

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

Ngành Bất động sản
Ngày báo cáo 05/12/2025

Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

Lợi nhuận bất động sản duy trì vững chắc; doanh số bàn giao xe ổn định; hỗ trợ tài chính từ Chủ tịch tiếp tục được thực hiện; đóng góp của các mảng mới vào lợi nhuận trung hạn chưa đáng kể

Những thay đổi chính trong dự báo

Đối với Tập đoàn Vingroup (VIC), chúng tôi nâng dự báo LNTT năm 2025/26/27 thêm 38%/21%/24% do doanh số BĐS dự kiến mạnh hơn. Đối với CTCP Vinhomes (VHM), chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26/27 thêm 10%/12%/15%, chủ yếu được thúc đẩy bởi triển vọng doanh số bán BĐS tích cực hơn cho dự án Green Paradise. Chúng tôi nâng tổng dự báo doanh số bán BĐS giai đoạn 2025–27 của VHM thêm 31% dựa trên dự phóng tốc độ bán hàng nhanh hơn tại Green Paradise và Apollo City, cũng như dự kiến mở bán sớm hơn dự án Phước Vĩnh Tây vào năm 2027. Đối với CTCP Vincom Retail (VRE), chúng tôi tăng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 thêm 41% do có giao dịch chuyển nhượng Vincom Center Nguyễn Chí Thanh trong tháng 10/2025, và tăng năm 2026/27 thêm 9%/4% do thu nhập tài chính và thu nhập khác cao hơn.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VIC từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG xuống BÁN, nâng khuyến nghị cho VHM từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN, và duy trì PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho VRE.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho VIC, VHM và VRE lần lượt thêm 64%, 20% và 2%. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi 1) Định giá cao hơn của VHM cho Green Paradise, Apollo City và Cam Lâm, và đưa các dự án KCN vào định giá, 2) Định giá cao hơn của VIC cho mảng bán BĐS và đưa mảng năng lượng vào định giá, 3) Tác động tích cực tổng thể của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2026.

Chúng tôi kỳ vọng triển vọng cơ sở hạ tầng đang ngày càng được đầu tư ở Việt Nam sẽ hỗ trợ đa tăng trưởng doanh số bán BĐS của các dự án đại đô thị của VHM. Lợi nhuận cốt lõi của VRE sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi mảng cho thuê bán lẻ ổn định và sự đóng góp gia tăng từ doanh số bán BĐS mới.

Đối với VIC, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng khả năng triển khai các dự án BĐS mới, lượng bàn giao xe điện tích cực và sự hỗ trợ tài chính từ Chủ tịch. Mặc dù việc mở rộng của tập đoàn sang các lĩnh vực mới - bao gồm một số đề xuất dự án quy mô lớn trong lĩnh vực năng lượng và cơ sở hạ tầng - có thể củng cố triển vọng dài hạn, chúng tôi cho rằng đóng góp lợi nhuận trung hạn của các mảng này sẽ còn hạn chế. Xét các yếu tố này, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại (đã tăng gấp đôi trong ba tháng qua), có thể đã vượt khá xa so với triển vọng lợi nhuận trong trung hạn.

Hình 1: Khuyến nghị, tóm tắt định giá và tóm tắt điều chỉnh giá mục tiêu

Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu Nhà nước %	FOL %	Room NN tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP đồng/CP	Giá mục tiêu đồng/CP	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T
VIC	BÁN	37.992	0%	48%	15.726	49.6	133.500	105.000	-21,3%	0,0%	-21,3%
VHM	KQ	16.398	0%	50%	6.356	19.4	105.200	118.900	13,0%	0,0%	13,0%
VRE	PHTT	2.967	0%	49%	915	11.9	34.400	32.000	-7,0%	0,0%	-7,0%

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	133.500	5%	9%	31%	119,7	79,6	73,0	6,9	5,6	5,2	8%	151%
VHM	105.200	28%	7%	14%	16,6	11,2	10,4	2,0	1,8	1,5	17%	39%
VRE	34.400	55%	-14%	8%	16,0	12,3	14,4	1,7	1,6	1,5	14%	5%

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	790.651	105.000	0%	790.651	105.000	64.200	105.000	PHTT	BÁN	Trang 3-12
VHM	610.505	148.600	20%	488.404	118.900	98.700	118.900	PHTT	KQ	Trang 13-19
VRE	90.799	40.000	20%	72.639	32.000	31.300	32.000	PHTT	PHTT	Trang 20-24

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: 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)

BÁN -21,3%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	05/12/2025
Giá hiện tại ^	133.500 VND
Giá mục tiêu	105.000 VND
GMT gần nhất	64.200 VND
TL tăng	-21,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-21,3%

GT vốn hóa*	1003,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	396 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	1,3 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	7,49 tỷ
Pha loãng*	7,53 tỷ

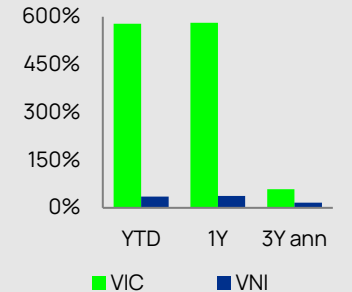
	VIC	VNI
P/E (trượt)	119,7x	16,8x
P/B (ht.)	6,9x	2,1x
ROE	6,3%	13,5%
ROA	0,9%	2,0%

^ cập nhật ngày 04/12/ 2025
* 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. Bên cạnh đó, VIC đang mở rộng sang các ngành mới với một số dự án quy mô lớn được đề xuất trong mảng năng lượng, hạ tầng và logistics.

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	317.647	369.444	440.492
Doanh thu cốt lõi (tỷ đồng)	17,1%	68,0%	16,3%	19,2%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-5.901	8.172	30.086	62.058
LNTT (tỷ đồng)	16.739	27.823	26.457	42.173
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11.903	12.534	13.716	17.915
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	451,9%	5,3%	9,4%	30,6%
EPS* % YoY	466,4%	4,9%	9,0%	30,6%
Biên LN gộp	14,4%	17,6%	22,9%	28,0%
Biên LN từ HĐKD	-3,1%	2,6%	8,1%	14,1%
Biên LN ròng	6,3%	3,9%	3,7%	4,1%
ROE	9,5%	7,9%	7,4%	8,9%
Nợ vay ròng/CSH	117,2%	141,0%	170,3%	167,5%
P/E*	83,4x	79,6x	73,0x	55,9x
P/B*	7,2x	5,6x	5,2x	4,8x

Lợi nhuận mảng BĐS tích cực; nguồn vốn hỗ trợ từ Chủ tịch duy trì; tiềm năng tại các mảng mới; định giá ở mức cao

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 64% giá mục tiêu đối với VIC lên 105.000 đồng/CP, nhưng hạ khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG xuống BÁN, do giá cổ phiếu đã tăng gấp đôi trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi: (1) định giá mảng bán BĐS cao hơn, (2) bổ sung các dự án năng lượng và KCN vào mô hình định giá, và (3) chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán BĐS vững chắc, lợi nhuận từ HĐKD 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 giai đoạn 2025-27.
- Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2025 đạt 27,8 nghìn tỷ đồng, trong đó lợi nhuận quý 4/2025 chủ yếu được đóng góp bởi doanh số bán BĐS từ giá trị hợp đồng bán hàng chưa ghi nhận (chủ yếu là Green Paradise), bù đắp cho khoản lỗ từ HĐKD mảng công nghiệp và chi phí tài chính. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNTT lần lượt 38%/21%/24% trong năm 2025/26/27, chủ yếu phản ánh dự báo doanh số bán hàng tích cực hơn đối với dự án Green Paradise.
- Tính đến cuối quý 3/2025, tổng nợ vay của VIC là 325 nghìn tỷ đồng (+43% so với cuối năm 2024 và +15% QoQ), với các khoản nợ vay bằng USD chưa được phòng hộ tỷ giá chiếm 17.2% tổng nợ vay.
- Yếu tố hỗ trợ: Kiểm soát dòng tiền tốt hơn và triển vọng huy động vốn thuận lợi hơn; đẩy nhanh phê duyệt và triển khai các dự án năng lượng và hạ tầng quy mô lớn.

Tăng trưởng doanh số xe điện mạnh mẽ nhờ tỷ lệ sử dụng 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 97%/28% YoY trong năm 2025/26, lần lượt đạt 192.300 và 245.100 chiếc. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam duy trì là thị trường cốt lõi của VinFast, được thúc đẩy bởi việc phổ biến 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 ngày càng mạnh mẽ của Chính phủ – chẳng hạn như chương trình thí điểm Khu vực phát thải thấp (Low-Emission Zone) tại Hà Nội, có hiệu lực từ tháng 7/2026 – có thể tiếp tục củng cố nhu cầu xe điện.

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 năm 2026 lần lượt ở mức trung bình 20,9 nghìn tỷ đồng (-23% so với năm 2025) và 34,2 nghìn tỷ đồng (giảm so với mức lỗ EBITDA dự báo 46,3 nghìn tỷ đồng năm 2025). Các khoản này chủ yếu được tài trợ bởi mức tăng nợ vay ròng bình quân của VIC (ngoại trừ VHM), mà chúng tôi dự kiến sẽ đạt mức 28,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2026. Chúng tôi cũng kỳ vọng Chủ tịch của VIC tiếp tục hỗ trợ nhu cầu vốn của VinFast thông qua các khoản tài trợ đã cam kết cho đến hết năm 2026.

Đóng góp lợi nhuận của các lĩnh vực mới trong trung hạn vẫn còn hạn chế: Việc VIC tham gia vào các lĩnh vực mới – bao gồm năng lượng, hạ tầng và thép – có thể củng cố triển vọng dài hạn. Chúng tôi ước tính VIC đã chi khoảng 24,6 nghìn tỷ đồng tiền mặt để góp vốn vào VinEnerg, VinSpeed và VinMetal tính đến tháng 12/2025, với các khoản góp vốn trong tương lai dự kiến sẽ phù hợp với tiến độ dự án và theo tỷ lệ sở hữu của VIC tại các công ty. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến đóng góp lợi nhuận trong trung hạn của các mảng này vẫn còn hạn chế.

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. Trong khi đó, cam kết vốn của VIC đối với các lĩnh vực kinh doanh mới sẽ dựa trên tỷ lệ sở hữu và tiến độ triển khai theo từng giai đoạn.

- **VHM (kinh doanh bất động sản)**: Dòng tiền dự kiến từ (1) doanh số bán hàng chưa ghi nhận (tính đến cuối quý 3/2025: doanh số bán hàng chưa ghi nhận đạt 223.9 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 175/190/203 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, với dòng tiền tài chính sẽ được hỗ trợ bởi các nguồn tài trợ từ VIC và Chủ tịch HĐQT.
- **VinEnergó (năng lượng), VinSpeed (hạ tầng) và VinMetal (steel)** mới được thành lập: Vui lòng xem chi tiết tại Hình 7-8. Chúng tôi ước tính VIC đã chi khoảng 24,6 nghìn tỷ đồng tiền mặt để góp vốn vào VinEnergó, VinSpeed và VinMetal tính đến tháng 12/2025, với các khoản bổ sung vốn trong tương lai dự kiến sẽ phù hợp với tiến độ dự án. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến đóng góp lợi nhuận trong trung hạn của các mảng này vẫn còn hạn chế.

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.

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC: Chi phí huy động vốn cho các kế hoạch huy động vốn trong nước và quốc tế có thể cao hơn dự kiến.

