

Vingroup: Một số lý do để nhìn nhận tích cực hơn

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

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

- HSC đã tham dự Hội nghị Nhà đầu tư Thường niên của Tập đoàn Vingroup (diễn ra từ ngày 1 đến 4/10), chuỗi sự kiện bao gồm các chuyến khảo sát thực địa, gặp gỡ BLĐ các công ty thành viên và các buổi tọa đàm chuyên sâu cùng nhiều hoạt động khác.
- Những thông tin đáng chú ý bao gồm: tiến độ xây dựng tích cực tại các đại dự án BĐS trọng điểm; trải nghiệm thực tế công nghệ tự lái của VinFast; cùng các phiên thuyết trình từ VinEnerg, VinMotion và mô hình TTTM gắn kết giao thông công cộng đầu tiên của Vincom Retail.
- Ban lãnh đạo VIC khẳng định áp lực dòng tiền trong ngắn hạn vẫn trong tầm kiểm soát nhờ khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài qua 3 kênh chủ lực: (1) hạn mức tín dụng từ các ngân hàng trong nước cho VHM và VPL; (2) thị trường vốn quốc tế, tiêu biểu là đợt phát hành trái phiếu tại Hàn Quốc gần đây; và (3) kế hoạch IPO các công ty con tiềm năng.

Sự kiện: Hội nghị Nhà đầu tư Vingroup từ ngày 1-4/10

Nhóm phân tích của chúng tôi đã tham dự Hội nghị Nhà đầu tư Thường niên của Tập đoàn Vingroup được tổ chức trong năm nay. Đây là sự kiện thường niên kết hợp giữa khảo sát thực địa, các buổi tiếp xúc với BLĐ của các công ty thành viên chủ chốt, tọa đàm chuyên đề cùng nhiều hoạt động khác (điểm nhấn năm nay là trải nghiệm xe tự lái của VinFast – mảng sản xuất xe điện do VIC sở hữu 50,7% vốn). Nhìn chung, chuyến khảo sát thực địa này đã củng cố đáng kể quan điểm lạc quan của chúng tôi về năng lực và triển vọng thu xếp nguồn vốn của toàn tập đoàn.

Liên quan đến vấn đề thu xếp vốn, BLĐ cho biết việc duy trì tiến độ bán buôn BĐS khá tích cực, song hành với khả năng tiếp cận các kênh huy động vốn bên ngoài chủ lực: (1) hạn mức tín dụng ngân hàng trong nước cấp cho VHM và đơn vị du lịch nghỉ dưỡng Vinpearl (VPL; chưa khuyến nghị, VIC sở hữu 85,6%), (2) thị trường vốn quốc tế với đợt phát hành trái phiếu đầu tiên tại Hàn Quốc đang trong tiến trình triển khai, và (3) tiềm năng IPO các công ty con, sẽ cung cấp đủ sự linh hoạt về mặt tài chính cho toàn tập đoàn.

Các điểm nhấn chính (các yếu tố hỗ trợ góc nhìn tích cực hơn)

Các đại dự án bất động sản chủ yếu do Vinhomes (VHM; VIC sở hữu 73,5%) phát triển, bao gồm dự án Sportia (~9.171 ha) và Vinhomes Global Gate Hạ Long (~6.200 ha), đang được đẩy mạnh triển khai đúng tiến độ, khẳng định năng lực thực thi dự án vốn có của Vingroup. Các giao dịch bán buôn hiện đang được đàm phán tích cực, dự kiến sẽ tạo ra dòng tiền ngắn hạn dồi dào nhằm đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn cho các đại dự án này.

VinFast đang đạt tiến triển rõ rệt trong việc cắt giảm chi phí nguyên vật liệu. Kết quả bước đầu của VinFast tại thị trường Ấn Độ khá khả quan nhờ tâm lý chuộng các thương hiệu phi Trung Quốc của người tiêu dùng nội địa, kết hợp với chiến lược định vị sản phẩm ở phân khúc cao cấp nhằm tránh cạnh tranh trực diện với các thương hiệu bản địa.

GSM (ông Phạm Nhật Vượng – Nhà sáng lập kiêm Chủ tịch VIC – sở hữu 49%) hiện đã vươn lên thành nền tảng gọi xe công nghệ số 1 tại Việt Nam. Công ty đã công bố lộ trình mở rộng sang 34 quốc gia vào năm 2030, song hành cùng kế hoạch IPO tại Hồng Kông vào năm 2028.

VinEnerg (VIC sở hữu 19%) cũng là tâm điểm chú ý năm nay với bài thuyết trình chuyên sâu về mảng năng lượng, cho thấy tiềm năng trở thành mảng tăng trưởng tiếp theo của tập đoàn. Cuối cùng, **VinMotion** (VIC sở hữu 51%) đã trình diễn các chuyển động phức tạp của robot Motion 2, minh chứng cho năng lực công nghệ và R&D của tập đoàn, dù tiềm năng thương mại hóa vẫn cần thêm thời gian.

