

TẬP ĐOÀN VINGROUP - CTCP (HOSE: VIC)

TẬP ĐOÀN ĐA NGÀNH

Nền tảng vững chắc đón chu kỳ tăng trưởng mới

Vingroup (HoSE: VIC, NĂM GIỮ – VND119,900) là tập đoàn tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, dẫn đầu cả nước trong nhiều ngành nghề kinh doanh:

Nhấn để đọc [Dự phóng KQKD](#) và [Định giá](#) của Vingroup.

Nhân tố quan trọng định hình thị trường bất động sản dân cư Việt Nam

Hoạt động trong lĩnh vực bất động sản dân cư của Vingroup được quản lý bởi công ty con là **CTCP Vinhomes (HoSE: VHM, NĂM GIỮ – VND91.700)**. VHM được công nhận là một trong những công ty có ảnh hưởng nhất trong lĩnh vực bất động sản dân cư tại Việt Nam, với 26% thị phần trên tất cả các phân khúc. Công ty lần lượt nắm giữ 37% và 39% thị phần ở phân khúc chung cư tầm trung và cao cấp, và dẫn đầu phân khúc bất động sản gắn liền với đất với 38% thị phần, tính đến tháng 3/2025. Đến cuối năm 2024, VHM có tổng quỹ đất khoảng 18.800 ha, lớn nhất trong số các nhà phát triển BĐS niêm yết tại Việt Nam. Quỹ đất này được phân bổ đa dạng về mặt địa lý, với 51% nằm ở miền Bắc, 15% ở miền Trung và 34% ở miền Nam.

Nhấn để đọc [Triển vọng ngành Bất động sản dân cư](#), [Triển vọng công ty](#), [Dự phóng KQKD](#) và [Định giá](#) của Vinhomes

Tiên phong trong lĩnh vực sản xuất xe điện tại Việt Nam

Tại Việt Nam, **VinFast (Nasdaq: VFS US)** hiện đang giữ vị trí dẫn đầu trên thị trường ô tô trong nước với thị phần xe đăng kiểm đạt 40% trong 3 tháng đầu năm 2025. Công ty đã phát triển danh mục sản phẩm toàn diện, từ các mẫu xe phổ thông đến cao cấp, qua đó mở rộng khả năng tiếp cận xe điện ở nhiều phân khúc thị trường khác nhau. Tính đến cuối tháng 6/2025, VinFast đã vận hành 388 showroom trên toàn cầu (trong đó 86% ở châu Á); khách hàng của VinFast có thể truy cập vào hơn một triệu điểm sạc xe điện, bao gồm cả hạ tầng do công ty sở hữu tại Việt Nam và mạng lưới đối tác tại Bắc Mỹ và châu Âu.

Nhấn để đọc [Triển vọng ngành xe điện](#) và [Triển vọng công ty](#) của VinFast

Cổ đông sáng lập và chiến lược của nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất cả nước

Vincom Retail (HoSE: VRE, NĂM GIỮ – VND31.600) hiện là nhà phát triển và vận hành BĐS bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, với mạng lưới 88 trung tâm thương mại (TTTM) trên toàn quốc, tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) đạt hơn 1,84 triệu m² tính đến tháng 3/2025. Danh mục dự án đa dạng của công ty bao gồm bốn mô hình TTTM được thiết kế chiến lược để phục vụ các phân khúc thị trường khác nhau, bao gồm Vincom Mega Mall, Vincom Center, Vincom Plaza và Vincom+.

Nhấn để đọc [Triển vọng ngành Bất động sản bán lẻ](#), [Triển vọng công ty](#), [Dự phóng KQKD](#), và [Định giá](#) của Vincom Retail

Xây dựng điểm đến nghỉ dưỡng và giải trí cao cấp trên toàn quốc

Vinpearl (HoSE: VPL) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành dịch vụ khách sạn và giải trí tại Việt Nam, với danh mục tài sản trải dài trên toàn quốc, bao gồm các quần thể khách sạn/khu nghỉ dưỡng, tổ hợp giải trí và công viên theo chủ đề, và sân golf. Tính đến tháng 3/2025, công ty đang vận hành 48 cơ sở trên cả nước, bao gồm 31 khách sạn và khu nghỉ dưỡng, 12 tổ hợp vui chơi giải trí, 4 sân golf và 1 trung tâm hội nghị & ẩm thực. Hoạt động của Vinpearl được triển khai thông qua ba thương hiệu chính: Vinpearl Hotels & Resorts, VinWonders và Vinpearl Golf, và trung tâm hội nghị – ẩm thực cao cấp mang thương hiệu Almaz.

Nhấn để đọc [Triển vọng ngành Khách sạn và giải trí](#), [Triển vọng công ty](#) và [Dự phóng KQKD](#) của Vinpearl

Chuyên viên phân tích**Phan Thị Thanh Huyền**huyenptt@vpbanks.com.vn

Mục lục

Tổng quan công ty và Tóm tắt khuyến nghị đầu tư.....	4
Quá trình phát triển của tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam.....	4
Cấu trúc sở hữu.....	6
CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (HOSE: VHM)	7
CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM RETAIL (HOSE: VRE)	8
TẬP ĐOÀN VINGROUP – CTCP (HOSE: VIC)	9
Các hoạt động kinh doanh chính – Bất động sản dân cư.....	10
Nhân tố quan trọng định hình thị trường bất động sản Việt Nam	10
Sự thay đổi trong chiến lược phát triển dự án của công ty	10
Định nghĩa lại cuộc sống đô thị thông qua thiết kế thông minh và bền vững	11
Triển vọng ngành: Chính sách hỗ trợ và nhu cầu lớn thúc đẩy tăng trưởng.....	12
Môi trường chính sách hỗ trợ giúp gia tăng nguồn cung.....	12
Động lực dài hạn cho nhu cầu được hỗ trợ bởi quá trình đô thị hóa và nâng cấp hạ tầng	14
Luật mới mang tác động đa chiều, nhưng đặt nền tảng cho sự bền vững của thị trường.....	16
Giá nhà tăng cao có thể ảnh hưởng đến khả năng mua nhà và đà phục hồi của thị trường	16
Triển vọng công ty: Danh mục dự án gối đầu đảm bảo lợi nhuận dài hạn.....	17
Backlog lớn và các đợt mở bán mới dự kiến thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.....	17
Danh mục dự án gối đầu đảm bảo lợi nhuận dài hạn	18
VHM tối ưu kênh bán hàng kết hợp giữa bán lẻ lớn và bán lẻ	23
Các hoạt động kinh doanh chính – Sản xuất xe điện	25
Tiên phong trong lĩnh vực sản xuất xe điện tại Việt Nam.....	25
Danh mục sản phẩm toàn diện và mạng lưới bán hàng rộng khắp.....	25
Mở rộng công suất sản xuất mạnh mẽ để phục vụ kế hoạch tăng trưởng dài hạn	27
Thiết lập vị thế dẫn đầu về thị phần bán hàng tại thị trường ô tô Việt Nam	27
Triển vọng ngành: Thị trường xe điện toàn cầu tiếp tục mở rộng.....	29
Tiêu thụ xe điện tiếp tục tăng, đặc biệt mạnh tại châu Á và các thị trường mới nổi	29
Công nghệ pin và hạ tầng sạc – Động lực quan trọng thúc đẩy ngành xe điện	31
Tái cấu trúc chuỗi cung ứng mở ra cơ hội cho các nền kinh tế mới nổi.....	32
Triển vọng công ty: Nâng cấp thương hiệu từ nội địa đến toàn cầu.....	33
Củng cố hệ sinh thái sản phẩm dịch vụ và tăng cường vị thế tại thị trường nội địa	33
Xây dựng nền tảng vững chắc tại các thị trường châu Á với hệ sinh thái hoàn chỉnh.....	33
Chúng tôi dự báo sản lượng EV gấp đôi svck trong năm 2025 và có lãi gộp vào năm 2027	34
Các hoạt động kinh doanh chính – Bất động sản bán lẻ	35
Cổ đông sáng lập và chiến lược của Vincom Retail	35
Quá trình phát triển của chủ đầu tư bất động sản bán lẻ hàng đầu Việt Nam.....	35

Sở hữu các mô hình trung tâm thương mại đa dạng, phù hợp với nhiều nhóm khách hàng	36
Triển vọng ngành: Việt Nam tiếp tục thu hút các nhãn hàng và chủ đầu tư.....	39
Nhu cầu mạnh mẽ từ khách thuê tiếp tục thúc đẩy giá thuê và duy trì tỷ lệ lấp đầy cao.....	39
Các nhà phát triển bất động sản bán lẻ tiếp tục mở rộng tại thị trường Việt Nam.....	40
Triển vọng công ty: Tiếp tục mở mới và nâng cao hiệu quả các TTTM	41
Mở mới TTTM tại các khu đô thị mới và các tỉnh thành đang phát triển	41
Tối ưu hóa hiệu quả vận hành thông qua việc nâng cấp tài sản và chiến lược cho thuê.....	42
Phát triển mảng shophouse cùng các dự án đô thị của VIC/VHM	43
Các hoạt động kinh doanh chính – Khách sạn và giải trí.....	45
Xây dựng điểm đến nghỉ dưỡng và giải trí cao cấp trên toàn quốc.....	45
Hệ sinh thái toàn diện mang đến trải nghiệm trọn vẹn cho du khách.....	45
Hợp tác chiến lược với các thương hiệu khách sạn quốc tế có danh tiếng	46
Triển vọng ngành: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng dài hạn.....	47
Du lịch phục hồi mạnh nhờ chính sách hỗ trợ và hệ sinh thái điểm đến đa dạng	47
Phát triển hạ tầng và liên kết với các hãng vận chuyển thúc đẩy tăng trưởng ngành	48
Triển vọng công ty: Tiếp tục mở mới các cơ sở khách sạn và công viên.....	49
Tóm tắt KQKD và dự phóng giai đoạn 2025-30.....	50
Vinhomes	50
Vincom Retail	53
Vinpearl.....	55
Vingroup	58
Đánh giá tình hình tài chính chung của Tập đoàn Vingroup.....	61
Định giá.....	65
Vinhomes	65
Vincom Retail.....	68
Vingroup	71

Tổng quan công ty và Tóm tắt khuyến nghị đầu tư

Quá trình phát triển của tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam

Tiền thân của Vingroup là Công ty Cổ phần Technocom, được thành lập vào năm 1993 tại Ukraine bởi ông Phạm Nhật Vượng cùng một nhóm các cộng sự. Dòng sản phẩm đầu tiên của công ty là mì ăn liền mang thương hiệu Mivina. Vào tháng 9/2009, Technocom Việt Nam đổi tên thành **Tập đoàn Đầu tư Việt Nam (Vingroup)**, có trụ sở chính tại Hà Nội và chuyển hướng tập trung vào lĩnh vực bất động sản thương mại và du lịch thông qua các công ty con: CTCP Thương mại Tổng hợp Việt Nam (Vincom) và CTCP Vinpearl.

- **CTCP Vincom** được thành lập vào tháng 5/2002. Công ty đã xây dựng danh mục bất động sản đa dạng bao gồm các dự án nhà ở, cho thuê mặt bằng bán lẻ và văn phòng, tập trung vào các phân khúc khách hàng từ trung cấp đến cao cấp. Công ty được biết đến rộng rãi trên thị trường với khả năng triển khai các dự án phức hợp quy mô lớn – bao gồm nhà ở, trung tâm thương mại (TTTM) và văn phòng – tại các khu vực đô thị lớn như Hà Nội và TP.HCM, bàn giao đúng tiến độ và chất lượng công trình tốt. Các dự án nổi bật có thể kể đến Vincom Center Hà Nội – Tháp A, B và C, Royal City, Vincom Village (Hà Nội).
- **CTCP Vinpearl** có tiền thân là Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Du lịch, Thương mại và Dịch vụ Hòn Tre, được thành lập vào tháng 7/2001. Công ty đã phát triển thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ khách sạn, khu nghỉ dưỡng và dịch vụ giải trí cao cấp hàng đầu tại Việt Nam. Vinpearl đã được công nhận rộng rãi thông qua các dự án hàng đầu như Vinpearl Resort Nha Trang và VinWonders Nha Trang.

Tháng 11/2011, **Tập đoàn Vingroup – CTCP** chính thức được thành lập thông qua việc sáp nhập CTCP Vinpearl vào CTCP Vincom thông qua hình thức hoán đổi cổ phiếu. Việc sáp nhập không chỉ củng cố vị thế của Vingroup trong lĩnh vực bất động sản và dịch vụ khách sạn-giải trí mà còn đặt nền tảng cho sự phát triển nhanh chóng về quy mô, vốn hóa và sức ảnh hưởng trên thị trường. Tận dụng giá trị thương hiệu mạnh mẽ của các dự án chủ lực và được dẫn dắt bởi tầm nhìn táo bạo, dài hạn, Vingroup đã đẩy nhanh quá trình mở rộng trên toàn quốc. Thông qua các thương vụ mua lại đất đai chiến lược, định vị thị trường cao cấp và thực hiện nhất quán các dự án phát triển quy mô lớn, tập đoàn nhanh chóng nổi lên như một thế lực thống trị trong bối cảnh đô thị của Việt Nam. Việc niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) vào năm 2012 đã thu hút sự quan tâm đáng kể từ cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước, củng cố vị thế của Vingroup là nhà phát triển bất động sản niêm yết lớn nhất Việt Nam và đưa công ty lên vị trí hàng đầu trong khu vực tư nhân của đất nước.

Kể từ đó, Vingroup đã mở rộng hoạt động kinh doanh của mình sang nhiều ngành công nghiệp liên quan, bao gồm sản xuất (VinFast), chăm sóc sức khỏe (Vinmec), giáo dục (Vinschool, VinUni), công nghệ (VinBigdata, VinCSS, VinHMS, VinAI, VinMotion, VinRobotics) và giao thông công cộng (VinBus). Mặc dù không phải tất cả các dự án này đều đạt được thành công thương mại lâu dài, nhưng những nỗ lực đa dạng hóa liên tục của tập đoàn phản ánh tham vọng mạnh mẽ trong việc định hình một nền kinh tế Việt Nam hiện đại, tự chủ và xây dựng một hệ sinh thái phong cách sống tích hợp.

Đến cuối tháng 3 năm 2025, Vingroup hoạt động dưới hình thức “holding” với 112 công ty con, được cấu trúc xung quanh ba trụ cột chiến lược: Công nghệ – Công nghiệp, Thương mại Dịch vụ và Thiện nguyện xã hội. Thông qua các trụ cột này, Vingroup cung cấp đầy đủ các loại hình nhà ở trong hệ sinh thái của mình cho khách hàng. Tập đoàn cũng đang thực hiện những bước đầu tiên trong lĩnh vực Phát triển năng lượng (bao gồm năng lượng tái tạo và điện khí LNG) và Hạ tầng, tiếp tục củng cố hệ sinh thái tích hợp của mình và tăng cường sự hợp lực lâu dài trên các phân khúc kinh doanh đa dạng của mình.

Hình 1: Hệ sinh thái Vingroup



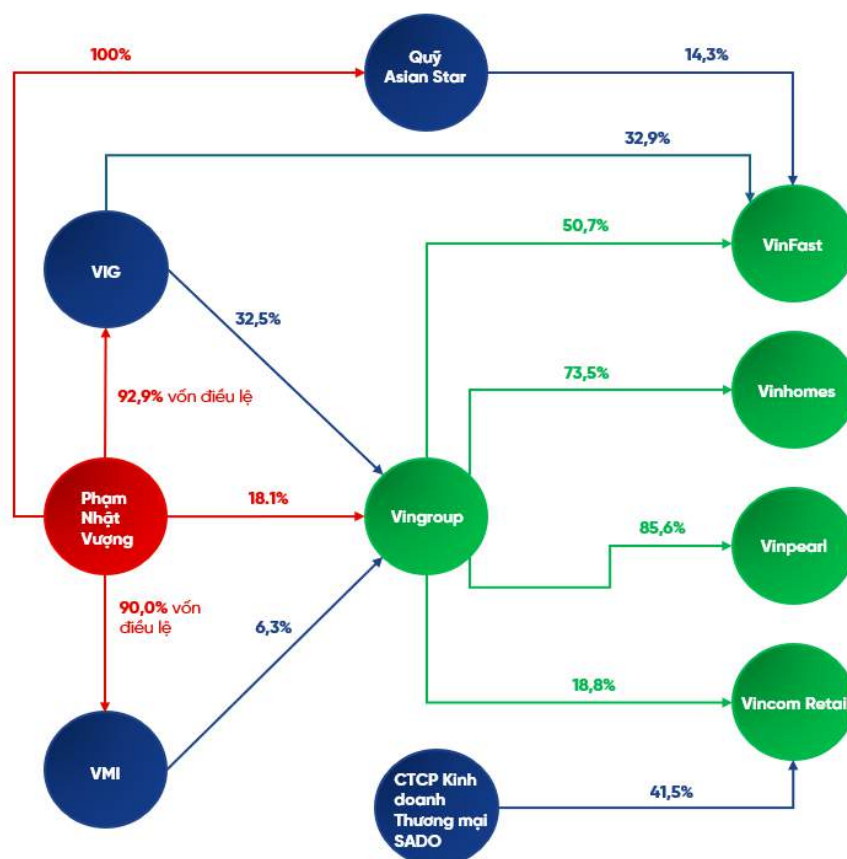
Nguồn: VIC, VPBankS Research

Cấu trúc sở hữu

Nhà sáng lập kiêm Chủ tịch Hội đồng quản trị Phạm Nhật Vượng là cổ đông lớn nhất trực tiếp và gián tiếp của Tập đoàn Vingroup. Ông nắm giữ 92,9% vốn điều lệ của Tập đoàn Đầu tư Việt Nam (VIG), 90,0% vốn của Công ty Cổ phần Quản lý và Đầu tư Bất động sản VMI và 95,0% vốn của Công ty Cổ phần Di động thông minh xanh (GSM). Tổng cộng, ông Vượng kiểm soát hiệu quả khoảng 55,2% cổ phần của VIC. Các thành viên khác trong gia đình cùng nhau sở hữu thêm 4,4% cổ phần.

Xin lưu ý rằng: 1) Biểu đồ này chỉ bao gồm các công ty được thảo luận cụ thể trong báo cáo này và các cổ đông lớn của họ. 2) Các mũi tên chỉ hướng sở hữu. 3) Dữ liệu tính đến ngày 31/12/2024.

Hình 2: Cơ cấu sở hữu của Vingroup và các công ty con/liên kết niêm yết chính



Nguồn: VIC, VPBankS Research

CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (HOSE: VHM)

BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Khuyến nghị 12 tháng

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu (12 tháng)

VND91.700

Tiềm năng tăng giá

4,3%

Giá đóng cửa gần nhất

VND87.900

Danh mục dự án gối đầu đảm bảo LN bền vững

Luận điểm đầu tư

- **Phát huy lợi thế cạnh tranh trong bối cảnh môi trường pháp lý thay đổi:** Trong ngắn hạn, các luật bất động sản sửa đổi có thể mang đến những tác động trái chiều – các chủ đầu tư có năng lực tài chính và vận hành hạn chế có thể chịu thêm áp lực, trong khi người mua nhà sẽ được hưởng lợi nhờ hệ thống pháp lý bảo vệ tốt hơn. Về dài hạn, những cải cách này được kỳ vọng sẽ nâng cao tính minh bạch và tính bền vững của thị trường. Là nhà phát triển hàng đầu với năng lực tài chính vững mạnh, năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng và luôn đảm bảo tuân thủ pháp luật khi thực hiện dự án, Vinhomes đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ môi trường pháp lý mới này.
- **Giá trị doanh số chưa ghi nhận lớn và các đợt mở bán mới hỗ trợ KQKD ngắn hạn:** Tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận tại cuối Q1/25 của VHM đạt 120.000 tỷ đồng, tăng 7,3% svck, mang lại triển vọng rõ ràng cho việc ghi nhận doanh thu năm tài chính hiện tại. Các khoản trả trước ngắn hạn từ KH của VHM đã liên tục vượt đáng kể các khoản phải thu KH ngắn hạn, phản ánh niềm tin của người mua và nhu cầu ổn định. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025 đạt 94.578 tỷ đồng, giảm 7,6% svck trong khi chờ đến thời điểm bàn giao các dự án mới mở bán. Các thương vụ bán lẻ lớn sẽ tiếp tục hỗ trợ KQKD, LNST CĐ công ty mẹ năm 2025 dự kiến tăng 18,2% svck, đạt 37.592 tỷ đồng.
- **Danh mục dự án gối đầu đảm bảo lợi nhuận dài hạn:** VHM đang tập trung triển khai các dự án đô thị lớn tại khu vực ven Hà Nội, TP.HCM và các tỉnh vệ tinh có môi trường pháp lý thuận lợi. Bên cạnh Vinhomes Wonder City, Green City và Golden City đã mở bán, nhiều dự án khác dự kiến cũng ra mắt trong năm 2025 bao gồm Green Paradise, Apollo City Giai đoạn 1, và ba dự án khác. Các dự án trọng điểm dự kiến được mở bán trong năm 2026 sẽ bổ sung nguồn cung nhà ở thị trường miền Trung và miền Nam, bao gồm Vinhomes City Royal, Sai Gon Golf, Khu Đô thị Đại học Quốc tế và Ven Vịnh Cam Ranh. Chúng tôi dự báo doanh số hợp đồng ký mới của VHM sẽ tăng 41,3% svck lên 146.796 tỷ đồng trong năm 2025, và đạt 189.733 tỷ đồng vào năm 2027.

Rủi ro đầu tư

- **Tiến độ tháo gỡ các vướng mắc pháp lý chậm hơn dự kiến hoặc việc thi công bị trì hoãn** có thể cản trở quá trình mở bán các dự án mới;
- **Giá nhà tiếp tục tăng mức cao** có thể làm giảm khả năng chi trả, dẫn đến doanh số bán hàng yếu hơn kỳ vọng.

Tóm tắt dự phóng	2024	2025	2026	2027
Giá trị hợp đồng ký mới (tỷ đồng)	103.900	146.796	173.739	189.733
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	102.323	94.578	80.912	168.041
Biên lợi nhuận gộp (%)	32,2%	32,1%	31,3%	34,5%
Thu nhập từ bán dự án BCC và lẻ lớn (tỷ đồng)	19.872	38.716	46.298	52.365
LNST CĐ công ty mẹ (tỷ đồng)	31.801	37.592	36.124	66.086
Nợ vay/VCSH (%)	36,8%	35,1%	32,8%	22,9%
EBIT điều chỉnh/Chi phí lãi vay (lần)	5,7	4,6	3,4	5,6
ROA (%)	6,3%	6,7%	6,4%	11,1%
ROE (%)	15,8%	16,4%	14,6%	25,0%

Nguồn: VHM, VPBankS Research

Vốn hóa (Tỷ đồng)	361.042
SLCP lưu hành	4.107.412.004
KLGD trung bình 52 tuần	9.365.722
Giá cao nhất 52 tuần	87.900
Giá thấp nhất 52 tuần	34.500
Beta (lần)	1,0

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



	2023	2024	svck
EPS (VND)	7.664	7.742	1,0%
BVPS (VND)	41.943	53.743	28,1%
P/E (lần)	5,6	5,2	-0,4
P/B (lần)	0,8	0,8	0,0
ROE	20,2%	15,8%	-4,4 đ %
ROA	8,3%	6,3%	-2,0 đ %
D/E	31,0%	36,8%	5,8 đ %
HS bao phủ lãi vay (lần)	13,3	5,7	-7,6

Cơ cấu sở hữu (%)

Tập đoàn Vingroup - CTCP	73,5
Cổ đông khác	27,5

Tổng quan công ty

Vinhomes là nhà phát triển bất động sản (BDS) dân cư hàng đầu tại Việt Nam, và là thành viên của Vingroup – tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam. Vinhomes hiện sở hữu quỹ đất rộng lớn quy mô 18.800 ha (tại cuối năm 2024), tập trung chủ yếu tại các khu vực đô thị đông dân cư hoặc các địa phương có tiềm năng phát triển du lịch mạnh mẽ.

Chuyên viên phân tích

Phan Thị Thanh Huyền

huyenptt@vpbanks.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM RETAIL (HOSE: VRE)

BẤT ĐỘNG SẢN BÁN LẺ

Khuyến nghị 12 tháng

NẮM GIỮ

Giá mục tiêu (12 tháng)

VND31.600

Tiềm năng tăng giá

10,5%

Giá đóng cửa gần nhất

VND28.600

Tiếp tục mở rộng và tối ưu hiệu quả vận hành

Luận điểm đầu tư

- **Mở mới TTTM tại các khu đô thị mới và các tỉnh thành đang phát triển:** VRE đã chuẩn bị quỹ đất để mở thêm tối thiểu 800.000 m² diện tích sàn bán lẻ (GFA), tiến độ triển khai có thể điều chỉnh tùy theo diễn biến thị trường. Trong năm 2025, VRE dự kiến đưa vào vận hành ba TTTM mới – Vincom Mega Mall (VMM) Ocean City, VMM Royal Island, and Vincom Plaza Vinh – bổ sung 116.900 m² GFA bán lẻ, đạt 14,6% kế hoạch dài hạn. Trong các năm tới, công ty sẽ tiếp tục ưu tiên phát triển TTTM trong các đại dự án khu đô thị tích hợp của Vinhomes/Vingroup. Chúng tôi dự báo VRE sẽ có 91 TTTM đi vào vận hành vào cuối năm 2025, và tăng lên 97 cơ sở vào cuối năm 2027. Doanh thu cho thuê dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng kép 12,8%/năm trong giai đoạn 2024–27, đến từ các TTTM mới khai trương, hệ thống TTTM hiện hữu với tỷ lệ lấp đầy được cải thiện cùng cơ sở hạ tầng và chất lượng dịch vụ được nâng cấp.
- **Tối ưu hóa hiệu quả vận hành thông qua việc nâng cấp tài sản và chiến lược cho thuê:** Việc cải tạo và điều chỉnh cơ cấu ngành hàng đang giúp nâng tỷ lệ lấp đầy trong danh mục hiện tại, trong khi các TTTM mới thường đạt tỷ lệ cho thuê trước cao ở mức 85–90%, nhờ mạng lưới bán lẻ rộng khắp cả nước và khả năng thu hút các thương hiệu quốc tế và nội địa của VRE. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ lấp đầy trung bình toàn hệ thống sẽ tăng lên 87,9% trong năm 2025 (+3,7 điểm % svck), và đạt 89,2%/90,0% trong giai đoạn 2026–27.
- **Phát triển mảng shophouse để bán cùng các dự án đại đô thị của VIC/VHM:** VRE dự kiến sẽ bàn giao quỹ căn shophouse còn lại tại Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà, Quảng Trị) trong năm 2025, ước tính mang về khoảng 252 tỷ đồng doanh thu. Công ty có kế hoạch mở bán shophouse tại hai dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh) trong nửa cuối năm 2025, dự kiến có thể ghi nhận doanh thu từ nửa cuối năm 2026. Các dự án này dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ doanh thu bán bất động sản từ năm 2026, lần lượt đem lại 824 tỷ đồng, 2.900 tỷ đồng và 3.300 tỷ đồng trong giai đoạn 2026–28.

Rủi ro đầu tư

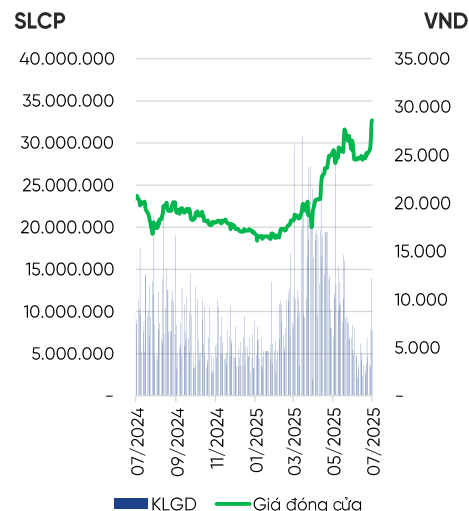
- **Đà phục hồi của ngành bán lẻ chậm hơn dự kiến,** dẫn đến việc khai trương TTTM mới bị trì hoãn, tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, và giá thuê bình quân suy giảm.
- **Sự cạnh tranh ngày càng gay gắt** từ các đối thủ như AEON, Lotte và Central.

Tóm tắt dự phóng	2024	2025	2026	2027
Số lượng TTTM hoạt động	88	91	94	97
Tổng diện tích cho thuê ('000 m ² GFA)	1.842	1.976	2.102	2.193
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	8.939	9.487	11.399	14.496
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	-8,7%	6,1%	20,2%	27,2%
Biên lợi nhuận gộp (%)	53,2%	54,0%	55,5%	56,5%
LNST CĐ công ty mẹ (tỷ đồng)	4.096	4.608	5.344	6.782
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	-7,1%	12,5%	16,0%	26,9%
Nợ vay/VCSH (%)	10,8%	11,5%	11,3%	11,1%
EBIT/Chi phí lãi vay (lần)	7,5	7,1	8,0	9,3
ROA (%)	8,0%	7,7%	8,1%	9,5%
ROE (%)	10,3%	10,4%	10,8%	12,1%

Nguồn: VRE, VPBankS Research

Vốn hóa (Tỷ đồng)	64.988
SLCP lưu hành	2.272.318.410
KLGD trung bình 52 tuần	9.137.995
Giá cao nhất 52 tuần	28.600
Giá thấp nhất 52 tuần	16.100
Beta (lần)	1,0

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



	2023	2024	svck
EPS (VND)	2.066	1.920	-7,1%
BVPS (VND)	16.639	18.452	10,9%
P/E (lần)	12,1	13,0	0,9
P/B (lần)	1,5	1,2	-0,3
ROE	12,4%	10,3%	-2,1 đ %
ROA	9,8%	8,0%	-1,8 đ %
D/E	10,4%	10,8%	0,4 đ %
HS bao phủ lãi vay (lần)	15,1	7,5	-7,6

Cơ cấu sở hữu (%)

CTCP Kinh doanh thương mại SADO	41,5
Vingroup	18,8
Cổ đông khác	39,7

Tổng quan công ty

Vincom Retail là nhà phát triển và vận hành BDS bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, với mạng lưới 88 trung tâm thương mại (TTTM) trải dài khắp cả nước, cung cấp tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) hơn 1,84 triệu m² tính đến tháng 03/2025. Danh mục TTTM rộng lớn của công ty bao gồm nhiều mô hình khác nhau, từ các TTTM quy mô lớn Vincom Mega Mall đến các mô hình gần gũi với cộng đồng như Vincom+, được thiết kế chiến lược để phục vụ các phân khúc thị trường riêng biệt. Tốc độ tăng trưởng ổn định của VRE phản ánh khả năng thích ứng linh hoạt với xu hướng tiêu dùng không ngừng thay đổi và vai trò của công ty trong việc định hình trải nghiệm bán lẻ hiện đại tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phan Thị Thanh Huyền

huyenptt@vpbanks.com.vn

TẬP ĐOÀN VINGROUP - CTCP (HOSE: VIC)

TẬP ĐOÀN ĐA NGÀNH

Khuyến nghị 12 tháng

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu (12 tháng)

VND119.900

Tiềm năng tăng giá

11,0%

Giá đóng cửa gần nhất

VND108.000

Nền tảng vững chắc đón chu kỳ tăng trưởng mới

Luận điểm đầu tư

- **Vinhomes duy trì tăng trưởng dài hạn thông qua chiến lược phát triển dự án:** VHM đang tập trung ra mắt các dự án tại miền Bắc Việt Nam và tại các địa phương có môi trường pháp lý thuận lợi, trong khi chuẩn bị mở rộng hơn nữa vào thị trường miền Trung và miền Nam. Bên cạnh Vinhomes Wonder City đã ra mắt vào tháng 3, nhiều dự án khác dự kiến ra mắt trong năm 2025 bao gồm Green City, Green Paradise, Golden City, Vinhomes Apollo City GD 1, và ba dự án khác. Cho năm 2026, các dự án dự kiến được mở bán bao gồm Vinhomes City Royal, Sai Gon Golf, Khu Đô thị Đại học Quốc tế và Ven Vịnh Cam Ranh. Chúng tôi dự báo doanh số hợp đồng ký mới của VHM sẽ tăng 41,3% svck lên 146.796 tỷ đồng trong năm 2025, và đạt 189.733 tỷ đồng vào năm 2027.
- **VinFast xây dựng nền tảng vững chắc cho kế hoạch mở rộng và duy trì vị thế:** Trong bối cảnh thị trường xe điện Việt Nam đang chứng kiến sự cạnh tranh ngày càng gay gắt, VinFast tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm và đầu tư mạnh vào hạ tầng sạc nhằm củng cố vị thế dẫn đầu thị trường. Tại các thị trường Đông Nam Á trọng điểm, năng lực sản xuất nội địa, hệ sinh thái xanh và mạng lưới phân phối rộng khắp giúp VinFast có vị thế thuận lợi để chiếm lĩnh thị phần. Chúng tôi kỳ vọng VinFast sẽ bàn giao 175.130 ô tô điện và 74.526 xe máy điện trong 2025, đạt mức 241.630 ô tô và 82.165 xe máy vào năm 2027.
- **Vinpearl tận dụng đà phục hồi của ngành du lịch:** Sự phục hồi của ngành du lịch Việt Nam được hỗ trợ bởi các chính sách thị thực và đầu tư vào hạ tầng. Trong năm 2025, Vinpearl dự kiến sẽ khai trương ba khách sạn mới tại Vinh, Bắc Ninh và Tuyên Quang, cùng với khu tổ hợp giải trí VinWonders 39ha nằm trong đại dự án Vinhomes Royal Island. Giai đoạn 2026–28, công ty lên kế hoạch đưa vào hoạt động các khách sạn hạng sang/cao cấp và các tổ hợp VinWonders quy mô 84ha tại Vinhomes Apollo City và Green Paradise. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng du lịch nghỉ dưỡng của Vinpearl sẽ tăng 26,3% svck, đạt 10.717 tỷ đồng trong năm 2025, và đạt 22.871 tỷ đồng vào năm 2028.

Rủi ro đầu tư

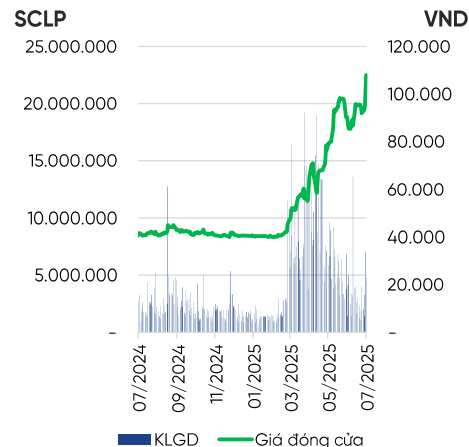
- **Nhu cầu nhà ở yếu hơn kỳ vọng** do những bất ổn vĩ mô, lãi suất tăng và tiến độ pháp lý chậm tại các dự án;
- **Không đạt được mục tiêu giao xe** do người tiêu dùng tiếp nhận chậm và cạnh tranh gay gắt (ví dụ: từ các sản phẩm giá rẻ của các hãng xe Trung Quốc);
- **Yếu tố bên ngoài như dịch bệnh, căng thẳng địa chính trị hoặc suy thoái kinh tế** toàn cầu gây gián đoạn du lịch quốc tế hoặc suy yếu tiêu dùng trong nước.

Tóm tắt dự phóng	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	189.068	278.491	251.796	379.483
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	17,1%	47,3%	-9,6%	50,7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	14,4%	13,8%	12,2%	24,3%
LNST CD công ty mẹ (tỷ đồng)	11.903	19.191	16.069	16.882
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	451,9%	61,2%	-16,3%	5,1%
Nợ vay/VCSH (%)	145,8%	130,6%	107,8%	90,0%
ROA (%)	1,6%	2,3%	1,9%	1,7%
ROE (%)	7,9%	11,4%	8,2%	7,7%
Số xe ô tô điện bàn giao	97.399	175.130	210.130	241.630
Số xe máy điện bàn giao	70.977	74.526	78.252	82.165

Nguồn: VIC, VPBankS Research

Vốn hóa (Tỷ đồng)	412.955
SLCP lưu hành	3.823.661.561
KLGD trung bình 52 tuần	3.889.390
Giá cao nhất 52 tuần	108.000
Giá thấp nhất 52 tuần	39.900
Beta (lần)	1,0

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



	2023	2024	svck
EPS (VND)	564	3.113	451,9%
BVPS (VND)	38.764	40.232	3,8%
P/E (lần)	79,1	13,0	-66,1
P/B (lần)	1,3	1,3	0,0
ROE	1,5%	7,9%	6,4 đ %
ROA	0,3%	1,6%	1,3 đ %
D/E	143,9%	145,8%	1,9 đ %
HS bao phủ lãi vay (lần)	-0,1	-0,2	-0,1

Cơ cấu sở hữu (%)

CTCP Tập đoàn Đầu tư Việt Nam - VIG	33,0
Phạm Nhật Vượng	18,1
CTCP Đầu tư và Quản lý Bất động sản - VMI	6,4
Cổ đông khác	42,5

Tổng quan công ty

Vingroup là tập đoàn tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, dẫn đầu cả nước trong nhiều ngành nghề kinh doanh. Công ty con Vinhomes là nhà phát triển BĐS hàng đầu, trong khi Vinpearl dẫn đầu mảng khách sạn và du lịch. Thông qua công ty liên kết Vincom Retail, VIC nắm giữ vị thế lớn trong ngành cho thuê sản bán lẻ. Tập đoàn cũng tiên phong trong lĩnh vực xe điện thông qua VinFast và tích cực đóng góp vào cơ sở hạ tầng xã hội thông qua các khoản đầu tư vào y tế, giáo dục và giao thông công cộng. Bên cạnh đó, Vingroup đang từng bước tiến vào lĩnh vực năng lượng và phát triển cơ sở hạ tầng, củng cố hệ sinh thái và tăng cường sự tích hợp giữa các phân khúc kinh doanh đa dạng của mình.

Chuyên viên phân tích

Phan Thị Thanh Huyền

huyenptt@vpbanks.com.vn

Các hoạt động kinh doanh chính – Bất động sản dân cư

Nhân tố quan trọng định hình thị trường bất động sản Việt Nam

Hoạt động trong lĩnh vực bất động sản dân cư của Vingroup được quản lý bởi công ty con là CTCP Vinhomes. Ban đầu được thành lập vào năm 2008 với tên gọi là CTCP Đô thị BIDV-PP, công ty đã đổi tên thành Vinhomes và chính thức niêm yết trên HoSE vào tháng 5/2018 với mã chứng khoán VHM.

Vinhomes được công nhận là một trong những công ty có ảnh hưởng nhất trong lĩnh vực bất động sản dân cư tại Việt Nam, với 26% thị phần trên tất cả các phân khúc. Công ty lần lượt nắm giữ 37% và 39% thị phần ở phân khúc chung cư tầm trung và cao cấp, và dẫn đầu phân khúc bất động sản gắn liền với đất với 38% thị phần, tính đến tháng 3/2025.

Đến cuối năm 2024, VHM có tổng quỹ đất khoảng 18.800 ha, lớn nhất trong số các nhà phát triển BĐS niêm yết tại Việt Nam. Quỹ đất này được phân bổ đa dạng về mặt địa lý, với 51% nằm ở miền Bắc, 15% ở miền Trung và 34% ở miền Nam.

