

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

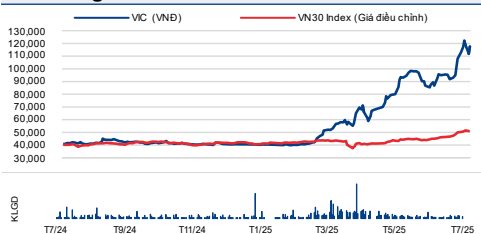
Giá mục tiêu: VNĐ105,000 (từ VNĐ85,900)

Tiềm năng tăng/giảm: -10.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/7/2025)	117,500
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,900-122,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	116,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	442,412
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	16,921
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,765
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,845
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,561
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.54%
Tỷ lệ freefloat	27.4%
Cổ đông lớn	ch , người liên quan (66.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	35.4	99.2	188
So với chỉ số	17.3	55.2	126
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,137	3,475	19.0
2026F	3,031	2,866	5.8
2027F	1,276	1,372	(7.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VIC là công ty tư nhân lớn nhất VN, nhà phát triển khu dân cư & thương mại số 1. Công ty cũng sản xuất ô tô, xe máy điện & thiết bị điện tử thông minh cũng như cung cấp các dịch vụ giáo dục, khách sạn và y tế.

Rủi ro từ khoản lỗ tại VFS vẫn hiện hữu

- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với VIC dù tăng 22,3% giá mục tiêu lên 105.000đ (rủi ro giảm giá 10,6%), phản ánh mức định giá cao hơn cho các công ty thành viên gồm VHM, VinFast (VFS) và VRE.
- Mặc dù các chính sách hỗ trợ gần đây là yếu tố tích cực, nhưng khoản lỗ lớn dự kiến tiếp diễn tại VinFast vẫn là mối lo ngại chính. Trên cơ sở đó, HSC dự báo VIC sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ HĐKD cốt lõi trong các năm 2025–2026 và chỉ đạt lợi nhuận HĐKD cốt lõi vào năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu gần như tăng gấp đôi trong 3 tháng qua nhờ các thông tin tích cực liên quan đến VHM, VinFast và một số dự án đề xuất nhưng chưa được xác nhận, VIC đang giao dịch với mức chiết khấu 8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 26%.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng tại các đơn vị kinh doanh chủ chốt

HSC điều chỉnh dự báo và định giá dựa trên những cập nhật mới liên quan đến (1) CTCP phát triển BĐS VHM (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 99.500đ, VIC sở hữu 73,5% cổ phần), với triển vọng theo đánh giá của HSC đã cải thiện rõ rệt; và (2) nhà sản xuất xe điện VinFast niêm yết tại NASDAQ (VIC sở hữu 51,5% cổ phần), được hỗ trợ bởi các quy định mới tại Việt Nam hướng tới giảm số lượng xe chạy xăng và thúc đẩy tiêu dùng xe điện. Theo đó, HSC điều chỉnh tăng mạnh giả định doanh số bán xe của VinFast. Tuy nhiên, khoản lỗ lớn kéo dài trong những năm tới của VinFast vẫn là mối lo ngại chính.

Tác động: Tăng 11,4% dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC tăng 12,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 15,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,1%) chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận tại dự án BĐS Vinhomes Global Gate và VHM. Dự báo cho các năm 2026–2027 gần như được giữ nguyên, do tác động trái chiều giữa lợi nhuận cao hơn tại Vinhomes và khoản lỗ lớn hơn tại VinFast (dù tỷ suất lợi nhuận trên mỗi xe đang được cải thiện). Lưu ý, HSC vẫn dự báo lỗ HĐKD cốt lõi trong các năm 2025–2026 (lợi nhuận thuần dự kiến vẫn dương nhờ khoản tài trợ từ Chủ tịch VIC), và chỉ ghi nhận lợi nhuận HĐKD cốt lõi kể từ năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VIC đã gần như tăng gấp đôi trong 3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn nhiều so với VN Index, nhờ loạt thông tin hỗ trợ như việc đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án của VHM, niêm yết mảng BĐS nghỉ dưỡng Vinpearl (VPL, VIC sở hữu 85,6% cổ phần) vào ngày 13/5, các quy định mới tại Việt Nam hỗ trợ ngành xe điện, cũng như các đồn đoán về các dự án tiềm năng nhưng chưa được xác nhận, chẳng hạn như đường sắt cao tốc Bắc – Nam. VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu 8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 26%.