Một điểm nhấn khác là **mô hình TTTM định hướng phát triển giao thông (TOD)** đầu tiên của Vincom Retail (VRE; VIC nắm giữ 18,4%), dự kiến xây dựng tại các nhà ga dọc các tuyến metro của VinSpeed (VIC nắm giữ 10%), hứa hẹn định hình một xu hướng mới cho thị trường BĐS bán lẻ tại Việt Nam.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/10.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
VHM	69,000	Tăng tỷ trọng	-	78,500	-	13.8	9.41	7.56	2.07	1.63	4.35	0
VIC	232,000	1g khuyến nghị	-	-	-	-	67.8	107	5.46	5.19	-	-
VRE	23,800	Mua vào	-	40,600	-	70.6	12.3	9.11	1.07	0.96	-	-

Giá cổ phiếu tại ngày 6/10/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Những nội dung chính tại hội nghị nhà đầu tư Vingroup

Hội nghị Nhà đầu tư năm 2026 của Vingroup đã diễn ra từ ngày 1-4/10, bao gồm các chuyến khảo sát thực địa, các buổi tiếp xúc với BLĐ và các phiên tọa đàm. Các điểm nhấn đáng chú ý gồm: tiến độ khả quan tại các đại dự án BĐS quy mô lớn như Sportia và Global Gate Hạ Long; trải nghiệm thực tế xe tự hành của VinFast; cùng các bài thuyết trình chuyên sâu giới thiệu về VinEnergio, VinMotion và mô hình TTTM định hướng phát triển giao thông (TOD) đầu tiên của VRE. BLĐ khẳng định áp lực dòng tiền trong ngắn hạn vẫn trong tầm kiểm soát nhờ các kênh huy động vốn đa dạng của VIC, bao gồm thị trường nợ trong nước và quốc tế, cũng như tiềm năng IPO các công ty con.

VIC: Đa dạng hóa nguồn vốn và mở rộng chiến lược

Kế hoạch huy động vốn năm 2027: BLĐ đã thảo luận về kế hoạch huy động vốn với trọng tâm đặt vào hai kênh chính.

- **Ngân hàng trong nước:** Thị trường tín dụng trong nước tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức do thanh khoản hệ thống bị thắt chặt. Tuy nhiên, các mảng kinh doanh chất lượng như Vinhomes và Vinpearl vẫn duy trì khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng. Vinhomes dự kiến sẽ tiếp tục huy động vốn chủ yếu từ thị trường nội địa, trong khi VinFast dự kiến duy trì cơ cấu vay kết hợp giữa nguồn vốn trong nước và quốc tế, nhìn chung tương đồng với các năm trước.
- **Thị trường quốc tế:** Công ty đang trong quá trình phát hành đợt trái phiếu đầu tiên tại Hàn Quốc, với lãi suất danh nghĩa 8% bằng đồng KRW. Công ty đang cân nhắc tỷ lệ phòng ngừa rủi ro tỷ giá ở mức phù hợp. Nhìn chung, Vingroup duy trì quan điểm cởi mở với các kênh huy động vốn quốc tế nhằm đa dạng hóa nguồn tài trợ.

Nhìn chung, các kênh huy động vốn vẫn duy trì được tính đa dạng bất chấp bối cảnh thị trường tín dụng ngân hàng nội địa còn nhiều thách thức.

Đòn bẩy tài chính: Tỷ lệ nợ thuần/EBITDA dao động quanh mức 3-3,5 lần trong những năm gần đây. Sau một loạt giao dịch tái cấu trúc và chuyển nhượng tài sản, tỷ lệ đòn bẩy đã giảm xuống còn khoảng 2-2,5 lần. Trong thời gian tới, BLĐ xem mức xấp xỉ 3 lần là mục tiêu đòn bẩy hợp lý.

Khả năng sinh lời của VFS: Mục tiêu hòa vốn EBITDA hiện tại đối với mảng hoạt động tại Việt Nam là vào cuối năm 2027. Mặc dù các khoản lỗ tuyệt đối vẫn đang tăng, tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ chi phí nguyên vật liệu và sản xuất đã giảm và dự kiến sẽ tiếp tục giảm sâu hơn. Yếu tố thúc đẩy cốt lõi đến từ lợi thế kinh tế theo quy mô khi sản lượng xe bàn giao liên tục tăng trưởng.

