

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

Ngành Bất động sản
Ngày báo cáo 29/08/2025

Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

Kế hoạch mở bán các dự án BĐS mới, hoạt động bàn giao xe điện tích cực; Chủ tịch HĐQT duy trì các khoản hỗ trợ tài chính; nghiên cứu thêm các mảng kinh doanh mới

Tóm tắt KQKD 6T 2025

VHM ghi nhận mức tăng trưởng doanh số bán hàng mạnh mẽ so với cùng kỳ trong 6T 2025, với 3 dự án mới mở bán, trong khi LNST sau lợi ích CĐTS được hỗ trợ bởi việc bàn giao theo tiến độ. VRE ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ của mảng cho thuê bán lẻ. Lợi nhuận của VIC được thúc đẩy bởi doanh thu mảng BĐS (bao gồm giao dịch chuyển nhượng Global Gate), mảng khách sạn nghỉ dưỡng ghi nhận mức lợi nhuận từ HĐKD dương trong quý 2/2025, và các khoản tài trợ từ Chủ tịch HĐQT, bù đắp cho khoản lỗ từ HĐKD của mảng công nghiệp. Vui lòng tham khảo thêm các Báo cáo KQKD của [VIC](#), [VHM](#) và [VRE](#).

Những thay đổi chính trong dự báo

Chúng tôi tăng dự báo tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2025-27 của VHM lên thêm 17%, đến từ dự báo doanh số bán hàng nhanh hơn của dự án Golden City và Green Paradise, cũng như dự báo về việc dự án Làng Vân sẽ được mở bán sớm hơn vào nửa cuối năm 2025 (so với dự báo trước đây là năm 2028). Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng +10%/+18%/+27% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26/27 của VHM do dự báo rằng công ty sẽ ghi nhận mức doanh thu cao hơn từ doanh số bán mới và thu nhập tài chính. Đối với VRE, chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 lên thêm 5% do mức tăng dự kiến của thu nhập tài chính, trong khi dự báo các năm 2026/27 nhìn chung không thay đổi. Đối với VIC, chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng +8%/+25%/+118% đối với dự báo LNTT các năm 2025/26/27, nhờ mức tăng trưởng mạnh dự kiến của doanh số bán BĐS (Green Paradise, Golden City, Làng Vân).

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** cho VIC và VHM, trong khi hạ khuyến nghị của VRE từ **KHẢ QUAN** xuống **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG**. Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng 42%, +46% và +7% đối với giá mục tiêu của VIC, VHM và VRE. Mức tăng đối với giá mục tiêu của VRE và VHM phản ánh tiềm năng của VRE trong việc mở rộng danh mục phát triển của mảng kinh doanh bán BĐS, và đưa dự án Cam Lâm (10.360 ha, Khánh Hòa) vào định giá của VHM; trong khi đó, mức tăng đối với giá mục tiêu của VIC chủ yếu đến từ (1) mức tăng đối với định giá của mảng kinh doanh BĐS và (2) mức giảm của nợ vay ròng trung bình tại cuối năm 2025-26 nhờ việc Chủ tịch HĐQT dự kiến sẽ hỗ trợ thêm vốn cho VinFast (Phụ lục).

Hình 1: Khuyến nghị và tóm tắt định giá

Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu Nhà nước %	FOL %	Room NN tr USD	GTGD TB 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	18.502	0%	48%	8.404	40,9	128.300	127.900	-0,3%	0,0%	-0,3%
VHM	PHTT	16.509	0%	50%	6.585	22,3	104.500	98.700	-5,6%	0,0%	-5,6%
VRE	PHTT	2.657	0%	49%	833	8,1	30.400	31.300	3,0%	0,0%	3,0%
VPL ^	KĐG	5.532	0%	49%	2.705	1,0	80.200	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	128.300	8%	3%	26%	35,9	37,1	36,1	3,3	2,7	2,5	8%	126%
VHM	104.500	17%	5%	10%	14,6	12,2	11,6	2,0	1,8	1,6	16%	17%
VRE	30.400	10%	11%	14%	15,7	15,4	13,9	1,6	1,5	1,3	10%	-2%

Nguồn: Dữ liệu của công ty, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 29/08/2025; (^) CTCP Vinpearl (HOSE: VPL) niêm yết cổ phiếu vào ngày 13/05/2025 (xem thêm [Báo cáo Niêm yết VPL](#) của chúng tôi).

Hình 2: Tóm tắt điều chỉnh giá mục tiêu

Mã	RNAV* trước chiết khấu tỷ đồng	RNAV* trước chiết khấu đồng/ CP	Tỷ lệ chiết khấu đối với RNAV của chúng tôi	RNAV* sau chiết khấu tỷ đồng	RNAV* sau chiết khấu đồng/ CP	Giá mục tiêu trước đây đồng/ CP	Giá mục tiêu mới** đồng/ CP	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Chi tiết về dự báo
VIC	483.244	127.900	0%	483.244	127.900	90.300	127.900	PHTT	PHTT	Trang 3-10
VHM	506.888	123.400	20%	405.510	98.700	67.400	98.700	PHTT	PHTT	Trang 11-16
VRE	88.972	39.200	20%	71.177	31.300	29.200	31.300	KQ	PHTT	Trang 17-21

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.

Tập đoàn Vingroup (VIC)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG -0,3%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	29/08/2025
Giá hiện tại	128.300 VND
Giá mục tiêu	127.900 VND
Giá mục tiêu gần nhất	90.300 VND
TL tăng	-0,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-0,3%
GT vốn hóa*	481 nghìn tỷ đồng
Room KN	218,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	1,1 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	3,75 bn
Pha loãng*	3,78 bn

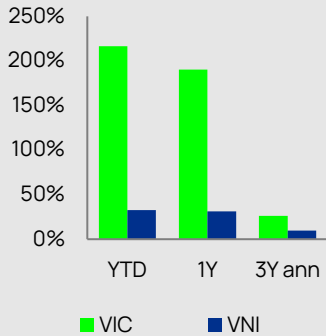
	VIC	VNI
P/E (trượt)	35,9x	15,6x
P/B (hiện tại)	3,3x	2,1x
ROE	10,1%	13,3%
ROA	0,9%	2,0%

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

Tổng quan 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 cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	189.068	293.813	290.104	343.850
Doanh thu cốt lõi (tỷ đồng)	17,1%	55,4%	-1,3%	18,5%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-5.901	24.863	23.307	45.955
LNTT (tỷ đồng)	16.739	20.122	21.902	33.895
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11.903	12.907	13.327	16.839
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	451,9%	8,4%	3,3%	26,4%
EPS* % YoY	466,4%	8,1%	2,7%	26,4%
Biên LN gộp	14,4%	23,4%	24,2%	27,6%
Biên LN từ HĐKD	-3,1%	8,5%	8,0%	13,4%
Biên LN ròng	6,3%	4,4%	4,6%	4,9%
ROE	9,5%	8,2%	7,2%	8,4%
Nợ vay ròng/CSH	117,2%	106,8%	125,9%	123,1%
P/E*	40,1x	37,1x	36,1x	28,6x
P/B*	3,5x	2,7x	2,5x	2,3x

Lợi nhuận mảng bất động sản tích cực; nguồn vốn hỗ trợ mạnh mẽ từ Chủ tịch trong nửa cuối năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với Tập đoàn Vingroup (VIC) và nâng giá mục tiêu thêm 42% lên 127.900 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do 1) định giá mảng bán bất động sản cao hơn và 2) nợ vay ròng cuối năm 2025-26 thấp hơn, được thúc đẩy bởi khoản vốn mới dự kiến được Chủ tịch tài trợ cho VinFast (Phụ lục) trong nửa cuối năm 2025.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán bất động sản khả quan, lợi nhuận hoạt động của mảng khách sạn cải thiện, các khoản tài trợ bổ sung dự kiến từ Chủ tịch và thu nhập từ thoái vốn sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong giai đoạn 2025-27.
- Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2025 đạt 20,1 nghìn tỷ đồng, với lợi nhuận nửa cuối năm 2025 được thúc đẩy bởi 1) doanh số bán bất động sản mạnh mẽ hơn (so với nửa đầu năm 2025) từ giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận (chủ yếu là Royal Island) và các giao dịch bán lô lớn mới, và 2) lợi nhuận hoạt động của mảng khách sạn tiếp tục dương từ quý 2/2025, bù đắp cho khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh của mảng công nghiệp. Chúng tôi nâng dự phóng LNTT các năm 2025/26/27 lần lượt là 8%/25%/118% nhờ dự phóng doanh số bán hàng nhanh hơn của chúng tôi đối với các dự án Green Paradise, Golden City và Làng Vân.
- Tính đến cuối quý 2/2025, tổng nợ vay của VIC là 283 nghìn tỷ đồng (+24% so với cuối năm 2024 và +12% QoQ), với các khoản nợ vay bằng USD chưa được phòng hộ tỷ giá chiếm 20,4% tổng nợ vay.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận mảng công nghiệp cải thiện chậm hơn dự kiến; chi phí huy động vốn cho các kế hoạch tăng vốn cao hơn kỳ vọng.
- Yếu tố hỗ trợ: Kiểm soát dòng tiền tốt hơn và triển vọng huy động vốn thuận lợi hơn.