HSC nâng 22% ước tính RNAVPS của VIC lên 123.500đ/cp, nhờ điều chỉnh tăng định giá cho VHM, VFS và VRE. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn là 15% trên RNAV dự phóng 1 năm để xác định giá mục tiêu là 105.000đ. Với rủi ro giảm giá 10,6%, HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với VIC. Mặc dù các chính sách hỗ trợ gần đây là yếu tố tích cực nhưng khoản lỗ lớn dự kiến tiếp diễn tại VinFast vẫn là mối lo ngại chính.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	25,914	53,475	34,843 ▼	34,774 ▼	47,323 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,157	11,735	15,617 ▲	11,443	4,816 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,310	1,155	4,137 ▲	3,031	1,276 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	30,129	36,539	40,676	43,707	44,983
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.3	11.7	18.5	17.9	13.3
P/E ĐC (lần)	89.7	102	28.4	38.8	92.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	3.90	3.22	2.89	2.69	2.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(49.8)	(11.8)	258	(26.7)	(57.9)
ROAE (%)	1.93	9.33	10.7	7.18	2.88

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Khoản lỗ tại VFS vẫn là mối lo ngại chính; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

Dù HSC đã tăng 22,3% giá mục tiêu lên 105.000đ – nhờ điều chỉnh tăng định giá cho VHM, VFS và VRE – chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng, do rủi ro giảm giá là 10,6% sau khi giá cổ phiếu tăng 99% trong 3 tháng qua. Theo đánh giá của HSC, giá cổ phiếu VIC hiện đã sát giá trị hợp lý sau nhịp tăng mạnh, phần lớn được hỗ trợ bởi các thông tin lan truyền trên thị trường liên quan đến các dự án tiềm năng nhưng chưa được công bố rõ ràng. Đối với VinFast, các chính sách hỗ trợ mới tại Việt Nam sẽ giúp cải thiện hoạt động kinh doanh, nhưng HSC vẫn dự báo các mảng kinh doanh cốt lõi sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ trong các năm 2025–2026 và chỉ có thể đạt lợi nhuận từ năm 2027. HSC cho rằng đây vẫn là yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu. VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu hẹp 8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 26%.

Cập nhật HĐKD những mảng chính

VHM: Triển khai dự án mạnh mẽ; điều chỉnh tăng dự báo

Trong Q2/2025, Vinhomes tiếp tục duy trì đà bán hàng tích cực với phần hàng tồn còn lại tại dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội) hiện đã gần như bán hết. Cùng thời điểm, dự án Vinhomes Green City (197 ha, Long An) đã chính thức mở bán ngày 26/6, với hơn 2.000 căn được giao dịch thành công. Cũng trong ngày này, Vinhomes Golden City (241 ha, Hải Phòng) khởi động giai đoạn mở bán đầu tiên với 669 căn thấp tầng tại phân khu Ánh Sao; tỷ lệ hấp thụ ghi nhận tích cực và cao hơn một chút so với kỳ vọng của HSC.

Ngoài ra, dự án Vinhomes Long Beach (2.870 ha, TP.HCM) mới đây đã vượt qua một rào cản pháp lý quan trọng khi được phê duyệt tiền sử dụng đất với tổng giá trị 27,3 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, Vinhomes đang đàm phán với tỉnh Quảng Ninh về tiền sử dụng đất cho dự án Green Hạ Long. Nhìn chung, tiến độ pháp lý tại các dự án trọng điểm của VHM đang diễn ra nhanh hơn cả những giả định lạc quan nhất của HSC.

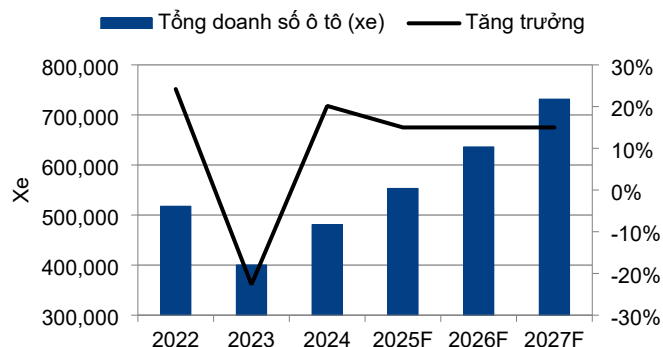
Nhờ VHM triển khai dự án hiệu quả và KQKD tích cực hơn kỳ vọng, HSC gần đây đã điều chỉnh tăng 5–8% dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn 2025–2027. Cụ thể, chúng tôi hiện dự báo doanh số bán nhà đạt 124 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%) cho năm 2025, 133 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7%) cho năm 2026 và 136 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2%) cho năm 2027, tương ứng với tốc độ CAGR 3 năm là 9,4%.