Bảng 1: So sánh định giá các công ty thuộc hệ sinh thái Vingroup

Doanh nghiệp	Giá cp (ngày 6/10)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	P/E (lần)		P/B (lần)	
					2026F	2027F	2026F	2027F
VHM	69,000	Tăng tỷ trọng	78,500	13.8%	9.4	7.6	2.1	1.6
VIC*	232,000	Không khuyến nghị	N/m	N/m	67.8	107.5	5.6	5.3
VPL*	80,900	Không khuyến nghị	N/m	N/m	49.5	57.2	3.5	3.3
VRE	23,800	Mua vào	40,600	70.6%	12.3	9.1	1.1	1.0

Ghi chú: *Theo dự báo của Bloomberg.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 2: Diễn biến giá cổ phiếu, các công ty thuộc hệ sinh thái Vingroup

VIC giao dịch tích cực, tăng 158,2% trong 1 năm qua

	1 tháng	3 tháng	Từ đầu năm	1 năm
VHM	-5.3%	5.3%	34.0%	158.2%
VIC	-7.4%	-10.4%	8.1%	39.5%
VPL	-0.2%	-2.5%	-19.1%	-0.1%
VRE	-11.9%	-14.1%	-30.8%	-29.6%
Trung bình	-6.2%	-5.4%	-1.9%	42.0%
VN Index	-3.4%	-4.6%	-1.6%	3.7%

Nguồn: HSC

Tác động từ việc VinFast thoái vốn khỏi các cơ sở sản xuất tại Việt Nam: BLĐ đánh giá đợt tái cấu trúc này chủ yếu là một biện pháp nhằm tái tạo dòng vốn và tối ưu hóa việc phân bổ nguồn lực, thay vì là một sự thay đổi căn bản trong chiến lược kinh doanh. Mức độ ảnh hưởng lên tỷ suất lợi nhuận gộp được dự báo không đáng kể, do cấu trúc chi phí vận hành dựa trên cơ chế chuyển tiếp chi phí kết hợp biên lợi nhuận cố định 5%. Tác động lên lợi nhuận thuần sẽ chủ yếu đến từ việc cắt giảm chi phí lãi vay.

Hợp đồng tổng thầu EPC cho tuyến metro Hà Nội: BLĐ cho biết phần lớn khối lượng công việc EPC sẽ do Vinhomes đảm nhiệm, tận dụng năng lực xây dựng và kinh nghiệm quản lý nhà thầu của Vincon, trong khi VinSpeed sẽ đóng góp chuyên môn kỹ thuật trong lĩnh vực phát triển đường sắt. Tiến độ thi công đang diễn ra theo đúng kế hoạch, hướng tới mục tiêu đưa tuyến metro vào vận hành thương mại vào năm 2030.

VinMetal (VIC sở hữu 98%): BLĐ cho biết lý do gia nhập ngành thép chủ yếu nhằm đáp ứng nhu cầu nội bộ rất lớn của tập đoàn, từng bước xây dựng năng lực sản xuất và hỗ trợ danh mục dự án bất động sản và hạ tầng quy mô lớn trong tương lai. Đối với thép xây dựng, nhu cầu trung hạn có thể tăng mạnh nếu tiến độ giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh. Đối với HRC, trước tình trạng thiếu hụt nguồn cung tại thị trường Việt Nam hiện nay, công ty đặt mục tiêu bù đắp sự thiếu hụt này và cung cấp các dòng sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn.

VHM: Tiến độ triển khai thần tốc tại dự án Global Sportia

Doanh số bán nhà Q3/2026: BLĐ kỳ vọng một quý kinh doanh khởi sắc nhờ doanh thu bán lẻ tăng mạnh, đặc biệt là tại các dự án Vinhomes Green City, Vinhomes Saigon Park và Vinhomes Green Paradise. Lực cầu thị trường tiếp tục được củng cố vững chắc nhờ định hướng tập trung vào các sản phẩm có giá trị vừa phải, cộng hưởng với sức mua dồi dào tại TP.HCM trong bối cảnh nguồn cung mới tiếp tục khan hiếm, đặc biệt phân khúc nhà ở có tầm giá dưới 10 tỷ đồng vẫn duy trì tỷ lệ hấp thụ cao.

Các dự án trọng điểm giai đoạn 2026-2028: Công ty dự kiến tập trung triển khai các phân kỳ tiếp theo của các dự án hiện hữu, bao gồm Green Paradise, Vinhomes Saigon Park và Green City tại TP.HCM, Vinhomes Hải Vân Bay và Global Gate Hạ Long, cùng một số dự án quy mô nhỏ hơn tại các tỉnh thành khác. Công ty cũng lên kế hoạch mở bán dự án Global Sportia trong cùng giai đoạn, tùy thuộc vào tiến độ phê duyệt pháp lý.

Global Sportia (35% lợi ích kinh tế): Vẫn chưa nộp tiền sử dụng đất; công tác giải phóng mặt bằng dự kiến sẽ hoàn tất trong vòng 12 tháng tới.

VinFast - Sân vận động Trống Đồng: Dự án đặt mục tiêu hoàn thành vào tháng 7/2027. Tiến độ thi công: Hạng mục kết cấu bê tông đã hoàn thành khoảng 60% và dự kiến hoàn tất vào ngày 31/12/2026, trong khi các hạng mục kết cấu thép đạt khoảng 20% tiến độ, dự kiến hoàn thành trước ngày 31/3/2027.