Tăng trưởng doanh số xe điện mạnh mẽ nhờ tỷ lệ phổ cập xe điện ngày càng tăng và các chính sách hỗ trợ tiềm năng: Chúng tôi dự phóng doanh số xe ô tô điện sẽ tăng trưởng 55%/24% YoY trong 2025/26, lần lượt đạt 151.000 và 187.000 chiếc. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì là thị trường cốt lõi của VinFast, được thúc đẩy bởi việc phổ cập xe điện ngày càng tăng ở cả đối tượng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp B2B (ví dụ: dịch vụ gọi xe, giao hàng). Định hướng chuyển đổi xanh mạnh mẽ của Chính phủ (ví dụ: Chỉ thị số 20/CT-TTg ngày 12/07/2025) - theo quan điểm của chúng tôi - có thể mở đường cho các ưu đãi bổ sung tiềm năng cho xe điện. VinFast, với vị thế là thương hiệu xe điện hàng đầu Việt Nam, có vị thế tốt để hưởng lợi từ định hướng chính sách này, được củng cố bởi mạng lưới trạm sạc rộng khắp, danh mục sản phẩm đa dạng và các dịch vụ hậu mãi hấp dẫn.

Cam kết hỗ trợ mạnh mẽ của Chủ tịch tiếp tục hỗ trợ nhu cầu vốn: Chúng tôi dự phóng chi phí đầu tư XDCB (bao gồm R&D mới) và lỗ EBITDA của mảng công nghiệp (chủ yếu là VinFast) trong giai đoạn 2025-26 lần lượt ở mức trung bình 23,9 nghìn tỷ đồng/năm và 26,1 nghìn tỷ đồng/năm; chủ yếu được tài trợ bởi mức tăng nợ vay ròng bình quân của VIC (ngoại trừ VHM) và sự hỗ trợ tài

chính từ Chủ tịch. Chúng tôi kỳ vọng nợ vay ròng của VIC (ngoại trừ VHM) sẽ duy trì ổn định so với cùng kỳ trong năm 2025, được hỗ trợ bởi kế hoạch Chủ tịch mua lại Novatech từ VinFast trị giá 39,8 nghìn tỷ đồng (Phụ lục); trước khi tăng 33 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, với các khoản tài trợ thêm từ Chủ tịch có khả năng sẽ tiếp tục sau khoản giải ngân trong 6T 2025 là 23 nghìn tỷ đồng.

Tham gia vào các lĩnh vực mới với các dự án quy mô lớn được đề xuất trong năng lượng, cơ sở hạ tầng và logistics, mặc dù việc phê duyệt và triển khai vẫn chưa chắc chắn. Chúng tôi vẫn chưa đưa những yếu tố này vào định giá nhưng xem đây là tiềm năng doanh thu dài hạn với tác động hạn chế đến lợi nhuận 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) giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận (tính đến cuối quý 2/2025: giá trị bán hàng chưa ghi nhận đạt 138 nghìn tỷ đồng) và (2) doanh số mới dự kiến từ các dự án (dự báo giá trị hợp đồng bán hàng tương ứng của chúng tôi trong năm 2025/26/27 đối với VHM là 131/145/156 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 (Phụ lục).
- **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 3: 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 (lãi suất coupon 12,5%-15%/năm), 6,5 nghìn tỷ đồng (13,5%/năm) và 22,4 nghìn tỷ đồng (12%/năm) trái phiếu trong nước. Tính từ đầu năm 2025 đến nay, VIC, VinFast, và VHM đã lần lượt hoàn tất phát hành 18 nghìn tỷ đồng (12,5%-15%/năm), 7,5 nghìn tỷ đồng (12,5%-15%/năm), và 21,5 nghìn tỷ đồng (11-12%/năm) trái phiếu trong nước. 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 quốc tế (các khoản vay hợp vốn quốc tế và trái phiếu)	VinFast và VIC đã huy động được 510 triệu USD dưới hình thức các khoản vay có kỳ hạn 3 năm trong quý 2/2025, nhằm mục đích tái cấp vốn và phục vụ đầu tư.
Khoản tài trợ của Chủ tịch HĐQT	Sau thông báo vào tháng 11/2024 về một thỏa thuận hỗ trợ vốn mới - bao gồm khoản tài trợ lên tới 50 nghìn tỷ đồng từ Chủ tịch VIC cho VinFast đến năm 2026 - tính đến cuối quý 2/2025, Chủ tịch VIC đã giải ngân tổng cộng 28 nghìn tỷ đồng tài trợ cho VinFast. Chủ tịch cũng có kế hoạch hỗ trợ thêm 39,8 nghìn tỷ đồng thông qua kế hoạch mua cổ phần Novatech từ VinFast. Kế hoạch này cho thấy sự hỗ trợ liên tục của Chủ tịch dành cho VinFast – bên cạnh các khoản tài trợ mà ông đã thực hiện từ năm 2023.
Niêm yết Vinpearl	Chúng tôi cho rằng việc niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE có thể hỗ trợ các kế hoạch huy động vốn trong tương lai/tiềm năng bằng cách cải thiện tính khả thi, chi phí và khả năng tiếp cận nhà đầu tư.
Cơ cấu lại một số tài sản (thông tin kế hoạch 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

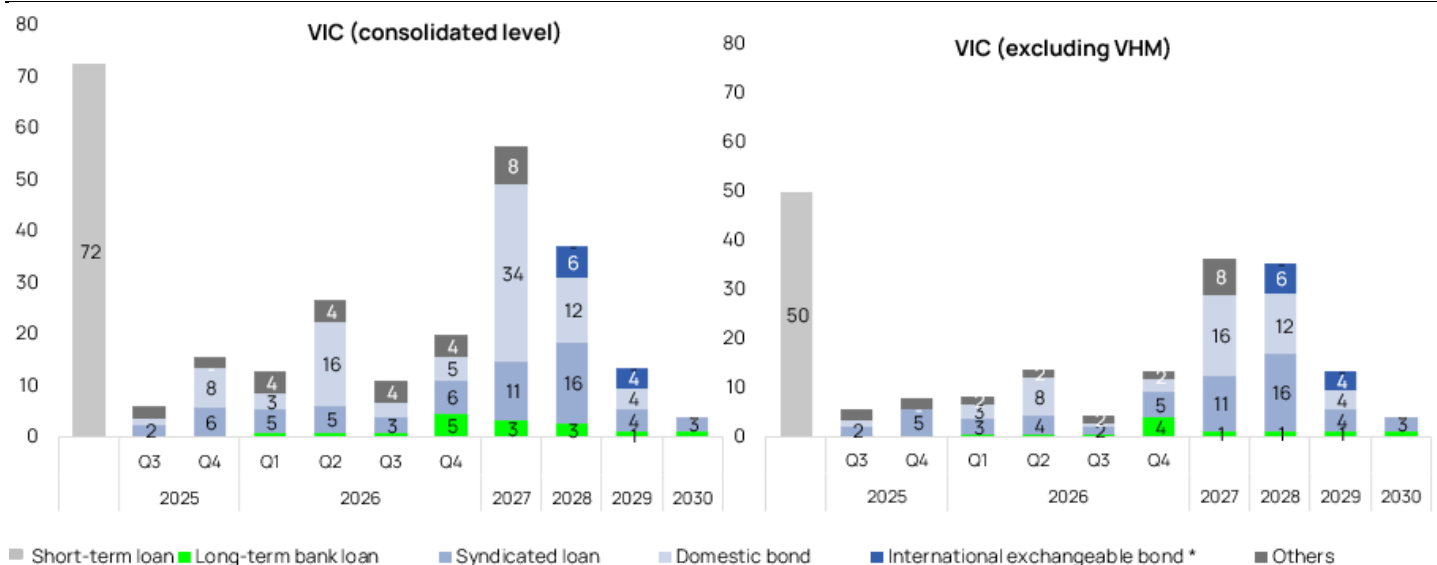
Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC: Chi phí cho các kế hoạch huy động vốn trong nước và quốc tế có thể cao hơn kỳ vọng, xuất phát từ: (1) tỷ giá USD/VND tăng mạnh hơn hoặc kéo dài hơn dự kiến, có thể khiến lãi suất trong nước tăng cao, và (2) lạm phát tại Mỹ cao 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 2/2025, tổng số dư nợ vay của VIC đạt 283 nghìn tỷ đồng (+24% so với cuối năm 2024), trong đó 20,4% 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 71,9 nghìn tỷ đồng (2) các khoản nợ vay đáo hạn trong nửa cuối năm 2025 trị giá 16,1 nghìn tỷ đồng (bao gồm trái phiếu trong nước trị giá 8,8 nghìn tỷ đồng, khoản vay hợp vốn và trái phiếu quốc tế trị giá 6,4 nghìn tỷ đồng), và (3) các khoản nợ vay khác đáo hạn trong 6T đầu 2026 trị giá 37,3 nghìn tỷ đồng.