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 34,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 7,4%, trong khi điều chỉnh tăng 3–6% dự báo lợi nhuận cho các năm 2026–2027 lên lần lượt 36,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7,6%) và 37 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,3%), dựa trên giả định doanh số bán nhà cao hơn. Doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2025–2027 dự kiến sẽ được dẫn dắt bởi các dự án Vinhomes Royal Island, OCP2,3, Golden City, Wonder City, Green City, Phước Vĩnh Tây, Làng Vành và Long Beach.

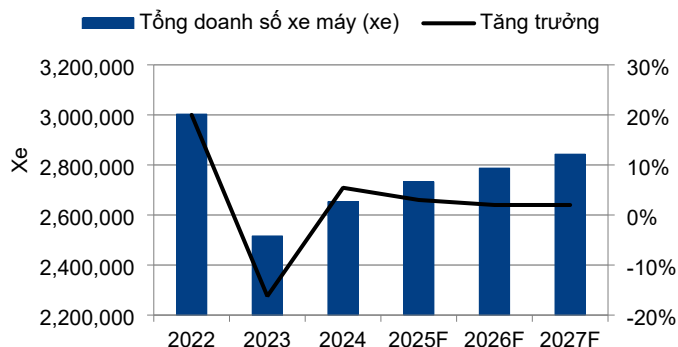
HSC gần đây đã nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhằm phản ánh các diễn biến tích cực mới tại doanh nghiệp; vui lòng tham khảo báo cáo [‘Tiến độ phát triển dự án tăng tốc; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng’](#) (ngày 23/7/2025).

VinFast: Rủi ro từ khoản lỗ vẫn hiện hữu dù có chính sách hỗ trợ

Trong Q2/2025, VinFast đã bàn giao 31.239 xe điện, được thúc đẩy bởi doanh số mạnh từ mẫu VF3 và VF5. Tính chung nửa đầu năm 2025, Công ty đã bàn giao tổng cộng 67.569 xe ô tô điện, tăng mạnh so với mức 21.800 xe trong nửa đầu năm 2024, hoàn thành 34% kế hoạch năm 2025 (200.000 xe) và đạt 54% dự báo trước đó của HSC (126.000 xe).

Biểu đồ 1: Tổng doanh số xe ô tô tại Việt Nam theo dự báo của HSC


Nguồn: VAMM, HSC

Biểu đồ 2: Tổng doanh số xe máy của VAMM tại Việt Nam theo dự báo của HSC


Nguồn: VAMM, HSC

Lưu ý, trong Q1/2025, VinFast đã bàn giao 36.330 xe điện và 44.904 xe máy điện, ghi nhận doanh thu 657 triệu USD, tăng 150% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước. Công ty ghi nhận khoản lỗ thuần 712 triệu USD, tăng 20% so với cùng kỳ nhưng giảm 42% so với Q4/2024 (do Q4/2024 ghi nhận một khoản phí sạc pin không thường xuyên). Kết quả này vẫn yếu hơn dự báo trước đây của HSC bất chấp doanh số cải thiện.

Những diễn biến mới

Đáng chú ý, theo Chỉ thị 20/CT-TTg do Chính phủ ban hành ngày 12/7, UBND TP. Hà Nội sẽ cấm hoàn toàn xe máy chạy xăng hoạt động trong khu vực Vành đai 1 kể từ ngày 1/7/2026. Tiếp theo đó, sẽ áp dụng hạn chế đối với xe ô tô cá nhân chạy xăng trong khu vực Vành đai 1 và 2 từ năm 2028, và tiến tới cấm hoàn toàn các phương tiện cá nhân sử dụng nhiên liệu hóa thạch trong khu vực Vành đai 3 vào năm 2030.

Trong khi đó, Viện Nghiên cứu Phát triển TP.HCM cũng đã đề xuất kế hoạch chuyển đổi 400.000 xe máy chạy xăng – chủ yếu được tài xế công nghệ và giao hàng sử dụng – sang xe máy điện trong vòng ba năm tới, nhằm giảm phát thải và cải thiện chất lượng không khí. Bắt đầu từ năm 2026, chỉ xe máy điện mới được cấp đăng ký mới cho hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ; từ năm 2027 sẽ áp dụng hạn chế xe máy chạy xăng trong giờ cao điểm, và tiến tới cấm hoàn toàn vào cuối năm 2029.

TP.HCM dự kiến sẽ triển khai các chính sách ưu đãi tài chính, bao gồm miễn hoặc giảm lệ phí trước bạ, thuế GTGT và chi phí chuyển đổi phương tiện. Thành phố cũng có kế hoạch chuyển đổi các trạm xăng cũ thành các điểm đổi pin hoặc trạm sạc cho xe điện, đồng thời đầu tư vào các chương trình đào tạo bảo dưỡng xe điện. Đây được xem là một bước đi mạnh mẽ hướng tới hệ thống giao thông đô thị sạch hơn và bền vững hơn.