Hình 2: Các cơ hội huy động vốn của VIC (theo tổng hợp thông tin của Vietcap)

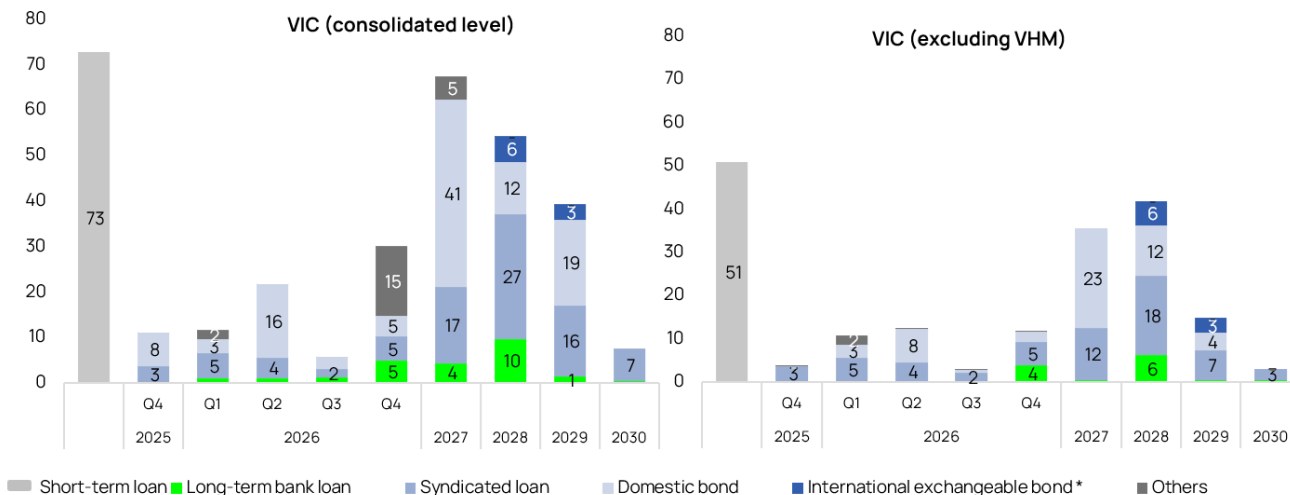
Kênh huy động vốn	Cập nhật của Vietcap
Thị trường trong nước (phát hành trái phiếu trong nước và tài trợ từ ngân hàng trong nước)	• Trong năm 2024, VIC, VinFast và VHM đã lần lượt phát hành 14 nghìn tỷ đồng (lãi suất coupon 12,5%-15%/năm), 6,5 nghìn tỷ đồng (13,5%/năm) và 22,4 nghìn tỷ đồng (12%/năm) trái phiếu trong nước. • Tính từ đầu năm 2025 đến nay, VIC, VinFast, và VHM đã lần lượt hoàn tất phát hành 25 nghìn tỷ đồng (11-12,5%/năm), 7,5 nghìn tỷ đồng (12,5%-15%/năm), và 25,5 nghìn tỷ đồng (11-12,5%/năm) trái phiếu trong nước.
Nợ vay quốc tế (các khoản vay hợp vốn quốc tế và trái phiếu)	• Các khoản vay quốc tế: VinFast và VIC đã thu xếp các khoản vay trị giá 510 triệu USD trong quý 2/2025, và VinFast tiếp tục huy động thêm 310 triệu USD thông qua các khoản vay trong quý 3/2025. • Trái phiếu hoán đổi quốc tế: VIC đã phát hành thành công trái phiếu hoán đổi quốc tế trị giá 325 triệu USD trong tháng 12/2025.
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 3/2025, Chủ tịch VIC đã giải ngân tổng cộng 28 nghìn tỷ đồng tài trợ cho VinFast. • Về giao dịch mua lại Novatech của Chủ tịch VIC (công bố tháng 8/2025; tổng giá trị 39,8 nghìn tỷ đồng), khoản thanh toán cuối cùng dự kiến được thực hiện trong quý 4/2025. Giao dịch đã hoàn tất trong quý 3/2025 với 25,8 nghìn tỷ đồng đã được thanh toán.
Niêm yết Vinpearl	Sau khi niêm yết trên HOSE vào tháng 5/2025, HOSE đã đưa VPL khỏi danh sách chứng khoán không đủ điều kiện giao dịch kỳ quỹ vào tháng 11/2025, đồng nghĩa cổ phiếu này hiện có thể được xem xét cho vay kỳ quỹ.
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, chuyển nhượng Novatech trong quý 3/2025, 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 (cập nhật ngày 04/12/2025)

Phân tích cơ cấu nợ vay và kỳ hạn của VIC

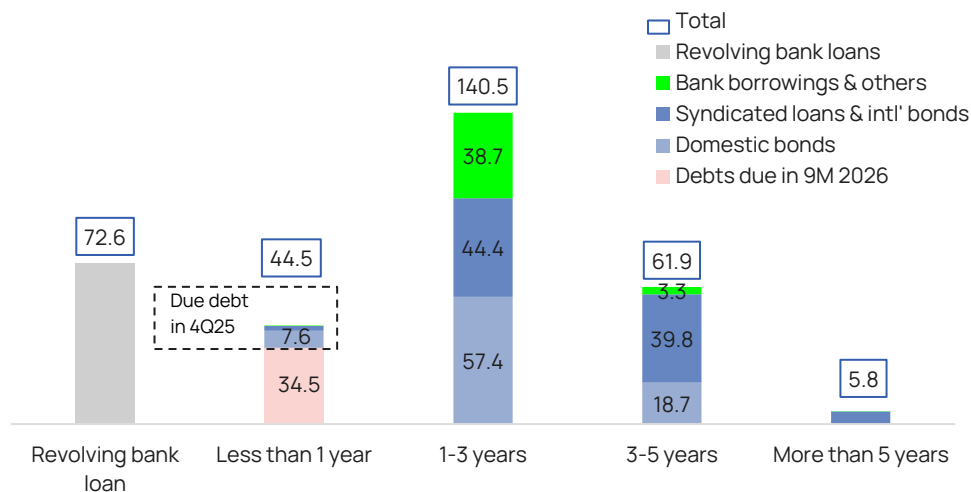
Tính đến cuối quý 3/2025, tổng số dư nợ vay của VIC đạt 325 nghìn tỷ đồng (+43% so với cuối năm 2024 và +15% QoQ), trong đó 17,2% là nợ vay bằng USD chưa được phòng hộ tỷ giá. Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm: (1) các khoản vay luân chuyển từ ngân hàng trị giá 72,6 nghìn tỷ đồng; (2) các khoản nợ vay đáo hạn trong quý 4/2025 trị giá 10,0 nghìn tỷ đồng (bao gồm trái phiếu trong nước trị giá 7,6 nghìn tỷ đồng, khoản vay hợp vốn và trái phiếu quốc tế trị giá 2,0 nghìn tỷ đồng); và (3) các khoản nợ vay khác đáo hạn trong 9T 2026 trị giá 34,4 nghìn tỷ đồng.

Hình 3: Tổng nợ vay của VIC theo loại hình và thời gian đáo hạn (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 3/2025 (*)



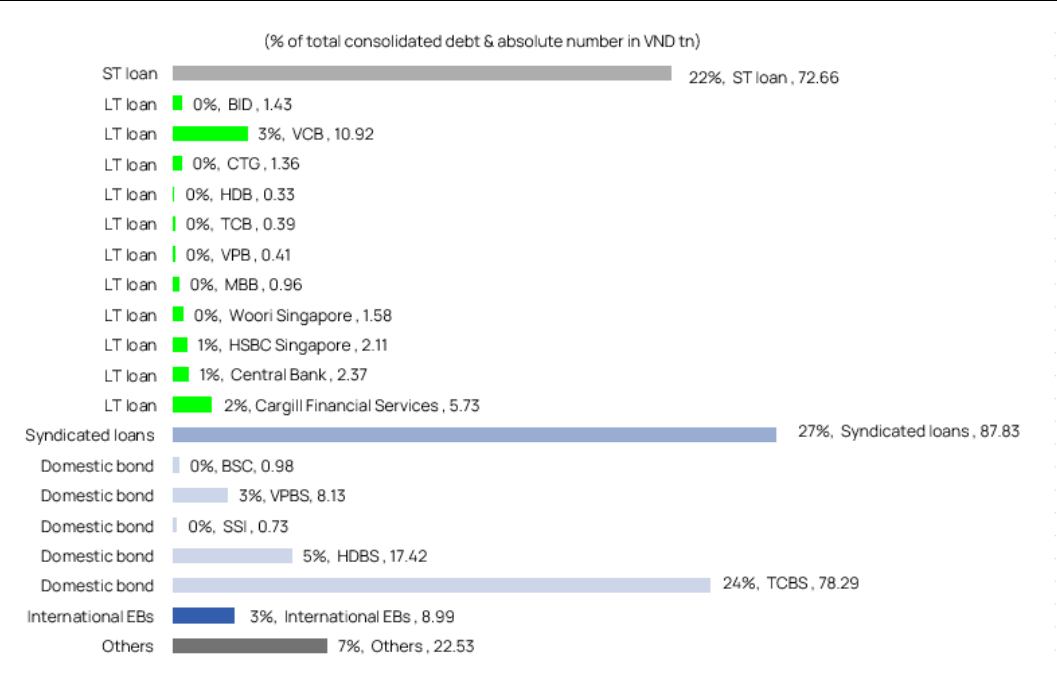
Nguồn: Báo cáo tài chính quý 3/2025 của các công ty, ước tính của Vietcap. (*) Dữ liệu phản ánh ngày đáo hạn gốc đối với lô TPHĐ Vingroup trị giá 250 triệu USD (lãi suất 10%/năm, đáo hạn vào năm 2028) và lô TPHĐ Vinpearl trị giá 150 triệu USD (lãi suất 9,5%/năm, đáo hạn vào năm 2029) nhưng có quyền chọn bán cho trái chủ vào tháng 11/2026 và tháng 8/2027, cùng với quyền hoán đổi thành cổ phiếu.

Hình 4: Cơ cấu dư nợ vay của VIC (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 3/2025



Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

Hình 5: Cơ cấu nợ vay của VIC phân loại theo bên cho vay/bên thu xếp tính đến cuối quý 3/2025



Nguồn: Báo cáo tài chính quý 3/2025 hợp nhất của VIC, Vietcap

Hình 6: Các TPHĐ quốc tế đang lưu hành hiện tại của VIC

TPHD	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	198,8	2023	Tháng 8/2028	Tháng 11/2026	10%	Cổ phần VHM	Link
Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 (niêm yết)	150	125,4	2024	Tháng 8/2029	Tháng 8/2027	9,5%	Cổ phần VIC	Link
Vingroup 325 triệu USD 5,5% đáo hạn năm 2030 (niêm yết)	325	325	2025	Tháng 12/2030	Tháng 12/2028	5,5%	Cổ phần VPL	

Nguồn: Vietcap tổng hợp vào ngày 04/12/2025.

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

Quan điểm của chúng tôi về việc VIC tham gia các lĩnh vực mới: Việc phê duyệt và triển khai các dự án quy mô lớn được đề xuất này vẫn còn chưa chắc chắn. Nếu được phê duyệt, chúng tôi cho rằng: (1) quá trình phát triển nhiều khả năng sẽ có sự tham gia của đối tác giàu kinh nghiệm; (2) thành tích triển khai tốt các dự án lớn của VIC có thể hỗ trợ việc triển khai; (3) dù các dự án mang lại tiềm năng dài hạn về dòng tiền ổn định, những tác động đến lợi nhuận của VIC trong trung hạn dự kiến vẫn còn hạn chế; và (4) các dự án có thể cải thiện khả năng tiếp cận các quỹ đất mới và hỗ trợ quá trình phát triển các dự án của tập đoàn.