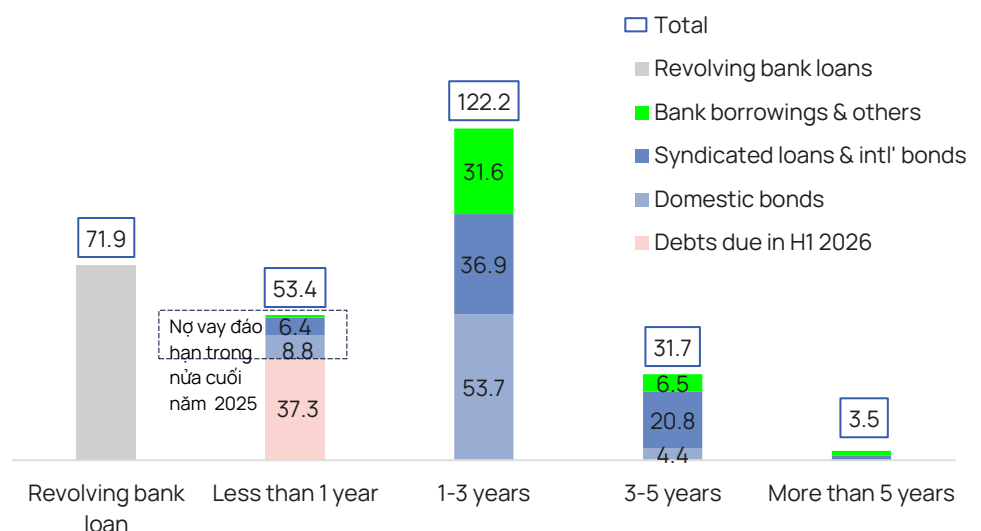
Chúng tôi kỳ vọng rằng VIC sẽ tiếp tục thu xếp các kế hoạch tái cấp vốn cho (1) trái phiếu hoán đổi (TPHĐ) Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 có kèm quyền chọn bán cho trái chủ vào quý 4/2026 và (2) TPHĐ Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 có kèm quyền chọn bán vào quý 3/2027.

Hình 4: Tổng nợ vay của VIC theo loại hình và thời gian đáo hạn (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 2/2025 (*)



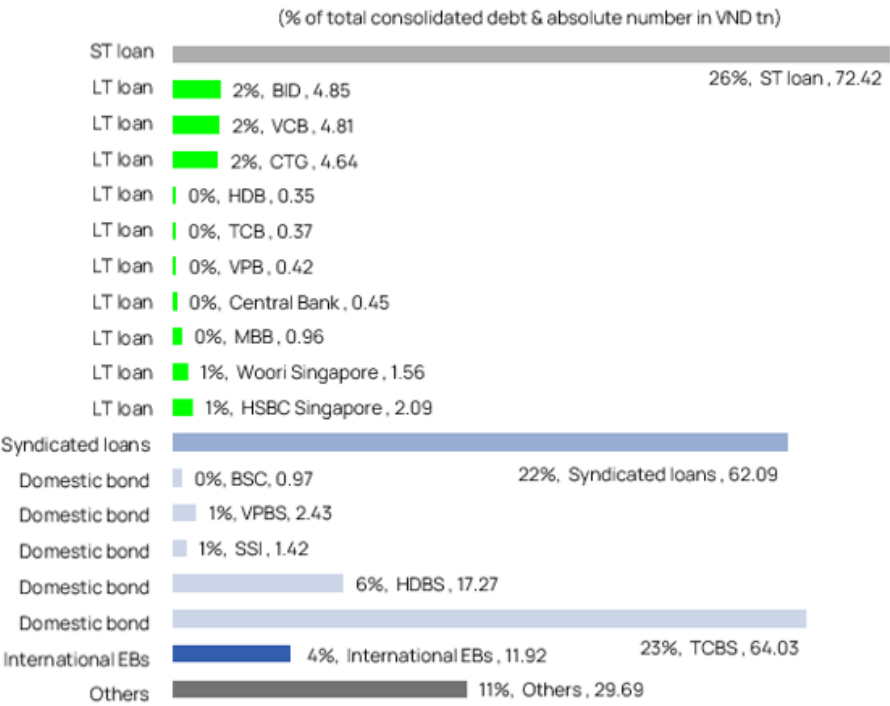
Nguồn: Báo cáo tài chính quý 2/2025 của các công ty, ước tính của Vietcap. (*) Dữ liệu phản ánh ngày đáo hạn gốc đối với lô TPHĐ Vingroup trị giá 250 triệu USD (lãi suất 10%/năm, đáo hạn vào năm 2028) và lô TPHĐ Vinpearl trị giá 150 triệu USD (lãi suất 9,5%/năm, đáo hạn vào năm 2029) nhưng có quyền chọn bán cho trái chủ vào tháng 11/2026 và tháng 8/2027, cùng với quyền hoán đổi thành cổ phiếu.

Hình 5: Cơ cấu dư nợ vay của VIC (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 2/2025



Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

Hình 6: Cơ cấu nợ vay của VIC phân loại theo bên cho vay/bên thu xếp tính đến cuối quý 2/2025



Nguồn: Báo cáo tài chính quý 2/2025 hợp nhất của VIC, Vietcap

Hình 7: Các TPHĐ quốc tế đang lưu hành hiện tại của VIC

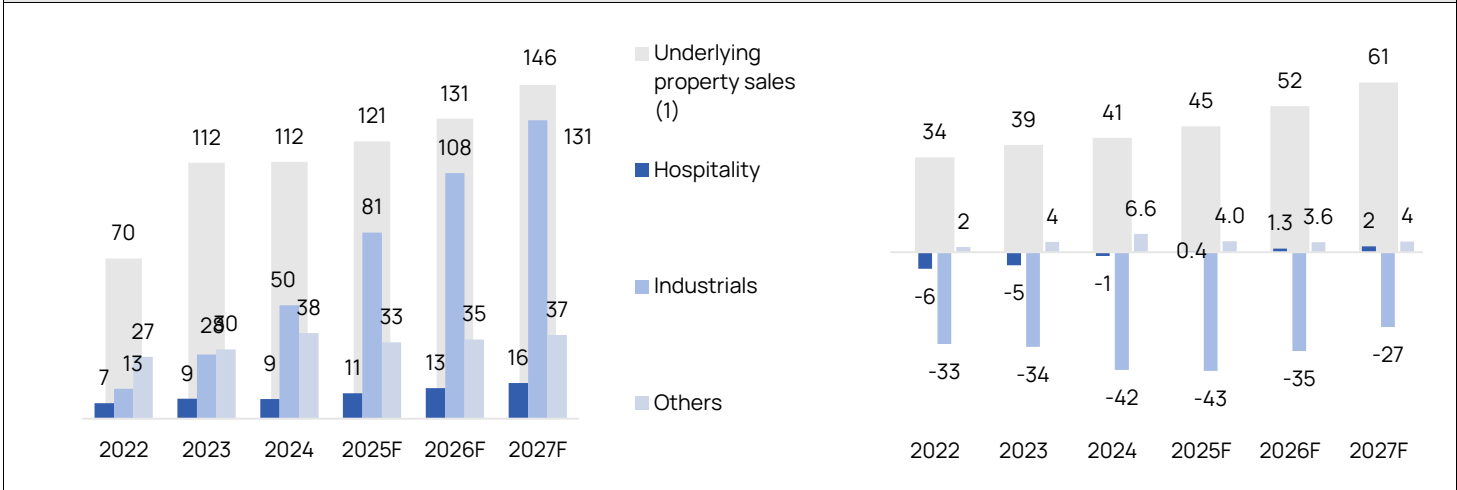
TPHĐ	Khoản tiền gốc (tr USD)	Giá trị đang lưu hành (tr USD)	Năm phát hành	Năm đáo hạn	Ngày thực hiện quyền chọn bán của trái chủ	Lãi suất (%/năm)	Cổ phiếu hoán đổi (cổ phiếu thứ cấp thuộc sở hữu của VIC/công ty thành viên)	Bản cáo bạch
Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 (niêm yết)	250	250	2023	11/2028	11/2026	10%	Cổ phần VHM	Link
Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 (niêm yết)	150	150	2024	8/2029	8/2027	9,5%	Cổ phần VIC	Link

Nguồn: Vietcap tổng hợp.

Triển vọng giai đoạn 2025-2027 & Định giá

Hình 8: Giả định và dự báo của Vietcap đối với các mảng kinh doanh chính của VIC

Nhận định của Vietcap	Dự báo (nghìn tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
BẤT ĐỘNG SẢN	Doanh thu	79	55	94	93	168	134	161
<ul style="list-style-type: none">Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở mạnh mẽ với thương hiệu đã được chứng minh là Vinhomes.Sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam với quỹ đất nhà ở của Vinhomes là 172,5 triệu m2 (với 81% là trong kế hoạch phát triển).Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2025-2027 của VHM sẽ đạt 433 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến.	Doanh thu BĐS cốt lõi ⁽¹⁾	83	70	112	112	121	131	146
	% TT YoY ⁽¹⁾	-12%	-16%	60%	0%	8%	8%	11%
	LN từ HĐKD	39	26	33	31	63	54	67
	LN từ HĐKD cốt lõi ⁽¹⁾	49	34	39	41	45	52	61
	Dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng ⁽¹⁾					131	145	156
	Dự báo tiền thu từ giá trị hợp đồng bán hàng ⁽¹⁾					146	165	187
	Dự báo tổng chi phí phát triển dự án ⁽¹⁾					104	140	146
KHÁCH SẠN NGHỈ DƯỠNG	Doanh thu	3,2	6,7	8,7	8,6	11,1	13,3	15,6
<ul style="list-style-type: none">Vinpearl chiếm gần 20% thị phần phân khúc khách sạn 5 sao tại Việt Nam vào năm 2023, dựa trên số lượng phòng.VPL sở hữu và/hoặc vận hành tổng cộng 33 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 16.500 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)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.	% TT YoY	-33%	107%	29%	34% ⁽²⁾	29%	20%	17%
	% doanh thu của VIC	3%	7%	5%	5%	4%	5%	5%
	LN từ HĐKD	-10,9	-5,9	-4,7	-1,3	0,4	1,3	2,1
	% 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	81,5	107,6	130,7
<ul style="list-style-type: none">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.VinFast chiếm 33% tổng sản lượng bán xe du lịch tại Việt Nam trong 7 tháng đầu năm 2025.Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính trong dự báo của chúng tôi đối với doanh số xe bán giao của VinFast giai đoạn 2025-27 (chi tiết tại Báo cáo Quan điểm Ngành ngày 07/05/2024 của chúng tôi).	% TT YoY	-6%	-23%	115%	77%	64%	32%	21%
	% doanh thu của VIC	13%	13%	17%	26%	28%	37%	38%
	LN từ HĐKD	-23,0	-32,9	-34,0	-42,2	-42,6	-35,5	-26,8
	% biên LN từ HĐKD	-136%	-252%	-121%	-85%	-52%	-33%	-21%
	Doanh số bán ô tô (nghìn chiếc)	35,7	24,0	33,3	97,4	150,7	187,3	224,0
	Tổng vốn đầu tư XDCB					27,0	20,9	19,8