Hình 3: VinFast - Sân vận động Trống Đồng

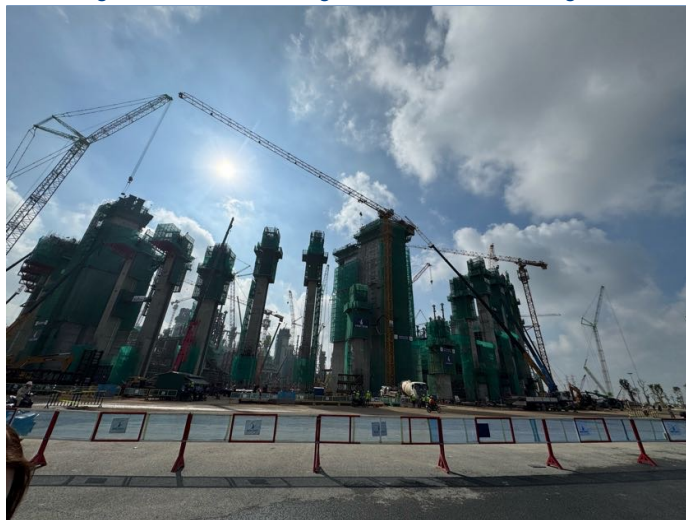
Dự án dự kiến hoàn thành vào tháng 7/2027



Nguồn: VIC, HSC

Hình 4: VinFast - Sân vận động Trống Đồng

Các hạng mục kết cấu bê tông đã hoàn thành khoảng 60%



Nguồn: VIC, HSC

Hạ tầng và khả năng kết nối: Dự án được phân bổ thành 4 phân khu hạ tầng nội khu (từ A đến D), hiện công tác thi công hạ tầng đang được triển khai tại Phân khu A. Dự án quy hoạch 2 depot kết nối với các tuyến Metro số 1 và số 2, liên thông Sân bay Nội Bài với Global Sportia. Trong đó, tuyến Metro số 1 chạy xuyên tâm qua khu vực trung tâm thành phố và tuyến Metro số 2 đóng vai trò là tuyến kết nối trực tiếp. Ga đầu mối đường sắt cao tốc Bắc – Nam cũng được quy hoạch nằm trong Phân khu A. Một tuyến đường trục chính có lộ giới 120m sẽ kết nối Quốc lộ 21C với Quốc lộ 1A, phục vụ lưu lượng giao thông di chuyển từ khu vực trung tâm thành phố và hành lang Pháp Vân - Cầu Giẽ.

Cam Lâm: Tiền sử dụng đất hiện vẫn chưa được thanh toán, do đang chờ công tác giải phóng mặt bằng do chính quyền địa phương đảm nhiệm, dự kiến hoàn tất vào năm tới.

Triển vọng nợ vay: Quy mô nợ vay tại từng dự án được dự báo sẽ giảm dần khi dòng tiền thu về từ hoạt động mở bán cải thiện, tạo nguồn thanh khoản dồi dào để hoàn trả các nghĩa vụ nợ phát sinh tại dự án. Nợ vay ở cấp độ tập đoàn sẽ phụ thuộc vào tiến độ chi trả tiền sử dụng đất, nhu cầu đầu tư hạ tầng và các khoản chi phí vốn khác.

VFS: Tối ưu hóa chi phí & tiến trình mở rộng quốc tế tiếp tục ghi nhận tiến triển

Chi phí định mức nguyên vật liệu tiếp tục ghi nhận sự cải thiện đáng kể. BLĐ lưu ý sau khi ra mắt nền tảng mới, chi phí định mức nguyên vật liệu (BOM) của mẫu xe VF8 mới đã được tối ưu hóa, tạo điều kiện cho công ty giảm giá bán lẻ từ hơn 1,2 tỷ đồng/chiếc xuống còn khoảng 800 triệu đồng/chiếc, giúp mẫu SUV 7 chỗ này trở nên dễ tiếp cận hơn đối với khách hàng. Trong khi đó, chi phí BOM cho các mẫu xe VF6 và VF7 được ghi nhận đã giảm 20% trong năm 2025 và dự kiến còn dư địa để tối ưu hóa sâu hơn trong năm 2027.