Trước những thay đổi chính sách mạnh mẽ nhằm thúc đẩy điện khí hóa tại cả Hà Nội và TP.HCM – bao gồm lệnh cấm hoàn toàn đối với phương tiện chạy xăng và các ưu đãi tài chính cho việc chuyển đổi sang xe điện – VinFast đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng nhanh chóng. Diễn biến này nhiều khả năng sẽ thúc đẩy đáng kể doanh số xe điện trong nước của VinFast trong những năm tới.

HSC ước tính Hà Nội và TP.HCM hiện có khoảng 7–8 triệu xe máy, phần lớn trong số đó là xe chạy xăng. Đồng thời, giả định doanh số bán xe máy tại hai thành phố này tương ứng với tỷ lệ dân số so với cả nước, HSC ước tính doanh số hằng năm vào khoảng 400.000–500.000 xe. Với các quy định mới nhằm thúc đẩy sử dụng xe điện, thị trường đang mở ra tiềm năng nhu cầu rất lớn – cả từ nhu cầu mua mới lẫn từ quá trình chuyển đổi xe máy chạy xăng sang xe máy điện.

Trong khi đó, VinFast đã khánh thành nhà máy tại Hà Tĩnh vào tháng 6, với công suất thiết kế 200.000 xe/năm. Công ty cũng có kế hoạch xây dựng thêm các nhà máy tại Ấn Độ và Indonesia, mỗi nhà máy có công suất 50.000 xe/năm. HSC kỳ vọng VinFast sẽ đẩy nhanh tiến độ giao hàng cho dòng sản phẩm xanh và gia tăng doanh số quốc tế bắt đầu từ nửa cuối năm 2025.

Bảng 3: Số liệu bàn giao xe lịch sử và dự báo, VFS

Số lượng xe điện và E-scooter bàn giao được dự báo tăng trưởng với CAGR 3 năm là 41% và 98%

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Xe điện					
Số lượng xe bàn giao	34,855	97,399	164,509	220,734	270,464
EBITDA (tỷ đồng)	(36,724)	(46,925)	(31,377)	(26,643)	(16,874)
EBITDA/mỗi xe (triệu đồng)	(1,054)	(482)	(191)	(121)	(62)
E-scooters					
Số lượng E-scooters bàn giao	72,468	70,977	213,000	366,750	550,125
EBITDA (tỷ đồng)	(170)	(267)	(99)	522	1,729
EBITDA/E-scooter (triệu đồng)	(2.35)	(3.77)	(0.46)	1.42	3.14

Nguồn: HSC

Dự báo mới

Nhìn chung, HSC điều chỉnh tăng mạnh dự báo sản lượng xe điện bàn giao lên lần lượt 164.000 xe trong năm 2025 (so với 126.000 xe trong dự báo trước đó), 221.000 xe trong năm 2026 (so với 139.000 xe trước đó), và 270.000 xe trong năm 2027 (so với 153.000 xe trước đó). Đối với xe máy điện, HSC nâng dự báo sản lượng bàn giao lên 213.000 xe trong năm 2025 (so với 96.000 xe trước đó), 367.000 xe trong năm 2026 (so với 142.000 xe trước đó), và 550.000 xe trong năm 2027 (so với 150.000 xe trước đó). Chúng tôi ước tính doanh thu từ xe máy điện dự kiến chiếm khoảng 9–13% tổng doanh thu của VFS trong giai đoạn 2025–2027.

Mặc dù HSC đã điều chỉnh tăng mạnh dự báo sản lượng bán hàng, chúng tôi dự kiến VinFast vẫn sẽ ghi nhận khoản lỗ lớn trong những năm tới. Cụ thể, HSC dự báo mảng xe điện sẽ ghi nhận khoản lỗ EBITDA 31,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (giảm 33%), tương đương lỗ 191 triệu đồng/xe (so với mức lỗ khoảng 283 triệu đồng/xe trong Q1/2025), và thu hẹp xuống còn 17 nghìn tỷ đồng (tương đương 62 triệu đồng/xe) vào năm 2027. Đối với mảng xe máy điện, HSC dự báo lỗ EBITDA ở mức 99 tỷ đồng trong năm 2025 (tương đương 0,5 triệu đồng/xe), nhưng kỳ vọng mảng này sẽ bắt đầu có lãi từ năm 2026, đạt EBITDA dương 522 tỷ đồng (tương đương 1,4 triệu đồng/xe) vào năm 2027. Tuy vậy, lợi nhuận EBITDA từ xe máy điện sẽ chỉ bù đắp một phần nhỏ khoản lỗ từ mảng xe ô tô điện.