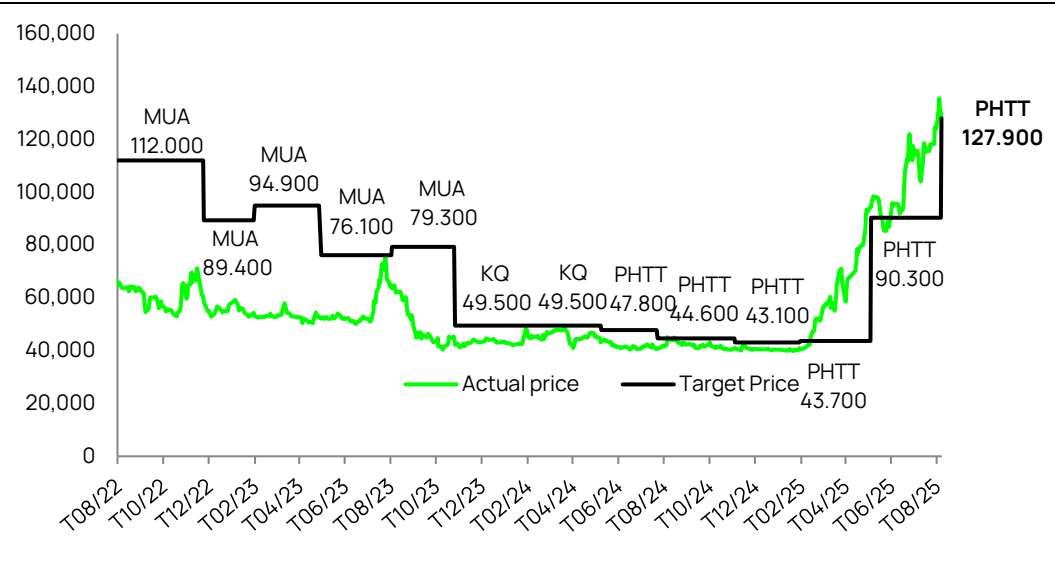
Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2025-27. Lưu ý: (1) Chỉ bao gồm mảng BĐS cốt lõi của VHM, gồm (a) doanh thu/LN từ HĐKD từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và (b) doanh số bán lẻ lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính; (2) Theo VIC, nếu năm 2024 sử dụng cùng cơ sở dữ liệu hoạt động như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

Hình 9: 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
Property sales	RNAV	RNAV sau chiết khấu cho VHM	394.673 ⁽¹⁾	74%	281.208 ⁽²⁾	9,9
		Các dự án BĐS khác của VIC ⁽³⁾	43.068	35-86%	31.906	1,2
Cho thuê bán lẻ	Tỷ suất vốn hóa	RNAV sau chiết khấu cho VRE	71.177	18%	13.097	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 2/2025.	211.222	51%	107.723	4,1
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%.	90.268	86%	77.224	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).	47.532	61-78%	32.448	1,2
Tổng NAV					543.606	20,9
Nợ vay ròng ⁽⁴⁾					-60.362	-2,3
Giá trị tài sản ròng (NAV)					483.244	18,6
Chiết khấu %					0%	
NAV sau chiết khấu					483.244	
Số lượng cổ phiếu pha loãng ⁽⁵⁾ (triệu)					3.779	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)					127.900	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)					128.300	
Tỷ lệ tăng					-0,3%	

Nguồn: Dự báo của Vietcap; USD/VND=26.000. Lưu ý: (1) Loại trừ giá trị ước tính của các phần đất thương mại (để bán nhà phố thương mại) trong một số dự án của VHM mà VRE đã công bố kế hoạch mua lại, cũng như khoản tiền đặt cọc dự kiến được thu hồi cho VHM từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) cho 4 dự án ở Hà Nội. (2) Bao gồm việc hoàn tất chuyển giao SDI, công ty có quyền hưởng lợi ích kinh tế thiểu số trong các dự án Royal Island và Apollo City. (3) Bao gồm các dự án Mễ Trì, Gallery Giảng Võ, Galaxy ở Hà Nội và một dự án ở Bắc Ninh. (4) Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn bình quân cuối năm 2025-26 và nợ được phân bổ tại các công ty con của VIC, không bao gồm VHM (dựa trên dự phóng của chúng tôi). (5) Không bao gồm cổ phiếu VIC do các công ty con sở hữu và bao gồm việc chuyển đổi 27,5 triệu cổ phiếu ưu đãi.

Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap dành cho VIC (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 11: Báo cáo Tài chính của VIC

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	189.068	293.813	290.104	343.850
Giá vốn hàng bán	-161.767	-225.168	-219.895	-248.842
Lợi nhuận gộp	27.301	68.645	70.208	95.008
Chi phí bán hàng	-18.054	-23.962	-25.653	-26.791
Chi phí quản lí DN	-15.148	-19.820	-21.248	-22.261
LN từ HĐKD	-5.901	24.863	23.307	45.955
Doanh thu tài chính	47.925	9.750	11.015	11.054
Chi phí tài chính	-31.208	-33.318	-30.335	-34.154
Trong đó, chi phí lãi vay	-22.980	-23.604	-27.182	-31.001
Lợi nhuận từ công ty LDLK	849	827	914	1.040
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5.074	18.000	17.000	10.000
LNTT	16.739	20.122	21.902	33.895
Thuế TNDN	-11.463	-10.118	-11.648	-14.269
LNST trước lợi ích CĐTS	5.276	10.004	10.253	19.626
Lợi ích CĐTS	-6.627	-2.904	-3.073	2.787
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	11.903	12.907	13.327	16.839
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	11.903	12.907	13.327	16.839
EBITDA	16.726	53.167	47.473	71.422
EPS báo cáo, VND	3.200	3.460	3.554	4.491
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%	55,4%	-1,3%	18,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	N.M	N.M	-6,3%	97,2%
Tăng trưởng LNTT	21,6%	20,2%	8,8%	54,8%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	466,4%	8,1%	2,7%	26,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,4%	23,4%	24,2%	27,6%
Biên LN từ HĐKD %	-3,1%	8,5%	8,0%	13,4%
Biên EBITDA	8,8%	18,1%	16,4%	20,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	6,3%	4,4%	4,6%	4,9%
ROE %	9,5%	8,2%	7,2%	8,4%
ROA%	0,7%	1,1%	1,1%	1,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	233,2	243,4	369,8	424,8
Số ngày phải thu	54,6	39,9	47,6	45,5
Số ngày phải trả	90,2	73,0	74,8	66,1
TG luân chuyển tiền	197,6	210,3	342,6	404,3
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,8x	0,9x	1,0x	1,0x
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%	27,1%	29,0%	28,9%
Nợ/Vốn sử dụng	59,7%	56,2%	58,9%	58,6%
Nợ/Vốn CSH	117,2%	106,8%	125,9%	123,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,3x	1,1x	0,9x	1,5x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	42.582	36.757	30.373	36.403
Đầu tư TC ngắn hạn	8.719	8.719	8.719	8.719
Các khoản phải thu	190.047	200.867	211.240	221.515
Hàng tồn kho	114.090	186.255	259.310	319.887
TS ngắn hạn khác	41.042	36.938	33.244	29.920
Tổng TS ngắn hạn	396.480	469.535	542.886	616.443
TS dài hạn (gộp)	387.993	420.105	460.033	499.466
- Khấu hao lũy kế	-78.658	-106.961	-131.127	-156.594
TS dài hạn (ròng)	309.335	313.143	328.905	342.872
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	444.333	460.689	475.474
Tổng Tài sản	836.604	913.867	1.003.575	1.091.918
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	389.544	422.770	463.931
Tổng nợ ngắn hạn	505.292	529.769	562.994	604.155
Nợ dài hạn	132.731	152.447	195.676	220.231
Nợ dài hạn khác	44.746	39.014	42.014	45.014
Tổng nợ	682.769	721.229	800.684	869.401
Cổ phiếu ưu đãi	549	275	275	275
Vốn cổ phần	38.237	38.530	38.530	38.530
Thặng dư vốn CP	40.308	40.289	40.289	40.289
Lợi nhuận giữ lại	44.468	57.376	70.702	87.541
Vốn khác	13.835	42.635	42.635	42.635
Lợi ích CĐTS	16.438	13.534	10.460	13.247
Vốn chủ sở hữu	153.834	192.638	202.891	222.517
Tổng cộng nguồn vốn	836.604	913.867	1.003.575	1.091.918
CP lưu hành cuối năm* (tr)	3.720	3.749	3.749	3.749

