

Vingroup (VIC) - Vinhomes (VHM) - Vincom Retail (VRE)

Ngành Bất động sản
Ngày báo cáo 27/05/2025

Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên
thuc.than@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.174

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp
hong.luu@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.120

Triển vọng doanh số bán bất động sản và bàn giao xe điện tích cực; nhu cầu huy động vốn duy trì; mở rộng sang lĩnh vực mới

Tóm tắt KQKD quý 1/2025

VHM ghi nhận doanh số bán hàng tăng mạnh trong quý 1/2025, dẫn dắt bởi dự án Wonder City (Hà Nội), với LNST sau lợi ích CĐTS được thúc đẩy bởi lượng bàn giao tại Ocean Park 2&3 và Royal Island. VRE ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước từ mảng cho thuê bán lẻ. Lợi nhuận của VIC được hỗ trợ bởi việc chuyển nhượng dự án Global Gate và các khoản tài trợ từ Chủ tịch HĐQT, bù đắp cho khoản lỗ từ HĐKD của mảng công nghiệp. Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết về KQKD quý 1/2025 trong các báo cáo KQKD cho VIC, VHM và VRE.

Những thay đổi chính trong dự báo

Chúng tôi tăng 28% dự báo doanh số bán hàng năm 2025 của VHM, nhờ doanh số bán hàng tốt hơn dự kiến từ dự án Wonder City mới mở bán và việc điều chỉnh kế hoạch mở bán của Green Paradise và Golden City lên năm 2025 so với trước đó là năm 2026. Đồng thời, chúng tôi tăng 6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 của VHM, chủ yếu nhờ dự kiến ghi nhận doanh thu cao hơn từ các đợt mở bán mới. Đối với VRE, chúng tôi tăng 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025, nhờ dự báo thu nhập tài chính cao hơn. Chúng tôi giảm dự báo LNTT năm 2025 của VIC, chủ yếu do kỳ vọng khoản lỗ từ HĐKD cao hơn đối với mảng công nghiệp, đến từ doanh số bàn giao xe điện tăng.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VIC, PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VHM, và KHẢ QUAN đối với VRE. Đồng thời, chúng tôi lần lượt tăng 107%, 59% và 46% giá mục tiêu cho VIC, VHM và VRE. Việc điều chỉnh này chủ yếu được thúc đẩy bởi: 1) định giá cao hơn của chúng tôi cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC, khi chúng tôi đưa vào dự báo các dự án khách sạn và VinWonders trong kế hoạch phát triển đã được xác định, 2) định giá cao hơn của chúng tôi cho các dự án quy mô lớn Green Paradise (TP.HCM) và Apollo City (Quảng Ninh), phản ánh tiềm năng phát triển hạ tầng cải thiện củng cố cho giả định doanh số bán hàng của chúng tôi, 3) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026, và 4) tỷ lệ chiết khấu thấp hơn được áp dụng cho ước tính RNAV của các cổ phiếu này.

Hình 1: Khuyến nghị và tóm tắt định giá

Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu Nhà nước %	FOL %	Room NN tr USD	GTGDT B 30N tr USD	Giá CP đồng/CP	Giá mục tiêu đồng/CP	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T
VIC	PHTT	13.521	0%	48%	5.594	23,4	94.500	90.300	-4,4%	0,0%	-4,4%
VHM	PHTT	11.738	0%	50%	4.553	27,2	74.300	67.400	-9,3%	0,0%	-9,3%
VRE	KQ	2.211	0%	49%	673	12,8	25.300	29.200	15,4%	0,0%	15,4%
VPL ^	KDG	6.014	0%	49%	2.943	N/A	87.200	N/A	N/A	N/A	N/A

Mã	Giá CP đồng/CP	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt (x)	P/E 2025F (x)	P/E 2026F (x)	P/B quý gần nhất (x)	P/B 2025F (x)	P/B 2026F (x)	ROE 2025F %	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất
VIC	94.500	9%	-18%	-52%	33,9	27,2	33,0	2,4	2,3	2,2	9%	135%
VHM	74.300	7%	-2%	3%	9,5	9,5	9,7	1,5	1,3	1,1	15%	29%
VRE	25.300	5%	16%	12%	13,7	13,4	11,5	1,3	1,2	1,1	10%	4%

Nguồn: Dữ liệu của công ty, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 27/05/2025; (^) CTCP Vinpearl (HOSE: VPL) niêm yết cổ phiếu vào ngày 13/05/2025 (xem thêm tại các trang 23-26 và Báo cáo Niêm yết VPL của chúng tôi).

Hình 2: Tóm tắt điều chỉnh giá mục tiêu

Mã	RNAV* trước chiết khấu	RNAV* trước chiết khấu	Tỷ lệ chiết khấu đối với RNAV của chúng tôi	RNAV* sau chiết khấu	RNAV* sau chiết khấu	Giá mục tiêu trước đây	Giá mục tiêu mới**	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Chi tiết về dự báo
	tỷ đồng	đồng/ CP	chúng tôi	tỷ đồng	đồng/ CP	đồng/ CP	đồng/ CP			
VIC	340.879	90.300	0%	340.879	90.300	43.700	90.300	PHTT	PHTT	Trang 3-11
VHM	346.203	84.300	20%	276.962	67.400	42.500	67.400	PHTT	PHTT	Trang 12-17
VRE	82.867	36.500	20%	66.294	29.200	20.000	29.200	KQ	KQ	Trang 18-22

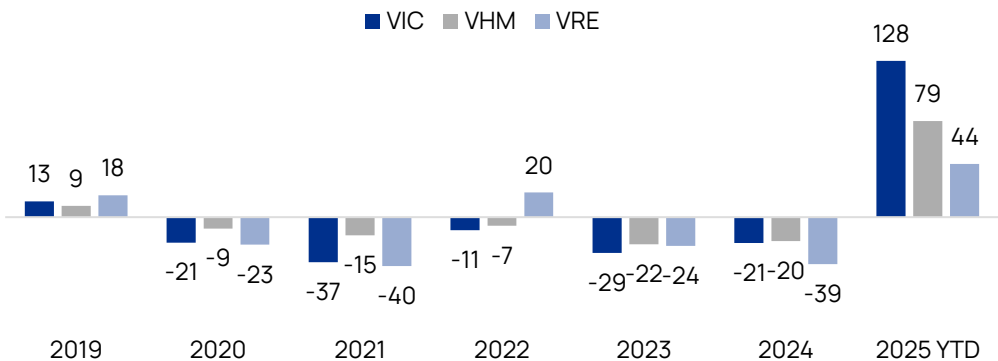
Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi hiện không đưa ra dự phóng riêng cho BCTC của VPL và định giá của VPL. (*) chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV cho VHM, định giá theo tổng giá trị từng phần (SoTP) với phương pháp tỷ suất vốn hóa cho VRE và phương pháp định giá SoTP cho VIC; (**) giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên ước tính RNAV sau chiết khấu.

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu thấp hơn đối với định giá RNAV cho VIC, từ 25% còn 0%, và cho VHM/VRE, từ 45% còn 20%.

- Mức chiết khấu thấp hơn của chúng tôi phản ánh quan điểm rằng tâm lý nhà đầu tư đối với nhóm cổ phiếu Vingroup (chủ yếu do lo ngại về khả năng sinh lời của VinFast) có thể được cải thiện, được hỗ trợ bởi định hướng chính sách của Chính phủ theo Nghị quyết 68 (ban hành vào ngày 04/05/2025), nhấn mạnh vai trò của khu vực tư nhân trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và có thể dẫn đến sự hỗ trợ lớn hơn cho các doanh nghiệp tư nhân quy mô lớn như Vingroup.
- Đối với VIC, chúng tôi giảm mức chiết khấu trong định giá RNAV, vì cho rằng các lợi ích tiềm năng từ Nghị quyết 68 – xét đến vị thế của VIC là doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam – cùng với những đóng góp tiềm năng trong tương lai từ các dự án năng lượng và hạ tầng quy mô lớn (chưa được đưa vào định giá hiện tại) có thể bù đắp được những thách thức còn tồn tại của VinFast.
- Đối với VHM/VRE, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu thấp hơn đối với định giá RNAV là phù hợp với kỳ vọng về tâm lý thị trường đang dần cải thiện. Tuy nhiên, mức chiết khấu 20% vẫn được giữ lại để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi trước những lo ngại còn tồn tại liên quan đến quỹ đất và các tài sản nằm trong các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC và/hoặc các bên liên quan.

Đà tăng giá gần đây của nhóm cổ phiếu Vingroup chủ yếu được thúc đẩy bởi tâm lý tích cực từ một số thông tin kể từ tháng 3, bao gồm: (1) VHM mở bán các dự án mới, (2) VinSpeed đề xuất tham gia đầu tư vào tuyến Metro Cần Giờ (TP.HCM) và dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam (dự án đầu tư lớn nhất từ trước đến nay tại Việt Nam), (3) việc niêm yết cổ phiếu của Vinpearl, (4) doanh số bàn giao xe VinFast và lượng đơn đặt hàng cho các mẫu xe mới đạt kết quả tích cực từ đầu năm 2025 đến nay, và (5) dòng tiền khối ngoại vào nhóm cổ phiếu Vingroup trong tháng 3.

Hình 3: Chênh lệch hiệu suất giá cổ phiếu so với VN-Index theo từng năm (%)



Nguồn: Dữ liệu của công ty, Vietcap (Lưu ý: Dữ liệu tính đến ngày 27/05/2025)

Tập đoàn Vingroup (VIC)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG -4,4%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	27/05/2025
Giá hiện tại	94.500VND
Giá mục tiêu	90.300VND
Giá mục tiêu gần nhất	43.700VND
TL tăng	-4,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-4,4%
GT vốn hóa*	351 nghìn tỷ đồng
Room KN	145,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	608 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	3,7 tỷ
Pha loãng*	3,8 tỷ

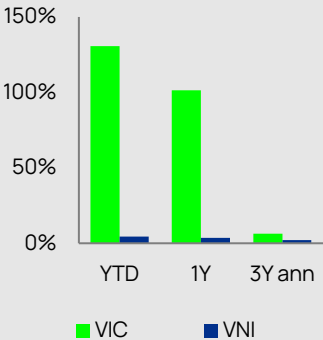
	VIC	VNI
P/E (trượt)	33,9x	13,5x
P/B (hiện tại)	2,4x	1,7x
ROE	8,0%	12,9%
ROA	0,8%	2,0%

* không bao gồm cổ phiếu VIC sở hữu bởi các công ty con

Tổng quan về công ty

Vingroup là 1 tập đoàn vận hành trong nhiều lĩnh vực, bao gồm phát triển BĐS nhà ở, phát triển và vận hành khách sạn nghỉ dưỡng, sản xuất và nghiên cứu công nghệ ô tô.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên
thuc.than@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.174

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp
hong.luu@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.120

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	189.068	226.494	209.623	252.965
Doanh thu cốt lõi (tỷ đồng)	212.344	288.043	268.605	292.030
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-5.901	-1.303	-9.693	7.239
LNTT (tỷ đồng)	16.739	18.686	17.499	15.520
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11.903	12.927	10.661	5.105
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	451,9%	8,6%	-17,5%	-52,1%
EPS* % YoY	466,4%	8,6%	-17,5%	-52,1%
Biên LN gộp	14,4%	17,7%	16,0%	20,9%
Biên LN từ HĐKD	-3,1%	-0,6%	-4,6%	2,9%
Biên LN ròng	6,3%	5,7%	5,1%	2,0%
ROE	9,5%	9,0%	6,8%	3,1%
Nợ vay ròng/CSH	117,2%	136,6%	145,8%	154,2%
P/E*	29,5x	27,2x	33,0x	68,9x
P/B*	2,6x	2,3x	2,2x	2,1x

Triển vọng doanh số bán bất động sản và xe điện tích cực; lợi nhuận từ HĐKD của mảng khách sạn nghỉ dưỡng dự kiến đạt điểm hòa vốn vào năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VIC và tăng gấp đôi giá mục tiêu lên 90.300 đồng/cổ phiếu, chủ yếu nhờ (1) định giá cao hơn của chúng tôi cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng khi chúng tôi bao gồm trong dự báo các dự án khách sạn và VinWonders đã được xác định trong kế hoạch phát triển, (2) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật định giá từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026, và (3) mức chiết khấu thấp hơn được áp dụng đối với định giá RNAV của chúng tôi cho VIC/VHM/VRE (xem Trang 2).
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 sẽ được hỗ trợ bởi doanh số bán bất động sản vững chắc, biên lợi nhuận từ HĐKD của mảng khách sạn nghỉ dưỡng cải thiện, các khoản tài trợ dự kiến từ Chủ tịch HĐQT và thu nhập từ thoái vốn.
- Chúng tôi dự báo LNTT năm 2025 đạt 18,7 nghìn tỷ đồng nhờ: (1) doanh thu bán bất động sản mạnh mẽ (bao gồm chuyển nhượng Global Gate), (2) lợi nhuận từ HĐKD của mảng khách sạn nghỉ dưỡng dự kiến hòa vốn, và (3) Chủ tịch HĐQT tiếp tục giải ngân các khoản hỗ trợ tài chính. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 6% dự báo LNTT năm 2025, chủ yếu do dự báo khoản lỗ từ HĐKD cao hơn của mảng công nghiệp do lượng bàn giao xe điện tăng. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 đạt 12,9 nghìn tỷ đồng (+9% YoY).
- Tính đến cuối quý 1/2025, tổng nợ vay của VIC đạt 252 nghìn tỷ đồng (+10% so với đầu năm), trong đó 22,9% là nợ vay bằng USD chưa phòng vệ tỷ giá. Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay hạn mức từ ngân hàng trị giá 61,3 nghìn tỷ đồng (2) các khoản nợ vay đáo hạn trong 9 tháng cuối năm 2025 trị giá 27,6 nghìn tỷ đồng, và (3) các khoản nợ vay khác đáo hạn trong quý 1/2026 trị giá 9,4 nghìn tỷ đồng.
- Rủi ro:** Biên lợi nhuận của mảng công nghiệp cải thiện chậm hơn kỳ vọng; chi phí huy động vốn cao hơn dự kiến cho các kế hoạch tăng vốn.
- Yếu tố hỗ trợ:** Quản trị dòng tiền tốt hơn và triển vọng huy động vốn thuận lợi hơn.