Cập nhật tình hình hoạt động tại thị trường quốc tế:

- **Thị trường Ấn Độ** đang ghi nhận kết quả rất khả quan cùng mức độ nhận diện và đón nhận ngày càng cao từ người tiêu dùng. Trong khi phần lớn các thương hiệu ô tô hiện hữu tập trung vào phân khúc tầm trung, chiến lược sản phẩm của VinFast nhắm đến các dòng xe phân khúc cao cấp đang tạo ra những lợi thế nhất định. Doanh số bán hàng trong tháng 8 đạt khoảng 2.200 xe và riêng tháng 9, công ty đã bán được gần 3.000 xe (nguồn: VAHAN).
- **Indonesia:** Trong khi đó, VinFast đang áp dụng chiến lược định hướng giá trị dựa trên tổng chi phí sở hữu đối với các dòng xe cỡ nhỏ hơn tại Indonesia. BLĐ nhận

định Indonesia là một thị trường hấp dẫn nhờ cơ cấu dân số trẻ và tiềm năng tiếp nhận xe điện tương đối lớn. Lợi ích kinh tế trọng yếu từ việc lắp ráp xe VinFast tại Indonesia nằm ở mức chênh lệch thuế quan giữa xe nhập khẩu nguyên chiếc và xe sản xuất nội địa. Nhờ đó, các chính sách ưu đãi quy định được kỳ vọng sẽ giúp hạ giá thành sản xuất thực tế và nâng cao năng lực cạnh tranh. Ban lãnh đạo đã sớm định hướng việc thiết lập năng lực sản xuất nội địa là điều tất yếu, một phần nhằm đáp ứng các yêu cầu pháp lý và một phần để tối đa hóa các ưu đãi này.

- Bên cạnh đó, hệ sinh thái GSM đóng vai trò là một lợi thế quan trọng, giúp người tiêu dùng gỡ bỏ tâm lý lo ngại về cự ly di chuyển và nhanh chóng làm quen với trải nghiệm xe điện.

Chia tách và tái cấu trúc: Sau thương vụ chia tách/tái cấu trúc, giá vốn hàng bán không chịu tác động đáng kể. Tuy nhiên, một phần nghĩa vụ nợ được chuyển giao ra khỏi công ty, giúp tiết giảm đáng kể chi phí lãi vay. Do đó, BLĐ dường như nhìn nhận đợt tái cấu trúc này mang lại lợi ích kinh tế thực chất.

Chi phí R&D dự kiến vẫn duy trì ở mức cao, với nguồn vốn tập trung vào: các nền tảng/dòng xe mới; công nghệ pin; hiệu quả năng lượng; công nghệ/tính năng tự hành; và phát triển các sản phẩm tương lai.

Kiểm chứng công nghệ đang trở thành cột mốc chiến lược quan trọng: Công nghệ lái tự hành cùng các công nghệ tiên tiến khác tiếp tục là những lĩnh vực trọng tâm phát triển. VinFast không đặt mục tiêu cạnh tranh thuần túy về giá niêm yết. Thay vào đó, trọng tâm là tổng chi phí sở hữu và trải nghiệm sở hữu toàn diện của khách hàng, bao gồm khả năng tiếp cận hạ tầng trạm sạc, dịch vụ hậu mãi và các chương trình ưu đãi mục tiêu. Bên cạnh đó, VinFast cạnh tranh thông qua năng lực công nghệ vượt trội, sự khác biệt hóa sản phẩm và trải nghiệm khách hàng toàn diện, thay vì tham gia vào một cuộc chiến giá đơn thuần.

Nhu cầu huy động vốn trong 12 tháng tới vẫn trong tầm kiểm soát: BLĐ cho biết nhu cầu vốn ngắn hạn có thể được đáp ứng nhờ lượng tiền mặt dự trữ sẵn có, các kênh huy động nợ vay và dòng tiền tạo ra từ các dự án BDS.

GSM: Mục tiêu IPO vào năm 2028

Mở rộng quy mô quốc tế: Chính thức ra mắt vào tháng 3/2023, GSM hiện đang vận hành tại 8 quốc gia, bao gồm Việt Nam, Lào, Philippines, Indonesia, Ấn Độ, Đan Mạch, Kazakhstan và Hà Lan; đồng thời lên kế hoạch thâm nhập thêm 3 thị trường mới vào cuối năm 2026, nâng tổng mạng lưới hoạt động lên 11 quốc gia.

Hạ tầng trạm sạc ngoài Việt Nam: GSM lưu ý rằng Việt Nam sở hữu hạ tầng trạm sạc xe điện tương đối phát triển so với các thị trường khác trong khu vực Đông Nam Á. Chiến lược phát triển trạm sạc sẽ linh hoạt tùy theo từng thị trường. Trong đó, Indonesia và Philippines sẽ tận dụng các đối tác trong hệ sinh thái như V-Green và sự hiện diện của VinFast tại địa phương. Tại châu Âu, GSM sẽ dựa nhiều hơn vào mạng lưới trạm sạc công cộng thông qua các đối tác toàn cầu, mang lại khả năng tiếp cận hơn 1 triệu điểm sạc trên toàn thế giới và tương thích hoàn toàn với hệ thống của GSM.