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	27.983	42.582	36.757	30.373
Lợi nhuận sau thuế	11.903	12.907	13.327	16.839
Khấu hao	22.627	28.303	24.166	25.466
Thay đổi vốn lưu động	79.706	-53.773	-45.134	-24.272
Điều chỉnh khác	-93.390	-51.393	-1.376	-2.094
Tiền từ hoạt động KD	20.846	-63.956	-9.017	15.939
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-48.567	-32.112	-39.928	-39.433
Đầu tư, ròng	31.724	44.630	2.405	2.182
Tiền từ HĐ đầu tư	-16.843	12.518	-37.523	-37.251
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	19.716	43.229	24.556
Tiền từ các hoạt động TC khác	-8.906	25.896	-3.073	2.787
Tiền từ hoạt động TC	10.934	45.612	40.156	27.343
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14.600	-5.826	-6.384	6.030
Tiền cuối năm	42.582	36.757	30.373	36.403

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 -5,6%

Ngành	BDS (Nhà ở)
Ngày báo cáo	29/08/2025
Giá hiện tại	104.500 VND
Giá mục tiêu	98.700 VND
Giá mục tiêu gần nhất	67.400 VND
TL tăng	-5,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-5,6%

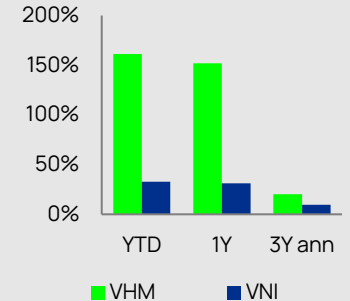
GT vốn hóa	429 nghìn tỷ đồng
Room KN	171,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	579,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	4,11 tỷ
Pha loãng	4,11 tỷ

	VHM	VNI
P/E (trượt)	14,6x	15,6x
P/B (hiện tại)	2,0x	2,1x
ROE	14,9%	13,3%
ROA	5,3%	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 38% trong phân khúc căn hộ cao cấp (2016-Q1 2025) và 37% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-Q2 2025), theo CBRE.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	102.323	97.415	97.195	106.589
Doanh thu BĐS cốt lõi*	112.500	121.400	131.400	146.100
LN từ HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)*	41.100	45.200	52.400	60.900
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	31.801	35.205	37.019	40.891
% YoY	-4,7%	10,7%	5,2%	10,5%
EPS	-4,5%	17,1%	5,2%	10,5%
% YoY				
GT hợp đồng bán hàng (tỷ đồng)	103.900	131.500	145.200	156.000
Biên LN gộp	32,2%	38,7%	44,0%	45,0%
Biên LN từ HĐKD cốt lõi*	36,5%	37,2%	39,9%	41,7%
Biên LN ròng	31,1%	36,1%	38,1%	38,4%
ROE	16,7%	16,0%	14,4%	13,8%
Nợ vay ròng/VCSH	23,0%	28,9%	28,5%	23,3%
P/E	14,3x	12,2x	11,6x	10,5x
P/B	2,1x	1,8x	1,6x	1,4x

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

Mở bán dự án mới thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận và doanh số bán hàng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG và tăng giá mục tiêu thêm 46% lên 98.700 đồng/cổ phiếu đối với CTCP Vinhomes (VHM).
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu do 1) bổ sung dự án Cam Lâm (10.360 ha tại Khánh Hòa), được liên danh gồm VHM trúng thầu vào tháng 6/2025 và 2) số dư nợ vay ròng thấp hơn vào cuối quý 2/2025.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 đạt 35,2 nghìn tỷ đồng (+11% YoY), với doanh thu BĐS cốt lõi nửa cuối năm 2025 dự kiến gấp hơn ba lần so với nửa đầu năm 2025 và tăng 19% YoY, chủ yếu nhờ giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận (138,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 2/2025; +16% YoY) và các giao dịch bán lẻ lớn mới.
- Chúng tôi tăng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26/27 lần lượt là 10%/18%/27%, do dự phóng ghi nhận doanh thu từ các đợt bán hàng mới và thu nhập tài chính dự kiến cao hơn.
- Chúng tôi dự phóng tổng doanh số bán hàng của VHM giai đoạn 2025-2027 đạt 433 nghìn tỷ đồng, tăng 17% so với ước tính trước đó của chúng tôi. Mức điều chỉnh tăng này chủ yếu do dự phóng các đợt bán hàng triển khai nhanh hơn của chúng tôi đối với Golden City và Green Paradise, cũng như việc mở bán sớm hơn dự kiến của Làng Vân trong nửa cuối năm 2025 (trong dự báo trước đó là năm 2028).
- Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Các đợt mở bán và biên lợi nhuận tại các dự án mới mạnh hơn hoặc yếu hơn kỳ vọng.

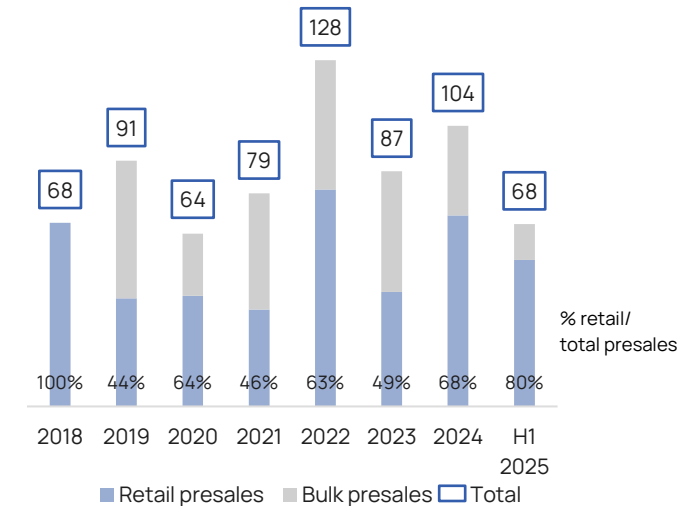
Doanh số bán hàng chưa ghi nhận sẽ đóng góp 67% và 51% vào dự phóng doanh thu nửa cuối năm 2025 và 2026, phần còn lại từ các đợt mở bán dự án mới: Chúng tôi ước tính doanh thu BĐS cốt lõi nửa cuối năm 2025 sẽ gấp hơn 3 lần so với nửa đầu năm 2025 và tăng 19% YoY, đến từ giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận cuối quý 2/2025 sẽ đóng góp 67% (chủ yếu từ Royal Island, Ocean Park 2&3) và 33% còn lại từ doanh số bán hàng mới dự kiến (Green City, Golden City và Green Paradise). Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS cốt lõi tăng 8% so với dự báo năm 2025, chủ yếu được hỗ trợ bởi Royal Island và đóng góp từ các dự án đã/dự kiến mở bán trong năm 2025.

Các dự án cơ sở hạ tầng tiềm năng sẽ tiếp tục thúc đẩy triển vọng của các dự án siêu đô thị: Cùng với doanh số bán hàng từ các dự án mở bán bán lẻ hiện tại (chiếm khoảng 48% tổng dự phóng doanh số bán hàng giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi, bao gồm cả bán lẻ và bán lẻ lớn), chúng tôi kỳ vọng các đợt mở bán mới như Green Paradise (TP.HCM) và Làng Vân (Đà Nẵng) trong nửa cuối năm 2025; Apollo City (Quảng Ninh) và Mỹ Lâm (Tuyên Quang) trong năm 2026. Vào tháng 3 và tháng 4/2025, VIC/VinSpeed đã đề xuất phát triển tuyến metro Cần Giờ và Đường sắt

cao tốc Hà Nội-Quảng Ninh, có thể mang lại lợi ích cho các dự án Green Paradise (lễ khởi công vào ngày 19/04/2025) và Apollo City.

Dự án Cam Lâm quy mô lớn mới (10.360 ha, Khánh Hòa) sẽ củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của VHM: Vào tháng 6/2025, liên danh gồm VHM đã trúng thầu dự án này. Theo báo chí trong nước, địa phương đang đẩy nhanh thủ tục thu hồi đất, một bước trong quy trình pháp lý của dự án. Chúng tôi ước tính dự án sẽ trải dài trong khoảng 25 năm phát triển, và kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp doanh số bán hàng từ năm 2029.

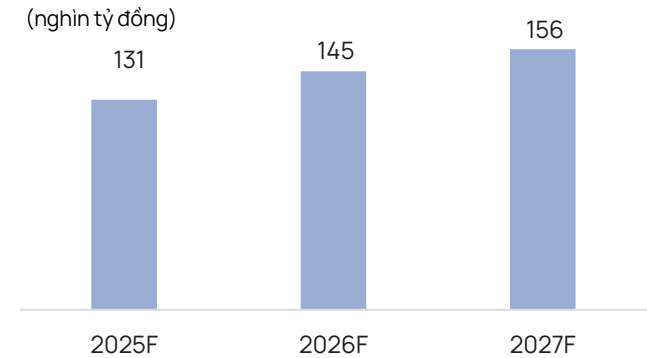
Hình 12: Giá trị hợp đồng bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)



Lưu ý: Kể từ năm 2022, giá trị hợp đồng bán hàng báo cáo của VHM bao gồm giá trị hợp đồng dịch vụ xây dựng cho một số bán buôn.