Triển vọng tích cực cho doanh số bàn giao xe điện: Chúng tôi dự báo doanh số bán giao xe sẽ tăng 39%/24% YoY trong năm 2025/2026, lần lượt đạt 135.000 xe và 167.000 xe. Chúng tôi kỳ vọng thị trường chính của VinFast vẫn là Việt Nam, nhờ xu hướng sử dụng xe điện gia tăng ở cả kênh bán lẻ và B2B (ví dụ: dịch vụ gọi xe, giao hàng), với doanh số mạnh từ các mẫu xe giá cả phải chăng (VF 3, 5, 6) và các mẫu xe Green mới cho dịch vụ vận tải. VinFast sẽ tiếp tục tận dụng mạng lưới trạm sạc rộng khắp, các ưu đãi bán hàng hấp dẫn và dịch vụ hậu mãi (ví dụ: sạc pin miễn phí cho khách hàng VinFast đến năm 2027).

Dự báo tiếp tục nhu cầu huy động vốn: Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB (bao gồm chi phí nghiên cứu & phát triển) và khoản lỗ EBITDA của mảng công nghiệp (chủ yếu đến từ VinFast) lần lượt đạt trung bình 23,9 nghìn tỷ đồng/năm và 21,9 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025–

2026. Những khoản này chủ yếu sẽ được tài trợ bởi bởi mức tăng nợ vay ròng trung bình của VIC (không bao gồm VHM), chúng tôi dự báo sẽ ở mức 24,4 nghìn tỷ đồng/năm trong cùng kỳ. Chúng tôi cũng giả định Chủ tịch HĐQT sẽ tiếp tục cấp hỗ trợ tài chính mới cho VinFast trong giai đoạn 2025–2026 theo thông báo từ tháng 11/2024.

Thâm nhập lĩnh vực mới với các dự án quy mô lớn được đề xuất trong các ngành năng lượng, hạ tầng và logistics, dù tiến độ phê duyệt và triển khai còn chưa chắc chắn. Nếu được thông qua, chúng tôi cho rằng việc phát triển dự án sẽ có đối tác cùng tham gia, tận dụng năng lực triển khai của VIC, gia tăng khả năng tiếp cận và phát triển quỹ đất, đồng thời mang lại tiềm năng doanh thu dài hạn dù tác động đến lợi nhuận còn hạn chế trong trung hạn.

Dòng tiền của VIC

Chúng tôi cho rằng ngoài VinFast, hầu hết các công ty con của VIC đều có khả năng tự duy trì để thực hiện các nghĩa vụ nợ và hoạt động kinh doanh.

- **VHM (kinh doanh bất động sản)**: Dòng tiền dự kiến từ (1) các khoản doanh số bán hàng chưa ghi nhận hiện tại (tính đến cuối quý 1/2025: doanh số bán hàng chưa ghi nhận đạt 120 nghìn tỷ đồng) và (2) doanh số dự kiến từ các dự án mới (dự báo giá trị hợp đồng bán hàng tương ứng của chúng tôi trong năm 2025/26/27 đối với VHM là 119/122/128 nghìn tỷ đồng).
- **Vinpearl (khách sạn nghỉ dưỡng), Vinmec (y tế) và Vinschool (giáo dục)**: Chúng tôi dự báo dòng tiền và lợi nhuận từ HĐKD của các mảng kinh doanh này sẽ dần cải thiện, được hỗ trợ bởi các động lực dài hạn bao gồm sự gia tăng của tầng lớp tiêu dùng trung lưu và biên lợi nhuận được cải thiện.
- **VinFast (công nghiệp)**: Chúng tôi dự báo EBITDA của mảng công nghiệp của VIC (chủ yếu là VinFast) sẽ duy trì âm trong trung hạn, sẽ được hỗ trợ bởi các nguồn tài trợ từ VIC và Chủ tịch HĐQT.
- **VinEnergó (năng lượng) và VinSpeed (hạ tầng)** mới được thành lập: Chúng tôi hiện chưa đưa các dự án đề xuất của 2 công ty này vào các dự báo và định giá hiện tại của chúng tôi cho VIC.

Quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC: Chúng tôi quan sát thấy VIC luôn chủ động với các kế hoạch huy động vốn của công ty bao gồm mục đích tái cấp vốn nợ vay. Ngoài ra, Chủ tịch HĐQT cũng thể hiện cam kết sẵn sàng hỗ trợ tài chính cho VinFast từ nguồn tài sản cá nhân.

Hình 4: Các cơ hội huy động vốn của VIC (theo tổng hợp thông tin của Vietcap)

Kênh huy động vốn	Nhận định của Vietcap
Thị trường trong nước (phát hành trái phiếu trong nước và tài trợ từ ngân hàng trong nước)	Trong năm 2024, VIC, VinFast và VHM đã lần lượt phát hành 14 nghìn tỷ đồng, 6 nghìn tỷ đồng và 22,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong nước. Tính từ đầu năm 2025 đến nay, VIC đã hoàn tất phát hành 13 nghìn tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ trong nước, trong tổng kế hoạch 17 nghìn tỷ đồng đã công bố vào tháng 4. Ngoài ra, VIC và VHM đều đã được cổ đông thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2025 về việc niêm yết trái phiếu chào bán ra công chúng, trong trường hợp doanh nghiệp quyết định triển khai.
Nợ vay từ quốc tế (các khoản vay hợp vốn quốc tế và trái phiếu)	Vào tháng 5/2025, VinFast đã ký kết khoản vay hợp vốn trị giá 190 triệu USD với 2 ngân hàng Indonesia để tài trợ xây dựng nhà máy lắp ráp xe điện tại Indonesia.
Khoản tài trợ của Chủ tịch HĐQT	Theo CBTT vào tháng 11/2024, Chủ tịch HĐQT sẽ tài trợ 50 nghìn tỷ đồng cho VinFast trích từ tài sản cá nhân, trong đó 10,2 nghìn tỷ đồng đã giải ngân trong quý 4/2024 và quý 1/2025.
Niêm yết Vinpearl	Chúng tôi cho rằng việc niêm yết cổ phiếu trên HOSE có thể hỗ trợ các kế hoạch huy động vốn trong tương lai/tiềm năng nhờ cải thiện tính khả thi, chi phí và khả năng tiếp cận nhà đầu tư.
Cơ cấu lại một số tài sản (thông tin chi tiết không được công bố)	Chúng tôi quan sát thấy rằng việc thoái vốn một số mảng kinh doanh đã đi vào giai đoạn ổn định/không cốt lõi là một trong các kênh huy động vốn cho công ty trong các năm qua (ví dụ, thoái một phần mảng kinh doanh của VinAI trong quý 1/2025, thoái 41,5% cổ phần tại VRE thông qua SDI vào năm 2024, thoái One Mount Group trong giai đoạn 2021-2022, và Crown X trong giai đoạn 2020-2021).

Nguồn: Vietcap

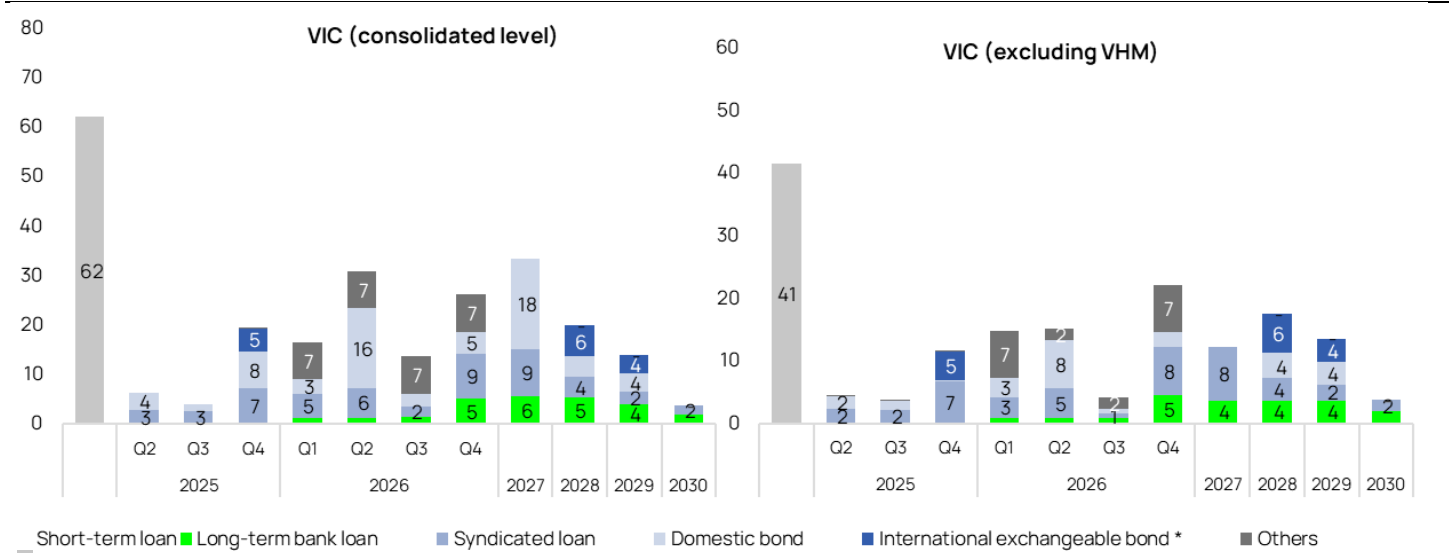
Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC: Chi phí cho các kế hoạch huy động vốn trong nước và quốc tế có thể cao hơn kỳ vọng, xuất phát từ: (1) tỷ giá USD/VND tăng mạnh hơn hoặc kéo dài hơn dự kiến, có thể khiến lãi suất trong nước tăng cao, và (2) lạm phát tại Mỹ cao hơn kỳ vọng, từ đó dẫn đến lãi suất kỳ hạn dài tăng.

Phân tích cơ cấu nợ vay và kỳ hạn của VIC

Tính đến cuối quý 1/2025, tổng số dư nợ vay của VIC đạt 252 nghìn tỷ đồng (+10% so với cuối năm 2024), trong đó 22,9% là nợ vay bằng USD chưa phòng vệ tỷ giá. Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay luân chuyển từ ngân hàng trị giá 61,3 nghìn tỷ đồng (2) các khoản nợ vay đáo hạn trong các quý tiếp theo của năm 2025 trị giá 27,6 nghìn tỷ đồng (bao gồm trái phiếu trong nước trị giá 12,3 nghìn tỷ đồng, khoản vay hợp vốn và trái phiếu quốc tế trị giá 14,0 nghìn tỷ đồng), và (3) các khoản nợ vay khác đáo hạn trong quý 1/2026 trị giá 9,4 nghìn tỷ đồng.

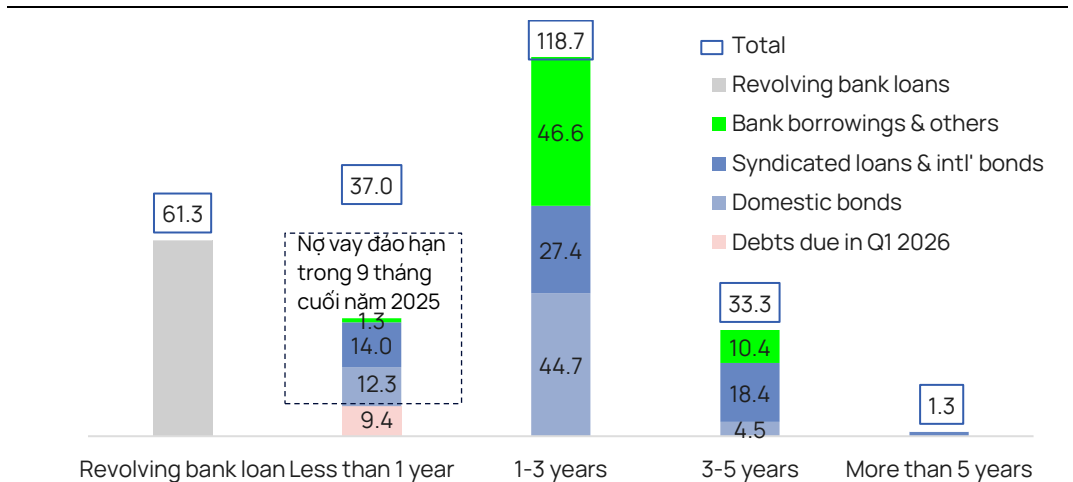
Chúng tôi kỳ vọng rằng VIC sẽ tiếp tục thu xếp các kế hoạch tái cấp vốn cho (1) trái phiếu hoán đổi (TPHĐ) trị giá 183 triệu USD của Vingroup/VinFast sẽ đáo hạn vào quý 4/2025, (2) TPHĐ Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 có kèm quyền chọn bán cho trái chủ vào quý 4/2026 và (3) TPHĐ Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 có kèm quyền chọn bán vào quý 3/2027.

Hình 5: Tổng nợ vay của VIC theo loại hình và thời gian đáo hạn (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 1/2025 (*)



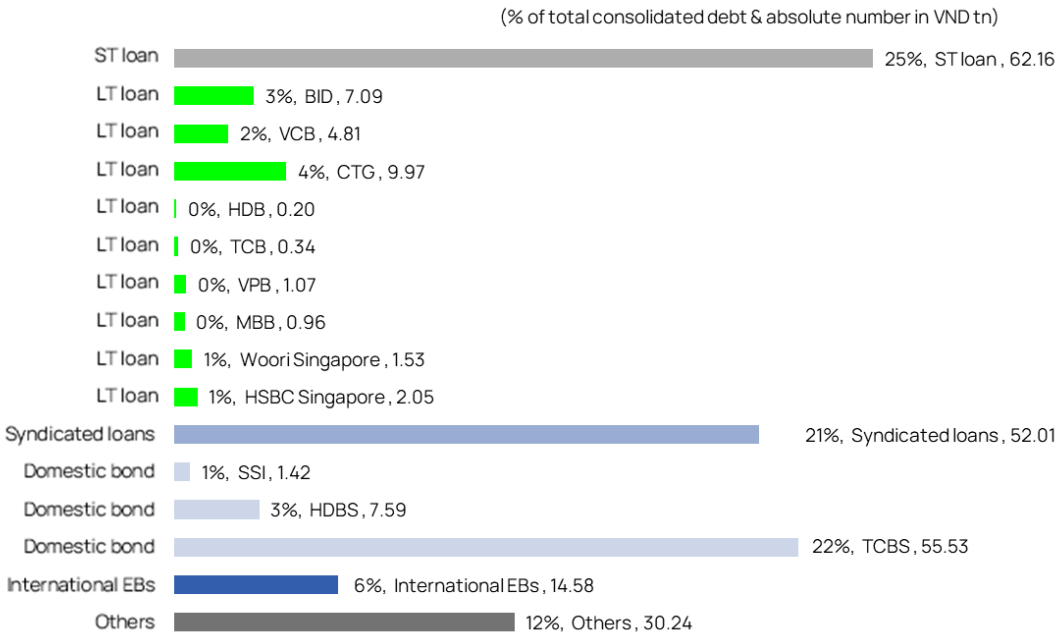
Nguồn: Báo cáo tài chính quý 1/2025 của các công ty, ước tính của Vietcap. (*) Dữ liệu phản ánh ngày đáo hạn sửa đổi đối với 183 triệu USD còn lại trong 625 triệu USD TPHĐ của VIC/VinFast đáo hạn vào tháng 10/2025 và ngày đáo hạn gốc đối với lô TPHĐ Vingroup trị giá 250 triệu USD (lãi suất 10%/năm, đáo hạn vào năm 2028) và lô TPHĐ Vinpearl trị giá 150 triệu USD (lãi suất 9,5%/năm, đáo hạn vào năm 2029) nhưng có quyền chọn bán cho trái chủ vào tháng 11/2026 và tháng 8/2027, cùng với quyền hoán đổi thành cổ phiếu.