Hình 7: Các dự án quy mô lớn được đề xuất trong các mảng mới

Dự án		Quy mô / Công suất	Vốn XDCB	Tình trạng / Ghi chú
Năng lượng				
Nhà máy nhiệt điện khí LNG Hải Phòng	Tỉnh Hải Phòng	4.800 MW	~6,8 tỷ USD	• Đã được đưa vào QHĐ VIII sửa đổi. • Đã nhận được chấp thuận đầu tư.
Danh mục điện gió (2 dự án)	Tỉnh Hà Tĩnh	898 MW	~1,5 tỷ USD	• Đã được đưa vào QHĐ VIII sửa đổi. • Đã nhận được chấp thuận đầu tư.
BESS	Hải Phòng, Hà Tĩnh và các cơ sở Mega Market Việt Nam		N/A	
Tổng công suất quy hoạch đến năm 2035: 47,5 GW - Giai đoạn 2025–2030: 20,5 GW - Giai đoạn 2031–2035: 27 GW			N/A	
Hạ tầng				
Tuyến metro Cần Giờ	Dự kiến: • Hoàn thành: ~30 tháng • COD: 2028	Chiều dài: ~53 km	102 nghìn tỷ đồng (không bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng)	• Đã nhận được chấp thuận đầu tư. • Lễ khởi công vào ngày 19/12/2025.
Đề xuất: Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh		Chiều dài: ~124 km	133 nghìn tỷ đồng (không bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng)	• Đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư.
Đề xuất: Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	• Tổng vốn đầu tư sơ bộ: 1.713 nghìn tỷ đồng, bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng. • Theo đề xuất của VIC (trình Thủ tướng, ngày 6/5): + Cơ cấu vốn đề xuất: VinSpeed 20% (~12 tỷ USD). + Xây dựng và vận hành dự kiến trong vòng 5 năm kể từ khi hoàn tất giải phóng mặt bằng. + Cơ chế ưu đãi gồm: thời hạn vận hành 99 năm, miễn thuế, tiếp cận vốn vay sớm, giá vé ở mức 60–75% trần giá vé máy bay. Cập nhật tại ngày 25/12/2025: VIC đã đề nghị rút đăng ký đầu tư dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam đã trình Chính phủ vào tháng 5/2025. Quyết định rút khỏi dự án của VIC được đưa ra sau khi cân nhắc kỹ lưỡng nhằm đảm bảo phân bổ nguồn lực tối ưu cho các dự án trọng điểm khác trong các lĩnh vực bất động sản, năng lượng, hạ tầng và công nghiệp. Chúng tôi chưa đưa đề xuất dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam vào trong mô hình định giá của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật VIC ngày 05/12/2025. Vì vậy, việc rút đăng ký dự án này được đánh giá là không có tác động đến các dự báo về dòng tiền và lợi nhuận trung hạn của chúng tôi đối với VIC.			
Logistics				
Khu bến cảng và trung tâm logistics Nam Đồ Sơn (Hải Phòng)	2026–2040 (3 giai đoạn)	Diện tích: 4.394,5 ha	Tổng 374 nghìn tỷ đồng	• Đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư. • VIC là nhà đầu tư. • Cơ cấu vốn: 15% vốn chủ sở hữu, 85% vốn huy động.
Bến cảng quốc tế Sơn Dương (Hà Tĩnh)	Dự kiến • Khởi công năm 2026 • COD: Quý 2/2028	Diện tích: 123,5 ha	8,87 nghìn tỷ đồng	• Đã nhận phê duyệt chủ trương đầu tư. • KCN Vinhomes Hà Tĩnh (công ty con mà VHM sở hữu 99,8%) là nhà đầu tư.

Nguồn: Công bố thông tin của công ty, Vietcap

Hình 8: Các pháp nhân mới cho mảng năng lượng, hạ tầng, và thép

Pháp nhân	Thành lập	Vốn điều lệ	Cơ cấu sở hữu	Nhận định của Vietcap
VinEnerg Energy JSC (mảng năng lượng)	Tháng 3/2025	- Ban đầu: 2 nghìn tỷ đồng - Hiện tại: 28,3 nghìn tỷ đồng	Sở hữu ban đầu: 71% thuộc sở hữu của Chủ tịch Phạm Nhật Vượng (thông qua 35 triệu cổ phiếu của VIC) 19% thuộc sở hữu của VIC 10% thuộc sở hữu của con trai Chủ tịch Sở hữu hiện tại: 19% thuộc VIC (tại thời điểm cuối quý 3/2025) - Dynamic Invest nắm 5% cổ phần - Tổng số cổ phiếu Chủ tịch chuyển giao cho VinEnerg: 165,7 triệu *	Pháp nhân để VIC gia nhập lĩnh vực năng lượng và năng lượng tái tạo. VinEnerg là nhân tố mới đang có những bước phát triển nhanh trong ngành năng lượng, đã khởi công Nhà máy LNG Hải Phòng chỉ sau 6 tháng kể từ khi thành lập. VinEnerg được kỳ vọng là một trong những doanh nghiệp tiềm năng trong phát triển điện gió ngoài khơi.
VinSpeed High-Speed Railway Investment & Development JSC (mảng hạ tầng và giao thông)	Tháng 5/2025	- Ban đầu: 6 nghìn tỷ đồng - Hiện tại: 45 nghìn tỷ đồng*	Sở hữu ban đầu: 51% thuộc Chủ tịch (thông qua 48 triệu cổ phiếu* của VIC) 35% thuộc Vietnam Investment Group (cũng do Chủ tịch sở hữu) 10% thuộc VIC 4% thuộc gia đình Chủ tịch Sở hữu hiện tại: 10% thuộc VIC (cuối quý 3/2025) - Tổng số cổ phiếu Chủ tịch chuyển giao cho VinSpeed: 455,1 triệu *	Pháp nhân tham gia đầu tư các dự án hạ tầng do VIC đề xuất: Tuyến metro Cần Giờ Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh (đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư) Dự án tuyến metro Cần Giờ và Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh có thể lần lượt mang lại lợi ích cho các dự án Green Paradise (2.870 ha) và Apollo City (5.540 ha).
VinMetal JSC (công ty con mảng thép của VIC)	Tháng 10/2025	- Ban đầu: 10 nghìn tỷ đồng - Hiện tại: 15 nghìn tỷ đồng	Sở hữu hiện tại: 98% thuộc VIC 2% thuộc con trai Chủ tịch	VIC dự kiến cung cấp khoản vay vốn lưu động cho Pomina : - Lãi suất 0% - Thời hạn tối đa 2 năm - Tổng giá trị khoản vay không được công bố Quan điểm của chúng tôi: Nhằm tăng cường khả năng đảm bảo nguồn cung thép dài hạn cho các hoạt động xây dựng trong toàn bộ hệ sinh thái Vingroup, nếu Pomina cải thiện hiệu quả hoạt động.

Nguồn: Công bố thông tin của công ty, Vietcap (cập nhật vào tháng 12/2025). Lưu ý: (*) Tính trên tổng số cổ phần trước khi VIC phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 1:1 (ngày giao dịch không hưởng quyền 05/12/2025), bao gồm số cổ phần đã đăng ký chuyển nhượng cho VinSpeed trong tháng 12/2025, cũng như số cổ phần từ giao dịch sáp nhập giữa VinSpeed và Hưng Long (trước đây là VMI), trong đó Chủ tịch đã góp cổ phiếu VIC của ông vào VMI từ năm 2022.

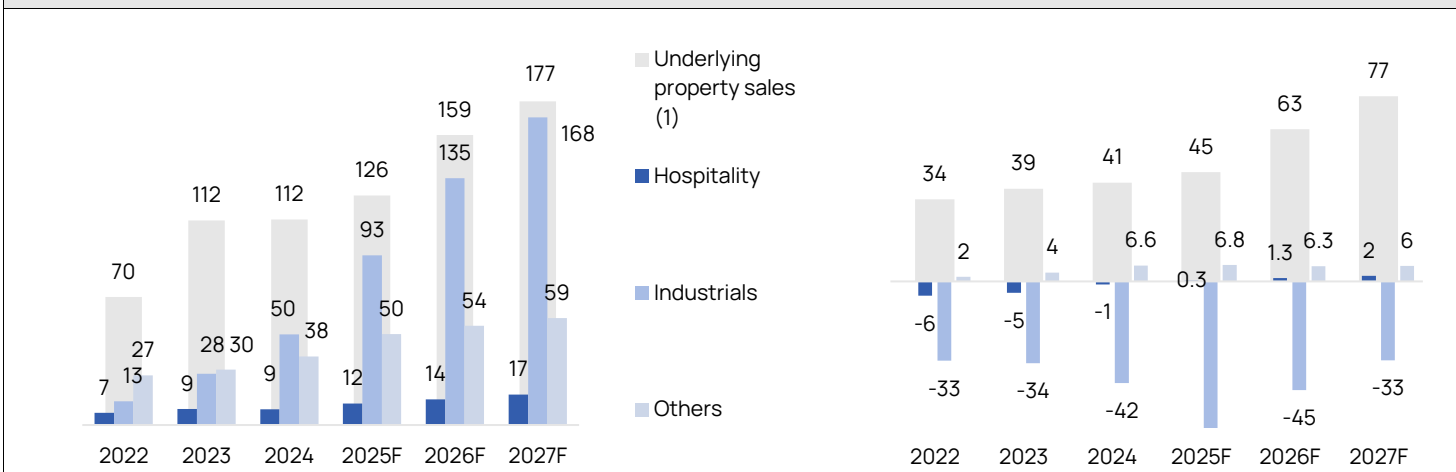
Hình 9: Tổng cổ phần VIC (do Chủ tịch sở hữu) đã chuyển nhượng sang VinEnerg và VinSpeed kể từ đầu năm

Công ty nhận chuyển nhượng	Số cổ phiếu VIC (triệu)*	Thời gian chuyển nhượng	Giá cổ phiếu bình quân (giá vốn) (đồng/CP)*	Giá cổ phiếu bình quân theo ngày (đồng/CP)*	Điều chỉnh theo phát hành thưởng 1:1
VinEnerg	35,0	23/04	Không công bố	Tháng 4: 63.130	31.565
	70,6	17/06	Không công bố	Tháng 6: 92.400	46.200
	60,0	09/10	Không công bố	Tháng 10: 197.704	98.852
Subtotal	165,7				
VinSpeed	48,1	10/06	63.635	Tháng 6: 92.400	46.200
	87,6	27/06	Không công bố	Tháng 6: 92.400	46.200
	243,5^	28/10 – 26/11	Không công bố	Tháng 11: 219.745	109.873
	76,0	15/12/2025 – 13/01/2026 **	Không công bố	01/12-04/12: 270.325VND	135.163
Subtotal	455,1				
Total	620,8				

Nguồn: Công bố thông tin của công ty, Vietcap (cập nhật vào tháng 12/2025). Lưu ý: (*) Tính trên tổng số cổ phần trước khi VIC phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 1:1, ngày giao dịch không hưởng quyền 05/12/2025, (**) đăng ký, (^) số cổ phần phát sinh từ giao dịch sáp nhập giữa VinSpeed và Hưng Long (trước đây là VMI), trong đó Chủ tịch đã góp cổ phần của ông vào VMI từ năm 2022.