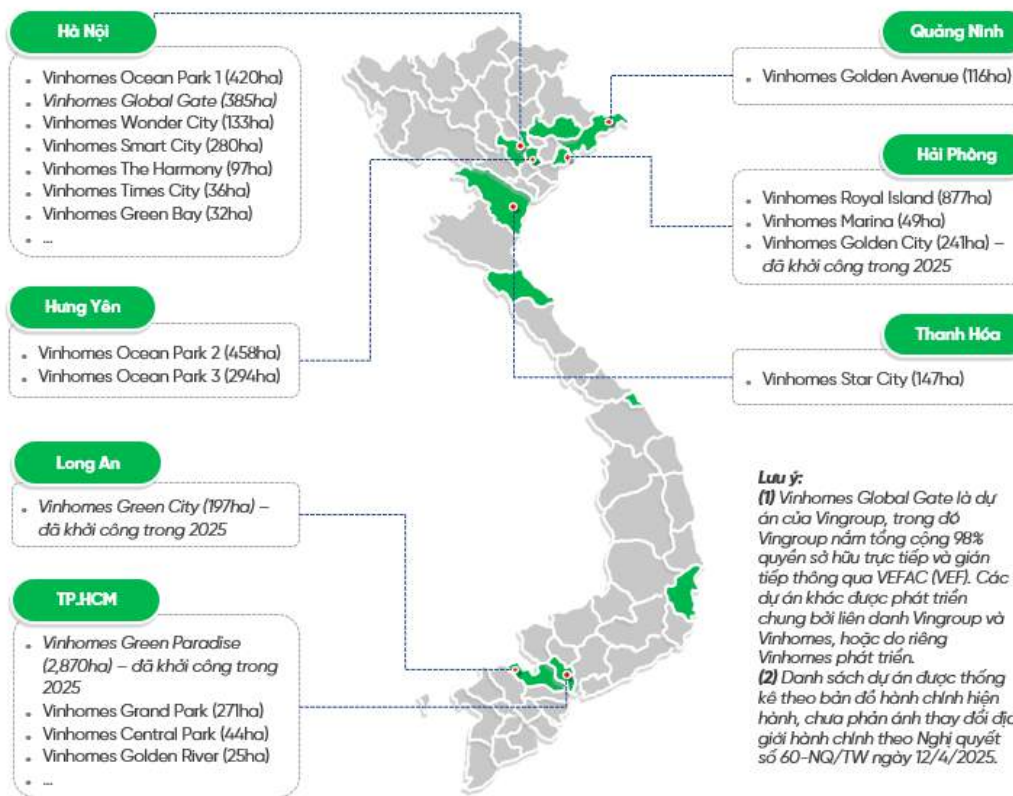
Sự thay đổi trong chiến lược phát triển dự án của công ty

Theo thời gian, Vinhomes đã điều chỉnh chiến lược phát triển dự án của mình để thích nghi với những thay đổi trên thị trường và xu hướng phát triển đô thị. Công ty ban đầu tập trung vào các vị trí trung tâm thành phố lớn, sau đó đã dần chuyển hướng sang các khu vực ngoài trung tâm và gần đây hơn là các tỉnh vệ tinh. Sự phát triển này được thúc đẩy bởi tình trạng khan hiếm đất ở nội đô và nhu cầu ngày càng tăng đối với các khu đô thị phức hợp, đầy đủ tiện ích bên ngoài trung tâm.

Tại những khu vực mới này, Vinhomes đã triển khai các dự án đô thị quy mô lớn, tích hợp nhà ở với các tiện ích khác từ hệ sinh thái Vingroup, bao gồm trường học, bệnh viện, TTTM và các công viên giải trí. Cách tiếp cận này đã thu hút thành công cư dân và khách du lịch, biến các khu vực ngoại vi thành trung tâm đô thị mới và góp phần hình thành các khu vực “đắc địa” mới.

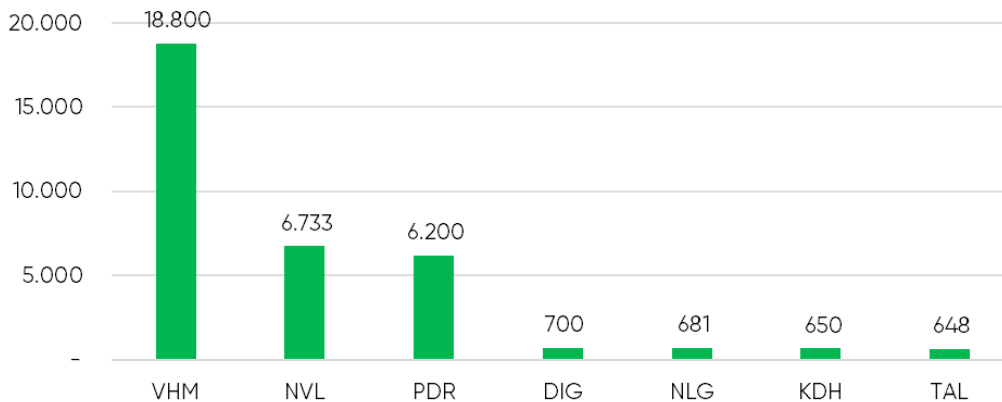
- Trong giai đoạn 2000-2015, Vingroup/Vinhomes đã gây dựng được uy tín trong lĩnh vực bất động sản dân cư thông qua một số dự án lớn tại Hà Nội và TP.HCM, bao gồm: Vinhomes Royal City (12ha – Thanh Xuân, Hà Nội) năm 2010, Vinhomes Times City (36ha – Hoàng Mai, Hà Nội) năm 2011, Vinhomes Riverside (184ha – Long Biên, Hà Nội) năm 2011 và Vinhomes Central Park (44ha – Bình Thạnh, TP.HCM) năm 2015 và Vinhomes Golden River (25ha – Quận 1, TP.HCM) năm 2016.
- Do hạn chế về dư địa phát triển tại trung tâm các thành phố lớn, những năm tiếp theo, Vinhomes dần chuyển hướng tập trung vào các dự án đô thị quy mô lớn, đồng bộ tiện ích tại các vùng ngoại thành và vệ tinh. Các dự án đáng chú ý bao gồm: Vinhomes Grand Park (272 ha – Thành phố Thủ Đức, TP.HCM); Vinhomes Smart City (280 ha – Nam Từ Liêm, Hà Nội) ra mắt năm 2018; cũng như việc mở bán dự án Ocean City mở rộng (bao gồm Vinhomes Ocean Park 1-2-3) trải dài 1.200 ha từ Gia Lâm (Hà Nội) đến Văn Giang (Hưng Yên) trong giai đoạn 2018-24.
- Gần đây nhất, Vinhomes tiếp tục nhắm đến các khu vực “vệ tinh” mới nổi, có cơ sở hạ tầng và quy hoạch đô thị đồng bộ, tiềm năng tăng trưởng cao. Các dự án mới ra mắt gần đây của công ty bao gồm: Vinhomes Royal Island (877 ha – Thủy Nguyên, Hải Phòng), được giới thiệu vào tháng 3/2024, hưởng lợi từ việc nâng cấp hành chính của Thủy Nguyên lên thành phố vào đầu năm 2025. Vinhomes Global Gate (385 ha) và Wonder City, tọa lạc tại các huyện Đông Anh và Đan Phượng của Hà Nội, dự kiến sẽ được nâng cấp thành các quận nội thành vào năm 2025 – đồng thời kết nối với trung tâm Hà Nội sẽ được cải thiện đáng kể khi Cầu Tứ Liên và Cầu Thượng Cát được hoàn thành. Những dự án này không chỉ thu hút người mua nhà và nhà đầu tư mà còn nâng cao giá trị đất lân cận và tạo ra lợi ích lan tỏa cho các chủ đầu tư khác trong khu vực.

Hình 3: Các dự án đáng chú ý đã được mở bán hoặc bắt đầu xây dựng



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 4: So sánh quỹ đất của một số công ty phát triển bất động sản niêm yết (đơn vị: ha)



Nguồn: BC thường niên của các công ty, VPBankS Research

Định nghĩa lại chuẩn sống đô thị thông qua thiết kế thông minh và bền vững

Vinhomes đang theo đuổi chiến lược dài hạn tập trung vào việc phát triển các dự án đô thị theo tiêu chuẩn quốc tế, phù hợp với định hướng quy hoạch và tầm nhìn phát triển đô thị bền vững của Việt Nam. Khả năng hiện thực hóa tầm nhìn này được củng cố nhờ một số thế mạnh chính:

- 1) Tận dụng lợi thế hệ sinh thái Tập đoàn: Là công ty thành viên của Vingroup, Vinhomes khai thác tối đa sự liên kết nội bộ để phát triển các khu đô thị toàn diện, quy mô lớn, đồng bộ tiện ích từ giáo dục, y tế, thương mại cho tới giao thông công cộng điện hóa và mạng lưới trạm sạc xe điện.

- 2) Đổi mới công nghệ: Việc áp dụng cơ sở hạ tầng thông minh và các giải pháp tập trung vào tính bền vững giúp tăng cường hiệu quả của dự án đồng thời tối ưu hóa các chỉ số môi trường.
- 3) Uy tín thương hiệu: Thương hiệu mạnh, uy tín lâu năm với các cơ quan quản lý Nhà nước giúp Vinhomes có lợi thế trong việc xử lý thủ tục pháp lý và triển khai dự án đúng tiến độ.

Vinhomes cũng đang đi đầu trong phát triển đô thị xanh và thông minh để nâng cao chất lượng cuộc sống của cư dân đồng thời thu hút các thế hệ chủ nhà tương lai. Công ty đang triển khai các mô hình quản lý thành phố thông minh, bao gồm tích hợp bản đồ số và nâng cấp ứng dụng di động Vinhomes Resident, nhằm tăng hiệu quả hoạt động, tối ưu hóa việc cung cấp dịch vụ và cải thiện trải nghiệm của cư dân.

Triển vọng ngành: Chính sách hỗ trợ và nhu cầu lớn thúc đẩy tăng trưởng

Môi trường chính sách hỗ trợ giúp gia tăng nguồn cung

Việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý và cải thiện quy trình cấp phép đã dẫn đến sự gia tăng đáng kể số lượng dự án mới được phê duyệt. Theo Bộ Xây dựng, trong năm 2024 đã có 79 dự án mới (tương đương khoảng 38.345 căn hộ) được cấp phép mới, tăng so với 67 dự án (khoảng 24.993 căn) trong năm 2023. Đề án phục hồi tích cực tiếp tục được duy trì trong Q1/25, với 26 dự án mới (khoảng 15.780 căn hộ) được cấp phép mới, so với 19 dự án (khoảng 9.774 căn) trong Q1/24.

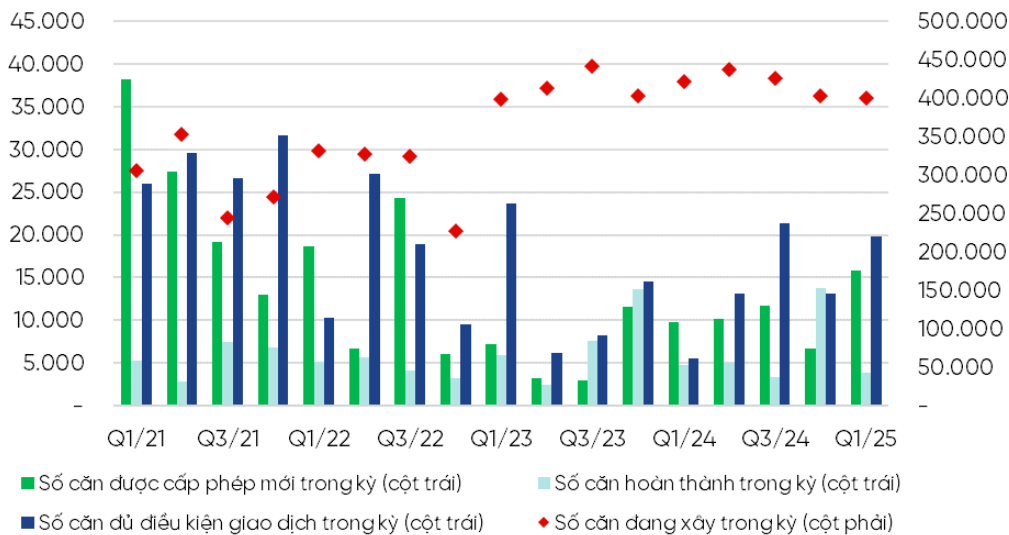
Ba đạo luật quan trọng về bất động sản – Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023 và Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 – chính thức có hiệu lực từ ngày 1/8/2024. Để hỗ trợ triển khai, Chính phủ đã ban hành các văn bản hướng dẫn quan trọng như Nghị định 71/2024 (về định giá đất), Nghị định 103/2024 (về tiền sử dụng đất và tiền thuê đất), và Thông tư 10/2024 (về hồ sơ và giấy tờ đất đai). Những cập nhật pháp lý này được kỳ vọng sẽ nâng cao tính minh bạch và góp phần đơn giản hóa quy trình phê duyệt dự án bất động sản trong thời gian tới.

Nghị quyết số 171/2024/QH15, có hiệu lực từ tháng 4/2025 trong thời hạn 5 năm, nhằm giải quyết tình trạng thiếu hụt nguồn cung nhà ở. Nghị quyết cho phép các dự án nhà ở thương mại đáp ứng một số điều kiện nhất định được nhận chuyển nhượng hoặc sử dụng quyền sử dụng đất hiện hữu – qua đó khắc phục khoảng trống pháp lý do Luật Đất đai sửa đổi năm 2024 gây ra, vốn hạn chế việc phát triển nhà ở trên đất không phải là đất ở. Tuy nhiên, theo khuôn khổ thí điểm này, tổng diện tích đất ở trong dự án không được vượt quá 30% tổng diện tích đất ở bổ sung đã được phân bổ trong quy hoạch được phê duyệt của từng địa phương cho giai đoạn 2021–30.

- Tại Hà Nội, UBND thành phố đã đề xuất 157 dự án thí điểm nhằm mở rộng phạm vi quỹ đất đủ điều kiện phát triển nhà ở thương mại, với tổng diện tích khoảng 861,9 ha – trong đó đất ở chiếm hơn 430 ha. Đề xuất này được xây dựng dựa trên các điều kiện quy định tại Nghị quyết 171/2024/QH15 (về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận chuyển nhượng hoặc đã có quyền sử dụng đất) và Nghị định 75/2025/NĐ-CP (hướng dẫn chi tiết việc thực hiện Nghị quyết 171). Bên cạnh đó, HĐND thành phố Hà Nội cũng đã thông qua việc bổ sung 279 dự án mới vào danh mục thu hồi đất và chuyển mục đích sử dụng đất (từ đất nông nghiệp) trong năm 2025, với tổng diện tích gần 2.768 ha. Những điều chỉnh này được kỳ vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án bất động sản trong thời gian tới.
- Tại TP.HCM, Sở Tài nguyên và Môi trường thông báo rằng ba dự án nhà ở sẽ là những dự án đầu tiên được gỡ vướng pháp lý theo Nghị định 75, mở đường cho khả năng áp dụng cơ chế này đối với hơn 340 dự án nhà ở khác (mỗi dự án có diện tích dưới 20 ha) đang bị đình trệ do thiếu quỹ đất ở được quy hoạch. Đây được xem là bước tiến quan trọng trong việc tháo gỡ nút thắt về nguồn cung nhà ở vốn tồn tại lâu nay tại TP.HCM.

Song song, Nghị quyết số 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân đặt mục tiêu thực hiện cải cách toàn diện hệ thống pháp lý trong năm 2025, nhằm loại bỏ các quy định kinh doanh không cần thiết và cắt giảm ít nhất 30% thời gian xử lý thủ tục hành chính, chi phí tuân thủ pháp luật và điều kiện kinh doanh. Những cải cách này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thị trường bất động sản dân cư thông qua việc đơn giản hóa thủ tục và giảm rào cản cho các chủ đầu tư.

Hình 5: Số căn được cấp phép mới và đủ điều kiện giao dịch đang phục hồi

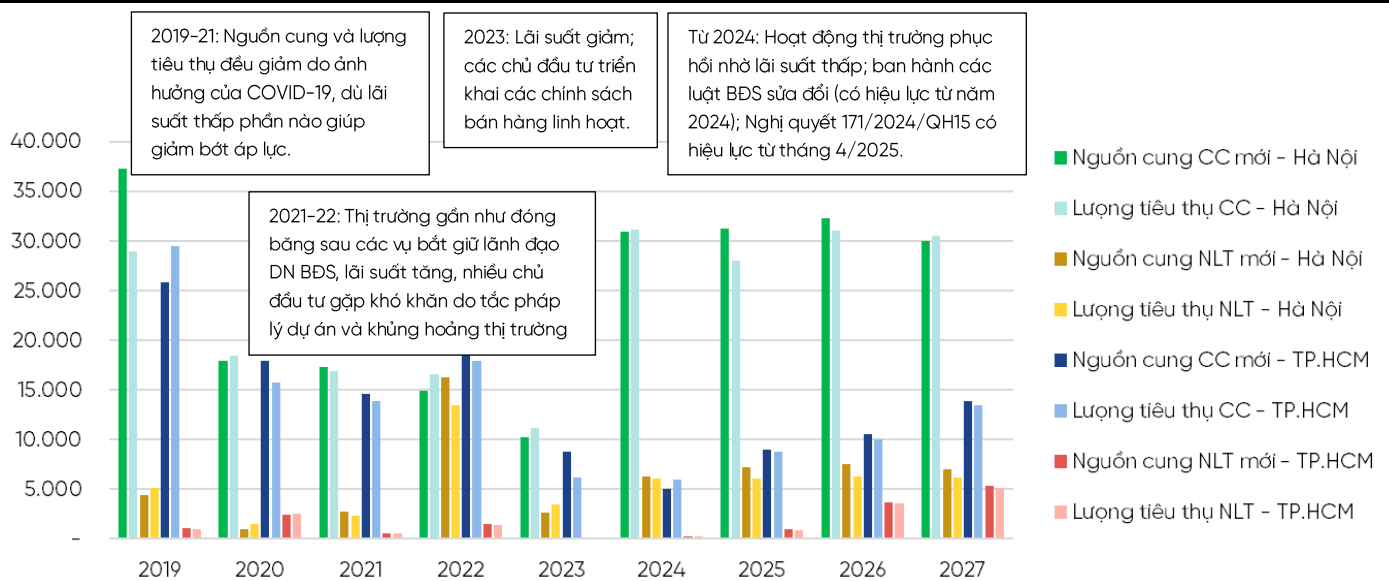


Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Theo dữ liệu từ CBRE, nguồn cung căn hộ chung cư (CC) mới tại Hà Nội đã tăng gấp đôi trong năm 2024 so với năm 2023, đạt 30.960 căn. Ngược lại, TP.HCM ghi nhận mức giảm 2,7% svck, còn 5.050 căn. Trong thời gian tới, nguồn cung căn hộ chung cư dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi tại cả hai thành phố. Hà Nội được dự báo sẽ duy trì mức trên 30.000 căn hộ mới mỗi năm trong giai đoạn 2025–27, trong khi nguồn cung tại TP.HCM dự kiến sẽ tăng tốc từ 9.000 căn trong năm 2025 lên 13.900 căn vào năm 2027.

Nguồn cung mới nhà liền thổ (NLT) tại Hà Nội tăng 143,2% svck, đạt 6.324 căn trong năm 2024, trong khi TP.HCM ghi nhận mức tăng gấp 6 lần so với năm 2023, lên 230 căn. Trong các năm tới, nguồn cung mới tại Hà Nội dự kiến sẽ tăng nhẹ. TP.HCM được dự báo sẽ có khoảng 1.000 căn mới trong năm 2025 và duy trì đà phục hồi mạnh mẽ từ năm nay.

Hình 6: Nguồn cung nhà được dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong các năm tới (đơn vị: căn)



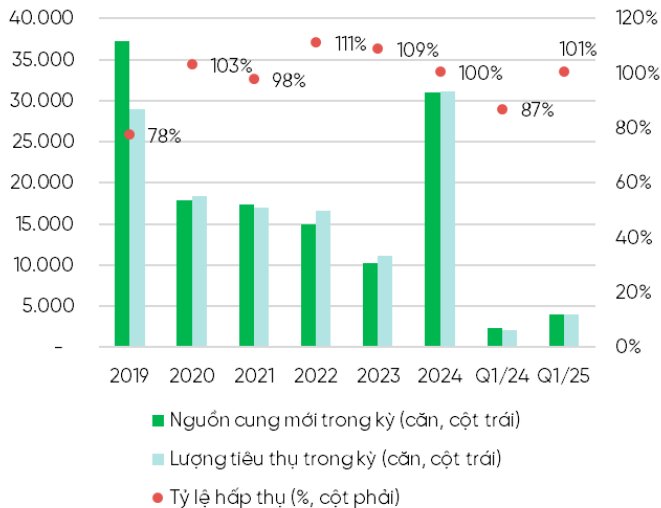
Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Động lực dài hạn cho nhu cầu được hỗ trợ bởi quá trình đô thị hóa và nâng cấp hạ tầng

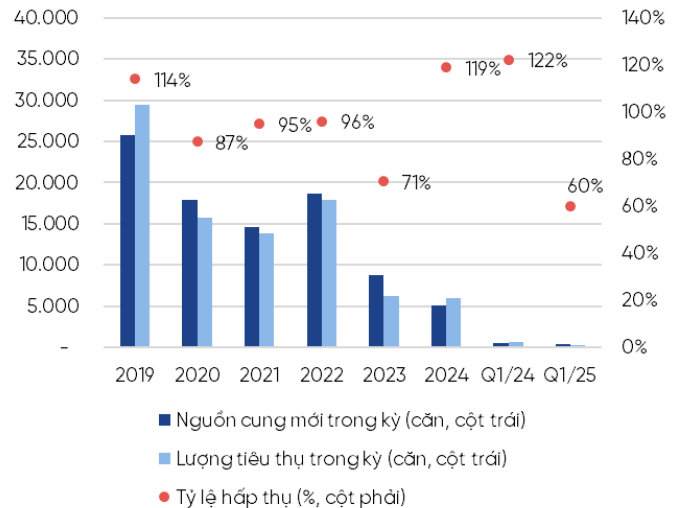
Thị trường Hà Nội liên tục duy trì tỷ lệ hấp thụ cao (tính bằng số căn bán được chia cho số căn mở bán mới), dao động quanh mức 100%. Trong năm 2024, nhu cầu vẫn duy trì ở mức cao với tỷ lệ hấp thụ đạt 100,5%, bất chấp nguồn cung mới tăng mạnh 202,6% svck. Tổng lượng căn hộ bán được trong năm 2024 đạt 31.100 căn – mức cao nhất kể từ năm 2019. Trong Q1/25, lượng giao dịch tăng 72% svck, đạt 3.950 căn, tương ứng với tỷ lệ hấp thụ 100,8%. Mặc dù nhu cầu mạnh đang tạo áp lực đẩy giá bán tăng, các yếu tố như phát triển hạ tầng và nâng cấp hành chính (ví dụ như các huyện ngoại thành được lên quận) tiếp tục thúc đẩy cả nhu cầu đầu tư lẫn nhu cầu mua để ở. Bên cạnh đó, lãi suất thấp và chính sách thanh toán linh hoạt từ các chủ đầu tư cũng góp phần duy trì tỷ lệ hấp thụ ở mức tích cực.

Ngược lại, thị trường TP.HCM phục hồi chậm hơn. Tỷ lệ hấp thụ tăng từ 70,6% trong năm 2023 lên 118,8% trong năm 2024, chủ yếu do nguồn cung mới giảm 42,2% svck, trong khi lượng căn bán ra giảm nhẹ 2,6%. Trong Q1/25, doanh số bán giảm 36% svck, chỉ đạt 250 căn, khiến tỷ lệ hấp thụ giảm xuống còn 60%. Chúng tôi cho rằng tốc độ hấp thụ chậm chủ yếu do nguồn cung hạn chế và tập trung vào phân khúc cao cấp, trong khi người mua cho rằng giá bán tại khu vực trung tâm hiện không tương xứng với giá trị vị trí. Chúng tôi kỳ vọng thị trường phía Nam sẽ sôi động hơn khi các công trình hạ tầng kết nối TP.HCM với các khu vệ tinh như Bình Dương, Đồng Nai và Long An hoàn thành. Các dự án có mức giá hợp lý tại những khu vực mới nổi này có nhiều tiềm năng để thu hút mạnh mẽ nhu cầu mua nhà.

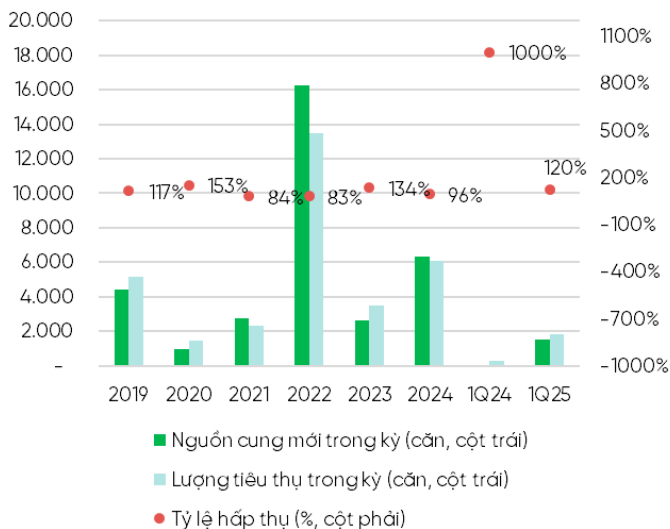
Phân khúc nhà liền thổ cũng ghi nhận xu hướng tương tự, khi thị trường Hà Nội tiếp tục phục hồi, trong khi TP.HCM vẫn còn ảm đạm. Trong Q1/25, số căn mở bán mới và tiêu thụ tại Hà Nội lần lượt gấp 50 lần và 6 lần svck năm trước. Tại TP.HCM, sau khi không ghi nhận hoạt động nào trên thị trường sơ cấp trong Q1/24, thị trường đã đón 58 căn mở bán mới trong Q1/25.

Hình 7: Giao dịch căn hộ chung cư sơ cấp tại Hà Nội


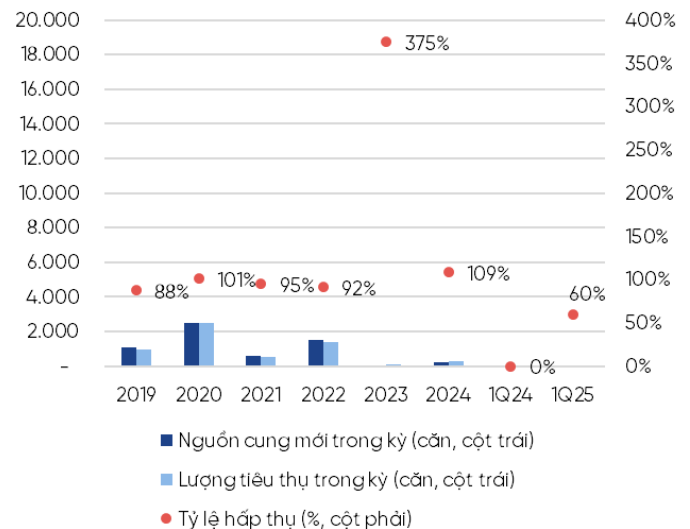
Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Hình 8: Giao dịch căn hộ chung cư sơ cấp tại TP.HCM


Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Hình 9: Giao dịch nhà liền thổ sơ cấp tại Hà Nội


Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Hình 10: Giao dịch nhà liền thổ sơ cấp tại TP.HCM


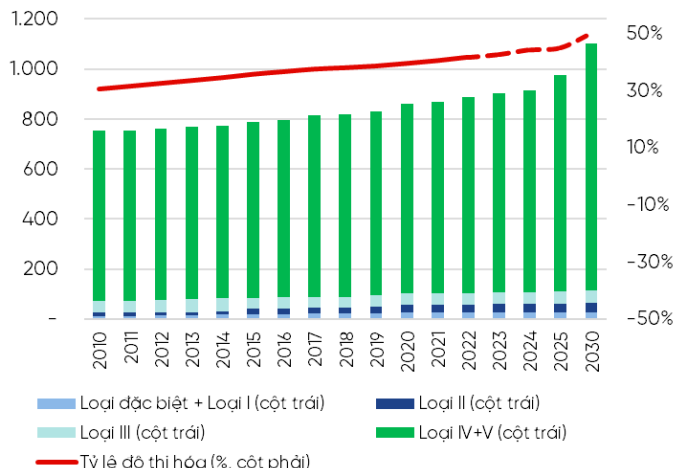
Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản dân cư sẽ duy trì nhu cầu mạnh mẽ trong dài hạn, được hỗ trợ bởi quá trình đô thị hóa đang diễn ra nhanh chóng tại Việt Nam. Tỷ lệ đô thị hóa của cả nước đã tăng từ 30,5% vào năm 2010 lên 44,3% vào năm 2024. Bộ Xây dựng đặt mục tiêu đạt 45% vào năm 2025 và vượt mốc 50% vào năm 2030. Khi nguồn cung đất ở các khu vực trung tâm đô thị còn hạn chế, sự gia tăng dân số đang dần dịch chuyển về các vùng ngoại ô và các khu vệ tinh. Thêm vào đó, việc sáp nhập các tỉnh, thành phố được kỳ vọng sẽ thúc đẩy phát triển kinh tế vùng và tạo động lực tăng trưởng dân số.

Việc nâng cấp hệ thống hạ tầng giao thông đang được triển khai cũng sẽ hỗ trợ xu hướng đô thị hóa này. Theo kế hoạch phát triển giao thông đường bộ Việt Nam giai đoạn 2021–30 với tầm nhìn đến năm 2050, Chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành 5.004 km đường cao tốc (tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2021–30 là 17,6%) và 29.795 km quốc lộ (tăng trưởng kép 2,3%) vào năm 2030.

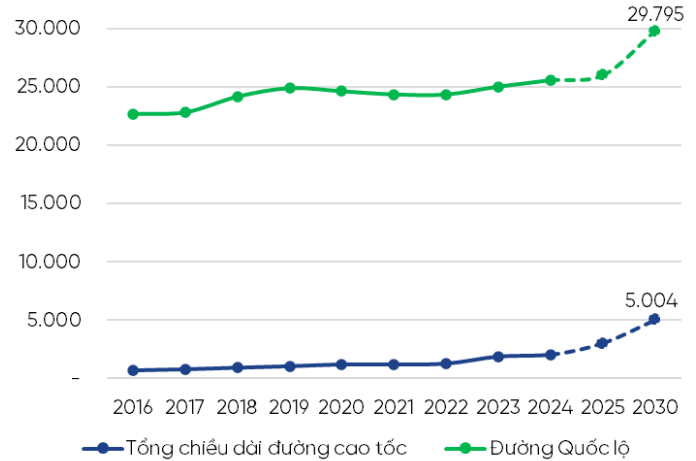
Tính đến ngày 30/6/2025, giải ngân đầu tư công trên cả nước đạt khoảng 268.134 tỷ đồng, tăng 42,3% svck, đạt 29,6% kế hoạch năm và cao hơn mức thực hiện kế hoạch của cùng kỳ 2024 (26,4%). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng hoạt động giải ngân thường diễn ra chậm hơn trong nửa đầu năm và tăng tốc vào các quý cuối năm.

Hình 11: Tình hình đô thị hóa tại Việt Nam



Nguồn: Ministry of Construction, VPBankS Research

Hình 12: Kế hoạch phát triển đường bộ tham vọng



Nguồn: Department for Roads of Vietnam, VPBankS Research

Luật mới mang tác động đa chiều, nhưng đặt nền tảng cho sự bền vững của thị trường

Trong ngắn hạn, các luật bất động sản sửa đổi có thể gây ra những tác động trái chiều đối với thị trường. Các chủ đầu tư có thể đối mặt với áp lực tài chính gia tăng do khung giá đất địa phương mới phản ánh sát hơn mức giá thị trường, điều này có thể làm tăng chi phí thu hồi đất và gây khó khăn hơn trong quá trình đền bù. Bên cạnh đó, các yêu cầu vốn chủ sở hữu nghiêm ngặt hơn theo Luật Kinh doanh Bất động sản có thể tạo lợi thế cho các nhà phát triển có năng lực tài chính vững mạnh.

Ngược lại, các quy định bảo vệ người mua nhà, như giới hạn đặt cọc tối đa 5% giá trị hợp đồng (so với mức 10% phổ biến được thực hiện trước đây) và quy định khoản thanh toán đầu tiên không vượt quá 30% (bao gồm cả tiền đặt cọc), có khả năng làm gia tăng niềm tin của người mua.

Về dài hạn, chúng tôi tin rằng các cải cách pháp lý này sẽ làm tăng tính minh bạch và hỗ trợ sự tăng trưởng bền vững cho ngành bất động sản bằng cách giải quyết các điểm nghẽn pháp lý, đặt ra tiêu chuẩn cao hơn cho chủ đầu tư và bảo vệ lợi ích người mua.

Là nhà phát triển hàng đầu với năng lực tài chính mạnh, khả năng triển khai dự án đã được chứng minh và luôn đảm bảo tuân thủ pháp luật khi thực hiện dự án, Vinhomes đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ môi trường pháp lý mới này.

Giá nhà tăng cao có thể ảnh hưởng đến khả năng mua nhà và đà phục hồi của thị trường

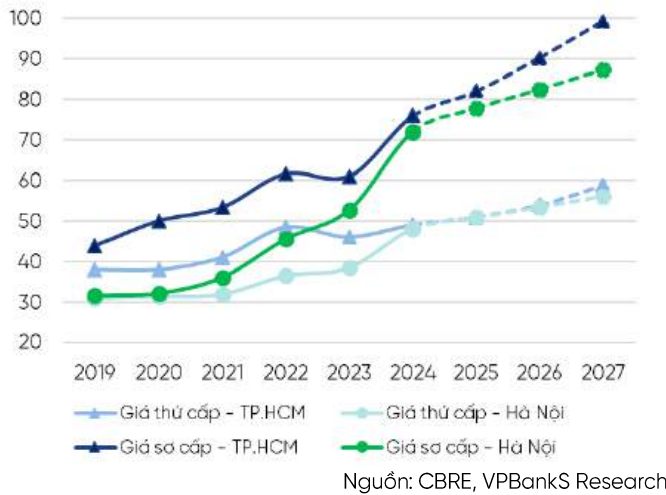
Giá căn hộ chung cư đã tăng mạnh trong năm 2024, gây lo ngại về rủi ro khả năng chi trả. Tại Hà Nội, giá bán trung bình trên thị trường sơ cấp tăng 36% svck, mức tăng cao nhất trong 8 năm, đạt trên 70 triệu đồng/m². Trên thị trường thứ cấp, giá tăng 26% svck, lên gần 50 triệu đồng/m², thu hẹp khoảng cách với TP.HCM. Trong khi đó, tại TP.HCM, giá sơ cấp tăng 24% svck, lên 76 triệu đồng/m², và giá thứ cấp tăng khoảng 7%.

Giá nhà liền thổ chậm lại trong năm 2023 do các nhà đầu tư cắt lỗ và nguồn cung mới nằm ở khu vực ngoài trung tâm thành phố với giá thấp hơn, tuy nhiên đã ổn định và tăng lại trong 2024, đặc biệt tại thị trường Hà Nội. Giá bán trung bình trên thị trường sơ cấp và thứ cấp tại Hà Nội lần lượt tăng 20%/11% svck, đạt 220 triệu đồng/m² và 175 triệu đồng/m². Giá sơ cấp tại TP.HCM tăng gần 20% svck lên 310 triệu đồng/m², trong khi giá thứ cấp đi ngang so với 2023, đạt mức 141 triệu đồng/m².

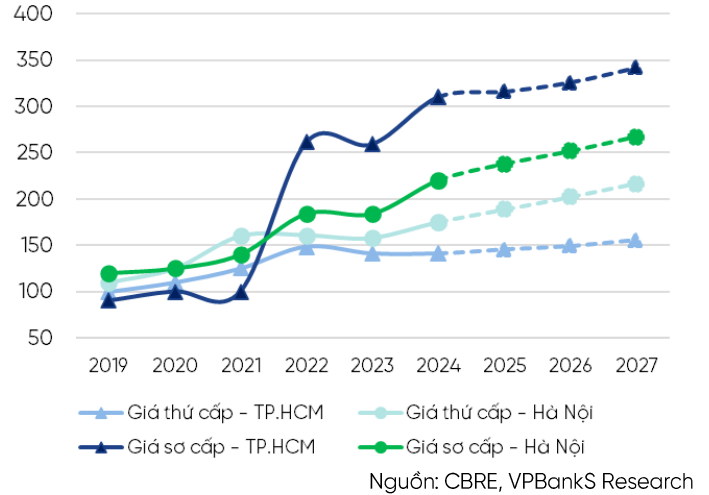
Các yếu tố đẩy giá nhà tăng cao bao gồm: 1) cơ cấu nguồn cung mới chủ yếu là các dự án cao cấp và tồn kho hạn chế, đặc biệt trong phân khúc trung cấp (đối với căn hộ chung cư); và 2) chi phí phát triển dự án ngày càng tăng – Dù nguồn cung nhà ở giá hợp lý dự kiến sẽ cải thiện, việc áp dụng khung giá đất địa phương mới có thể làm tăng chi phí đất và gây áp lực chuyển tiếp sang giá bán.

Mặc dù việc giá nhà tăng phần nào phản ánh nhu cầu còn mạnh, việc tăng giá liên tục có thể gây thách thức cho khả năng chi trả của người mua nhà. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng giá sẽ ổn định hơn trong trung hạn, với việc đà tăng có thể chậm lại từ năm 2025 khi nguồn cung được cải thiện. Xu hướng giá nhà sẽ là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến tốc độ và chất lượng phục hồi của thị trường, do đó cần được theo dõi sát sao.

Hình 13: Dự báo giá trung bình căn hộ chung cư tại Hà Nội và TP.HCM (triệu đồng/m²)



Hình 14: Dự báo giá trung bình nhà liền thổ tại Hà Nội và TP.HCM (triệu đồng/m²)



Triển vọng công ty: Danh mục dự án gối đầu đảm bảo lợi nhuận dài hạn

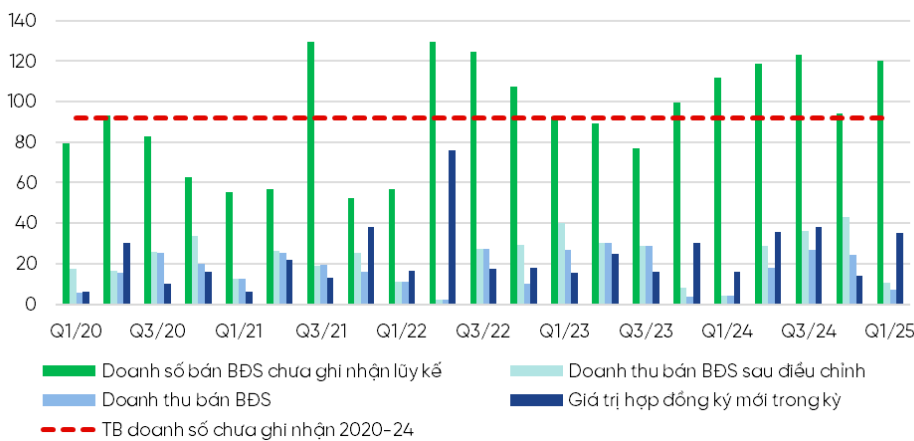
Backlog lớn và các đợt mở bán mới hỗ trợ KQKD trong ngắn hạn

Vinhomes ghi nhận doanh số hợp đồng mới là 103.900 tỷ đồng trong năm 2024, tăng 19,4% svck và 35.000 tỷ đồng trong Q1/25, tăng mạnh 116,0% svck. Trong Q1/25, Vinhomes Wonder City, được ra mắt vào đầu tháng 3, đã đóng góp ~80% doanh số bán hàng trong quý, phản ánh sự quan tâm mạnh mẽ của thị trường đối với dự án.

