

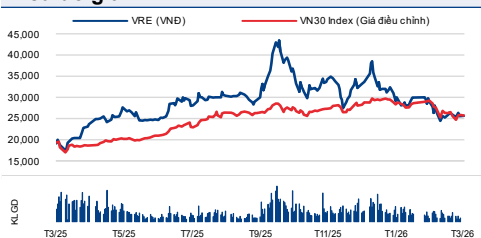
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ39,600
Tiềm năng tăng/giảm: 54.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/3/2026)	25,650
Mã Bloomberg	VRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,500-43,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,650
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	58,285
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,212
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
LN TT (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 LN TT (%)	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)	6.70	6.02	5.41
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.6	9.65	8.81
P/E ĐC (lần)	15.8	8.19	12.6
P/B (lần)	1.39	1.19	1.09
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

Tài liệu ĐHCĐ: Mục tiêu LNST từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng trưởng 15%

- VRE vừa công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2026. BLĐ đề ra HKHD năm 2026 với doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14,7% svck) và 5,4 nghìn tỷ đồng (giảm 16,6% svck). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận HĐ tài chính không thường xuyên trong năm 2025, LNST từ HĐKD cốt lõi dự kiến sẽ tăng trưởng 15%.
- Mặc dù mục tiêu doanh thu về cơ bản sát với dự báo của HSC, nhưng LNST lại cao hơn 15,8%. Điều này được cho là nhờ lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn kỳ vọng, khi tiền đặt cọc cho các TTTM và shophouse tăng vọt trong Q4/2025.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 39.600đ. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 48,2% so với ước tính RNAV, thấp hơn so với chiết khấu bình quân 43,6% 3 trong 3 năm qua.

Sự kiện: Công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2026

VRE vừa công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2026 với HKHD cho năm 2026, trong khi mục tiêu cụ thể cho các mảng kinh doanh (bao gồm mảng cho thuê TTTM và bán shophouse) vẫn chưa được công bố. Công ty cũng đề xuất không trả cổ tức từ lợi nhuận của năm 2025.

BLĐ đề ra HKHD năm 2026 với doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 10,1 nghìn tỷ đồng (+14,7% svck) và 5,4 nghìn tỷ đồng (-16,6% svck). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận HĐ tài chính không thường xuyên trị giá 1.900 tỷ đồng trong năm 2025 (đến từ việc chuyển nhượng Vincom Center Nguyễn Chí Thanh và thu nhập lãi tiền gửi) LNST từ HĐKD cốt lõi dự kiến sẽ tăng trưởng 15% svck.

Mục tiêu doanh thu chỉ thấp hơn 4,9% so với kỳ vọng của chúng tôi, nhưng mục tiêu lợi nhuận của VRE lại cao hơn 15,8% so với dự báo (4.600 tỷ đồng). Sự chênh lệch này chủ yếu do chúng tôi đã áp dụng các giả định thận trọng hơn đối với lợi nhuận HĐ tài chính trong mô hình dự báo lợi nhuận. Các khoản tiền gửi cho mục đích kinh doanh và đầu tư đã tăng 19,1% so với cùng kỳ lên 25 nghìn tỷ đồng trong Q4/2025, điều này sẽ hỗ trợ thu nhập lãi tiền gửi trong năm 2026 cao hơn dự kiến.

KQKD tiếp tục vững chắc của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận, khi công ty vận hành toàn bộ ba TTTM đã khai trương trong năm 2025, cụ thể là VMM Royal Island tại Hải Phòng, VMM Ocean City tại Hưng Yên và VCP Vinh tại Nghệ An, cùng với việc ra mắt TTTM mới trong năm 2026 - Vincom Plaza Wonder Park (tổng diện tích sàn bán lẻ: 27.000 m2, Hà Nội). Trong khi đó, đóng góp lợi nhuận từ việc bán shophouse có thể vẫn ở mức thấp, do BLĐ định hướng không có đợt mở bán mới nào trong năm nay.

Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật thông tin chi tiết tại ĐHCĐ, dự kiến sẽ diễn ra vào ngày 23/4/2026 tại Hà Nội.

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 48,2% so với RNAV, thấp so với bình quân 3 năm ở mức 43,6%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/3.

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, VRE

(tỷ đồng)	KQKD 2025	KH 2026	Tăng trưởng	Dự báo HSC	Tăng trưởng	% chênh lệch
Doanh thu	8,837	10,132	14.7%	10,651	20.5%	-4.9%
LNST	6,446	5,375	-16.6%	4,640	-28.0%	15.8%
Lợi nhuận 'cốt lõi' sau thuế	4,674	5,375	15.0%	4,640	-0.7%	15.8%

Ghi chú: Không bao gồm lợi nhuận không thường xuyên đến từ thương vụ chuyển nhượng TTTM Vincom Nguyễn Chí Thanh
Nguồn: HSC ước tính

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)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Slg 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
Tiềm 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)	5.94	6.70	6.02	5.41	4.07
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.66	11.6	9.65	8.81	6.58
P/E (lần)	13.2	14.2	8.19	12.6	9.45
P/E ĐC (lần)	13.7	15.8	8.19	12.6	9.45
P/B (lần)	1.54	1.39	1.19	1.09	0.97
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