Hình 6: Cơ cấu dư nợ vay của VIC (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 1/2025



Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

Hình 7: Cơ cấu nợ vay của VIC phân loại theo bên cho vay/bên thu xếp tính đến cuối quý 1/2025



Nguồn: Báo cáo tài chính quý 1/2025 hợp nhất của VIC, Vietcap

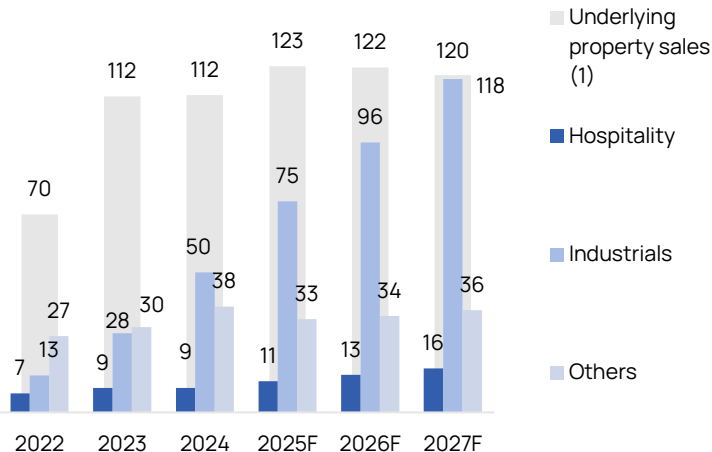
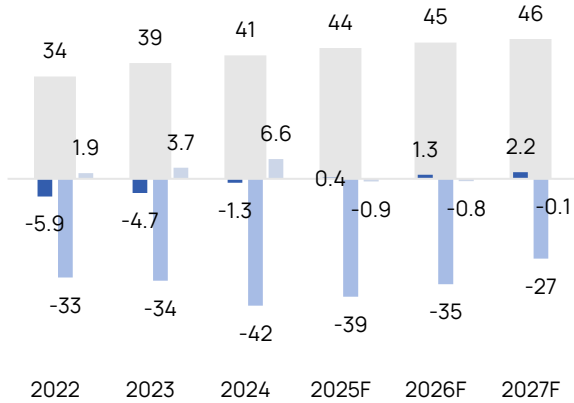
Hình 8: Các TPHĐ quốc tế đang lưu hành hiện tại của VIC

TPHĐ	Khoản tiền gốc (tr USD)	Giá trị đang lưu hành (tr USD)	Năm phát hành	Năm đáo hạn	Ngày thực hiện quyền chọn bán của trái chủ	Lãi suất (%/năm)	Cổ phiếu hoán đổi (cổ phiếu thứ cấp thuộc sở hữu của VIC/công ty thành viên)	Bản cáo bạch
Vingroup 500 triệu USD 3% đáo hạn năm 2026 (niêm yết)	500	0 ⁽¹⁾	2021	Tháng 4/2026	Tháng 4/2024	3%	Cổ phần VHM	Link
Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 (niêm yết)	250	250 ⁽²⁾	2023	Tháng 11/2028	Tháng 11/2026	10%	Cổ phần VHM	Link
Vingroup/ VinFast 625 triệu USD đáo hạn năm 2027 (phát hành riêng lẻ)	625	183 ⁽³⁾	2022	Tháng 5/2027	Tháng 4/2024; gia hạn thêm 18 tháng	5%	Cổ phần VinFast	Không công bố
Vinpearl 425 triệu USD 3,25% đáo hạn năm 2026 (niêm yết)	425	0 ⁽⁴⁾	2021	Tháng 9/2026	Tháng 9/2024	3,25%	Cổ phần VIC	Link
Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 (niêm yết)	150	150 ⁽⁵⁾	2024	Tháng 8/2029	Tháng 8/2027	9,5%	Cổ phần VIC	Link

Nguồn: Vietcap tổng hợp. Lưu ý: **(1)** Tính đến cuối tháng 4/2024, VIC đã sử dụng tiền mặt để mua lại 50% của khoản tiền gốc 500 triệu USD; **(2)** Khoản tiền thu được được sử dụng để mua lại 50% của lô TPHĐ Vingroup 500 triệu USD 3% đáo hạn năm 2026; **(3)** VIC đã mua lại 391 triệu USD trong năm 2024, và đã đạt được thỏa thuận với trái chủ về việc gia hạn điều khoản mua lại trước hạn của giá trị còn lại thêm 18 tháng; **(4)** Vinpearl đã mua lại khoản tiền gốc 425 triệu USD trong quý 3/2024; **(5)** vào tháng 8/2024, Vinpearl đã phát hành thành công TPHĐ mới trị giá 150 triệu USD, trong đó số tiền thu được từ TPHĐ mới, cùng với khoản vay hợp vốn quốc tế được thu xếp, được sử dụng để mua lại một phần lớn của lô TPHĐ 425 triệu USD 3,25% đáo hạn vào năm 2026 của Vinpearl.

Triển vọng giai đoạn 2025-2027 & Định giá

Hình 9: Giả định và dự báo của Vietcap đối với các mảng kinh doanh chính của VIC

Nhận định của Vietcap	Dự báo/Giả định (nghìn tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
BẤT ĐỘNG SẢN	Doanh thu	79	55	94	93	108	66	83
- Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở mạnh mẽ với thương hiệu đã được chứng minh là Vinhomes .	Doanh thu BĐS cốt lõi ⁽¹⁾	83	70	112	112	123	122	120
- Sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam với quỹ đất nhà ở của Vinhomes là 172,5 triệu m2 (đã phê duyệt/tại các giai đoạn để được phê duyệt).	% TT YoY ⁽¹⁾	-12%	-16%	60%	0%	9%	0%	-2%
- Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2025-2027 của VHM sẽ đạt 369 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến.	LN từ HĐKD	39	26	33	31	39	25	32
	LN từ HĐKD cốt lõi ⁽¹⁾	49	34	39	41	44	45	46
	Dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng					119	122	128
	Dự báo tiền thu từ giá trị hợp đồng bán hàng					135	140	167
	Dự báo tổng chi phí phát triển dự án					81	107	132
KHÁCH SẠN NGHỈ DƯỠNG	Doanh thu	3,2	6,7	8,7	8,6	11,1	13,3	15,6
- Vinpearl chiếm gần 20% thị phần phân khúc khách sạn 5 sao tại Việt Nam vào năm 2023, dựa trên số lượng phòng.	% TT YoY	-33%	107%	29%	34% ⁽²⁾	29%	20%	17%
- VPL sở hữu và/hoặc vận hành tổng cộng 31 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 16.100 phòng, 12 công viên và khu giải trí. (vui lòng xem thêm thông tin chi tiết trong Báo cáo Niêm yết , ngày 09/05/2025)	% doanh thu của VIC	3%	7%	5%	5%	5%	6%	6%
- Dự kiến lợi nhuận từ HĐKD đạt mức hòa vốn vào năm 2025, nhờ du lịch quốc tế phục hồi và hiệu quả hoạt động được cải thiện.	LN từ HĐKD	-10,9	-5,9	-4,7	-1,3	0,4	1,3	2,2
	% biên LN từ HĐKD	-336%	-88%	-54%	-15%	3%	10%	14%
	Tổng vốn đầu tư XDCB					8,1	14,2	14,6
CÔNG NGHIỆP	Doanh thu	16,9	13,1	28,1	49,7	74,8	95,7	118,2
- VinFast khánh thành nhà máy sản xuất ô tô đầu tiên vào tháng 9/2017 và chuyển đổi hoàn toàn thành nhà sản xuất xe điện vào tháng 7/2022.	% TT YoY	-6%	-23%	115%	77%	51%	28%	24%
- VinFast chiếm 35% tổng sản lượng bán xe du lịch tại Việt Nam trong 4 tháng đầu năm 2025.	% doanh thu của VIC	13%	13%	17%	26%	34%	47%	48%
- Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính trong dự báo của chúng tôi đối với doanh số xe bàn giao của VinFast giai đoạn 2025-27 (chi tiết tại Báo cáo Quan điểm Ngành ngày 07/05/2024 của chúng tôi).	LN từ HĐKD	-23,0	-32,9	-34,0	-42,2	-39,3	-35,1	-26,6
	% biên LN từ HĐKD	-136%	-252%	-121%	-85%	-53%	-37%	-22%
	Doanh số bán ô tô (nghìn chiếc)	35,7	24,0	33,3	97,4	135,0	167,0	201,0
	Tổng vốn đầu tư XDCB					27,0	20,9	19,8
Doanh thu của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)		LN từ HĐKD của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)						
								

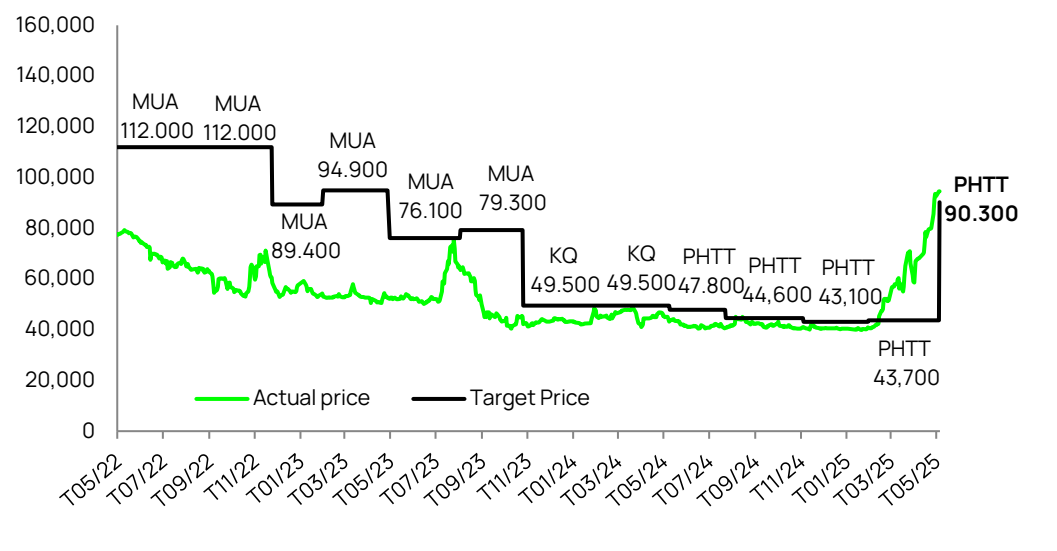
Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2025-27. Lưu ý: (1) Doanh thu/LN từ HĐKD cốt lõi mảng bán BĐS của VHM bao gồm (a) doanh thu/LN từ HĐKD từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và (b) doanh số bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính; (2) Theo VIC, nếu năm 2024 sử dụng cùng cơ sở dữ liệu hoạt động như năm 2023, doanh thu từ mảng khách sạn nghỉ dưỡng tăng khoảng 34% YoY.

Hình 10: Tóm tắt định giá cho VIC

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Dự báo/định giá và các hệ số mục tiêu của Vietcap	NAV từng mảng (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế	
					Tỷ đồng	Tỷ USD
Bán BĐS	RNAV	RNAV sau chiết khấu cho VHM.	276.962	74%	194,682*	7.5
Cho thuê bán lẻ	Tỷ suất vốn hóa	RNAV sau chiết khấu cho VRE.	66.294	18%	12,198	0.5
Công nghiệp	Giá trị sổ sách	Dựa trên giá trị tài sản của mảng kinh doanh được báo cáo tính đến cuối quý 1/2025.	189.240	51%	96,513	3.7
Khách sạn nghỉ dưỡng	Chiết khấu dòng tiền	Dòng tiền tự do chiết khấu ước tính đến giữa năm 2025 với WACC là 12,6%.	89.867	86%	76,881	3.0
Y tế & giáo dục	Hệ số P/S	Doanh thu trung bình giai đoạn 2025-2026 với P/S là 3,7 lần (y tế) và 4,0 lần (giáo dục).	45.831	61-75%	30,578	1.2
Tổng NAV					410.853	15,8
Nợ vay ròng**					-69.973	-2,7
Giá trị tài sản ròng (NAV)					340.879	13,1
Chiết khấu %					0%	
NAV sau chiết khấu					340.879	
Số lượng cổ phiếu pha loãng *** (triệu)					3.775	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)					90.300	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)					94.500	
Tỷ lệ tăng					-4,4%	

Nguồn: Dự báo của Vietcap; Tỷ giá USD/VND=26.000. Lưu ý: (*) Đã đưa giao dịch thoái toàn bộ vốn tại SDI bao gồm lợi ích kinh tế thiểu số của SDI tại các dự án Vũ Yên và Hạ Long Xanh vào định giá của chúng tôi; (**) Trung bình tiền mặt & đầu tư ngắn hạn và nợ vay theo tỷ lệ tại các công ty con của VIC tại cuối năm 2025-26, không bao gồm VHM (dựa trên dự báo của chúng tôi); (***) Không bao gồm cổ phiếu VIC do các công ty con sở hữu và bao gồm 55 triệu cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi.