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp

Hình 14: Dự báo doanh số bán hàng cho VHM

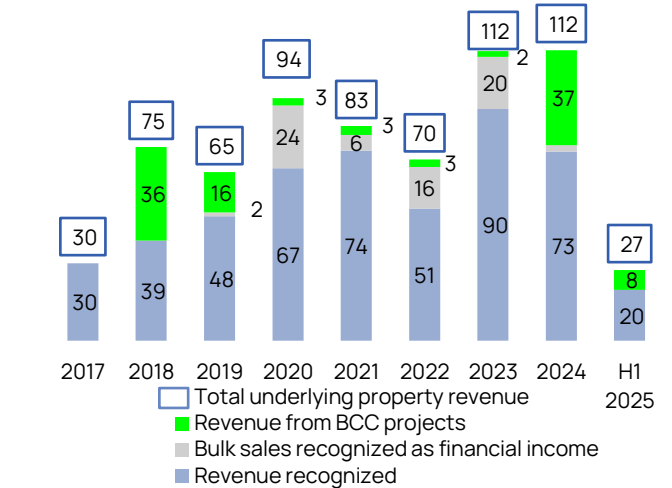


Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2025F	2026F	2027F
OP 2 & 3	11%	0%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	3%	0%	0%
Royal Island	19%	8%	0%
Golden Avenue	2%	0%	0%
Wonder City (Wonder Park)	27%	6%	0%
Green City (Hậu Nghĩa)	9%	12%	10%
Leman Golf	0%	3%	3%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	0%	14%
Apollo City (Hạ Long Xanh)	0%	8%	19%
Green Paradise (Cần Giờ)	16%	23%	26%
Golden City (Dương Kinh)	9%	17%	14%
Làng Ván	4%	15%	7%
Tuyên Quang	0%	6%	7%

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Ghi chú: OP = Ocean Park.

Hình 13: Doanh thu mảng BĐS của VHM (nghìn tỷ đồng)

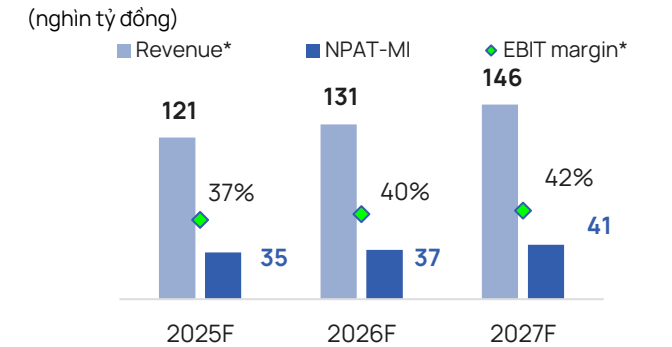
Giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận tính đến cuối quý 2/2025: **138,2 nghìn tỷ đồng (+16% YoY)**



Lưu ý: Tổng doanh thu BĐS cốt lõi bao gồm (1) doanh thu được ghi nhận là doanh thu BĐS, (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 BĐS 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 lẻ lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp

Hình 15: 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	38%	26%	3%
Golden Avenue	6%	2%	0%
Wonder City (Wonder Park)	0%	17%	16%
Green City (Hậu Nghĩa)	3%	14%	13%
Leman Golf	0%	2%	3%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	6%	7%
Apollo City (Hạ Long Xanh)	0%	0%	11%
Green Paradise (Cần Giờ)	10%	9%	14%
Golden City (Dương Kinh)	4%	16%	15%
Làng Ván	0%	4%	10%
Tuyên Quang	0%	0%	8%

Nguồn: Dự báo của Vietcap. 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 16: 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 2 (Hưng Yên)	14.500 căn thấp tầng và 24 tòa cao tầng	13.800 căn thấp tầng (khoảng 49%) 10.900 căn cao tầng (0%)	2021-2025	8,6	Khoảng 600 (4% tổng số căn thấp tầng)
Ocean Park 3 (Hưng Yên)	9.500 căn thấp tầng và 10 tòa cao tầng	9.300 căn thấp tầng (khoảng 38%) 4.100 căn cao tầng (0%)	2022-2025	5,6	Khoảng 200 (2% tổng số căn thấp tầng)
Royal Island (Hải Phòng)	9.300 căn thấp tầng	8.800 căn thấp tầng (khoảng 55%)	2024-2027	41,5	Khoảng 600 (6%)
Wonder City (Hà Nội)	2.300 căn thấp tầng và 2 tòa cao tầng	2.100 căn thấp tầng (khoảng 35%) 600 căn cao tầng (0%)	2026-2027	39,8	Khoảng 150 (khoảng 5% tổng số căn thấp tầng)
Golden City (Hải Phòng)	4.900 căn thấp tầng	500 căn thấp tầng (100%)	2025-2029	3,9	Khoảng 4.400 (90%)
Green City (Long An)	4.600 căn thấp tầng	800 căn thấp tầng (100%)	2025-2029	4,2	Khoảng 3.800 (83%)
Golden Avenue (Quảng Ninh)	2.500 căn thấp tầng	2.400 căn thấp tầng (khoảng 88%)	2024-2026	8,8	Khoảng 165 (khoảng 7%)
Tổng cộng	Khoảng 63.000	Khoảng 53.000		Khoảng 112	Khoảng 10.000

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp và ước tính. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 2/2025; (*) 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 17: Dự báo của Vietcap đối với HỖXĐ/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
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 Trảng 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 Ván	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															
Cam Lâm	Liên danh gồm VHM	35%*	Khánh Hòa	103.600															

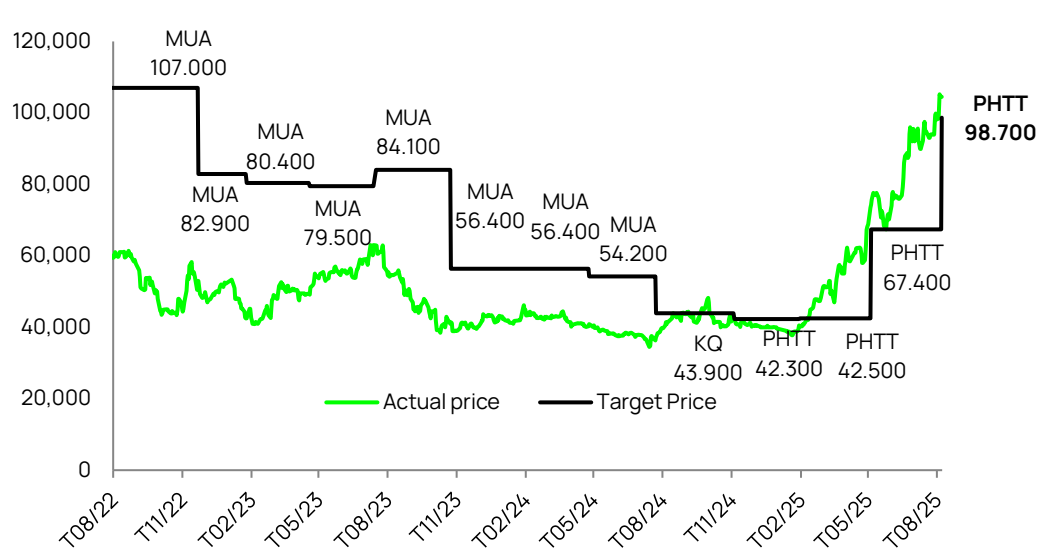
Nguồn: VHM, Dự báo của Vietcap (Chủ yếu mang tính minh họa; 7 dự án cuối cùng dự kiến sẽ được tiếp tục sau năm 2032). Lưu ý: (*) Tổng hợp từ truyền thông trong nước.

Hình 18: 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	~35%-100%	519.437	20,0
Đã được xây dựng và mở bán		99.830	3,8
Tiềm năng đang phát triển		388.181	14,9
Khác (*)		31.426	1,2
DỊCH VỤ CHO THUÊ & VĂN PHÒNG	100%	27.193	1,0
Tổng NAV dự án		546.630	21,0
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn		50.609	1,9
(-) Tổng nợ vay		90.351	3,5
Giá trị tài sản ròng		506.888	19,5
Chiết khấu %		20%	
NAV sau chiết khấu		405.510	15,6
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		4.107	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		98.700	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)		104.500	
TL tăng		-5,6%	
Dự báo P/E năm 2025 tại giá mục tiêu		11,5x	
Dự báo P/B năm 2025 tại giá mục tiêu		1,7x	
Dự báo P/E năm 2026 tại giá mục tiêu		11,0x	
Dự báo P/B năm 2026 tại giá mục tiêu		1,5x	

Nguồn: Dự báo của Vietcap. 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 19: 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 20: Báo cáo Tài chính của VHM