HSC hiện dự báo lỗ HĐKD cốt lõi (không bao gồm tác động từ các khoản tài trợ của Chủ tịch Tập đoàn Vingroup) là 55 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (so với 45 nghìn tỷ đồng trong dự báo trước), thu hẹp xuống 49 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và 38 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (so với mức lỗ 77 nghìn tỷ đồng trong năm 2024). Lưu ý, Chủ tịch VIC đã cam kết tài trợ tối đa 50 nghìn tỷ đồng cho VinFast trong giai đoạn 2024–2026. HSC ghi nhận các khoản tài trợ này là lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi, với 5 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong năm 2024 và dự báo 25 nghìn tỷ đồng cho năm 2025 và 20 nghìn tỷ đồng cho năm 2026.

Các mảng kinh doanh khác

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận đối với VPL (chưa khuyến nghị) và đơn vị sở hữu/vận hành trung tâm thương mại VRE (Mua vào, giá mục tiêu 36.900đ, VIC sở hữu 18,4% cổ phần). Trong khi đó, chúng tôi chưa đưa các mảng kinh doanh mới như hạ tầng và năng lượng vào mô hình định giá, do các dự án này vẫn đang ở giai đoạn đầu và chưa có kế hoạch triển khai chi tiết. Tuy nhiên, nếu VIC có thể triển khai thành công các dự án này, đây sẽ là yếu tố tiềm năng giúp gia tăng dự báo hiện tại của HSC. Vui lòng tham khảo báo cáo doanh nghiệp [‘Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do định giá’](#) (ngày 9/6/2025) để biết thêm chi tiết về các mảng kinh doanh khác.

Dự báo: Tăng 11,4% dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC điều chỉnh tăng 11,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 15,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,1%), chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận tại dự án Vinhomes Global Gate (15 nghìn tỷ đồng so với 11 nghìn tỷ đồng trong dự báo trước). Đáng chú ý, dự án này được sở hữu thông qua CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam (VEF; chưa khuyến nghị), trong đó VIC sở hữu 83,3%. Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên (bao gồm khoản tài trợ từ Chủ tịch Phạm Nhật Vượng cho VinFast), HSC dự báo lỗ HĐKD cốt lõi năm 2025 ở mức 4,4 nghìn tỷ đồng

(điều chỉnh giảm 26,8% so với dự báo trước, tương đương giảm 61% so với năm 2025). HSC cũng tăng 22% dự báo doanh thu năm 2025 lên 279 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu cao hơn từ VinFast và thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu của Vinhomes Global Gate (chuyển từ ghi nhận là doanh thu tài chính sang doanh thu bán BĐS).

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VIC

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu	228,160	278,503	22.1%	44.9%
Lợi nhuận gộp	39,809	57,121	43.5%	103.2%
LNTT	15,827	12,158	-23.2%	-27.3%
Lợi nhuận thuần	14,014	15,617	11.4%	33.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	20,000	20,000	0.0%	-12.4%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	-5,986	-4,383	-26.8%	-60.5%
2026F				
Doanh thu	254,224	291,588	14.7%	4.7%
Lợi nhuận gộp	53,843	55,908	3.8%	-2.1%
LNTT	14,830	9,787	-34.0%	-19.5%
Lợi nhuận thuần	11,617	11,443	-1.5%	-26.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	16,000	16,000	0.0%	-20.0%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	-4,383	-4,557	4.0%	4.0%
2027F				
Doanh thu	265,841	334,669	25.9%	14.8%
Lợi nhuận gộp	68,523	75,605	10.3%	35.2%
LNTT	9,328	5,357	-42.6%	-45.3%
Lợi nhuận thuần	4,462	4,816	7.9%	-57.9%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-		N/m
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	4,462	4,816	7.9%	N/m

Nguồn: HSC

Cho năm 2026, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận do tác động trái chiều giữa lợi nhuận tăng tại Vinhomes và khoản lỗ dự kiến lớn hơn tại VinFast. Điều này tương ứng với mức giảm 26,7% so với năm 2025, do năm 2025 được hỗ trợ đáng kể bởi lợi nhuận tài chính từ việc bán cổ phần tại dự án Vinhomes Global Gate (285 ha, Hà Nội). Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên (bao gồm khoản tài trợ của Chủ tịch Phạm Nhật Vượng cho VinFast), chúng tôi dự báo lỗ HĐKD cốt lõi năm 2026 là 4,6 nghìn tỷ đồng (tăng 4% so với năm 2025). Chúng tôi cũng tăng 15% dự báo doanh thu năm 2026 lên 292 nghìn tỷ đồng chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo doanh thu từ Vinhomes và VinFast.