Tính đến cuối Q1/25, tổng doanh số bán BDS chưa ghi nhận tăng 7,3% svck lên 120.000 tỷ đồng, trong đó Vinhomes Royal Island và Wonder City chiếm phần lớn nhất với tỷ lệ lần lượt là 26% và 28%. Lượng doanh số chưa ghi nhận này kết hợp với doanh số bán lẻ lớn dự kiến từ các dự án mới ra mắt trong năm 2025 (sẽ được trình bày chi tiết trong phần tiếp theo), mang lại triển vọng rõ ràng cho tăng trưởng thu nhập trong năm tài chính hiện tại.

Các khoản trả trước ngắn hạn từ khách hàng của VHM đã liên tục vượt quá các khoản phải thu khách hàng ngắn hạn của công ty với biên độ đáng kể kể từ Q2/22. Chúng tôi tin rằng xu hướng này phản ánh niềm tin mạnh mẽ của người mua và nhu cầu ổn định, với việc khách hàng sẵn sàng trả trước một khoản tiền lớn trước khi bàn giao sản phẩm. Mức trả trước cao cũng cho thấy khả năng ghi nhận doanh thu trong tương lai mạnh mẽ, vì phần lớn các khoản trả trước này cuối cùng sẽ được ghi nhận vào doanh thu khi dự án hoàn thành. Trong khi đó, các khoản phải thu thương mại duy trì ở mức tương đối thấp cho thấy rủi ro thu hồi nợ hạn chế, hỗ trợ dòng tiền lành mạnh và đảm bảo ổn định tài chính trong thời gian tới.

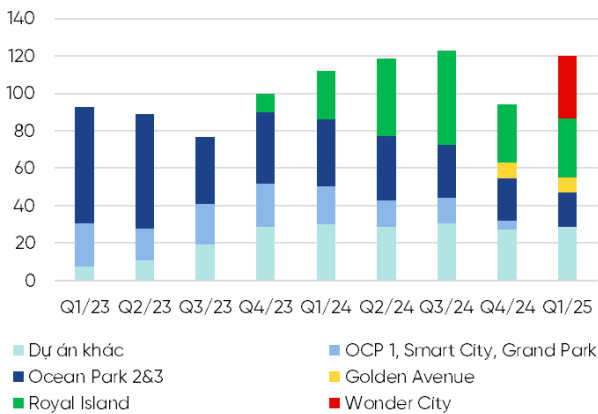
Hình 15: Backlog lớn hỗ trợ thu nhập trong tương lai cho VHM (đơn vị: nghìn tỷ VND)



Nguồn: VHM, VPBankS Research

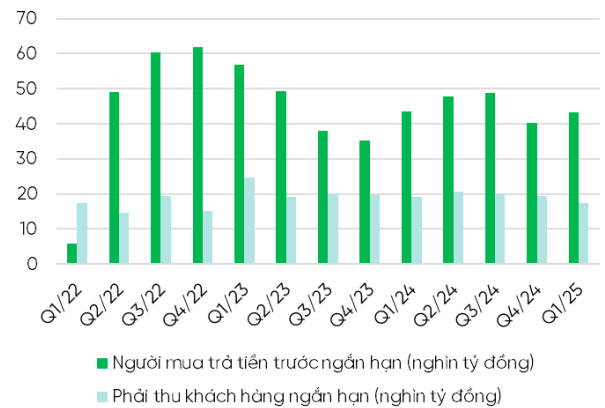
Ghi chú: Doanh thu bán BDS sau điều chỉnh = DT bán BDS + DT bán lô lớn/dự án BCC

Hình 16: Doanh số bán hàng chưa ghi nhận phân theo dự án (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 17: Người mua trả tiền trước và phải thu khách hàng (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 18: Vinhomes Wonder City

- Địa điểm: Đan Phượng, Hà Nội
- Tổng diện tích dự án: 133ha (NSA: 36,4ha)
- Chủ đầu tư: Vingroup (VIC); tuy nhiên, VHM là đơn vị triển khai chính và sẽ hưởng phần lớn lợi ích kinh tế từ dự án này.
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liên kế/Biệt thự
- Số lượng: 2.250 căn thấp tầng, 600 căn cao tầng (% căn hộ đã bán = 87% tổng số căn)
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2026-29.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Danh mục dự án gối đầu đảm bảo lợi nhuận dài hạn

Trong năm 2025, Vinhomes tập trung triển khai các dự án đô thị lớn tại khu vực ven Hà Nội, TP.HCM và các tỉnh vệ tinh có môi trường pháp lý thuận lợi – tạo điều kiện cho quy hoạch vùng và phát triển bất động sản. Công ty đã mở bán Vinhomes Wonder City (Đan Phượng, Hà Nội) vào tháng 3, và mở bán Green City (Hậu Nghĩa, Long An) và Golden City (Dương Kinh, Hải Phòng) vào tháng 6. Các dự án trọng điểm khác dự kiến cũng ra mắt trong năm 2025 bao gồm Green Paradise (Cần Giẽ, TP.HCM), Giai đoạn 1 của Apollo City

(Quảng Ninh). Ngoài ra, Làng Vân (Đà Nẵng), các dự án mới tại Mỹ Lâm (Tuyên Quang) và Quang Hanh (Quảng Ninh), cũng nằm trong danh mục dự án mở bán năm 2025.

Các dự án trọng điểm dự kiến mở bán năm 2026 sẽ bổ sung nguồn cung nhà ở cho thị trường miền Trung và miền Nam, bao gồm Vinhomes City Royal (Phước Vĩnh Tây, Long An), Sai Gon Golf (Tân Mỹ, Long An), Khu Đô thị Đại học Quốc tế (Hóc Môn, TP.HCM) và Ven Vịnh Cam Ranh (Khánh Hòa). Một dự án mới tại Tân Liễu, Bắc Giang cũng dự kiến được mở bán năm 2026.

Việc mở bán các dự án theo đúng tiến độ sẽ giúp Vinhomes có được dòng tiền sớm thông qua việc bán lô lớn, với doanh thu tương ứng dự kiến được ghi nhận vào năm 2025-26.

Hình 19: Các dự án chủ đạo đang được triển khai của Vinhomes

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ lợi ích của VHM	Chủ đầu tư	Quy mô (ha)	Kế hoạch phát triển *					
					2023	2024	2025	2026	2027	2028 trở đi
Ocean Park	Hà Nội	99%	VHM	420						
Smart City	Hà Nội	100%	VHM	280						
Grand Park	TP.HCM	100%	VHM	272						
Ocean Park 2	Hung Yên	100%	VHM	458						
Ocean Park 3	Hung Yên	100%	VHM	294						
Golden Avenue	Quảng Ninh	100%	VHM	116						
Royal Island	Hải Phòng	95%	VIC	877						
Golden City	Hải Phòng	100%	VHM	241						
Wander City	Hà Nội	100%	VIC	133						
Green City	Long An	67%	VHM	197						
Mỹ Lâm	Tuyên Quang	66%	VHM	445						
Apollo City	Quảng Ninh	70%	VIC-VHM	5.545						
Quang Hanh	Quảng Ninh	99%	VIC	167						
Làng Vân	Đà Nẵng	100%	VPL	512						
Green Paradise	TP.HCM	100%	VHM	2.870						
Sai Gon Golf	Long An	76%	VHM	931						
City Royal	Long An	100%	VHM-VIG	1.090						
Tân Liễu	Bắc Giang	99%	VHM	66						
Ven Vịnh Cam Ranh	Khánh Hòa	100%	VHM-VinES	1.301						
International University Town	TP.HCM	97%	VHM	860						
Léman Golf	TP.HCM	100%	VHM	200						

(*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án từ lúc mở bán đến lúc hoàn tất bàn giao dựa trên ước tính của chúng tôi và có thể thay đổi theo kế hoạch của công ty và điều kiện thị trường

đã mở bán
 có kế hoạch mở bán

Nguồn: VHM, VPBankS Research

Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm của VHM trong kế hoạch ra mắt 2025:

Vinhomes Golden City: Trong bối cảnh chính sách hỗ trợ và nhu cầu tích cực tại Hải Phòng, Vinhomes đang triển khai dự án phát triển thứ hai tại thành phố này. Nằm ở vị trí chiến lược dọc theo hành lang Cầu Rào 3, dự án được bao bọc bởi bốn tuyến đường chính và nằm ngay mặt tiền Đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng. Vị trí đặc địa của dự án mang đến khả năng kết nối liền mạch đến Hà Nội, Quảng Ninh và các tỉnh lân cận, trong khi chỉ cách Sân bay quốc tế Cát Bi 6 km.

Hình 20: Vinhomes Golden City

- Vị trí: Dương Kinh, Kiến Thụy, Hải Phòng
- Tổng diện tích dự án: 240,6ha
- Chủ đầu tư: Vinhomes (VHM)
- Sản phẩm: Nhà liên kế/Biệt thự, Nhà ở xã hội
- Số lượng: 6.300 căn thương mại thấp tầng; chung cư cao tầng dành cho nhà ở xã hội
- Tiến độ hiện tại: Khởi công xây dựng vào ngày 11/05/2025, đã mở bán vào Q2/25.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Vinhomes Apollo City: có vị trí đắc địa nằm cạnh tuyến cao tốc Hải Phòng – Hạ Long – Vân Đồn, mang lại khả năng tiếp cận và sức hấp dẫn đối với cả khách du lịch và các nhà đầu tư bất động sản tập trung vào du lịch. Ngoài ra, Bộ Xây dựng đã yêu cầu Ban Quản lý Đường sắt xem xét và đánh giá đề xuất của Vingroup về việc đầu tư vào tuyến đường sắt Hà Nội – Quảng Ninh. Đây là một phần trong những nỗ lực của tập đoàn nhằm tăng cường sức hấp dẫn và kết nối của dự án.

Hình 21: Vinhomes Apollo City

- Địa điểm: Hạ Long, Quảng Ninh
- Tổng diện tích dự án: 5.545ha
- Chủ đầu tư: Vingroup (VIC) và Vinhomes (VHM), sở hữu lần lượt 30%/70%
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liên kế/Biệt thự/Nhà phố thương mại/TTTM/Trường học/Khách sạn
- Tiến độ hiện tại: Đã được phê duyệt quy hoạch và hoàn thành giải phóng mặt bằng giai đoạn 1.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Vinhomes Green City có vị trí chiến lược gần các tuyến đường chính, bao gồm Quốc lộ N2, cao tốc nối liền TP.HCM với các tỉnh miền Tây, và Đường vành đai 4, mang lại khả năng kết nối từ TP.HCM đến các tỉnh Tây Nam Bộ. Tiến độ pháp lý của dự án đã được đẩy nhanh nhờ việc Long An chủ động triển khai kế hoạch phát triển năm 2030, trong đó định hình ra 27 trung tâm đô thị mới. Đáng chú ý, Bến Lức, Cần Giuộc và Đức Hòa đang được quy hoạch để trở thành đô thị loại III, thu hút làn sóng di cư dân từ TP.HCM. Các cải thiện về kết nối – bao gồm việc mở rộng Quốc lộ 1A, Đường cao tốc TP.HCM-Trung Lương và Đường Võ Văn Kiệt – tiếp tục hỗ trợ cho tầm nhìn này. Đường cao tốc Bến Lức – Long Thành (Vành đai 3) dự kiến hoàn thành vào Q3/25, với việc xây dựng Đường vành đai 4 dự kiến bắt đầu vào năm 2025.

Hình 22: Vinhomes Green City

- Vị trí: Hậu Nghĩa, Đức Hòa, Long An
- Tổng diện tích dự án: 197,2ha
- Chủ đầu tư: Công ty CP Phát triển Đô thị xanh (Vinhomes sở hữu 67,0% cổ phần)
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liên kế/Biệt thự, Khu tái định cư và Nhà ở xã hội
- Số lượng căn hộ: 5.027 căn thấp tầng, 25 tòa nhà cao tầng thương mại
- Tiến độ hiện tại: Khởi công xây dựng vào ngày 26/03/2025, đã mở bán vào Q2/25.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Vinhomes Green Paradise: sẽ trở thành khu đô thị lấn biển đầu tiên của Việt Nam. Phía Bắc của dự án giáp các tuyến đường Biển Đông 1, Biển Đông 2 và tuyến đường ven biển nội bộ khu du lịch 30/4, trong khi các mặt còn lại hướng ra biển Đông. Dự án nằm cách trung tâm TP.HCM khoảng 50 km đường bộ và cách TP. Vũng Tàu khoảng 12 km đường biển. Ngoài ra, UBND TP.HCM đã chấp thuận đề xuất của Vingroup về việc nghiên cứu và lập hồ sơ dự án đường sắt dài 48,7 km kết nối trung tâm TP.HCM với dự án. Khi hoàn thành, dự kiến vào 2028-29, tuyến đường sắt này sẽ góp phần đáng kể trong việc nâng cao khả năng tiếp cận và gia tăng giá trị lâu dài cho dự án.

Hình 23: Vinhomes Green Paradise

- Vị trí: Cần Giờ, TP.HCM
- Tổng diện tích dự án: 2.870ha (NSA: 810ha)
- Chủ đầu tư: Vinhomes (VHM)
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liên kế/Biệt thự
- Số lượng: 48.150 căn thấp tầng, 15.640 căn cao tầng
- Tiến độ hiện tại: Động thổ ngày 19/04/2025.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Các dự án khác:

Hình 24: Vinhomes Mỹ Lâm – Tuyên Quang

- Vị trí: Mỹ Lâm, Tuyên Quang
- Tổng diện tích dự án: 540ha
- Chủ đầu tư: Vinhomes (VHM)
- Sản phẩm: Nhà liên kế/Biệt thự/Nhà phố thương mại
- Tiến độ hiện tại: Đang triển khai thủ tục pháp lý.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 25: Vinhomes Quang Hanh

- Vị trí: Cẩm Phả, Quảng Ninh
- Tổng diện tích dự án: 162ha
- Chủ đầu tư: Vingroup (VIC)
- Sản phẩm: Nhà liên kế/Biệt thự/Nhà phố thương mại/TTTM
- Tiến độ hiện tại: Đang triển khai thủ tục pháp lý.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 26: Vinpearl Làng Vn

- Vị trí: Làng Vn, Đà Nẵng
- Tổng diện tích dự án: 5.545ha
- Chủ đầu tư: Vinpearl (VPL). Tuy nhiên, VHM là đơn vị thi công chính và nắm giữ 100% lợi ích trong dự án.
- Sản phẩm: Biệt thự/Khu nghỉ dưỡng/Khách sạn/Nhà phố thương mại
- Tiến độ hiện tại: Đã khởi công trong Q2/25.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Cập nhật các dự án dự kiến mở bán trong năm 2026:

Hình 27: Vinhomes City Royal

- Vị trí: Phước Vĩnh Tây, Cần Giuộc, Long An
- Tổng diện tích dự án: 1.090ha
- Chủ đầu tư: Liên danh Vinhomes – Vietnam Investment Group (VIG)
- Sản phẩm: Nhà liên kế/Biệt thự, Nhà ở xã hội và Khu tái định cư
- Tiến độ hiện tại: Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý. Dự kiến mở bán vào năm 2026, hoàn thiện và bàn giao trong giai đoạn 2028-30.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 28: Vinhomes Sai Gon Golf

- Địa điểm: Tân Mỹ, Đức Hòa, Long An
- Tổng diện tích dự án: 931ha
- Chủ đầu tư: CTCP Đầu tư và Xây dựng Thái Sơn – CTCP Đầu tư Xây dựng Đại An (VHM sở hữu 66,5%/99,9%)
- Sản phẩm: Nhà liên kế/Biệt thự, Nhà ở xã hội
- Tiến độ hiện tại: Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý. Dự kiến hoàn thành xây dựng vào năm 2030.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 29: Khu đô thị Đại học Quốc tế

- Vị trí: Hóc Môn, TP.HCM
- Tổng diện tích dự án: 860ha
- Chủ đầu tư: Vinhomes (VHM)
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liên kế
- Tiến độ hiện tại: Hoàn thiện thủ tục pháp lý và triển khai giải phóng mặt bằng.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 30: Vinhomes Ven Vịnh Cam Ranh

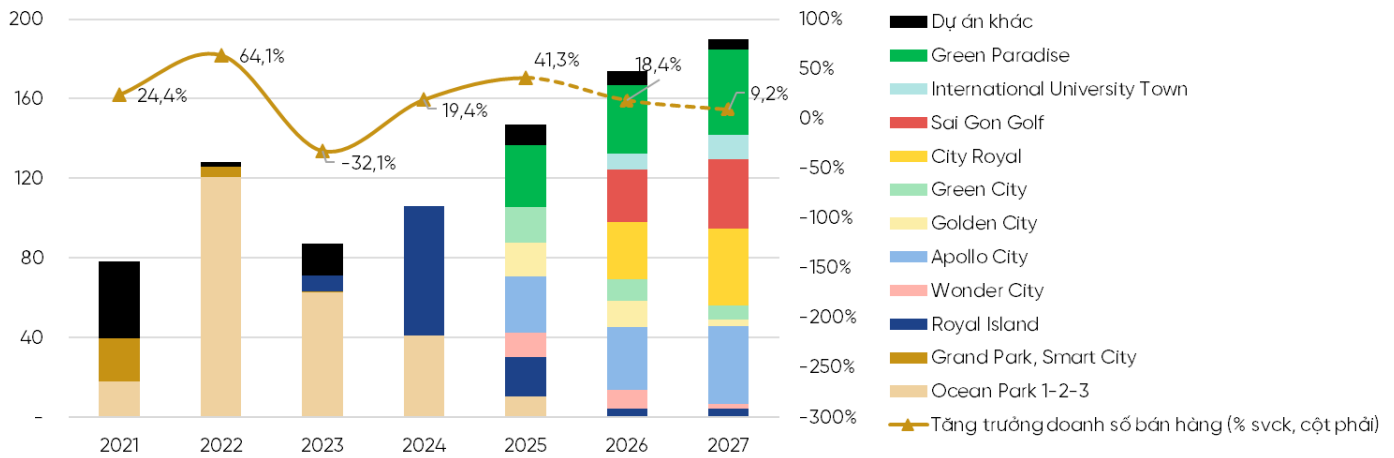
- Vị trí: Cam Ranh, Khánh Hòa
- Tổng diện tích dự án: 1.301ha
- Chủ đầu tư: Vinhomes nắm giữ 100% lợi ích tại dự án này.
- Tiến độ hiện tại: Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý. Dự kiến khởi công trong 2025.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Chúng tôi dự báo doanh số hợp đồng ký mới của VHM sẽ tăng 41,3% svck lên 146.796 tỷ đồng trong năm 2025, và đạt 189.733 tỷ đồng vào năm 2027.

Hình 31: Dự báo doanh số hợp đồng ký mới của VHM (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



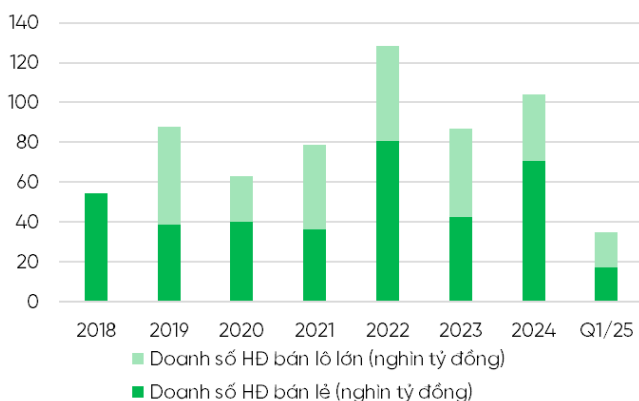
Nguồn: VHM, VPBankS Research

VHM tối ưu kênh bán hàng kết hợp giữa bán lẻ lớn và bán lẻ

Vinhomes áp dụng chiến lược bán hàng cân bằng giữa bán lẻ lớn và bán lẻ. Các giao dịch bán lẻ lớn với các đối tác uy tín như Nomura, Mitsubishi, CapitaLand, Masterise và MIK cho phép đem về dòng tiền nhanh chóng, đồng thời mở rộng độ phủ thị trường thông qua mạng lưới của các đối tác – điều này đặc biệt phát huy giá trị trong bối cảnh thị trường trầm lắng.

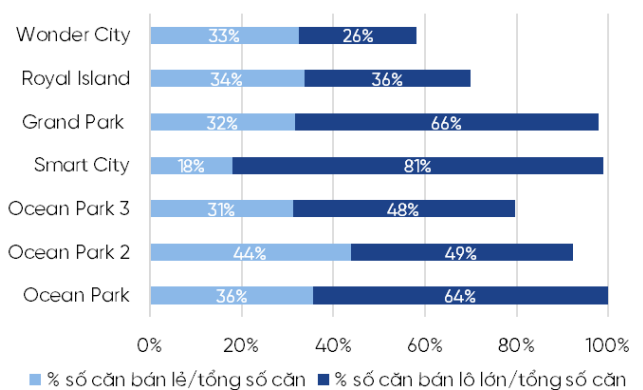
Đối với khách hàng trực tiếp là cá nhân, Vinhomes triển khai các chính sách thanh toán linh hoạt nhằm kích cầu và giảm bớt áp lực tài chính cho người mua.

Hình 32: Cơ cấu doanh số bán lẻ và bán lẻ lớn của VHM trong doanh số bán hàng (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 33: Tỷ lệ bán buôn và bán lẻ phân theo dự án của VHM (đơn vị: % số sản phẩm đã bán/tổng số sản phẩm)



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Hình 34: Một số chính sách bán hàng ưu đãi cho người mua nhà của Vinhomes và đối tác bán lẻ lớn

Dự án	Chính sách thanh toán	Ghi chú
Wonder City	Có lựa chọn chính sách giãn xây, 0% lãi suất cho 24 tháng đầu, ưu đãi lên đến 10,5% chiết khấu cho khách hàng thanh toán sớm, giúp giảm áp lực dòng tiền cho người mua	Đang có hiệu lực áp dụng
Global Gate	Người mua được vay ngân hàng 0% lãi suất trong thời gian đầu, ưu đãi chiết khấu thanh toán sớm lên tới 10% và 2 năm miễn phí dịch vụ	
Royal Island	0% lãi suất cho 24 tháng đầu trên 70% giá trị sản phẩm, ưu đãi chiết khấu lên đến 10,5% cho khách hàng thanh toán sớm, lên đến 12% cho khách chuyển về ở sớm, khuyến mại đặc biệt và cam kết cho thuê lên đến 18% trong 3 năm	
Ocean Park 3	0% lãi suất trong 30 tháng, chiết khấu thanh toán sớm lên tới 14,5% và cam kết cho thuê lên tới 11%	Đang có hiệu lực nhưng doanh số thuộc về đối tác bán lẻ lớn
The Beverly (Grand Park)	chiết khấu 5,5% cho thanh toán thông thường, 11% cho thanh toán đầy đủ trong 15 ngày, khuyến mại bổ sung 11% thu nhập hàng năm nếu thanh toán sớm	
Glory Heights (Grand Park)	Vay ngân hàng 80% với lãi suất hỗ trợ 0% trong 24 tháng đầu; chủ đầu tư hỗ trợ lãi suất 8% trong 36 tháng tiếp theo, 5% trong 25 tháng sau đó	Chính sách cũ, để cập nhằm tham khảo
Ocean Park	Thanh toán 20% giá trị để nhận sản phẩm, được vay 80% với lãi suất 0% đến tháng 2/2024.	
Ocean Park 2	Voucher VinFast trị giá 200 triệu đồng, chiết khấu 5,5%-6,5% khi thanh toán sớm, được vay 70% với lãi suất 0% trong 12 tháng	
Golden Avenue	Vay 70% (lãi suất 0% trong 30 tháng), ân hạn nợ gốc 36 tháng, chiết khấu 13%/năm khi thanh toán sớm, cam kết cho thuê 12%/năm	

Nguồn: VPBankS Research

Các hoạt động kinh doanh chính – Sản xuất xe điện

Tiên phong trong lĩnh vực sản xuất xe điện tại Việt Nam

Vingroup bắt đầu gia nhập ngành sản xuất ô tô vào năm 2017 với việc thành lập Công ty TNHH Sản xuất và Kinh doanh VinFast, ban đầu tập trung vào việc phát triển và sản xuất xe sử dụng động cơ đốt trong (ICE). Công ty đã ra mắt hai mẫu xe đầu tiên – sedan Lux A2.0 và SUV Lux SA2.0 – vào tháng 10/2018. Đến tháng 12/2021, VinFast bàn giao mẫu xe điện chạy pin (BEV) đầu tiên, VF e34, đánh dấu cột mốc quan trọng khi trở thành mẫu ô tô điện (EV) đầu tiên được sản xuất tại Việt Nam. Đến cuối năm 2022, VinFast đã hoàn tất việc dừng sản xuất xe động cơ đốt trong để tập trung hoàn toàn vào lĩnh vực di chuyển bằng điện. Hiện nay, công ty sản xuất đa dạng các dòng xe điện, bao gồm SUV, xe buýt điện và xe máy điện (E-scooter).

Vào tháng 8/2023, VinFast Auto Ltd. chính thức niêm yết trên sàn Nasdaq (mã cổ phiếu: VFS) thông qua sáp nhập với công ty SPAC Black Spade Acquisition, trở thành một trong số ít doanh nghiệp Việt Nam niêm yết tại Mỹ.

Danh mục sản phẩm toàn diện và mạng lưới bán hàng rộng khắp

VinFast tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm và thị trường. Trong năm 2024, công ty đã hoàn thiện danh mục xe điện trải dài từ phân khúc phổ thông đến cao cấp, nhằm mở rộng khả năng tiếp cận xe điện cho nhiều nhóm khách hàng khác nhau. Trong Q1/25, VinFast giới thiệu dòng Green Series – một dòng xe điện mới được thiết kế riêng cho hoạt động kinh doanh dịch vụ vận tải.

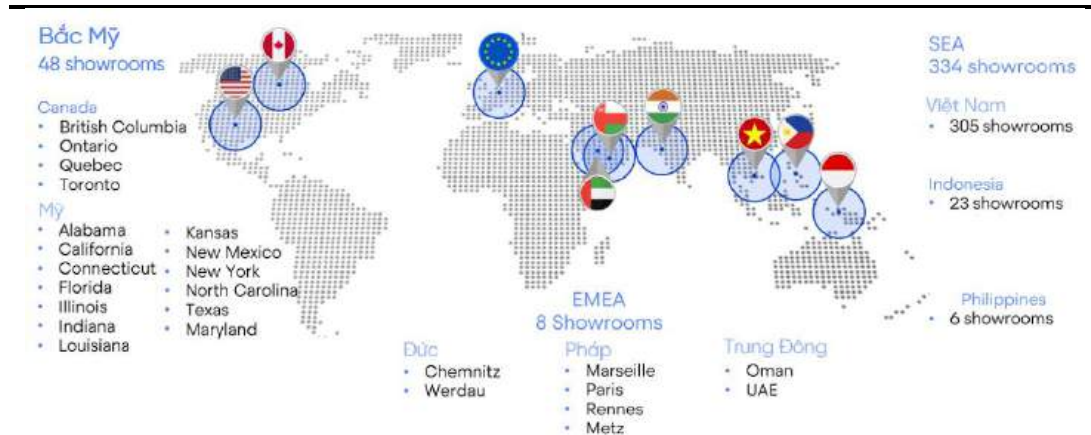
Hình 35: Các mẫu xe điện của VinFast

	Xe cá nhân						NEW Các dòng xe thương mại ra mắt vào 2025				
	Phân khúc bình dân		Phân khúc trung cấp		Phân khúc cao cấp		Dịch vụ vận chuyển				
Giá bán tham chiếu có đơn vị USD, giá sẽ khác nhau giữa các thị trường	VF-3	VF-5	VF-6	VF-7	VF-8	VF-9	Minio Green	Herio Green	Nerio Green	Limo Green	EQ Van
Giá bán	\$11,447	\$20,253	\$26,378	\$30,590	\$39,012	\$57,389	\$10,299	\$19,104	\$25,574	\$28,675	\$10,911
Hạng xe	Mini e-SUV	A e-SUV	B e-SUV	C e-SUV	D e-SUV	E e-SUV					
Nét đặc trưng	Vừa túi tiền; tùy chỉnh theo sở thích	SUV cho người mua lần đầu	Trẻ trung & năng động	Thiết kế táo bạo & thể thao	Linh hoạt & rộng rãi	Không gian rộng rãi; trang bị cao cấp	Xe điện mini 4 chỗ	A e-SUV	C e-SUV	e-MPV	Xe tải điện
KH mục tiêu	Người trẻ đi làm và người mua xe lần đầu		Thế hệ millennials am hiểu công nghệ và các gia đình nhỏ		Các gia đình trung lưu và người mua xe điện hạng sang		Người ở đô thị và di chuyển quãng đường ngắn	Dịch vụ vận chuyển cơ bản	Dịch vụ gọi xe cao cấp	Dịch vụ gọi xe và xe đưa đón	Hỗ trợ doanh nhân và doanh nghiệp nhỏ với giải pháp xe điện
Các sản phẩm khác	VF Wild Xe bán tải						Xe buýt điện 3 mẫu		Xe máy điện 7 mẫu		Drngfly Xe đạp điện

Nguồn: VinFast, VPBankS Research

Tính đến cuối tháng 6/2025, VinFast đang vận hành 388 showroom trên toàn cầu (trong đó 86% nằm ở châu Á) và khách hàng hiện có khả năng tiếp cận hơn một triệu điểm sạc xe điện, bao gồm cả hạ tầng do công ty sở hữu tại Việt Nam và mạng lưới đối tác tại Bắc Mỹ và châu Âu. Công ty cũng tiếp tục hoàn thiện chiến lược tiếp cận thị trường, chuyển đổi từ mô hình bán hàng trực tiếp hoàn toàn sang mô hình phân phối qua đại lý. Sự chuyển hướng này nhằm tối ưu hóa chi phí đồng thời tận dụng kinh nghiệm, sự am hiểu thị trường địa phương và uy tín của các hệ thống đại lý đã có tên tuổi.

Hình 36: Mạng lưới showroom VinFast trên toàn cầu



Nguồn: VinFast, VPBankS Research

Giữa bối cảnh cạnh tranh cao trong ngành, đặc biệt là từ các thương hiệu lâu đời, VinFast tạo sự khác biệt nhờ dịch vụ hậu mãi (sau bán hàng) – một yếu tố then chốt trong việc xây dựng sự hài lòng, trung thành và gắn bó của khách hàng. Dịch vụ hậu mãi hấp dẫn không chỉ nâng cao trải nghiệm khách hàng mà còn giúp nhà sản xuất thu thập các phản hồi giá trị từ người dùng, từ đó cải tiến sản phẩm và củng cố vị thế thương hiệu. VinFast nổi bật nhờ chính sách bảo hành thường ưu đãi tốt hơn so với phần lớn đối thủ, qua đó giúp củng cố niềm tin của khách hàng và hỗ trợ công ty mở rộng phạm vi hoạt động ra các thị trường quốc tế.

Hình 37: Các chính sách ưu đãi sau bán hàng của VinFast

Chính sách	Thời gian áp dụng	Áp dụng cho các dòng xe	Áp dụng tại các thị trường
Gói bảo hành (bao gồm Bảo hành cơ bản, Bảo hành hệ thống truyền động, Bảo hành chống ăn mòn)	10 năm/ 125.000 dặm đầu tiên	VF e34, VF 7, VF 8, VF 9	Mỹ, Việt Nam, Philippines, Indonesia
	7 năm/ 100.000 dặm đầu tiên	VF 3, VF 5, VF 6	
Hỗ trợ sự cố trên đường 24/7	10 năm/ 125.000 dặm đầu tiên	Tất cả các dòng xe VinFast	
	10 năm/ không giới hạn quãng đường đã đi	VF e34, VF 7, VF 8, VF 9	
Bảo hành pin	8 năm/ không giới hạn quãng đường đã đi	VF3, VF5, VF 6	

Nguồn: VinFast, VPBankS Research

Hình 38: Chính sách ưu đãi sau bán hàng cho xe điện của một số nhà sản xuất nổi bật

Các hãng sản xuất xe điện	Tesla	Hyundai	Kia	BYD	Mitsubishi
Bảo hành cơ bản	4 năm/ 50.000 dặm đầu tiên	5 năm/ 60.000 dặm đầu tiên	5 năm/ 60.000 dặm đầu tiên	4 năm/ 50.000 dặm đầu tiên	4 năm/ 60.000 dặm đầu tiên
Bảo hành pin	8 năm/ 100.000 hoặc 150.000 dặm tùy thuộc vào dòng xe và pin	Bảo hành trọn đời cho chủ sở hữu ban đầu	10 năm/ 100.000 dặm	8 năm/ 100.000 dặm	8 năm/ 100.000 dặm
Hỗ trợ sự cố trên đường	Đã bao gồm trong gói bảo hành cơ bản và bảo hành pin	5 năm/ không giới hạn quãng đường	5 năm/ 60.000 dặm	Thường là 4 năm/ 50.000 dặm, chính sách khác nhau tại các thị trường	5 năm/ không giới hạn quãng đường
Bảo hành chống ăn mòn	12 năm/ không giới hạn quãng đường	7 năm/ không giới hạn quãng đường	5 năm/ 100.000 dặm	Thường là 6 năm/ không giới hạn quãng đường, chính sách khác nhau tại các thị trường	7 năm/ 100.000 dặm
Bảo hành hệ thống truyền động	8 năm/ 100.000 hoặc 120.000 dặm tùy thuộc vào dòng xe	10 năm/ 100.000 dặm	10 năm/ 100.000 dặm	6 năm/ 60.000 dặm	10 năm/ 100.000 dặm

Nguồn: Companies' reports, VPBankS Research

Mở rộng công suất sản xuất mạnh mẽ để phục vụ kế hoạch tăng trưởng dài hạn

Hiện tại, VinFast đang vận hành một nhà máy sản xuất tại Hải Phòng, với công suất thiết kế đạt 300.000 xe ô tô điện mỗi năm. Để hỗ trợ tham vọng tiến ra thị trường quốc tế, VinFast đang xây dựng hai nhà máy lắp ráp theo hình thức CKD (xe lắp ráp nội địa nhưng linh kiện nhập khẩu), mỗi nhà máy có công suất 50.000 ô tô điện mỗi năm, tại Ấn Độ và Indonesia. Cả hai nhà máy này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025, với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 0,4 tỷ USD. Ngoài ra, một nhà máy CKD thứ ba cũng đang được triển khai tại Hà Tĩnh, Việt Nam, theo hình thức thuê đất dài hạn, với công suất kỳ vọng lên tới 200.000 ô tô điện/năm, tập trung vào các mẫu xe điện đô thị cỡ nhỏ như VF 3, Minio Green, EC Van và một số mẫu xe sắp ra mắt. Ngoài ra, một cơ sở sản xuất khác tại Bắc Carolina (Mỹ) dự kiến bắt đầu hoạt động vào năm 2028, với công suất giai đoạn 1 là 150.000 ô tô điện/năm và tổng vốn đầu tư ước tính 1,4 tỷ USD.

Tổng công suất sản xuất dự kiến của công ty sẽ tăng mạnh từ 300.000 xe lên tới 600.000 xe ô tô điện mỗi năm kể từ năm 2026. Con số này vượt xa mục tiêu giao hàng vốn đã đầy tham vọng của VinFast là 200.000 xe trong năm 2025. Việc mở rộng công suất mạnh mẽ cho thấy ban lãnh đạo có niềm tin lớn vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn của thị trường xe điện, với tham vọng trở thành một trong những nhà sản xuất hàng đầu trong khu vực và trên toàn cầu.

Chiến lược đầu tư mạnh mẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro trong giai đoạn đầu. Nếu nhu cầu thị trường không tăng trưởng như kỳ vọng, công ty có thể đối mặt với tình trạng dư thừa công suất sản xuất, dẫn đến hiệu suất hoạt động thấp và chi phí cố định bình quân trên mỗi xe tăng cao. Sự mất cân đối giữa công suất và doanh số thực tế có thể khiến tồn kho tăng, nhà máy hoạt động không hết công suất và áp lực lên vốn lưu động gia tăng. Tuy nhiên, chi phí đầu tư của VinFast đã đạt đỉnh vào năm 2023 và dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong các năm tới, điều này cho phép công ty linh hoạt hơn trong việc mở rộng hoạt động để phù hợp với điều kiện thị trường.

Trong khi đó, bằng cách đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng ngay từ bây giờ, VinFast đang xây dựng nền tảng để nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần khi làn sóng chuyển dịch phương tiện giao thông sang xe điện tăng tốc. Nhu cầu được kỳ vọng sẽ tăng mạnh tại các thị trường chủ chốt – tại đó bao gồm cả các cá nhân, hộ gia đình và doanh nghiệp – chuyển sang sử dụng phương tiện di chuyển xanh, một bước đi thiết yếu nhằm giúp các quốc gia đạt mục tiêu trung hòa carbon dài hạn.

Hai nhà máy tại Ấn Độ và Indonesia dự kiến sẽ chủ yếu phục vụ thị trường nội địa và sẽ được hưởng các chính sách ưu đãi của chính phủ dành cho sản xuất xe điện nội địa như giảm thuế (ở cả hai quốc gia) và hỗ trợ tài chính cho hạ tầng sạc và sản xuất pin (tại Ấn Độ). Công suất còn lại – khoảng 600.000 xe ô tô điện mỗi năm – sẽ được đặt tại Việt Nam, nhằm phục vụ cả thị trường nội địa và các thị trường xuất khẩu có hiệp định thương mại với Việt Nam. Điều này bao gồm các quốc gia ASEAN, vốn áp dụng mức thuế nhập khẩu 0% cho xe nguyên chiếc theo Hiệp định ATIGA, với điều kiện xe đạt tỷ lệ nội địa hóa khu vực tối thiểu 40%. Ngoài ra còn có các quốc gia thành viên CPTPP, nhiều trong số đó cũng áp dụng các mức thuế ưu đãi dựa trên các điều kiện cụ thể của từng thị trường.