Cơ cấu đội xe: Đội xe của GSM hiện bao gồm khoảng 60% ô tô và 40% xe máy. Tại Việt Nam, tỷ trọng giữa đội xe tự sở hữu và xe của tài xế hợp tác trên nền tảng nhìn chung duy trì ở mức cân bằng. Xe máy điện chủ yếu được triển khai tại các thị trường Đông Nam Á, trong khi các thị trường ngoài Đông Nam Á dự kiến sẽ vận hành hoàn toàn bằng ô tô. GSM đã ký thỏa thuận khung với VinFast về việc mua tối đa 1 triệu ô tô điện kéo dài đến năm 2030.

Hiệu quả tài chính: GSM đã ghi nhận tổng giá trị giao dịch đạt trên 1 tỷ USD, cùng mức EBITDA dương trong năm vừa qua. Đáng chú ý, GSM đã nâng tỷ lệ chia sẻ doanh thu trong khuôn khổ chương trình thuê/thuê mua xe ngắn hạn lên tới 100% doanh thu dành cho các tài xế hoạt động độc quyền trên nền tảng GSM. Chính sách này áp dụng đối với mảng kinh doanh nền tảng sử dụng mô hình thuê/thuê mua ngắn hạn, nhằm thu hút thêm lực lượng tài xế và thúc đẩy mở rộng thị phần trong bối cảnh áp lực chi phí tài xế ngày càng gia tăng, bao gồm cả biến động giá nhiên liệu. Chính sách ưu đãi này dự kiến sẽ duy trì hiệu lực cho đến hết tháng 12/2026.

VinEnergO: Mở rộng quy mô kinh doanh dựa trên bộ phóng hệ sinh thái

Chiến lược: Tầm nhìn của VinEnergO là đóng góp vào nguồn cung năng lượng xanh của Việt Nam với nhu cầu bảo trợ ban đầu đến từ chính hệ sinh thái Vingroup. Trọng tâm chiến lược đặt vào năng lượng tái tạo và hệ thống lưu trữ năng lượng pin (BESS) với mức độ tích hợp toàn chuỗi giá trị: Từ khâu phát triển đến sở hữu tài sản, phân phối/tích hợp hệ thống cho đến vận hành. Trong giai đoạn đầu, VinEnergO dự kiến chú trọng nhiều hơn vào các dự án điện mặt trời do tính chất triển khai tương đối đơn giản, đồng thời từng bước xây dựng năng lực cho các dự án phức tạp hơn như điện gió ngoài khơi. Cơ cấu công nghệ dự kiến sẽ phát triển tự nhiên theo thời gian.

Quy mô, danh mục dự án và năng lực triển khai: VinEnergO được thành lập vào đầu năm 2025 và hiện đặt mục tiêu đạt 4 GW công suất phát điện thương mại vào năm 2027. BLĐ nhấn mạnh tầm quan trọng của việc hoàn thành kế hoạch đề ra, đồng thời khẳng định năng lực thực thi dự án của Vingroup là một lợi thế cạnh tranh cốt lõi.

Địa bàn hoạt động và mở rộng: Việt Nam được xác định là thị trường trọng tâm. Chỉ sau hơn 18 tháng đi vào hoạt động, công ty đã nhanh chóng vươn ra thị trường khu vực, chính thức kiện toàn bộ máy nhân sự tại Philippines và lên kế hoạch khởi công những cụm dự án đầu tiên tại nước này vào năm tới.

Các dự án nổi bật và tiến độ: Tại miền Bắc, công ty đang triển khai hai dự án trọng điểm: cụm điện mặt trời nổi với quy mô công suất đạt ~550 MWac song hành cùng dự án điện mặt trời mặt đất 360 MW, cả hai đều hướng tới mục tiêu chính thức hòa lưới điện và vận hành thương mại vào năm 2027.

- **Dự án Kỳ Anh** được thiết kế như một tổ hợp năng lượng phức hợp kết hợp điện mặt trời mái nhà, điện gió và hệ thống BESS, bao gồm khoảng 50 km hạ tầng đấu nối lưới điện/truyền tải. Sản lượng điện dự kiến sẽ được bao tiêu bởi các đơn vị thành viên trong hệ sinh thái Vingroup.

Tận dụng lợi thế hệ sinh thái: VinEnergO xem nhu cầu tiêu thụ nội bộ từ Vingroup là một lợi thế cạnh tranh, với tiềm năng bao tiêu từ hoạt động sản xuất của VinFast, nhu cầu sạc xe điện của GSM, cùng các đơn vị khác như Vinpearl và Vincom.

VinMotion: Màn trình diễn ấn tượng của robot Motion 2

Tiến độ triển khai cùng kế hoạch phát triển sản phẩm: VinMotion được thành lập vào tháng 1/2025 và cho ra mắt nguyên mẫu robot đầu tiên, Motion 1, khoảng ba tháng sau đó. Phiên bản Motion 2 tiếp tục được trình làng tại Triển lãm Điện tử Tiêu dùng CES 2026, trong khi mẫu Mini Motion mới cũng vừa được ra mắt trong thời gian gần đây. Công ty cho biết đặt mục tiêu duy trì chu kỳ phát triển sản phẩm nhanh chóng, với các bản cập nhật lớn được công bố đều đặn sau mỗi vài tháng.