Cho năm 2027, HSC gần như giữ nguyên dự báo với lợi nhuận thuần đạt 4,8 nghìn tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ do không còn ghi nhận các khoản mục không thường xuyên như tài trợ từ Chủ tịch hoặc lợi nhuận tài chính từ thoái vốn. Tuy nhiên, lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự kiến sẽ phục hồi đáng kể (so với mức lỗ HĐKD cốt lõi 4,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026). HSC cũng tăng 26% dự báo doanh thu năm 2027 lên 335 nghìn tỷ đồng chủ yếu nhờ tăng dự báo doanh thu từ Vinhomes và VinFast.

Tăng 22,3% giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng do định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 22,3% ước tính RNAVPS của VIC lên 123.500đ/cp do điều chỉnh tăng định giá cho VHM, VFS và VRE (Bảng 5). Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn là 15% trên RNAV dự phóng 1 năm để xác định giá mục tiêu là 105.000đ (độ nhạy của giá mục tiêu với mức chiết khấu này được thể hiện trong Bảng 6).

Bảng 5: Định giá theo phương pháp SOTP, VIC

Tỷ đồng	Lợi ích của VIC	Hiện tại	Đóng góp vào RNAV (%)	Đánh giá	Dự phóng	Tỷ trọng trong RNAV	Đánh giá
VHM	73.5%	294,482	47.3%	Theo thị trường	300,426	51.1%	Tại giá mục tiêu VHM là 99.500đ
VFS	51.5%	115,335	18.5%	Theo thị trường	98,504	16.7%	DCF
VPL	85.6%	135,314	21.8%	Theo thị trường	91,079	15.5%	DCF
VRE	18.4%	12,105	1.9%	Theo thị trường	15,403	2.6%	Tại giá mục tiêu VRE là 36.900đ
Khác		64,881	10.4%		82,852	14.1%	
Tổng giá trị tài sản (Nợ)/tiền thuần		622,118	100.0%		588,264	100.0%	
Thực tế/dự báo VIC hợp nhất		(178,556)			(198,040)		
Điều chỉnh cho công ty niêm yết		84,534			90,215		
Nợ thuần điều chỉnh		(95,452)			(109,255)		
RNAV		526,665			479,008		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		3,879			3,879		
RNAV/cổ phiếu (đồng)		135,788			123,501		
Hệ số chiết khấu giả định					15.0%		
Giá mục tiêu (đồng)					105,000		

Nguồn: HSC

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với chiết khấu RNAV giả định, VIC

Giả định chiết khấu:	0.0%	7.5%	15.0%	22.5%	30.0%
Giá mục tiêu	123,600	114,300	105,000	95,800	86,500
Tiềm năng tăng/giảm so với thị giá	5.2%	-2.7%	-10.6%	-18.5%	-26.4%

Nguồn: HSC

Về phương pháp định giá, HSC tiếp tục sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP). Đối với các công ty con và công ty liên kết đã niêm yết trong danh sách khuyến nghị của HSC, chúng tôi tiếp tục sử dụng giá mục tiêu của mình để định giá. Trong khi đó, đối với mảng sản xuất xe (VinFast) và BĐS nghỉ dưỡng (Vinpearl), chúng tôi áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định định giá dự phóng, với giai đoạn tăng trưởng cho từng mảng là 2025-2031 và tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2031 là 3%.

Những thay đổi trong ước tính RNAV của chúng tôi chủ yếu đến từ ảnh hưởng tổng hợp của các yếu tố sau:

- Tăng giá mục tiêu của VHM lên 99.500đ (từ 77.000đ); vui lòng tham khảo thêm báo cáo gần đây '[Tiến độ phát triển dự án tăng tốc; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng](#)', (ngày 23/7/2025)
- Tăng 53% định giá đối với VFS, nhờ kỳ vọng doanh số bán xe cải thiện và triển vọng lợi nhuận dài hạn tích cực hơn (dù dự báo lỗ trong giai đoạn 2025–2026 vẫn cao hơn so với trước).
- Giữ nguyên định giá VPL. Đáng chú ý, phần vốn hóa thị trường hiện tại mà VIC nắm giữ tại VPL tương đương khoảng 135 nghìn tỷ đồng; tuy nhiên, HSC áp dụng định giá dự phóng thận trọng hơn ở mức 91 nghìn tỷ đồng.
- Tăng 14% giá mục tiêu của VRE lên 36.900đ (vui lòng tham khảo thêm báo cáo gần đây của HSC '[Triển vọng cải thiện & yếu tố nền tảng vững chắc, Mua vào](#)', ngày 22/7/2025)
- HSC tiếp tục sử dụng WACC ở mức 11,8% (không thay đổi) trong các mô hình định giá DCF với các giả định: lãi suất phi rủi ro 4%, beta 0,85 (theo Bloomberg), và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25% (gồm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội cộng với phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ của HSC là 8,75%).
- Giữ nguyên thời điểm định giá là giữa năm 2026.

