mà không điều chỉnh gì thêm về diện tích. Tuy nhiên, nhờ VRE đã tích cực cải tạo phần diện tích còn lại tại các TTTM, tỷ lệ lấp đầy đã cải thiện đáng kể trong năm 2025, do đó chúng tôi có cơ sở để điều chỉnh dự phóng tăng tỷ lệ lấp đầy năm 2026-2027, từ đó tăng biên lợi nhuận gộp mằng này của doanh nghiệp. Những điều chỉnh này chủ yếu đến từ tăng mạnh tỷ lệ lấp đầy dự kiến tại phân khúc Vincom Plaza (ước tính đạt mức trung bình 90.5% trong năm 2026, tăng 7.5 điểm % so với trung bình năm 2025).

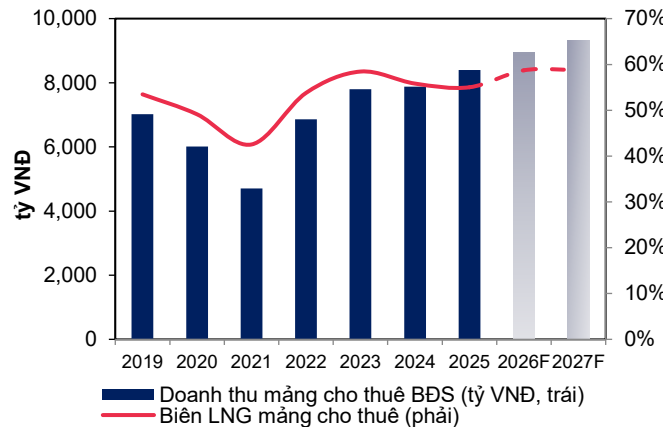
Hình 10: Ma trận phân bố TTTM của VRE dự kiến vào cuối năm 2026

	Hà Nội	HCM	Khác	Tổng
Vincom Center	4 (i)	2	0	6
Vincom Mega Mall	4	2	2	8
Vincom Plaza	4 (ii)	7	51	62
Vincom+	0	3	12	15
Tổng	12	14	65	91

Lưu ý: (i) Loại bỏ Vincom Center Nguyễn Chí Thanh; (ii) Thêm vào Vincome Plaza Wonder City

Nguồn: VRE, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 11: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mằng cho thuê bất động sản của VRE



Biên lợi nhuận gộp giai đoạn 206-2027 có thể quay về mức cao của năm 2023 nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện tích cực

Nguồn: VRE, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Điều chỉnh chậm tiến độ mở bán và bàn giao 2 dự án bất động sản tại Quảng Ninh và Hải Phòng từ năm 2026 sang năm 2027

Trong các báo cáo trước, chúng tôi đã kỳ vọng hoạt động mở bán và bàn giao 2 dự án bất động sản (Vinhomes Golden Avenue – Bắc Luân, Quảng Ninh và Vinhomes Royal Island – Vũ Yên – Hải Phòng), từ đó hỗ trợ kết quả kinh doanh của VRE trong năm 2026. Tuy nhiên, theo chia sẻ mới nhất của doanh nghiệp, hoạt động này sẽ không diễn ra trong năm 2026 như kỳ vọng. Chúng tôi điều chỉnh chậm tiến độ mở bán và bàn giao của 2 dự án này từ năm 2026 sang năm 2027, theo đó, dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mằng chuyển nhượng bất động sản năm 2026 của VRE giảm mạnh so với dự phóng trước đó.

Hình 12: Chi tiết các dự án chuyển nhượng BĐS sắp tới của VRE

TT	Dự án	Tỉnh thành	Diện tích bán ròng – 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 2027 (thay vì 2026 như kỳ vọng trước đó)
2	Vinhomes Golden Avenue	Quảng Ninh	24,200	~ 280	1,300	Kỳ vọng bắt đầu bàn giao từ 2027 (thay vì 2026 như kỳ vọng trước đó)
3	Vinhomes Green Paradise	TP. HCM (Cần Giờ)	n/a	~ 1300	n/a	