Motion 2: VinMotion nhấn mạnh rằng chất lượng và độ tin cậy là yếu tố mang tính quyết định để Motion 2 có thể thực hiện các tác vụ thực tế trong thời gian dài. Robot được thiết kế có khả năng tự đứng dậy sau khi ngã, trong khi trạm đổi pin tức thì cho phép thay pin nhanh và tiếp tục vận hành với thời gian gián đoạn gần như không đáng kể. Công ty cũng đang thử nghiệm khả năng vận hành liên tục và độ bền phục hồi khi bị xô đẩy, bao gồm bài kiểm tra chịu lực đẩy lặp đi lặp lại kéo dài khoảng ba giờ.

VRE: Công bố mô hình TTTM định hướng phát triển giao thông (TOD) đầu tiên

Chiến lược: VRE dự kiến hợp tác cùng VHM để phát triển các TTTM tại các khu đô thị mới và đại đô thị tích hợp, nơi kỳ vọng mang lại tỷ suất sinh lời hấp dẫn cùng hiệu quả kinh tế cao. BLĐ kỳ vọng động lực tăng trưởng hiện tại sẽ chủ yếu đến từ danh mục TTTM hiện hữu, được củng cố bởi tỷ lệ lấp đầy cao hơn và mức tăng trưởng giá thuê. Nhìn chung, sự kết hợp của các động lực trên có thể tạo lực đẩy giúp danh mục mặt bằng bán lẻ hiện hữu đạt mức tăng trưởng doanh thu 10%.

VRE đang phát triển các TTTM theo **mô hình phát triển đô thị định hướng giao thông (TOD)**, tích hợp các điểm đến bán lẻ với các đầu mối giao thông lớn. Ví dụ, Vincom Mega Mall Hạ Long được kết nối trực tiếp với Ga Hạ Long thông qua tầng 3 và tầng 4 của TTTM, cho phép hành khách tiếp cận nhà ga thuận tiện đồng thời tạo

lưu lượng khách ghé thăm TTTM. VRE hiện có 4 TTTM theo mô hình TOD trong danh mục dự án đang triển khai.

Kế hoạch mở rộng và danh mục dự án: Công ty dự kiến khai trương thêm 1-2 TTTM trong năm 2027, trong khi danh mục dự án dài hạn bao gồm 737.000 m² quỹ đất đã đảm bảo pháp lý và 980.000 m² đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi. Đối với phân khúc nhà phố thương mại, VRE hướng đến việc giải quyết các bài toán khó của khách thuê, đặc biệt là sự khan hiếm mặt bằng đủ lớn cho các thương hiệu quốc tế và cửa hàng flagship. Trong khi các thương hiệu này thường yêu cầu diện tích từ 3.000-5.000 m², các căn shophouse đơn lẻ thường chỉ có diện tích vài trăm mét vuông. Do đó, VRE cho phép ghép các căn liền kề thành không gian liên thông quy mô lớn hơn. Mô hình tích hợp không gian này đã được thí điểm thành công tại Ocean Park 2. Tại đây, một chuỗi kinh doanh bia lớn thuê trọn gói cụm 6 căn shophouse liền kề được ghép khối đồng bộ để tối ưu diện tích khai thác. BLĐ cho biết đợt mở bán phân khúc nhà phố thương mại có thể được kích hoạt sớm nhất từ nửa cuối năm 2027, tùy thuộc vào bối cảnh môi trường lãi suất thuận lợi hơn.

Cơ cấu tổng diện tích sàn (GFA) theo mô hình TTTM: Vincom Center chiếm 12% tổng GFA, Vincom Mega Mall chiếm 34%, Vincom Plaza chiếm 50%, và Vincom+ chiếm 4%.

Mức tăng giá thuê: Giá thuê trên toàn danh mục TTTM hiện hữu dự kiến tăng khoảng 3-5% mỗi năm. Các TTTM đầu bảng có thể đạt mức tăng trưởng cao hơn, chẳng hạn trên 10% tại VCC Đồng Khởi, dù nhóm này chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong danh mục (khoảng 10 TTTM). Xét trên cơ sở tương đương, đà tăng trưởng giá thuê dự kiến sẽ duy trì ổn định ở mức một con số thấp đến trung bình, bám sát mức bình quân chung của toàn thị trường. Việc khai trương các TTTM mới dự kiến sẽ tạo áp lực lên giá thuê bình quân, do chiến lược mở rộng đang dịch chuyển từ các vị trí trung tâm sang khu vực ngoài trung tâm và các khu đô thị mới.