Hình 11: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap dành cho VIC (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 12: Báo cáo Tài chính của VIC

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	189.068	226.494	209.623	252.965
Giá vốn hàng bán	-161.767	-186.364	-176.134	-200.213
Lợi nhuận gộp	27.301	40.130	33.489	52.752
Chi phí bán hàng	-18.054	-22.677	-23.618	-24.858
Chi phí quản lí DN	-15.148	-18.757	-19.563	-20.655
LN từ HĐKD	-5.901	-1.303	-9.693	7.239
Doanh thu tài chính	47.925	29.002	30.648	24.658
Chi phí tài chính	-31.208	-29.804	-29.374	-32.405
Trong đó, chi phí lãi vay	-22.980	-24.197	-27.374	-30.405
Lợi nhuận từ công ty LDLK	849	790	918	1.028
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5.074	20.000	25.000	15.000
LNTT	16.739	18.686	17.499	15.520
Thuế TNDN	-11.463	-9.262	-10.185	-10.684
LNST trước lợi ích CĐTS	5.276	9.424	7.314	4.836
Lợi ích CĐTS	-6.627	-3.503	-3.348	-269
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	11.903	12.927	10.661	5.105
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	11.903	12.927	10.661	5.105
EBITDA	16.726	27.000	19.969	38.201
EPS báo cáo, VND	3.200	3.475	2.866	1.372
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	17,1%	19,8%	-7,4%	20,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	N.M	N.M	N.M	N.M
Tăng trưởng LNTT	21,6%	11,6%	-6,4%	-11,3%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	466,4%	8,6%	-17,5%	-52,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,4%	17,7%	16,0%	20,9%
Biên LN từ HĐKD %	-3,1%	-0,6%	-4,6%	2,9%
Biên EBITDA	8,8%	11,9%	9,5%	15,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	6,3%	5,7%	5,1%	2,0%
ROE %	9,5%	9,0%	6,8%	3,1%
ROA%	0,7%	1,1%	0,8%	0,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	233,2	262,4	360,1	410,4
Số ngày phải thu	54,6	50,9	63,2	59,0
Số ngày phải trả	90,2	88,2	93,3	82,1
TG luân chuyển tiền	197,6	225,1	329,9	387,3
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,8x	0,8x	0,9x	0,9x
CS thanh toán nhanh	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	27,2%	29,2%	30,3%	30,6%
Nợ/Vốn sử dụng	59,7%	61,2%	62,5%	64,0%
Nợ/Vốn CSH	117,2%	136,6%	145,8%	154,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,3x	-0,1x	-0,4x	0,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	42.582	29.610	30.307	36.387
Đầu tư TC ngắn hạn	8.719	8.719	8.719	8.719
Các khoản phải thu	190.047	199.770	209.280	219.461
Hàng tồn kho	114.090	153.853	193.641	256.595
TS ngắn hạn khác	41.042	36.938	33.244	29.920
Tổng TS ngắn hạn	396.480	428.889	475.190	551.082
TS dài hạn (gộp)	387.993	428.854	466.419	503.371
- Khấu hao lũy kế	-78.658	-106.961	-136.623	-167.585
TS dài hạn (ròng)	309.335	321.893	329.796	335.786
Đầu tư TC dài hạn	27.061	27.061	27.061	27.061
TS dài hạn khác	103.728	104.129	104.723	105.541
Tổng TS dài hạn	440.124	453.082	461.580	468.389
Tổng Tài sản	836.604	881.971	936.770	1.019.471
Phải trả ngắn hạn	45.035	45.035	45.035	45.035
Nợ ngắn hạn	95.189	95.189	95.189	95.189
Nợ ngắn hạn khác	365.068	377.028	395.025	442.017
Tổng nợ ngắn hạn	505.292	517.252	535.249	582.241
Nợ dài hạn	132.731	162.447	188.935	216.808
Nợ dài hạn khác	44.746	39.014	42.014	45.014
Tổng nợ	682.769	718.713	766.198	844.063
Cổ phiếu ưu đãi	549	549	549	549
Vốn cổ phần	38.237	38.237	38.237	38.237
Thặng dư vốn CP	40.308	40.308	40.308	40.308
Lợi nhuận giữ lại	44.468	57.395	68.057	73.162
Vốn khác	13.835	13.835	13.835	13.835
Lợi ích CĐTS	16.438	12.934	9.587	9.317
Vốn chủ sở hữu	153.834	163.258	170.572	175.408
Tổng cộng nguồn vốn	836.604	881.971	936.770	1.019.471
CP lưu hành cuối năm* (tr)	3.720	3.720	3.720	3.720

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	27.983	42.582	29.610	30.307
Lợi nhuận sau thuế	11.903	12.927	10.661	5.105
Khấu hao	22.627	28.303	29.662	30.962
Thay đổi vốn lưu động	79.706	-32.791	-26.231	-20.726
Điều chỉnh khác	-93.390	-11.593	-1.376	-2.094
Tiền từ hoạt động KD	20.846	-3.154	12.716	13.248
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-48.567	-40.861	-37.565	-36.953
Đầu tư, ròng	31.724	4.830	2.405	2.182
Tiền từ HĐ đầu tư	-16.843	-36.031	-35.159	-34.771
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	5.174	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-21.046	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	35.713	29.716	26.488	27.873
Tiền từ các hoạt động TC khác	-8.906	-3.503	-3.348	-269
Tiền từ hoạt động TC	10.934	26.212	23.141	27.604
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14.600	-12.973	697	6.081
Tiền cuối năm	42.582	29.610	30.307	36.387

Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap. (*) Không bao gồm cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của các công ty con.

Vinhomes (VHM)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG -9,3%

Ngành	BDS (Nhà ở)
Ngày báo cáo	27/05/2025
Giá hiện tại	74.300VND
Giá mục tiêu	67.400VND
GMT gần nhất	42.500VND
TL tăng	-9,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-9,3%

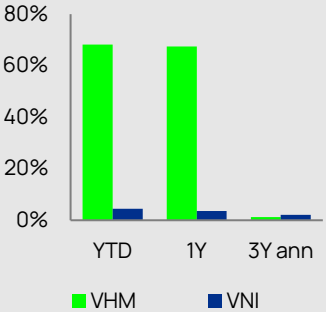
GT vốn hóa	304,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	119,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	707 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	4,11 tỷ
Pha loãng	4,11 tỷ

	VHM	VNI
P/E (trượt)	9,5x	13,5x
P/B (hiện tại)	1,5x	1,7x
ROE	17,8%	12,9%
ROA	6,6%	2,0%

Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 73,5%, là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn. Thị phần của VHM tại Việt Nam bao gồm 39% trong phân khúc căn hộ cao cấp (2016-Q1 2025) và 38% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-Q1 2025), theo CBRE.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên
thuc.than@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.174

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp
hong.luu@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.120

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	102.323	83.264	85.729	104.141
% YoY	-1,2%	-18,6%	3,0%	21,5%
LN từ HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)*	41.100	43.600	45.400	46.500
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	31.801	32.115	31.342	32.151
% YoY	-4,7%	1,0%	-2,4%	2,6%
EPS	-4,5%	6,8%	-2,4%	2,6%
GT hợp đồng bán hàng (tỷ đồng)	103.900	118.600	122.500	127.800
Biên lợi nhuận gộp	32,2%	36,0%	37,8%	40,7%
Biên LN từ HĐKD cốt lõi *	36,5%	35,5%	37,1%	38,9%
Biên lợi nhuận ròng	31,1%	38,6%	36,6%	30,9%
ROE	16,7%	14,7%	12,5%	11,4%
Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu	23,0%	24,6%	20,8%	16,3%
P/E	10,2x	9,5x	9,7x	9,5x
P/B	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x

Lưu ý: (*) Bao gồm hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và giao dịch bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

Các dự án sắp tới tại miền Nam sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng trong năm 2025/26

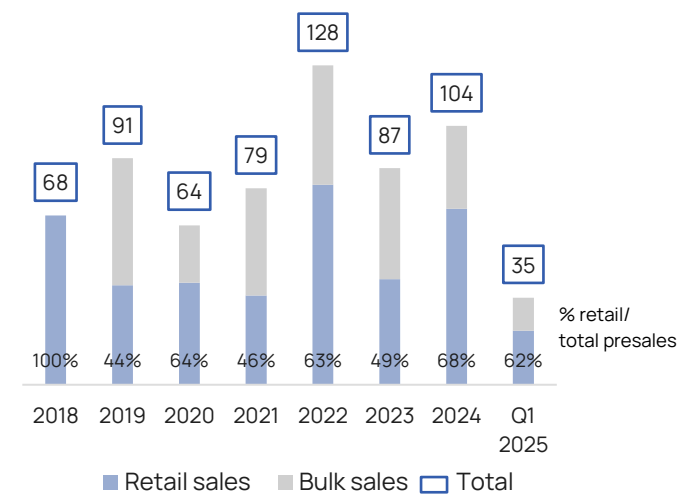
- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VHM và tăng 59% giá mục tiêu lên 67.400 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ 1) mức chiết khấu thấp hơn được áp dụng cho định giá RNAV, từ 45% còn 20% (xem Trang 2), 2) định giá cao hơn cho các dự án Green Paradise (Cần Giờ) và Apollo City (Hạ Long Xanh), và 3) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026, bù đắp một phần cho 4) số dư nợ vay ròng cao hơn vào cuối quý 1/2025.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 đạt 32,1 nghìn tỷ đồng (+1% YoY), được thúc đẩy bởi doanh số bán hàng chưa ghi nhận (bao gồm cả dự án Wonder City mới mở bán), doanh thu dự kiến ghi nhận từ dự án Ocean Park 2&3, và hoạt động mở bán sắp tới tại dự án Green Paradise.
- Chúng tôi tăng 6%/7%/9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26/27, được thúc đẩy bởi các mức tăng 14%/17%/17% của chúng tôi đối với dự báo doanh thu bất động sản cốt lõi tương ứng, do kỳ vọng lượng ghi nhận cao hơn từ các đợt mở bán mới, mặc dù một phần bị ảnh hưởng bởi dự báo chi phí tài chính và lợi ích cổ đông thiếu số cao hơn.
- Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán hàng của VHM trong giai đoạn 2025-2027 đạt 369 nghìn tỷ đồng, tăng 28% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Mức điều chỉnh tăng này chủ yếu đến từ kết quả doanh số bán hàng vượt kỳ vọng trong quý 1/2025 tại dự án Wonder City và dự báo doanh số bán hàng cao hơn của chúng tôi đối với dự án Green Paradise trong giai đoạn 2025-2027, phản ánh việc khởi công xây dựng từ tháng 4/2025 và tiềm năng phát triển kết nối hạ tầng tới dự án.
- Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro: Tiến độ mở bán và biên lợi nhuận của các dự án mới mạnh/yếu hơn dự kiến.

Doanh số bán hàng chưa ghi nhận sẽ hỗ trợ lợi nhuận năm 2025: Tính đến cuối quý 1/2025, tổng giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận của VHM đạt 120 nghìn tỷ đồng (+7% YoY) với doanh số bán lô lớn chiếm 51%. Trong 9 tháng cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng lượng doanh số bán hàng chưa ghi nhận này sẽ chiếm khoảng 73% dự báo doanh thu bất động sản cốt lõi (chủ yếu từ các dự án Royal Island và Wonder City), khoảng 27% còn lại dự kiến sẽ đến từ các đợt mở bán mới (cụ thể, các dự án Royal Island, Ocean Park 2 và Green Paradise).

Các đợt mở bán dự án mới sẽ hỗ trợ triển vọng doanh số bán hàng trong giai đoạn 2025-2027: Trong tổng dự báo doanh số bán hàng giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi cho VHM (bao gồm cả bán lẻ và bán lô lớn), chúng tôi ước tính khoảng 34% sẽ đến từ các dự án đang mở bán (bao gồm Wonder City) và khoảng 66% sẽ đến từ các dự án mới dự kiến mở bán. Chúng tôi kỳ vọng các dự án Green City (Long An), Green Paradise (TP.HCM), và Golden City (Hải Phòng) sẽ mở bán trong năm 2025.

Những phát triển hạ tầng tiềm năng có thể thúc đẩy triển vọng cho các đại dự án: VIC đã đề xuất triển khai tuyến metro Cần Giờ (kết nối trung tâm TP.HCM với Cần Giờ) và tuyến đường sắt cao tốc Hà Nội - Quảng Ninh, có thể nâng cao khả năng kết nối cho các dự án Green Paradise (Cần Giờ; 2.870 ha) và Apollo City (Hạ Long Xanh; 5.490 ha). Chúng tôi dự báo 2 đại dự án này sẽ củng cố cho triển vọng doanh số bán hàng dài hạn của VHM từ năm 2025/26 đến năm 2042/43.

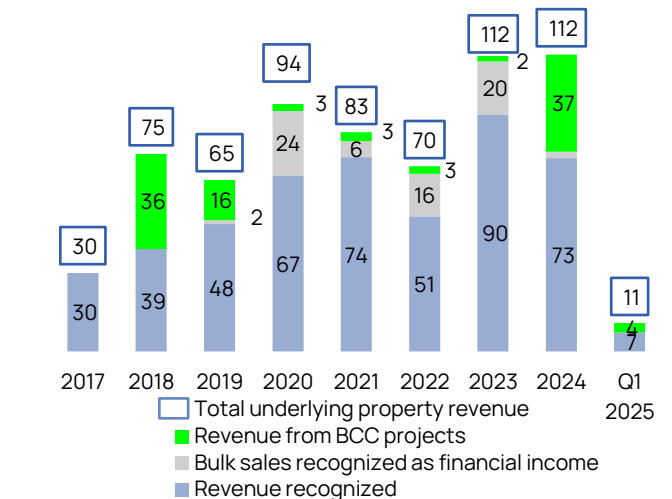
Hình 13: Giá trị hợp đồng bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Giá trị hợp đồng bán hàng năm 2022 được VHM báo cáo là 128,2 nghìn tỷ đồng bao gồm giá trị hợp đồng dịch vụ xây dựng.