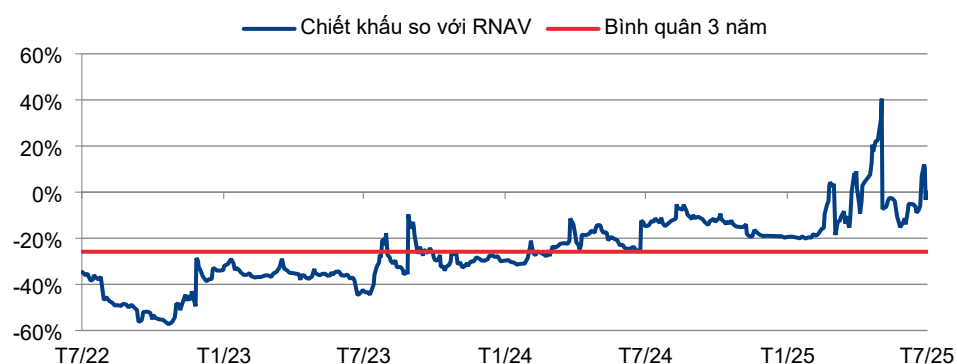
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VIC đã tăng mạnh 99% trong 3 tháng qua, diễn biến vượt trội so với VN Index, nhờ loạt thông tin tích cực như việc đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án tại VHM, niềm yết Vinpearl, các quy định mới hỗ trợ thúc đẩy tiêu dùng xe điện tại Việt Nam, cùng với các đồn đoán trên thị trường liên quan đến các dự án tiềm năng nhưng chưa được xác nhận (như dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam). VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu chỉ còn 8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 26%.

Mặc dù các chính sách hỗ trợ gần đây là yếu tố tích cực nhưng khoản lỗ lớn dự kiến tiếp diễn tại VinFast vẫn là mối lo ngại chính. HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá là 11% tại giá mục tiêu mới.

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

Cổ phiếu VIC hiện giao dịch ở mức chiết khấu so với RNAV là 8%, so với bình quân 3 năm ở mức 26%



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	161,428	192,159	278,503	291,588	334,669
Lợi nhuận gộp	23,508	28,112	57,121	55,908	75,605
Chi phí BH&QL	(25,977)	(35,082)	(49,236)	(47,072)	(54,333)
Thu nhập khác	15,358	43,698	1,764	0	0
Chi phí khác	(4,581)	(5,999)	(3,916)	(2,663)	(3,062)
EBIT	8,308	30,729	5,732	6,173	18,210
Lãi vay thuần	(11,192)	(16,143)	(16,740)	(14,448)	(11,323)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(97.8)	849	842	925	1,136
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	16,751	1,695	22,323	17,137	(2,666)
LNTT	13,769	17,130	12,158	9,787	5,357
Chi phí thuế TNDN	(11,713)	(11,473)	(12,800)	(12,240)	(9,001)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(101)	(6,484)	(16,260)	(13,896)	(8,460)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,157	11,735	15,617	11,443	4,816
Lợi nhuận thuần ĐC	5,060	4,463	(12,705)	(11,732)	(7,487)
EBITDA ĐC	25,914	53,475	34,843	34,774	47,323
EPS (đồng)	573	3,109	4,137	3,031	1,276
EPS ĐC (đồng)	1,310	1,155	4,137	3,031	1,276
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,765	3,775	3,775	3,775	3,775
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,775	3,775	3,775	3,775	3,775
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,853	3,863	3,863	3,863	3,863