Thiết lập vị thế dẫn đầu về thị phần bán hàng tại thị trường ô tô Việt Nam

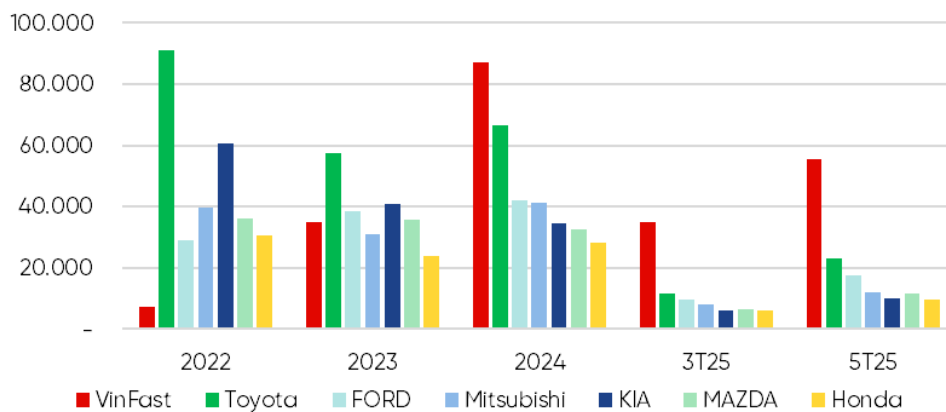
Tại Việt Nam, VinFast hiện giữ vị thế hàng đầu trên thị trường ô tô nội địa, với thị phần xe bán ra tăng từ 20% cuối năm 2024 lên 30% vào cuối Q1/25. Ngoài ra, xe VinFast chiếm 40% tổng số xe đăng kiểm trong Q1/25. Công ty đặt mục tiêu chiếm 40% tổng số xe bán ra trên thị trường vào cuối năm 2025. Trong năm 2024, VinFast đã giao 87.000 xe ô tô điện tại Việt Nam – gần gấp ba lần so với năm 2023 – và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ với 35.000 xe được bán ra trong Q1/25, tăng mạnh so với 8.200 xe của cùng kỳ năm trước. Các mẫu VF3, VF5 và VF6 hiện đang dẫn đầu danh sách xe bán chạy nhất tại thị trường Việt Nam, cho thấy sự thống lĩnh rõ rệt của VinFast trong phân khúc xe điện phổ thông và tầm trung.

Các mẫu xe ở phân khúc phổ thông như VF3 và VF5 có mức giá cạnh tranh và dễ tiếp cận với các cá nhân và hộ gia đình, đặc biệt thu hút nhóm khách hàng trẻ tuổi – những người cởi mở hơn với công nghệ mới và quan tâm đến yếu tố bền vững với môi trường. Bên cạnh thiết kế năng động phù hợp giới trẻ, nội thất trực quan và giao diện kỹ thuật số thông minh cũng giúp các mẫu xe này nổi bật so với các dòng xe xăng truyền thống cùng tầm giá. Ngoài ra, các công nghệ tích hợp tiên tiến như Hệ thống hỗ trợ lái nâng cao (ADAS) cấp độ 2+, cập nhật phần mềm qua mạng (OTA) và các tính năng kết nối thông minh (như điều khiển bằng giọng nói, tích hợp ứng dụng điện thoại) mang lại lợi thế rõ rệt cho VinFast trong một phân khúc vốn thiếu vắng các công nghệ cao cấp như vậy.

Ở phân khúc tầm trung – gồm các mẫu VF6, VF7 và VF8 – VinFast đang cạnh tranh trực tiếp với các hãng xe lâu đời như Hyundai, Toyota và Ford, vốn có vị thế vững chắc trong nhóm xe gia đình. Tuy nhiên, VinFast vẫn giữ được nhiều lợi thế chiến lược: sản xuất nội địa hoàn toàn, mạng lưới trạm sạc phủ rộng toàn quốc, cùng chính sách bảo hành và hậu mãi hấp dẫn, khiến sản phẩm của hãng trở nên tiết kiệm chi phí và tiện lợi hơn so với nhiều dòng xe điện nhập khẩu.

Ở phân khúc cao cấp, mẫu VF9 hiện chủ yếu được định vị phục vụ các cơ quan chính phủ và khách hàng doanh nghiệp. Với thiết kế sang trọng mang phong cách hành chính và hệ thống ADAS toàn diện, VF9 phù hợp với nhu cầu công vụ hơn là khẳng định phong cách cá nhân của chủ sở hữu.

Hình 39: Doanh số bán ô tô của các hãng xe hàng đầu tại thị trường Việt Nam



Nguồn: VAMA, VinFast, VPBankS Research

Triển vọng ngành: Thị trường xe điện toàn cầu tiếp tục mở rộng

Tiêu thụ xe điện tiếp tục tăng, đặc biệt mạnh tại châu Á và các thị trường mới nổi

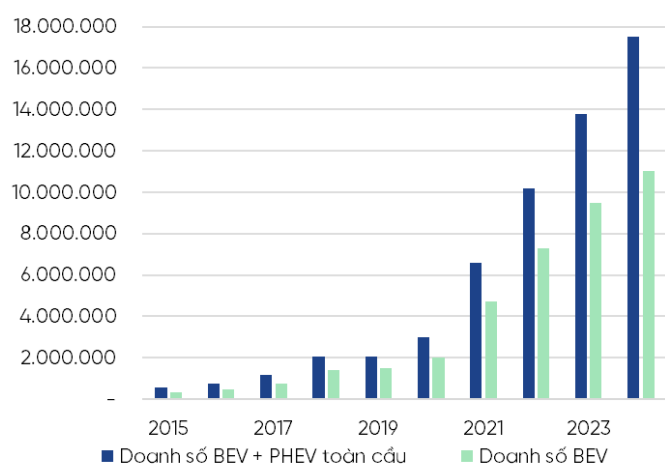
Thị trường xe điện toàn cầu (bao gồm xe điện chạy pin – BEV và xe dùng song song điện và xăng – PHEV) tiếp tục mở rộng, với tốc độ tăng trưởng mạnh tại các thị trường mới nổi. Theo nghiên cứu của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), doanh số xe điện toàn cầu dự kiến sẽ vượt 20 triệu chiếc trong năm 2025, chiếm hơn 25% tổng lượng xe bán ra, và có thể đạt hơn 40% thị phần vào năm 2030. Tăng trưởng này ngày càng được thúc đẩy bởi nhu cầu gia tăng tại các thị trường mới nổi ngoài Trung Quốc, trong bối cảnh các thị trường phát triển như Mỹ và châu Âu đang dần bước vào giai đoạn tăng trưởng bão hòa.

- Trung Quốc vẫn là thị trường xe điện lớn nhất thế giới, với xe điện chiếm gần 50% tổng lượng xe mới bán ra trong năm 2024 – nhờ vào chuỗi cung ứng nội địa cạnh tranh và chính sách hỗ trợ mạnh mẽ. Tới năm 2030, tỷ lệ xe điện dự kiến sẽ chiếm khoảng 80% doanh số ô tô tại nước này.
- Đông Nam Á ghi nhận mức tăng trưởng gần 50% svck về doanh số xe điện trong năm 2024, đạt 9% thị phần, với mức thâm nhập đặc biệt cao tại Thái Lan và Việt Nam. Bên cạnh ô tô chở khách, các phương tiện hai bánh (2W) và ba bánh (3W) – đóng vai trò thiết yếu trong hệ thống giao thông châu Á – đang điện khí hóa với tốc độ còn nhanh hơn. IEA dự báo rằng đến năm 2030, gần 1 trong 3 phương tiện thuộc nhóm này bán ra tại Đông Nam Á sẽ là xe điện. Đáng chú ý, xe điện thuần pin chiếm hơn 90% doanh số xe điện tại nhiều quốc gia trong khu vực, phản ánh thị hiếu tiêu dùng thiên về nền tảng điện hoàn toàn.
- Khu vực Mỹ-Latinh ghi nhận doanh số xe điện tăng hơn 60% svck trong năm 2024, chủ yếu nhờ Brazil, nơi doanh số tăng gấp đôi lên 125.000 xe, chiếm 6% thị phần. Mức tăng trưởng này phần lớn đến từ các chính sách hỗ trợ của chính phủ – bao gồm miễn giảm thuế, giảm lệ phí đăng ký, và nới lỏng hạn chế giao thông cho xe điện – cùng với giá nhiên liệu hóa thạch tăng cao.

Trong khi đó, các thị trường phát triển đang tiến triển với tốc độ thận trọng hơn. Mỹ ghi nhận mức tăng 10% svck về doanh số xe điện trong năm 2024. Tại châu Âu, doanh số gần như đi ngang do chính sách trợ giá bị cắt giảm, mặc dù khu vực vẫn duy trì thị phần trên toàn quốc ổn định ở mức 20%.

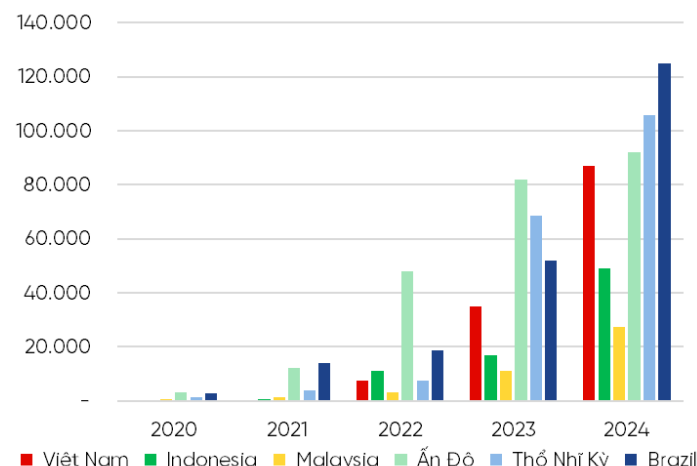
Đà mở rộng tại châu Á và các thị trường mới nổi chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) chính sách hỗ trợ từ chính phủ; (2) sự hiện diện ngày càng rộng rãi của các dòng xe điện giá rẻ từ các nhà sản xuất Trung Quốc; và (3) sự vươn lên của các thương hiệu địa phương như VinFast (Việt Nam), Togg (Thổ Nhĩ Kỳ) và Tito (Argentina).

Hình 40: Doanh số bán xe điện toàn cầu (đơn vị: chiếc)



Nguồn: IEA, VPBankS Research

Hình 41: Tiêu thụ xe điện tại các thị trường đang tăng trưởng nhanh



Nguồn: IEA, VinFast, VPBankS Research

Các thị trường mới nổi tại châu Á đẩy mạnh nội địa hóa ngành công nghiệp xe điện

- **Indonesia:** Indonesia đang tăng tốc xây dựng hệ sinh thái xe điện, tận dụng trữ lượng niken dồi dào. Tháng 7/2024, Hyundai Motor Group và LG Energy Solution đã khánh thành nhà máy sản xuất pin EV đầu tiên tại Karawang, với công suất 10 GWh/năm. Liên doanh HLI Green Power này có tổng vốn đầu tư lên tới 1,1 tỷ USD, hướng tới cung ứng cho các dòng xe điện của Hyundai và Kia, với khoảng 90% sản lượng xuất khẩu sang Hàn Quốc và Ấn Độ. Để thúc đẩy tiêu dùng EV, chính phủ Indonesia đã triển khai hàng loạt ưu đãi: miễn thuế tiêu thụ đặc biệt (PPnBM) cho xe điện trong năm 2024; giảm VAT từ 11% xuống 1% cho người mua EV trong năm 2024; và miễn thuế nhập khẩu đến hết năm 2025.
- **Thái Lan:** Thái Lan định vị trở thành trung tâm sản xuất EV của khu vực. Tháng 7/2024, BYD (Trung Quốc) đã đưa vào vận hành nhà máy xe điện đầu tiên tại Đông Nam Á, đặt tại Rayong, với công suất 150.000 xe/năm. Chính phủ Thái Lan đặt mục tiêu đến năm 2030 sẽ chuyển đổi 30% sản lượng xe sản xuất hàng năm (khoảng 2,5 triệu xe) sang xe điện.
- **Philippines:** Chính phủ Philippines thúc đẩy tiêu dùng xe điện thông qua các chính sách luật hóa: 1) Luật Phát triển ngành công nghiệp xe điện (EVIDA) cung cấp ưu đãi thuế và đầu tư hạ tầng; 2) Lộ trình phát triển ngành xe điện toàn diện (CREVI) định hướng tích hợp EV vào mạng lưới giao thông. Hiệp hội Xe điện Philippines dự báo sẽ có hơn 6 triệu xe điện lưu thông trên đường vào năm 2030.
- **Malaysia:** Malaysia hướng tới vai trò trung tâm khu vực về sản xuất và tái chế pin xe điện. Quốc gia này đã xây dựng hai trung tâm tái chế pin và dự kiến mở rộng mạng lưới này. Lộ trình năng lượng tái tạo Malaysia (MyRER) hỗ trợ sự phát triển này với các chính sách như Luật Năng lượng Tái tạo, biểu giá FITs, và chương trình tài trợ công nghệ xanh, nhằm khuyến khích đầu tư vào hệ thống lưu trữ năng lượng pin (BESS) và các công nghệ xanh khác. Sau năm 2025, MyRER sẽ ưu tiên các giải pháp lưu trữ năng lượng hiệu quả về chi phí, đồng thời phát triển thị trường điều tiết lưới điện và tìm kiếm các mô hình kinh tế mới từ chuyển đổi năng lượng.
- **Ấn Độ:** Chính phủ triển khai nhiều chương trình để thúc đẩy tiêu dùng và sản xuất xe điện, đặt mục tiêu EV chiếm 30% doanh số ô tô bán ra vào năm 2030. Cụ thể: 1) Chương trình FAME hỗ trợ tài chính trực tiếp cho người mua; 2) Chương trình PLI dành cho sản xuất pin tiên tiến, nhằm khuyến khích nội địa hóa. Hero Electric dẫn đầu thị trường xe điện hai bánh, trong khi Tata Motors là nhà sản xuất xe điện bốn bánh lớn nhất Ấn Độ, bất chấp sự cạnh tranh ngày càng mạnh từ JSW MG Motor và Mahindra & Mahindra.
- **Việt Nam:** Bộ Giao thông Vận tải đặt mục tiêu đến năm 2030, 30% xe ô tô và 22% xe máy sẽ là xe điện. Nhằm thực hiện mục tiêu này, Chính phủ đã áp dụng một số chính sách ưu đãi để thúc đẩy tiêu dùng xe điện và khuyến khích sản xuất xe điện:
 - 1) Ưu đãi thúc đẩy tiêu dùng xe điện bao gồm: Miễn lệ phí trước bạ cho xe BEV từ ngày 1/3/2025 đến hết ngày 28/2/2027; và Giảm thuế tiêu thụ đặc biệt cho xe điện chở người dưới 9 chỗ từ tháng 3/2022 đến hết tháng 2/2027.
 - 2) Về các ưu đãi cho các nhà sản xuất ô tô nói chung, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã đề xuất các biện pháp hỗ trợ cho các doanh nghiệp có khả năng sản xuất các dòng xe ưu tiên với quy mô trên 50.000 xe mỗi năm. Bộ Công Thương cũng đã đề xuất một mức thuế TTĐB khác cho các phương tiện có tỷ lệ nội địa hóa cao (có thể miễn thuế TTĐB trên giá trị được tạo ra trong nước) để khuyến khích các nhà sản xuất ô tô sản xuất và lắp ráp tại chỗ, từ đó tăng tỷ lệ nội địa hóa trong ngành công nghiệp ô tô. VinFast hiện là nhà sản xuất EV hàng đầu tại Việt Nam, với nhà máy tại Hải Phòng đã đạt tỷ lệ nội địa hóa lên tới 75% (trừ pin, tính đến tháng 6/2025) và đặt mục tiêu tăng lên 84% vào năm

2026. Kể từ khi VinFast dừng sản xuất xe động cơ đốt trong (ICE) và chuyển sang sản xuất hoàn toàn xe điện từ năm 2022, nhà máy Hải Phòng được hưởng thuế tiêu thụ đặc biệt ưu đãi – giảm từ 35% xuống còn 3% đến hết tháng 2/2027, sau đó sẽ tăng lên 11%. Ngoài ra, VinFast còn được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN): thuế suất 10% trong vòng 15 năm kể từ khi phát sinh doanh thu, trong đó 4 năm đầu được miễn thuế, 9 năm tiếp theo được giảm 50% thuế suất.

- 3) Theo dự thảo Quyết định quy định lộ trình áp dụng quy chuẩn khí thải xe mô tô, xe gắn máy lưu hành ở Việt Nam, Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội dự kiến kiểm định khí thải xe máy từ ngày 01/07/2027, các tỉnh thành trực thuộc trung ương sẽ tiến hành sau đó một năm và các địa phương còn lại bắt đầu thực hiện từ tháng 7/2030. Chính sách này cho thấy cam kết của Chính phủ trong việc giảm thiểu ô nhiễm không khí tại các đô thị lớn, đồng thời đặt nền móng cho việc loại bỏ dần các phương tiện phát thải cao. Việc kiểm định khí thải dự kiến sẽ làm gia tăng chi phí sở hữu đối với xe máy sử dụng động cơ đốt trong, đặc biệt là các phương tiện đã qua sử dụng lâu năm, từ đó thúc đẩy xu hướng chuyển đổi sang các phương tiện sạch hơn như xe máy điện. Đây sẽ là một cú hích chính sách quan trọng hỗ trợ cho sự phát triển của ngành xe máy điện tại Việt Nam, mở ra cơ hội tăng trưởng thị phần cho các doanh nghiệp tiên phong, đặc biệt tại các đô thị lớn vốn có nhu cầu đi lại cao và áp lực môi trường (tình trạng ô nhiễm không khí, tiếng ồn, và chất thải) ngày càng lớn.

Công nghệ pin và hạ tầng sạc – Động lực quan trọng thúc đẩy ngành xe điện

Sự tiến bộ trong công nghệ pin và xu hướng giảm giá nguyên vật liệu đầu vào như lithium và niken đang góp phần đáng kể vào việc giảm chi phí sản xuất xe điện, từ đó giúp các sản phẩm này trở nên hợp túi tiền và dễ tiếp cận hơn với người tiêu dùng phổ thông. Giá pin đã giảm mạnh trong năm 2024 – khoảng 30% tại Trung Quốc và 10–15% tại Mỹ và châu Âu. Tại Trung Quốc, hai phần ba mẫu EV hiện có giá thấp hơn xe ICE, ngay cả khi không có trợ cấp.

Giá pin giảm cũng đang thu hẹp khoảng cách chi phí giữa EV và xe chạy xăng/dầu tại các thị trường mới nổi. Tuy nhiên, lợi thế chi phí này cũng làm gia tăng cạnh tranh, khi cả doanh nghiệp mới và nhà sản xuất truyền thống đều tích cực giành thị phần. Tại Thái Lan, giá xe điện hiện đã ngang bằng với xe ICE; tại Brazil và Mexico, chênh lệch giá giữa EV và ICE đã giảm một nửa so với năm 2023 – chủ yếu nhờ dòng EV giá rẻ đến từ Trung Quốc.

Hơn nữa, các công nghệ sạc siêu nhanh thế hệ mới đang tạo ra bước ngoặt cho ngành công nghiệp xe điện (EV). Hệ thống sạc Megawatt (MCS) ban đầu được phát triển bởi CharIN – một liên minh toàn cầu bao gồm ABB, Siemens, Tesla, Volvo, MAN, Scania và BYD – nhằm sạc cho các dòng xe điện hạng nặng như xe tải và xe buýt. Hệ thống này hỗ trợ mức công suất siêu cao – lên đến 3,75 MW – thông qua một loại đầu sạc dẫn điện tiêu chuẩn mới được thiết kế cho mục đích thương mại. Tuy nhiên, đến tháng 3 năm 2025, BYD đã điều chỉnh công nghệ này để áp dụng cho các dòng xe điện dân dụng hạng nhẹ thông qua nền tảng Super e mới của hãng. Hai mẫu xe chủ lực, sedan Han L và SUV Tang L, hỗ trợ công suất sạc lên tới 1.000 kW (1MW), cho phép xe đi được 400 km chỉ sau 5 phút sạc, với công suất sạc 1MW đạt mức đỉnh chỉ sau khoảng 10 giây. Việc tích hợp công nghệ sạc megawatt sẽ thúc đẩy mạnh mẽ cho nhu cầu xe điện.

Hiện tại, VinFast đang sử dụng các điểm sạc chia sẻ thông qua mạng lưới đối tác tại châu Âu và Mỹ, tận dụng lợi thế từ việc công nghệ sạc megawatt đã có mặt tại các thị trường này. Tuy nhiên, tại các thị trường trọng điểm như Việt Nam và khu vực Đông Nam Á – nơi VinFast đang tự xây dựng hệ thống trạm sạc – công ty đang tập trung vào triển khai sạc AC cấp độ 2 và sạc nhanh DC cấp độ 3, ưu tiên mở rộng mạng lưới hơn là đầu tư trực tiếp vào công nghệ MCS (vốn yêu cầu đầu nối dẫn điện riêng biệt và các thông số kỹ thuật điện áp/dòng điện cao) ở thời điểm hiện tại. Dù vậy, VinFast có thể cân nhắc tích hợp

công nghệ MCS vào lộ trình phát triển hạ tầng trong tương lai, giúp VinFast gia nhập phân khúc xe điện thương mại hiệu suất cao đang nổi lên tại Đông Nam Á.

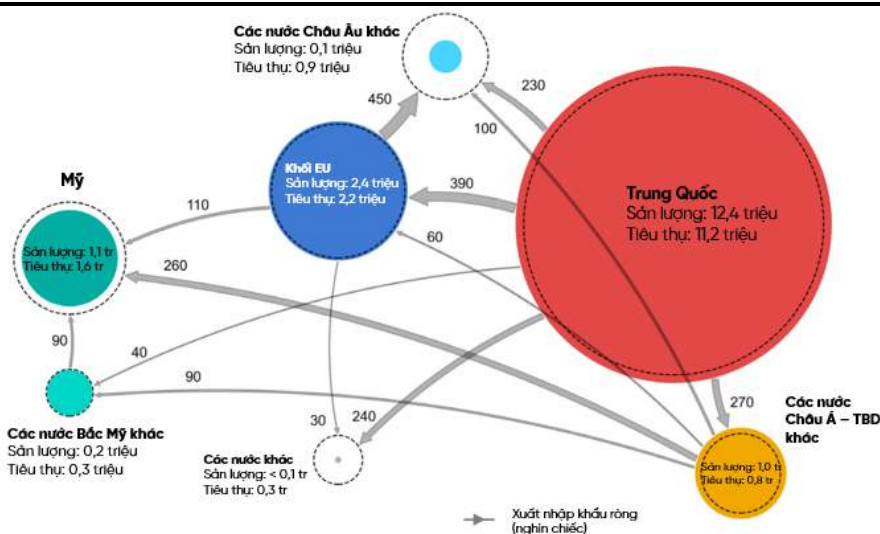
Tái cấu trúc chuỗi cung ứng mở ra cơ hội cho các nền kinh tế mới nổi

Quá trình tái cấu trúc chuỗi cung ứng xe điện toàn cầu đang tạo ra động lực cạnh tranh mạnh mẽ giữa các quốc gia mới nổi – những nền kinh tế đang tìm cách trở thành trung tâm sản xuất và xuất khẩu xe điện trong tương lai.

Hiện Trung Quốc vẫn là trung tâm sản xuất xe điện lớn nhất thế giới, chiếm hơn 70% sản lượng toàn cầu. Năm 2024, phần lớn tăng trưởng 25% trong sản lượng xe điện toàn cầu đến từ các nhà sản xuất Trung Quốc, theo số liệu từ IEA. Tuy nhiên, thị trường xe điện toàn cầu đang dần trở nên đa dạng hơn khi các nhà sản xuất Trung Quốc mở rộng sang các khu vực như Brazil, Mexico và Đông Nam Á. Đối mặt với làn sóng bảo hộ gia tăng – chẳng hạn như các đề xuất áp thuế lên xe điện nhập khẩu từ Trung Quốc – các doanh nghiệp này đang điều chỉnh chiến lược bằng cách đẩy mạnh xuất khẩu trước (như tại Brazil) hoặc chuyển hướng sang các thị trường thay thế. Sản lượng xe điện của Trung Quốc tại các nhà máy ở nước ngoài hiện chiếm khoảng 5% doanh số xe điện tại các thị trường mới nổi, và tỷ trọng này dự kiến sẽ còn tăng khi công suất sản xuất toàn cầu mở rộng.

Đồng thời, nhiều quốc gia như Indonesia, Ấn Độ và Thái Lan đang thúc đẩy mạnh mẽ quá trình nội địa hóa ngành công nghiệp xe điện thông qua các biện pháp như: ưu đãi đầu tư, yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa linh kiện, và đẩy mạnh đầu tư vào sản xuất pin và chế biến nguyên liệu đầu vào. Những chính sách này không chỉ thu hút vốn đầu tư nước ngoài mà còn giúp xây dựng năng lực nội sinh cho ngành xe điện – từ đó định vị quốc gia như là mắt xích quan trọng trong chuỗi giá trị toàn cầu.

Hình 42: Sản lượng, tiêu thụ tại các thị trường và dòng chảy thương mại xe điện trên thế giới năm 2024 (đơn vị: chiếc)



Nguồn: IEA, VPBankS Research

Triển vọng công ty: Nâng cấp thương hiệu từ nội địa đến toàn cầu

Củng cố hệ sinh thái sản phẩm dịch vụ và tăng cường vị thế tại thị trường nội địa

Thị trường xe điện tại Việt Nam đang chứng kiến mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, khi cả doanh nghiệp trong nước và quốc tế đẩy mạnh đầu tư. TMT Motors đã hợp tác cùng Wuling (Trung Quốc) để sản xuất xe điện mini; Foxconn đầu tư 250 triệu USD vào lĩnh vực EV và hạ tầng sạc; trong khi hàng loạt hãng xe Trung Quốc – như Chery (liên doanh với Geleximco), Geely (với Tasco), BYD, GAC Aion và Haima – đang lần lượt gia nhập thị trường với các mẫu xe và nhà máy mới. Bên cạnh đó, Skoda (châu Âu) đang thiết lập cơ sở sản xuất tại Quảng Ninh thông qua liên doanh với TC Motor – đánh dấu nhà máy đầu tiên của hãng tại Đông Nam Á.

Trước sự trỗi dậy của các đối thủ mới, VinFast đang đẩy mạnh hoạt động tại thị trường nội địa, thông qua việc mở rộng danh mục sản phẩm và đầu tư mạnh vào hạ tầng sạc, nhằm củng cố vị thế dẫn đầu thị trường.

- Sau khi thành công trong việc xây dựng nhận diện thương hiệu, VinFast chuyển trọng tâm sang mục tiêu “phủ xanh” hệ thống giao thông tại Việt Nam, trong đó nổi bật là hợp tác chiến lược với các hãng taxi và doanh nghiệp vận tải. Trong Q1/25, VinFast ra mắt các mẫu ô tô điện thương mại thuộc dòng Green Series và ghi nhận 45.813 đơn đặt hàng chỉ trong vòng 72 giờ. Việc giao xe dự kiến diễn ra từ tháng 4 đến tháng 8/2025.
- Thông qua công ty liên kết V-Green, khách hàng của VinFast hiện có thể tiếp cận hơn 150.000 cổng sạc trên toàn quốc – trở thành mạng lưới sạc lớn nhất và hiện đại nhất Việt Nam. Một độ phủ sóng ấn tượng với trung bình một trạm sạc mỗi 3,5km tại khu vực đô thị và mỗi 65km trên các tuyến cao tốc, vượt xa nhiều tiêu chuẩn quốc tế. Ngoài ra, công ty hợp tác cùng PVOIL để tích hợp điểm sạc tại 423 cây xăng trên cả nước, tận dụng hạ tầng nhiên liệu sẵn có nhằm tăng độ tiếp cận. V-Green lên kế hoạch đầu tư 10.000 tỷ đồng giai đoạn 2024–26 để mở rộng và nâng cấp mạng lưới, với mục tiêu gấp ba công suất hiện tại ở quy mô toàn cầu. Cần lưu ý rằng gần như toàn bộ các trạm sạc xe điện tại Việt Nam hiện thuộc quyền kiểm soát của VinFast và sẽ được giữ độc quyền cho xe của hãng trong ít nhất 10 năm tới – qua đó tạo rào cản gia nhập thị trường rất lớn cho các nhà sản xuất EV khác.

Song hành cùng sự mở rộng nhanh chóng của VinFast, hạ tầng xe điện tại Việt Nam cũng đang phát triển vượt bậc so với nhiều nước trong khu vực, hình thành nền tảng vững chắc cho quá trình chuyển đổi sang giao thông xanh. Tính đến cuối năm 2024, Thái Lan có 3.429 trạm sạc với hơn 11.000 cổng, đặt mục tiêu có trạm sạc nhanh mỗi 50 km; Singapore đạt 15.300 điểm sạc và đang hướng đến 60.000 cổng sạc vào năm 2030; trong khi Indonesia có 28.000 trạm sạc gia đình và 3.233 trạm sạc công cộng, hướng đến 63.000 trạm sạc vào năm 2030.

Xây dựng nền tảng vững chắc tại các thị trường châu Á với hệ sinh thái hoàn chỉnh

VinFast đang tích cực thâm nhập vào các thị trường trọng điểm ở Đông Nam Á, tận dụng lợi thế từ hệ sinh thái xanh tích hợp và mạng lưới phân phối ngày càng mở rộng để thúc đẩy quá trình chuyển đổi sang xe điện:

- **Indonesia:** VinFast đang đạt được những bước tiến đáng kể tại thị trường Indonesia thông qua các khoản đầu tư chiến lược, hợp tác đối tác và phát triển hạ tầng. V-Green có kế hoạch triển khai tới 100.000 trạm sạc xe điện trên toàn quốc nhằm hỗ trợ lộ trình chuyển đổi phương tiện giao thông sang điện hóa của Indonesia. Sáng kiến này được đưa ra sau buổi gặp cấp cao với Tổng thống Prabowo Subianto, tái khẳng định cam kết của VinFast đối với các giải pháp giao thông bền vững. Song song đó, VinFast đang nghiên cứu đầu tư vào năng lượng tái tạo như điện mặt trời và điện gió, góp phần hoàn thiện hệ sinh thái xe điện và thúc đẩy hệ sinh thái năng lượng xanh tự chủ tại địa phương.

VinFast đã xuất khẩu gần 2.500 xe điện sang Indonesia và đang khuyến khích người dùng bằng chính sách miễn phí sạc tại các trạm V-Green đến năm 2027-28 (tùy theo dòng xe). Đồng thời, hợp tác chiến lược với Ngân hàng Quốc gia Indonesia (BNI) sẽ mang đến các giải pháp tài chính hỗ trợ mở rộng kinh doanh của VinFast và quá trình chuyển đổi xanh tại quốc gia này.

Nhà máy CKD của VinFast tại Tây Java đang được xây dựng với tổng mức đầu tư hơn 200 triệu USD. Nhà máy dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025, với công suất thiết kế 50.000 ô tô điện/năm – cho phép VinFast nội địa hóa sản xuất và đáp ứng nhu cầu tăng cao tại Indonesia.

- **Philippines:** VinFast đang từng bước thiết lập hiện diện tại Philippines, đã ký thỏa thuận với 6 đại lý và lên kế hoạch mở 60 showroom mới trong năm 2025. Công ty giới thiệu danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm các mẫu VF3, VF5, VF6 và VF7, phù hợp với nhiều phân khúc khách hàng. Thị trường Philippines có nhiều dư địa tăng trưởng nhờ quá trình đô thị hóa mạnh mẽ, nhận thức môi trường ngày càng tăng, và các chính sách hỗ trợ từ chính phủ nhằm thúc đẩy sử dụng xe điện.
- **Ấn Độ:** VinFast cũng đang nhắm đến thị trường xe điện đang tăng trưởng nhanh của Ấn Độ, với kế hoạch vận hành nhà máy I CKD tại bang Tamil Nadu từ nửa cuối năm 2025. Nhà máy sẽ có công suất 50.000 xe/năm. Các mẫu xe mở bán ban đầu bao gồm VF6 và VF7, dự kiến ra mắt vào cuối năm 2025. Với dân số lớn, tầng lớp trung lưu đang mở rộng và nhiều chính sách ưu đãi từ chính phủ, Ấn Độ là thị trường tiềm năng cho tham vọng mở rộng của VinFast.

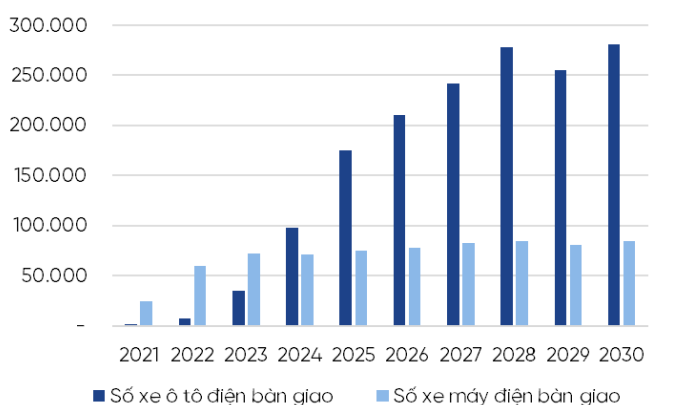
Bằng cách tập trung vào các thị trường này, VinFast tận dụng hiệu quả các lợi thế từ hệ sinh thái tích hợp gồm hạ tầng trạm sạc, năng lực sản xuất và mạng lưới đại lý rộng khắp để thúc đẩy việc phổ cập xe điện tại châu Á. Dù cạnh tranh trong ngành đang ở mức cao, năng lực sản xuất nội địa, các mối quan hệ đối tác chiến lược và hệ sinh thái tích hợp giúp VinFast có vị thế thuận lợi để chiếm lĩnh thị phần đáng kể trong bối cảnh thị trường xe điện trong khu vực đang phát triển nhanh chóng.

Chúng tôi dự báo sản lượng EV gấp đôi svck trong năm 2025 và có lãi gộp vào năm 2027

Chúng tôi kỳ vọng VinFast sẽ bàn giao 175.130 xe ô tô điện (EV) và 74.526 xe máy điện (E-scooter) vào năm 2025, và đạt mức 241.630 ô tô điện và 82.165 xe máy điện vào năm 2027.

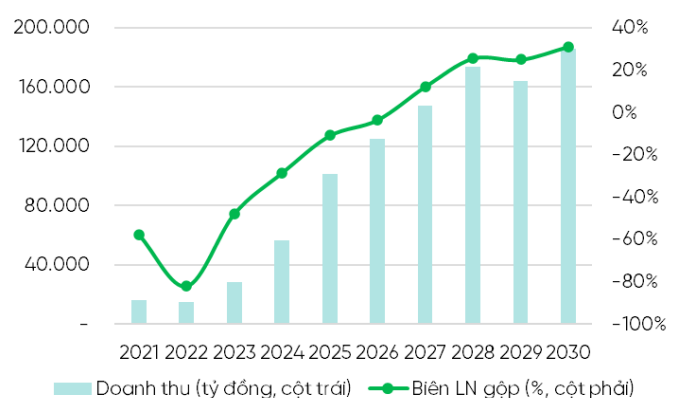
Chúng tôi dự báo doanh thu của VinFast đạt 101.465 tỷ đồng trong năm 2025 và 147.018 tỷ đồng trong năm 2027, lần lượt tăng 81,3% svck và 18,1% svck. Biên lợi nhuận gộp dự kiến thu hẹp mức âm từ -11,0% vào năm 2025 (từ -28,5% trong 2024) và chuyển sang dương 12,1% vào năm 2027.

Hình 43: Dự báo doanh số xe điện



Nguồn: VinFast, VPBankS Research

Hình 44: Dự báo công ty có lợi nhuận gộp từ 2027



Nguồn: VinFast, VPBankS Research

Các hoạt động kinh doanh chính – Bất động sản bán lẻ

Cổ đông sáng lập và chiến lược của Vincom Retail

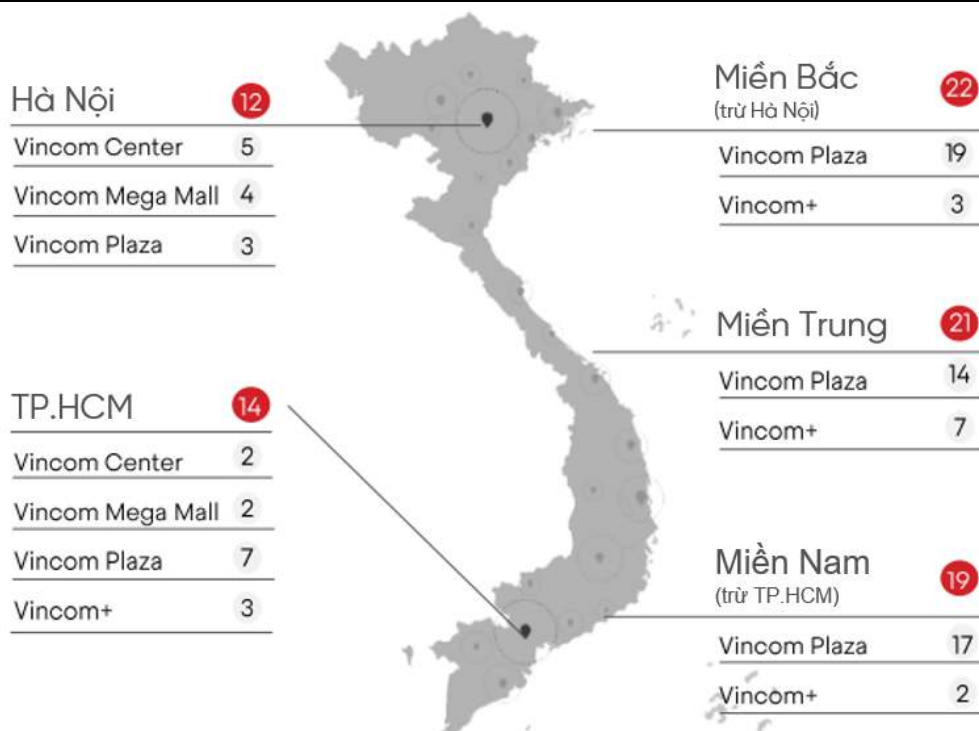
Quá trình phát triển của chủ đầu tư bất động sản bán lẻ hàng đầu Việt Nam

Vincom Retail được thành lập năm 2012 sau quá trình tái cấu trúc mảng kinh doanh bất động sản bán lẻ của Tập đoàn Vingroup, bao gồm việc chuyển giao các trung tâm thương mại trước đây thuộc sở hữu của Vingroup sau khi sáp nhập hai thương hiệu Vincom và Vinpearl. Theo đó, Vincom Retail trở thành đơn vị vận hành và quản lý hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ của Vingroup, sở hữu danh mục trung tâm thương mại (TTTM) tọa lạc tại các khu vực đô thị đặc địa như Vincom Center (VCC) Bà Triệu (Hà Nội), VCC Đồng Khởi (TP.HCM), hay các TTTM lớn nhất Đông Nam Á vào thời điểm khai trương là Vincom Mega Mall (VMM) Royal City (Hà Nội), và VMM Times City (Hà Nội). Công ty chính thức phát hành cổ phiếu ra công chúng vào năm 2013 và niêm yết trên sàn HoSE năm 2017 với mã chứng khoán VRE.

Hiện tại, Vincom Retail là nhà phát triển và vận hành BDS bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam, vận hành mạng lưới 88 trung tâm thương mại trên toàn quốc, với tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) vượt 1,84 triệu m² (tính đến tháng 3/2025).