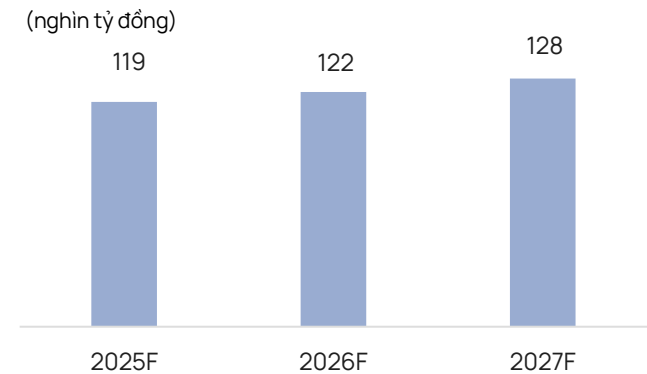
Hình 14: Doanh thu mảng BĐS của VHM (nghìn tỷ đồng)

Giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận tính đến cuối quý
1/2025: 120 nghìn tỷ đồng



Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Tổng doanh thu bất động sản cốt lõi bao gồm (1) doanh thu được ghi nhận là doanh thu bất động sản, (2) doanh thu từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) mà Vingroup (VIC) ký với VHM để chuyển giao lợi ích kinh tế của các dự án bất động sản cụ thể không được đưa vào VHM do tính phức tạp của thủ tục giấy tờ – do đó, VHM ghi nhận khoản lãi từ BCC là thu nhập tài chính và (3) doanh số bán lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

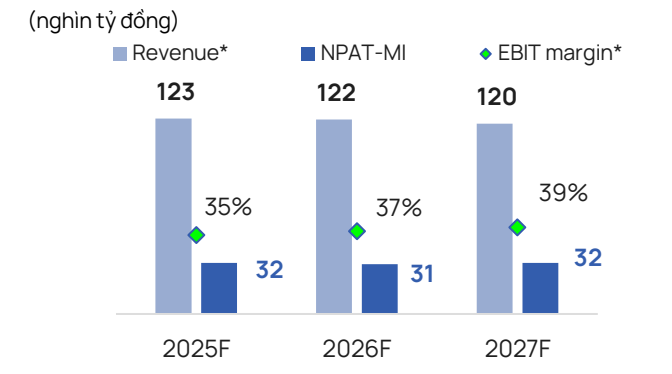
Hình 15: Dự báo doanh số bán hàng cho VHM



Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2025F	2026F	2027F
OP 2 & 3	17%	0%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	3%	0%	0%
Royal Island	28%	18%	0%
Golden Avenue	2%	0%	0%
Wonder City (Wonder Park)	28%	10%	0%
Green City (Hậu Nghĩa)	11%	15%	11%
Leman Golf	0%	3%	3%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	11%	14%
Apollo City (Hạ Long Xanh)	0%	8%	23%
Green Paradise (Cần Giẽ)	8%	21%	30%
Golden City (Dương Kinh)	2%	11%	11%

Nguồn: Vietcap dự báo. Ghi chú: OP = Ocean Park.

Hình 16: Dự báo doanh thu BĐS cốt lõi, biên LN hoạt động, LNST-CĐTS cho VHM



Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2025F	2026F	2027F
OP 2 & 3	31%	0%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	9%	0%	0%
Royal Island	33%	31%	0%
Golden Avenue	6%	2%	0%
Wonder City (Wonder Park)	17%	17%	4%
Green City (Hậu Nghĩa)	2%	18%	13%
Leman Golf	0%	3%	4%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	14%	23%
Apollo City (Hạ Long Xanh)	0%	0%	16%
Green Paradise (Cần Giẽ)	3%	6%	19%
Golden City (Dương Kinh)	0%	6%	16%

Nguồn: Vietcap dự báo. Ghi chú: OP = Ocean Park; (*) doanh thu/biên LN từ HĐKD bất động sản cốt lõi; (^) trong doanh thu bất động sản cốt lõi.

Hình 17: Tiến độ bán hàng của các dự án quy mô lớn đã mở bán

Tên dự án	Tổng số căn*	Số căn đã bán** (% bán lẻ)	Thời gian ghi nhận bàn giao***	Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (nghìn tỷ đồng)	Số căn chưa bán còn lại (% so với tổng số căn)
Ocean Park 1 (Hà Nội)	Khoảng 48.800	4.100 căn thấp tầng (~32%) 44.300 căn cao tầng (~49%)	2019-2025	0,7	Khoảng 500 (~1%)
Smart City (Hà Nội)	Khoảng 45.700	120 căn thấp tầng (100%) 45.500 căn cao tầng (~34%)	2019-2025	2,0	Khoảng 100 (~0%)
Grand Park (TP. HCM)	Khoảng 44.900	1.700 căn thấp tầng (~88%) 42.700 căn cao tầng (~31%)	2020-2025	1,7	Khoảng 500 (1%)
Ocean Park 2 (Hưng Yên)	14.400 căn thấp tầng & 24 tòa cao tầng	13.700 căn thấp tầng (~49%) 10.900 căn cao tầng (0%)	2021-2025	7,0	Khoảng 700 (5% tổng số căn thấp tầng)
Ocean Park 3 (Hưng Yên)	9.300 căn thấp tầng & 10 tòa cao tầng	9.300 căn thấp tầng (~34%) 4.100 căn cao tầng (0%)	2022-2025	11,2	Đã bán hết
Royal Island (Hải Phòng)	9.300 căn thấp tầng	7.900 căn thấp tầng (~50%)	2024-2026	31,7	Khoảng 1.500 (16%)
Wonder City (Hà Nội)	2.250 căn thấp tầng & 2 tòa cao tầng	1.900 căn thấp tầng (~26%) 600 căn cao tầng (0%)	2025-2027	33,6	Khoảng 350 (16% tổng số căn thấp tầng)
Golden Avenue (Quảng Ninh)	2.500 căn thấp tầng	2.400 căn thấp tầng (~88%)	2024-2026	8,8	Khoảng 100 (4%)
Tổng cộng	~193.000	~189.300		~67	~3.700

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp và ước tính. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 1/2025; (*) Các con số được làm tròn đến hàng trăm và có thể thay đổi dựa theo thay đổi thiết kế trong các giao dịch bán lẻ lớn; (**) Ước tính của Vietcap; (***) Giả định của Vietcap.

Hình 18: Dự báo của Vietcap đối với HĐXD/bàn giao các dự án chính của VHM

Dự án	Chủ đầu tư (pháp nhân pháp lý)	Lợi ích kinh tế của VHM	Vị trí	Diện tích (nghìn m2)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ocean Park	Công ty con của VHM	99%	Hà Nội	4.164															
Smart City	Công ty con của VHM	67%	Hà Nội	2.076															
Grand Park	Công ty con của VHM	67%	TP. HCM	2.160															
Wonder City (Wonder Park)	VIC	100%	Hà Nội	1.334															
Ocean Park 2	VHM	100%	Hưng Yên	4.579															
Ocean Park 3	VHM	100%	Hưng Yên	2.940															
Sky Park	VHM	100%	Bắc Giang	11															
Golden Avenue	VHM	100%	Quảng Ninh	686															
Thanh Hóa - nhà ở xã hội	VIC	100%	Thanh Hóa	92															
Nam Tráng Cát - nhà ở xã hội	VHM	100%	Hải Phòng	281															
Muối Cam Ranh - nhà ở xã hội	VHM	100%	Khánh Hòa	870															
Royal Island (Vũ Yên)	VIC	95%	Hải Phòng	8.772															
Golden City (Dương Kinh)	VHM	100%	Hải Phòng	2.406															
Lehman Golf	Công ty con của VHM	100%	TP. HCM	2.000															
Green City (Hậu Nghĩa)	Công ty con của VHM	67%	Long An	1.972															
Mỹ Lâm	Công ty con của VHM	66%	Tuyên Quang	4.554															
Quang Hanh	VIC	99%	Quảng Ninh	1.671															
Tân Liễu	VIC	99%	Bắc Giang	661															
Làng Vân	Vinpearl	100%	Đà Nẵng	5.122															
Tân Mỹ	Công ty con của VHM	76%	Long An	9.309															
Phước Vĩnh Tây	VHM-VIG	100%	Long An	10.900															
Ven vịnh Cam Ranh	Cam Ranh-VHM-VinES	100%	Khánh Hòa	13.018															
Intl. Uni. Township	Công ty con của VHM	97%	TP. HCM	8.638															
Apollo City (Hạ Long Xanh)	VHM-VIC	70%	Quảng Ninh	55.403															
Green Paradise (Cần Giờ)	Công ty con của VHM	99%	TP. HCM	28.700															

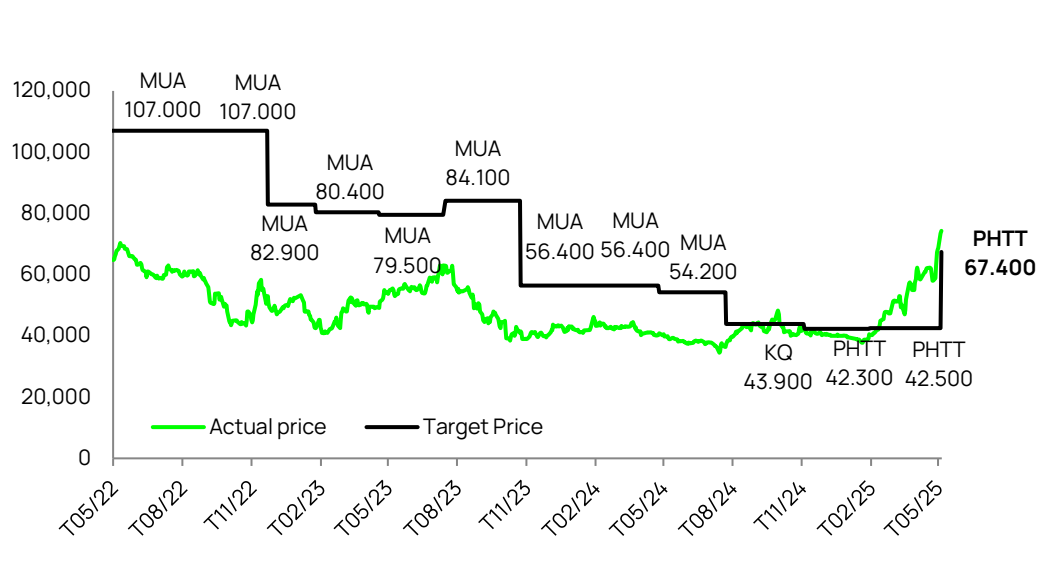
Nguồn: VHM, Vietcap dự báo. Lưu ý: Chủ yếu mang tính minh họa; 6 dự án cuối cùng dự kiến sẽ được tiếp tục sau năm 2032.

Hình 19: Tóm tắt định giá cho VHM

	Tỷ lệ sở hữu của VHM	NAV thực tế	
		Tỷ đồng	Tỷ USD
DỰ ÁN NHÀ Ở DÂN DỤNG	~70%-100%	383.619	14,8
Đã được xây dựng và mở bán		109.371	4,2
Tiềm năng đang phát triển		246.642	9,5
Khác (*)		27.606	1,1
DỊCH VỤ CHO THUÊ & VĂN PHÒNG	100%	27.193	1,0
Tổng NAV dự án		410.813	15,8
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn		23.339	0,9
(-) Tổng nợ vay		87.950	3,4
Giá trị tài sản ròng		346.203	13,3
Chiết khấu %		20%	
NAV sau chiết khấu		276.962	10,7
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		4.107	
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)		67.400	
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)		74.300	
TL tăng		-9,3%	
Dự báo P/E năm 2025 tại giá mục tiêu		8,6x	
Dự báo P/B năm 2025 tại giá mục tiêu		1,2x	
Dự báo P/E năm 2026 tại giá mục tiêu		8,8x	
Dự báo P/B năm 2026 tại giá mục tiêu		1,0x	

Nguồn: Vietcap dự báo. Lưu ý: (*) bao gồm khoản phải thu dài hạn từ việc cho VinFast và VinES thuê khu công nghiệp và số tiền đặt cọc giá định mà VHM dự kiến sẽ thu hồi từ các hợp đồng BCC cho 4 dự án tại Hà Nội (gồm Cổ Loa, Mễ Trì, Gallery Giảng Võ, và Galaxy).

Hình 20: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Hình 21: Báo cáo Tài chính của VHM

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	102.323	83.264	85.729	104.141
Giá vốn hàng bán	-69.356	-53.260	-53.282	-61.786
Lợi nhuận gộp	32.967	30.004	32.447	42.355
Chi phí bán hàng	-3.791	-3.688	-3.417	-4.596
Chi phí quản lý DN	-4.593	-2.838	-2.629	-3.537
LN từ HĐKD	24.583	23.479	26.401	34.223
Doanh thu tài chính	26.844	29.469	28.300	22.399
Chi phí tài chính	-10.487	-10.186	-10.984	-10.588
Trong đó, chi phí lãi vay	-7.589	-10.186	-10.984	-10.588
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-95	0	0	0
LNTT	40.848	42.761	43.716	46.034
Thuế TNDN	-5.775	-8.552	-8.743	-9.207
LNST trước lợi ích CĐTS	35.073	34.209	34.973	36.827
Lợi ích CĐTS	-3.271	-2.094	-3.631	-4.677
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	31.801	32.115	31.342	32.151
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	31.801	32.115	31.342	32.151
EBITDA	26.383	26.683	29.898	37.861
EPS báo cáo, VND	7.320	7.819	7.631	7.827
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1,2%	-18,6%	3,0%	21,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-12,1%	-4,5%	12,4%	29,6%
Tăng trưởng LNTT	-5,7%	4,7%	2,2%	5,3%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-4,5%	6,8%	-2,4%	2,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	32,2%	36,0%	37,8%	40,7%
Biên LN từ HĐKD %	24,0%	28,2%	30,8%	32,9%
Biên EBITDA	25,8%	32,0%	34,9%	36,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	31,1%	38,6%	36,6%	30,9%
ROE %	16,7%	14,7%	12,5%	11,4%
ROA%	7,0%	5,9%	5,6%	5,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	289,5	440,9	701,5	890,0
Số ngày phải thu	69,2	86,8	88,5	76,5
Số ngày phải trả	106,3	136,8	136,7	117,9
TG luân chuyển tiền	252,4	390,9	653,2	848,5
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,0x	1,2x	1,3x	1,4x
CS thanh toán nhanh	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	14,4%	15,0%	13,5%	12,4%
Nợ/Vốn sử dụng	26,9%	25,7%	23,4%	21,4%
Nợ/Vốn CSH	23,0%	24,6%	20,8%	16,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,2x	2,3x	2,4x	3,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	28.780	23.621	26.546	34.002
Đầu tư TC ngắn hạn	5.392	5.392	5.392	5.392
Các khoản phải thu	19.308	20.273	21.287	22.351
Hàng tồn kho	54.696	73.979	130.824	170.479
TS ngắn hạn khác	177.303	187.268	197.128	207.661
Tổng TS ngắn hạn	285.479	310.533	381.177	439.884
TS dài hạn (gộp)	17.424	24.857	28.388	31.953
- Khấu hao lũy kế	-2.802	-10.848	-13.650	-16.598
TS dài hạn (ròng)	14.622	14.009	14.738	15.356
Đầu tư TC dài hạn	12.519	12.519	12.519	12.519
TS dài hạn khác	251.589	249.900	248.894	247.888
Tổng TS dài hạn	278.730	276.428	276.151	275.763
Tổng Tài sản	564.209	586.961	657.328	715.647
Phải trả ngắn hạn	19.960	19.960	19.960	19.960
Nợ ngắn hạn	34.276	30.849	27.764	24.988
Nợ ngắn hạn khác	224.296	206.165	241.547	263.159
Tổng nợ ngắn hạn	278.532	256.973	289.271	308.107
Nợ dài hạn	47.016	57.137	60.852	64.066
Nợ dài hạn khác	17.917	17.898	17.279	16.722
Tổng nợ	343.465	332.009	367.402	388.894
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	41.074	41.074	41.074	41.074
Thặng dư vốn CP	-6.756	-6.756	-6.756	-6.756
Lợi nhuận giữ lại	167.206	199.320	230.662	262.813
Vốn khác	1.111	1.111	1.111	1.111
Lợi ích CĐTS	18.108	20.202	23.834	28.510
Vốn chủ sở hữu	220.744	254.953	289.926	326.753
Tổng cộng nguồn vốn	564.209	586.961	657.328	715.647
CP lưu hành cuối năm (tr)	4.107	4.107	4.107	4.107