Nguồn: VRE, MBS Research tổng hợp

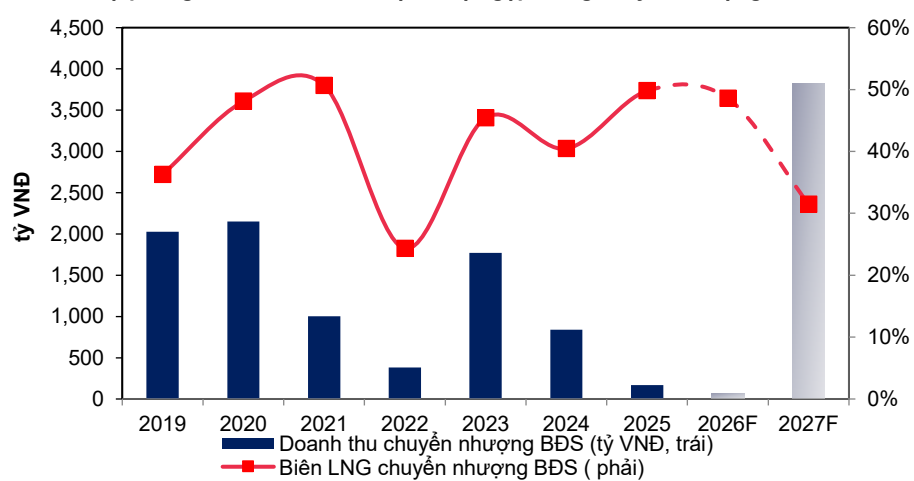
Như chúng tôi đã đề cập tại báo cáo lần trước, VRE không phải là đơn vị đầu tư phát triển trực tiếp đối với hai dự án Vinhomes Golden Avenue và Vinhomes Royal Island, do đó không chịu rủi ro phát triển. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các dự án shophouse trước đó của doanh nghiệp trong vòng 3 năm gần nhất. Theo đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng bất động sản của VRE đạt mức 31.5% vào năm 2027, giảm 17.1 điểm % so với cùng kỳ.

Hình 13: Điều chỉnh dự phóng tiến độ các dự án BĐS chuyển nhượng

TT	Dự án	2025	2026F	2027F	Sau 2027
1	Vinhomes Royal Island				
2	Vinhomes Golden Avenue				
3	Vinhomes Green Paradise				

Lưu ý: Mở bán Bàn giao
Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 14: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS của VRE



Nguồn: VRE, MBS Research dự phóng

Trong năm 2026, VRE cũng dự kiến ra mắt dòng sản phẩm mới Vincom Collection – phổ thương mại, do doanh nghiệp trực tiếp quản lý và vận hành với thiết kế được điều chỉnh theo đặc điểm của khu vực. Chúng tôi hiện chưa đưa các dự phóng về dòng sản phẩm này trong mô hình định giá, và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin.

Cổ phiếu VRE kỳ vọng được phân bổ vào rổ chỉ số FTSE Global All-cap kỳ rà soát T9/2026

Dựa theo các tiêu chí lựa chọn của bộ chỉ số FTSE Global All-cap và dữ liệu tại ngày 30/01/2026, MBS Research đã mô phỏng danh mục cổ phiếu có khả năng được lựa chọn vào bộ chỉ số FTSE Global All-cap và khối lượng giao dịch trong kỳ review vào tháng 9/2026 sắp tới. Theo dự phóng này và danh mục mẫu mà FTSE công bố vào tháng 11/2025 vừa qua, VRE có thể nằm trong số 30 cổ phiếu tiềm năng được phân bổ vào rổ chỉ số này. Mặc dù danh mục có thể sẽ có thay đổi vào thời điểm công bố chính thức, chúng tôi cho rằng khả năng VRE được chọn trong danh mục là khá cao, kéo theo các kỳ vọng về việc thu hút dòng vốn ngoại khi được các quỹ ETF mua vào, tăng thanh khoản và nâng cao vị thế trên thị trường quốc tế. Đây có thể là yếu tố hỗ trợ đáng chú ý cho cổ phiếu trong thời gian tới.

Hình 15: Dự báo các cổ phiếu được phân bổ vào chỉ số FTSE Global All-cap trong kỳ rà soát tháng 9/2026 (dựa trên dữ liệu ngày 30/1/2026)

Mã	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá trị mua dự kiến (Triệu USD)	Giá (VNĐ/cp)	Ước số ngày giao dịch
VIC	1,082,697	69.68	140,500	2.04
VHM	435,386	58.63	106,000	1.83
MCH	205,949	9.11	159,100	4.71
HPG	205,702	41.61	26,800	1.20
FPT	178,016	19.35	104,300	0.39
VPL	165,880	10.49	92,500	4.02
VNM	147,551	23.12	70,600	0.77
TCX	130,589	1.19	56,500	0.19
MSN	121,457	8.26	84,000	0.29
STB	118,769	1.64	63,000	0.05
VJC	100,870	44.04	170,500	3.52
SSI	77,598	4.35	31,150	0.15
SHB	73,499	9.59	16,000	0.29
VRE	68,624	9.67	30,200	1.03
GEE	66,173	12.17	180,800	3.53
SAB	64,000	5.89	49,900	1.53
VPX	51,938	1.00	27,700	0.81
POW	42,183	2.69	13,750	0.29
EIB	38,838	4.39	20,850	0.69
GEX	33,118	5.34	36,700	0.38
KBC	32,867	5.10	34,900	0.48
VCi	31,156	45.01	36,650	2.52
KDH	30,861	15.00	27,500	1.90
FRT	28,934	44.97	169,900	7.98
VND	28,163	2.58	18,500	0.24
DGC	26,053	13.94	68,600	0.96
PVS	23,218	13.16	45,400	0.65
PDR	17,661	1.02	17,700	0.15
DXG	17,131	14.09	15,400	1.67
HUT	16,772	2.94	15,700	1.36