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	102.323	97.415	97.195	106.589
Giá vốn hàng bán	-69.356	-59.668	-54.422	-58.638
Lợi nhuận gộp	32.967	37.747	42.774	47.951
Chi phí bán hàng	-3.791	-4.419	-3.985	-4.670
Chi phí quản lý DN	-4.593	-3.401	-3.067	-3.594
LN từ HĐKD	24.583	29.927	35.722	39.686
Doanh thu tài chính	26.844	30.063	28.091	33.714
Chi phí tài chính	-10.487	-13.039	-13.067	-14.581
Trong đó, chi phí lãi vay	-7.589	-12.923	-12.971	-14.486
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-95	0	0	0
LNTT	40.848	46.951	50.747	58.819
Thuế TNDN	-5.775	-9.390	-10.149	-11.764
LNST trước lợi ích CĐTS	35.073	37.561	40.597	47.055
Lợi ích CĐTS	-3.271	-2.356	-3.578	-6.165
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	31.801	35.205	37.019	40.891
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	31.801	35.205	37.019	40.891
EBITDA	26.383	33.131	39.219	43.325
EPS báo cáo, VND	7.320	8.571	9.013	9.955
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%	-4,8%	-0,2%	9,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-12,1%	21,7%	19,4%	11,1%
Tăng trưởng LNTT	-5,7%	14,9%	8,1%	15,9%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-4,5%	17,1%	5,2%	10,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	32,2%	38,7%	44,0%	45,0%
Biên LN từ HĐKD %	24,0%	30,7%	36,8%	37,2%
Biên EBITDA	25,8%	34,0%	40,4%	40,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	31,1%	36,1%	38,1%	38,4%
ROE %	16,7%	16,0%	14,4%	13,8%
ROA%	7,0%	6,5%	6,3%	6,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	289,5	412,2	808,6	1.253,1
Số ngày phải thu	69,2	74,2	78,0	74,7
Số ngày phải trả	106,3	122,1	133,9	124,2
TG luân chuyển tiền	252,4	364,2	752,8	1.203,6
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,0x	1,3x	1,4x	1,5x
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%	17,2%	16,4%	14,6%
Nợ/Vốn sử dụng	26,9%	28,5%	27,5%	25,1%
Nợ/Vốn CSH	23,0%	28,9%	28,5%	23,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,2x	2,3x	2,8x	2,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	28.780	26.447	26.276	33.643
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	80.063	161.065	241.568
TS ngắn hạn khác	177.303	187.268	197.128	207.661
Tổng TS ngắn hạn	285.479	319.442	411.148	510.614
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	252.151	253.508	254.983
Tổng TS dài hạn	278.730	278.679	280.765	282.858
Tổng Tài sản	564.209	598.121	691.912	793.472
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	198.972	242.641	294.839
Tổng nợ ngắn hạn	278.532	249.781	290.365	339.787
Nợ dài hạn	47.016	72.137	85.366	91.006
Nợ dài hạn khác	17.917	17.898	17.279	16.722
Tổng nợ	343.465	339.816	393.010	447.515
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	202.411	239.430	280.321
Vốn khác	1.111	1.111	1.111	1.111
Lợi ích CĐTS	18.108	20.464	24.042	30.207
Vốn chủ sở hữu	220.744	258.305	298.902	345.958
Tổng cộng nguồn vốn	564.209	598.121	691.912	793.472
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	26.447	26.276
Lợi nhuận sau thuế	31.801	35.205	37.019	40.891
Khấu hao	1.800	3.204	3.497	3.638
Thay đổi vốn lưu động	-29.146	-14.853	-38.348	-29.368
Điều chỉnh khác	-26.855	-41.349	-9.860	-10.533
Tiền từ hoạt động KD	-22.400	-17.793	-7.691	4.628
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-8.175	-7.433	-3.530	-3.566
Đầu tư, ròng	33.560	-1.157	-2.672	-2.723
Tiền từ HD đầu tư	25.385	-8.589	-6.202	-6.289
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	25.121	13.229	5.639
Tiền từ các hoạt động TC khác	-1.848	2.356	3.578	6.165
Tiền từ hoạt động TC	11.692	24.049	13.723	9.028
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14.677	-2.334	-171	7.367
Tiền cuối năm	28.780	26.447	26.276	33.643

Nguồn: VHM, dự báo của Vietcap

Vincom Retail (VRE)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +3,0%

Ngành	BDS (Cho thuê bán lẻ)
Ngày báo cáo	29/08/2025
Giá hiện tại	VND30.400
Giá mục tiêu	VND31.300
Giá mục tiêu gần nhất	VND29.200
TL tăng	+3,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+3,0%
GT vốn hóa	70,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	21,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	210,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 bn
Pha loãng	2,3 bn

	VRE	Peer*	VNI
P/E (trung)	15,7x	14,0x	15,6x
P/B (ht)	1,6x	1,9x	2,1x
ROE	10,4%	14,2%	13,3%
ROA	8,0%	5,1%	2,0%

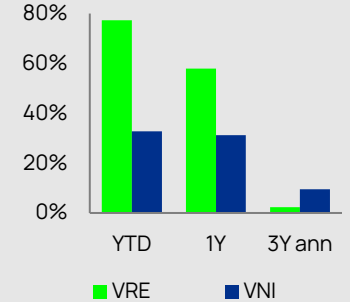
* Các công ty cùng ngành trong khu vực

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 1,89 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 cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.939	8.943	10.680	12.589
% YoY	-8,7%	0,0%	19,4%	17,9%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.773	4.209	4.914	5.734
NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.626	6.122	6.819	7.518
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	4.096	4.496	4.970	5.653
% YoY	-7,1%	9,8%	10,5%	13,7%
EPS	-7,1%	9,8%	10,5%	13,7%
Biên LN gộp	53,2%	55,2%	54,2%	53,7%
Biên LN từ HĐKD	42,2%	47,1%	46,0%	45,5%
Biên LN ròng	45,8%	50,3%	46,5%	44,9%
ROE	10,3%	10,2%	10,2%	10,4%
Nợ vay ròng/VCSH	3,6%	12,9%	11,8%	4,8%
P/E	16,9x	15,4x	13,9x	12,2x
P/B	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x

Dự kiến mở các TTTM mới trong nửa cuối năm 2025; doanh số bán BDS sẽ thúc đẩy lợi nhuận từ năm 2026

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 7% cho CTCP Vincom Retail (VRE) lên 31.300 đồng/cổ phiếu, nhưng hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG do giá cổ phiếu của công ty đã tăng 11% trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh việc chúng tôi đưa vào định giá tiềm năng VRE gia tăng các dự án tiềm năng trong mảng bán BDS (ví dụ: nhà phố thương mại).
- Chúng tôi dự phóng CAGR doanh thu 20% (giai đoạn 2025–2029), với mảng cho thuê bán lẻ đóng góp 66–98% vào doanh thu thuần. Trong cùng giai đoạn này, chúng tôi dự phóng CAGR LNST sau lợi ích CĐTS là 17%, được thúc đẩy bởi CAGR thu nhập hoạt động ròng (NOI) từ mảng cho thuê là 9% và đóng góp từ lợi nhuận bán BDS.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 10% YoY lên 4,5 nghìn tỷ đồng, với lợi nhuận nửa cuối năm 2025 được thúc đẩy bởi NOI từ cho thuê mạnh hơn so với nửa đầu năm 2025 và tăng trưởng so với cùng kỳ tại các TTTM đã hoạt động ổn định.
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS ở mức 5,0 nghìn tỷ đồng (+11% so với dự báo năm 2025), được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về i) mức tăng 13% YoY trong lợi nhuận gộp từ cho thuê bán lẻ và ii) đóng góp từ doanh số bán nhà phố thương mại mới tại Royal Island và Golden Avenue.
- VRE đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 13,9 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), cao hơn trung vị P/E dự phóng năm 2026 của các công ty cùng ngành trong khu vực trong 3 tháng là 12,5 lần (theo dự báo đồng thuận của Bloomberg).
- Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Biên lợi nhuận cải thiện, việc mở bán cấu phần nhà phố thương mại, và phát triển các dự án theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC/VHM mạnh hơn hoặc yếu hơn kỳ vọng.

Lợi nhuận từ cho thuê bán lẻ sẽ tăng trưởng ở mức 2 chữ số nhẹ trong các năm 2025/26:

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp từ cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng 11%/13% YoY trong các năm 2025/26, được thúc đẩy bởi (1) đóng góp cả năm từ các TTTM mới mở trong năm 2024 (VMM Grand Park) và các trung tâm thương mại mới dự kiến mở trong nửa cuối năm 2025 (VMM Ocean City) và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện lên 86%/87% trong các năm 2025/26 (so với 84% trong năm 2024).

Các dự án TTTM VMM khai trương đúng tiến độ trong nửa cuối năm 2025: Vào ngày 22/08, VRE đã mở cửa thử nghiệm VMM Ocean City (Hưng Yên, diện tích sàn cho thuê (GFA) 53.200 m2) với tỷ lệ lấp đầy gần 97% vào ngày khai trương. VMM Royal Island (Hải Phòng, GFA 47.600 m2) đang đúng tiến độ để mở cửa vào ngày 30/09, tiếp theo là trung tâm thương mại VCP – Vinh (Nghệ An, GFA 19.000 m2) trong quý 4/2025. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng lên 1,96 triệu m2 vào cuối năm 2025 so với 1,89 triệu m2 hiện tại. Chúng tôi cũng duy trì

dự phóng GFA cho thuê bán lẻ mới sẽ tăng thêm trung bình khoảng 106.000 m²/năm trong giai đoạn 2026-29.

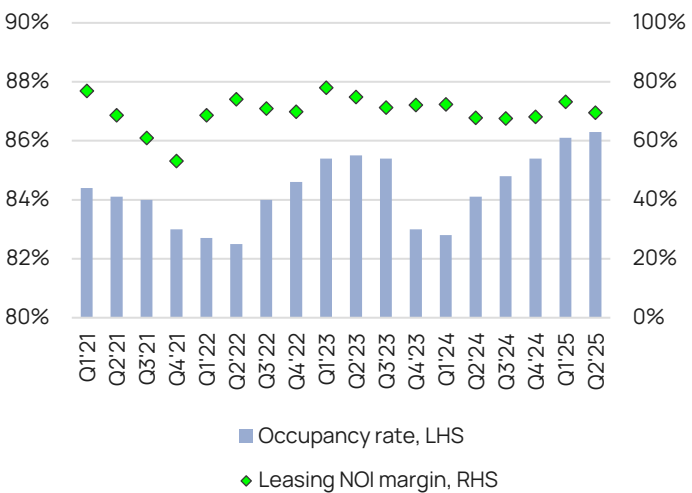
Các dự án bán BĐS mới sẽ bổ sung vào tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS từ năm 2026: Mặc dù cho thuê bán lẻ vẫn là động lực lợi nhuận cốt lõi của VRE, chúng tôi dự phóng doanh số bán BĐS sẽ đóng góp trung bình 22% doanh thu trong giai đoạn 2026–2029, so với chỉ 2% trong năm 2025 và trung bình 17% trong giai đoạn 2020–2024. Mức tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy bởi việc mở bán 1 số cấu phần nhà phố thương mại mới tại Royal Island và Golden Avenue bắt đầu từ cuối năm 2025, và bởi dự án tiềm năng khác từ năm 2027. Điều này phản ánh chiến lược "phát triển phố thương mại" của VRE, được khởi xướng vào năm 2024, theo đó công ty bắt đầu mua lại 1 số phần đất thương mại dịch vụ trong các dự án nhà ở của VHM để tự phát triển và bán hàng.