Triển vọng giai đoạn 2025-2027 & Định giá

Hình 10: 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	163	166	197
– Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở mạnh mẽ với thương hiệu đã được chứng minh là Vinhomes .	Doanh thu BĐS cốt lõi ⁽¹⁾	83	70	112	112	126	159	177
– 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) và quỹ đất KCN đạt 13 triệu m ² (74% là trong kế hoạch phát triển)	% TT YoY ⁽¹⁾	-12%	-16%	60%	0%	12%	26%	12%
– Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2025-2027 của VHM sẽ đạt 568 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến.	LN từ HĐKD	39	26	33	31	62	68	86
	LN từ HĐKD cốt lõi ⁽¹⁾	49	34	39	41	45	63	77
	Dự báo doanh số bán BĐS nhà ở ⁽¹⁾					175	190	203
	Dự báo tiền thu từ doanh số bán BĐS nhà ở ⁽¹⁾					178	224	234
	Dự báo tổng chi phí phát triển dự án BĐS nhà ở và KCN ⁽¹⁾					104	173	189
KHÁCH SẠN NGHỈ DƯỠNG	Doanh thu	3,2	6,7	8,7	8,6	11,7	14,1	16,7
– Vinpearl chiếm gần 20% thị phần phân khúc khách sạn 5 sao tại Việt Nam vào năm 2023, dựa trên số lượng phòng.	% TT YoY	-33%	107%	29%	34% ⁽²⁾	35%	21%	18%
– VPL sở hữu và/hoặc vận hành tổng cộng 32 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 16.400 phòng, 12 công viên và khu giải trí. (vui lòng xem thêm thông tin chi tiết trong Báo cáo Niêm yết , ngày 09/05/2025)	% doanh thu của VIC	3%	7%	5%	5%	4%	4%	4%
– Dự kiến lợi nhuận từ HĐKD đạt mức hòa vốn vào năm 2025, nhờ du lịch quốc tế phục hồi và hiệu quả hoạt động được cải thiện.	LN từ HĐKD	-10,9	-5,9	-4,7	-1,3	0,3	1,3	2,3
	% 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	92,9	135,1	168,5
– VinFast khánh thành nhà máy sản xuất ô tô đầu tiên vào tháng 9/2017 và chuyển đổi hoàn toàn thành nhà sản xuất xe điện vào tháng 7/2022.	% TT YoY	-6%	-23%	115%	77%	87%	45%	25%
– VinFast chiếm 35% tổng sản lượng bán xe du lịch tại Việt Nam trong 10T 2025.	% doanh thu của VIC	13%	13%	17%	26%	28%	37%	39%
– Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính trong dự báo của chúng tôi đối với doanh số xe bàn giao của VinFast giai đoạn 2025-27.	LN từ HĐKD	-23,0	-32,9	-34,0	-42,2	-61,1	-45,2	-32,8
	% biên LN từ HĐKD	-136%	-252%	-121%	-85%	-66%	-33%	-19%
	Doanh số bán ô tô (nghìn chiếc)	35,7	24,0	33,3	97,4	192,3	245,1	281,2
	Tổng vốn đầu tư XDCB					27,0	20,9	18,2
Doanh thu của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)		LN từ HĐKD của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)						
								

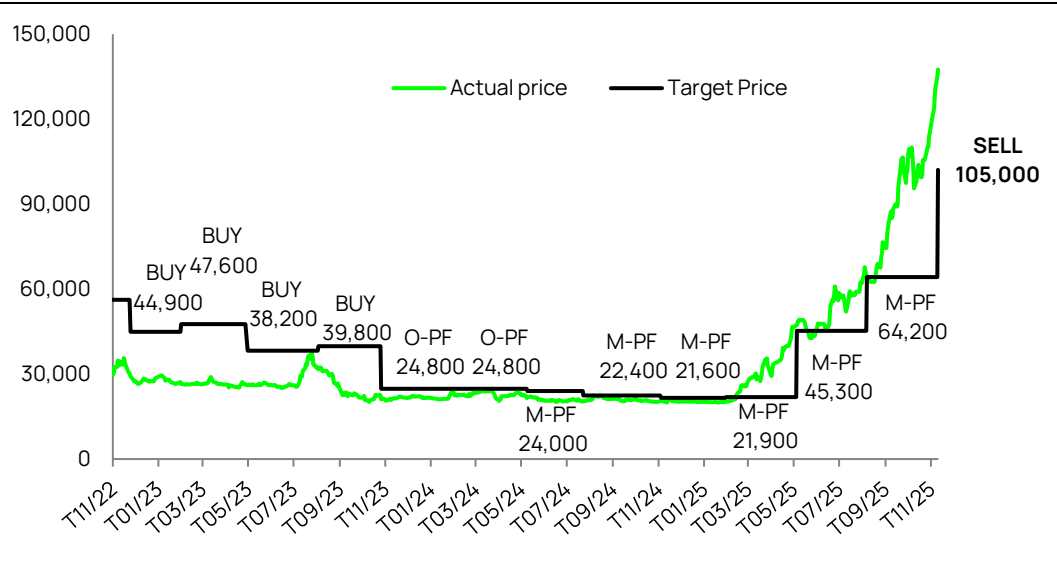
Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2025-27. Lưu ý: (1) Chỉ bao gồm mảng BĐS cốt lõi của VHM, gồm (a) doanh thu/LN từ HĐKD từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và (b) doanh số bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính; (2) Theo VIC, nếu năm 2024 sử dụng cùng cơ sở dữ liệu hoạt động như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

Hình 11: 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)	NAV thực tế	
				Tỷ đồng	Tỷ USD
Bất động sản	RNAV	RNAV sau chiết khấu cho VHM	74%	445.651 ⁽¹⁾	16,9
		Các dự án BĐS khác của VIC ⁽²⁾	30-86%	67.714	2,6
Cho thuê bán lẻ	Tỷ suất vốn hóa	RNAV sau chiết khấu cho VRE	18%	16.707	0,6
Công nghiệp	Giá trị sổ sách	Dựa trên giá trị tài sản của mảng kinh doanh được báo cáo tính đến cuối quý 3/2025.	51%	109.326	4,1
Khách sạn nghỉ dưỡng	Chiết khấu dòng tiền	Dòng tiền tự do chiết khấu ước tính đến cuối năm 2025 với WACC là 12,2%.	86%	126.129	4,8
Y tế & giáo dục	Hệ số P/S	Doanh thu dự phóng trung bình năm 2026 với P/S là 3,7 lần (y tế) và 4,0 lần (giáo dục).	61-78%	38.457	1,5
Năng lượng	EV/EBITDA	EBITDA dự phóng tại năm đi vào hoạt động ổn định, với EV/EBITDA đạt 10,0 lần.	19% ⁽³⁾	42.464	1,6
Tổng NAV				846.448	32,1
Nợ vay ròng ⁽⁴⁾				-55.797	-2,1
Giá trị tài sản ròng (NAV)				790.651	30,0
Số lượng cổ phiếu pha loãng ⁽⁵⁾ (triệu)				7.528	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				105.000	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)				133.500	
Tỷ lệ tăng				-21,3%	

Nguồn: Dự báo của Vietcap; USD/VND=26.350. Lưu ý: (1) Loại trừ giá trị ước tính của các phần đất thương mại shophouse trong một số dự án của VHM mà VRE đã công bố kế hoạch mua lại. (2) Bao gồm các dự án Mễ Trì, Gallery Giảng Võ, Galaxy ở Hà Nội và một dự án ở Bắc Ninh và lợi ích 30% của VIC tại dự án Apollo City. (3) Tỷ lệ sở hữu trực tiếp của VIC tại VinEnergy. (4) Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn bình quân cuối năm 2025-26 và nợ vay 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 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap dành cho VIC (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Diễn biến giá mục tiêu đã được điều chỉnh theo số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Hình 13: Báo cáo Tài chính của VIC

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	189.068	317.647	369.444	440.492
Giá vốn hàng bán	-161.767	-261.652	-284.838	-316.995
Lợi nhuận gộp	27.301	55.995	84.607	123.497
Chi phí bán hàng	-18.054	-26.173	-29.820	-33.557
Chi phí quản lí DN	-15.148	-21.649	-24.700	-27.882
LN từ HĐKD	-5.901	8.172	30.086	62.058
Doanh thu tài chính	47.925	40.887	16.986	12.536
Chi phí tài chính	-31.208	-40.406	-40.616	-45.505
Trong đó, chi phí lãi vay	-22.980	-29.693	-38.462	-43.352
Lợi nhuận từ công ty LDLK	849	1.170	1.001	1.085
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5.074	18.000	19.000	12.000
LNTT	16.739	27.823	26.457	42.173
Thuế TNDN	-11.463	-16.968	-14.369	-16.733
LNST trước lợi ích CĐTS	5.276	10.856	12.088	25.440
Lợi ích CĐTS	-6.627	-1.678	-1.628	7.525
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	11.903	12.534	13.716	17.915
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	11.903	12.534	13.716	17.915
EBITDA	16.726	36.467	54.243	87.482
EPS báo cáo, VND	1.600	1.678	1.829	2.389
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%	68,0%	16,3%	19,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	N.M	N.M	268,1%	106,3%
Tăng trưởng LNTT	21,6%	66,2%	-4,9%	59,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	466,4%	4,9%	9,0%	30,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,4%	17,6%	22,9%	28,0%
Biên LN từ HĐKD %	-3,1%	2,6%	8,1%	14,1%
Biên EBITDA	8,8%	11,5%	14,7%	19,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	6,3%	3,9%	3,7%	4,1%
ROE %	9,5%	7,9%	7,4%	8,9%
ROA%	0,7%	1,1%	1,0%	2,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	233,2	242,0	368,5	436,6
Số ngày phải thu	54,6	38,1	40,8	40,2
Số ngày phải trả	90,2	62,8	57,7	51,9
TG luân chuyển tiền	197,6	217,3	351,6	425,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,8x	1,0x	1,1x	1,1x
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 vay/Tài sản	27,2%	31,0%	33,8%	32,6%
Nợ vay/Vốn sử dụng	59,7%	63,2%	67,0%	65,4%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	117,2%	141,0%	170,3%	167,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,3x	0,3x	0,8x	1,4x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	42.582	53.786	62.148	44.562
Đầu tư TC ngắn hạn	8.719	8.719	8.719	8.719
Các khoản phải thu	190.047	203.020	216.030	228.002
Hàng tồn kho	114.090	232.886	342.247	416.115
TS ngắn hạn khác	41.042	36.938	33.244	29.920
Tổng TS ngắn hạn	396.480	535.349	662.387	727.317
TS dài hạn (gộp)	387.993	485.401	547.958	603.380
- Khấu hao lũy kế	-78.658	-106.952	-131.109	-156.533
TS dài hạn (ròng)	309.335	378.449	416.849	446.847
Đầu tư TC dài hạn	27.061	51.645	51.645	60.531
TS dài hạn khác	103.728	104.129	104.723	105.541
Tổng TS dài hạn	440.124	534.222	573.217	612.920
Tổng Tài sản	836.604	1.069.571	1.235.604	1.340.237
Phải trả ngắn hạn	45.035	45.035	45.035	45.035
Nợ vay ngắn hạn	95.189	95.189	95.189	95.189
Nợ ngắn hạn khác	365.068	417.272	482.724	539.593
Tổng nợ ngắn hạn	505.292	557.496	622.948	679.817
Nợ vay dài hạn	132.731	236.571	322.063	341.387
Nợ dài hạn khác	44.746	82.014	85.014	88.014
Tổng nợ	682.769	876.081	1.030.025	1.109.219
Cổ phiếu ưu đãi	549	275	275	275
Vốn cổ phần	38.237	77.060	77.060	77.060
Thặng dư vốn CP	40.308	1.759	1.759	1.759
Lợi nhuận giữ lại	44.468	57.002	70.718	88.633
Vốn khác	13.835	42.635	42.635	42.635
Lợi ích CĐTS	16.438	14.760	13.132	20.657
Vốn chủ sở hữu	153.834	193.490	205.578	231.019
Tổng cộng nguồn vốn	836.604	1.069.571	1.235.604	1.340.237
CP lưu hành cuối năm* (tr)	7.499	7.499	7.499	7.499