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	14.103	28.780	23.621	26.546
Lợi nhuận sau thuế	31.801	32.115	31.342	32.151
Khấu hao	1.800	3.204	3.497	3.638
Thay đổi vốn lưu động	-29.146	-1.577	-22.476	-19.107
Điều chỉnh khác	-26.855	-41.349	-9.860	-10.533
Tiền từ hoạt động KD	-22.400	-7.608	2.503	6.149
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-8.175	-7.433	-3.530	-3.566
Đầu tư, ròng	33.560	1.094	-309	-242
Tiền từ HĐ đầu tư	25.385	-6.339	-3.839	-3.808
Cổ tức đã trả	-605	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	-10.463	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	15.987	-3.428	-3.085	-2.776
Tăng (giảm) nợ dài hạn	8.622	10.121	3.715	3.214
Tiền từ các hoạt động TC khác	-1.848	2.094	3.631	4.677
Tiền từ hoạt động TC	11.692	8.788	4.261	5.114
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14.677	-5.159	2.925	7.455
Tiền cuối năm	28.780	23.621	26.546	34.002

Nguồn: VHM, dự báo của Vietcap

Vincom Retail (VRE)

KHẢ QUAN +15,4%

Ngành	BDS (Cho thuê bán lẻ)
Ngày báo cáo	27/05/2025
Giá hiện tại	25.300VND
Giá mục tiêu	29.200VND
GMT gần nhất	20.000VND
TL tăng	+15,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+15,4%
GT vốn hóa	27,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	17,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	333 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ
Pha loãng	2,3 tỷ

	VRE	Peer*	VNI
P/E (trượt)	13,7x	13,6x	13,5x
P/B (hiện tại)	1,3x	1,8x	1,7x
ROE	10,2%	13,8%	12,9%
ROA	8,0%	5,1%	2,0%

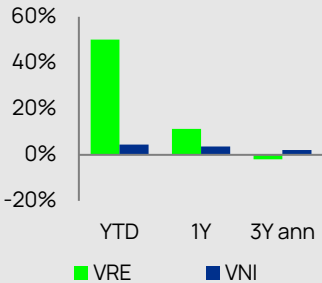
* Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,84 triệu m².

VIC nắm giữ 18,4% tổng số cổ phần của VRE sau khi hoàn tất quá trình thoái vốn tại cuối quý 3/2024.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên
thuc.than@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.174

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp
hong.luu@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.120

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.939	8.943	10.682	11.710
% YoY	-8,7%	0,0%	19,4%	9,6%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.773	4.209	4.955	5.602
NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.626	6.122	6.819	7.518
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	4.096	4.296	4.989	5.586
% YoY	-7,1%	4,9%	16,1%	12,0%
EPS	-7,1%	4,9%	16,1%	12,0%
Biên LN gộp	53,2%	55,2%	54,6%	55,8%
Biên LN từ HĐKD	42,2%	47,1%	46,4%	47,8%
Biên LN ròng	45,8%	48,0%	46,7%	47,7%
ROE	10,3%	9,7%	10,2%	10,3%
Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu	3,6%	1,8%	-1,2%	-5,7%
P/E	14,0x	13,4x	11,5x	10,3x
P/B	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x

Tăng trưởng lợi nhuận cho thuê bán lẻ và ra mắt các trung tâm thương mại mới trong năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với VRE và tăng 46% giá mục tiêu lên 29.200 VND/cổ phiếu, chủ yếu nhờ 1) mức chiết khấu thấp hơn được áp dụng cho định giá RNAV, từ 45% còn 20% (xem Trang 2), và 2) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi cho rằng VRE, với vị thế dẫn đầu và bề dày kinh nghiệm, đang có vị thế thuận lợi để tận dụng câu chuyện tăng trưởng ngành bán lẻ hiện đại của Việt Nam trong dài hạn. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của VRE trong giai đoạn 2025–2029 sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kéo (CAGR) ở mức 11%. Chúng tôi tiếp tục dự báo tổng diện tích sàn (GFA) cho thuê bán lẻ mới với GFA bổ sung trung bình đạt khoảng 109.000 m2/năm trong giai đoạn 2025–29. VRE đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 11,5 lần (theo ước tính của chúng tôi), thấp hơn so với P/E đồng thuận trung bình 3 tháng của các công ty cùng ngành trong khu vực vào năm 2026 là 13,2 lần, trong khi có mức tăng trưởng EPS năm 2026 cao hơn, đạt 16% YoY (theo dự báo của chúng tôi) so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 8,9% YoY, theo dữ liệu từ Bloomberg.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 5% YoY đạt 4.300 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ tăng 11% YoY, một phần bù đắp cho dự báo của chúng tôi về mức đóng góp thấp từ mảng bán bất động sản. Chúng tôi tăng nhẹ 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 do dự báo thu nhập tài chính cao hơn.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận cải thiện chậm hơn dự kiến; phát triển các dự án BCC với VIC/VHM chậm hơn dự kiến.

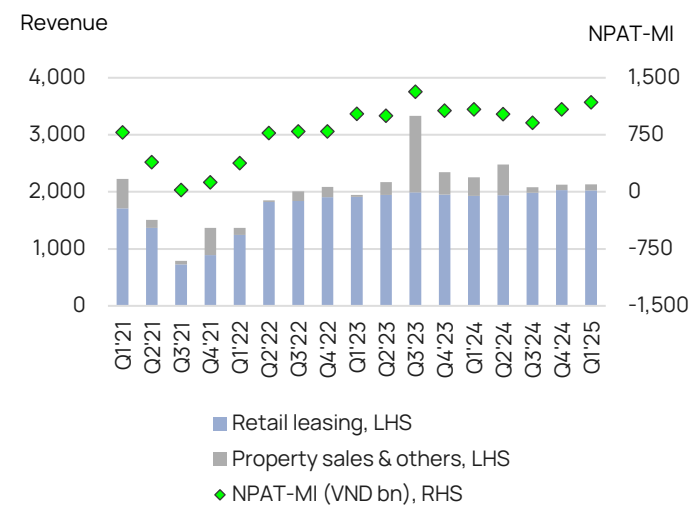
Lợi nhuận cho thuê bán lẻ sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025: Mảng này ghi nhận lợi nhuận tiếp tục cải thiện so với quý trước kể từ quý 3/2024. Trong quý 1/2025, lợi nhuận gộp tăng 4% QoQ và 2% YoY; NOI cho thuê tăng 5% QoQ và 7% YoY, nhờ tỷ lệ lấp đầy trung bình cao hơn và không còn trích lập dự phòng nợ xấu. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ của VRE đạt 4,9 nghìn tỷ đồng (+11% YoY), được thúc đẩy bởi (1) đóng góp cả năm từ các TTTM mới mở trong năm 2024 — bao gồm Vincom Mega Mall Grand Park (TP.HCM), và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện nhờ chuyển dịch cơ cấu khách thuê (theo hướng tăng tỷ trọng ngành hàng ăn uống và giải trí). Chúng tôi kỳ vọng giá thuê trung bình hàng năm sẽ duy trì ổn định trong năm 2025 với CAGR đạt 5% trong giai đoạn 2025–2029.

Các TTTM mới dự kiến khai trương trong nửa cuối năm 2025: Công tác chuẩn bị cho việc khai trương các TTTM sắp tới đang diễn ra đúng tiến độ, bao gồm (1) Vincom Mega Mall Ocean City (Hưng Yên, tổng diện tích sàn (GFA) cho thuê bán lẻ đạt 53.200 m²) đã hoàn tất phần lớn xây dựng và bắt đầu quảng cáo các khách thuê đã ký kết; và (2) Vincom Mega Mall Royal Island (Hải Phòng, GFA cho thuê bán lẻ đạt 47.600 m²) hiện đang trong giai đoạn hoàn thiện mặt ngoài, theo

quan sát của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng lên 1,96 triệu m² vào cuối năm 2025, so với mức 1,84 triệu m² vào cuối năm 2024, bao gồm 2 TTTM VMM nêu trên và 1 TTTM VCP.

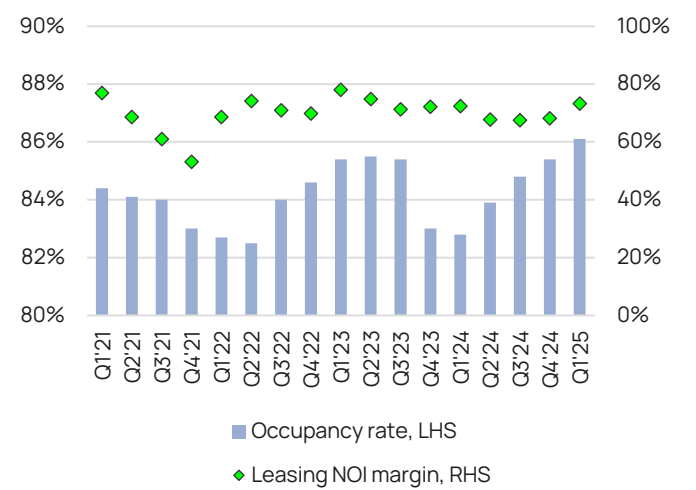
Kế hoạch bán bất động sản mới sẽ hỗ trợ lợi nhuận từ năm 2026: Ban lãnh đạo dự kiến sẽ mở bán cấu phần thành phần thương mại mới (tổng cộng khoảng 1.280 căn shophouse) tại dự án Royal Island của VHM trong nửa cuối năm 2025 và tại dự án Golden Avenue vào đầu năm 2026. Chúng tôi đã đưa kế hoạch bán bất động sản này vào định giá và dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho VRE từ năm 2026.

Hình 22: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS của VRE (tỷ đồng)



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 23: Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) và tỷ lệ lấp đầy của VRE



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 24: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2025-2029 cho VRE

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025F % YoY	CAGR 25-29F
Doanh thu cho thuê (tỷ đồng)	7.017	6.008	4.701	6.865	7.796	7.878	8.740	9.800	10.829	11.616	12.744	11%	10%
VCC	2.408	2.152	1.667	2.329	2.579	2.680	2.847	2.954	3.150	3.360	3.584	7%	6%
VMM	1.725	1.397	1.150	2.233	2.503	2.592	2.902	3.588	4.057	4.232	4.425	12%	11%
VCP	2.725	2.300	1.731	2.195	2.518	2.575	2.799	3.060	3.414	3.621	3.743	9%	8%
VC+	157	146	120	159	182	175	192	198	208	215	222	10%	4%
Tổng GFA (nghìn m2)	1.572	1.628	1.628	1.748	1.748	1.842	1.961	2.086	2.136	2.261	2.386	6%	5%
VCC	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	0%	0%
VMM	388	444	444	512	512	557	657	732	732	807	882	18%	8%
VCP	831	831	831	883	883	932	951	1.001	1.051	1.101	1.151	2%	5%
VC+	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	0%	0%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	90%	84%	83%	84%	85%	84%	86%	87%	87%	87%	88%		
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9.259	8.329	5.891	7.361	9.791	8.939	8.943	10.682	11.710	12.498	13.625	0%	11%
– % từ cho thuê	76%	72%	80%	93%	80%	88%	98%	92%	92%	93%	94%		
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	3.583	3.093	1.757	3.273	4.566	3.773	4.209	4.955	5.602	6.022	6.683	12%	12%
EBITDA (tỷ đồng)	5.295	4.851	3.637	5.264	7.166	6.937	7.691	8.565	9.298	9.847	10.638	11%	8%
NOI cho thuê (tỷ đồng)	4.955	4.280	3.161	4.857	5.746	5.626	6.122	6.819	7.518	8.032	8.789	9%	9%
LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)	2.851	2.382	1.315	2.776	4.409	4.096	4.296	4.989	5.586	6.004	6.558	5%	11%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	38,7%	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	42,2%	47,1%	46,4%	47,8%	48,2%	49,0%		
Biên NOI cho thuê	70,6%	71,4%	67,7%	71,0%	74,2%	68,8%	70,0%	69,6%	69,4%	69,1%	69,0%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTTS	30,8%	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	45,8%	48,0%	46,7%	47,7%	48,0%	48,1%		

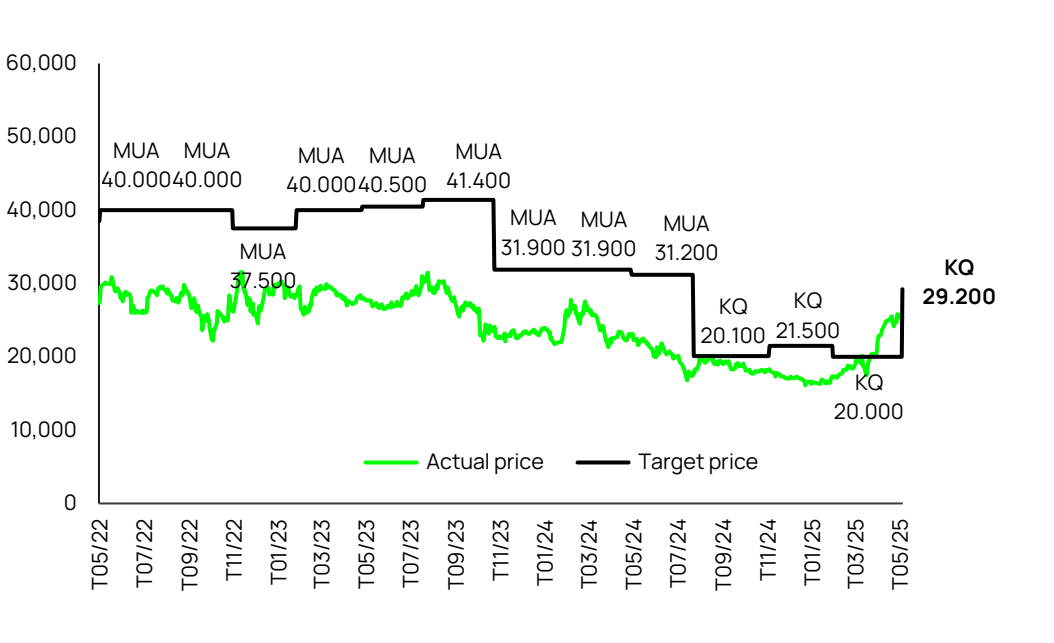
Nguồn: VRE, Vietcap dự báo (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính). Lưu ý: VRE có 4 mô hình TTTM: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+).