Hình 21: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS của VRE (tỷ đồng)



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 22: Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) và tỷ lệ lấp đầy của VRE



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 23: 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	10.680	12.589	17.501	18.629	0%	20%
– % từ cho thuê	76%	72%	80%	93%	80%	88%	98%	92%	86%	66%	68%		
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	3.583	3.093	1.757	3.273	4.566	3.773	4.209	4.914	5.734	7.987	8.648	12%	20%
EBITDA (tỷ đồng)	5.295	4.851	3.637	5.264	7.166	6.937	7.935	8.772	9.683	12.070	12.867	14%	13%
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	4.496	4.970	5.653	7.715	8.520	10%	17%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	38,7%	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	42,2%	47,1%	46,0%	45,5%	45,6%	46,4%		
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%	50,3%	46,5%	44,9%	44,1%	45,7%		

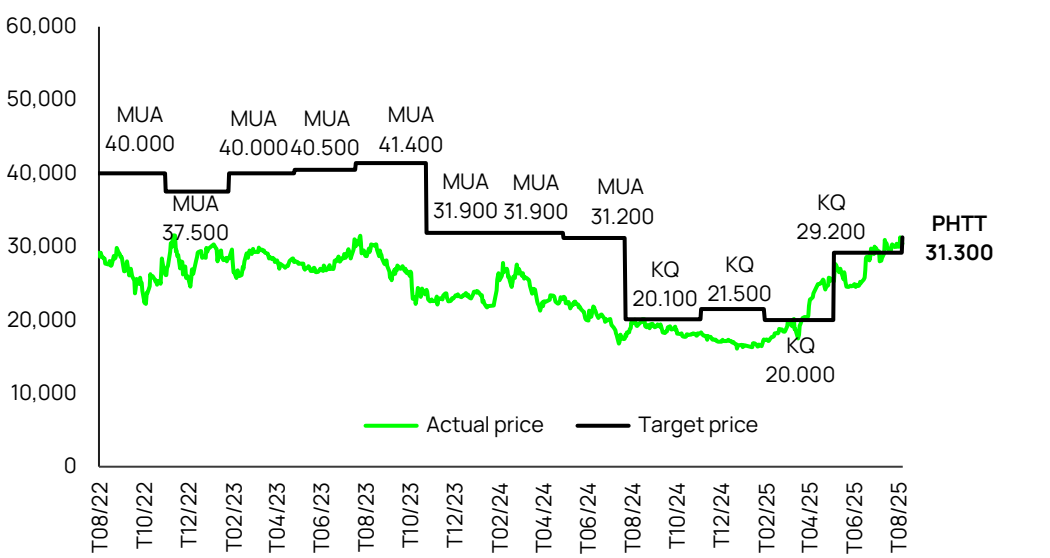
Nguồn: VRE, dự báo của Vietcap (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính). Lưu ý: VRE có 4 mô hình TTTM: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+).

Hình 24: 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	CKDT	100%	6.117
Tổng NAV dự phóng			88.226
Cộng tiền mặt			5.363
Trừ tổng nợ vay			4.617
Giá trị tài sản ròng (NAV)			88.972
Chiết khấu RNAV (%)			20%
NAV sau chiết khấu			71.177
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)			2.272
Giá mục tiêu (đồng/CP)			31.300
Giá hiện tại (đồng/CP)			30.400
Tỷ lệ tăng			+3,0%
Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu			15,8x
Dự phóng P/B năm 2025 @ giá mục tiêu			1,5x
Dự phóng P/E năm 2026 @ giá mục tiêu			14,3x
Dự phóng P/B năm 2026 @ giá mục tiêu			1,4x

Nguồn: Vietcap

Hình 25: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 26: Báo cáo tài chính của VRE

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	8.939	8.943	10.680	12.589
Giá vốn hàng bán	-4.184	-4.007	-4.894	-5.825
Lợi nhuận gộp	4.755	4.936	5.786	6.764
Chi phí bán hàng	-341	-396	-475	-560
Chi phí quản lí DN	-642	-331	-397	-469
LN từ HĐKD	3.773	4.209	4.914	5.734
Doanh thu tài chính	1.786	2.118	2.160	2.203
Chi phí tài chính	-838	-916	-933	-932
Trong đó, chi phí lãi vay	-566	-576	-893	-892
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	413	280	150	150
LNTT	5.133	5.691	6.291	7.155
Thuế TNDN	-1.038	-1.195	-1.321	-1.503
LNST trước lợi ích CĐTS	4.096	4.496	4.970	5.653
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.096	4.496	4.970	5.653
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	4.096	4.496	4.970	5.653
EBITDA	6.937	7.935	8.772	9.683
EPS báo cáo, VND	1.802	1.978	2.187	2.488
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%	17,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-17,4%	11,6%	16,7%	16,7%
Tăng trưởng LNTT	-7,1%	10,9%	10,5%	13,7%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-7,1%	9,8%	10,5%	13,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	53,2%	55,2%	54,2%	53,7%
Biên LN từ HĐKD %	42,2%	47,1%	46,0%	45,5%
Biên EBITDA	77,6%	88,7%	82,1%	76,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	45,8%	50,3%	46,5%	44,9%
ROE %	10,3%	10,2%	10,2%	10,4%
ROA%	8,0%	7,6%	7,5%	7,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	40,8	298,9	515,1	446,8
Số ngày phải thu	64,0	64,0	64,0	64,0
Số ngày phải trả	39,7	39,7	39,7	39,7
TG luân chuyển tiền	65,1	323,2	539,4	471,1
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,1	4,5	4,7	5,3
CS thanh toán nhanh	2,0	2,9	2,9	3,7
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,5	1,4
Nợ/Tài sản	8,2%	13,2%	12,1%	11,2%
Nợ/Vốn sử dụng	9,8%	15,3%	14,0%	12,7%
Nợ/Vốn CSH	3,6%	12,9%	11,8%	4,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,7x	7,3x	5,5x	6,4x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	2.885	2.243	2.135	5.447
Đầu tư TC ngắn hạn	126	126	126	126
Các khoản phải thu	1.674	1.462	2.283	2.132
Hàng tồn kho	295	6.266	7.549	6.714
TS ngắn hạn khác	7.332	7.332	7.332	7.332
Tổng TS ngắn hạn	12.312	17.430	19.425	21.751
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	63.492	68.696	74.294
Phải trả ngắn hạn	462	410	655	612
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	4.124	4.081
Nợ dài hạn	2.523	8.336	8.324	8.313
Nợ dài hạn khác	4.860	4.860	4.860	4.860
Tổng nợ	13.304	17.074	17.308	17.253
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	25.090	30.060	35.713
Vốn khác	-2.007	-2.007	-2.007	-2.007
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	41.923	46.418	51.388	57.041
Tổng cộng nguồn vốn	55.226	63.492	68.696	74.294
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	2.243	2.135
Lợi nhuận sau thuế	4.096	4.496	4.970	5.653
Khấu hao	1.379	1.608	1.698	1.746
Thay đổi vốn lưu động	-3.113	-5.811	-1.858	944
Điều chỉnh khác	-1.604	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	758	292	4.809	8.343
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	5.812	-12	-12
Tiền từ các hoạt động TC khác	-218	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	488	3.823	-12	-12
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.217	-642	-108	3.313
Tiền cuối năm	2.885	2.243	2.135	5.447

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

Phụ lục

VinFast dự kiến sẽ tách một số tài sản R&D đã hoàn thành sang công ty mới thành lập Novatech; VinFast sẽ huy động thêm vốn thông qua việc Chủ tịch VIC mua lại cổ phần Novatech sau khi tách

* Ngày 14/08/2025, VinFast đã công bố kế hoạch tách một số tài sản thuộc về các dự án nghiên cứu và phát triển (R&D) đã hoàn thành sang một công ty mới thành lập là CTCP Nghiên cứu và Phát triển Novatech (Novatech; vốn điều lệ gần 106 nghìn tỷ đồng).

* Theo kế hoạch, VinFast sẽ nắm giữ 37,64% vốn điều lệ của Novatech, tương đương 99,9% quyền biểu quyết. Sau khi tách, VinFast dự kiến chuyển nhượng toàn bộ cổ phần của mình tại Novatech cho Chủ tịch VIC, ông Phạm Nhật Vượng, với giá khoảng 39,8 nghìn tỷ đồng. VIC sẽ sở hữu 62,32% vốn điều lệ của Novatech thông qua cổ phần ưu đãi.

* **Nhận định của chúng tôi:** Kế hoạch này nhấn mạnh việc tiếp tục hỗ trợ tài chính của Chủ tịch VIC dành cho VinFast — bên cạnh các khoản tài trợ của ông đã được thực hiện từ năm 2023 — bằng cách góp thêm 39,8 nghìn tỷ đồng thông qua việc mua cổ phần Novatech theo kế hoạch. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh của VinFast sẽ không thay đổi, và công ty sẽ tiếp tục đảm nhận trách nhiệm cho các khoản đầu tư R&D trong tương lai.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Lưu Bích Hồng & 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 (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

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 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

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 cao cấp, 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 191
- 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
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+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.