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	27.983	42.582	53.786	62.148
Lợi nhuận sau thuế	11.903	12.534	13.716	17.915
Khấu hao	22.627	28.294	24.156	25.424
Thay đổi vốn lưu động	79.706	-74.831	-51.848	-23.553
Điều chỉnh khác	-93.390	-51.393	-1.376	-2.094
Tiền từ hoạt động KD	20.846	-85.397	-15.351	17.692
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-48.567	-97.408	-62.557	-55.423
Đầu tư, ròng	31.724	63.047	2.405	-6.705
Tiền từ HĐ đầu tư	-16.843	-34.361	-60.151	-62.128
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	103.840	85.492	19.325
Tiền từ các hoạt động TC khác	-8.906	27.122	-1.628	7.525
Tiền từ hoạt động TC	10.934	130.962	83.864	26.850
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14.600	11.203	8.362	-17.585
Tiền cuối năm	42.582	53.786	62.148	44.562

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

Vinhomes (VHM)

KHẢ QUAN +13,0%

Ngành	BDS Nhà ở
Ngày báo cáo	05/12/ 2025
Giá hiện tại	105.200 VND
Giá mục tiêu	118.900 VND
Giá mục tiêu gần nhất	98.700 VND
TL tăng	+13,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+13,0%

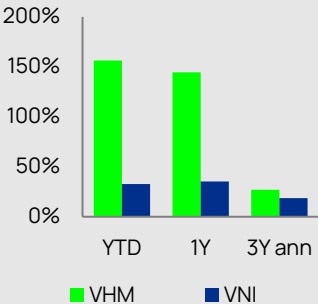
GT vốn hóa	422,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	169 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	501,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	4,11 tỷ
Pha loãng	4,11 tỷ

	VHM	VNI
P/E (trượt)	16,6x	16,8x
P/B (ht)	2,0x	2,1x
ROE	12,7%	13,5%
ROA	4,1%	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 36% trong phân khúc căn hộ cao cấp (2016-Q3 2025) và 38% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-Q3 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	130.460	135.905	141.095	
Doanh thu BĐS cốt lõi*	112.500	125.600	158.700	177.200	
LN từ HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)*	41.100	45.500	63.200	76.900	
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	31.801	38.631	41.356	47.156	
% YoY	-4,7%	21,5%	7,1%	14,0%	
EPS	% YoY	-4,5%	28,5%	7,1%	14,0%
GT hợp đồng bán hàng (tỷ đồng)	103.900	175.400	190.500	202.600	
Biên LN gộp	32,2%	39,1%	41,4%	43,1%	
Biên LN từ HĐKD cốt lõi*	36,5%	36,2%	39,8%	43,4%	
Biên LN ròng	31,1%	29,6%	30,4%	33,4%	
ROE	16,7%	17,4%	15,8%	15,4%	
Nợ vay ròng/VCSH	23,0%	41,0%	50,3%	43,5%	
P/E	14,4x	11,2x	10,4x	9,2x	
P/B	2,1x	1,8x	1,5x	1,3x	

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

Backlog lớn, doanh số bán BDS tăng tốc sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2026

- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN và điều chỉnh tăng 20,5% giá mục tiêu lên 118.900 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu do (1) định giá cao hơn đối với dự án Green Paradise, Apollo City và Cam Lâm; (2) bổ sung các dự án KCN đã được phê duyệt đầu tư; và (3) chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026, phần nào bị ảnh hưởng bởi (4) dự báo số dư nợ vay ròng cuối năm 2025 cao hơn.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ đạt 38,6 nghìn tỷ đồng (+21,5% YoY), với LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 sẽ đạt 24,2 nghìn tỷ đồng (gấp 6 lần QoQ và gấp 2 lần YoY), được thúc đẩy bởi ghi nhận phần lớn các giao dịch bán lô lớn của Green Paradise trong quý 3/2025 và tiếp tục bàn giao tại Royal Island.
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS đạt 41,4 nghìn tỷ đồng (+7% so với dự báo năm 2025), được hỗ trợ bởi doanh thu BDS cốt lõi tăng 26% YoY (159 nghìn tỷ đồng), trong đó khoảng 64% đến từ doanh số bán hàng chưa ghi nhận (Green Paradise, Royal Island và các đợt bàn giao mới tại Wonder City, Green City và Golden City) và khoảng 36% đến từ doanh số bán hàng mới dự kiến.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 10%/12%/15% đối với dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26/27, chủ yếu phản ánh triển vọng doanh số bán hàng tích cực hơn tại Green Paradise, với cả bán lô lớn và doanh số bán lẻ được hỗ trợ bởi các yếu tố hạ tầng phát triển.
- Chúng tôi dự phóng tổng doanh số bán hàng của VHM giai đoạn 2025–2027 đạt 568 nghìn tỷ đồng, tăng 31% so với ước tính trước, chủ yếu nhờ doanh số bán hàng tăng mạnh tại Green Paradise và Apollo City, cũng như việc dự kiến mở bán sớm hơn dự án Phước Vĩnh Tây trong năm 2027 (trong dự báo trước đó là năm 2028).
- Rủi ro: Tiến độ mở bán và biên lợi nhuận tại các dự án mới yếu hơn kỳ vọng.

Doanh số bán hàng chưa ghi nhận và doanh số bán hàng lớn, hỗ trợ lợi nhuận năm 2026:

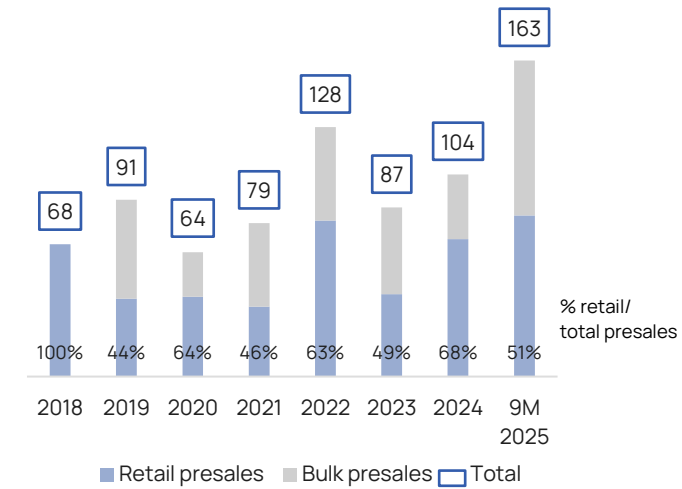
Chúng tôi dự phóng doanh thu BDS cốt lõi tăng lần lượt 12%/26%/12% YoY trong các năm 2025/2026/2027. Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (tại thời điểm cuối quý 3/2025 đạt 223,9 nghìn tỷ đồng), dự kiến lần lượt đóng góp ~100%/64%/18% vào doanh thu BDS cốt lõi của quý 4/2025, năm 2026 và năm 2027. Đà mở bán được kỳ vọng duy trì tại các dự án (Green Paradise, Green City và Golden City), cùng với đóng góp từ các dự án dự kiến mở bán mới (Apollo City và Tuyên Quang trong năm 2026).

Cơ sở hạ tầng hỗ trợ triển vọng mở bán của các dự án quy mô lớn: VIC/VinSpeed được chấp thuận đầu tư tuyến metro Bến Thành – Cần Giờ (dài khoảng 53 km, với tổng mức đầu tư 102 nghìn tỷ đồng, tổ chức lễ khởi công ngày 19/12), cùng với đề xuất tuyến đường sắt cao tốc Hà Nội –

Quảng Ninh (dài khoảng 124 km). Các dự án cơ sở hạ tầng này có thể mang lại lợi ích đáng kể cho Green Paradise và Apollo City.

Đòn bẩy cao hơn để tài trợ danh mục dự án quy mô lớn: VHM đang triển khai các hoạt động chuẩn bị cho nhiều dự án quy mô lớn, đòi hỏi nhu cầu vốn cao. Đồng thời, KCN Vinhomes Hà Tĩnh (VHM sở hữu 99,8%) đã nhận phê duyệt chủ trương đầu tư cho Dự án Cảng quốc tế Sơn Dương (với tổng vốn đầu tư 8,87 nghìn tỷ đồng), và dự án nhà xưởng cho thuê phục vụ chuỗi cung ứng xe điện (tổng vốn đầu tư 21,4 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu của VHM đạt lần lượt 50,3% và 43,5% vào cuối năm 2026/ 2027, so với 41,0% tại thời điểm cuối năm 2025 và mức bình quân 22% trong giai đoạn 2018–2024.

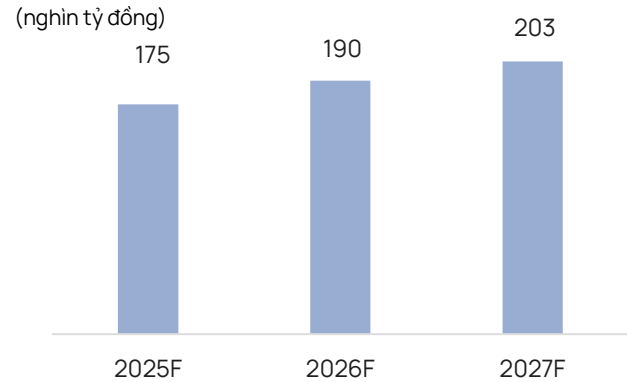
Hình 14: Giá trị hợp đồng bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)



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

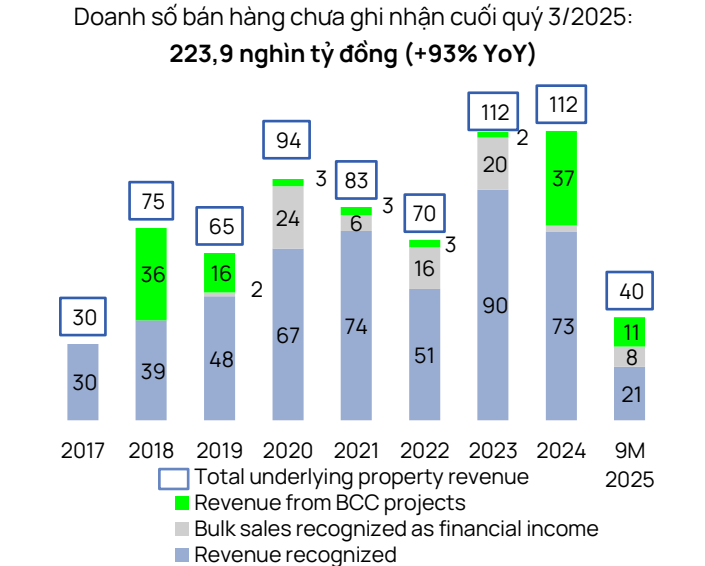
Hình 16: Dự báo doanh số bán hàng cho VHM



Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2025F	2026F	2027F
OP 2 & 3	4%	2%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	1%	0%	0%
Royal Island	15%	7%	0%
Golden Avenue	1%	0%	0%
Wonder City (Wonder Park)	22%	5%	0%
Green City (Hậu Nghĩa)	7%	9%	8%
Phước Vĩnh Tây	0%	0%	11%
Leman Golf	0%	2%	2%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	0%	11%
Apollo City (Hạ Long Xanh)	0%	16%	17%
Green Paradise (Cần Giờ)	40%	27%	28%
Golden City (Dương Kinh)	7%	13%	11%
Làng Vân	3%	11%	6%
Tuyên Quang	0%	4%	6%

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

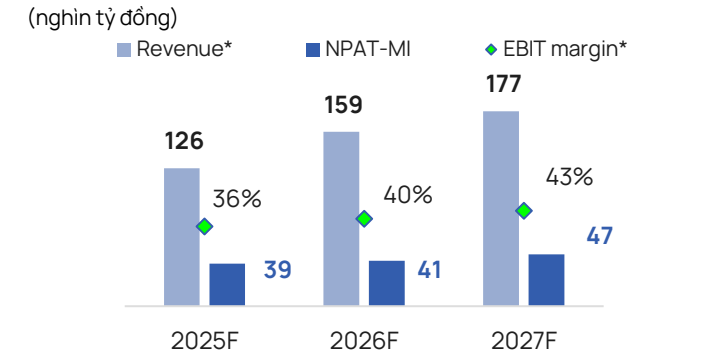
Hình 15: Doanh thu mảng BĐS của VHM (nghìn tỷ đồng)



Lưu ý: Tổng doanh thu BĐS cốt lõi báo 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 lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp

Hình 17: 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	19%	9%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	8%	0%	0%
Royal Island	20%	22%	10%
Golden Avenue	4%	3%	0%
Wonder City (Wonder Park)	0%	18%	11%
Green City (Hậu Nghĩa)	0%	12%	10%
Phước Vĩnh Tây	0%	0%	0%
Leman Golf	0%	2%	3%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	0%	10%
Apollo City (Hạ Long Xanh)	0%	0%	7%
Green Paradise (Cần Giờ)	42%	20%	19%
Golden City (Dương Kinh)	7%	8%	12%
Làng Vân	0%	4%	8%
Tuyên Quang	0%	0%	6%

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 18: Các dự án quy mô lớn của Vinhomes đã triển khai bán lẻ/mở bán lẻ

Tên dự án	Tổng số căn*	Tổng 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 (~ 49%) 10.900 căn cao tầng (0%)	2021-2026	7,6	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 (~ 38%) 4.100 căn cao tầng (0%)	2022-2026	5,2	Khoảng 200 (2% tổng số căn thấp tầng)
Royal Island (Hải Phòng)	9.300 căn thấp tầng	9.200 căn thấp tầng (~57%)	2024-2028	46,2	Khoảng 150 (2%)
Wonder City (Hà Nội)	2.300 căn thấp tầng và 2 tòa cao tầng	2.200 căn thấp tầng (~30%) 600 căn cao tầng (0%)	2026-2027	42,7	Khoảng 50 (~2% tổng số căn thấp tầng)
Golden City (Hải Phòng)	4.900 căn thấp tầng	2.400 căn thấp tầng (51%)	2025-2029	9,0	Khoảng 2.500 (51%)
Green City (Long An)	4.600 căn thấp tầng	1.950 căn thấp tầng (100%)	2025-2029	11,6	Khoảng 2.600 (57%)
Green Paradise (Cần Giờ, HCM)	N/A	11.200 căn thấp tầng (0%)	2025-2042	64,5	N/A
Golden Avenue (Quảng Ninh)	2.500 căn thấp tầng	2.400 căn thấp tầng (~88%)	2024-2026	8,8	Khoảng 165 (~7%)
Tổng cộng		Khoảng 68.000		~196	

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp và ước tính. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 3/2025; (*) 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 19: Hình ảnh thực tế tại dự án Vinhomes Green Paradise



Nguồn: Vietcap (hình ảnh trong chuyến tham quan thực địa; xem báo cáo [Site Visit](#) của chúng tôi)

Hình 20: Các dự án của VHM

Dự án	Nhà đầu tư đã đăng ký	Lợi ích kinh tế của VHM	Địa điểm*	Diện tích đất (nghìn m2)	Khởi công xây dựng** (Vietcap)	Thời điểm mở bán*** (Vietcap)
Dự án BĐS Nhà ở						
Wonder City (Wonder Park)	VIC	100%	Hà Nội	1.334	2020	Q1 2025
Ocean Park 2	VHM	100%	Hưng Yên	4.579	2021	2022
Ocean Park 3	VHM	100%	Hưng Yên	2.940	2022	2022
Golden Avenue	VHM	100%	Quảng Ninh	686	2022	2023
Royal Island (Vũ Yên)	VIC	95%	Hải Phòng	8.772	2023	2024
Golden City (Dương Kinh)	VHM	100%	Hải Phòng	2.406	2025	Q2 2025
Lehman Golf	Công ty con của VHM	100%	TP.HCM	2.000	2023	2026F
Green City (Hậu Nghĩa)	Công ty con của VHM	67%	Long An	1.972	2025	Q2 2025
Mỹ Lâm	Công ty con của VHM	66%	Tuyên Quang	4.554	2024	2026F
Quang Hanh	VIC	99%	Quảng Ninh	1.671	2026F	2028F
Tân Liễu	VIC	99%	Bắc Giang	661	2029F	2030F
Làng Vân	Vinpearl	100%	Đà Nẵng	5.122	2025	Q4 2025F
Tân Mỹ	Công ty con của VHM	76%	Long An	9.309	2029F	2029F
Phước Vĩnh Tây	VHM-VIG	100%	Long An	10.900	2025F	2027F
Ven Vịnh Cam Ranh	Cam Ranh-VHM-VinES	100%	Khánh Hòa	13.018	2025F	2028F
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	Công ty con của VHM	97%	TP.HCM	8.638	2025F	2023
Apollo City (Hạ Long Xanh)	VHM-VIC	70%	Quảng Ninh	55.403	2021	2026F
Green Paradise (Cần Giờ)	Công ty con của VHM	100%	TP.HCM	28.700	Tháng 4/2025	Q3 2025
Cam Lâm	Liên danh do VHM sở hữu	N/A	Khánh Hòa	103.600	2026F	2029F
Khu đô thị Thể thao Vinhomes Olympic ⁽¹⁾	Đang đề xuất	N/A	Hà Nội	~100.000	N/A	N/A
Nhà ở xã hội						
Thanh Hóa	VIC	99%	Thanh Hóa	92	2024	Q1 2025
Nam Trảng Cát	VHM	100%	Hải Phòng	281	2025	Q4 2025
Muối Cam Ranh	VHM	100%	Khánh Hòa	870	2024	2026F
KCN						
KCN Vững Áng	Công ty con của VHM	99,8%	Hà Tĩnh	9.648	N/A	N/A
KCN Nam Trảng Cát	Công ty con của VHM	99,2%	Hải Phòng	2.000	N/A	N/A
KCN Ngũ Phúc – Giai đoạn 1	Công ty con của VHM	99,2%	Hải Phòng	2.386	N/A	N/A
KCN Tân Trào – Giai đoạn 1	Công ty con của VHM	99,2%	Hải Phòng	2.260	N/A	N/A
Khác						
Bến cảng quốc tế Sơn Dương ⁽²⁾	Công ty con của VHM	99,8%	Hà Tĩnh	1.235	N/A	N/A
Nhà xưởng cho thuê phục vụ chuỗi cung ứng xe điện ⁽²⁾	Công ty con của VHM	99,8%	Hà Tĩnh	1.320	N/A	N/A

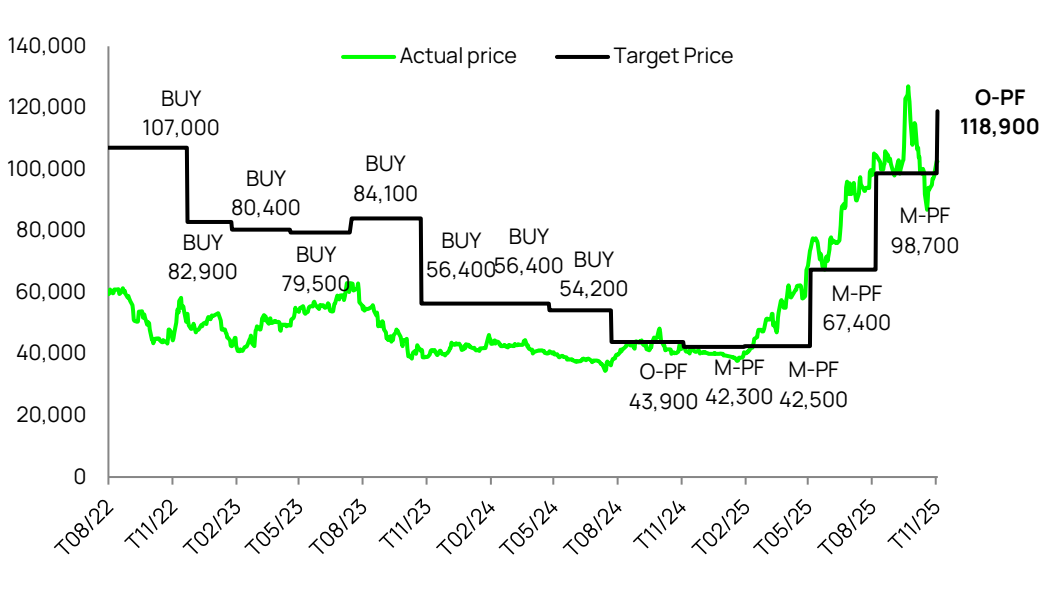
Nguồn: VHM, Vietcap dự báo. Note: (*) Tên các tỉnh/thành phố theo đơn vị hành chính trước khi sáp nhập chính thức từ ngày 01/07/2025; (**) Bao gồm khởi công san lấp mặt bằng, hạ tầng và móng; (***) Bao gồm mở bán lô lớn và mở bán bán lẻ; (1) Chưa được đưa vào dự báo hoặc định giá của chúng tôi do dự án đang chờ phê duyệt chủ đầu tư; (2) Đã bao gồm giải ngân capex dự phóng giai đoạn 2026–2027, tuy nhiên tác động liên quan đến lợi nhuận và định giá hiện chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi.