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	27,983	42,669	31,211	35,345	68,001
Đầu tư ngắn hạn	6,999	6,593	6,593	6,593	6,593
Phải thu khách hàng	168,115	190,336	201,482	200,488	209,943
Hàng tồn kho	92,624	112,799	144,228	163,324	209,529
Các tài sản ngắn hạn khác	47,817	47,978	52,615	53,318	55,631
Tổng tài sản ngắn hạn	343,536	400,375	436,129	459,068	549,697
TSCĐ hữu hình	128,274	144,925	136,135	126,875	116,145
TSCĐ vô hình	31,931	37,667	35,063	32,045	28,563
Bất động sản đầu tư	37,538	13,299	20,676	23,928	27,307
Đầu tư dài hạn	13,066	18,237	20,176	22,309	24,655
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,539	9,222	9,222	10,147	11,283
Tài sản dài hạn khác	111,772	215,492	215,819	216,270	216,703
Tổng tài sản dài hạn	324,119	438,841	437,091	431,574	424,656
Tổng cộng tài sản	667,656	839,216	873,220	890,642	974,353
Nợ ngắn hạn	116,235	97,217	108,087	99,499	143,014
Phải trả người bán	34,874	48,825	56,448	59,720	72,629
Nợ ngắn hạn khác	185,036	196,991	223,206	255,210	256,600
Tổng nợ ngắn hạn	401,298	514,845	551,985	580,913	673,181
Nợ dài hạn	97,018	126,913	124,068	114,657	109,374
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,202	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	11,993	41,939	42,290	42,649	43,018
Tổng nợ dài hạn	110,213	168,852	166,358	157,306	152,392
Tổng nợ phải trả	519,434	685,699	720,345	740,220	827,575
Vốn chủ sở hữu	113,741	137,939	153,556	164,999	169,816
Lợi ích cổ đông thiểu số	34,481	15,579	(681)	(14,577)	(23,038)
Tổng vốn chủ sở hữu	148,222	153,518	152,875	150,422	146,778
Tổng nợ phải trả và VCSH	667,656	839,216	873,220	890,642	974,353
BVPS (đ)	30,129	36,539	40,676	43,707	44,983
Nợ thuần*/(tiền mặt)	185,271	181,461	200,944	178,811	184,388

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,308	30,729	5,732	6,173	18,210
Khấu hao	(17,606)	(22,746)	(29,111)	(28,601)	(29,114)
Lãi vay thuần	(11,192)	(16,143)	(16,740)	(14,448)	(11,323)
Thuế TNDN đã nộp	(6,880)	(10,620)	(12,800)	(12,240)	(9,001)
Thay đổi vốn lưu động	(38,984)	22,760	(20,655)	19,000	(8,928)
Khác	14,377	(26,693)	28,389	24,929	8,825
LCT thuần từ HKKD	(20,012)	17,877	7,536	44,752	16,026
Đầu tư TS dài hạn	(54,548)	(50,726)	(25,081)	(19,560)	(18,120)
Góp vốn & đầu tư	(26,339)	(49,866)	(1,939)	(3,058)	(3,482)
Thanh lý	53,069	82,966	0	0	0
Khác	833	(10,278)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(26,985)	(27,904)	(27,020)	(22,618)	(21,603)
Cổ tức trả cho CSH	(61.0)	(666)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	10,753	15,659	0	0	0
Tăng/giảm nợ	38,038	9,720	8,025	(17,999)	38,233
Khác	(11.3)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	48,718	24,713	8,025	(17,999)	38,233
Tiền & tương đương tiền đầu kì	26,213	27,983	42,669	31,211	35,345
LCT thuần trong kỳ	1,721	14,687	(11,458)	4,134	32,656
Ảnh hưởng của tỷ giá	48.1	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	27,983	42,669	31,211	35,345	68,001
Dòng tiền tự do	(74,560)	(32,849)	(17,545)	25,191	(2,095)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.6	14.6	20.5	19.2	22.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.1	27.8	12.5	11.9	14.1
Tỷ suất LNT (%)	1.34	6.11	5.61	3.92	1.44
Thuế TNDN hiện hành (%)	85.1	67.0	105	125	168
Tăng trưởng doanh thu (%)	58.6	19.0	44.9	4.70	14.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(30.0)	106	(34.8)	(0.20)	36.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(49.6)	(11.8)	(385)	7.66	36.2
Tăng trưởng EPS (%)	(75.5)	443	33.1	(26.7)	(57.9)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(49.8)	(11.8)	258	(26.7)	(57.9)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.93	9.33	10.7	7.18	2.88
ROACE (%)	3.05	10.4	1.78	1.96	5.96
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.26	0.33	0.33	0.36
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.41)	0.58	1.31	7.25	0.88
Số ngày tồn kho	245	251	238	253	295
Số ngày phải thu	445	423	332	310	296
Số ngày phải trả	92.3	109	93.1	92.5	102
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	203	233	214	185	206
Nợ/tài sản (%)	38.8	43.4	41.2	38.2	42.9
EBIT/lãi vay (lần)	0.74	1.90	0.34	0.43	1.61
Nợ/EBITDA (lần)	9.99	6.80	10.3	9.78	8.84
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.86	0.78	0.79	0.79	0.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.90	3.25	2.31	2.13	1.88
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.3	11.7	18.5	17.9	13.3
P/E (lần)	205	37.8	28.4	38.8	92.1
P/E ĐC (lần)	89.7	102	28.4	38.8	92.1
P/B (lần)	3.90	3.22	2.89	2.69	2.61
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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