Hình 25: Tóm tắt định giá cho VRE

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế (tỷ đồng)
DỊCH VỤ CHO THUÊ		100%	82.109
Vận hành VCC	TSVH		37.409
Vận hành VMM	TSVH		28.013
Vận hành VCP và VC+	TSVH		13.854
Các dự án trong kế hoạch đã xác định	TSVH/CKDT		2.833
BÁN BẤT ĐỘNG SẢN	GTSS	100%	2.280
Tổng NAV dự phóng			84.388
Cộng tiền mặt			3.042
Trừ tổng nợ vay			-4.564
Giá trị tài sản ròng (NAV)			82.867
Chiết khấu RNAV (%)			20%
NAV sau chiết khấu			66.294
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)			2.272
Giá mục tiêu (đồng/CP)			29.200
Giá hiện tại (đồng/CP)			25.300
Tỷ lệ tăng			+15,4%
Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu			15,4x
Dự phóng P/B năm 2025 @ giá mục tiêu			1,4x
Dự phóng P/E năm 2026 @ giá mục tiêu			13,3x
Dự phóng P/B năm 2026 @ giá mục tiêu			1,3x

Nguồn: Vietcap

Hình 26: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 27: Báo cáo Tài chính của VRE

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	8.939	8.943	10.682	11.710
Giá vốn hàng bán	-4.184	-4.007	-4.854	-5.175
Lợi nhuận gộp	4.755	4.936	5.827	6.535
Chi phí bán hàng	-341	-396	-475	-508
Chi phí quản lí DN	-642	-331	-397	-425
LN từ HĐKD	3.773	4.209	4.955	5.602
Doanh thu tài chính	1.786	1.874	1.912	1.950
Chi phí tài chính	-838	-646	-552	-481
Trong đó, chi phí lãi vay	-566	-546	-512	-441
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	413	0	0	0
LNTT	5.133	5.438	6.315	7.071
Thuế TNDN	-1.038	-1.142	-1.326	-1.485
LNST trước lợi ích CĐTS	4.096	4.296	4.989	5.586
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.096	4.296	4.989	5.586
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	4.096	4.296	4.989	5.586
EBITDA	6.937	7.691	8.565	9.298
EPS báo cáo, VND	1.802	1.890	2.196	2.458
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-8,7%	0,0%	19,4%	9,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-17,4%	11,6%	17,7%	13,1%
Tăng trưởng LNTT	-7,1%	5,9%	16,1%	12,0%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-7,1%	4,9%	16,1%	12,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	53,2%	55,2%	54,6%	55,8%
Biên LN từ HĐKD %	42,2%	47,1%	46,4%	47,8%
Biên EBITDA	77,6%	86,0%	80,2%	79,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	45,8%	48,0%	46,7%	47,7%
ROE %	10,3%	9,7%	10,2%	10,3%
ROA%	8,0%	7,5%	8,0%	8,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	40,8	72,0	90,0	78,3
Số ngày phải thu	64,0	56,6	50,0	50,0
Số ngày phải trả	39,7	39,7	39,7	39,7
TG luân chuyển tiền	65,1	88,8	100,3	88,6
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,1	3,5	3,7	4,1
CS thanh toán nhanh	2,0	3,1	3,5	3,8
CS thanh toán tiền mặt	0,5	1,0	1,3	1,6
Nợ/Tài sản	8,2%	7,6%	7,0%	4,6%
Nợ/Vốn sử dụng	9,8%	8,9%	8,1%	5,2%
Nợ/Vốn CSH	3,6%	1,8%	-1,2%	-5,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,7x	7,7x	9,7x	12,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	2.885	3.575	5.025	6.228
Đầu tư TC ngắn hạn	126	126	126	126
Các khoản phải thu	1.674	1.098	1.829	1.380
Hàng tồn kho	295	1.285	1.110	1.110
TS ngắn hạn khác	7.332	7.332	7.332	7.332
Tổng TS ngắn hạn	12.312	13.416	15.422	16.176
TS dài hạn (gộp)	568	583	598	613
- Khấu hao lũy kế	-347	-369	-391	-411
TS dài hạn (ròng)	221	214	208	202
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	42.692	45.848	49.062	52.341
Tổng TS dài hạn	42.914	46.062	49.270	52.543
Tổng Tài sản	55.226	59.478	64.692	68.719
Phải trả ngắn hạn	462	410	646	479
Nợ ngắn hạn	2.010	20	20	20
Nợ ngắn hạn khác	3.449	3.449	3.449	3.449
Tổng nợ ngắn hạn	5.921	3.879	4.115	3.948
Nợ dài hạn	2.523	4.522	4.510	3.118
Nợ dài hạn khác	4.860	4.860	4.860	4.860
Tổng nợ	13.304	13.260	13.485	11.926
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.288	23.288
Thặng dư vốn CP	47	47	47	47
Lợi nhuận giữ lại	20.595	24.890	29.879	35.465
Vốn khác	-2.007	-2.007	-2.007	-2.007
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	41.923	46.218	51.207	56.793
Tổng cộng nguồn vốn	55.226	59.478	64.692	68.719
CP lưu hành cuối năm (tr)	2.272	2.272	2.272	2.272

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	4.102	2.885	3.575	5.025
Lợi nhuận sau thuế	4.096	4.296	4.989	5.586
Khấu hao	1.379	1.608	1.698	1.746
Thay đổi vốn lưu động	-3.113	-466	-319	282
Điều chỉnh khác	-1.604	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	758	5.438	6.367	7.614
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-4.192	-4.757	-4.906	-5.019
Đầu tư, ròng	1.729	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.463	-4.757	-4.906	-5.019
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	218	-1.990	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	488	1.998	-12	-1.393
Tiền từ các hoạt động TC khác	-218	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	488	9	-12	-1.393
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.217	690	1.450	1.203
Tiền cuối năm	2.885	3.575	5.025	6.228

Nguồn: VRE, Vietcap dự báo (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính)

CTCP Vinpearl (VPL)

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Ngành	BDS	
(khách sạn nghỉ dưỡng)		
Ngày báo cáo	27/05/2025	
Giá hiện tại	87.200VND	
GT vốn hóa	156 nghìn tỷ đồng	
Room KN	75,4 nghìn tỷ đồng	
GTGD/ngày (2 tuần)	75 tỷ đồng	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	
SL cổ phiếu lưu hành	1,79 tỷ	
Pha loãng	1,79 tỷ	
	VPL*	VNI
P/E (trượt)	57,7x	13,5x
P/B (hiện tại)	4,8x	1,7x
ROE	11,4%	12,9%
ROA	4,2%	2,0%
*Năm tài chính 2024		

Tổng quan công ty

Vinpearl, công ty con kinh doanh mảng khách sạn nghỉ dưỡng của Tập đoàn Vingroup, hoạt động trên các mảng cốt lõi (khách sạn và khu nghỉ dưỡng, công viên giải trí/khu phức hợp giải trí và sân golf), cùng với các hoạt động kinh doanh khác (như trung tâm hội nghị và kinh doanh bán BDS).

VPL chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HOSE) vào ngày 13/05/2025. VIC hiện sở hữu 85,55% VPL.

Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên
thuc.than@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.174

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp
hong.luu@vietcap.com.vn
+84 28 3914 3588 ext.120

	2024^	2025F*	2026F*	2027F*
Doanh thu (tỷ đồng)	14.376	11.119	13.344	15.614
% YoY	55,3%	28,7%	20,0%	17,0%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	581	357	1.337	2.227
EBITDA (tỷ đồng)	4.008	4.053	5.286	6.517
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.550	N/A	N/A	N/A
% YoY	446,5%	N/A	N/A	N/A
EPS	446,5%	N/A	N/A	N/A
% YoY	446,5%	N/A	N/A	N/A
Biên LN gộp	19,9%	19,7%	24,8%	28,0%
Biên LN từ HĐKD	4,0%	3,2%	10,0%	14,3%
Biên LN ròng	17,7%	N/A	N/A	N/A
P/S	10,9x	14,1x	11,7x	10,0x
EV/EBITDA	41,5x	41,0x	31,4x	25,5x
P/E	57,7x	N/A	N/A	N/A
P/B	4,8x	N/A	N/A	N/A

Lưu ý: (*) Dựa trên dự báo của chúng tôi cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC, giả định doanh thu và lợi nhuận tương ứng với VPL; (^) BCTC kiểm toán của VPL năm 2024.

Việc niêm yết VPL diễn ra theo đúng kế hoạch; định giá hiện đang phản ánh phần lớn kỳ vọng tăng trưởng

Vinpearl là đơn vị tiên phong trong ngành du lịch Việt Nam và dẫn đầu trong mảng khách sạn và khu nghỉ dưỡng 5 sao và tiện ích tích hợp. Vinpearl có lợi thế cạnh tranh với mô hình phát triển các quần thể và khả năng tiếp cận quỹ đất của VIC/VHM, đem đến cho du khách trải nghiệm toàn diện kết hợp giữa lưu trú, giải trí và dịch vụ chỉ trong 1 lần ghé thăm. Công ty có thành tích đã được chứng minh trong triển khai các dự án quy mô lớn với năng lực toàn diện từ bước phát triển, vận hành và quản lý. Là công ty đầu ngành, Vinpearl có vị thế vững chắc để tận dụng sự phát triển của ngành du lịch Việt Nam và định hình các xu hướng mới, đặc biệt thông qua thương hiệu công viên giải trí VinWonders với tiềm năng mở rộng đáng kể.

Tính đến cuối quý 1/2025, VPL sở hữu và/hoặc vận hành tổng cộng 31 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 16.100 phòng, 12 công viên và khu giải trí, 4 sân golf, và 1 trung tâm hội nghị trên khắp Việt Nam. Ngoài ra, từ năm 2022, VPL đã hợp tác với 2 tập đoàn khách sạn quốc tế là Meliá Hotels International và Marriott International, trong đó 23 khách sạn và khu nghỉ dưỡng của Vinpearl được vận hành theo các thỏa thuận hợp tác này.

Kế hoạch mở rộng: Trong mảng khách sạn, 3 khách sạn mới dự kiến sẽ khai trương trong năm 2025 tại Vinh, Bắc Ninh và Tuyên Quang, mỗi khách sạn có quy mô từ 250–300 phòng. Đến năm 2027, công ty đặt mục tiêu khai trương thêm 5 khách sạn mới với khoảng 2.100 phòng. Đối với VinWonders, công viên giải trí tại Vũ Yên – với diện tích gần 40 ha – dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào giữa năm 2025, và công ty có kế hoạch mở thêm 1–2 công viên giải trí VinWonders mới mỗi năm trong giai đoạn 2026–2027. Trong mảng sân golf, VPL đặt mục tiêu phát triển 1–2 sân golf mới mỗi năm trong giai đoạn 2025 đến 2028, mỗi sân có diện tích 100–200 ha, đạt tiêu chuẩn quốc tế với quy mô từ 18–36 lỗ.

So sánh với các công ty cùng ngành: Tại mức giá đóng cửa ngày 27/05 là 87.200 đồng/cổ phiếu, VPL đang giao dịch với hệ số P/S dự phóng năm 2025/26 là 14,1/11,7 lần và hệ số EV/EBITDA là 41,0/31,4 lần, dựa theo dự báo của chúng tôi cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC, giả định rằng lợi nhuận của mảng này tương đương với VPL. Trong khi đó, các công ty cùng ngành trong khu vực đang giao dịch với hệ số P/S dự phóng năm 2025/26 là 5,8/5,5 lần và hệ số EV/EBITDA là 12,5/11,0 lần, theo dữ liệu từ Bloomberg. Điều này cho thấy VPL đang giao dịch ở mức định giá cao hơn đáng kể theo các chỉ số này.

Chúng tôi dự báo mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC sẽ ghi nhận lợi nhuận từ HĐKD ở mức dương trong năm 2025. Chúng tôi hiện chưa có dự báo riêng cho BCTC hay định giá của VPL. Đối với mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC, chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 11,1 nghìn tỷ đồng (+29% YoY) trong năm 2025 và 13,3 nghìn tỷ đồng (+20% YoY) trong năm 2026, trong khi dự báo lợi nhuận

từ HĐKD lần lượt là 357 tỷ đồng và 1,3 nghìn tỷ đồng, so với khoản lỗ 1,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2024. Chúng tôi ước tính giá trị doanh nghiệp mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC là 90 nghìn tỷ đồng, bao gồm cả các cơ sở vận hành hiện tại và các dự án khách sạn và VinWonders trong kế hoạch phát triển đã được xác định

Vui lòng tham khảo thêm [Báo cáo niêm yết](#) ngày 9/5 của chúng tôi để biết thêm thông tin tổng quan hoạt động của VPL, định hướng từ ban lãnh đạo cũng như kết quả tài chính các năm.