Hình 21: 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%	652.177	24,8
Đã được xây dựng và mở bán		202.003	7,7
Tiềm năng đang phát triển		450.175	17,1
KHU CÔNG NGHIỆP	~99-100%	32.969	1,3
DỊCH VỤ CHO THUÊ & VĂN PHÒNG	100%	28.707	1,1
Tổng NAV dự án		713.854	27,1
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn		54.637	2,1
(-) Tổng nợ vay		157.986	6,0
Giá trị tài sản ròng		610.505	23,2
Chiết khấu %		20%	
NAV sau chiết khấu		488.404	18,5
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		4.107	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		118.900	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)		105.200	
TL tăng		+13,0%	
Dự báo P/E năm 2025 tại giá mục tiêu		12,6x	
Dự báo P/B năm 2025 tại giá mục tiêu		2,0x	
Dự báo P/E năm 2026 tại giá mục tiêu		11,8x	
Dự báo P/B năm 2026 tại giá mục tiêu		1,7x	

Nguồn: Vietcap dự báo

Hình 22: 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 23: Báo cáo Tài chính của VHM

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	102.323	130.460	135.905	141.095
Giá vốn hàng bán	-69.356	-79.425	-79.663	-80.289
Lợi nhuận gộp	32.967	51.035	56.242	60.806
Chi phí bán hàng	-3.791	-5.506	-5.171	-5.348
Chi phí quản lí DN	-4.593	-4.237	-3.980	-4.115
LN từ HĐKD	24.583	41.291	47.091	51.343
Doanh thu tài chính	26.844	26.403	31.917	42.721
Chi phí tài chính	-10.487	-17.540	-22.965	-26.784
Trong đó, chi phí lãi vay	-7.589	-17.424	-22.870	-26.689
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-95	0	0	0
LNTT	40.848	50.155	56.043	67.280
Thuế TNDN	-5.775	-10.031	-11.209	-13.456
LNST trước lợi ích CĐTS	35.073	40.124	44.834	53.824
Lợi ích CĐTS	-3.271	-1.492	-3.478	-6.668
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	31.801	38.631	41.356	47.156
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	31.801	38.631	41.356	47.156
EBITDA	26.383	44.496	50.589	57.721
EPS báo cáo, VND	7.320	9.405	10.069	11.481
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%	27,5%	4,2%	3,8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-12,1%	68,0%	14,0%	9,0%
Tăng trưởng LNTT	-5,7%	22,8%	11,7%	20,1%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-4,5%	28,5%	7,1%	14,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	32,2%	39,1%	41,4%	43,1%
Biên LN từ HĐKD %	24,0%	31,7%	34,7%	36,4%
Biên EBITDA	25,8%	34,1%	37,2%	40,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	31,1%	29,6%	30,4%	33,4%
ROE %	16,7%	17,4%	15,8%	15,4%
ROA%	7,0%	6,1%	5,4%	5,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	289,5	434,0	890,5	1.346,8
Số ngày phải thu	69,2	55,4	55,8	56,4
Số ngày phải trả	106,3	91,7	91,5	90,7
TG luân chuyển tiền	252,4	397,6	854,9	1.312,5
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,0x	1,3x	1,5x	1,5x
CS thanh toán nhanh	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,2x	0,2x	0,1x
Nợ vay/Tài sản	14,4%	21,0%	23,3%	19,7%
Nợ vay/Vốn sử dụng	26,9%	37,7%	41,3%	35,9%
Nợ vay/Vốn CSH	23,0%	41,0%	50,3%	43,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,2x	2,4x	2,1x	1,9x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	28.780	49.245	59.367	42.960
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	134.169	254.550	337.955
TS ngắn hạn khác	177.303	197.605	214.314	226.565
Tổng TS ngắn hạn	285.479	406.684	554.910	635.224
TS dài hạn (gộp)	17.424	24.857	42.088	59.490
- Khấu hao lũy kế	-2.802	-10.848	-13.650	-19.338
TS dài hạn (ròng)	14.622	14.009	28.438	40.153
Đầu tư TC dài hạn	12.519	12.519	12.519	12.519
TS dài hạn khác	251.589	317.418	327.665	332.848
Tổng TS dài hạn	278.730	343.946	368.622	385.520
Tổng Tài sản	564.209	750.631	923.531	1.020.744
Phải trả ngắn hạn	19.960	19.960	19.960	19.960
Nợ vay ngắn hạn	34.276	30.849	27.764	24.988
Nợ ngắn hạn khác	224.296	251.256	323.131	380.880
Tổng nợ ngắn hạn	278.532	302.065	370.855	425.828
Nợ vay dài hạn	47.016	127.137	187.033	176.006
Nợ dài hạn khác	17.917	60.561	59.942	59.385
Tổng nợ	343.465	489.763	617.830	661.218
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	205.837	247.193	294.349
Vốn khác	1.111	1.111	1.111	1.111
Lợi ích CĐTS	18.108	19.601	23.079	29.747
Vốn chủ sở hữu	220.744	260.868	305.702	359.526
Tổng cộng nguồn vốn	564.209	750.631	923.531	1.020.744
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	49.245	59.367
Lợi nhuận sau thuế	31.801	38.631	41.356	47.156
Khấu hao	1.800	3.204	3.497	6.378
Thay đổi vốn lưu động	-29.146	-53.478	-40.320	-17.980
Điều chỉnh khác	-26.855	-14.885	-25.909	-20.992
Tiền từ hoạt động KD	-22.400	-26.527	-21.375	14.562
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-8.175	-7.433	-17.230	-17.403
Đầu tư, ròng	33.560	-23.761	-11.562	-6.431
Tiền từ HĐ đầu tư	25.385	-31.194	-28.792	-23.834
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	80.121	59.896	-11.027
Tiền từ các hoạt động TC khác	-1.848	1.492	3.478	6.668
Tiền từ hoạt động TC	11.692	78.186	60.289	-7.135
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14.677	20.465	10.122	-16.407
Tiền cuối năm	28.780	49.245	59.367	42.960

Nguồn: VHM, Vietcap dự báo

Vincom Retail (VRE)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG -7,0%

Ngành	BDS (Cho thuê bán lẻ)
Ngày báo cáo	05/12/2025
Giá hiện tại	34.400 VND
Giá mục tiêu	32.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	31.300 VND
TL tăng	-7,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-7,0%

GT vốn hóa	79,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	24,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	290,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ
Pha loãng	2,3 tỷ

	VRE	Peer*	VNI
P/E (trung)	16,0x	13,2x	16,8x
P/B (ht)	1,7x	1,8x	2,1x
ROE	11,3%	14,4%	13,5%
ROA	8,5%	5,3%	2,0%

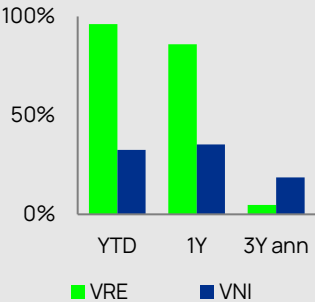
* Các công ty cùng ngành trong khu vực

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	8.812	10.246	11.847
% YoY	-8,7%	-1,4%	16,3%	15,6%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.773	4.143	4.710	5.291
NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.626	6.028	6.503	6.993
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	4.096	6.358	5.439	5.896
% YoY	-7,1%	55,2%	-14,5%	8,4%
EPS	-7,1%	55,2%	-14,5%	8,4%
Biên LN gộp	53,2%	55,2%	54,3%	53,0%
Biên LN từ HĐKD	42,2%	47,0%	46,0%	44,7%
Biên LN ròng	45,8%	72,2%	53,1%	49,8%
ROE	10,3%	14,1%	10,7%	10,4%
Nợ vay ròng/VCSH	3,6%	1,4%	1,7%	-3,6%
P/E	19,1x	12,3x	14,4x	13,3x
P/B	1,9x	1,6x	1,5x	1,3x

Cho thuê bán lẻ ổn định; doanh số bán BDS thúc đẩy dự phóng lợi nhuận cốt lõi năm 2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VRE và điều chỉnh tăng 2,2% giá mục tiêu lên 32.000 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu phản ánh việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026, trong khi giao dịch chuyển nhượng VCC Nguyễn Chí Thanh trị giá 3,63 nghìn tỷ đồng nhìn chung phù hợp với ước tính RNAV sau chiết khấu trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi dự phóng CAGR doanh thu đạt 21% trong giai đoạn 2026–2029, với mảng cho thuê bán lẻ đóng góp 65–91% vào doanh thu thuần. Trong cùng giai đoạn này, chúng tôi dự phóng CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 14%, 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 55% YoY lên 6,4 nghìn tỷ đồng (+41% so với dự báo trước), trong đó LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 tăng 1,9x QoQ và 2,4x YoY lên 2,6 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi thương vụ chuyển nhượng VCC Nguyễn Chí Thanh với lợi nhuận trước thuế ước tính khoảng 1,9 nghìn tỷ đồng.
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS đạt 5,4 nghìn tỷ đồng (-14% so với dự báo năm 2025; +9% so với dự báo trước), được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về: (i) lợi nhuận gộp mảng cho thuê bán lẻ tăng 10% YoY; (ii) đóng góp từ doanh số bán nhà phố thương mại mới tại Royal Island và Golden Avenue; và (iii) điều chỉnh tăng dự báo thu nhập tài chính. Nếu loại trừ khoản lãi thoái vốn bất thường trong dự báo năm 2025, LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 sẽ tăng 12% so với dự báo năm 2025.
- VRE đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 14,4 lần (theo dự báo của chúng tôi), cao hơn trung vị P/E dự phóng năm 2026 của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực trong 3 tháng là 12,7 lần (theo dự báo đồng thuận của Bloomberg).
- Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Biên lợi nhuận cải thiện mạnh hơn hoặc chậm hơn kỳ vọng, tiến độ mở bán quỹ đất nhà phố thương mại mới mua lại, và phát triển các dự án theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC/VHM mạnh hơn hoặc yếu hơn kỳ vọng.

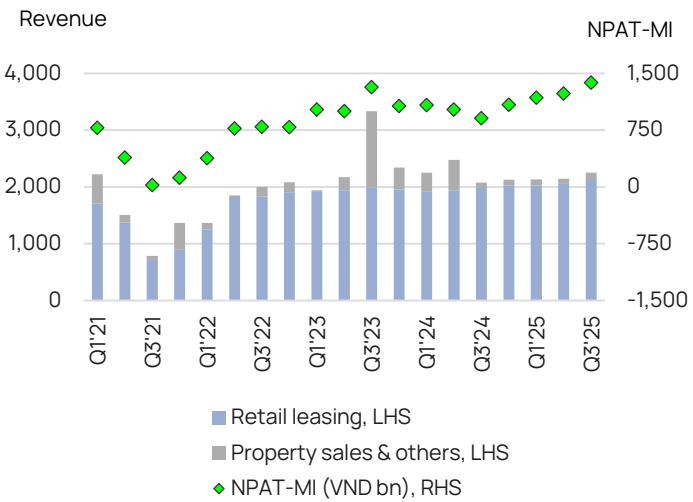
Cho thuê bán lẻ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong năm 2026: Chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp từ mảng cho thuê bán lẻ của VRE tăng 10% YoY trong năm 2026, được thúc đẩy bởi (1) đóng góp cả năm từ các TTTM mới khai trương trong năm 2025 (VMM Ocean City và VMM Royal Island) và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện lên mức 87% trong giai đoạn 2025–26 (so với 84% trong năm 2024).

Danh mục các dự án TTTM mới củng cố tăng trưởng dài hạn: Theo VRE, danh mục các dự án TTTM mới của công ty bao gồm khoảng 1,5–1,6 triệu m² diện tích sàn (GFA) cho thuê bán lẻ mới sau năm 2025 (trong đó khoảng 718.000 m² đã cam kết và khoảng 800.000–900.000 m² đang

trong giai đoạn nghiên cứu khả thi). Trong năm 2026, VRE dự kiến khai trương VCP Wonder City (Hà Nội; GFA 27.000 m²). Chúng tôi kỳ vọng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng lên 1,91 triệu/1,94 triệu m² vào cuối năm 2025/26, từ 1,89 triệu m² hiện tại. Chúng tôi duy trì dự phóng mức tăng thêm trong GFA cho thuê bán lẻ mới trung bình đạt khoảng 106.000 m²/năm trong giai đoạn 2026–29.