Tỷ lệ lấp đầy: Tỷ lệ lấp đầy toàn danh mục đạt khoảng 89% vào cuối Q2/2026, cho thấy vẫn còn dư địa để cải thiện. Các TTTM mới khai trương trong 2 năm qua đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 95-99%, vượt mục tiêu nội bộ từ 90-95%, do công ty ưu tiên tối ưu hóa cơ cấu khách thuê và kích hoạt sức sống thương mại cho TTTM.

Lợi thế cạnh tranh tương quan trước các nhà phát triển và vận hành TTTM nước ngoài: VRE nhận định thế mạnh cạnh tranh then chốt nằm ở tốc độ tăng trưởng, quy mô mở rộng nhanh chóng và hiệu quả vận hành, với tỷ lệ diện tích cho thuê thuần trên tổng diện tích sàn đạt trên 70%, so với mức khoảng 50-60% của các công ty cùng ngành.

Lãi từ tiền đặt cọc: Các khoản tiền đặt cọc tại các bên liên quan, bao gồm Vinhomes và Vingroup, nhằm đảm bảo quyền phát triển quỹ dự án TTTM ~737.000 m² và quỹ hàng shophouse mở bán, mang lại nguồn doanh thu tài chính với mức lãi suất danh nghĩa 12%/năm.

VPL: Cơ sở dưỡng lão đầu tiên, Vin New Horizon Tuyên Quang, dự kiến ra mắt trong Q4/2026

Mô hình dưỡng lão: Vinpearl chuẩn bị tham gia phân khúc dưỡng lão dưới thương hiệu Vin New Horizon, vận hành theo mô hình Cộng đồng Hưu trí Chăm sóc Liên tục (CCRC) tích hợp toàn diện nhằm đa dạng hóa hệ sinh thái dịch vụ. Cơ sở đầu tiên, Vin New Horizon Tuyên Quang, quy mô 222 căn hộ dưỡng lão, tọa lạc tại Tuyên Quang và dự kiến ra mắt trong Q4/2026. Công ty tập trung khai thác phân khúc khách hàng có thu nhập trung bình, tệp khách hàng mà BLĐ đánh giá đang có nhu cầu tương ứng đối lớn. Mô hình được kỳ vọng sẽ tối ưu hóa sức mạnh cộng hưởng từ hệ sinh thái dịch vụ đa tầng và toàn diện của Tập đoàn Vingroup. Ngoài Tuyên Quang, công ty cũng lên kế hoạch phát triển thêm các cơ sở dưỡng lão tại Cần Giờ, Hạ Long và Cam Lâm.

Tỷ lệ lấp đầy tại Việt Nam có thể đạt 70-80% đối với các cơ sở đã đi vào giai đoạn vận hành ổn định. Để tối ưu hóa hiệu suất sử dụng trên toàn danh mục du lịch nghỉ dưỡng, Vinpearl đang triển khai nhiều sáng kiến nhằm giảm thiểu tính mùa vụ. Minh chứng tiêu biểu là cụm tổ hợp y tế dưỡng lão tại Phú Quốc, nơi công ty chủ động kích cầu mảng du lịch MICE trong mùa thấp điểm. Song song đó, phân khúc khách du lịch đám cưới và các đoàn khách inbound từ Ấn Độ đóng vai trò trụ cột nguồn thu nhờ đặc

tính ít nhạy cảm với điều kiện thời tiết mùa mưa, qua đó bảo toàn tỷ lệ lấp đầy phòng ở mức cao và ổn định.

Năng lực cạnh tranh cốt lõi của Vinpearl: Thế mạnh vượt trội của Vinpearl nằm ở mô hình siêu quần thể tích hợp, kết hợp hài hòa giữa lưu trú, vui chơi giải trí, sân golf và ẩm thực trong các quần thể nghỉ dưỡng quy mô lớn. Tại Phú Quốc, các điểm đến giải trí như VinWonders và Vinpearl Safari giúp gia tăng giá trị định vị bằng cách mở rộng trải nghiệm vui chơi và kéo dài thời gian lưu trú của du khách. Chiến lược nâng cao hiệu quả vận hành: Vinpearl tiếp tục đa dạng hóa thị trường khách nguồn với trọng tâm hướng đến phân khúc khách quốc tế đường dài, nhóm đối tượng thường có mức chi tiêu cao và thời gian lưu trú dài ngày hơn. Công ty cũng nỗ lực mở rộng thu hút nhu cầu MICE quốc tế trong các giai đoạn thấp điểm nhằm cải thiện tỷ lệ lấp đầy quanh năm.

Mức độ tự tin đối với dự án VinWonders Cần Giờ: BLĐ lạc quan về triển vọng dài hạn của đại dự án VinWonders Cần Giờ nhờ vị thế đón đầu nguồn cung công viên giải trí quy mô tầm cỡ vốn đang rất khan hiếm tại miền Nam, đặc biệt trong bán kính di chuyển đường bộ lý tưởng từ TP.HCM.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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