Tính đến tháng 9/2024, Tập đoàn Vingroup (VIC) và các công ty con đã hoàn tất việc thoái toàn bộ vốn khỏi Công ty TNHH Phát triển và Đầu tư Thương mại SDI – đơn vị sở hữu hơn 99% cổ phần tại CTCP Thương mại Sado, cổ đông lớn đang nắm giữ 41,5% cổ phần tại Vincom Retail. Sau giao dịch, VIC hiện còn nắm giữ trực tiếp 18,8% cổ phần tại VRE. Theo quan sát của chúng tôi, thay đổi cơ cấu sở hữu này không ảnh hưởng đến hoạt động hiện tại của Vincom Retail, và công ty vẫn tiếp tục đóng vai trò là đối tác chiến lược trong hệ sinh thái Vingroup. Vincom Retail tiếp tục được hưởng lợi từ mối liên kết mạnh mẽ với hệ sinh thái Vingroup, nhờ khả năng tiếp cận quỹ đất dồi dào của Vinhomes/Vingroup. Mô hình này giúp tận dụng tệp khách hàng là cư dân, đảm bảo lưu lượng khách hàng cao, duy trì nhu cầu thuê ổn định từ các thương hiệu bán lẻ và tạo ra giá trị cộng hưởng bền vững giữa các đơn vị bên trong hệ sinh thái.

Hình 45: Mạng lưới TTTM của VRE tại Việt Nam



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Sở hữu các mô hình trung tâm thương mại đa dạng, phù hợp với nhiều nhóm khách hàng

Danh mục TTTM đa dạng của Vincom Retail được thiết kế nhằm đáp ứng nhu cầu của các nhóm khách hàng và thị trường khác nhau tại Việt Nam:

- Vincom Center (VCC): Tọa lạc tại các khu vực trung tâm tại Hà Nội và TP.HCM, dòng TTTM này tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập cao, với sự hiện diện của các thương hiệu quốc tế cao cấp, mang đến trải nghiệm mua sắm sang trọng và đẳng cấp.
- Vincom Mega Mall (VMM): Được phát triển tại các khu vực dân cư đông đúc, đặc biệt là trong các đại đô thị do Vinhomes/Vingroup phát triển, VMM cung cấp sự kết hợp hài hòa giữa các thương hiệu cao cấp và đại chúng, đóng vai trò là điểm đến tích hợp giữa mua sắm – giải trí – ẩm thực cho cộng đồng cư dân và khách hàng khu vực.
- Vincom Plaza (VCP): Nằm tại các khu vực ngoại thành của Hà Nội và TP.HCM, hoặc tại các tỉnh/thành phố lớn, mô hình TTTM này hướng tới nhóm khách hàng trung lưu, tập trung vào các thương hiệu phổ thông và tiện ích hàng ngày.
- Vincom+: Được triển khai tại các khu đô thị có mật độ dân số vừa và các khu vực ngoại trung tâm trên toàn quốc, Vincom+ chủ yếu cho thuê mặt bằng cho các nhà bán lẻ hàng thiết yếu và dịch vụ cơ bản, giúp Vincom Retail mở rộng độ phủ tới các thị trường mới nổi và cộng đồng chưa được phục vụ đầy đủ.

Hình 46: Các mô hình TTTM của VRE

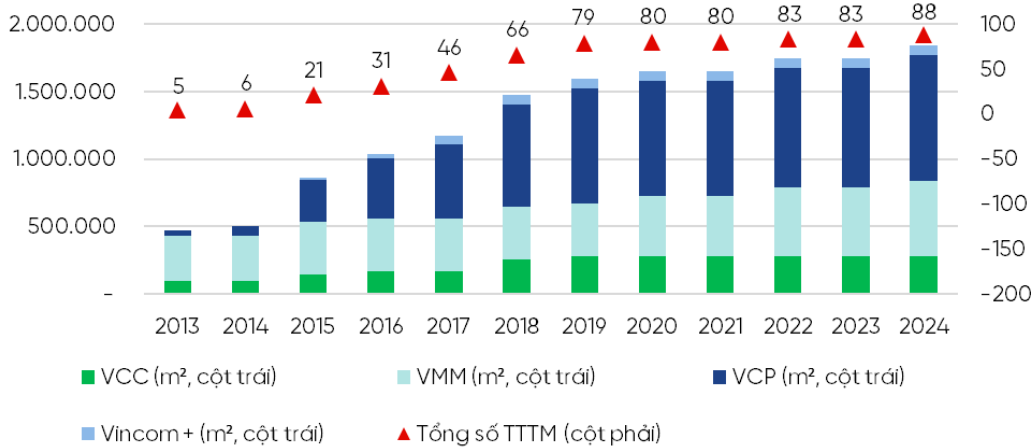
Vincom Center (15% toàn bộ GFA)		Vincom Mega Mall (31% toàn bộ GFA)	
			
Vị trí	: Khu vực trung tâm thành phố, các quận nội thành	Vị trí	: Tại các dự án bất động sản phức hợp
GFA bán lẻ	: 40.000 – 60.000 m ²	GFA bán lẻ	: 45.000 – 150.000 m ² trở lên
Số lượng TTTM	: 7	Số lượng TTTM	: 6
Vincom+ (4% toàn bộ GFA)		Vincom Plaza (50% toàn bộ GFA)	
			
Vị trí	: Khu vực có mật độ dân cư trung bình, ngoại thành	Vị trí	: Khu vực có mật độ dân cư cao ở các tỉnh và thành phố
GFA bán lẻ	: 3.000 – 5.000 m ²	GFA bán lẻ	: 10.000 – 40.000 m ²
Số lượng TTTM	: 15	Số lượng TTTM	: 60

Nguồn: VRE, VPBankS Research

Theo thời gian, Vincom Retail đã có những điều chỉnh chiến lược trong cơ cấu danh mục trung tâm thương mại, với trọng tâm ngày càng rõ rệt vào hai dòng sản phẩm chủ lực là Vincom Plaza (VCP) và Vincom Mega Mall (VMM) – phản ánh khả năng thích ứng linh hoạt với bối cảnh thị trường đang thay đổi. Việc mở rộng mạng lưới VCP cho thấy năng lực của công ty trong việc nắm bắt nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng tại các thành phố cấp hai ngoài Hà Nội và TP.HCM – những nơi đang chứng kiến tốc độ đô thị hóa nhanh và mức sống được cải thiện rõ rệt, từ đó thúc đẩy sự phát triển của mô hình bán lẻ hiện đại. Trong khi đó, dòng VMM được định vị là các tổ hợp bán lẻ – giải trí – ẩm thực tích hợp quy mô

lớn, gắn liền với các khu đô thị do Vinhomes/Vingroup phát triển. Các trung tâm này không chỉ đáp ứng nhu cầu sinh hoạt hàng ngày của cư dân khu vực mà còn thu hút khách du lịch và nhóm người tiêu dùng có xu hướng đến nơi mua sắm như một hoạt động trải nghiệm. Vincom Mega Mall đại diện cho xu hướng toàn cầu trong ngành bán lẻ hiện đại – “TTTM phong cách sống”, nơi mua sắm không còn là hoạt động chính yếu mà được tích hợp cùng trải nghiệm ẩm thực, giải trí, chăm sóc sức khỏe và hoạt động cộng đồng. Tại Việt Nam, những mô hình tương tự đang dần hình thành, có thể kể đến AEON Mall Hà Đông, Lotte Mall Tây Hồ (Hà Nội) hay Central Premium Outlets (TP.HCM). Thông qua việc định hình rõ vai trò của từng mô hình trung tâm thương mại trong chiến lược phát triển, Vincom Retail đang mở rộng khả năng tiếp cận nhiều phân khúc khách hàng hơn và bắt kịp sự chuyển dịch trong hành vi tiêu dùng – đặc biệt là trong bối cảnh thị trường nội địa đã dần bão hòa với mô hình TTTM thuần túy tập trung vào mua sắm.

Hình 47: Quá trình tăng trưởng diện tích sàn bán lẻ (cột trái) và số TTTM (cột phải)



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Vincom Retail (VRE) tạo nên sự khác biệt so với các nhà phát triển bán lẻ khác tại Việt Nam nhờ sự tích hợp chặt chẽ trong hệ sinh thái Vingroup với trọng tâm chiến lược phát triển các dự án đại đô thị đa chức năng.

Bên cạnh đó, Vincom Retail tiên phong phát triển các tuyến phố thương mại nằm trong các dự án đô thị quy mô lớn, tạo nên những trung tâm bán lẻ sôi động, kết hợp hài hòa giữa không gian cư trú, thương mại, khách sạn và giải trí. Những ví dụ tiêu biểu gồm Grand World (Ocean City – Hưng Yên/Hà Nội) và Vũ Yên Park (Vinhomes Royal City – Hải Phòng).

Hinh 48: So sánh các nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn đang hoạt động tại thị trường Việt Nam

Công ty	Nhận diện thương hiệu	Số lượng TTTM/ Siêu thị ở Việt Nam	Vị trí	Khách hàng mục tiêu	Chiến lược mở rộng	Các điểm phân biệt chính
Vincom Retail	Nhà phát triển mặt bằng bán lẻ hàng đầu thị trường nội địa	88 TTTM, bao gồm: 06 Vincom Mega Mall, 07 Vincom Center, 60 Vincom Plaza, và 15 Vincom+	Phủ khắp toàn quốc, tập trung ở các khu vực đô thị hoặc dân cư đông đúc	- Phù hợp với khách hàng ở mọi phân khúc thu nhập, với các mô hình TTTM được thiết kế riêng cho các thị trường từ phổ thông đến cao cấp. - Hướng đến các khu vực đô thị đông đúc, cung cấp các lựa chọn bán lẻ và giải trí đa dạng	- Chiến lược mở rộng mạnh mẽ trên phạm vi toàn quốc, hướng đến bao phủ toàn bộ các tỉnh thành tại Việt Nam - Tập trung phát triển các dự án phức hợp, kết hợp giữa nhà ở, văn phòng và mặt bằng bán lẻ	- Nhà vận hành không gian bán lẻ lớn nhất Việt Nam với mối liên kết chặt chẽ với hệ sinh thái Vingroup (bao gồm nhà ở, y tế, giáo dục) - Ưu tiên tạo ra các điểm đến tích hợp trải nghiệm giải trí, ẩm thực và thư giãn, đảm bảo các TTTM không chỉ là nơi mua sắm mà còn là trung tâm giao lưu văn hóa và giải trí
AEON MALL	Chủ đầu tư đến từ Nhật Bản, mở rộng sang một số thị trường khác trong khu vực	07 TTTM	Hà Nội, TP.HCM, Hải Phòng, Huế	- Các gia đình trung lưu và người mua sắm ở khu vực đô thị - Tập trung mang lại trải nghiệm về mua sắm và phong cách sống Nhật Bản	- Tăng trưởng chậm nhưng ổn định, tập trung cao vào các đô thị trung tâm dài hạn; mở rộng sang các thành phố khác như Huế, Hải Phòng, Quảng Ninh - Thiết kế trung tâm thương mại theo hướng bền vững, tích hợp mảng xanh và các yếu tố thân thiện với môi trường	- Cung cấp sản phẩm và dịch vụ từ các thương hiệu Nhật Bản, bao gồm các mô hình cửa hàng tạp hóa lớn - Tập trung vào dịch vụ chất lượng cao, bao gồm xe buýt đưa đón miễn phí và các tiện ích thân thiện với gia đình
Lotte Shopping	Đơn vị thành viên của Lotte Group (Hàn Quốc), thương hiệu đã được biết đến rộng rãi trên toàn Châu Á	02 TTTM và 16 siêu thị (Lotte Mart, Lotte Super)	Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Phan Thiết, Nha Trang, BR-VT, Vinh	- Người tiêu dùng ở khu vực đô thị thuộc phân khúc trung lưu trở lên - Hệ thống siêu thị và rạp chiếu phim phức hợp nhắm đến tệp khách hàng có thu nhập trung bình-cao	- Tập trung vào các đô thị lớn với các dự án TTTM mang tính biểu tượng - Tích hợp các mô hình như bách hóa tổng hợp, rạp chiếu phim và khu ẩm thực nhằm thu hút lưu lượng khách	- Tích hợp các dịch vụ giải trí (rạp chiếu phim) và các lựa chọn ẩm thực quốc tế - Có các tiện ích mua sắm và giải trí hiện đại, thời thượng được thiết kế riêng để thu hút khách hàng thu nhập cao
Central Retail	Đơn vị thành viên của Central Group - tập đoàn BĐS Thái Lan có sự hiện diện tại một số thị trường khác trong khu vực	42 TTTM và siêu thị như Go! (trước là Big C); và hơn 300 cửa hàng chuyên doanh (chuỗi điện máy Nguyễn Kim, Supersports, Nội thất Come Home, Khu vui chơi Kubo, Robins) và các điểm bán lẻ nhỏ (Tops Daily, Family Mart, Lan Chi)	Khắp các tỉnh thành ở Việt Nam	- Phục vụ tất cả phân khúc khách hàng, từ người tiêu dùng tiết kiệm đến người mua sắm hàng cao cấp - Thu hút các gia đình, người trẻ và cư dân đô thị - Cung cấp các mô hình bán lẻ đa dạng: từ TTTM lớn như GO! đến các cơ sở phục vụ cư dân địa phương	- Đặt mục tiêu gia tăng độ phủ tại Việt Nam thông qua kế hoạch phát triển thêm các trung tâm thương mại tại các tỉnh thành vùng ven - Tập trung vào các vị trí chiến lược phục vụ phát triển đô thị và vùng ven - Đầu tư vào tích hợp số hóa và trải nghiệm bán lẻ đa kênh	- Danh mục đa dạng: từ các TTTM quy mô lớn, đa dịch vụ đến các siêu thị nhỏ phục vụ cư dân địa phương. - Tích hợp giữa bán lẻ và tạp hóa thông qua các TTTM GO! (BigC). - Hợp tác với các thương hiệu địa phương và chú trọng vào trải nghiệm khách hàng được bán địa hóa.

Nguồn: Companies' reports, VPBankS Research

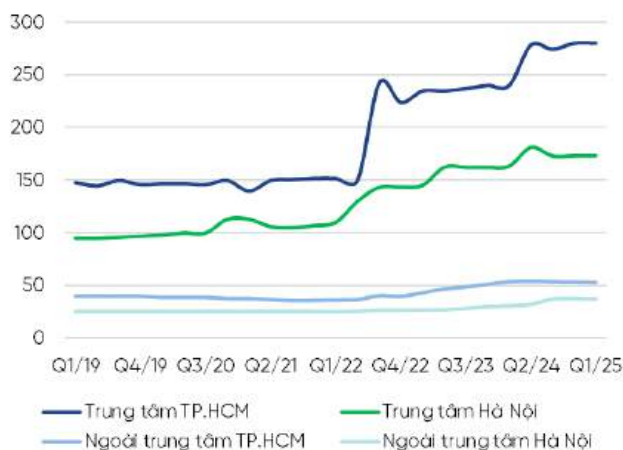
Triển vọng ngành: Việt Nam tiếp tục thu hút các nhà hàng và chủ đầu tư

Nhu cầu mạnh mẽ từ khách thuê tiếp tục thúc đẩy giá thuê và duy trì tỷ lệ lấp đầy cao

Nhu cầu cao trong bối cảnh nguồn cung hạn chế tiếp tục hỗ trợ đà tăng giá thuê tại cả Hà Nội và TP.HCM. Theo CBRE, giá thuê tại các khu vực trung tâm thành phố đã thiết lập một mặt bằng mới kể từ cuối năm 2022 và tiếp tục xu hướng tăng. Tính đến Q1/25, giá thuê chào bình quân cho mặt bằng tầng trệt tại khu vực trung tâm đạt khoảng 280 USD/m²/tháng ở TP.HCM và 173 USD/m²/tháng ở Hà Nội, không thay đổi so với Q4/24. Các mức giá này phản ánh tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) lần lượt là 23,3% và 19,9% trong giai đoạn 2022–24. Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao, đạt 95% tại khu vực trung tâm TP.HCM và 98,3% tại khu vực trung tâm Hà Nội vào Q1/25, gần như ổn định kể từ cuối năm 2023.

Tại các khu vực ngoài trung tâm, nguồn cung tăng lên đã góp phần làm chậm lại đà tăng giá thuê. Trong Q1/25, giá thuê chào bình quân cho mặt bằng bán lẻ tầng trệt đạt khoảng 52,6 USD/m²/tháng tại TP.HCM và 37,1 USD/m²/tháng tại Hà Nội, giảm nhẹ lần lượt 0,7% và 0,5% so với quý trước. Tuy vậy, cả hai thị trường đều ghi nhận tăng trưởng giá thuê đáng kể trong giai đoạn 2022–24, với CAGR đạt 13,2% tại TP.HCM và 10,6% tại Hà Nội. Tỷ lệ lấp đầy tại các khu vực ngoài trung tâm có xu hướng biến động mạnh hơn so với khu vực trung tâm do cơ cấu khách thuê kém ổn định hơn (thường là các thương hiệu nhỏ và đang phát triển), cùng với tốc độ tăng nguồn cung nhanh và người tiêu dùng nhạy cảm hơn với biến động kinh tế. Dù vậy, tỷ lệ lấp đầy tại các khu vực này vẫn vượt mức 90% vào cuối Q1/25, đạt 91,5% tại TP.HCM và 90,2% tại Hà Nội.

Hình 49: Giá chào thuê tầng trệt (USD/m²/tháng)



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Hình 50: Tỷ lệ lấp đầy trung bình (%)

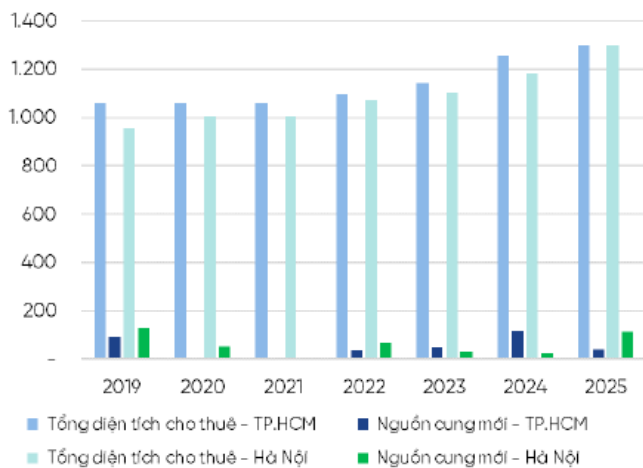


Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Năm 2025, thị trường Hà Nội dự kiến sẽ bổ sung thêm 113.800 m² diện tích cho thuê ròng (NLA), trong khi TP.HCM dự kiến có thêm 40.511 m², đưa tổng NLA mới lên khoảng 154.311m², tăng 9% svck. Cần lưu ý rằng dự báo của CBRE đối với Hà Nội bao gồm 40.000m² NLA từ dự án VMM Ocean City tại Hưng Yên.

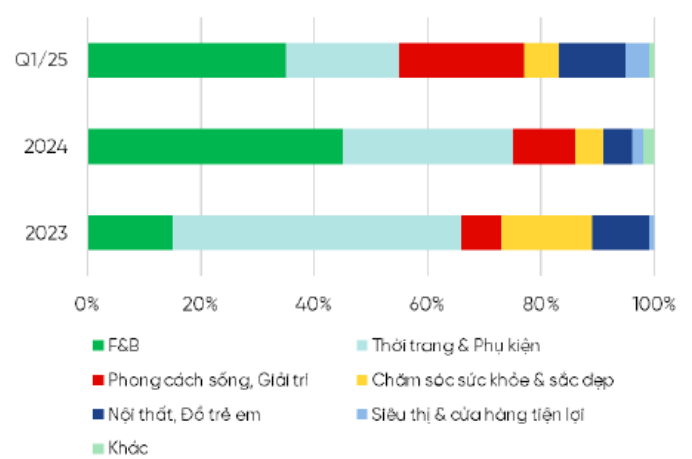
Cơ cấu cho thuê theo ngành hàng cũng đang có sự dịch chuyển. Theo dữ liệu từ CBRE, các lĩnh vực giải trí và phong cách sống đã tăng trưởng mạnh, nâng tỷ trọng từ 7% vào năm 2023 lên 22% vào Q1/25. Ngành F&B vẫn là nhóm khách thuê lớn nhất, chiếm 35% trong Q1/25. Trong khi đó, thời trang và phụ kiện ghi nhận sự sụt giảm đáng kể, từ mức 51% vào năm 2023 xuống còn 20% trong Q1/25. Sự thay đổi trong cơ cấu khách thuê này phản ánh chiến lược điều chỉnh của các thương hiệu nhằm thích ứng với xu hướng tiêu dùng đang thay đổi.

Hình 51: Nguồn cung mới trong 2025 ('000 m² NLA)



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Hình 52: Giao dịch thuê BĐS bán lẻ theo các ngành hàng



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Các nhà phát triển bất động sản bán lẻ tiếp tục mở rộng tại thị trường Việt Nam

Các nhà phát triển bất động sản bán lẻ đang ưu tiên mở rộng vào các khu vực đô thị có tiềm năng cao, đồng thời nâng cao hiệu quả vận hành tại các tài sản hiện hữu.

- AEON MALL (Nhật Bản) đang tích cực tìm kiếm quỹ đất ở nước ngoài nhằm củng cố sự hiện diện toàn cầu, trong khi tại thị trường Nhật, tập đoàn tập trung cải thiện lợi nhuận thông qua đa dạng hóa nguồn thu, tăng cường tương tác số và xây dựng các mô hình trung tâm thương mại phù hợp với nhu cầu địa phương. Tại Việt Nam, AEON dự kiến khai trương ba TTTM mới tại Hạ Long, Thanh Hóa và Đà Nẵng trong vòng ba năm tới. Đầu năm 2025, AEON đã khởi công thêm hai dự án tại Đồng Nai (dự kiến khai trương trong năm tài chính 2027) và Cần Thơ, đồng thời vừa được phê duyệt chủ trương đầu tư cho một TTTM mới tại Bắc Giang.
- Lotte Shopping (Hàn Quốc) đang nâng cấp các siêu thị trong nước, tập trung vào phân khúc bán lẻ cao cấp, đồng thời phát triển các tổ hợp mua sắm thể hệ mới, mở rộng mảng thương mại điện tử và thúc đẩy hiện diện tại Đông Nam Á. Tại Việt Nam, tập đoàn đang triển khai dự án Lotte Eco Smart City tại Thủ Thiêm (TP.HCM) – một tổ hợp đa chức năng bao gồm trung tâm thương mại, khách sạn, căn hộ chung cư và văn phòng. Dù dự án đã khởi công từ năm 2022, hiện tại vẫn đang chờ hoàn tất công tác định giá đất, với thời gian hoàn thành dự kiến vào năm 2028.
- Central Retail (Thái Lan) đã công bố kế hoạch vận hành 600 cơ sở trên toàn bộ 57 tỉnh thành Việt Nam vào năm 2027. Hiện tại, doanh nghiệp đang xây dựng các TTTM GO! tại Yên Bái và Hưng Yên, trong đó cơ sở tại Hưng Yên dự kiến khai trương vào năm 2025. Chiến lược phát triển của Central Retail nhấn mạnh mô hình hướng đến gia đình, tập trung vào bốn yếu tố Ăn uống – Giải trí – Mua sắm – Học tập, và tăng khả năng tiếp cận cho nhóm khách hàng đại chúng.

Triển vọng công ty: Tiếp tục mở mới và nâng cao hiệu quả các TTTM

Mở mới TTTM tại các khu đô thị mới và các tỉnh thành đang phát triển

Ban lãnh đạo đặt kế hoạch dài hạn mở rộng thêm 800.000 m² diện tích sàn bán lẻ (GFA), tuy nhiên tiến độ triển khai có thể được điều chỉnh tùy theo diễn biến của thị trường. Trong năm 2025, VRE dự kiến đưa vào vận hành ba TTTM mới – Vincom Mega Mall (VMM) Ocean City (Hưng Yên), VMM Royal Island (Hải Phòng), and Vincom Plaza Vinh (Nghệ An) – bổ sung tổng cộng 116.900 m² GFA bán lẻ, đạt 14,6% kế hoạch dài hạn của công ty, cho thấy giai đoạn đầu triển khai kế hoạch và tham vọng của ban lãnh đạo trong việc mở rộng quy mô trong những năm tới.

Lịch khai trương các TTTM mới trong năm 2025 được lên kế hoạch như sau:

Hình 53: Vincom Mega Mall Ocean City

- Vị trí: huyện Văn Giang, tỉnh Hưng Yên
- Diện tích dự án: 53.200 m² GFA bán lẻ
- Tiến độ hiện tại: Đang thi công, dự kiến khai trương vào tháng 7/2025. TTTM này dự kiến sẽ chào đón nhiều khách thuê lớn mới, bao gồm siêu thị AEON, tổ hợp spa Aquafield No.1, cùng nhiều thương hiệu quốc tế hàng đầu khác.
- Khách hàng mục tiêu: Cư dân khu đô thị Ocean City và Eco Park (Hà Nội và Hưng Yên), người dân sinh sống và làm việc tại các khu công nghiệp lân cận, sinh viên từ các trường đại học trong khu vực.



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Hình 54: Vincom Mega Mall Royal Islands

- Vị trí: đảo Vũ Yên, huyện Thủy Nguyên, tp. Hải Phòng
- Diện tích dự án: 44.500 m² GFA bán lẻ
- Tiến độ hiện tại: Đang thi công, dự kiến khai trương vào Q3/25
- Khách hàng mục tiêu: Cư dân tại Vinhomes Royal Island, Hải Phòng và khách du lịch đến thăm thành phố Hải Phòng.



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Hình 55: Vincom Plaza Vinh

- Vị trí: tp. Vinh, tỉnh Nghệ An
- Diện tích dự án: 19.200 m² GFA bán lẻ
- Tiến độ hiện tại: Đang thi công, dự kiến khai trương vào Q4/25
- Khách hàng mục tiêu: Giới trẻ, các gia đình và nhân viên văn phòng tại khu vực trung tâm thành phố.



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Trong các năm tới, chiến lược mở rộng của công ty sẽ tiếp tục ưu tiên phát triển mô hình Vincom Mega Mall trong các đại dự án khu đô thị tích hợp của Vinhomes/Vingroup.

Chúng tôi dự báo VRE sẽ có 91 TTTM đi vào vận hành vào cuối năm 2025, bằng với mức mục tiêu của ban lãnh đạo, và tổng số TTTM sẽ tăng lên 97 cơ sở vào cuối năm 2027. Doanh thu cho thuê dự kiến tăng 13,6% svck, đạt 9.487 tỷ đồng trong năm 2025, tương ứng

với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2024–27 đạt 12,8%. Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ các TTTM mới khai trương, hệ thống TTTM hiện hữu với tỷ lệ lấp đầy được cải thiện cùng cơ sở hạ tầng và chất lượng dịch vụ được nâng cấp.

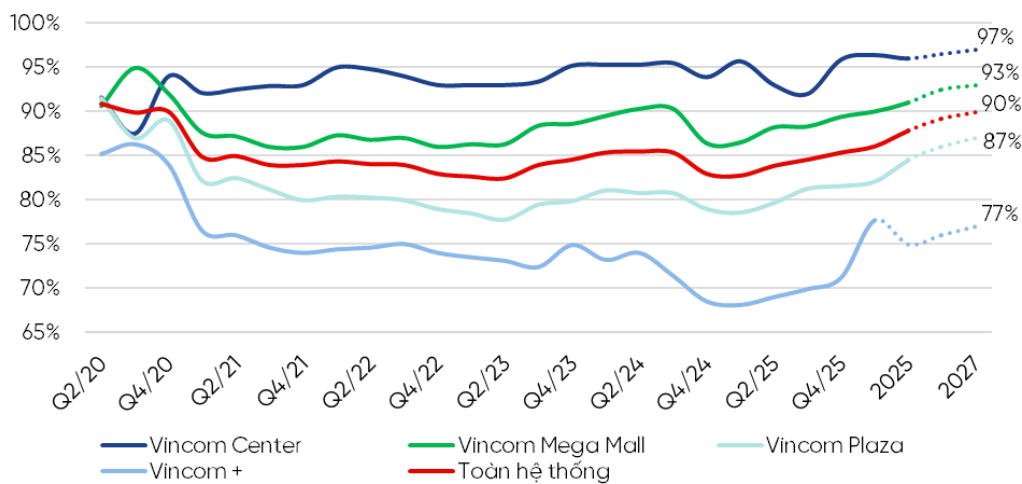
Tối ưu hóa hiệu quả vận hành thông qua việc nâng cấp tài sản và chiến lược cho thuê

VRE đang tích cực nâng cao hiệu quả vận hành thông qua chiến lược kép: cải tạo các TTTM hiện hữu và duy trì tỷ lệ lấp đầy cao. Cụ thể, công ty đang cải thiện tỷ lệ lấp đầy của các TTTM hiện hữu bằng cách nâng cấp thiết kế nội – ngoại thất, đồng thời tái cơ cấu cơ cấu ngành hàng khách thuê nhằm phù hợp hơn với xu hướng tiêu dùng đang thay đổi. Song song đó, VRE triển khai các TTTM mới với tỷ lệ ký hợp đồng thuê ấn tượng – thường đạt 85–90% tổng diện tích cho thuê – nhờ tận dụng mạng lưới đối tác rộng khắp trong và ngoài nước, đồng thời thu hút thêm các thương hiệu quốc tế lần đầu gia nhập thị trường Việt Nam.

- Trong giai đoạn 2023–24, VRE đã hoàn tất việc cải tạo Vincom Plaza 3/2 (TP.HCM) và Vincom Plaza Imperia (Hải Phòng), bao gồm nâng cấp mặt tiền cho Vincom 3/2, tinh chỉnh cơ cấu ngành hàng cho cả hai TTTM. Nhờ đó, tỷ lệ lấp đầy tại hai TTTM này đã tăng lần lượt 36 và 26 điểm %, đạt mức 92% và 82% vào cuối năm 2024. Trong năm 2025, các kế hoạch cải tạo sẽ tiếp tục được triển khai tại một số TTTM trọng điểm ở các thành phố lớn, bao gồm VCC Bà Triệu, VMM Times City, VCC Royal City (Hà Nội) và VCC Đồng Khởi (TP.HCM).
- Vincom Retail cũng đã điều chỉnh cơ cấu ngành hàng của khách thuê để thích ứng với xu hướng tiêu dùng mới trong bối cảnh kinh tế vĩ mô hiện tại. Tỷ trọng khách thuê ngành F&B đã tăng mạnh tại các TTTM mở trong năm 2024, đạt 27% trên tổng lượng khách thuê, từ mức 15% tại các TTTM đang vận hành được mở trước đó. Trong khi đó, tỷ trọng các nhóm ngành hàng mua sắm – như thời trang, phụ kiện, mỹ phẩm, sản phẩm chăm sóc sức khỏe, nội thất và điện tử – đã giảm từ 24% xuống 21%. Sự dịch chuyển này phản ánh xu hướng người tiêu dùng ưu tiên chi tiêu theo phong cách sống, hướng tới những trải nghiệm nâng cao chất lượng cuộc sống hơn là các khoản mua sắm theo ý thích. Xu hướng này đối lập với giai đoạn hậu COVID năm 2022, khi nhu cầu mua sắm bùng nổ, và hiện nay được dẫn dắt bởi tâm lý chi tiêu thận trọng trong bối cảnh kinh tế còn nhiều bất định.
- Nhằm hỗ trợ khách thuê trong giai đoạn đầu vận hành và duy trì đà tăng trưởng cho thuê, VRE còn cung cấp các chính sách hỗ trợ riêng phù hợp với từng nhóm khách thuê, đặc biệt là các khách thuê lớn, qua đó tạo dựng hệ sinh thái khách thuê đa dạng và bền vững trong hệ thống bán lẻ của mình.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy trung bình cả năm 2025 sẽ đạt 87,9%, tăng 3,7 điểm % svck. Cụ thể, tỷ lệ lấp đầy tại Vincom Plaza và Vincom Mega Mall (lần lượt chiếm 50% và 31% tổng diện tích sàn cho thuê của VRE) dự kiến đạt 84,5% và 91,0%. Cho giai đoạn 2026–27, chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục cải thiện khả năng hấp thụ diện tích cho thuê, với tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng thêm 1,3 và 0,8 điểm %, lần lượt đạt 89,2% và 90,0%.

Hình 56: Dự báo tỷ lệ lấp đầy tại các mô hình TTTM của VRE đến năm 2027 (%)



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Phát triển mảng shophouse cùng các dự án đô thị của VIC/VHM

VRE dự kiến sẽ bàn giao các căn shophouse còn lại tại Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà, Quảng Trị) trong năm 2025, qua đó mang về khoảng 252 tỷ đồng doanh thu – theo ước tính của chúng tôi.

Công ty có kế hoạch mở bán shophouse tại hai dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh) trong 6 tháng cuối năm 2025, dự kiến có thể ghi nhận doanh thu từ nửa cuối năm 2026. Tính đến cuối tháng 3/2025, VRE đã đặt cọc ngắn hạn khoảng 5.500 tỷ đồng với VIC và VHM để phát triển các dự án này. Các dự án này dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ doanh thu bán bất động sản từ năm 2026, lần lượt đạt mức 227,0%/249,8%/14,3% svck trong giai đoạn 2026-28, đem lại tương ứng 824 tỷ đồng, 2.900 tỷ đồng và 3.300 tỷ đồng.

Các dự án nói trên có tiềm năng hấp thụ tốt nhờ được tích hợp trong các khu đô thị quy mô lớn, hưởng lợi từ việc dân cư nội khu ngày càng tăng và lưu lượng khách đến tham quan, mua sắm. Đặc biệt, Golden Avenue sở hữu vị trí đắc địa gần cửa khẩu quốc tế Móng Cái, tận dụng được dòng khách du lịch và thương mại xuyên biên giới ổn định. Vị trí này tạo điều kiện phát triển đa dạng mô hình kinh doanh thương mại như ẩm thực, đặc sản địa phương và bán lẻ phục vụ cả khách nội địa và khách Trung Quốc. Trong khi đó, dự án Royal Island tại Hải Phòng hướng đến cộng đồng dân cư có mức sống cao và số lượng khách ngày càng tăng tại các khu vui chơi, du lịch đang phát triển của thành phố.

Các dự án shophouse đang và sẽ triển khai được định hướng phát triển thành các tuyến phố thương mại sôi động nhằm tăng lưu lượng khách, với chiến lược kết hợp cả bán và cho thuê của VRE.

Mặc dù VRE chưa công bố kế hoạch phát triển shophouse trong tương lai, chúng tôi đang tiếp tục theo dõi các dự án đô thị mới của Vingroup và Vinhomes để xác định những địa điểm tiềm năng cho các dự án shophouse tiếp theo của VRE.

Hình 57: Shophouse tại Vinhomes Royal Island

- Vị trí: đảo Vũ Yên, Thủy Nguyên, Hải Phòng
- Diện tích: 85.600 m² NSA
- Số căn: ~1.000
- Thời gian mở bán dự kiến: 2025
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2026



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Hình 58: Shophouse tại Vinhomes Golden Avenue

- Vị trí: tp. Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh
- Diện tích: 24.200 m² NSA
- Số căn: ~200
- Thời gian mở bán dự kiến: 2025
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2026



Nguồn: VRE, VPBankS Research

Các hoạt động kinh doanh chính – Khách sạn và giải trí

Xây dựng điểm đến nghỉ dưỡng và giải trí cao cấp trên toàn quốc

Tiền thân của Vinpearl là Công ty TNHH Đầu tư Phát triển Du lịch, Thương mại và Dịch vụ Hòn Tre, được thành lập vào năm 2001. Công ty tái cấu trúc thành công ty cổ phần vào năm 2006 và niêm yết trên sàn HoSE vào năm 2008 với mã chứng khoán VPL. Năm 2010, công ty đổi tên thành CTCP Vinpearl. Sau khi sáp nhập với Vincom vào năm 2012 để thành lập Vingroup, Vinpearl hủy niêm yết và chuyển thành công ty TNHH một thành viên. Đến năm 2014, Vinpearl chuyển đổi trở lại mô hình công ty cổ phần. Công ty đã huy động 5.000 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ vào tháng 2/2025 và trở lại niêm yết trên HoSE vào tháng 5/2025.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của Vinpearl bao gồm dịch vụ khách sạn, tổ hợp giải trí và công viên theo chủ đề, và sân golf. Các mảng này được triển khai thông qua ba thương hiệu chính: Vinpearl Hotels & Resorts, VinWonders và Vinpearl Golf. Ngoài ra, công ty còn vận hành và cho thuê trung tâm hội nghị – ẩm thực cao cấp mang thương hiệu Almaz.

Hệ sinh thái toàn diện mang đến trải nghiệm trọn vẹn cho du khách

Vinpearl sở hữu danh mục tài sản trải dài trên toàn quốc, với các quần thể khách sạn/khu nghỉ dưỡng và khu vui chơi giải trí tại những điểm đến du lịch hàng đầu Việt Nam như Hội An (Quảng Nam), Nha Trang (Khánh Hòa) và Phú Quốc (Kiên Giang). Một số dự án tiêu biểu bao gồm Vinpearl Resort & Golf Nam Hội An, cùng các tổ hợp du lịch tích hợp tại Nha Trang và Phú Quốc kết hợp giữa khách sạn và khu nghỉ dưỡng Vinpearl, sân golf, công viên VinWonders, cùng các tiện ích như vườn thú bán hoang dã và thủy cung.

Mô hình tích hợp này không chỉ gia tăng sự thuận tiện cho du khách mà còn thúc đẩy thời gian lưu trú dài hơn và mức chi tiêu cao hơn trên mỗi lượt khách, đồng thời tăng cường sự gắn bó của khách hàng thông qua tiêu chuẩn dịch vụ đồng nhất trên toàn hệ sinh thái. Bên cạnh đó, chiến lược này giúp Vinpearl tạo khác biệt rõ nét so với các đối thủ thường chỉ hoạt động trong từng phân khúc rời rạc của chuỗi giá trị du lịch – nghỉ dưỡng.

Tính đến tháng 3/2025, Vinpearl đang vận hành 48 cơ sở trên toàn quốc, bao gồm 31 khách sạn và khu nghỉ dưỡng, 12 khu vui chơi giải trí, 4 sân golf, và 1 trung tâm hội nghị – ẩm thực.