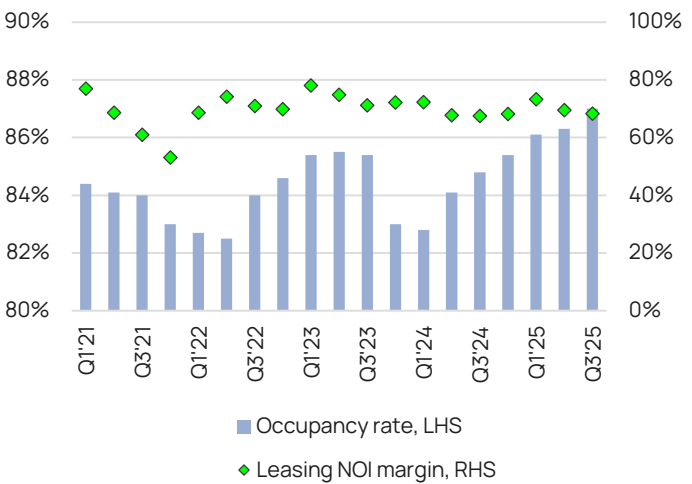
Các dự án bán BĐS mới sẽ là yếu tố hỗ trợ thêm tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS từ năm 2026: Chúng tôi dự phóng cấu phần nhà phố thương mại của VRE tại Royal Island và Golden Avenue (tổng cộng khoảng 1.200 căn thấp tầng; đang xây dựng) sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao trong năm 2026; đồng thời kỳ vọng cấu phần mới mua tại Green Paradise (khoảng 1.300 căn) sẽ bắt đầu mở bán trong năm 2027 và bàn giao trong năm 2028, qua đó tạo thêm động lực tăng trưởng lợi nhuận cho VRE từ năm 2026.

Hình 24: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của VRE (tỷ đồng)



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 25: Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) và tỷ lệ lấp đầy của VRE



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 26: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2025-2029 cho VRE

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025F % YoY	CAGR 26-29F
Doanh thu cho thuê (tỷ đồng)	7.017	6.008	4.701	6.865	7.796	7.878	8.609	9.366	10.087	11.094	12.267	9%	9%
VCC	2.408	2.152	1.667	2.329	2.579	2.680	2.645	2.587	2.759	2.943	3.139	-1%	7%
VMM	1.725	1.397	1.150	2.233	2.503	2.592	2.942	3.529	3.801	4.268	4.453	14%	8%
VCP	2.725	2.300	1.731	2.195	2.518	2.575	2.831	3.052	3.320	3.480	3.599	10%	6%
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	1.914	1.941	2.041	2.166	2.338	4%	6%
VCC	280	280	280	280	280	280	233	233	233	233	280	-17%	6%
VMM	388	444	444	512	512	557	657	657	732	807	882	18%	10%
VCP	831	831	831	883	883	932	951	978	1.003	1.053	1.103	2%	4%
VC+	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	0%	0%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	90%	84%	83%	84%	85%	84%	87%	87%	88%	88%	88%		
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9.259	8.329	5.891	7.361	9.791	8.939	8.812	10.246	11.847	16.979	18.152	-1%	21%
– % từ cho thuê	76%	72%	80%	93%	80%	88%	98%	91%	85%	65%	68%		
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	3.583	3.093	1.757	3.273	4.566	3.773	4.143	4.710	5.291	7.397	8.067	10%	20%
EBITDA (tỷ đồng)	5.295	4.851	3.637	5.264	7.166	6.937	10.048	8.776	9.485	11.731	12.571	45%	13%
NOI cho thuê (tỷ đồng)	4.955	4.280	3.161	4.857	5.746	5.626	6.028	6.503	6.993	7.681	8.477	7%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.851	2.382	1.315	2.776	4.409	4.096	6.358	5.439	5.896	7.562	8.098	55%	14%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	38,7%	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	42,2%	47,0%	46,0%	44,7%	43,6%	44,4%		
Biên NOI cho thuê	70,6%	71,4%	67,7%	71,0%	74,2%	68,8%	70,0%	69,4%	69,3%	69,2%	69,1%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,8%	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	45,8%	72,2%	53,1%	49,8%	44,5%	44,6%		

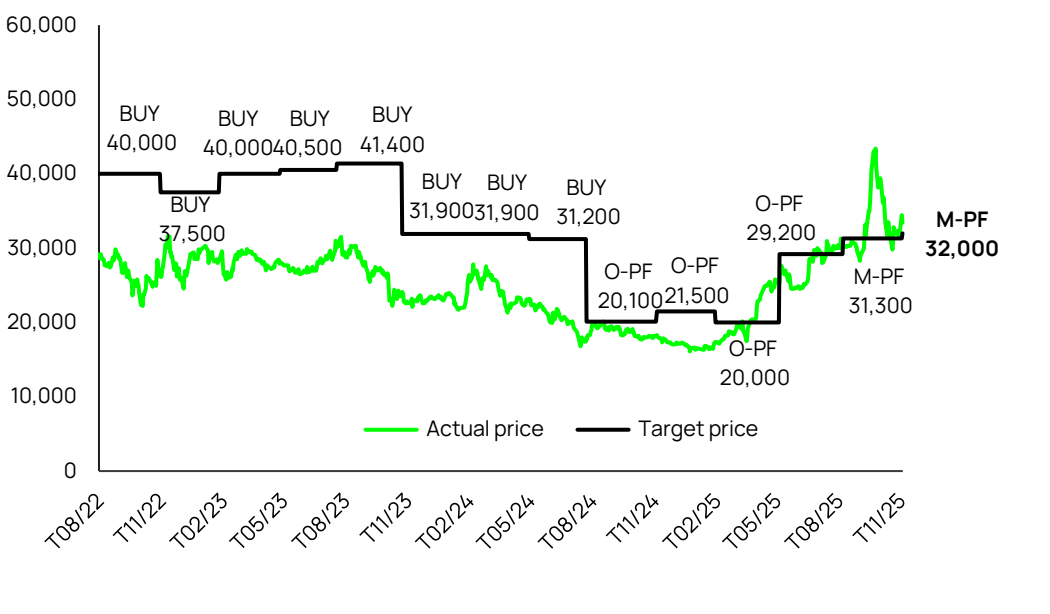
Nguồn: VRE, Vietcap dự báo (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính). Lưu ý: VRE có 4 mô hình TTTM: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+).

Hình 27: Tóm tắt định giá cho VRE

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế (tỷ đồng)
DỊCH VỤ CHO THUÊ		100%	79.855
VCC đang vận hành	TSVH		33.567
VMM đang vận hành	TSVH		29.056
VCP và VC+ đang vận hành	TSVH		14.371
Các dự án trong kế hoạch đã xác định	TSVH/CKDT		2.861
BÁN BẤT ĐỘNG SẢN	DCF	100%	11.601
Tổng NAV dự phóng			91.456
Cộng tiền mặt			5.711
Trừ tổng nợ vay			6.367
Giá trị tài sản ròng (NAV)			90.799
Chiết khấu RNAV (%)			20%
NAV sau chiết khấu			72.639
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)			2.272
Giá mục tiêu (đồng/CP)			32.000
Giá hiện tại (đồng/CP)			34.400
Tỷ lệ tăng			-7,0%
Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu			11,4x
Dự phóng P/B năm 2025 @ giá mục tiêu			1,5x
Dự phóng P/E năm 2026 @ giá mục tiêu			13,4x
Dự phóng P/B năm 2026 @ giá mục tiêu			1,4x

Nguồn: Vietcap

Hình 28: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 29: Báo cáo tài chính của VRE

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	8.939	8.812	10.246	11.847
Giá vốn hàng bán	-4.184	-3.949	-4.687	-5.567
Lợi nhuận gộp	4.755	4.864	5.559	6.280
Chi phí bán hàng	-341	-392	-462	-539
Chi phí quản lí DN	-642	-328	-387	-451
LN từ HĐKD	3.773	4.143	4.710	5.291
Doanh thu tài chính	1.786	4.321	2.470	2.519
Chi phí tài chính	-838	-1.016	-834	-833
Trong đó, chi phí lãi vay	-566	-576	-694	-693
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	413	600	540	486
LNTT	5.133	8.049	6.885	7.463
Thuế TNDN	-1.038	-1.690	-1.446	-1.567
LNST trước lợi ích CĐTS	4.096	6.358	5.439	5.896
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	4.096	6.358	5.439	5.896
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	4.096	6.358	5.439	5.896
EBITDA	6.937	10.048	8.776	9.485
EPS báo cáo, VND	1.802	2.798	2.394	2.595
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%	-1,4%	16,3%	15,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-17,4%	9,8%	13,7%	12,3%
Tăng trưởng LNTT	-7,1%	56,8%	-14,5%	8,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-7,1%	55,2%	-14,5%	8,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	53,2%	55,2%	54,3%	53,0%
Biên LN từ HĐKD %	42,2%	47,0%	46,0%	44,7%
Biên EBITDA	77,6%	114,0%	85,6%	80,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	45,8%	72,2%	53,1%	49,8%
ROE %	10,3%	14,1%	10,7%	10,4%
ROA%	8,0%	10,7%	8,2%	8,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	40,8	329,2	608,5	549,5
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	353,5	632,8	573,8
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,1	5,5	5,8	6,4
CS thanh toán nhanh	2,0	3,7	3,7	4,4
CS thanh toán tiền mặt	0,5	1,5	1,3	2,1
Nợ vay/Tài sản	8,2%	10,1%	9,2%	8,5%
Nợ vay /Vốn sử dụng	9,8%	11,7%	10,6%	9,6%
Nợ vay /Vốn CSH	3,6%	1,4%	1,7%	-3,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,7x	7,2x	6,8x	7,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	2.885	5.585	5.325	8.387
Đầu tư TC ngắn hạn	126	126	126	126
Các khoản phải thu	1.674	1.416	2.177	1.978
Hàng tồn kho	295	6.829	8.799	7.964
TS ngắn hạn khác	7.332	7.332	7.332	7.332
Tổng TS ngắn hạn	12.312	21.288	23.760	25.787
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	41.852	45.040	48.869
Tổng TS dài hạn	42.914	42.066	45.248	49.071
Tổng Tài sản	55.226	63.354	69.007	74.857
Phải trả ngắn hạn	462	397	623	588
Nợ vay 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	3.866	4.091	4.057
Nợ vay dài hạn	2.523	6.348	6.336	6.325
Nợ dài hạn khác	4.860	4.860	4.860	4.860
Tổng nợ	13.304	15.073	15.287	15.242
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	26.953	32.392	38.288
Vốn khác	-2.007	-2.007	-2.007	-2.007
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	41.923	48.281	53.720	59.616
Tổng cộng nguồn vốn	55.226	63.354	69.007	74.857
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	5.585	5.325
Lợi nhuận sau thuế	4.096	6.358	5.439	5.896
Khấu hao	1.379	1.583	1.596	1.675
Thay đổi vốn lưu động	-3.113	-6.341	-2.505	1.000
Điều chỉnh khác	-1.604	-1.900	0	0
Tiền từ hoạt động KD	758	-299	4.530	8.571
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-4.192	-2.466	-4.778	-5.498
Đầu tư, ròng	1.729	3.630	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.463	1.164	-4.778	-5.498
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	3.824	-12	-12
Tiền từ các hoạt động TC khác	-218	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	488	1.835	-12	-12
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.217	2.700	-259	3.061
Tiền cuối năm	2.885	5.585	5.325	8.387

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

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc 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 Thực, 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 và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@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.