Hình 28: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2025-2030 cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC*

	2024**	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2025F % YoY	CAGR 25-30F
Doanh thu khách sạn nghỉ dưỡng (tỷ đồng)	8.642	11.119	13.344	15.614	21.982	29.048	31.677	29%	23%
Khách sạn & khu nghỉ dưỡng	4.197	5.099	5.804	6.478	7.144	8.779	9.384	21%	13%
Công viên giải trí	3.434	4.744	6.093	7.501	13.063	18.297	20.166	38%	34%
Sân golf	915	1.021	1.157	1.311	1.417	1.533	1.658	12%	10%
Khác	96	255	290	324	357	439	469	165%	13%
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	-1.294	357	1.337	2.227	4.349	7.143	8.437	N.M.	88%
EBITDA (tỷ đồng)	2.308	4.053	5.286	6.517	10.126	13.733	15.108	76%	30%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-15%	3%	10%	14%	20%	25%	27%		
Khách sạn & khu nghỉ dưỡng	-6%	11%	16%	20%	21%	20%	22%		
Công viên giải trí	-6%	9%	17%	22%	28%	34%	36%		
Sân golf	-31%	-28%	-24%	-21%	-19%	-17%	-16%		
Biên EBITDA	27%	36%	40%	42%	46%	47%	48%		
Khách sạn & khu nghỉ dưỡng	20%	32%	35%	38%	39%	38%	38%		
Công viên giải trí	57%	57%	57%	58%	59%	59%	59%		
Sân golf	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%		
Chi tiêu cho đầu tư phát triển (tỷ đồng)	N/A	8.100	14.200	14.600	10.400	10.100	9.700		
Các chỉ số hoạt động									
Tổng số đêm phòng cho thuê ('000)	1.228	1.474	1.614	1.769	1.898	2.100	2.150	20%	8%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	48%	56%	58%	58%	59%	58%	60%		
Lượt khách tham quan công viên ('000)	6.359	8.132	9.796	11.166	15.146	18.243	19.206	28%	19%
Số vòng chơi golf ('000)	217	238	262	288	303	318	334	10%	7%

Nguồn: VIC, VPL, Dự báo và ước tính của Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên dự báo của chúng tôi cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng của VIC, giả định doanh thu và lợi nhuận tương ứng với VPL, phản ánh các cơ sở mà VPL có quyền ghi nhận 100% doanh thu từ hoạt động kinh doanh. (**) Các số liệu doanh thu và lợi nhuận năm 2024 được lấy từ báo cáo tài chính kiểm toán năm 2024 của VIC cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng; cơ cấu từng mảng là ước tính của Vietcap.

Hình 29: Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2025-2026 của Vinpearl

	2022	2023	2024	2025G	2026G
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.173	9.254	14.376	14.150	16.400
- Khách sạn nghỉ dưỡng	99%	93%	59%	80%	76%
LNST (tỷ đồng)	4.230	671	2.550	1.750	2.300
Tổng vốn CSH (tỷ đồng)	8.470	13.317	31.484	38.234	40.534
Cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%
P/E	54,7x	315,2x	57,7x	89,4x	68,0x
P/B	27,3x	9,9x	4,8x	4,1x	3,9x
P/S	21,8x	16,9x	10,9x	11,1x	9,5x
Tăng trưởng YoY					
Doanh thu thuần	99%	29%	55%	-2%	16%
- Khách sạn nghỉ dưỡng	98%	21%	-1%	34%	9%
LNST	N.M.	-84%	280%	-31%	31%

Nguồn: Vinpearl, Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 27/05/2025.

Hình 30: Báo cáo Tài chính của VPL

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023	2024	Q1 25
Doanh thu	7.173	9.254	14.376	2.971
Giá vốn hàng bán	-11.291	-11.823	-11.513	-2.153
Lợi nhuận gộp	-4.118	-2.569	2.863	818
Chi phí bán hàng	-496	-605	-618	-224
Chi phí quản lý DN	-1.378	-913	-1.664	-451
LN từ HĐKD	-5.992	-4.087	581	143
Doanh thu tài chính	13.472	8.728	4.264	515
Chi phí tài chính	-3.067	-3.898	-1.740	-429
Trong đó, chi phí lãi vay	-2.420	-3.081	-1.326	-292
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-167	24	-165	-61
LNTT	4.246	766	2.940	167
Thuế TNDN	-16	-96	-390	-77
LNST trước lợi ích CĐTS	4.230	671	2.550	90
Lợi ích CĐTS	1	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.230	671	2.550	90
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	4.230	671	2.550	90
EBITDA	-3.647	-1.834	4.008	1.066
EPS báo cáo, VND	1.595	277	1.512	51
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2022	2023	2024	Q1 25
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	98,9%	29,0%	55,3%	76,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-45,8%	-31,8%	-114,2%	N,M
Tăng trưởng LNTT	N,M	-82,0%	283,7%	-93,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	N,M	-82,7%	446,5%	-96,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	-57,4%	-27,8%	19,9%	27,5%
Biên LN từ HĐKD %	-83,5%	-44,2%	4,0%	4,8%
Biên EBITDA	-50,8%	-19,8%	27,9%	35,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	59,0%	7,2%	17,7%	3,0%
ROE %	68,2%	6,2%	11,4%	N/A
ROA%	7,0%	1,3%	4,2%	N/A
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	91	88	142	245
Số ngày phải thu	70	64	34	29
Số ngày phải trả	58	54	79	122
TG luân chuyển tiền	103	97	97	151
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,7	0,6	0,8	0,9
CS thanh toán nhanh	0,6	0,5	0,6	0,7
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	40,2%	31,6%	16,8%	15,4%
Nợ/Vốn sử dụng	72,7%	51,2%	29,0%	25,3%
Nợ/Vốn CSH	261,1%	88,3%	34,4%	27,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	-2,5	-1,3	0,4	0,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023	2024	Q1 25
Tiến và tương đương	266	2.057	1.889	1.142
Đầu tư TC ngắn hạn	6.197	1.537	1.561	2.499
Các khoản phải thu	1.530	1.699	992	901
Hàng tồn kho	2.572	3.110	5.852	5.692
TS ngắn hạn khác	8.833	5.553	15.213	15.305
Tổng TS ngắn hạn	19.398	13.956	25.507	25.538
TS dài hạn (gộp)	35.760	33.971	45.920	48.788
- Khấu hao lũy kế	-8.564	-10.497	-12.820	-13.435
TS dài hạn (ròng)	27.196	23.474	33.101	35.352
Đầu tư TC dài hạn	1.682	1.242	1.366	1.435
TS dài hạn khác	7.728	5.401	16.509	15.743
Tổng TS dài hạn	36.605	30.117	50.976	52.531
Tổng Tài sản	56.003	44.073	76.483	78.069
Phải trả ngắn hạn	1.707	1.783	3.202	2.571
Nợ ngắn hạn	8.816	13.856	3.459	2.577
Nợ ngắn hạn khác	15.559	7.756	23.742	22.664
Tổng nợ ngắn hạn	26.082	23.395	30.403	27.812
Nợ dài hạn	13.688	92	9.414	9.478
Nợ dài hạn khác	7.763	7.269	5.182	5.193
Tổng nợ	47.533	30.756	44.999	42.483
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	26.525	15.041	17.232	17.933
Thặng dư vốn CP	1.382	-2.037	11.389	15.687
Lợi nhuận giữ lại	-19.239	521	3.071	3.162
Vốn khác	-202	-211	-211	-1.198
Lợi ích CĐTS	4	2	3	3
Vốn chủ sở hữu	8.470	13.317	31.484	35.587
Tổng cộng nguồn vốn	56.003	44.073	76.483	78.069
CP lưu hành cuối năm (tr)	2.653	1.504	1.723	1.793

LCTT (tỷ đồng)	2022	2023	2024	Q1 25
Tiến đầu năm	196	266	2.057	1.889
Lợi nhuận sau thuế	4.230	671	2.550	90
Khấu hao	2.346	2.252	3.427	923
Thay đổi vốn lưu động	356	-723	12.513	-741
Điều chỉnh khác	-14.697	-11.241	3.919	-2.449
Tiến từ hoạt động KD	-7.765	-9.041	22.409	-2.177
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-4.856	-1.822	-3.533	-741
Đầu tư, ròng	24.269	669	-32.742	-1.837
Tiến từ HĐ đầu tư	19.413	-1.152	-36.275	-2.578
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	10.000	15.617	4.999
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-8.965	5.041	-10.397	-883
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-2.107	-13.596	9.323	63
Tiến từ các hoạt động TC khác	-506	10.539	-841	-169
Tiến từ hoạt động TC	-11.578	11.983	13.701	4.011
Tổng lưu chuyển tiền tệ	70	1.789	-165	-744
Tiến cuối năm	266	2.057	1.889	1.142

Nguồn: Vinpearl, Vietcap

Phụ lục

VIC mở rộng sang các lĩnh vực mới với một loạt dự án quy mô lớn được đề xuất trong mảng năng lượng, hạ tầng và logistics

Năng lượng

Kể từ tháng 3/2025, VIC đã đề xuất triển khai một loạt dự án trong giai đoạn 2025–2035, bao gồm: **tổ hợp điện khí LNG** tại Hải Phòng và **danh mục dự án năng lượng tái tạo** (gồm điện mặt trời và điện gió).

- **2025–2035:** Dự án điện khí LNG tại Hải Phòng (4.800 MW, tổng vốn đầu tư XDCB khoảng 5 tỷ USD) đã được bổ sung vào Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh.
- **2025–2030:** Đề xuất triển khai 13.900 MW điện mặt trời (bao gồm điện mặt trời nổi và trang trại điện mặt trời) và 6.600 MW điện gió tại các tỉnh Sơn La, Đắk Lắk, Ninh Thuận, Bình Phước, Đồng Nai, Trà Vinh/Sóc Trăng, và Khánh Hòa, với tổng vốn đầu tư XDCB ước tính 20–25 tỷ USD.
- **2025–2030:** Đề xuất dự án điện gió gần bờ tại Cần Giờ, TP. HCM (3.300 MW, tổng vốn đầu tư XDCB khoảng 4,5 tỷ USD).

Theo Chủ tịch VIC, chiến lược chuyển hướng sang năng lượng tái tạo được thúc đẩy bởi 3 động lực chính: (1) giải quyết tình trạng thiếu điện tại Việt Nam, (2) đảm bảo tập đoàn đi đúng hướng phát triển bền vững với nguồn năng lượng sạch, và (3) định hướng của Chính phủ trong việc khuyến khích các doanh nghiệp tư nhân lớn đóng góp nhiều hơn cho tăng trưởng kinh tế quốc gia.

Hạ tầng

Trong tháng 3 và 4, VIC đã đề xuất triển khai **tuyến metro Cần Giờ** và **tuyến đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh**, các dự án hạ tầng này có thể mang lại lợi ích cho hai dự án lớn của VIC/VHM là dự án Cần Giờ (2.870 ha, tên thương mại: Green Paradise; đã tổ chức lễ khởi công ngày 19/04/2025) và dự án Hạ Long Xanh (5.490 ha, tên thương mại: Apollo City). Cơ cấu vốn sơ bộ cho các dự án hạ tầng này dự kiến gồm: 15% vốn chủ sở hữu, 35% vốn vay ngân hàng và 50% từ tổng thầu EPC. Chủ tịch VIC cũng chia sẻ tại ĐHCĐ năm 2025 rằng quyết định đầu tư và phương án tài trợ sẽ được đưa ra dựa trên đánh giá về năng lực tài chính và hiệu quả sử dụng vốn của VIC.

Vào ngày 14/05, VinSpeed (VIC sở hữu 10%) đã chính thức đăng ký đầu tư vào **tuyến đường sắt cao tốc Bắc – Nam**, dự án đầu tư lớn nhất Việt Nam (tổng vốn đầu tư sơ bộ là 1.713 nghìn tỷ đồng, bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng). VinSpeed sẽ phối hợp với các bộ ngành liên quan để hoàn thiện đề án đầu tư (bao gồm lập báo cáo so sánh giữa hai phương án đầu tư (nhà nước và tư nhân), làm rõ tính khả thi, hiệu quả, tiến độ triển khai).

Logistics

Ngoài ra, VIC đã bày tỏ quan tâm đến việc phát triển **khu vực cảng Cái Mép Hạ**.

Các pháp nhân mới được thành lập để triển khai các lĩnh vực mới

- CTCP Năng lượng VinEnergó (mảng năng lượng; VIC sở hữu 19%)
VinEnergó được thành lập vào tháng 3/2025 với vốn điều lệ 2 nghìn tỷ đồng. Trong đó, Chủ tịch VIC – ông Phạm Nhật Vượng đã chuyển nhượng 35 triệu cổ phiếu VIC (tương đương 0,9% tổng số cổ phần VIC, tương đương 5% số cổ phần VIC do ông Vượng sở hữu) sang VinEnergó, qua đó nắm giữ 71% cổ phần tại công ty này. Phần còn lại được sở hữu bởi VIC (19%) và các con trai của ông Vượng (10%), theo truyền thông trong nước.

- CTCP Đầu tư và Phát triển Đường sắt cao tốc VinSpeed (mảng hạ tầng và giao thông; VIC sở hữu 10%)
VinSpeed được thành lập vào tháng 5/2025 với vốn điều lệ 6 nghìn tỷ đồng. Trong đó, ông Phạm Nhật Vượng nắm giữ 51%, CTCP Tập đoàn Đầu tư Việt Nam (công ty tư nhân do ông Vượng sở hữu) nắm giữ 35%, VIC nắm giữ 10%, và thành viên gia đình ông Vượng sở hữu 4%.

VinSpeed sẽ tham gia đầu tư các dự án đường sắt do VIC đề xuất, bao gồm: Đường sắt cao tốc Bắc – Nam, tuyến metro Cần Giờ, và đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh.

Quan điểm ban đầu của chúng tôi về việc VIC mở rộng sang các lĩnh vực mới

Việc phê duyệt và triển khai các dự án quy mô lớn được đề xuất vẫn còn chưa chắc chắn. Nếu được thông qua, chúng tôi cho rằng 1) Việc phát triển nhiều khả năng sẽ có sự tham gia của đối tác có kinh nghiệm, giúp đảm bảo chuyên môn và hiệu quả thực thi, 2) VIC có bề dày kinh nghiệm trong việc thực hiện các dự án quy mô lớn, đòi hỏi vốn đầu tư cao, điều này có thể hỗ trợ đáng kể cho quá trình triển khai, 3) Trong khi các dự án này mang lại tiềm năng doanh thu ổn định trong dài hạn, tuy nhiên tác động đến lợi nhuận trung hạn của VIC dự kiến sẽ còn hạn chế và 4) Việc triển khai các dự án có thể giúp VIC tiếp cận thêm quỹ đất mới và hỗ trợ quy trình phát triển dự án của công ty trong tương lai.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức
Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng
tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.