Hình 59: Các thương hiệu Vinpearl và số cơ sở

	Giải trí	Khách sạn và Khu nghỉ dưỡng	Golf	Ẩm thực và Hội nghị
Thương hiệu	 Vinpearl Safari, Học viện cưới Ngựa Hoàng gia Vũ Yên	 Marriott, Meliá, Renaissance, Four Points, Autograph Collection		
Số cơ sở	12 điểm đến: 04 công viên chủ đề, 05 công viên giải trí, 01 công viên bảo tồn động vật bán hoang dã, 01 thủy cung, 01 học viện cưới ngựa	31 khách sạn và khu nghỉ dưỡng ~16.100 phòng	04 sân golf	01 trung tâm hội nghị và ẩm thực
Khách hàng mục tiêu	- Các gia đình có trẻ em - Nhóm học sinh, các tour tham quan trường học và đoàn du lịch theo nhóm - Khách du lịch nội địa tìm kiếm trải nghiệm văn hóa, giáo dục và giải trí - Người trẻ yêu thích các điểm tham quan theo chủ đề và trò chơi cảm giác mạnh	- Khách du lịch nghỉ dưỡng trong nước và quốc tế thuộc phân khúc trung – cao cấp - Các gia đình, cặp đôi và nhóm bạn đi nghỉ dưỡng - Khách công tác và khách MICE (Hội họp, Khen thưởng, Hội nghị, Triển lãm) - Khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức tổ chức sự kiện, hội nghị và chương trình nghỉ dưỡng kết hợp	- Các golfer chuyên nghiệp và không chuyên (trong nước và quốc tế) - Những người có thu nhập cao kết hợp giữa thể thao và nghỉ dưỡng - Khách công tác và doanh nhân tìm kiếm trải nghiệm chơi golf - Đơn vị tổ chức sự kiện và các nhà tổ chức giải đấu golf cao cấp	- Các doanh nghiệp và tổ chức có nhu cầu tổ chức hội nghị, tiệc cưới và yến tiệc - Các cá nhân và gia đình có điều kiện tìm kiếm địa điểm cao cấp để tổ chức sự kiện và ẩm thực - Cư dân Vinhomes Riverside Long Biên và khách đến thăm có nhu cầu về dịch vụ ẩm thực - Các nhà tổ chức sự kiện cao cấp và đơn vị tổ chức tiệc riêng tư hoặc sự kiện ngoài trời

Nguồn: VPL, VPBankS Research

Hợp tác chiến lược với các thương hiệu khách sạn quốc tế có danh tiếng

Từ năm 2022, Vinpearl đã thiết lập các mối quan hệ hợp tác chiến lược với những thương hiệu khách sạn lớn trên thế giới nhằm nâng cao vị thế trong phân khúc cao cấp. Công ty hợp tác với Meliá Hotels International – tập đoàn khách sạn Tây Ban Nha sở hữu hơn 380 khách sạn tại hơn 40 quốc gia – và đến năm 2023 đã mở rộng hợp tác với Marriott International, đơn vị vận hành hơn 8.000 khách sạn thuộc 30 thương hiệu tại 139 quốc gia và vùng lãnh thổ. Tính đến tháng 3/2025, Meliá đang quản lý 13, và Marriott quản lý 10 trong tổng số 31 khách sạn và khu nghỉ dưỡng của Vinpearl.

Những mối quan hệ hợp tác này mang lại giá trị chiến lược đáng kể. Trước hết, sự nhận diện toàn cầu của thương hiệu Meliá và Marriott giúp Vinpearl thu hút tệp khách hàng rộng lớn hơn, bao gồm cả khách quốc tế và nội địa. Vinpearl cũng được tiếp cận với mạng lưới bán hàng và chương trình khách hàng thân thiết quy mô lớn của các đối tác – chẳng hạn như Marriott Bonvoy với hàng triệu hội viên toàn cầu – qua đó đảm bảo nguồn khách hàng tái sử dụng dịch vụ ổn định. Thứ hai, năng lực vận hành và tiêu chuẩn dịch vụ cao cấp của đối tác góp phần nâng cao trải nghiệm khách hàng. Đội ngũ vận hành của Vinpearl cũng được tiếp cận các chương trình đào tạo chuyên nghiệp, từ đó nâng cao trình độ chuyên môn và chất lượng dịch vụ. Cuối cùng, các chiến dịch marketing đồng thương hiệu giúp tăng cường sự hiện diện trên thị trường quốc tế, đồng thời hỗ trợ mở rộng tiếp cận các đoàn khách MICE và khách doanh nghiệp, vốn ưu tiên hợp tác với những thương hiệu khách sạn toàn cầu.

Hình 60: Danh mục khách sạn và khu nghỉ dưỡng Vinpearl

STT	Tên cơ sở	Vị trí	Chủ đầu tư	Công suất	Khai trương	Ghi chú
1	Vinpearl Resort & Spa Ha Long	Quảng Ninh	Vinpearl	384 phòng KS	2015	VPL giữ quyền sở hữu và trực tiếp quản lý các khách sạn và khu nghỉ dưỡng.
2	Vinpearl Resort & Golf Nam Hoi An	Quảng Nam	Vinpearl	561 phòng KS	2017	
3	Vinpearl Luxury Nha Trang	Khánh Hòa	Vinpearl	84 biệt thự biển	2015	
4	Vinpearl Resort Nha Trang	Khánh Hòa	Vinpearl	485 phòng	2011	
5	Vinpearl Resort & Spa Nha Trang Bay	Khánh Hòa	Vinpearl	483 phòng + 168 biệt thự biển	2011	
6	Vinpearl Beachfront Nha Trang	Khánh Hòa	Vinpearl	895 phòng KS	2018	
7	Vinpearl Wonderland Phú Quốc	Kiên Giang	CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc	213 biệt thự biển	2014	
8	Vinpearl Resort & Spa Phú Quốc	Kiên Giang	CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc	605 phòng + 44 biệt thự biển	2014	Meliá là đơn vị vận hành và nhận phí quản lý từ VPL đối với các tài sản do mình quản lý. Đối với Meliá Vinpearl Phú Lý, Đà Nẵng Riverfront và Phú Quốc, VPL chia sẻ doanh thu với các chủ đầu tư theo hình thức Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC).
9	Meliá Vinpearl Phú Lý	Hà Nam	Vingroup	180 phòng KS	2018	
10	Meliá Vinpearl Hải Phòng Rivera	Hải Phòng	Vinpearl	211 phòng KS	2019	
11	Meliá Vinpearl Thanh Hóa	Thanh Hóa	Vinpearl	295 phòng KS	2018	
12	Meliá Vinpearl Cửa Hội Beach Resort	Nghệ An	Vinpearl	218 phòng KS	2017	
13	Meliá Vinpearl Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	Vinpearl	311 phòng KS	2017	
14	Meliá Vinpearl Cửa Sót Beach Resort	Hà Tĩnh	Vinpearl	42 biệt thự biển	2017	
15	Meliá Vinpearl Quảng Bình	Quảng Bình	Vingroup	127 phòng KS	2022	
16	Meliá Vinpearl Huế	Huế	Vinpearl	213 phòng KS	2018	
17	Meliá Vinpearl Đà Nẵng Riverfront	Đà Nẵng	Vincom Retail	864 phòng KS	2016	
18	Meliá Vinpearl Nha Trang Empire	Khánh Hòa	Vinpearl	1,211 phòng KS	2018	Marriott đóng vai trò là đơn vị vận hành và nhận phí quản lý từ VPL đối với các tài sản do mình quản lý. Đối với Sheraton Phú Quốc, VPL chia sẻ doanh thu với các chủ đầu tư theo hình thức Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC).
19	Meliá Vinpearl Cam Ranh Beach Resort	Khánh Hòa	Vinpearl	200 biệt thự biển	2017	
20	Meliá Vinpearl Tây Ninh	Tây Ninh	Vinpearl	168 phòng KS	2018	
21	Meliá Vinpearl Phú Quốc	Kiên Giang	CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc	532 biệt thự biển	2015	
22	Four Points by Sheraton Lạng Sơn	Lạng Sơn	Vinpearl	127 phòng KS	2018	
23	Four Points by Sheraton Hà Giang	Hà Giang	Vinpearl	151 phòng KS	2024	
24	Sheraton Hải Phòng	Hải Phòng	Vinpearl	160 phòng KS	2022	
25	Marriott Resort & Spa Nha Trang, Đảo Hòn Tre	Khánh Hòa	Vinpearl	403 phòng + 426 biệt thự biển	2023	
26	Marriott Resort & Spa Đà Nẵng, Non Nước Beach Villas	Đà Nẵng	Vinpearl	122 biệt thự biển	2023	
27	Marriott Resort & Spa Đà Nẵng	Đà Nẵng	Vinpearl	200 phòng KS	2023	
28	Renaissance Hội An Resort & Spa	Quảng Nam	Vinpearl	193 phòng + 25 biệt thự biển	2023	Marriott đóng vai trò là đơn vị vận hành và nhận phí quản lý từ VPL đối với các tài sản do mình quản lý. Đối với Sheraton Phú Quốc, VPL chia sẻ doanh thu với các chủ đầu tư theo hình thức Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC).
29	Sheraton Phú Quốc Long Beach Resort	Kiên Giang	CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc	402 phòng + 220 biệt thự biển	2015	
30	Vinpearl Landmark 81 Autograph Collection	TP.HCM	Vinpearl	223 phòng KS	2019	
31	Sheraton Cần Thơ	Cần Thơ	Vinpearl	262 phòng KS	2016	

Nguồn: VPL, VPBankS Research

Triển vọng ngành: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng dài hạn

Du lịch phục hồi mạnh nhờ chính sách hỗ trợ và hệ sinh thái điểm đến đa dạng

Năm 2024, Việt Nam đón khoảng 17,5 triệu lượt khách quốc tế, tăng 39,5% so với năm 2023, và bằng 97,6% mức trước đại dịch. Kết quả này giúp Việt Nam trở thành quốc gia có lượng khách quốc tế cao thứ ba Đông Nam Á, vượt Singapore và chỉ xếp sau Thái Lan và Malaysia. Một trong những yếu tố then chốt thúc đẩy đà phục hồi là các chính sách thị thực cởi mở của Chính phủ. Cụ thể, từ tháng 8/2023, Việt Nam miễn thị thực 45 ngày cho công dân của 13 quốc gia, không phân biệt loại hộ chiếu hay mục đích nhập cảnh. Đồng thời, thị thực điện tử được mở rộng cho tất cả các quốc tịch, thời hạn được tăng từ 30 lên 90 ngày và cho phép nhập cảnh – xuất cảnh nhiều lần. Những cải cách này đã đơn giản hóa thủ tục nhập cảnh và khuyến khích du khách lưu trú lâu hơn với lịch trình linh hoạt.

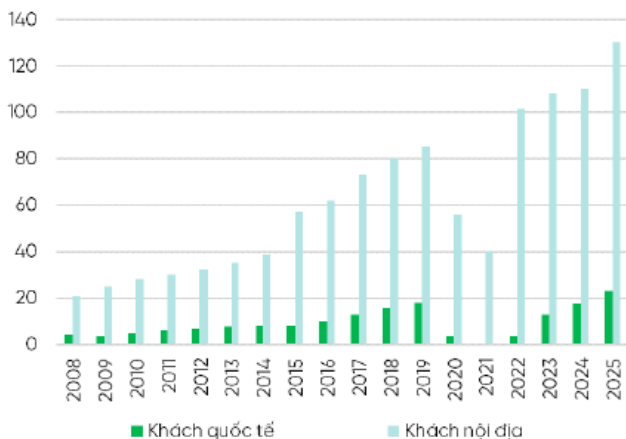
Mặc dù thị trường năm 2024 vẫn chưa hoàn toàn hồi phục – lượng khách quốc tế còn thấp hơn 2,4% so với năm 2019 – nhưng Việt Nam đã thu hẹp khoảng cách nhanh hơn phần lớn các quốc gia Đông Nam Á, chỉ đứng sau Campuchia (vượt 1,3% so với năm 2019). Chính phủ đặt mục tiêu thu hút 23 triệu lượt khách quốc tế vào năm 2025, tương đương tăng 31% so với năm 2024.

Về thị trường nội địa, ngành du lịch vẫn duy trì sự sôi động với 110 triệu lượt khách du lịch trong nước (tăng 1,6% svck). Sự bền vững của thị trường nội địa được củng cố bởi tầng lớp trung lưu đang mở rộng nhanh chóng, chiếm khoảng 17% dân số năm 2024, dự kiến sẽ tăng lên 26% vào năm 2026. Sự dịch chuyển về nhân khẩu học này dự báo sẽ thúc đẩy nhu cầu về du lịch, nghỉ dưỡng và các dịch vụ cao cấp. Chính phủ đặt mục tiêu phục vụ 120–130 triệu lượt khách nội địa trong năm 2025.

Bên cạnh các chính sách hỗ trợ, động lực phục hồi của ngành du lịch Việt Nam còn đến từ chiến lược phát triển của các thương hiệu hàng đầu trong lĩnh vực nghỉ dưỡng và giải trí. Các tập đoàn trong nước như Vinpearl, Sun Group, cùng với nhiều chuỗi khách sạn quốc tế, đã đầu tư mạnh vào các điểm đến trọng điểm như Phú Quốc, Đà Nẵng, Hạ Long, biến những nơi này thành các trung tâm du lịch đẳng cấp quốc tế với hệ sinh thái nghỉ dưỡng cao cấp, tổ hợp giải trí tích hợp và cơ sở lưu trú chất lượng cao.

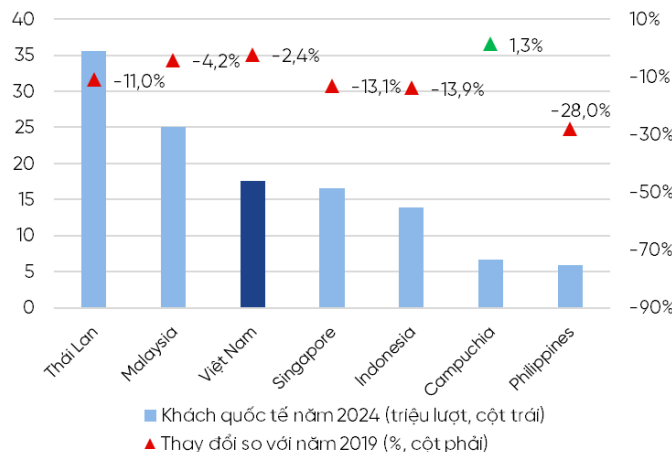
Các điểm đến chủ lực như VinWonders, Sun World, Ba Na Hills ngày càng trở thành điểm nhấn hút khách, nhờ mang lại trải nghiệm trọn gói hấp dẫn, giúp kéo dài thời gian lưu trú và tăng chi tiêu của du khách. Ngoài ra, các thương hiệu này cũng tích cực tham gia vào quảng bá quốc tế, nâng cấp hạ tầng và chuẩn hóa chất lượng dịch vụ, góp phần nâng tầm vị thế Việt Nam thành một điểm đến hấp dẫn, giàu trải nghiệm, thu hút cả khách nội địa lẫn quốc tế.

Hình 61: Lượt khách du lịch Việt Nam (triệu lượt khách)



Nguồn: Bộ Văn hóa, Thể Thao và Du lịch, VPBankS Research

Hình 62: Lượt khách quốc tế đến các nước Đông Nam Á



Nguồn: Bộ Du lịch của các nước, VPBankS Research

Phát triển hạ tầng và liên kết với các hãng vận chuyển thúc đẩy tăng trưởng ngành

Việc đẩy mạnh đầu tư công vào hạ tầng giao thông đang tạo nền tảng vững chắc cho đà tăng trưởng dài hạn của các ngành liên quan đến du lịch tại Việt Nam, như nghỉ dưỡng và công viên giải trí.

- Trước đây, việc khai thác sân bay quốc tế Vân Đồn đã giúp Quảng Ninh tiếp cận trực tiếp với các chuyến bay quốc tế, từ đó thúc đẩy lượng khách đến các điểm du lịch lân cận như Vịnh Hạ Long và tổ hợp giải trí Sun World Hạ Long. Tương tự, việc phát triển cao tốc Bắc – Nam và sân bay quốc tế Long Thành gần TP.HCM được kỳ vọng sẽ mở ra cơ hội đầu tư du lịch quy mô lớn tại các tỉnh thành lân cận.
- Ở các quốc gia Đông Nam Á khác, các dự án lớn như mở rộng sân bay quốc tế, nâng cấp đường cao tốc và phát triển hệ thống metro mới đang cải thiện đáng kể khả năng kết nối đến các điểm đến du lịch trọng điểm và mới nổi. Chẳng hạn, Genting Highlands (Malaysia) đã hưởng lợi lớn từ việc nâng cấp hạ tầng giao thông, với các tuyến đường và liên kết vận tải thuận tiện từ Kuala Lumpur, giúp duy trì lượng khách ổn định đến các khách sạn và công viên giải trí như Resorts World Genting và SkyWorlds. Tại Singapore, Nhà ga T4 của sân bay Changi và dự án Nhà ga T5 sắp tới là minh chứng rõ nét cho vai trò của hạ tầng hàng không trong việc hỗ trợ tăng trưởng du lịch nghỉ dưỡng và giải trí, biến đảo quốc này thành trung tâm du lịch gia đình và cao cấp của khu vực.

Bên cạnh hạ tầng giao thông công cộng do nhà nước đầu tư, các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực nghỉ dưỡng và giải trí cũng chủ động thiết lập quan hệ hợp tác chiến lược với các hãng hàng không, công ty du lịch và đơn vị vận tải nhằm tối ưu hóa hành trình di chuyển cho du khách, đảm bảo nguồn khách ổn định, và tăng hiệu quả vận hành của hệ sinh thái du lịch tích hợp.

- Tại Việt Nam, Vinpearl hợp tác với Vietnam Airlines và Vietjet Air để cung cấp dịch vụ du lịch trọn gói, kết hợp vé máy bay – lưu trú tại Vinpearl – vé vào VinWonders. Các gói này được quảng bá mạnh trong mùa cao điểm nhằm thu hút khách nội địa và quốc tế đến các điểm đến như Phú Quốc và Nha Trang.
- Ở Malaysia, Resorts World Genting hợp tác với các nhà xe cao cấp và tuyến cáp treo Awana SkyWay, mang đến trải nghiệm di chuyển thuận tiện từ Kuala Lumpur đến khu nghỉ dưỡng trên núi. Du khách có thể đặt combo trọn gói gồm phương tiện di chuyển, phòng khách sạn và vé vào công viên, giúp đơn giản hóa hành trình và tăng sức hút cho cả khách nội địa lẫn quốc tế.
- Tại Singapore, Resorts World Sentosa phối hợp với các công ty du lịch thành phố để cung cấp dịch vụ đưa đón, kết nối trực tiếp từ nhiều địa điểm trong nội đô đến khu nghỉ dưỡng tích hợp, nơi có Universal Studios Singapore và các khách sạn hạng sang. Đồng thời, Changi Airport Group liên kết với các đơn vị khai thác điểm tham quan để quảng bá gói quá cảnh – dừng chân, bao gồm đưa đón sân bay, lưu trú và vé vào các địa điểm giải trí nổi tiếng, giúp tăng sức hút cho du khách lưu trú ngắn hạn.
- Ở quy mô toàn cầu, các tên tuổi lớn như Disney đã thiết lập các mối quan hệ lâu dài với nhiều hãng hàng không quốc tế để cung cấp gói du lịch đến các khu nghỉ dưỡng tại Mỹ, châu Âu và châu Á. Ví dụ, Hong Kong Disneyland hợp tác với Cathay Pacific để cung cấp các gói nghỉ dưỡng theo chủ đề nhắm đến khách trong khu vực. Trong khi đó, Universal Studios Japan tại Osaka được hưởng lợi nhờ kết nối trực tiếp với các tuyến tàu như JR Yumesaki, và còn hợp tác với các công ty đường sắt để cung cấp vé combo tàu + công viên với mức giá ưu đãi cho du khách.

Những mô hình kết hợp giữa giao thông và du lịch như trên không chỉ mang đến trải nghiệm di chuyển thuận tiện cho du khách, mà còn tăng sức hút cho điểm đến, và nâng cao tính hiệu quả về thương mại cho các dự án nghỉ dưỡng và công viên giải trí.

Triển vọng công ty: Tiếp tục mở mới các cơ sở khách sạn và công viên

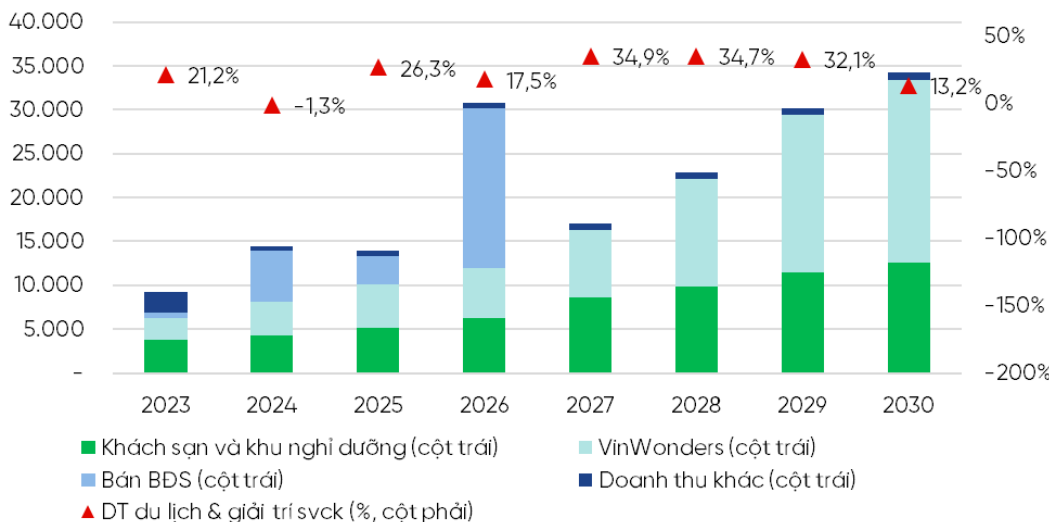
Vinpearl tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh. Trong năm 2024, công ty đã khai trương một loạt điểm đến mới, bao gồm VinWonders Cửa Hội (Nghệ An) và Học viện cưỡi ngựa Hoàng Gia Vũ Yên. Bên cạnh đó, Vinpearl cũng giới thiệu nhiều trải nghiệm mới như Vinpearl Harbour – tổ hợp giải trí, ẩm thực và mua sắm quy mô lớn; Stunt Show – chương trình biểu diễn hành động hoành tráng trên biển; và Aquafield Nha Trang – khu spa & xông hơi tiêu chuẩn Hàn Quốc. Những sáng kiến này tiếp tục củng cố sức hấp dẫn của Vinpearl trong vai trò một thương hiệu du lịch – nghỉ dưỡng hàng đầu tại Việt Nam.

Tỷ lệ lấp đầy tại hệ thống khách sạn và khu nghỉ dưỡng của Vinpearl cũng đang trên đà cải thiện. Trung bình đến cuối Q1/25, tỷ lệ lấp đầy đạt 54%, tăng 10 điểm % svck, và vượt xa mức 37% trước đại dịch COVID. Ban lãnh đạo kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng lên 55%–60% trong năm 2025 và ổn định ở mức 65%–70% về dài hạn. Trong khi đó, VinWonders đã đón khoảng 7 triệu lượt khách trong năm 2024, tăng mạnh so với 5 triệu lượt khách năm 2023, tiếp tục khẳng định vị thế của Vinpearl trong ngành du lịch.

Trong năm 2025, Vinpearl dự kiến sẽ khai trương ba khách sạn mới tại Vinh, Bắc Ninh và Tuyên Quang, mỗi khách sạn có quy mô từ 250–300 phòng, cùng với khu tổ hợp giải trí VinWonders rộng 39ha nằm trong dự án Vinhomes Royal Island tại Hải Phòng. Giai đoạn 2026–28, công ty lên kế hoạch đưa vào hoạt động các khách sạn hạng sang và cao cấp tại Vinhomes Apollo City (Quảng Ninh) và Vinhomes Green Paradise (TP.HCM), cùng với các tổ hợp VinWonders quy mô lớn, mỗi khu rộng khoảng 84ha tại các địa phương này.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng du lịch nghỉ dưỡng của Vinpearl sẽ tăng 26,3% svck, đạt 10.717 tỷ đồng trong năm 2025, trong đó khách sạn và khu nghỉ dưỡng đóng góp 48,5% và VinWonders đóng góp 45,9%. Đến năm 2028, doanh thu mảng này dự kiến đạt 22.871 tỷ đồng, với tỷ trọng từ khách sạn và khu nghỉ dưỡng là 43,3% và từ VinWonders là 53,4%.

Hình 63: Dự phóng doanh thu Vinpearl theo từng mảng (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VPL, VPBankS Research

Lưu ý: Doanh thu từ khách sạn và khu nghỉ dưỡng trước năm 2024 bao gồm cả đóng góp từ các biệt thự biển và condotel. Trong năm 2024, Vinpearl đã hợp tác với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nam An, theo đó lợi nhuận trước thuế từ các tài sản này được chuyển giao cho Nam An.

Tóm tắt KQKD và dự phóng giai đoạn 2025-30

Vinhomes

Tóm tắt KQKD giai đoạn từ 2023 – Q1/25

(Tỷ đồng)	2023	% svck	2024	% svck	Q1/25	% svck	Ghi chú
Doanh thu sau điều chỉnh	121.379	49,1%	141.812	16,8%	19.269	123,9%	Doanh thu điều chỉnh duy trì đà tăng trưởng trong những năm qua, được thúc đẩy bởi hoạt động bán bất động sản mạnh mẽ (bao gồm bán hàng tồn kho và các dự án BCC), cùng với sự gia tăng từ doanh thu xây dựng và các nguồn thu khác.
Doanh thu thuần	103.557	66,0%	102.323	-1,2%	15.698	91,2%	
Bán bất động sản	89.669	75,1%	73.162	-18,4%	7.200	76,3%	Vinhomes Ocean Park 2 và 3 là những dự án đóng góp chính vào doanh thu bán bất động sản, bên cạnh Golden Avenue và việc tiếp tục bán giao sản phẩm tại Smart City và Ocean Park 1.
Xây dựng	6.707	27,6%	17.054	154,3%	2.287	-4,8%	Doanh thu xây dựng tăng lên nhờ Vincons (VHM sở hữu 100%) ngày càng gia tăng vai trò tổng thầu cho khách hàng lớn của Vinhomes và Vingroup.
Quản lý bất động sản	3.090	125,4%	3.044	-1,5%	970	29,5%	Doanh thu từ dịch vụ quản lý tăng theo tiến độ các dự án nhà ở mới đi vào vận hành.
Cho thuê bất động sản	1.201	101,3%	1.340	11,6%	384	15,0%	Doanh thu cho thuê bao gồm cho thuê văn phòng và bất động sản công nghiệp tại Hải Phòng.
Khác	2.890	25,3%	7.723	167,2%	4.857	656,0%	Các dịch vụ khác ghi nhận mức tăng trưởng mạnh, được thúc đẩy bởi hoạt động tư vấn bán hàng và dịch vụ quản lý cho các dự án như Vinhomes Royal Island và Global Gate.
Lợi nhuận gộp	35.707	16,3%	32.967	-7,7%	5.158	190,7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>34,5%</i>	<i>-14,7 đ %</i>	<i>32,2%</i>	<i>-2,3 đ %</i>	<i>32,9%</i>	<i>11,2 đ %</i>	Biên LN gộp giảm chủ yếu do tỷ trọng bán giao các sản phẩm BCC, cùng với sự gia tăng đóng góp từ mảng xây dựng – vốn có biên LN gộp thấp hơn.
<i>Bán bất động sản (%)</i>	<i>37,7%</i>	<i>-17,9 đ %</i>	<i>39,9%</i>	<i>2,3 đ %</i>	<i>26,3%</i>	<i>-2,2 đ %</i>	Biên LN gộp mảng bán BĐS giảm chủ yếu do tỷ trọng bán giao các sản phẩm BCC tăng lên, trong đó Vinhomes phải chia sẻ lợi nhuận với các đối tác.
<i>Xây dựng (%)</i>	<i>9,0%</i>	<i>-5,1 đ %</i>	<i>8,7%</i>	<i>-0,3 đ %</i>	<i>9,2%</i>	<i>0,5 đ %</i>	Biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng giảm do biến động giá vật liệu và điều kiện thi công phức tạp hơn hoặc phát sinh các yếu tố đặc thù tại công trường ngoài dự kiến.
<i>Khác (%)</i>	<i>18,3%</i>	<i>-7,1 đ %</i>	<i>18,7%</i>	<i>0,4 đ %</i>	<i>49,2%</i>	<i>25,8 đ %</i>	
Chi phí BH&QLDN	(7.756)	52,8%	(8.384)	8,1%	(2.105)	130,9%	
<i>% Chi phí BH&QLDN / DT</i>	<i>7,5%</i>	<i>-0,6 đ %</i>	<i>8,2%</i>	<i>0,7 đ %</i>	<i>13,4%</i>	<i>2,3 đ %</i>	
Doanh thu tài chính	19.954	19,6%	26.844	34,5%	4.640	137,2%	
Lãi tiền gửi và cho vay	6.409	127,2%	6.658	3,9%	1.923	18,6%	
Lãi từ chuyển nhượng khoản đầu tư	11.356	-2,0%	663	-94,2%	82	-20,5%	Khoản thu năm 2023 chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng cổ phần tại các công ty con, bao gồm SV Tây Hà Nội, SV Holding LLC, Sài Đồng, Central Park và S-Vin2.
Thu nhập từ bán dự án theo Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC)	1.226	-26,7%	19.235	1469,6%	2.635	1040,7%	Vinhomes Royal Island là dự án đóng góp chính trong năm 2024 và Q1/25, trong khi Star City giữ vai trò này trong năm 2023.
Chi phí tài chính	(3.870)	-11,9%	(10.487)	171,0%	(3.860)	181,9%	
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(3.053)	47,1%	(7.589)	148,6%	(3.642)	241,6%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do nợ vay gia tăng nhằm tài trợ cho các dự án bất động sản quy mô lớn.
Lợi nhuận trước thuế	43.310	12,1%	40.848	-5,7%	3.839	171,1%	
Lợi nhuận sau thuế	33.533	15,0%	35.073	4,6%	2.652	193,3%	
LNST cổ đông công ty mẹ	33.371	15,7%	31.801	-4,7%	2.689	203,9%	
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>32,2%</i>	<i>-14,0 đ %</i>	<i>31,1%</i>	<i>-1,1 đ %</i>	<i>17,1%</i>	<i>6,4 đ %</i>	

Dự phóng Kết quả kinh doanh giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu thuần	103.557	102.323	94.578	80.912	168.041	207.503	225.110	200.381
Bán bất động sản	89.669	73.203	62.131	48.812	132.510	168.671	182.388	153.800
Giá vốn hàng bán	(67.850)	(69.356)	(64.227)	(55.549)	(110.073)	(134.697)	(145.795)	(130.614)
Lợi nhuận gộp	35.707	32.967	30.350	25.363	57.968	72.806	79.315	69.768
Bán bất động sản	33.793	28.438	23.565	18.399	49.948	63.578	68.749	57.973
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(4.093)	(4.593)	(2.738)	(2.526)	(3.194)	(3.797)	(4.450)	(5.124)
Chi phí bán hàng	(3.663)	(3.791)	(3.763)	(3.455)	(5.653)	(6.163)	(6.081)	(5.022)
EBIT	27.951	24.583	23.849	19.381	49.120	62.846	68.785	59.621
Khấu hao	1.436	1.800	2.612	2.757	2.733	2.787	3.043	3.303
EBITDA	29.387	26.383	26.462	22.138	51.854	65.633	71.828	62.925
Doanh thu tài chính	19.954	26.844	44.425	51.182	62.509	83.606	84.841	68.337
Thu nhập từ bán dự án BCC và lô lớn	12.582	19.872	38.716	46.298	52.365	71.080	71.252	56.240
Chi phí tài chính	(3.870)	(8.629)	(15.110)	(20.582)	(19.521)	(18.314)	(17.175)	(17.287)
Thu nhập ròng từ HĐ khác	(2.171)	(3.754)	(2.844)	(1.874)	(1.785)	(1.771)	(1.955)	(2.140)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	11	3	3	3	3	4	4	4
Lợi nhuận trước thuế	43.310	40.848	52.936	50.868	93.060	129.158	137.542	111.838
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(9.777)	(5.775)	(11.646)	(11.191)	(20.473)	(28.415)	(30.259)	(22.368)
Lợi nhuận sau thuế	33.533	35.073	41.290	39.677	72.587	100.743	107.283	89.470
LNST cổ đông công ty mẹ	33.371	31.801	37.592	36.124	66.086	91.721	97.676	81.458

Dự phóng Bảng cân đối kế toán giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Tiền và tương đương tiền	14.103	28.780	23.218	19.864	41.251	50.938	55.260	49.190
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.834	5.392	6.480	7.895	9.735	12.126	15.235	19.276
Phải thu ngắn hạn	132.871	168.406	160.113	151.913	167.716	199.821	219.677	213.133
Hàng tồn kho	55.318	54.696	63.109	79.817	94.898	111.220	128.073	146.198
Tài sản ngắn hạn khác	36.215	28.205	31.264	31.142	30.777	32.091	32.148	31.680
Tài sản ngắn hạn	242.341	285.479	284.184	290.632	344.377	406.197	450.393	459.478
Tài sản cố định	11.671	14.622	14.324	14.009	12.807	11.551	11.199	10.826
Đầu tư dài hạn	24.797	29.436	27.555	26.431	22.642	19.973	21.132	22.276
Tài sản dài hạn khác	165.822	234.673	226.181	246.707	231.723	209.291	220.706	230.862
Tổng tài sản	444.631	564.209	552.243	577.778	611.548	647.013	703.430	723.441
Nợ vay ngắn hạn	18.290	34.276	34.228	34.235	27.816	26.749	25.971	26.191
Phải trả ngắn hạn	20.452	19.960	18.484	15.986	31.678	38.764	41.958	37.589
Nợ ngắn hạn khác	172.331	224.296	193.335	205.796	224.174	223.211	256.353	240.281
Tổng nợ phải trả ngắn hạn	211.073	278.532	246.047	256.017	283.668	288.725	324.283	304.061
Nợ vay dài hạn	38.394	47.016	49.504	49.189	35.071	34.552	34.980	35.417
Nợ dài hạn khác	12.527	17.917	17.917	17.917	17.918	17.919	17.917	17.917
Tổng nợ phải trả dài hạn	50.921	64.933	67.421	67.106	52.990	52.471	52.897	53.334
Vốn cổ phần	43.544	41.074	41.074	41.074	41.074	41.074	41.074	41.074
LNST chưa phân phối	133.392	167.206	185.237	201.116	221.352	252.278	272.712	312.508
Khác	5.701	12.464	12.464	12.464	12.464	12.464	12.464	12.464
Vốn chủ sở hữu	182.636	220.744	238.775	254.655	274.890	305.817	326.250	366.046
Tổng cộng nguồn vốn	444.631	564.209	552.243	577.778	611.548	647.013	703.430	723.441

Dự phóng Lưu chuyển tiền tệ giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận trước thuế	43.310	40.848	52.936	50.868	93.060	129.158	137.542	111.838
Khấu hao và hao mòn	1.436	1.800	2.612	2.757	2.733	2.787	3.043	3.303
Chi phí lãi vay	3.053	7.589	13.716	19.118	17.984	16.700	15.481	15.508
Các điều chỉnh khác	(16.696)	(24.123)	1.010	(1.186)	992	(747)	(5.363)	(6.356)
Thay đổi vốn lưu động	(29.586)	(48.515)	(38.900)	(38.768)	(44.189)	(70.280)	(64.852)	(165.551)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	1.517	(22.400)	31.374	32.788	70.581	77.617	85.852	(41.257)
Đầu tư TSCĐ	(9.988)	(10.645)	(27.170)	(11.270)	(2.778)	(5.517)	(16.385)	(18.023)
Thanh lý TSCĐ	2.775	2.470	(1.021)	1.177	(998)	743	5.359	6.353
Thu hồi cho vay, bán công cụ nợ	(33.625)	(17.791)	(1.088)	(1.415)	(1.840)	(2.391)	(3.109)	(4.041)
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	22.206	51.350	(60.746)	(62.928)	(63.719)	(82.873)	(87.641)	30.152
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(18.632)	25.385	(90.025)	(74.437)	(69.335)	(90.038)	(101.775)	14.440
Phát hành cổ phiếu	6	22	-	-	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	-	(10.485)	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	53.108	80.497	66.986	66.739	50.310	49.041	48.761	49.286
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(32.712)	(58.342)	(13.896)	(28.445)	(30.168)	(26.933)	(28.515)	(28.539)
Trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	20.401	11.692	53.089	38.294	20.141	22.108	20.245	20.747
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	10.817	14.103	28.780	23.218	19.864	41.251	50.938	55.260
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	3.286	14.677	(5.562)	(3.355)	21.388	9.687	4.322	(6.070)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	14.103	28.780	23.218	19.864	41.251	50.938	55.260	49.190

Vincom Retail

Tóm tắt KQKD giai đoạn từ 2023 – Q1/25

(Tỷ đồng)	2023	% svck	2024	% svck	Q1/25	% svck	Ghi chú
Doanh thu	9.791	33,0%	8.939	-8,7%	2.131	-5,5%	
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.796	13,6%	7.845	0,6%	2.026	5,1%	Doanh thu cho thuê tăng nhờ các TTTM mới đi vào vận hành cả năm, cùng với việc nâng cao hiệu quả hoạt động của toàn hệ thống thông qua tối ưu hóa diện tích, cải thiện cơ cấu khách thuê và thu hút các thương hiệu mới. Tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn hệ thống đạt 86,1% trong Q1/25, tăng 3,3 đ % svck. Vincom Shophouse Royal Park là dự án đóng góp chính, tuy nhiên doanh thu ghi nhận giảm dần do đã bàn giao gần hết sản phẩm tại dự án.
Bán bất động sản	1.772	365,2%	839	-52,6%	48	-82,6%	
Hoạt động khác	223	92,4%	222	-0,5%	57	13,6%	
Lợi nhuận gộp	5.346	40,1%	4.755	-11,0%	1.201	-4,3%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	54,6%	2,8 đ %	53,2%	-1,4 đ %	56,4%	0,7 đ %	
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	58,4%	4,7 đ %	55,6%	-2,8 đ %	58,0%	-2,0 đ %	Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê giảm trong năm 2024 và Q1/25 do chi phí điện tăng và chi phí thuê đất cao hơn sau khi chính sách miễn giảm tiền thuê đất của Chính phủ trong giai đoạn dịch Covid-19 hết hiệu lực tại một số TTTM.
Bán bất động sản	45,4%	21,1 đ %	40,5%	-5,0 đ %	47,1%	11,8 đ %	
Chi phí BH&QLDN	(780)	43,6%	(983)	26,0%	(173)	-16,7%	
% chi phí BH&QLDN/DT	8,0%	0,6 đ %	11,0%	3,0 đ %	8,1%	-1,1 đ %	
Thu nhập ròng từ HĐ cho thuê	5.746	18,3%	5.626	-2,1%	1.509	7,3%	
Biên thu nhập ròng (NOI) từ HĐ cho thuê (%)	74,2%	3,2 đ %	68,8%	-5,4 đ %	73,2%	1,1 đ %	Biên NOI HĐ cho thuê giảm trong năm 2024 do chi phí marketing tăng và một khoản dự phòng một lần liên quan đến khách thuê thuộc ngành giải trí. Nếu loại trừ khoản dự phòng này, biên NOI HĐ cho thuê trong năm 2024 sẽ đạt 73%.
Doanh thu tài chính	1.146	112,8%	1.786	55,8%	625	43,6%	
Lãi tiền gửi và cho vay	1.146	112,8%	1.785	55,8%	625	43,8%	
Chi phí tài chính	(330)	-8,0%	(838)	153,6%	(243)	72,7%	
Chi phí lãi vay	(330)	-8,0%	(566)	71,3%	(134)	29,0%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do nợ vay gia tăng để tài trợ cho việc triển khai các TTTM mới.
Lợi nhuận trước thuế	5.526	56,8%	5.133	-7,1%	1.476	7,9%	
Lợi nhuận sau thuế	4.409	58,8%	4.096	-7,1%	1.177	8,8%	
LNST cổ đông công ty mẹ	4.409	58,8%	4.096	-7,1%	1.177	8,8%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	45,0%	7,3 đ %	45,8%	0,8 đ %	55,2%	7,2 đ %	