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	8,939	8,837	9,099	13,204	LN trước thuế	5,133	8,083	6,821	8,115
Giá vốn hàng bán	(4,184)	(4,105)	(3,790)	(6,512)	Khấu hao	1,379	1,381	1,382	1,474
Lợi nhuận gộp	4,755	4,732	5,309	6,692	CP lãi vay	566	703	562	584
Chi phí quản lý DN	(642)	(568)	(591)	(634)	Các khoản điều chỉnh khác	(1,481)	(4,667)	(41)	431
Chi phí bán hàng	(341)	(271)	(291)	(396)	Thay đổi VLD	(4,839)	(8,763)	(2,990)	(7,711)
LN từ HĐKD	3,773	3,893	4,426	5,662	LCTT từ HĐKD	758	(3,262)	5,735	2,894
EBITDA thuần	5,152	5,274	5,809	7,136	Đầu tư TSCĐ	(4,192)	(2,686)	(2,014)	(5,198)
LN trước thuế & lãi vay	3,773	3,893	4,426	5,662	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	11	12	-	-
Thu nhập lãi	1,786	4,751	2,821	2,905	Khác	1,718	5,682	(1,974)	3,060
Chi phí tài chính	(838)	(1,065)	(699)	(782)	LCTT từ đầu tư	(2,463)	3,008	(3,988)	(2,138)
Thu nhập ròng khác	413	503	273	330	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	509	1,827	227	204
LN trước thuế	5,133	8,083	6,821	8,115	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	278	33
Thuế TNDN	(1,038)	(1,637)	(1,364)	(1,623)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	4,096	6,446	5,457	6,492	LCTT từ hoạt động TC	510	1,827	505	237
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,102	2,885	4,435	6,686
Lợi nhuận ròng	4,096	6,446	5,457	6,492	LC tiền thuần trong năm	(1,195)	1,573	2,252	993
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,906	4,458	6,686	7,680
Lợi nhuận giữ lại	4,096	6,446	5,457	6,492					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	2,885	4,435	6,686	7,680	Tăng trưởng doanh thu thuần	-9%	-1%	3%	45%
Đầu tư ngắn hạn	126	133	137	199	Tăng trưởng EBITDA	-14%	2%	10%	23%
Phải thu khách hàng	2,016	2,886	2,843	5,282	Tăng trưởng LN từ HĐKD	83%	103%	114%	128%
Hàng tồn kho	295	236	643	802	Tăng trưởng LN trước thuế	-7%	57%	-16%	19%
Tổng tài sản ngắn hạn	12,312	7,961	10,473	17,333	Tăng trưởng LN ròng	-7%	57%	-15%	19%
Tài sản cố định	203	263	250	244	Tăng trưởng EPS	-7%	57%	-15%	19%
Xây dựng cơ bản dở dang	802	267	283	297					
BĐS đầu tư	27,084	27,231	27,867	31,589	Biên LN gộp	53%	54%	58%	51%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên EBITDA	79%	114%	96%	77%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	Biên LN ròng	46%	73%	60%	49%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	14,787	25,526	27,503	24,373	ROAE	9.8%	13.3%	10.1%	10.8%
Tổng tài sản dài hạn	42,914	53,318	55,920	56,522	ROAA	7.4%	10.5%	8.2%	8.8%
Tổng tài sản	55,226	61,279	66,393	73,855	ROIC	8.8%	11.8%	9.0%	9.7%
Vay & nợ ngắn hạn	2,010	21	203	215	Vòng quay tài sản	16%	14%	14%	18%
Phải trả người bán	462	659	543	903	Tổng nợ vay/VCSH	11%	13%	12%	11%
Phải trả ngắn hạn khác	3,449	4,494	3,762	4,136	Nợ vay ròng/VCSH	4%	4%	0%	-1%
Tổng nợ ngắn hạn	5,921	5,174	4,508	5,253	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	3%	3%	0%	-1%
Vay & nợ dài hạn	2,523	6,380	6,425	6,617	Khả năng thanh toán lãi vay	6.7	6.2	7.9	9.7
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	Số ngày phải thu	82	119	114	146
Tổng nợ	9,393	7,758	8,263	8,499	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	26	21	62	45
					Số ngày phải trả tiền bán	40	59	52	51
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	2.1	1.5	2.3	3.3
Cổ phiếu quỹ	(1,954)	(1,954)	(1,954)	(1,954)	Khả năng thanh toán nhanh	2.0	1.5	2.2	3.1
LN giữ lại	20,595	27,040	32,498	38,990	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.9	1.5	1.5
Các quỹ thuộc VCSH	(53)	(53)	(53)	(53)					
Vốn chủ sở hữu	41,922	48,368	53,825	60,318	Định giá				
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	-	-	-	EPS (VND/cp)	1,759	2,768	2,343	2,788
Tổng vốn chủ sở hữu	41,923	48,368	53,825	60,318	BVPS (VND/cp)	18,002	20,769	23,113	25,901
Tổng nợ và VCSH	55,226	61,279	66,393	73,855	P/E	16.1	10.3	12.1	10.2
					P/B	1.6	1.4	1.2	1.1

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, Ô Chợ Dừa, 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>