Dự phóng Kết quả kinh doanh giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu thuần	9.791	8.939	9.487	11.399	14.496	16.249	14.907	17.208
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	7.796	7.878	8.972	10.300	11.318	12.629	13.321	14.974
Bán bất động sản	1.772	839	252	824	2.882	3.294	1.235	1.853
Giá vốn hàng bán	(4.445)	(4.184)	(4.367)	(5.067)	(6.306)	(6.950)	(6.450)	(7.154)
Lợi nhuận gộp	5.346	4.755	5.120	6.331	8.190	9.300	8.457	10.053
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	4.557	4.397	4.996	5.998	7.026	7.981	7.948	9.295
Bán bất động sản	805	339	102	310	1.139	1.292	479	726
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(439)	(642)	(647)	(694)	(751)	(810)	(869)	(925)
Chi phí bán hàng	(341)	(341)	(323)	(357)	(387)	(418)	(450)	(482)
EBIT	4.566	3.773	4.150	5.280	7.052	8.072	7.138	8.647
Khấu hao	1.454	1.379	2.908	3.412	3.615	3.843	4.064	4.076
EBITDA	6.020	5.152	7.058	8.692	10.667	11.915	11.202	12.722
Lãi tiền gửi và cho vay	1.146	1.786	1.897	1.710	1.740	1.950	1.789	2.065
Chi phí tài chính	(330)	(838)	(718)	(827)	(971)	(1.008)	(1.108)	(1.215)
Thu nhập ròng từ HĐ khác	(1.310)	(966)	(2.462)	(2.876)	(2.934)	(3.080)	(3.364)	(3.267)
Lợi nhuận trước thuế	5.526	5.133	5.776	6.698	8.501	9.778	8.519	10.305
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(1.117)	(1.038)	(1.167)	(1.354)	(1.718)	(1.976)	(1.722)	(2.083)
Lợi nhuận sau thuế	4.409	4.096	4.608	5.345	6.783	7.801	6.797	8.222
LNST cổ đông công ty mẹ	4.409	4.096	4.608	5.344	6.782	7.800	6.796	8.221

Dự phóng Bảng cân đối kế toán giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Tiền và tương đương tiền	4.102	2.885	4.248	3.336	5.195	4.234	2.580	3.411
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.071	126	134	161	204	229	210	242
Phải thu ngắn hạn	1.613	2.016	832	1.056	1.336	1.590	1.698	2.023
Hàng tồn kho	640	295	88	288	1.009	1.318	494	741
Tài sản ngắn hạn khác	2.611	6.990	7.419	8.914	11.336	12.707	11.658	13.456
Tài sản ngắn hạn	10.036	12.312	12.720	13.755	19.080	20.078	16.639	19.875
Tài sản cố định	413	221	218	372	346	376	322	227
Đầu tư dài hạn	25.180	27.084	28.030	28.353	29.107	29.768	31.507	33.680
Tài sản dài hạn khác	12.024	15.608	23.295	24.428	26.822	32.341	38.679	41.416
Tổng tài sản	47.654	55.226	64.264	66.908	75.356	82.563	87.147	95.197
Nợ vay ngắn hạn	1.792	2.010	2.482	2.827	3.236	3.612	4.005	4.390
Phải trả ngắn hạn	448	462	716	831	1.034	1.140	1.058	1.173
Nợ ngắn hạn khác	4.005	3.449	7.025	4.102	4.680	5.145	4.916	5.495
Tổng nợ phải trả ngắn hạn	6.245	5.921	10.223	7.760	8.950	9.898	9.979	11.058
Nợ vay dài hạn	2.144	2.523	2.877	3.113	3.392	3.673	4.111	4.560
Nợ dài hạn khác	1.438	4.860	4.367	3.547	3.153	3.475	3.225	3.577
Tổng nợ phải trả dài hạn	3.582	7.383	7.243	6.661	6.545	7.148	7.337	8.137
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.555	23.900	24.490	24.829	24.829	25.308
LNST chưa phân phối	16.476	20.595	25.209	30.562	37.362	42.693	46.993	52.701
Khác	(1.960)	(1.960)	(1.967)	(1.977)	(1.995)	(2.008)	(1.995)	(2.014)
Vốn chủ sở hữu	37.804	41.922	46.796	52.485	59.858	65.513	69.826	75.996
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	23	0	1	2	3	4	5	7
Tổng cộng nguồn vốn	47.654	55.226	64.264	66.908	75.356	82.563	87.147	95.197

Dự phóng Lưu chuyển tiền tệ giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận trước thuế	5.526	5.133	5.776	6.698	8.501	9.778	8.519	10.305
Khấu hao và hao mòn	1.454	1.379	2.912	3.233	3.434	3.654	3.869	3.875
Thuế TNDN đã trả	(576)	(1.274)	(1.434)	(1.663)	(2.110)	(2.427)	(2.115)	(2.558)
Các điều chỉnh khác	(1.020)	(1.367)	(4.070)	(5.220)	(3.650)	(5.943)	(5.027)	(3.369)
Thay đổi vốn lưu động	(1.492)	(3.113)	1.966	(217)	(732)	(369)	691	(373)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	3.892	758	5.150	2.832	5.443	4.692	5.937	7.880
Đầu tư TSCĐ	(8.322)	(4.192)	(4.315)	(3.811)	(4.274)	(4.505)	(5.772)	(6.180)
Thanh lý TSCĐ	817	11	100	120	144	173	207	249
Khác	953	630	-	-	-	-	-	-
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	(969)	1.088	96	185	253	182	(126)	205
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(7.521)	(2.463)	(4.119)	(3.506)	(3.877)	(4.149)	(5.691)	(5.726)
Phát hành cổ phiếu	-	0	-	-	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	-	-	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	732	509	826	582	687	658	831	856
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(21)	(21)	(493)	(820)	(394)	322	(250)	352
Trả cổ tức	-	-	-	-	-	(2.483)	(2.483)	(2.531)
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	711	488	333	(238)	293	(1.504)	(1.901)	(1.323)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7.020	4.102	2.885	4.248	3.336	5.195	4.234	2.580
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(2.918)	(1.217)	1.363	(912)	1.859	(961)	(1.655)	832
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	4.102	2.885	4.248	3.336	5.195	4.234	2.580	3.411

Vinpearl

Tóm tắt KQKD giai đoạn từ 2023-24

(Tỷ đồng)	2022	2023	% svck	2024	% svck	Ghi chú
Doanh thu thuần	7.173	9.254	29,0%	14.376	55,3%	
Khách sạn, công viên giải trí, và các dịch vụ liên quan	7.097	8.601	21,2%	8.486	-1,3%	Doanh thu mảng khách sạn và giải trí được thúc đẩy nhờ lượng khách đến các khách sạn và khu nghỉ dưỡng Vinpearl, công viên VinWonders và Vinpearl Golf gia tăng, đặc biệt tại Đà Nẵng, Nha Trang và Phú Quốc. Doanh thu giảm nhẹ trong năm 2024 do đã hoàn tất chuyển nhượng một số biệt thự biển và condotel cho đối tác trong Q1/24. Tuy nhiên, nếu so sánh tương đương với năm 2023 (tức là điều chỉnh theo cùng số lượng khách sạn và cơ sở VinWonders đang vận hành), doanh thu sẽ tăng 36% svck.
Bán bất động sản	72	569	687,6%	5.890	934,4%	Doanh thu bán BDS đến từ bàn giao các dự án ở Phú Quốc năm 2023 và Nha Trang năm 2024.
Khác	4	84	2131,5%	-	-100,0%	
Lợi nhuận gộp	(4.118)	(2.569)	-37,6%	2.863	N/A	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>-57,4%</i>	<i>-27,8%</i>	<i>29,6 đ %</i>	<i>19,9%</i>	<i>47,7 đ %</i>	
Khách sạn, công viên giải trí, và các dịch vụ liên quan	-58,6%	-35,9%	22,7 đ %	11,1%	47,0 đ %	Mảng khách sạn và giải trí đã bắt đầu có lãi trong năm 2024, nhờ sự phục hồi của ngành du lịch và cải thiện hiệu quả vận hành tại các cơ sở do Meliá và Marriott quản lý. Tính đến cuối Q1/25, công suất phòng bình quân tăng 10 điểm % svck, đạt 54%, vượt mức trước đại dịch COVID.
Bán bất động sản	49,8%	76,5%	26,8 đ %	32,6%	-43,9 đ %	Biên lợi nhuận gộp mảng bán bất động sản trong năm 2023 tăng mạnh nhờ giá bán cao và giá vốn thấp tại dự án Phú Quốc, trong khi năm 2024 giảm do mức tăng giá bán chậm hơn và có nhiều giao dịch bán cho khách lẻ tại dự án Nha Trang.
Chi phí BH&QLDN	(1.874)	(1.518)	-19,0%	(2.282)	50,4%	
% Chi phí BH&QLDN / Doanh thu	26,1%	16,4%	-9,7 đ %	15,9%	-0,5 đ %	
EBITDA	(3.647)	(1.834)	-49,7%	4.008	N/A	
<i>Biên EBITDA (%)</i>	<i>-50,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>31,0 đ %</i>	<i>27,9%</i>	<i>47,7 đ %</i>	
Doanh thu tài chính	13.472	8.728	-35,2%	4.264	-51,1%	
Lãi tiền gửi và cho vay	741	527	-28,9%	1.030	95,3%	
Lãi từ chuyển nhượng khoản đầu tư	11.924	7.888	-33,8%	3.222	-59,2%	Khoản ghi nhận trong năm 2023 đến từ việc chuyển nhượng cổ phần tại các công ty con là CTCP Vinpearl Landmark 81 và CTCP Vinpearl Thanh Hóa, trong khi khoản ghi nhận năm 2024 là do việc chuyển giao quyền kiểm soát đối với các căn condotel và biệt thự biển tại Phú Quốc đã bán trước đó.
Chi phí tài chính	(3.067)	(3.898)	27,1%	(1.740)	-55,4%	
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(2.420)	(3.081)	27,3%	(1.326)	-57,0%	Chi phí lãi vay trong năm 2024 giảm nhờ nợ vay giảm
Lợi nhuận trước thuế	4.246	766	-82,0%	2.940	283,7%	
Lợi nhuận sau thuế	4.230	671	-84,1%	2.550	280,2%	
LNST cổ đông công ty mẹ	4.230	671	-84,1%	2.550	280,2%	
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>59,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-51,7 đ %</i>	<i>17,7%</i>	<i>10,5 đ %</i>	

Dự phóng Kết quả kinh doanh giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu thuần	9.254	14.376	13.937	30.835	16.984	22.871	30.223	34.219
Khách sạn, công viên giải trí	8.601	8.486	10.717	12.588	16.984	22.871	30.223	34.219
Bán bất động sản	569	5.890	3.220	18.248	-	-	-	-
Giá vốn hàng bán	(11.823)	(11.513)	(10.182)	(16.800)	(12.496)	(14.995)	(17.994)	(19.794)
Lợi nhuận gộp	(2.569)	2.863	3.755	14.035	4.488	7.876	12.228	14.426
Khách sạn, công viên giải trí	(3.087)	940	1.662	2.174	4.488	7.876	12.228	14.426
Bán bất động sản	436	1.923	2.093	11.861	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(913)	(1.664)	(1.533)	(3.392)	(1.868)	(2.516)	(3.324)	(3.764)
Chi phí bán hàng	(605)	(618)	(557)	(1.233)	(679)	(915)	(1.209)	(1.369)
EBIT	(4.087)	581	1.664	9.410	1.940	4.445	7.695	9.293
Khấu hao	2.252	3.427	4.900	6.052	9.441	11.046	11.488	13.441
EBITDA	(1.834)	4.008	6.565	15.462	11.381	15.491	19.183	22.734
Doanh thu tài chính	8.728	4.264	2.746	228	2.467	2.485	2.498	2.635
Chi phí tài chính	(3.898)	(1.740)	(2.063)	(1.894)	(1.885)	(2.080)	(2.022)	(1.935)
Thu nhập khác	24	(165)	(103)	(81)	(116)	(100)	(99)	(105)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	766	2.940	2.245	7.662	2.406	4.750	8.072	9.888
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(96)	(390)	(449)	(1.532)	(481)	(950)	(1.614)	(1.978)
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	671	2.550	1.796	6.130	1.925	3.800	6.458	7.910
LNST cổ đông công ty mẹ	671	2.550	1.796	6.129	1.924	3.800	6.457	7.909

Dự phóng Bảng cân đối kế toán giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Tiền và tương đương tiền	2.057	1.889	2.272	4.664	4.842	4.973	6.341	6.476
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.537	1.561	1.639	1.721	1.807	1.898	1.993	2.092
Phải thu ngắn hạn	6.125	15.601	15.331	9.251	6.793	6.861	6.045	6.844
Hàng tồn kho	3.110	5.852	6.272	4.625	2.548	3.431	4.533	3.422
Tài sản ngắn hạn khác	1.127	604	418	2.925	510	686	907	1.027
Tài sản ngắn hạn	13.956	25.507	25.931	23.186	16.500	17.849	19.818	19.861
Tài sản cố định	41.423	63.637	67.692	67.710	65.247	69.363	71.239	70.185
Đầu tư dài hạn	1.828	1.945	2.069	1.948	1.987	2.053	2.105	3.387
Tài sản dài hạn khác	822	10.900	10.634	7.678	6.583	10.767	14.228	19.531
Tổng tài sản	44.073	76.483	80.396	77.335	73.817	82.183	87.571	93.103
Nợ vay ngắn hạn	13.856	3.459	4.151	4.566	4.110	3.699	3.514	3.338
Phải trả ngắn hạn	1.783	3.202	5.575	6.167	6.793	11.435	15.111	17.110
Người mua trả tiền trước	444	13.573	12.774	9.124	2.548	2.287	3.022	3.422
Nợ ngắn hạn khác	7.756	23.742	22.261	17.306	16.496	19.278	17.371	20.724
Nợ ngắn hạn	23.395	30.403	31.987	28.039	27.400	34.412	35.996	41.172
Nợ vay dài hạn	92	9.414	10.356	9.320	8.388	9.227	10.150	9.845
Nợ dài hạn khác	7.269	5.182	4.773	4.373	5.341	5.929	4.674	4.885
Tổng nợ phải trả dài hạn	7.361	14.596	15.128	13.693	13.730	15.156	14.823	14.730
Vốn cổ phần	15.041	17.232	17.232	17.232	17.232	17.232	17.232	18.072
Thặng dư vốn cổ phần	(2.037)	11.389	11.389	11.389	11.389	11.389	11.389	11.389
LNST chưa phân phối	521	3.071	4.867	7.190	4.275	4.202	8.339	7.948
Khác	(209)	(208)	(208)	(208)	(208)	(208)	(208)	(208)
Vốn chủ sở hữu	13.317	31.484	33.280	35.603	32.688	32.615	36.752	37.201
Tổng cộng nguồn vốn	44.073	76.483	80.396	77.335	73.817	82.183	87.571	93.103

Dự phóng Lưu chuyển tiền tệ giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận trước thuế	766	2.940	2.245	7.662	2.406	4.750	8.072	9.888
Khấu hao và hao mòn	2.252	3.427	4.900	6.052	9.441	11.046	11.488	13.441
Chi phí lãi vay	3.081	1.326	1.436	1.275	1.332	1.480	1.431	1.353
Các điều chỉnh khác	(3.525)	(3.838)	142	(2)	121	95	80	1.308
Thay đổi vốn lưu động	(11.616)	18.554	1.478	11.593	6.413	(279)	779	255
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(9.041)	22.409	10.201	26.580	19.713	17.092	21.850	26.245
Đầu tư tài sản cố định	(1.822)	(3.533)	(3.887)	(3.692)	(4.431)	(3.988)	(3.190)	(2.871)
Thanh lý tài sản cố định	94	88	75	86	83	81	83	82
Thu từ cho vay và bán công cụ nợ	(7.051)	(17.359)	1.795	(16.397)	(5.225)	(8.824)	(9.041)	(12.250)
Thay đổi không liên quan đến tài sản cố định	7.405	(15.652)	(4.124)	(6.144)	(7.630)	(6.471)	(6.496)	(6.992)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	221	182	201	192	197	194	195	195
Phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp từ chủ sở hữu	(1.152)	(36.275)	(5.939)	(25.956)	(17.006)	(19.007)	(18.448)	(21.836)
Mua lại cổ phiếu	10.000	15.617	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	(0)	-	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính khác	1.983	(1.916)	(3.880)	1.769	(2.529)	2.047	(2.035)	(4.274)
Trả cổ tức	-	-	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	11.983	13.701	(3.880)	1.769	(2.529)	2.047	(2.035)	(4.274)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	266	2.057	1.889	2.272	4.664	4.842	4.973	6.341
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1.789	(165)	382	2.392	178	132	1.367	136
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2.057	1.889	2.272	4.664	4.842	4.973	6.341	6.476

Vingroup

Tóm tắt KQKD giai đoạn từ 2023 – Q1/25

(Tỷ đồng)	2023	% svck	2024	% svck	Q1/25	% svck	Ghi chú
Doanh thu thuần	161.428	58,6%	189.068	17,1%	84.053	286,7%	
Bán bất động sản	94.374	71,8%	93.174	-1,3%	55.275	1061,0%	Vinhomes Royal Island, Ocean Park 2 và 3 là những dự án đóng góp chính cho doanh thu bán bất động sản trong năm 2023-24, bên cạnh các dự án khác như Golden Avenue và các đợt bàn giao tiếp theo tại Smart City và Ocean Park 1. Trong Q1/25, Vinhomes Global Gate là động lực chính cho doanh thu, đóng góp 43.500 tỷ đồng.
Sản xuất	28.081	115,0%	49.696	77,0%	15.675	158,3%	Doanh thu từ sản xuất tăng mạnh cùng với sản lượng bàn giao xe điện tăng trưởng. Doanh số bàn giao ô tô điện toàn cầu của VinFast đã tăng lần lượt 286%/374%/179% svck trong các năm 2022-24, đạt 97.399 xe trong năm 2024. Trong Q1/25, sản lượng bàn giao ô tô điện tăng 296% svck, đạt 36.300 xe. Việt Nam vẫn là thị trường tiêu thụ chính, với đóng góp mạnh mẽ từ các mẫu xe VF3, VF5 và VF6.
Khách sạn và giải trí	8.689	29,2%	8.642	-0,5%	2.489	-0,2%	Doanh thu mảng khách sạn tăng nhờ lưu lượng khách đến các khách sạn và khu nghỉ dưỡng Vinpearl, VinWonders và Vinpearl Golf ngày càng cao, đặc biệt tại Đà Nẵng, Nha Trang và Phú Quốc. Doanh thu trong năm 2024 giảm nhẹ do đã hoàn tất chuyển nhượng một số biệt thự biển và condotel cho đối tác trong Q1/24, nếu so sánh tương đương với năm 2023 (với cùng số lượng khách sạn và cơ sở VinWonders hoạt động), doanh thu sẽ tăng 36% svck.
Bệnh viện	4.415	2,3%	4.487	1,6%	1.174	22,9%	
Giáo dục	5.127	36,2%	5.944	15,9%	1.830	12,5%	
Khác	20.741	9,1%	27.124	30,8%	7.610	30,5%	
Lợi nhuận gộp	23.508	60,0%	27.301	16,1%	19.205	N/A	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>14,6%</i>	<i>0,1 đ %</i>	<i>14,4%</i>	<i>-0,1 đ %</i>	<i>22,8%</i>	<i>31,8 đ %</i>	
<i>Bán bất động sản</i>	<i>38,4%</i>	<i>-18,1 đ %</i>	<i>43,6%</i>	<i>5,2 đ %</i>	<i>37,9%</i>	<i>9,8 đ %</i>	Biên LN gộp mỏng bất động sản đã phục hồi nhờ các dự án có biên lợi nhuận cao hơn như Vinhomes Royal Island và Global Gate được bàn giao.
<i>Sản xuất xe điện</i>	<i>-64,8%</i>	<i>85,7 đ %</i>	<i>-42,5%</i>	<i>22,3 đ %</i>	<i>-38,6%</i>	<i>54,3 đ %</i>	Biên LN gộp mỏng sản xuất ô tô cải thiện đáng kể nhờ tối ưu chi phí và lợi thế kinh tế theo quy mô.
<i>Khách sạn và giải trí</i>	<i>-35,4%</i>	<i>23,3 đ %</i>	<i>10,4%</i>	<i>45,8 đ %</i>	<i>17,8%</i>	<i>20,8 đ %</i>	Mảng khách sạn đã có lợi nhuận gộp trong năm 2024, được thúc đẩy bởi sự phục hồi của ngành du lịch và hiệu quả vận hành tăng lên tại các cơ sở hợp tác với Meliá và Marriott. Tính đến cuối Q1/25, công suất phòng trung bình đã tăng 10 điểm % svck, đạt 54%, vượt mức trước COVID.
<i>Bệnh viện</i>	<i>16,9%</i>	<i>-3,0 đ %</i>	<i>16,0%</i>	<i>-1,0 đ %</i>	<i>15,2%</i>	<i>9,0 đ %</i>	
<i>Giáo dục</i>	<i>23,8%</i>	<i>4,8 đ %</i>	<i>23,0%</i>	<i>-0,8 đ %</i>	<i>34,5%</i>	<i>-1,4 đ %</i>	
Chi phí BH&QLDN	(25.977)	2,6%	(33.202)	27,8%	(10.251)	51,7%	
<i>% Chi phí BH&QLDN / Doanh thu</i>	<i>16,1%</i>	<i>-8,8 đ %</i>	<i>17,6%</i>	<i>1,5 đ %</i>	<i>12,2%</i>	<i>-18,9 đ %</i>	Sự sụt giảm tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên Doanh thu trong Q1/25 chủ yếu là do chi phí R&D trong mảng sản xuất giảm.
EBITDA	15.137	42,1%	16.726	10,5%	16.004	N/A	
<i>Biên EBITDA (%)</i>	<i>9,4%</i>	<i>-1,1 đ %</i>	<i>8,8%</i>	<i>-0,5 đ %</i>	<i>19,0%</i>	<i>35,5 đ %</i>	
Doanh thu tài chính	20.502	-38,0%	47.925	133,8%	3.882	-79,5%	
Lãi tiền gửi và cho vay	4.481	64,3%	4.629	3,3%	1.497	38,4%	
Lãi từ chuyển nhượng khoản đầu tư	15.105	-48,6%	42.321	180,2%	1.765	-90,0%	Khoản thu nhập trong năm 2024 chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng SDI, VinBrain và VinAI. Trong năm 2023, các khoản đóng góp chính đến từ việc bán cổ phần của CTCP Sài Đồng và CTCP S-Vin2.
Chi phí tài chính	(22.841)	59,4%	(31.208)	36,6%	(7.903)	8,6%	
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(17.246)	60,3%	(22.980)	33,2%	(6.102)	26,3%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do gia tăng vay nợ để bổ sung cho các hoạt động phát triển bất động sản và sản xuất ô tô.
Lợi nhuận trước thuế	13.769	7,9%	16.739	21,6%	7.382	196,0%	
Lợi nhuận sau thuế	2.056	0,6%	5.276	156,6%	2.243	68,0%	
LNST cổ đông công ty mẹ	2.157	-75,4%	11.903	451,9%	6.979	-12,0%	
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>1,3%</i>	<i>-7,3 đ %</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,0 đ %</i>	<i>8,3%</i>	<i>-28,2 đ %</i>	

Dự phóng Kết quả kinh doanh giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	161.428	189.068	278.491	251.796	379.483	452.494	466.025	467.610
Bán bất động sản	94.374	93.174	124.297	71.212	167.369	203.530	214.470	185.882
Sản xuất	28.081	49.696	101.465	124.640	147.019	173.412	163.866	185.462
Khách sạn và giải trí	8.689	8.642	10.717	12.588	16.984	22.871	30.223	34.219
Bệnh viện	4.415	4.487	5.614	6.428	7.285	8.075	8.925	9.371
Giáo dục	5.127	5.944	7.156	8.244	9.497	10.941	12.035	13.239
Giá vốn hàng bán	(137.919)	(161.767)	(240.132)	(221.026)	(287.106)	(318.763)	(327.338)	(321.037)
Lợi nhuận gộp	23.508	27.301	38.359	30.770	92.377	133.731	138.687	146.573
Bán bất động sản	36.266	40.662	42.215	27.359	63.892	77.522	81.581	70.806
Sản xuất	(18.206)	(21.135)	(11.132)	(4.450)	17.817	44.133	40.778	57.568
Khách sạn và giải trí	(3.075)	902	1.662	2.174	4.488	7.876	12.228	14.426
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(13.463)	(15.148)	(17.650)	(14.987)	(18.321)	(20.275)	(22.520)	(25.106)
Chi phí bán hàng	(12.514)	(18.054)	(19.442)	(17.450)	(21.489)	(22.844)	(22.533)	(23.471)
EBIT	(2.567)	(5.053)	1.488	(1.343)	53.032	90.949	94.010	98.389
Khấu hao	17.606	22.627	20.458	19.756	17.834	17.457	17.610	17.544
EBITDA	15.039	17.574	21.946	18.413	70.865	108.405	111.620	115.933
Doanh thu tài chính	20.502	47.925	47.135	45.492	16.096	5.978	6.028	8.542
Chi phí tài chính	(22.841)	(31.208)	(32.445)	(33.873)	(37.125)	(38.121)	(37.904)	(37.661)
Thu nhập khác	18.675	5.074	6.588	6.643	4.770	2.963	3.260	3.586
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-	-	862	971	1.215	1.271	1.278	1.272
Lợi nhuận trước thuế	13.769	16.739	23.628	17.890	37.989	63.039	66.671	74.128
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(11.713)	(11.463)	(14.177)	(7.156)	(15.195)	(25.216)	(26.668)	(29.651)
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	2.056	5.276	9.451	10.734	22.793	37.824	40.002	44.477
LNST cổ đông công ty mẹ	2.157	11.903	19.191	16.069	16.882	31.391	33.271	37.146

Dự phóng Bảng cân đối kế toán giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Tiền và tương đương tiền	27.983	42.582	31.368	35.282	34.759	34.840	50.179	61.731
Đầu tư tài chính ngắn hạn	6.999	8.719	9.155	9.613	10.093	8.579	9.008	9.459
Phải thu ngắn hạn	168.115	190.047	199.215	203.845	314.644	378.115	426.896	358.898
Hàng tồn kho	92.624	114.090	92.125	113.969	129.061	147.269	163.898	177.059
Tài sản ngắn hạn khác	47.817	41.042	69.623	62.949	94.871	113.123	116.506	116.903
Tài sản ngắn hạn	343.536	396.480	401.486	425.658	583.428	681.926	766.487	724.049
Tài sản cố định	160.409	182.943	216.730	239.078	253.514	272.225	288.270	304.562
Đầu tư dài hạn	14.605	27.061	7.848	2.457	998	601	491	458
Tài sản dài hạn khác	149.105	230.120	204.349	212.259	240.273	237.856	244.839	248.666
Tổng tài sản	667.656	836.604	830.413	879.452	1.078.213	1.192.609	1.300.086	1.277.736
Nợ vay ngắn hạn	116.235	95.189	112.218	100.085	91.622	88.684	87.692	91.000
Phải trả ngắn hạn	34.874	45.035	75.488	55.839	84.881	99.021	93.869	100.370
Người mua trả tiền trước	45.756	138.375	125.111	188.555	224.832	231.556	232.343	220.379
Nợ ngắn hạn khác	204.433	226.693	162.102	175.108	299.962	323.887	400.140	310.098
Nợ ngắn hạn	401.298	505.292	474.920	519.588	701.297	743.148	814.044	721.846
Nợ vay dài hạn	97.018	129.042	127.824	123.738	118.116	115.432	113.740	108.740
Nợ dài hạn khác	21.118	48.435	43.813	28.405	25.799	60.313	56.634	85.350
Tổng nợ phải trả dài hạn	118.136	177.477	171.637	152.143	143.915	175.744	170.373	194.090
Vốn cổ phần	38.786	38.786	38.786	38.786	38.786	38.786	38.786	38.786
Thặng dư vốn cổ phần	40.184	40.308	40.308	40.308	40.308	40.308	40.308	40.308
LNST chưa phân phối	14.106	44.468	68.557	90.804	115.527	153.224	193.270	237.390
Khác	55.146	30.272	36.206	37.823	38.379	41.399	43.305	45.317
Vốn chủ sở hữu	148.222	153.834	183.856	207.721	233.001	273.717	315.669	361.801
Tổng cộng nguồn vốn	667.656	836.604	830.413	879.452	1.078.213	1.192.609	1.300.086	1.277.736

Dự phóng Lưu chuyển tiền tệ giai đoạn 2025-30

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận trước thuế	13.769	16.739	23.628	17.890	37.989	63.039	66.671	74.128
Khấu hao và hao mòn	17.606	22.627	20.458	19.756	17.834	17.457	17.610	17.544
Chi phí lãi vay	17.246	22.980	24.004	24.621	27.266	28.576	28.200	27.964
Các điều chỉnh khác	(8.330)	(30.063)	(36.117)	(29.136)	(3.643)	7.801	8.386	8.786
Thay đổi vốn lưu động	(60.303)	(11.436)	(13.067)	(9.788)	(60.941)	(106.179)	(98.442)	(110.029)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(20.012)	20.846	18.906	23.343	18.504	10.695	22.426	18.393
Đầu tư tài sản cố định	(54.548)	(48.567)	(52.640)	(45.340)	(40.015)	(36.295)	(37.237)	(38.219)
Thanh lý tài sản cố định	5.774	3.259	4.119	4.384	3.920	4.141	4.148	4.070
Thu từ cho vay và bán công cụ nợ	(1.003)	(14.784)	(13.342)	(14.710)	(14.278)	(14.110)	(14.366)	(14.252)
Thay đổi không liên quan đến tài sản cố định	22.792	43.249	27.053	31.031	33.778	30.621	31.810	32.070
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(26.985)	(16.843)	(34.810)	(24.635)	(16.595)	(15.643)	(15.645)	(16.331)
Phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp từ chủ sở hữu	10.753	15.659	10.378	12.263	12.767	11.803	12.278	12.282
Mua lại cổ phiếu	-	(10.485)	-	-	-	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	38.038	6.556	(4.189)	(6.218)	(14.085)	(5.622)	(2.684)	(1.692)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính khác	(11)	(129)	-	-	-	-	-	-
Trả cổ tức	(61)	(666)	(1.370)	(699)	(912)	(993)	(868)	(924)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	48.718	10.934	4.819	5.346	(2.230)	5.187	8.725	9.666
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	26.213	27.983	42.582	31.368	35.282	34.759	34.840	50.179
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1.721	14.938	(11.084)	4.054	(321)	238	15.506	11.728
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	27.983	42.582	31.368	35.282	34.759	34.840	50.179	61.731

Đánh giá tình hình tài chính chung của Tập đoàn Vingroup

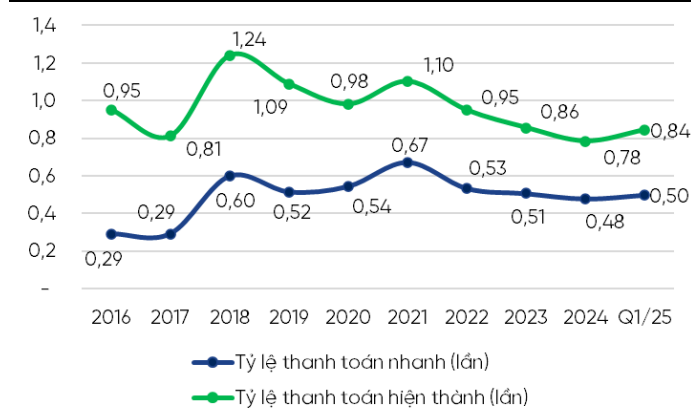
Cấu trúc vốn và thanh khoản của Tập đoàn

Đòn bẩy đã tăng đáng kể kể từ năm tài chính 2022, khi VinFast đẩy nhanh đầu tư vào các cơ sở sản xuất và mở rộng mạng lưới bán hàng, đòi hỏi nguồn vốn lớn nên tỷ lệ D/E (Tổng vay nợ ngắn hạn và dài hạn/vốn chủ sở hữu) của VIC tại cuối Q1/25 đã tăng 11,6 điểm % kể từ đầu năm lên 157%.

VIC duy trì tỷ lệ bao phủ lãi vay ở mức quanh 1,5 lần trong năm 2024 và Q1/25 Trượt 12T, cải thiện so với mức 0,7 lần trong năm 2023, nhờ dòng tiền thu được từ bán bất động sản và thoái vốn tại các công ty con. Điều này phản ánh nỗ lực liên tục của doanh nghiệp trong việc quản lý nhu cầu vốn trong bối cảnh ngành xe điện đòi hỏi vốn đầu tư lớn.

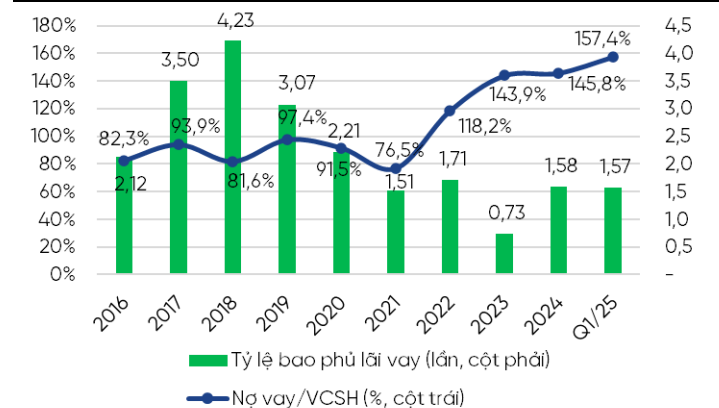
Thanh khoản cũng có sự cải thiện nhẹ trong Q1/25, với tỷ lệ thanh toán nhanh tăng 0,02 lần từ năm 2024 lên 0,5 lần và tỷ lệ thanh toán hiện hành tăng 0,06 lần lên 0,84 lần. Trong ngắn hạn, thanh khoản vẫn tương đối ổn định, với tỷ lệ thanh toán nhanh dao động quanh mức 0,5 lần và tỷ lệ thanh toán hiện hành quanh mức 0,8 lần trong những năm gần đây – vẫn được coi là thấp. Thanh khoản sẽ được đánh giá là tích cực hơn nếu hệ số thanh toán nhanh vượt 1,0 lần và hệ số thanh toán hiện hành đạt mức 2,0 lần.

Hình 64: Tỷ lệ thanh toán nhanh và tỷ lệ thanh toán hiện hành



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Hình 65: Tỷ lệ bao phủ lãi vay (Trượt 12T) và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu



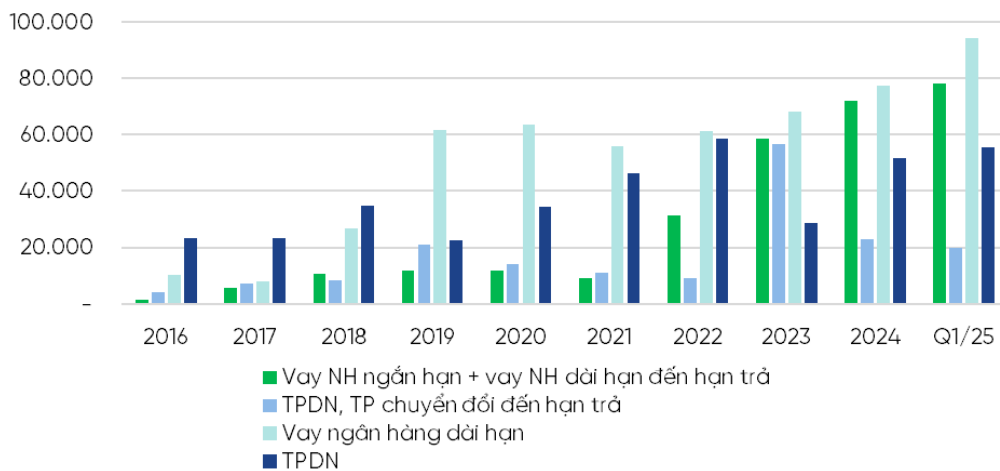
Nguồn: VIC, VPBankS Research

Ghi chú: Tỷ lệ bao phủ lãi vay = EBIT điều chỉnh/Chi phí lãi vay, trong đó EBIT điều chỉnh = EBIT + Thu nhập từ thoái vốn dự án và công ty con

Tính đến cuối Q1/25, cơ cấu nợ của Vingroup vẫn thiên về các khoản vay dài hạn, chiếm khoảng 60% tổng nợ, trong khi nợ ngắn hạn chiếm 40% còn lại. Ngoại trừ năm 2023 – khi tỷ lệ vay ngắn hạn tăng vọt lên 55% do các khoản vay dài hạn trước đó đáo hạn – tập đoàn vẫn luôn duy trì cách tiếp cận tài trợ thận trọng, ưu tiên nợ dài hạn. Chiến lược này, mặc dù phải chịu chi phí tài trợ cao hơn, nhưng lại giảm thiểu rủi ro thanh khoản như áp lực gia hạn và biến động lãi suất, phản ánh việc quản lý vốn thận trọng.

Các khoản vay ngân hàng là nguồn tài trợ chính của tập đoàn kể từ năm 2019, chiếm gần 70% tổng nợ tính đến Q1/25. Trong khi đó, trái phiếu doanh nghiệp đã đóng góp 30–40% tổng số tiền vay trong những năm qua. Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu và thực hiện nghĩa vụ nợ đúng hạn của Vingroup – bất chấp tâm lý nhà đầu tư yếu kém và thị trường trái phiếu doanh nghiệp phục hồi chậm – cho thấy khả năng tín nhiệm mạnh mẽ, kiểm soát đòn bẩy chặt chẽ và quản lý tài chính lành mạnh.

Hình 66: Cơ cấu nợ vay của VIC



Nguồn: VIC, VPBankS Research

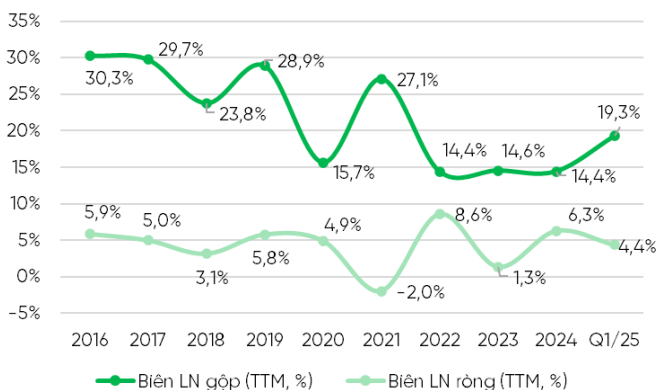
Lợi nhuận phục hồi, dòng tiền của VIC có sự cải thiện đáng kể

Biên lợi nhuận gộp cho thấy dấu hiệu phục hồi trong Q1/25 Trượt 12T, nhờ vào những nỗ lực liên tục của VinFast nhằm giảm lỗ. Lỗ gộp trong mảng sản xuất đã cải thiện đáng kể, với biên lợi nhuận gộp thu hẹp từ -150,5% trong năm tài chính 2022 xuống -42,5% trong năm tài chính 2024 và -38,6% trong quý 1 năm 2025. Ngoài ra, tác động tích cực từ giao dịch bán bất động sản nói trên đã góp phần vào sự cải thiện này.

Biên lợi nhuận ròng (lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ) tăng chủ yếu do phần lỗ lớn hơn được quy cho các cổ đông thiểu số, như đã thấy trong năm tài chính 2022 và năm tài chính 2024. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng đã giảm trong Q1/25 Trượt 12T, phản ánh sự giảm sút trong khoản lỗ được phân bổ cho các cổ đông thiểu số.

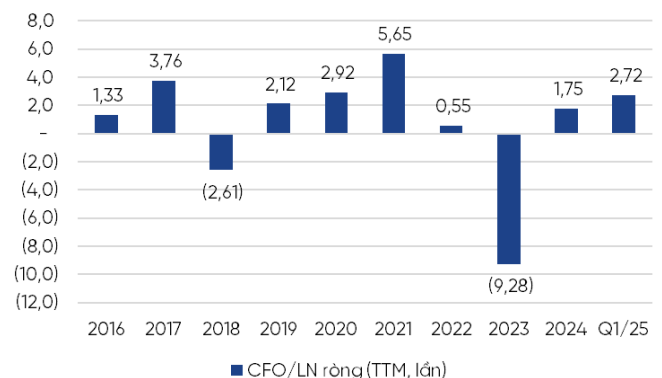
Dòng tiền cũng chứng kiến sự cải thiện, khi tỷ lệ CFO trên Lợi nhuận ròng tăng từ -9,3 lần trong năm tài chính 2023 lên 1,8 lần trong năm tài chính 2024 và tiếp tục lên 2,7 lần trong Q1/25 Trượt 12T.

Hình 67: Biên LN gộp và biên LN ròng



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Hình 68: CFO/Lợi nhuận ròng



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Tỷ lệ lợi nhuận ròng trên tổng tài sản (ROA) phục hồi nhẹ, đánh dấu mức tăng đầu tiên sau một thời gian dài suy giảm, tăng 0,3% điểm từ năm 2024 lên 20,8% tính đến Q1/25 Trượt 12T. Ngược lại, tỷ lệ lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm 1,0% điểm, chủ yếu do giảm lỗ phân bổ cho các cổ đông thiểu số. Đây không phải là lý do đáng lo ngại, vì nó phản ánh sự thay đổi trong phân phối lợi nhuận thay vì sự suy giảm hiệu suất chung.

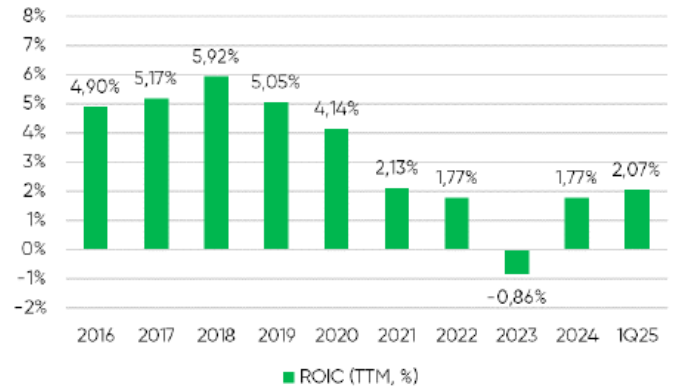
Lợi nhuận ròng trên vốn đầu tư (ROIC) tiếp tục phục hồi, đạt mức 2,1% trong Q1/25 Trượt 12T. Mặc dù vẫn ở mức khiêm tốn, nhưng nó cho thấy sự tiến bộ đáng kể trên con đường đạt được lợi nhuận bền vững của công ty.

Hình 69: ROA và ROE



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Hình 70: ROIC



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Hiệu quả hoạt động đang được cải thiện

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) liên tục giảm từ 550 ngày trong năm 2022 xuống còn 381 ngày trong Q1/25, chủ yếu do giảm Số ngày tồn kho (DIH) và Số ngày phải thu (DSO) trong Q1/25, phản ánh hiệu suất mạnh mẽ trên cả phân khúc sản xuất và bất động sản. Sự gia tăng DSO trong năm tài chính 2024 có liên quan đến sự gia tăng các khoản phải thu từ việc bán bất động sản, trong đó các khoản thanh toán đang chờ xử lý được xử lý sau, như bằng chứng là số liệu Q1/25.

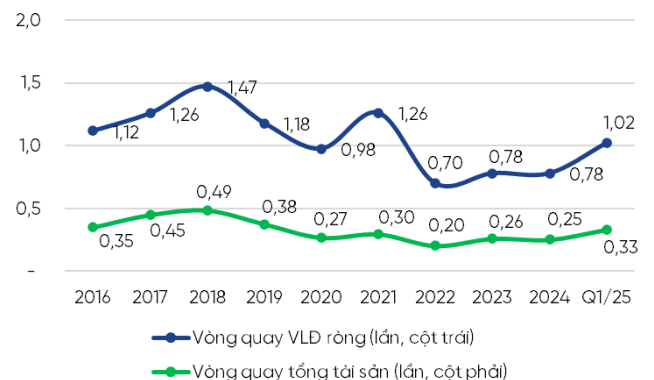
Vòng quay vốn lưu động (VLD) ròng tăng từ 0,78 lần trong năm tài chính 2024 lên 1,02 lần trong quý 1 năm 2025, cho thấy việc sử dụng vốn lưu động để tạo ra doanh thu tốt hơn. Tương tự như vậy, vòng quay tổng tài sản đã cải thiện từ 0,25 lần trong năm tài chính 2024 lên 0,33 lần trong Q1/25, cho thấy hiệu quả sử dụng tổng tài sản để tạo ra doanh số được nâng cao. Với trọng tâm kép của công ty vào sản xuất (với nhu cầu huy động vốn cao, như VinFast) và bất động sản (thường liên quan đến đầu tư vốn dài hạn), chúng tôi tin rằng tỷ lệ vòng quay VLD ròng từ 2–3 lần được coi là hiệu quả và tỷ lệ vòng quay tổng tài sản khoảng 1 lần là phù hợp.

Hình 71: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (ngày)



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Hình 72: Vòng quay VLD ròng và vòng quay tổng tài sản



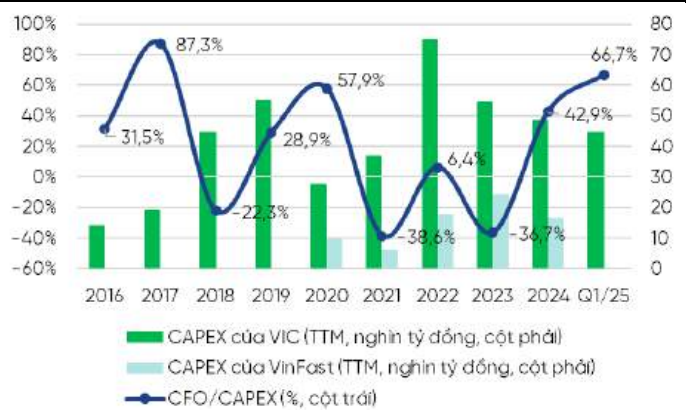
Nguồn: VIC, VPBankS Research

Tỷ lệ CFO/CAPEX đã được cải thiện đáng kể, tăng từ -36,7% trong năm 2023 lên 66,7% trong Q1/25. Sự thay đổi này làm nổi bật khả năng tạo ra tiền mặt từ hoạt động kinh doanh mạnh hơn so với chi tiêu vốn. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rằng CAPEX trong lĩnh vực sản xuất (bao gồm VinFast, các công ty AI và các công ty khác) đã đạt đến đỉnh điểm,

cho thấy công ty đã hoàn thành các khoản đầu tư quan trọng nhất vào năng lực sản xuất và công nghệ. Do đó, công ty có vị thế tốt hơn để tài trợ cho các khoản đầu tư trong tương lai từ dòng tiền nội bộ, giảm sự phụ thuộc vào nguồn tài chính bên ngoài.

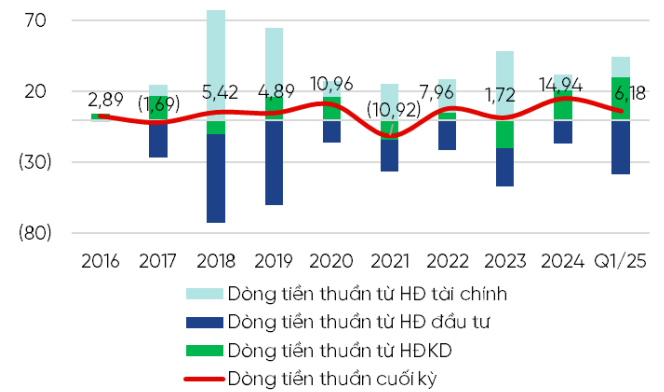
Theo truyền thống, các hoạt động đầu tư là nguồn chính làm cạn kiệt dòng tiền ròng. Tuy nhiên, khi mức CAPEX bắt đầu giảm, chúng tôi kỳ vọng áp lực lên dòng tiền ròng sẽ giảm bớt, cho phép công ty phân bổ nhiều dòng tiền hơn cho nhu cầu hoạt động hoặc giảm nợ.

Hình 73: CFO/CAPEX (Trượt 12T)



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Hình 74: Dòng tiền thuần cuối kỳ (Trượt 12T, nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VIC, VPBankS Research

Định giá

Vinhomes

Định giá lần đầu với giá mục tiêu là VND91.700/cổ phiếu

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp kết hợp giữa RNAV và P/B:

- **RNAV:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với WACC giả định cho mỗi dự án, dựa trên kế hoạch triển khai và bán hàng được VHM công bố, để điều chỉnh lại giá trị hợp lý của bất động sản tồn kho và đầu tư. Nhằm phản ánh hợp lý các rủi ro trong việc triển khai và bán hàng, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau cho giá trị hiện tại ròng (NPV) của từng dự án, tùy theo tiến độ thực hiện, tình trạng giải phóng mặt bằng và khả năng hấp thụ của thị trường. Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4,2% (dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/03/2025) và mức bù rủi ro thị trường là 8,4% (theo cập nhật từ NYU Stern).
- **P/B:** Chúng tôi áp dụng hệ số P/B mục tiêu là 1,8 lần trên giá trị sổ sách dự phóng cho năm 2025, tương đương với hệ số P/B hiện tại của VHM. Hệ số mục tiêu này cao hơn mức trung bình 3 năm là 1,3 lần nhưng vẫn thấp hơn mức TB 5 năm là 2,1 lần. Xem thay đổi giá mục tiêu tương ứng các mức P/B khác nhau tại Hình 79.

Hình 75: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá CP theo phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
RNAV	86.687	50%	43.343
P/B	96.703	50%	48.352
Giá mục tiêu (VND, làm tròn)			91.700

Nguồn: VPBankS Research

Hình 76: Định giá tài sản thuần (RNAV) cho Vinhomes (Đơn vị: tỷ đồng)

Bất động sản tồn kho và đầu tư	Giá trị hợp lý	Phương pháp
Bất động sản nhà ở	388.752	
<i>Các dự án đóng góp chính</i>		
Ocean Park 1-2-3	10.488	
Royal Island	36.326	
Wonder City, Golden City	18.231	
Green City, City Royal, Sai Gon Golf	46.008	DCF
Apollo City	53.707	
Green Paradise	60.744	
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	19.611	
Văn phòng cho thuê	36.965	
BDS khu công nghiệp	11.524	
Tổng giá trị bất động sản	437.241	
Cộng:		
Tiền và tương đương tiền	21.493	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.347	Giá trị sổ sách tại cuối Q1/25
Trừ:		
Vay nợ	87.950	
Lợi ích cổ đông thiểu số	18.071	
Giá trị tài sản thuần	356.059	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	4.107	
Giá mục tiêu (VND)	86.687	
Các giả định		
Beta (lần)	1,0	
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%	
Lãi suất phi rủi ro	4,2%	
Chi phí sử dụng VCSH	12,6%	
Chi phí sử dụng vốn vay	10,0%	
WACC	11,6%	

Nguồn: VPBankS Research

Hinh 77: Thay đổi giá mục tiêu theo WACC

WACC (%)						
10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
91,423	89,723	88,149	86,687	85,323	84,045	82,845

Nguồn: VPBankS Research

Hinh 78: Định giá P/B

Giá trị số sách ước tính năm 2025 (VND)					53.724
P/B (lần)	Hiện tại	Trung bình 1 năm	Trung bình 3 năm	Trung bình 5 năm	
VHM	1,8	1,0	1,3	2,1	
Trung bình ngành	1,7	1,3	1,5	2,0	
P/B mục tiêu (lần)					1,8
Giá mục tiêu (VND)					96.703

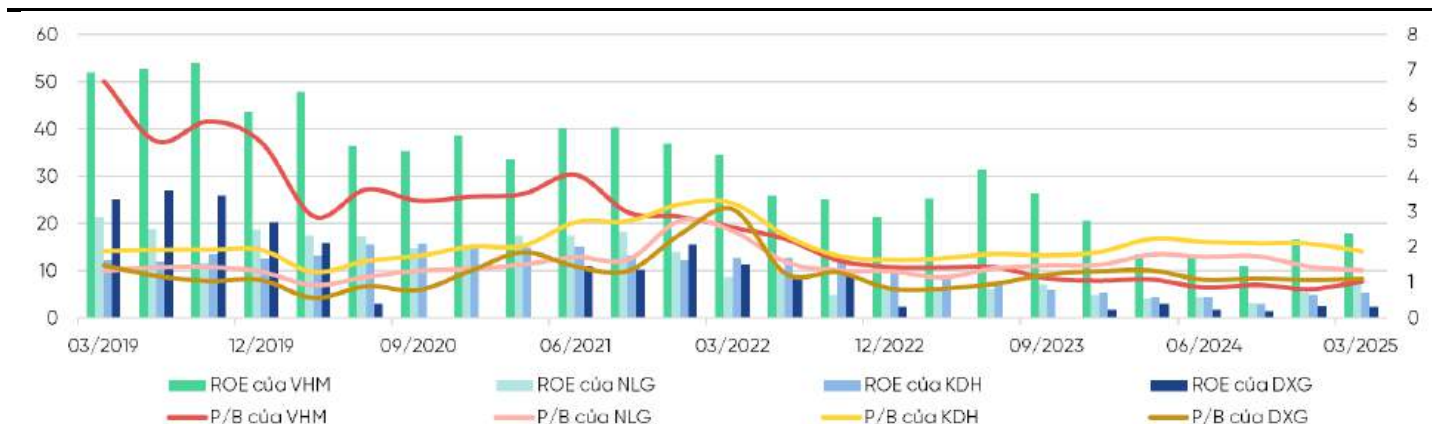
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hinh 79: Thay đổi giá mục tiêu theo hệ số P/B

P/B mục tiêu (lần)						
1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
80.586	85.958	91.331	96.703	102.076	107.448	112.821

Nguồn: VPBankS Research

Hinh 80: So sánh ROE (% , cột trái) và P/B (lần, cột phải) của VHM với một số doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 81: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu tại ngày 11/07/2025)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 12T	ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		VND	Tỷ VND	12T	2025	Hiện tại	2025	% svck	12T	2025	12T	2025	2024
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH.VN	30.300	30.638	36,2	32,8	1,7	1,7	23,2	5,2	6,1	3,0	4,4	36,5
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG.VN	38.850	14.960	22,3	22,9	1,5	1,5	291,4	7,0	8,9	2,4	3,2	47,8
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL.VN	15.100	29.447	N/A	N/A	0,8	N/A	19,4	N/A	N/A	N/A	N/A	129,0
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR.VN	18.750	17.011	107,3	45,3	1,3	1,4	(40,0)	1,5	4,2	0,7	2,4	48,3
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG.VN	17.050	17.372	55,4	67,6	1,4	1,4	(24,0)	2,4	3,6	0,9	2,7	43,1
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC)	DIG.VN	18.050	11.668	59,4	N/A	1,5	N/A	Thoát lỗ	2,6	N/A	1,1	N/A	47,9
Trung bình				56,1	42,1	1,4	1,5	54,0	3,7	5,7	1,6	3,2	58,8
Trung vị				55,4	39,1	1,5	1,4	19,4	2,6	5,1	1,1	3,0	47,8
CTCP Vinhomes	VHM.VN	87.900	361.042	11,2	10,0	1,8	1,7	51,5	17,8	16,4	6,6	6,7	36,8

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Các yếu tố ảnh hưởng đến việc thay đổi định giá:

Tiềm năng tăng giá: Việc triển khai các chính sách hỗ trợ và lãi suất cho vay tiếp tục giảm có thể dẫn đến sự phục hồi của thị trường sớm hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Tiến độ tháo gỡ các vướng mắc pháp lý chậm hơn dự kiến hoặc việc thi công bị trì hoãn có thể cản trở quá trình mở bán các dự án mới; 2) Giá nhà tiếp tục tăng cao có thể làm giảm khả năng chi trả, dẫn đến doanh số bán hàng yếu hơn kỳ vọng.

Vincom Retail

Định giá lần đầu với giá mục tiêu là VND31.600/cổ phiếu

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), tỷ suất vốn hóa (cap-rate) và hệ số P/B:

- **DCF:** Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4,2% (dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/03/2025) và mức bù rủi ro thị trường là 8,4% (theo NYU Stern). Mô hình dự phóng cho giai đoạn 2025–30 áp dụng WACC giả định là 11,4%.
- **Cap-rate:** Chúng tôi áp dụng các mức cap-rate phân biệt để phản ánh sự khác biệt về chất lượng tài sản, vị trí và mức độ rủi ro của từng mô hình trung tâm thương mại: 8,4% cho VCC, 9,9% cho VMM, 10,4% cho VCP và 11,9% cho Vincom+. Đối với các trung tâm thương mại đang vận hành (tính đến Q1/25), cap-rate được áp dụng trên NOI dự phóng năm 2025. Đối với các dự án trong kế hoạch phát triển, chúng tôi chiết khấu NOI ổn định năm 2030 về hiện tại theo WACC 11,4%, sau đó áp dụng cap-rate. Hình 88 minh họa độ nhạy của giá mục tiêu theo các kịch bản cap-rate khác nhau.
- **P/B:** Chúng tôi áp dụng hệ số P/B mục tiêu là 1,6 lần trên giá trị sổ sách dự phóng cho năm 2025, cao hơn 0,1 lần so với mức P/B hiện tại và mức trung bình 3 năm gần nhất của VRE (1,5 lần), nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1,9 lần. Thay đổi giá mục tiêu tương ứng với các mức P/B khác nhau được thể hiện trong Hình 88.

Hình 82: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
DCF	27.054	40%	10.822
Cap-rate	36.789	30%	11.037
P/B	32.150	30%	9.645
Giá mục tiêu (VND, làm tròn)			31.600

Nguồn: VPBankS Research

Hình 83: Định giá DCF cho Vincom Retail

Các giả định	Tỷ đồng					
Beta (lần)	1,0	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do				17.227
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%	Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình				44.727
Lãi suất phi rủi ro	4,2%	Giá trị doanh nghiệp				61.954
Chi phí vốn	12,6%	Tiền và tương đương tiền, Đầu tư TC ngắn hạn				3.042
Chi phí nợ	10,0%	Tổng nợ vay				(4.564)
WACC	12,4%	Giá trị VCSH				60.433
		Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)				2.272
		Giá mục tiêu (VND)				26.595

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	4.150	5.280	7.052	8.072	7.138	8.647
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(1.167)	(1.354)	(1.718)	(1.976)	(1.722)	(2.083)
EBIAT	2.983	3.926	5.333	6.095	5.416	6.564
Cộng: Chi phí khấu hao	2.912	3.233	3.434	3.654	3.869	3.875
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(4.315)	(3.811)	(4.274)	(4.505)	(5.772)	(6.180)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1.966	(217)	(732)	(369)	691	(373)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	3.546	3.131	3.761	4.875	4.204	3.886
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.447	2.720	2.920	3.382	2.606	2.152

Nguồn: VRE, Bloomberg, VPBankS Research

Hình 84: Thay đổi giá mục tiêu theo các giả định trong mô hình DCF

Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	WACC (%)					
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
	2,0%	28.003	26.283	24.749	23.375	22.135
	2,5%	29.427	27.523	25.837	24.334	22.987
	3,0%	31.044	28.920	27.054	25.401	23.928
	3,5%	32.894	30.506	28.425	26.595	24.975
	4,0%	35.033	32.321	29.980	27.940	26.147

Nguồn: VPBankS Research

Hình 85: Định giá theo cap-rate cho Vincom Retail

	Vincom Center	Vincom Mega Mall	Vincom Plaza	Vincom +	Toàn hệ thống
Hệ số cap-rate giả định (%)	8,4%	9,9%	10,4%	11,9%	
Số lượng TTTM tại cuối Q1/25	7	6	60	15	88
Số lượng TTTM tại cuối năm 2030	7	16	70	16	109
Giá trị các BĐS đang vận hành	25.205	19.688	20.606	865	66.363
Giá trị các BĐS tương lai	-	14.667	2.522	45	17.233
Tổng giá trị BĐS (nghìn tỷ đồng)	25.205	34.355	23.128	909	83.597
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)					2.272
Giá mục tiêu (VND)					36.789

Nguồn: VRE, Bloomberg, VPBankS Research

Hình 86: Thay đổi giá mục tiêu theo giả định hệ số cap-rate

Cap-rate (%)	VCC	VMM	VCP	Vincom +	Tổng giá trị BĐS (nghìn tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)
Tích cực	5,35%	6,85%	7,35%	8,85%	122.524	53.920
	6,35%	7,85%	8,35%	9,85%	106.012	46.654
Kịch bản cơ sở	7,35%	8,85%	9,35%	10,85%	93.465	41.132
	8,35%	9,85%	10,35%	11,85%	83.597	36.789
	9,35%	10,85%	11,35%	12,85%	75.626	33.282
Thận trọng	10,35%	11,85%	12,35%	13,85%	69.051	30.388
	11,35%	12,85%	13,35%	14,85%	63.533	27.960

Nguồn: VPBankS Research

Hình 87: Định giá P/B

Giá trị sổ sách ước tính năm 2025 (VND)					20.094
P/B (lần)	Hiện tại	Trung bình 1 năm	Trung bình 3 năm	Trung bình 5 năm	
VRE	1,5	1,1	1,5	1,8	
Trung bình ngành	1,5	1,3	1,5	2,0	
P/B mục tiêu (lần)					1,6
Giá mục tiêu (VND)					32.150

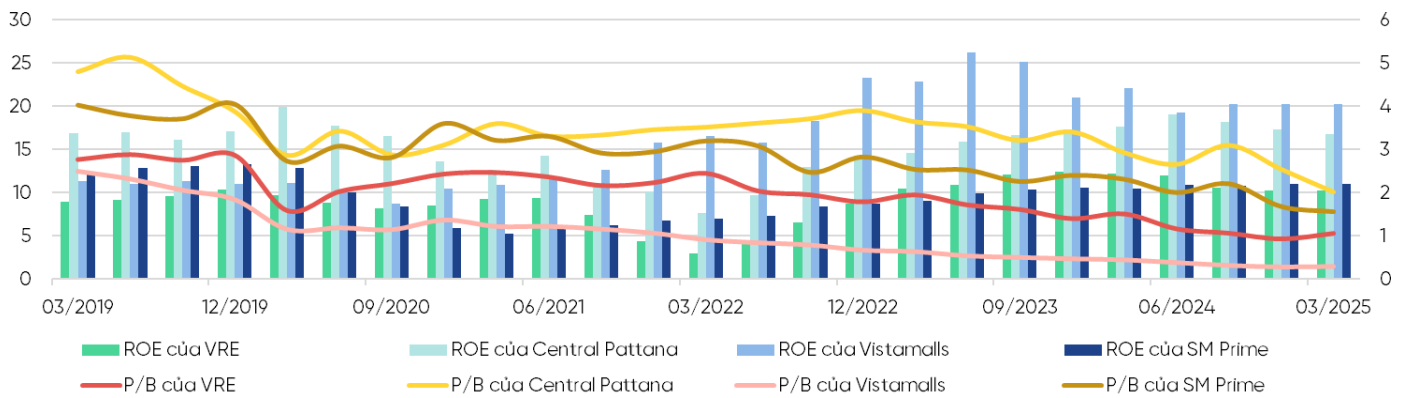
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 88: Thay đổi giá mục tiêu theo P/B

P/B mục tiêu (lần)								
1,40	1,45	1,50	1,55	1,60	1,65	1,70	1,75	1,80
28.132	29.136	30.141	31.146	32.150	33.155	34.160	35.165	36.169

Nguồn: VPBankS Research

Hình 89: So sánh ROE (% , cột trái) và P/B (lần, cột phải) của VRE với một số doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 90: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu cập nhật tại ngày 11/07/2025)

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa Triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng LN ròng 12T % svck	ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
				12T	2025	Hiện tại	2025		12T	2025	12T	2025	
Central Pattana	CPN TB	Thái Lan	6.787	13,1	12,7	2,1	2,0	40,0	16,7	16,1	5,6	5,8	115,3
Sunway Bhd	SWB TK	Malaysia	7.148	28,6	29,5	2,2	2,0	9,8	8,4	6,7	3,8	3,3	69,0
Uol Group	UOL SP	Singapore	4.388	15,7	15,4	0,5	0,5	36,8	3,2	3,0	1,6	2,2	31,4
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	1.099	8,7	7,5	0,8	0,8	43,8	10,1	10,3	5,9	6,7	26,1
Aeon Mall (*)	8905 JP	Nhật Bản	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	57,0	3,0	N/A	0,9	N/A	159,7
Vistamalls	STR PM	Philippines	230	2,0	N/A	0,2	N/A	2,1	13,1	N/A	6,1	N/A	18,1
Sm Prime	SMPH PM	Philippines	12.600	15,2	14,8	1,6	1,5	N/A	11,0	10,7	4,7	4,8	92,4
Trung bình				13,9	16,0	1,2	1,4	31,6	9,4	9,4	4,1	4,6	73,1
Trung vị				14,2	14,8	1,2	1,5	38,4	10,1	10,3	4,7	4,8	69,0
Vincom Retail	VRE VN	Việt Nam	2.489	15,5	14,8	1,5	1,6	(7,1)	10,2	10,4	8,0	7,7	10,8

(*) Cổ phiếu của AEON Mall đã hủy niêm yết khỏi Sở Giao dịch Chứng khoán Tokyo vào ngày 27/06/2025, sau khi cổ đông thông qua thỏa thuận hoán đổi cổ phiếu với AEON. Kết quả là AEON Mall đã trở thành công ty con sở hữu hoàn toàn bởi AEON.

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Các yếu tố có thể ảnh hưởng đến việc thay đổi định giá:

Tiềm năng tăng giá bao gồm khả năng phục hồi nhanh hơn dự kiến của ngành bán lẻ, có thể dẫn đến: tiến độ khai trương TTTM mới được đẩy nhanh, doanh thu cho thuê tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng, và tốc độ hấp thụ các dự án shophouse cao hơn dự báo.

Rủi ro giảm giá bao gồm khả năng phục hồi của ngành bán lẻ chậm hơn dự kiến, có thể dẫn đến việc khai trương TTTM mới bị trì hoãn, tỷ lệ lấp đầy thấp hơn, và giá thuê bình quân suy giảm. Bên cạnh đó, sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các đối thủ như AEON, Lotte và Central cũng là một rủi ro đáng lưu ý.

Vingroup

Định giá lần đầu với giá mục tiêu là VND119.900/cổ phiếu

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp định giá từng phần (SOTP) và hệ số P/B:

Hình 91: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá CP theo phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
SOTP	119.547	50%	59.773
P/B	120.268	50%	60.134
Giá mục tiêu (VND, làm tròn)			119.900

Nguồn: VPBankS Research

Phương pháp SOTP: Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4,2% (dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/03/2025) và mức bù rủi ro thị trường là 8,4% (theo NYU Stern).

- Mảng bất động sản: Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV với tỷ lệ chiết khấu WACC là 11,6% cho từng dự án, dựa trên các kế hoạch triển khai và bán hàng sơ cấp chi tiết do VHM công bố để điều chỉnh lại giá trị BĐS tồn kho và đầu tư.
- Mảng sản xuất: Chúng tôi sử dụng mô hình DCF cho giai đoạn 2025–30, áp dụng WACC là 12,3% cho VinFast.
- Mảng khách sạn và giải trí: Chúng tôi áp dụng mô hình DCF giai đoạn 2025–30 với WACC là 11,6% cho VPL.
- Mảng giáo dục và bệnh viện: Chúng tôi áp dụng hệ số P/S mục tiêu là 4,0 lần trên doanh thu dự phóng năm 2025 cho từng mảng.
- Mảng cho thuê BĐS bán lẻ: Chúng tôi áp dụng mô hình DCF giai đoạn 2025–30 với WACC là 11,7% cho VRE.

Phương pháp P/B: Chúng tôi áp dụng hệ số P/B mục tiêu là 2,8 lần trên giá trị sổ sách dự phóng cho năm 2025, tương đương với mức P/B hiện tại của VIC. Thay đổi giá mục tiêu tương ứng với các mức P/B khác nhau được thể hiện trong Hình 96.

Hình 92: Định giá SOTP

Các mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ lợi ích của VIC	Giá trị nắm giữ của VIC
		Tỷ đồng	%	Tỷ đồng
Bất động sản	RNAV, bao gồm các dự án VHM là chủ đầu tư và VIC là chủ đầu tư	437.241	73,5%	321.372
		60.098	100,0%	60.098
Sản xuất xe điện	Giá trị doanh nghiệp trong mô hình DCF 2025–30 của VFS	211.927	50,7%	107.383
Khách sạn và giải trí	Giá trị doanh nghiệp trong mô hình DCF 2025–30 của VPL	151.244	85,7%	129.616
Giáo dục	Doanh thu ước tính năm 2025* P/S mục tiêu	28.626	61,4%	17.582
Bệnh viện	Doanh thu ước tính năm 2025* P/S mục tiêu	22.455	75,0%	16.841
Cho thuê BĐS bán lẻ	Giá trị doanh nghiệp trong mô hình DCF2025–30 của VRE	64.087	18,8%	12.048
Tổng giá trị (Tỷ đồng)				664.940
(+) Tiền và tương đương tiền				32.492
(+) Đầu tư tài chính ngắn hạn	Giá trị sổ sách tại cuối Q1/25			7.480
(-) Tổng nợ vay				(247.805)
Giá trị tài sản ròng (Tỷ đồng)				457.107
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)				3.824
Giá mục tiêu (VND)				119.547

Source: VPBankS Research

Hình 93: Định giá DCF cho VinFast

Các giả định		Tỷ đồng	
Beta (lần)	1,0	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5.112
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%	Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	206.815
Lãi suất phi rủi ro	4,2%	Giá trị doanh nghiệp	211.927
Chi phí vốn	12,6%		
Chi phí nợ	9,6%		
WACC	12,3%		

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	101.465	124.640	147.019	173.412	163.866	185.462
Lợi nhuận gộp	(11.132)	(4.450)	17.817	44.133	40.778	57.568
EBIT	(36.060)	(30.704)	(11.661)	13.025	10.528	24.967
Trừ: Chi phí thuế TNDN	17	15	(19)	(5)	3	18
EBIAT	(36.043)	(30.689)	(11.641)	13.019	10.524	24.949
Cộng: Chi phí khấu hao	11.749	11.028	9.894	8.990	8.045	8.122
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(14.058)	(9.299)	(11.323)	(6.086)	(6.060)	(6.028)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	14.705	8.863	11.011	(3.718)	18.662	13.610
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	(23.647)	(20.098)	(2.060)	12.205	31.171	52.709
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(22.973)	(15.949)	(1.456)	7.686	17.487	20.317

Nguồn: VinFast, Bloomberg, VPBankS Research

Hình 94: Định giá DCF cho Vinpearl

Các giả định		Value	Tỷ đồng	
Beta (lần)	1,0		Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	23.438
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%		Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	127.805
Lãi suất phi rủi ro	4,2%		Giá trị doanh nghiệp	151.244
Chi phí vốn	12,6%			
Chi phí nợ	8,0%			
WACC	11,6%			

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	1.664	9.410	1.940	4.445	7.695	9.293
Trừ: Chi phí thuế TNDN	(449)	(1.532)	(481)	(950)	(1.614)	(1.978)
EBIAT	1.215	7.878	1.459	3.495	6.081	7.315
Cộng: Chi phí khấu hao	4.948	6.101	9.493	11.101	11.545	13.501
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(11.722)	(11.136)	(13.363)	(12.027)	(9.621)	(8.659)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1.478	11.593	6.413	(279)	779	255
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	(4.082)	14.436	4.002	2.290	8.784	12.412
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(3.971)	11.583	2.876	1.474	5.065	6.411

Nguồn: VPL, Bloomberg, VPBankS Research

Vinpearl hiện đang theo đuổi kế hoạch mở rộng mạnh mẽ trên toàn bộ hệ thống khách sạn & khu nghỉ dưỡng, tổ hợp vui chơi giải trí và sân golf, sự thành công của các dự án đang trong giai đoạn triển khai sẽ là yếu tố then chốt thúc đẩy giá trị định giá của công ty. Hình 95 minh họa tác động đến định giá trong các kịch bản tăng trưởng khác nhau của số đêm phòng bán ra, lượng khách đến công viên và số lượt chơi golf.

Hình 95: Thay đổi định giá Vinpearl theo các kịch bản tăng trưởng

CAGR 2024-30 (%)	Khách sạn và khu nghỉ dưỡng	VinWonder	Vinpearl Golf	Doanh thu năm 2030	Giá trị doanh nghiệp
	Số phòng bán ra	Số lượt khách đến	Số vòng bán được	Tỷ đồng	
Thận trọng	8,2%	14,2%	0,0%	25.200	107.220
	11,2%	17,2%	2,0%	29.434	128.161
Kịch bản cơ sở	14,2%	20,2%	3,0%	34.219	151.244
Tích cực	17,2%	25,8%	9,4%	39.665	177.323
	20,2%	28,8%	12,4%	45.816	206.602
	23,3%	31,8%	15,4%	52.742	239.408

Nguồn: VPL, Bloomberg, VPBankS Research

Hinh 96: Định giá P/B

Giá trị sổ sách ước tính năm 2025 (VND)					42.953
	P/B hiện tại	Trung bình 1 năm	Trung bình 3 năm	Trung bình 5 năm	
VIC	2,8	1,5	1,7	2,6	
Trung bình ngành BĐS nhà ở	1,7	1,3	1,5	2,0	
Trung bình ngành ô tô	1,8	1,7	1,7	2,0	
P/B mục tiêu năm 2025 (lần)					2,8
Giá mục tiêu (VND)					120.268

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hinh 97: Thay đổi giá mục tiêu theo P/B

P/B mục tiêu (lần)									
2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	
103.087	107.383	111.678	115.973	120.268	124.564	128.859	133.154	137.450	

Nguồn: VPBankS Research

Hinh 98: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu cập nhật tại ngày 11/07/2025)

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng LN ròng 12T	ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
			Triệu USD	12T	2025	Hiện tại	2025	% svck	12T	2025	12T	2025	2024
Tập đoàn đa ngành													
Samsung Electron	Hàn Quốc	005930 KP	269.072	12,1	13,8	0,9	1,0	77,9	8,1	7,6	7,1	6,1	4,8
Mitsubishi	Nhật Bản	8058 JT	79.018	12,3	15,2	1,2	1,2	(1,4)	10,3	7,8	4,2	3,4	52,6
Hyundai Motor	Hàn Quốc	005380 KP	30.925	4,4	4,5	0,4	0,5	4,8	9,4	10,2	3,9	3,5	131,2
Mitsui Fudosan	Nhật Bản	8801 JP	25.959	15,4	14,4	1,2	1,2	10,8	8,0	8,3	2,6	2,8	141,5
Capitaland	Singapore	CICT SP	12.632	16,3	19,7	1,0	1,0	8,2	6,3	5,4	3,7	3,4	57,1
Ayala Corp	Philippines	AC PM	6.519	9,3	7,6	0,8	0,8	1,5	9,4	10,4	2,4	2,8	96,5
City Develops	Singapore	CIT SP	3.789	25,5	15,3	0,6	0,5	(36,6)	2,2	3,6	0,8	1,5	150,1
San Miguel	Philippines	SMC PM	3.250	15,9	N/A	0,6	N/A	N/A	3,9	N/A	0,9	N/A	237,0
Country Garden	Trung Quốc	2007 HK	1.462	N/A	N/A	N/A	N/A	81,6	N/A	106,1	(2,8)	(2,1)	499,5
Lippo Karawaci	Indonesia	LPKR IJ	372	0,3	20,0	0,2	0,2	N/A	84,4	8,1	37,8	1,2	33,0
Trung bình				12,4	13,8	0,8	0,8	18,4	15,8	18,6	6,1	2,5	140,3
Trung vị				12,3	14,8	0,8	0,9	6,5	8,1	8,1	3,1	2,8	113,8
DN sản xuất xe điện													
Tesla	Mỹ	TSLA	1.009.802	154,9	169,5	13,5	13,1	(54,1)	9,2	7,7	5,4	4,7	18,5
Byd	Trung Quốc	BYDDY	250.960	20,0	43,9	4,4	9,2	47,1	24,8	25,8	5,9	6,9	21,6
Tata Motors	Ấn Độ	TTMT IN	29.245	11,0	12,3	2,2	1,9	(27,3)	22,7	16,3	6,1	5,7	61,0
Rivian Automotive	Mỹ	RIVN	14.938	N/A	N/A	2,4	3,0	30,4	(53,8)	(52,9)	(24,6)	(17,5)	74,9
Nio	Trung Quốc	NIO	8.759	N/A	N/A	8,8	109,6	(12,2)	N/A	N/A	(23,6)	(15,1)	250,1
Energy Absolute	Thái Lan	EA TB	536	5,5	8,4	2,4	3,0	N.A	(13,1)	6,9	(4,9)	0,7	197,5
Trung bình				47,8	58,5	5,6	23,3	(3,2)	(2,1)	0,8	(5,9)	(2,4)	103,9
Trung vị				15,5	28,1	3,4	6,1	(12,2)	9,2	7,7	0,3	2,7	68,0
Vingroup	Việt Nam	VIC VN	15.817	36,7	24,2	2,8	2,8	21,3	8,0	11,4	1,4	2,3	148,2

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Các yếu tố có thể ảnh hưởng đến việc thay đổi định giá:

Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) Kết quả bàn giao bất động sản tốt hơn kỳ vọng nhờ thị trường nhà ở phục hồi sớm hơn dự đoán; 2) Kết quả bán xe điện khả quan hơn dự kiến; 3) Lợi nhuận từ mảng lưu trú cao hơn kỳ vọng nhờ nhu cầu du lịch mạnh hơn dự báo.

Rủi ro giảm giá đến từ: 1) Nhu cầu nhà ở yếu hơn kỳ vọng do những bất ổn vĩ mô, lãi suất tăng và tiến độ pháp lý chậm tại các dự án; 2) Không đạt được mục tiêu giao xe do người tiêu dùng tiếp nhận chậm và cạnh tranh gay gắt (ví dụ: từ các sản phẩm giá rẻ của các hãng xe Trung Quốc); 3) Các yếu tố bất ngờ từ bên ngoài như dịch bệnh, căng thẳng địa chính trị hoặc suy thoái kinh tế toàn cầu có thể gây gián đoạn hoạt động du lịch quốc tế hoặc làm suy yếu nhu cầu tiêu dùng trong nước.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, quận Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn