



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

Ngành
Ngày báo cáoBất động sản
30/03/2026**Doanh số bán giao xe điện tiếp tục tăng trưởng; Chủ tịch duy trì hỗ trợ tài chính; môi trường lãi suất cao hơn có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026****Những thay đổi chính trong dự báo**

Đối với Tập đoàn Vingroup (VIC), chúng tôi nhìn chung duy trì dự báo LNTT năm 2026, nhưng giảm 4% dự báo năm 2027 do mức lỗ từ HĐKD dự kiến mảng công nghiệp và chi phí tài chính tăng, được bù đắp một phần bởi thu nhập tài chính cao hơn trong giai đoạn 2026-27. Đối với CTCP Vinhomes (VHM), chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo năm 2026 nhưng điều chỉnh giảm 2% dự báo cho năm 2027, phản ánh mức tăng trong dự báo doanh thu từ dịch vụ xây dựng và thu nhập lãi, bị ảnh hưởng một phần bởi mức tăng trong chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, chi phí xây dựng và chi phí tài chính; chúng tôi điều chỉnh tăng 8%/3% dự báo doanh số bán BĐS năm 2026/27. Đối với CTCP Vincom Retail (VRE), chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026/27.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị BÁN đối với VIC và KHẢ QUAN đối với VHM, đồng thời nâng khuyến nghị cho VRE từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN. Chúng tôi giảm giá mục tiêu của VIC và VRE lần lượt 3% và 4%, nhưng tăng giá mục tiêu của VHM thêm 3%. Giá mục tiêu thấp hơn của VIC phản ánh định giá thấp hơn đối với mảng khách sạn nghỉ dưỡng, và nợ vay ròng cuối năm 2026 dự kiến tăng, được bù đắp một phần bởi mức tăng trong định giá đối với mảng bán BĐS của VHM. Đối với VHM, giá mục tiêu cao hơn được hỗ trợ bởi việc đưa Khu đô thị thể thao Olympic vào định giá, bù đắp cho mức tăng trong chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, nhằm hỗ trợ khả năng hấp thụ dự án trong bối cảnh lãi suất cao hơn và chi phí xây dựng tăng tại một số dự án. Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu của VRE phản ánh việc lùi thời điểm mở bán mới shophouse.

Chúng tôi tin rằng VHM có vị thế tốt để vượt qua các thử thách ngắn hạn (mặt bằng lãi suất cao hơn so với năm 2025) và tiếp tục hoạt động mở bán một số dự án mới trong năm 2026, dù tăng trưởng lợi nhuận và doanh số bán hàng nhiều khả năng sẽ chậm hơn trong giai đoạn 2026-2028 so với mức cơ sở cao của năm 2025. Lợi nhuận cốt lõi của VRE sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi mảng cho thuê bán lẻ ổn định.

Đối với VIC, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng khả năng triển khai các dự án BĐS mới, lượng bàn giao xe điện tích cực và sự hỗ trợ tài chính từ Chủ tịch. Mặc dù việc mở rộng của tập đoàn sang các lĩnh vực mới - bao gồm một số dự án quy mô lớn đã được chấp thuận đầu tư trong lĩnh vực năng lượng và hạ tầng - có thể củng cố triển vọng dài hạn, chúng tôi cho rằng đóng góp lợi nhuận trung hạn của các mảng này sẽ chưa đáng kể.

Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp**Lưu Bích Hồng**
Trưởng phòng cao cấp

Hình 1: Tóm tắt khuyến nghị, định giá và điều chỉnh giá mục tiêu

Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu Nhà nước %	FOL %	Room NN tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP đồng/CP	Giá mục tiêu đồng/CP	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T
VIC	BÁN	37.296	0%	48%	16.880	37,0	129.500	101.600	-21,5%	0,0%	-21,5%
VHM	KQ	16.056	0%	50%	6.801	25,4	103.000	122.600	19,0%	0,0%	19,0%
VRE	KQ	2.212	0%	49%	824	5,7	25.650	30.700	19,7%	0,0%	19,7%

Mã	Giá CP đồng/ CP	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	TT EPS 2028F %	P/E trượt (x)	P/E 2026F (x)	P/E 2027F (x)	P/B quý gần nhất (x)	P/B 2026F (x)	P/B 2027F (x)	ROE 2028F %	Nợ vay ròng/ CSH quý gần nhất
VIC	129.500	-3%	38%	2%	85,2	88,0	63,5	6,6	6,2	5,6	7%	169,5%
VHM	103.000	3%	7%	11%	10,1	9,8	9,2	1,8	1,5	1,3	17%	37,8%
VRE	25.650	-15%	8%	21%	9,0	10,7	9,9	1,2	1,1	1,0	11%	3,8%

Mã	RNAV* trước chiết khấu tỷ đồng	RNAV* trước chiết khấu đồng/ CP	Tỷ lệ chiết khấu đối với RNAV của chúng tôi	RNAV* sau chiết khấu tỷ đồng	RNAV* sau chiết khấu đồng/ CP	Giá mục tiêu trước đây đồng/ CP	Giá mục tiêu mới** đồng/ CP	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Chi tiết về dự báo
VIC	773.694	101.600	0%	773.694	101.600	105.000	102.800	BÁN	BÁN	Pages 3-10
VHM	629.206	153.200	20%	503.365	122.600	118.900	122.600	KQ	KQ	Pages 11-16
VRE	87.142	38.300	20%	69.713	30.700	32.000	30.700	PHTT	KQ	Pages 17-22

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 30/03/2026; (*) Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV cho VHM, phương pháp định giá tổng của từng phần (SOTP) với phương pháp tỷ suất vốn hóa cho VRE, và phương pháp định giá SOTP cho VIC; (**) giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên các ước tính RNAV chiết khấu, áp dụng tỷ lệ chiết khấu không đổi.

Tập đoàn Vingroup (VIC)
BÁN -21,5%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	30/03/2026
Giá hiện tại	129.500 VND
Giá mục tiêu	101.600 VND
GMT gần nhất	105.000 VND
TL tăng	-21,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-21,5%

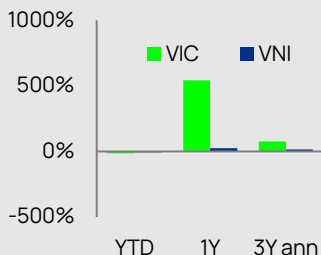
GT vốn hóa*	977,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	439,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	962 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	7,59 tỷ
Pha loãng*	7,62 tỷ

	VIC	VNI
P/E (trượt)	85,2x	15,1x
P/B (hiện tại)	6,6x	2,0x
ROE	8,0%	14,3%
ROA	1,1%	2,1%

* loại trừ cổ phiếu VIC do các công ty con sở hữu; đã tính đến việc VPL chuyển nhượng quyền sở hữu 90 triệu cổ phiếu VIC (từ ngày 12/03 đến ngày 10/04/2026) khi các trái chủ thực hiện quyền hoán đổi của trái phiếu hoán đổi phát hành năm 2024.

Tổng quan Công ty

Vingroup là 1 tập đoàn vận hành trong nhiều lĩnh vực, bao gồm phát triển BĐS nhà ở, phát triển và vận hành khách sạn nghỉ dưỡng, sản xuất và nghiên cứu công nghệ ô tô. Bên cạnh đó, từ năm 2025, VIC đang mở rộng sang các ngành mới với một số dự án quy mô lớn được đề xuất trong mảng năng lượng, hạ tầng và logistics.

Diễn biến giá cổ phiếu


Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	331.838	382.425	451.154	522.938
Doanh thu cốt lõi (tỷ đồng)	75,5%	15,2%	18,0%	15,9%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.629	21.001	53.141	88.895
LNTT (tỷ đồng)	26.437	26.343	40.387	58.299
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11.350	11.171	15.465	15.736
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	-4,6%	-1,6%	38,4%	1,7%
EPS* % YoY	-5,0%	-3,1%	38,4%	1,7%
Biên LN gộp	15,9%	21,5%	26,8%	29,2%
Biên LN từ HĐKD	1,1%	5,5%	11,8%	17,0%
Biên LN ròng	3,4%	2,9%	3,4%	3,0%
ROE	8,0%	7,3%	9,3%	8,6%
Nợ vay ròng/CSH	169,5%	218,9%	199,8%	185,3%
P/E*	85,2x	88,0x	63,5x	62,5x
P/B*	6,6x	6,2x	5,6x	5,2x

Doanh số bán giao xe điện tiếp tục tăng trưởng; Chủ tịch duy trì hỗ trợ tài chính; môi trường lãi suất cao hơn có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị BÁN đối với Tập đoàn Vingroup (VIC) và điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu xuống 101.600 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do (1) định giá mảng khách sạn nghỉ dưỡng thấp hơn, phản ánh việc chưa đạt lợi nhuận từ HĐKD so với dự kiến trong năm 2025 và dự báo tăng trưởng doanh thu thận trọng hơn trong bối cảnh chi phí nhiên liệu tăng có thể làm giảm nhu cầu du lịch; và (2) số dư nợ vay ròng dự kiến cao hơn vào cuối năm 2026; các yếu tố này một phần được bù đắp bởi (3) định giá cao hơn cho mảng bán bất động sản của VHM.
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng doanh số bán bất động sản ổn định, sự cải thiện hoạt động của mảng khách sạn nghỉ dưỡng, các khoản tài trợ bổ sung dự kiến từ Chủ tịch và thu nhập từ thoái vốn sẽ hỗ trợ lợi nhuận giai đoạn 2026-27.
- Chúng tôi dự báo LNTT năm 2026 đạt 26,3 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ), chủ yếu nhờ bán giao bất động sản từ backlog và doanh số bán hàng mới, các khoản tài trợ của Chủ tịch và giả định về thu nhập thoái vốn, giúp bù đắp cho khoản lỗ EBIT tiếp diễn ở mảng công nghiệp và chi phí tài chính. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026F là 11,2 nghìn tỷ đồng (424 triệu USD; -2% YoY).
- Tính đến cuối năm 2025, tổng nợ vay của VIC là 338 nghìn tỷ đồng (+49% YoY và +4% QoQ), trong đó các khoản nợ vay bằng USD không có phòng vệ tỷ giá chiếm 19,1% tổng dư nợ vay.
- Chúng tôi dự báo chi phí đầu tư XDCB (bao gồm R&D) và lỗ EBITDA của mảng công nghiệp (chủ yếu là VinFast) trong năm 2026 lần lượt là 36,6 nghìn tỷ đồng (+11% YoY) và 40,8 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ). Chúng tôi kỳ vọng các khoản này sẽ được tài trợ chủ yếu bằng việc tăng nợ vay ròng của VIC (không bao gồm VHM), dự kiến ở mức 46,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2026F (+3% YoY), cũng như sự hỗ trợ tài chính từ Chủ tịch.
- Yếu tố hỗ trợ: Kiểm soát dòng tiền tốt hơn, có thêm kênh huy động vốn mới; đẩy nhanh triển khai các dự án năng lượng và hạ tầng quy mô lớn.

Chúng tôi kỳ vọng lượng bán giao ô tô điện của VinFast sẽ duy trì mức tăng trưởng hai chữ số đến năm 2028, với dự báo sản lượng xe bán giao tăng lần lượt 28%/15%/14% YoY trong các năm 2026/27/28 lên 252.600/289.800/331.800 ô tô. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính của VinFast, trong khi việc tiếp tục mở rộng (bao gồm cả GSM) và xây dựng hợp tác với các đối tác tại thị trường châu Á có thể hỗ trợ dẫn dắt gia tăng nhận diện thương hiệu và sự thâm nhập thị trường theo thời gian.

Chúng tôi kỳ vọng sự hỗ trợ của Chủ tịch sẽ vẫn là nguồn tài trợ chính cho nhu cầu vốn của VinFast. Chúng tôi dự kiến Chủ tịch sẽ giải ngân 22 nghìn tỷ đồng còn lại trong năm 2026 theo

gói hỗ trợ được công bố vào tháng 11/2024, và chúng tôi kỳ vọng Chủ tịch sẽ tiếp tục hỗ trợ tài chính trong năm 2027.

Các biến động vĩ mô có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của mảng bất động sản và khách sạn nghỉ dưỡng, đồng thời làm tăng chi phí tài chính trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ cung cấp thêm các chương trình bán hàng ưu đãi để hỗ trợ hoạt động bán hàng, trong khi tăng trưởng mảng khách sạn có thể chậm lại do chi phí tăng ảnh hưởng đến nhu cầu du lịch. Trong khi đó, môi trường lãi suất cao hơn có thể dẫn đến chi phí cho kế hoạch huy động vốn mới của VIC tăng so với cùng kỳ.

Dòng tiền của VIC

Chúng tôi cho rằng ngoài VinFast, hầu hết các công ty con của VIC đều có khả năng tự duy trì để thực hiện các nghĩa vụ nợ và hoạt động kinh doanh. Trong khi đó, cam kết vốn của VIC đối với các lĩnh vực kinh doanh mới sẽ dựa trên tỷ lệ sở hữu và tiến độ triển khai theo từng giai đoạn.

- **VHM (Kinh doanh bất động sản):** Dòng tiền dự kiến đến từ (1) doanh thu đã bán nhưng chưa ghi nhận (tính đến cuối năm 2025: đạt 186,4 nghìn tỷ đồng) và (2) doanh số dự kiến từ bán mới (dự báo doanh số bán BĐS nhà ở của VHM cho các năm 2026/27/28 lần lượt là 206/209/218 nghìn tỷ đồng).
- **Vinpearl (Khách sạn nghỉ dưỡng), Vinmec (Y tế) và Vinschool (Giáo dục):** Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền và lợi nhuận từ HĐKD của các mảng kinh doanh này sẽ cải thiện dần, được hỗ trợ bởi các động lực tăng trưởng cơ cấu trong dài hạn, bao gồm sự gia tăng của tầng lớp tiêu dùng trung lưu cùng việc cải thiện biên lợi nhuận.
- **VinFast (Công nghiệp):** Chúng tôi dự báo mảng công nghiệp của VIC (chủ yếu là VinFast) sẽ tiếp tục ghi nhận mức EBITDA âm cho đến hết năm 2027, và dòng tiền sẽ được hỗ trợ bởi các nguồn tài trợ từ VIC và Chủ tịch.
- Các công ty mới thành lập **VinEnergo (Năng lượng), VinSpeed (Hạ tầng) và VinMetal (Thép):** Việc VIC mở rộng sang các lĩnh vực mới – bao gồm năng lượng, hạ tầng và thép – có thể mang lại các lợi ích tiềm năng dài hạn như doanh thu ổn định, cải thiện khả năng cung ứng nguyên vật liệu và tiếp cận các quỹ đất mới. Trong năm 2025, VIC đã góp 24,6 nghìn tỷ đồng tiền mặt vào VinEnergo, VinSpeed và VinMetal dựa trên tỷ lệ sở hữu tương ứng là 19%, 10% và 98%. Các đợt tăng vốn tiềm năng trong tương lai dự kiến sẽ phù hợp với tiến độ dự án và tỷ lệ sở hữu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đóng góp lợi nhuận của các mảng này trong trung hạn sẽ ở mức hạn chế.

Quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC: Chúng tôi quan sát thấy VIC luôn chủ động với các kế hoạch huy động vốn của công ty bao gồm cho mục đích tái cấp vốn nợ vay. Ngoài ra, Chủ tịch HĐQT cũng thể hiện cam kết sẵn sàng hỗ trợ tài chính cho VinFast từ nguồn tài sản cá nhân.

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC: Áp lực tăng lên lãi suất kéo dài hoặc tăng cao hơn dự kiến có thể khiến chi phí huy động vốn của Tập đoàn tiếp tục tăng.

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

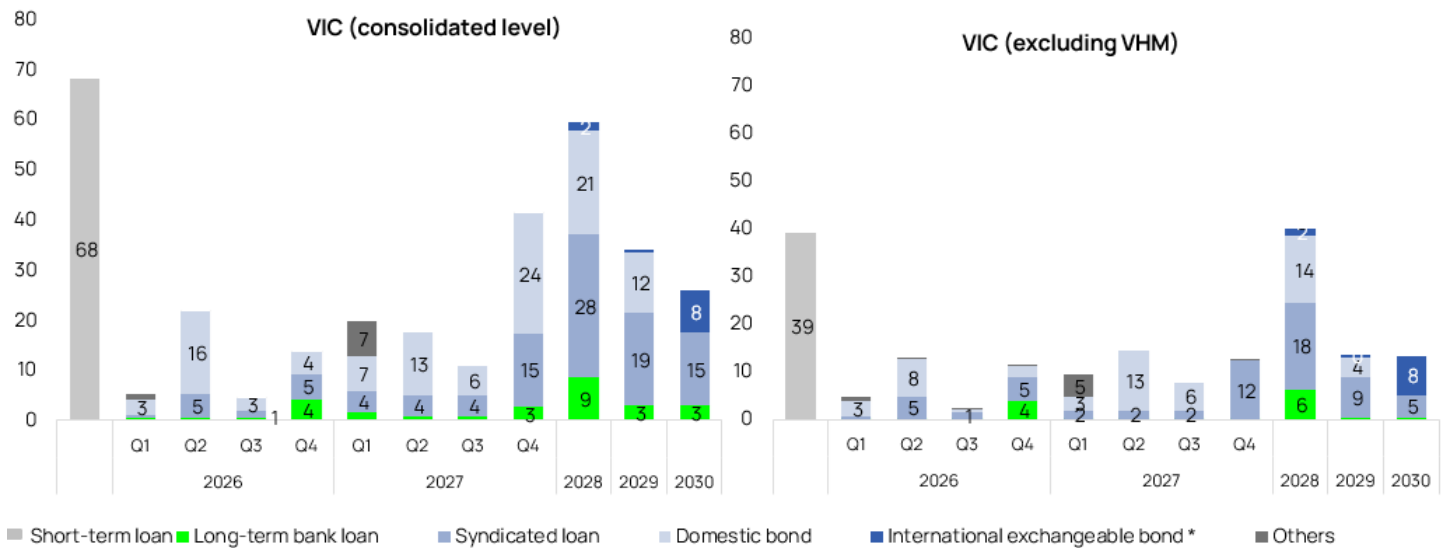
Kênh huy động vốn	Nhận định của Vietcap
Thị trường trong nước (ví dụ: phát hành trái phiếu và vay vốn ngân hàng trong nước)	<ul style="list-style-type: none"> Trong năm 2025, VIC, VinFast và VHM đã lần lượt phát hành trái phiếu trong nước trị giá 26 nghìn tỷ đồng (lãi suất 11-12,5%/năm), 7,5 nghìn tỷ đồng (lãi suất 12-12,5%/năm) và 40 nghìn tỷ đồng (lãi suất 11-12,5%/năm).
Nợ vay quốc tế (ví dụ: các khoản vay hợp vốn quốc tế và trái phiếu)	<ul style="list-style-type: none"> Khoản vay quốc tế: VinFast & VIC đã thu xếp các khoản vay có kỳ hạn trị giá 510 triệu USD trong quý 2/2025, và VinFast đã nhận được khoản vay 310 triệu USD trong quý 3/2025. Trái phiếu hoán đổi quốc tế: VIC đã hoàn tất phát hành 325 triệu USD trái phiếu hoán đổi (EB) vào tháng 12/2025 và dự kiến phát hành tối đa 350 triệu USD EB trong quý 2/2026.
Cơ hội niêm yết/IPO tiềm năng	<ul style="list-style-type: none"> Theo Reuters và Bloomberg đưa tin vào tháng 12/2025, CTCP Di chuyển Xanh và Thông minh (GSM; VIC sở hữu 5%, gia đình Chủ tịch VIC sở hữu 95%) đang xem xét việc niêm yết/IPO quốc tế.
Sự hỗ trợ tài chính từ Chủ tịch cho VinFast	<ul style="list-style-type: none"> Sau thông báo vào tháng 11/2024 về một thỏa thuận hỗ trợ vốn mới - bao gồm khoản tài trợ lên tới 50 nghìn tỷ đồng từ Chủ tịch VIC cho VinFast đến năm 2026 - tính đến cuối năm 2025, Chủ tịch VIC đã giải ngân tổng cộng 28 nghìn tỷ đồng tài trợ cho VinFast. Liên quan đến việc Chủ tịch VIC mua lại Novatech (công bố vào tháng 8/2025; tổng giá trị 39,8 nghìn tỷ đồng), việc thanh toán cho VinFast đã được hoàn tất tại cuối năm 2025.
Cơ cấu lại một số tài sản (thông tin kế hoạch chi tiết không được công bố)	<p>Chúng tôi quan sát thấy rằng việc thoái vốn một số mảng kinh doanh đã đi vào giai đoạn ổn định/không cốt lõi là một trong các kênh huy động vốn cho công ty trong các năm qua (ví dụ, chuyển nhượng Novatech trong quý 3/2025, thoái một phần mảng kinh doanh của VinAI trong quý 1/2025, thoái 41,5% cổ phần tại VRE thông qua SDI vào năm 2024, thoái One Mount Group trong giai đoạn 2021-2022, và Crown X trong giai đoạn 2020-2021).</p>

Nguồn: Vietcap (cập nhật đến tháng 3/2026)

Phân tích cơ cấu nợ vay và thời hạn nợ vay của VIC

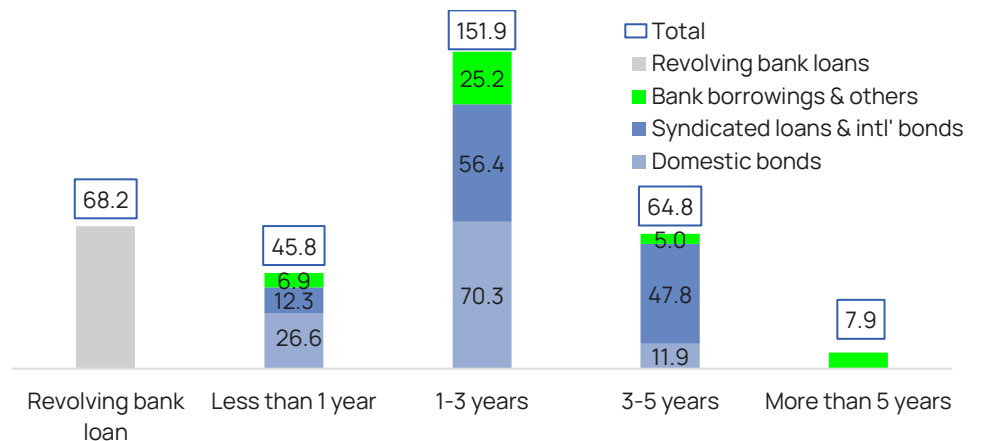
Tính đến cuối năm 2025, tổng nợ vay của VIC là 338 nghìn tỷ đồng (+49% YoY và +4% QoQ), trong đó các khoản nợ vay bằng USD chưa phòng vệ tỷ giá chiếm 19,1% tổng dư nợ vay. Về thời hạn nợ vay, loại trừ các khoản vay hạn mức tín dụng, tổng nợ vay đến hạn trong năm 2026 là 45,8 nghìn tỷ đồng, trong đó khoảng 73% là nợ vay trong nước (trái phiếu và vay ngân hàng) và 27% là các khoản vay hợp vốn quốc tế. Ban lãnh đạo tự tin vào khả năng tái cơ cấu cho phần nợ vay trong nước. Trong khi đó, do phần lớn các khoản vay hợp vốn quốc tế sẽ đáo hạn vào nửa cuối năm 2026, công ty dự kiến sẽ bắt đầu thảo luận về kế hoạch tái cấp vốn trong các quý tới.

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



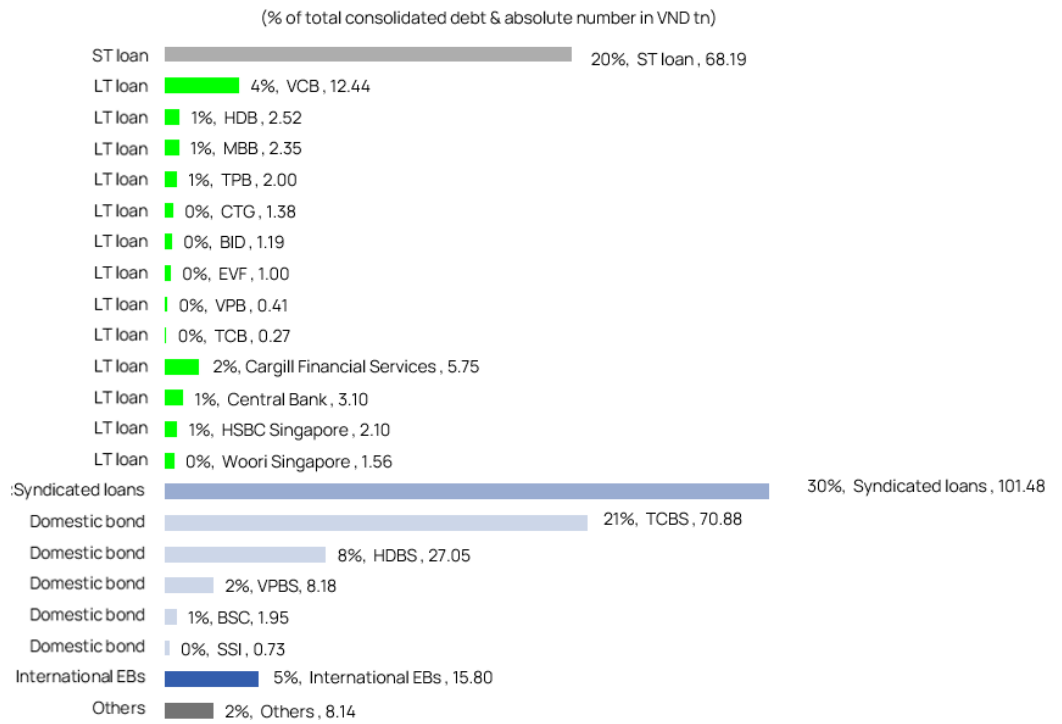
Nguồn: Báo cáo tài chính quý 4/2025 của các công ty, ước tính của Vietcap. (*) Dữ liệu phản ánh ngày đáo hạn gốc đối với khoản EB 250 triệu USD lãi suất 10% đáo hạn năm 2028 của Vingroup, và khoản EB 150 triệu USD lãi suất 9,5% đáo hạn năm 2029 của Vinpearl (sau khi thực hiện kế hoạch hoán đổi cổ phiếu dự kiến theo các thông báo vào tháng 3/2026) cùng khoản EB 325 triệu USD lãi suất 5,5% của Vingroup đáo hạn năm 2030.

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



Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

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



Nguồn: Báo cáo tài chính quý 4/2025 hợp nhất của VIC, Vietcap

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

TPHĐ	Giá trị gốc (tr USD)	Giá trị đang lưu hành (tr USD)	Năm phát hành	Năm đáo hạn	Ngày thực hiện quyền chọn bán của trái chủ	Lãi suất (%/năm)	Cổ phiếu hoán đổi (cổ phiếu thứ cấp thuộc sở hữu của VIC/công ty thành viên)	Giá hoán đổi (đồng/cổ phiếu)	Bản cáo bạch
EB trị giá 250 triệu USD, lãi suất 10%, đáo hạn năm 2028 của Vingroup (niêm yết)	250	159,2 ⁽¹⁾	2023	Tháng 11/2028	Tháng 11/2026	10%	Cổ phiếu VHM	41.308	Link
EB trị giá 150 triệu USD, lãi suất 9,5%, đáo hạn năm 2029 của Vinpearl (niêm yết)	150	22,6 ⁽²⁾	2024	Tháng 8/2029	Tháng 8/2027	9,5%	Cổ phiếu VIC	25.320	Link
EB trị giá 325 triệu USD, lãi suất 5,5%, đáo hạn năm 2030 của Vingroup (niêm yết)	325	325	Tháng 12/2025	Tháng 12/2030	2028	5,5%	Cổ phiếu VPL	124.800	
Kế hoạch phát hành EB lên tới 350 triệu USD, lãi suất 5,75% của Vingroup (kế hoạch) ⁽³⁾	Lên đến 350	Dự kiến quý 2/2026		5 năm	Chưa có thông tin	Lên đến 5,75%	Cổ phiếu VPL		

Nguồn: Vietcap tổng hợp tính đến ngày 30/03/2026. Lưu ý: (1) Theo thông báo ngày 27/03, các trái chủ sẽ thực hiện quyền hoán đổi thành 59 triệu cổ phiếu VHM. Việc chuyển nhượng sở hữu cổ phiếu dự kiến diễn ra từ ngày 02/04 đến 29/04/2026. (2) Theo thông báo ngày 07/03, các trái chủ sẽ thực hiện quyền hoán đổi thành 90 triệu cổ phiếu VIC. Việc chuyển nhượng dự kiến từ ngày 12/03 đến 10/04/2026, trong đó 85 triệu cổ phiếu đã hoàn tất hoán đổi tính đến ngày 26/03. (3) Vào ngày 23/03, UBCKNN thông báo đã tiếp nhận hồ sơ kế hoạch phát hành EB dự kiến của VIC.

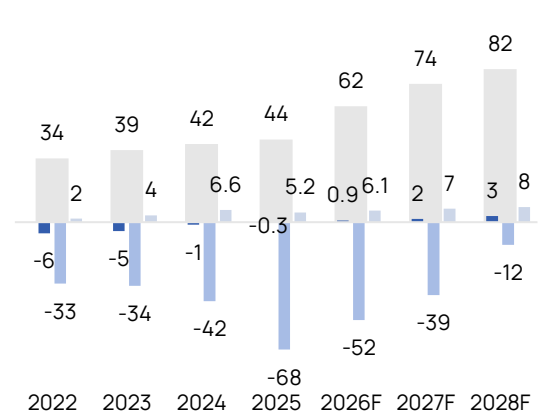
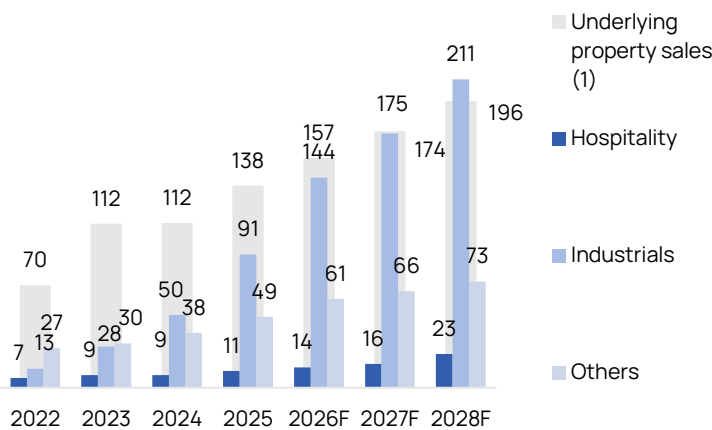
Triển vọng giai đoạn 2026-2028 và định giá

Hình 7: Giả định và dự báo của Vietcap đối với các mảng kinh doanh chính của VIC

Nhận định của Vietcap	Dự báo (nghìn tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
BẤT ĐỘNG SẢN	Doanh thu	55	94	93	181	164	195	217
<ul style="list-style-type: none"> Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở mạnh mẽ với thương hiệu đã được chứng minh là Vinhomes. Sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam với quỹ đất nhà ở của Vinhomes là 172,8 triệu m² (với 65% là trong kế hoạch phát triển) và quỹ đất KCN đạt 19,7 triệu m² (83% là trong kế hoạch phát triển). Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2026-2028 của VHM sẽ đạt 633 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến. 	Doanh thu BĐS cốt lõi ⁽¹⁾	70	112	112	138	157	175	196
	% TT YoY ⁽¹⁾	-16%	60%	0%	23%	14%	12%	12%
	LN từ HĐKD	26	33	31	67	66	83	90
	LN từ HĐKD cốt lõi ⁽¹⁾	34	39	42	44	62	74	82
	Dự báo doanh số bán BĐS nhà ở ⁽¹⁾					206	209	218
Dự báo tiền thu từ doanh số bán BĐS nhà ở ⁽¹⁾					229	240	219	
Dự báo tiền chi phát triển dự án BĐS nhà ở ⁽¹⁾					199	166	189	
HOSPITALITY	Doanh thu	6,7	8,7	8,6	11,5	13,9	16,4	23,0
<ul style="list-style-type: none"> Vinpearl chiếm gần 20% thị phần phân khúc khách sạn 5 sao tại Việt Nam vào năm 2023, dựa trên số lượng phòng. VPL sở hữu và/hoặc vận hành tổng cộng 32 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 16.400 phòng, 12 công viên và khu giải trí. (vui lòng xem thêm thông tin chi tiết trong Báo cáo Niêm yết, ngày 09/05/2025) Dự kiến lợi nhuận từ HĐKD đạt mức hòa vốn vào năm 2026, nhờ hiệu quả hoạt động được cải thiện. 	% TT YoY	107%	29%	34% ⁽²⁾	33%	21%	18%	40%
	% doanh thu của VIC	7%	5%	5%	3%	4%	4%	4%
	LN từ HĐKD	-5,9	-4,7	-1,3	-0,2	0,9	1,7	3,2
	% biên LN từ HĐKD	-88%	-54%	-15%	-2%	6%	11%	14%
	Tổng vốn đầu tư XDCB					14,2	14,6	10,5
CÔNG NGHIỆP	Doanh thu	13,1	28,1	49,7	91,5	143,6	173,9	210,8
<ul style="list-style-type: none"> VinFast khánh thành nhà máy sản xuất ô tô đầu tiên vào tháng 9/2017 và chuyển đổi hoàn toàn thành nhà sản xuất xe điện vào tháng 7/2022. VinFast chiếm 36% thị phần ô tô tại Việt Nam trong năm 2025*. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính trong dự báo của chúng tôi đối với doanh số xe bàn giao của VinFast giai đoạn 2026-28. 	% TT YoY	-23%	115%	77%	84%	57%	21%	21%
	% doanh thu của VIC	13%	17%	26%	28%	38%	39%	40%
	LN từ HĐKD	-32,9	-34,0	-42,2	-65,1	-52,4	-39,0	-12,1
	% biên LN từ HĐKD	-252%	-121%	-85%	-71%	-36%	-22%	-6%
	Doanh số bàn giao ô tô (nghìn chiếc)	24,0	33,3	97,4	196,9	252,6	289,8	331,8
	Tổng vốn đầu tư XDCB					36,6	26,7	15,3

Doanh thu của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)

LN từ HĐKD của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)



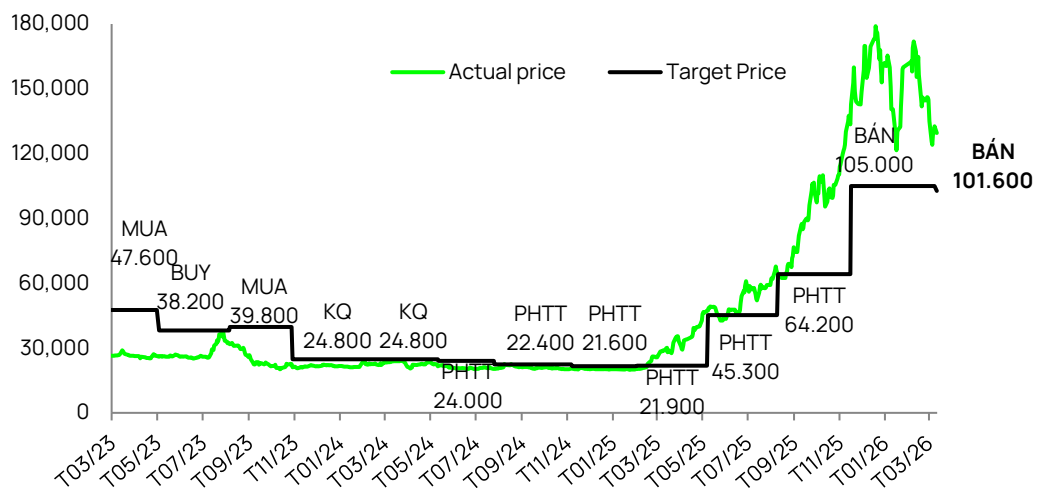
Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2026-28. Lưu ý: (*) Dựa theo ước tính của VinFast từ VAMA, TC Group và dữ liệu nội bộ của VinFast. (1) Chỉ bao gồm mảng BĐS cốt lõi của VHM, gồm (a) doanh thu/LN từ HĐKD từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và (b) doanh số bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính; (2) Theo VIC, nếu năm 2024 sử dụng cùng cơ sở dữ liệu hoạt động như năm 2023, doanh thu từ mảng khách sạn nghỉ dưỡng tăng khoảng 34% YoY.

Hình 8: Tóm tắt định giá cho VIC

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Dự báo/định giá và các hệ số mục tiêu của Vietcap	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế	
				Tỷ đồng	Tỷ USD
Bất động sản	RNAV	RNAV sau chiết khấu cho VHM	72%*	450.706 ⁽¹⁾	17,1
		Các dự án BĐS khác của VIC ⁽²⁾	30-86%	65.558	2,5
Cho thuê bán lẻ	Tỷ suất vốn hóa	RNAV sau chiết khấu cho VRE	18%	16.034	0,6
Công nghiệp	Giá trị sổ sách	Dựa trên giá trị tài sản của mảng kinh doanh được báo cáo tính đến cuối năm 2025.	51%	111.277	4,2
Khách sạn nghỉ dưỡng	Chiết khấu dòng tiền	Dòng tiền tự do chiết khấu ước tính đến cuối năm 2025 với WACC là 12,2%.	86%	112.516	4,3
Y tế & giáo dục	Hệ số P/S	Doanh thu dự phóng trung bình năm 2026 với P/S là 3,7 lần (y tế) và 4,0 lần (giáo dục).	61-100%**	44.869	1,7
Năng lượng	EV/EBITDA	EBITDA dự phóng tại năm đi vào hoạt động ổn định, với EV/EBITDA đạt 10,0 lần.	19% ⁽³⁾	42.464	1,6
Tổng NAV				843.424	32,0
Nợ vay ròng ⁽⁴⁾				-69.730	-2,6
Giá trị tài sản ròng (NAV)				773.694	29,4
Số lượng cổ phiếu pha loãng ⁽⁵⁾ (triệu)				7.618	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				101.600	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)				129.500	
Tỷ lệ tăng				-21,5%	

Nguồn: Dự báo của Vietcap; tỷ giá USD/VND = 26.350. Lưu ý: (*) Đã tính đến thông báo gần đây về việc hoán đổi 59 triệu cổ phiếu VHM (từ ngày 02/04 đến 29/04/2026) sau khi các trái chủ thực hiện quyền hoán đổi. (**) Theo VIC, tỷ lệ sở hữu của VIC trong mảng y tế đã tăng từ 78% vào cuối năm 2025 lên 100%. (1) Loại trừ giá trị ước tính của các phần đất thương mại (để bán shophouse) tại một số dự án của VHM mà VRE đã mua lại. (2) Bao gồm các dự án Mễ Trì, Gallery Giảng Võ, Galaxy tại Hà Nội, một dự án tại Bắc Ninh và 30% lợi ích của VIC tại dự án Hạ Long Xanh. (3) Tỷ lệ sở hữu trực tiếp của VIC tại VinEnergó. (4) Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn cuối năm 2026F và các khoản nợ vay phân bổ tại các công ty con của VIC, không bao gồm VHM (dựa trên dự báo của chúng tôi). (5) Loại trừ cổ phiếu VIC do các công ty con sở hữu, tính đến việc VPL chuyển nhượng 90 triệu cổ phiếu VIC (từ ngày 12/03 đến 10/04/2026) sau khi các trái chủ thực hiện quyền hoán đổi trái phiếu EB 2024, và bao gồm việc chuyển đổi 27,5 triệu cổ phiếu ưu đãi.

Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap dành cho VIC (đồng/cổ phiếu)



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

Hình 10: Báo cáo Tài chính của VIC

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	331.838	382.425	451.154	522.938
Giá vốn hàng bán	-279.155	-300.308	-330.320	-370.413
Lợi nhuận gộp	52.683	82.117	120.835	152.525
Chi phí bán hàng	-31.065	-33.428	-36.973	-34.805
Chi phí quản lí DN	-17.989	-27.689	-30.721	-28.825
LN từ HĐKD	3.629	21.001	53.141	88.895
Doanh thu tài chính	50.463	28.227	17.081	17.991
Chi phí tài chính	-47.293	-45.889	-45.918	-49.893
Trong đó, chi phí lãi vay	-29.160	-39.598	-44.601	-48.550
Lợi nhuận từ công ty LDLC	1.138	1.004	1.083	1.307
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	18.500	22.000	15.000	0
LNTT	26.437	26.343	40.387	58.299
Thuế TNDN	-15.373	-16.199	-16.764	-18.481
LNST trước lợi ích CĐTS	11.065	10.143	23.623	39.818
Lợi ích CĐTS	-285	-1.028	8.157	24.082
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	11.350	11.171	15.465	15.736
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	11.350	11.171	15.465	15.736
EBITDA	35.294	46.820	80.284	117.953
EPS báo cáo, VND	1.520	1.472	2.038	2.074
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	75,5%	15,2%	18,0%	15,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	N.M	478,7%	153,0%	67,3%
Tăng trưởng LNTT	57,9%	-0,4%	53,3%	44,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-5,0%	-3,1%	38,4%	1,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,9%	21,5%	26,8%	29,2%
Biên LN từ HĐKD %	1,1%	5,5%	11,8%	17,0%
Biên EBITDA	10,6%	12,2%	17,8%	22,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	3,4%	2,9%	3,4%	3,0%
ROE %	8,0%	7,3%	9,3%	8,6%
ROA%	1,1%	0,9%	1,8%	2,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	206,4	309,9	376,2	482,9
Số ngày phải thu	35,7	38,3	38,0	36,6
Số ngày phải trả	67,2	70,2	63,9	56,9
TG luân chuyển tiền	174,8	278,0	350,3	462,6
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x
CS thanh toán nhanh	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ vay/Tài sản	30,3%	32,9%	32,4%	30,2%
Nợ vay/Vốn sử dụng	69,1%	71,6%	70,5%	68,7%
Nợ vay rỗng/Vốn CSH	169,5%	218,9%	199,8%	185,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	0,1x	0,5x	1,2x	1,8x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	73.542	44.951	63.861	67.527
Đầu tư TC ngắn hạn	9.838	9.838	9.838	9.838
Các khoản phải thu	267.210	280.392	290.253	301.632
Hàng tồn kho	201.580	308.391	372.507	607.694
TS ngắn hạn khác	106.602	95.941	86.347	77.713
Tổng TS ngắn hạn	658.772	739.514	822.806	1.064.403
TS dài hạn (gộp)	453.151	519.098	580.827	616.692
- Khấu hao lũy kế	-106.628	-132.448	-159.591	-188.649
TS dài hạn (ròng)	346.523	386.650	421.237	428.043
Đầu tư TC dài hạn	37.988	36.739	45.625	60.012
TS dài hạn khác	75.340	75.817	76.500	77.420
Tổng TS dài hạn	459.850	499.206	543.362	565.474
Tổng Tài sản	1.118.623	1.238.720	1.366.168	1.629.877
Phải trả ngắn hạn	57.786	57.786	57.786	57.786
Nợ vay ngắn hạn	114.000	114.000	114.000	114.000
Nợ ngắn hạn khác	415.668	487.289	552.326	723.353
Tổng nợ ngắn hạn	587.455	659.075	724.112	895.139
Nợ vay dài hạn	224.501	293.027	328.315	378.928
Nợ dài hạn khác	155.179	124.986	128.486	130.736
Tổng nợ	967.134	1.077.088	1.180.913	1.404.804
Cổ phiếu ưu đãi	275	275	275	275
Vốn cổ phần	77.060	77.060	77.060	77.060
Thặng dư vốn CP	2.037	2.037	2.037	2.037
Lợi nhuận giữ lại	54.277	65.448	80.914	96.650
Vốn khác	13.917	13.917	13.917	13.917
Lợi ích CĐTS	3.923	2.895	11.052	35.134
Vốn chủ sở hữu	151.489	161.632	185.255	225.073
Tổng cộng nguồn vốn	1.118.623	1.238.720	1.366.168	1.629.877
CP lưu hành cuối năm* (tr)	7.499	7.589	7.589	7.589

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	42.582	73.542	44.951	63.861
Lợi nhuận sau thuế	11.350	11.171	15.465	15.736
Khấu hao	31.665	25.820	27.143	29.058
Thay đổi vốn lưu động	-80.261	-43.917	-4.059	-70.218
Điều chỉnh khác	106.491	6.205	4.714	3.314
Tiền từ hoạt động KD	69.245	-722	43.263	-22.110
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-76.157	-65.947	-61.729	-35.865
Đầu tư, ròng	-63.771	-29.420	-6.070	-13.056
Tiền từ HĐ đầu tư	-139.928	-95.367	-67.799	-48.921
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	18.811	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	91.770	68.526	35.288	50.614
Tiền từ các hoạt động TC khác	-8.962	-1.028	8.157	24.082
Tiền từ hoạt động TC	101.619	67.498	43.445	74.696
Tổng lưu chuyển tiền tệ	30.960	-28.591	18.910	3.666
Tiền cuối năm	73.542	44.951	63.861	67.527

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

Ngành	BDS Nhà ở
Ngày báo cáo	30/03/2026
Giá hiện tại	103.000 VND
Giá mục tiêu	122.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất	118.900 VND
TL tăng	+19,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+19,0%

GT vốn hóa	421,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	176,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	660,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	4,11 tỷ
Pha loãng	4,11 tỷ

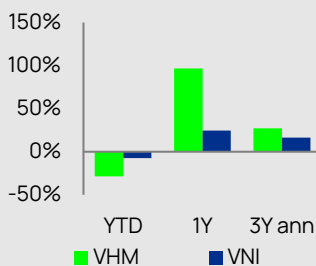
	VHM	VNI
P/E (trượt)	10,1x	15,1x
P/B (hiện tại)	1,8x	2,0x
ROE	19,0%	14,3%
ROA	6,4%	2,1%

Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 72,07%*, là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn. Thị phần của VHM tại Việt Nam bao gồm 33% trong phân khúc căn hộ cao cấp (2016-2025) và 38% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-2025), theo CBRE.

* Đã bao gồm kế hoạch VIC chuyển nhượng quyền sở hữu 59 triệu cổ phiếu VHM (từ ngày 02/04 đến 29/04/2026) sau khi các trái chủ thực hiện quyền hoán đổi trái phiếu hoán đổi phát hành năm 2023.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	153.271	140.395	187.553	241.195
Doanh thu BDS cốt lõi*	138.100	157.000	175.300	195.900
LN từ HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)*	44.100	61.900	74.000	81.800
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	41.895	43.310	46.143	51.192
% YoY	31,7%	3,4%	6,5%	10,9%
EPS	38,8%	3,4%	6,5%	10,9%
% YoY				
GT hợp đồng bán hàng (tỷ đồng)	205.300	205.700	209.300	217.700
Biên LN gộp	30,2%	40,4%	44,6%	44,8%
Biên LN từ HĐKD cốt lõi*	31,9%	39,4%	42,2%	41,7%
Biên LN ròng	27,3%	30,8%	24,6%	21,2%
ROE	19,0%	16,7%	15,2%	14,5%
Nợ vay ròng/VCSH	37,8%	45,8%	38,1%	39,8%
P/E	10,1x	9,8x	9,2x	8,3x
P/B	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x

Lưu ý: (*) Chỉ tính mảng bán BDS cốt lõi, bao gồm hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và giao dịch bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

Triển vọng danh mục phát triển dự án vững chắc, tăng trưởng dự kiến chậm hơn so với mức nền cao 2025

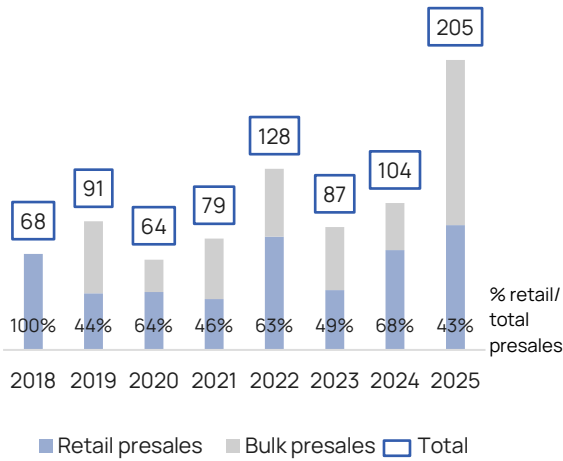
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Vinhomes (VHM) và tăng giá mục tiêu thêm 3% lên 122.600 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu do chúng tôi đưa thêm dự án Khu đô thị Vinhomes Olympic Sports vào định giá và số dư nợ vay ròng thấp hơn vào cuối năm 2025. Những yếu tố này bù đắp cho giả định chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) tăng lên nhằm hỗ trợ khả năng hấp thụ của dự án trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao và chi phí xây dựng tăng tại một số dự án trọng điểm trong năm 2026.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 đạt 43,3 nghìn tỷ đồng (+3% YoY), được hỗ trợ bởi doanh thu bất động sản cốt lõi tăng 14% YoY (đạt 157 nghìn tỷ đồng). Khoảng 60% doanh thu dự kiến đến từ lượng backlog chưa ghi nhận (186,4 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025; trong đó 46% là từ bán lô lớn). Khoảng 40% còn lại đến từ ghi nhận doanh số bán mới, chủ yếu tại các dự án Green Paradise, Ocean Park 2 & 3, Green City và mở bán mới tại Làng Vân/Hải Vân Bay.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 nhưng giảm 2% cho dự báo năm 2027. Sự thay đổi này do dự báo doanh thu dịch vụ xây dựng và thu nhập lãi cao hơn sau kết quả năm 2025 khả quan hơn kỳ vọng, một phần bù đắp cho chi phí SG&A, chi phí xây dựng và chi phí tài chính dự kiến tăng.
- Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2026-28 đạt 633 nghìn tỷ đồng. Trong đó, khoảng 47% đến từ các dự án đang triển khai và 53% từ các dự án mới (như Hải Vân Bay, Hạ Long Xanh và Khu đô thị Đại học Quốc tế/IUT năm 2026; Phước Vĩnh Tây và Tuyên Quang năm 2027; Quang Hanh và Ven Vịnh Cam Ranh năm 2028). Chúng tôi tăng dự báo doanh số bán hàng các năm 2026/27 thêm 8%/3%, chủ yếu nhờ kỳ vọng cao hơn tại dự án Hạ Long Xanh và IUT.
- Rủi ro: Tiến độ bán hàng tại các dự án trọng điểm chậm hơn dự kiến; căng thẳng địa chính trị kéo dài gây áp lực lên điều hành chính sách của NHNN.

Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ tiếp tục mở bán nhiều dự án mới trong năm 2026. VHM có vị thế tương đối tốt để vượt qua những thách thức ngắn hạn (lãi suất cao hơn năm 2025) nhờ tiềm lực mạnh mẽ, chiến lược chủ động và các quan hệ đối tác chiến lược. Danh mục dự án của công ty cũng được hưởng lợi từ tiềm năng phát triển hạ tầng trong dài hạn. Theo quan sát của chúng tôi, các công tác chuẩn bị và thi công hạ tầng tại các dự án dự kiến mở bán như Hải Vân Bay và Hạ Long Xanh đang tiếp tục được triển khai; sự kiện khởi động dự án Hải Vân Bay cũng diễn ra gần đây. Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động bán hàng bao gồm bán lẻ và bán lô lớn tại các dự án mới cũng như các giai đoạn tiếp theo của dự án hiện hữu sẽ dẫn tăng tốc vào cuối năm 2026.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận và doanh số bán hàng sẽ ở mức vừa phải hơn trong giai đoạn 2026-2028 so với mức nền cao của năm 2025. Trong năm 2025, VHM ghi nhận mức

tăng trưởng mạnh về doanh số bán hàng (+98% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS (+32% YoY), phần lớn nhờ các giao dịch bán lô lớn (chiếm 57% doanh số bán hàng và 70% doanh thu bất động sản cốt lõi). Mặc dù bán lô lớn là chiến lược quan trọng giúp hỗ trợ hoạt động bán hàng của VHM và duy trì sự linh hoạt trước biến động thị trường, chúng tôi giả định thận trọng hơn đối với việc ghi nhận giao dịch bán lô lớn, qua đó phản ánh dự báo tăng trưởng thấp hơn trong giai đoạn 2026-28.

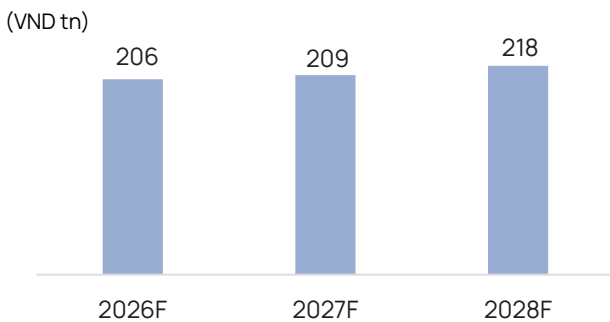
Hình 11: Giá trị hợp đồng bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)



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

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp

Hình 13: Dự báo doanh số bán hàng cho VHM

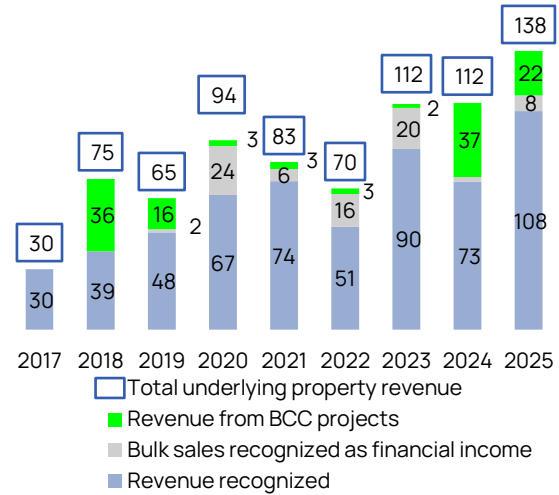


Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2026F	2027F	2028F
OP 2 & 3	2%	0%	0%
Royal Island	7%	0%	0%
Golden Avenue	0%	0%	0%
Wonder City	5%	0%	0%
Green City (Hậu Nghĩa)	9%	8%	8%
Phước Vĩnh Tây	0%	10%	10%
Leman Golf	2%	2%	0%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	11%	10%	15%
Hạ Long Xanh	16%	21%	19%
Green Paradise (Cần Giờ)	25%	27%	23%
Golden City (Dương Kinh)	10%	8%	8%
Hải Vân Bay (Làng Vân)	12%	6%	5%
Tuyên Quang	0%	7%	5%
Quang Hanh	0%	0%	4%
Ven Vịnh Cam Ranh	0%	0%	2%

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

Hình 12: Doanh thu mảng BĐS của VHM (nghìn tỷ đồng)

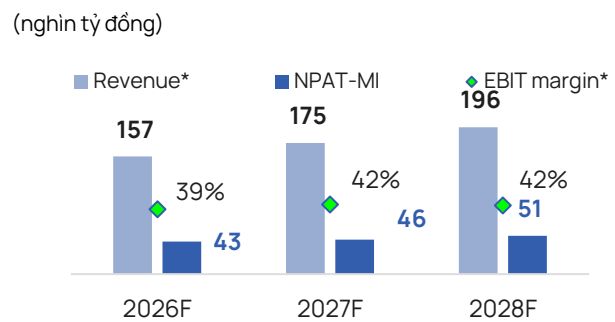
Doanh số bán hàng chưa ghi nhận cuối năm 2025:
186,4 nghìn tỷ đồng (+98% YoY)



Lưu ý: Tổng doanh thu BĐS cốt lõi bao gồm (1) doanh thu được ghi nhận là doanh thu BĐS, (2) doanh thu từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) mà Vingroup (VIC) ký với VHM để chuyển giao lợi ích kinh tế của các dự án BĐS cụ thể không được đưa vào VHM do tính phức tạp của thủ tục giấy tờ - do đó, VHM ghi nhận khoản lãi từ BCC là thu nhập tài chính và (3) doanh số bán lẻ lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp

Hình 14: Dự báo doanh thu BĐS cốt lõi, biên LN hoạt động, LNST-CDTS cho VHM



Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2026F	2027F	2028F
OP 2 & 3	9%	0%	0%
Royal Island	22%	11%	4%
Golden Avenue	3%	0%	0%
Wonder City	18%	11%	0%
Green City (Hậu Nghĩa)	12%	11%	6%
Phước Vĩnh Tây	0%	0%	7%
Leman Golf	2%	3%	0%
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	0%	10%	11%
Hạ Long Xanh	0%	7%	19%
Green Paradise (Cần Giờ)	20%	19%	27%
Golden City (Dương Kinh)	8%	12%	11%
Hải Vân Bay (Làng Vân)	4%	8%	7%
Tuyên Quang	0%	6%	6%
Quang Hanh	0%	0%	0%
Ven Vịnh Cam Ranh	0%	0%	0%

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Ghi chú: OP = Ocean Park; (*) doanh thu/chi phí từ HĐKD bất động sản cốt lõi; (^) trong doanh thu bất động sản cốt lõi.

Hình 15: Các dự án quy mô lớn của Vinhomes đang triển khai bán hàng

Tên dự án	Tổng số căn*	Tổng số căn đã bán (% bán lẻ)	Thời gian ghi nhận bàn giao***	Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (nghìn tỷ đồng)	Số căn chưa bán còn lại (% so với tổng số căn)
Ocean Park 2 (Hưng Yên)	14.500 căn thấp tầng và 27.800 căn cao tầng	13.800 căn thấp tầng (~50%) 23.400 căn cao tầng (0%)	2021-2026	0	khoảng 5.100 (~12%)
Ocean Park 3 (Hưng Yên)	9.500 căn thấp tầng và 17.000 căn cao tầng	9.300 căn thấp tầng (~34%) 11.600 căn cao tầng (0%)	2022-2026	0	khoảng 5.600 (~21%)
Royal Island (Hải Phòng)	9.500 căn thấp tầng	9.300 căn thấp tầng (~57%)	2024-2028	36,2	khoảng 200 (~2%)
Wonder City (Hà Nội)	2.300 căn thấp tầng và 600 căn cao tầng	2.200 căn thấp tầng (~38%) 600 căn cao tầng (0%)	2026-2027	43,1	khoảng 100 (~3%)
Golden City (Hải Phòng)	6.100 căn thấp tầng	3.100 căn thấp tầng (61%)	2025-2029	16,3	khoảng 2.500 (~49%)
Green City (Long An)	4.600 căn thấp tầng	3.400 căn thấp tầng (54%)	2025-2029	11,6	khoảng 1.200 (~26%)
Green Paradise (Cần Giờ, HCM)	22.600 căn thấp tầng và phân khu cao tầng	11.200 căn thấp tầng (0%) 12.500 căn cao tầng (0%)	2025-2042	6,2	khoảng 11.400 căn thấp tầng (~50%)
Golden Avenue (Quảng Ninh)	2.500 căn thấp tầng	2.400 căn thấp tầng (~100%)	2024-2026	0	khoảng 100 (~4%)
Tổng cộng		~102.800		~113	

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp và ước tính. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối năm 2025; (*) Các con số được làm tròn đến hàng trăm và có thể thay đổi dựa theo thay đổi thiết kế trong các giao dịch bán lẻ lớn; (**) Ước tính của Vietcap; (***) Giá định của Vietcap.

Hình 16: Các dự án của VHM

Dự án	Nhà đầu tư đã đăng ký	Lợi ích kinh tế của VHM	Địa điểm*	Diện tích đất (nghìn m ²)	Khởi công xây dựng** (Vietcap)	Thời điểm mở bán*** (Vietcap)
Dự án BĐS Nhà ở						
Wonder City	VIC	99%	Hanoi	1.334	2020	Q1 2025
Ocean Park 2	VHM	100%	Hung Yen	4.579	2021	2022
Ocean Park 3	VHM	100%	Hung Yen	2.940	2022	2022
Golden Avenue	VHM	100%	Quang Ninh	686	2022	2023
Royal Island (Vũ Yên)	VIC	95%	Hai Phong	8.772	2023	2024
Golden City (Dương Kinh)	VHM	100%	Hai Phong	2.406	2025	Q2 2025
Leman Golf	Công ty con của VHM	100%	HCMC	2.000	2023	2026F
Green City (Hậu Nghĩa)	Công ty con của VHM	93%	Long An	1.972	2025	Q2 2025
Mỹ Lâm	Công ty con của VHM	66%	Tuyen Quang	4.554	2024	2027F
Quang Hanh	VIC	99%	Quang Ninh	1.671	2026F	2028F
Tân Liễu	VIC	99%	Bac Giang	661	2029F	2030F
Làng Vân	Vinpearl	100%	Da Nang	5.122	2025	2026F
Tân Mỹ	Công ty con của VHM	76%	Long An	9.309	2029F	2029F
Phước Vĩnh Tây	VHM-VIG	100%	Long An	10.900	2025	2027F
Ven Vịnh Cam Ranh	Cam Ranh-VHM-VinES	100%	Khanh Hoa	13.018	2025	2028F
Khu Đô thị Đại học Quốc tế	Công ty con của VHM	97%	HCMC	8.638	2025	2023
Apollo City (Hạ Long Xanh)	VHM-VIC	70%	Quang Ninh	55.403	2021	2026F
Green Paradise (Cần Giờ)	Công ty con của VHM	100%	HCMC	28.700	2025	Q3 2025
Cam Lâm	Liên danh do VHM sở hữu	100%	Khanh Hoa	103.600	2026F	2029F
Khu đô thị Thể thao Vinhomes Olympic	Liên danh do VHM sở hữu	35%	Hanoi	91.710	2026F	2029F
Nhà ở xã hội						
Thanh Hóa	VIC	99%	Thanh Hoa	92	2024	Q1 2025
Nam Trảng Cát	VHM	100%	Hai Phong	281	2025	Q4 2025
KCN						
KCN Vũng Áng	Công ty con của VHM	99,8%	Ha Tinh	9.648	N/A	N/A
KCN Nam Trảng Cát	Công ty con của VHM	99,2%	Hai Phong	2.000	N/A	N/A
KCN Ngũ Phúc – Giai đoạn 1	Công ty con của VHM	99,2%	Hai Phong	2.386	N/A	N/A
KCN Tân Trào – Giai đoạn 1	Công ty con của VHM	99,2%	Hai Phong	2.260	N/A	N/A
Khác						
Bến cảng quốc tế Sơn Dương (^)	Công ty con của VHM	99,8%	Ha Tinh	1.235	N/A	N/A
Nhà xưởng cho thuê phục vụ chuỗi cung ứng xe điện (^)	Công ty con của VHM	99,8%	Ha Tinh	1.320	N/A	N/A

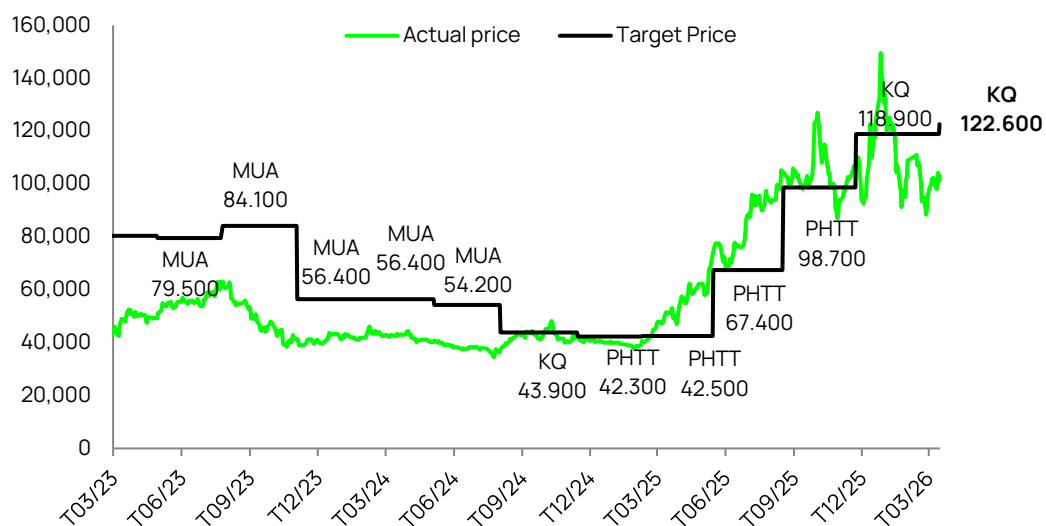
Nguồn: VHM, Vietcap dự báo. Lưu ý: (*) Tên các tỉnh/thành phố theo đơn vị hành chính trước khi sáp nhập chính thức từ ngày 01/07/2025; (**) Bao gồm khởi công san lấp mặt bằng, hạ tầng và móng; (***) Bao gồm mở bán lớn và mở bán lẻ; (^) Đã bao gồm giải ngân capex dự phóng giai đoạn 2026–2028, tuy nhiên tác động liên quan đến lợi nhuận và định giá hiện chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi.

Hình 17: Tóm tắt định giá cho VHM

	Tỷ lệ sở hữu của VHM	NAV thực tế	
		Tỷ đồng	Tỷ USD
DỰ ÁN NHÀ Ở DÂN DỤNG	~35%-100%	662.714	25,2
Đã được xây dựng và mở bán		192.861	7,3
Trong kế hoạch phát triển		469.853	17,8
KHU CÔNG NGHIỆP	~99-100%	31.929	1,2
DỊCH VỤ CHO THUÊ & VĂN PHÒNG	100%	28.665	1,1
Tổng NAV dự án		723.308	27,5
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn		52.221	2,0
(-) Tổng nợ vay		146.323	5,6
Giá trị tài sản ròng		629.206	23,9
Chiết khấu %		20%	
NAV sau chiết khấu		503.365	19,1
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		4.107	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		122.600	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)		103.000	
TL tăng		+19,0%	
Dự báo P/E các năm 2026/27/28F tại giá mục tiêu		11,6x/ 10,9x/ 9,8x	
Dự báo P/B các năm 2026/27/28F tại giá mục tiêu		1,8x/ 1,5x/ 1,3x	

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 18: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành

Hình 19: Báo cáo Tài chính của VHM

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	153.271	140.395	187.553	241.195
Giá vốn hàng bán	-106.928	-83.732	-103.888	-133.081
Lợi nhuận gộp	46.343	56.663	83.666	108.114
Chi phí bán hàng	-1.899	-6.072	-8.982	-12.658
Chi phí quản lý DN	-6.188	-4.673	-6.912	-9.741
LN từ HĐKD	38.255	45.918	67.772	85.716
Doanh thu tài chính	29.332	33.017	23.752	14.825
Chi phí tài chính	-15.151	-23.259	-28.439	-29.169
Trong đó, chi phí lãi vay	-11.214	-18.230	-23.409	-24.139
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	372	0	0	0
LNTT	52.810	55.675	63.085	71.371
Thuế TNDN	-9.475	-11.135	-12.617	-14.274
LNST trước lợi ích CĐTS	43.335	44.540	50.468	57.097
Lợi ích CĐTS	-1.440	-1.231	-4.325	-5.905
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	41.895	43.310	46.143	51.192
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	41.895	43.310	46.143	51.192
EBITDA	40.553	49.395	74.132	94.417
EPS báo cáo, VND	10.200	10.544	11.234	12.463
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	49,8%	-8,4%	33,6%	28,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	55,6%	20,0%	47,6%	26,5%
Tăng trưởng LNTT	29,3%	5,4%	13,3%	13,1%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	38,8%	3,4%	6,5%	10,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	30,2%	40,4%	44,6%	44,8%
Biên LN từ HĐKD %	25,0%	32,7%	36,1%	35,5%
Biên EBITDA	26,5%	35,2%	39,5%	39,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	27,3%	30,8%	24,6%	21,2%
ROE %	19,0%	16,7%	15,2%	14,5%
ROA %	6,4%	5,2%	5,0%	5,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	317,6	846,8	1.051,9	1.018,5
Số ngày phải thu	51,0	62,6	48,0	37,3
Số ngày phải trả	68,1	87,0	70,1	54,7
TG luân chuyển tiền	300,5	822,4	1.029,7	1.001,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4x	1,5x	1,5x	1,6x
CS thanh toán nhanh	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ vay/Tài sản	18,6%	17,9%	16,4%	16,5%
Nợ vay/Vốn sử dụng	37,0%	36,4%	33,8%	32,4%
Nợ vay/Vốn CSH	37,8%	45,8%	38,1%	39,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,4x	2,5x	2,9x	3,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	49.962	31.125	42.606	30.688
Đầu tư TC ngắn hạn	2.259	2.259	2.259	2.259
Các khoản phải thu	23.488	24.662	24.662	24.662
Hàng tồn kho	131.415	257.122	341.654	401.023
TS ngắn hạn khác	289.766	328.147	349.156	399.014
Tổng TS ngắn hạn	496.890	643.315	760.337	857.646
TS dài hạn (gộp)	26.159	42.088	59.490	66.367
- Khấu hao lũy kế	-3.803	-13.650	-19.338	-27.368
TS dài hạn (ròng)	22.356	28.438	40.153	38.999
Đầu tư TC dài hạn	12.417	12.417	12.417	12.417
TS dài hạn khác	256.193	255.390	258.385	261.579
Tổng TS dài hạn	290.967	296.245	310.955	312.996
Tổng Tài sản	787.857	939.560	1.071.292	1.170.642
Phải trả ngắn hạn	19.961	19.961	19.961	19.961
Nợ vay ngắn hạn	43.377	39.039	35.135	31.622
Nợ ngắn hạn khác	279.752	366.995	441.653	468.248
Tổng nợ ngắn hạn	343.090	425.996	496.750	519.831
Nợ vay dài hạn	102.946	128.907	140.769	161.157
Nợ dài hạn khác	92.605	90.901	89.549	88.332
Tổng nợ	538.641	645.803	727.067	769.320
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	41.074	41.074	41.074	41.074
Thặng dư vốn CP	-6.756	-6.756	-6.756	-6.756
Lợi nhuận giữ lại	202.644	245.954	292.097	343.289
Vốn khác	1.116	1.116	1.116	1.116
Lợi ích CĐTS	11.138	12.368	16.693	22.598
Vốn chủ sở hữu	249.217	293.757	344.225	401.322
Tổng cộng nguồn vốn	787.857	939.560	1.071.292	1.170.642
CP lưu hành cuối năm (tr)	4.107	4.107	4.107	4.107

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	28.780	49.962	31.125	42.606
Lợi nhuận sau thuế	41.895	43.310	46.143	51.192
Khấu hao	2.298	3.477	6.360	8.701
Thay đổi vốn lưu động	20.756	-32.594	-9.873	-32.775
Điều chỉnh khác	-23.760	-38.380	-21.009	-49.858
Tiền từ hoạt động KD	41.189	-24.187	21.620	-22.739
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-10.770	-15.928	-17.403	-6.877
Đầu tư, ròng	-67.318	-1.576	-5.020	-5.082
Tiền từ HĐ đầu tư	-78.088	-17.504	-22.422	-11.959
Cổ tức đã trả	-1.130	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	9.100	-4.338	-3.904	-3.514
Tăng (giảm) nợ dài hạn	55.930	25.961	11.862	20.389
Tiền từ các hoạt động TC khác	-5.820	1.231	4.325	5.905
Tiền từ hoạt động TC	58.081	22.854	12.283	22.780
Tổng lưu chuyển tiền tệ	21.182	-18.837	11.481	-11.918
Tiền cuối năm	49.962	31.125	42.606	30.688

Nguồn: VHM, dự báo của Vietcap

Vincom Retail (VRE)
KHẢ QUAN +19,7%

Ngành	BDS (Cho thuê bán lẻ)
Ngày báo cáo	30/03/2026
Giá hiện tại	25.650 VND
Giá mục tiêu	30.700 VND
Giá mục tiêu gần nhất	32.000 VND
TL tăng	+19,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+19,7%

GT vốn hóa	57,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	21,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	149,9 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ
Pha loãng	2,3 tỷ

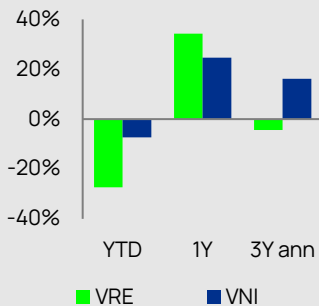
	VRE	Peer*	VNI
P/E (trượt)	9,0x	13,1x	15,1x
P/B (ht)	1,2x	1,9x	2,0x
ROE	14,3%	14,4%	14,3%
ROA	11,1%	5,4%	2,1%

* Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,91 triệu m².

VIC nắm giữ 18,4% tổng số cổ phần của VRE sau khi hoàn tất quá trình thoái vốn vào cuối quý 3/2024.

Diễn biến giá cổ phiếu


Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.837	9.811	11.378	14.975
% YoY	-1,1%	11,0%	16,0%	31,6%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.893	4.586	5.102	6.390
NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.798	6.505	6.964	7.618
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	6.446*	5.454	5.888	7.101
% YoY	57,4%	-15,4%	8,0%	20,6%
EPS	57,4%	-15,4%	8,0%	20,6%
Biên LN gộp	53,5%	54,6%	53,0%	51,5%
Biên LN từ HĐKD	44,1%	46,7%	44,8%	42,7%
Biên LN ròng	72,9%	55,6%	51,8%	47,4%
ROE	14,3%	10,7%	10,4%	11,2%
Nợ vay ròng/VCSH	3,8%	0,3%	-1,9%	-6,2%
P/E	9,0x	10,7x	9,9x	8,2x
P/B	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x

Lưu ý: (*) Nền cao do ghi nhận khoản lãi trước thuế 1,9 nghìn tỷ đồng từ việc chuyển nhượng phần vốn góp tại Công ty TNHH Bất động sản Vincom NCT.

Mảng cho thuê bán lẻ dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026

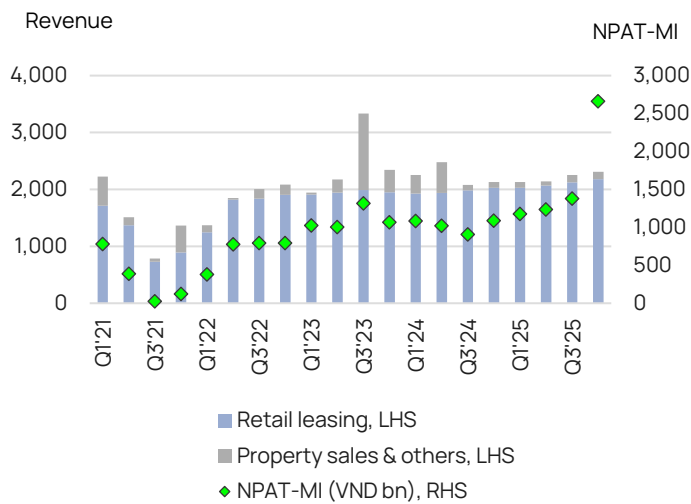
- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN, nhưng giảm 4% giá mục tiêu xuống mức 30.700 đồng/cổ phiếu đối với VRE. Nguyên nhân của mức giảm đối với giá mục tiêu này chủ yếu đến từ mức định giá thấp hơn của chúng tôi đối với mảng bán BDS do tiến độ mở bán bị kéo dài và nợ vay ròng cuối năm 2025 cao hơn dự kiến. Giá cổ phiếu VRE đã điều chỉnh giảm 24% tính từ đầu năm đến nay.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ đạt 5,45 nghìn tỷ đồng (-15% YoY). Nếu loại trừ kết quả hoạt động và khoản lãi từ việc thoái vốn khỏi Vincom NCT trong năm 2025, dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 của chúng tôi sẽ tăng 10% YoY, chủ yếu nhờ được hỗ trợ bởi đóng góp cả năm từ các trung tâm thương mại mới khai trương trong năm 2025 và sự cải thiện của tỷ lệ lấp đầy trên toàn hệ thống trung tâm thương mại.
- Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng ở mức CAGR 20% trong giai đoạn 2026–2030, với mảng cho thuê bán lẻ đóng góp khoảng 66–96% vào doanh thu thuần. Trong cùng giai đoạn, chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS sẽ ở mức 14%, nhờ được thúc đẩy bởi mức CAGR 9% của thu nhập hoạt động ròng (NOI) mảng cho thuê và đóng góp từ mảng bán BDS.
- Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27 của chúng tôi, do dự báo thu nhập lãi cao hơn của chúng tôi đã bù đắp cho mức đóng góp thấp hơn từ mảng bán BDS, sau khi ban lãnh đạo đưa ra kế hoạch tri hoãn hoạt động mở bán và bàn giao đối với các căn shophouse mới.
- VRE hiện đang giao dịch tại mức P/E dự phóng năm 2026 là 10,7x (dựa trên dự báo của chúng tôi), thấp hơn so với mức P/E trung vị dự phóng năm 2026 của các công ty cùng ngành trong khu vực là 13,1x (theo số liệu đồng thuận từ Bloomberg trong 3 tháng qua).
- Rủi ro: Lợi nhuận mảng cho thuê bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng; Tiến độ mở bán các căn shophouse chậm hơn dự kiến; và tiến độ triển khai các dự án theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC/VHM chậm hơn.

Chúng tôi dự báo NOI mảng cho thuê sẽ tăng 12% YoY trong năm 2026, nhờ được thúc đẩy bởi sự ổn định của mảng cho thuê bán lẻ. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng 12% YoY trong năm 2026 (cao hơn so với mức tăng trưởng một chữ số trong giai đoạn 2024–2025 của công ty), nhờ (1) phần đóng góp cả năm từ các trung tâm thương mại mới khai trương trong năm 2025 (VMM Ocean City và VMM Royal Island) và (2) sự cải thiện của tỷ lệ lấp đầy (lên mức 88%) trong năm 2026 (so với các mức 84–87% trong giai đoạn 2024–2025), nhờ được hỗ trợ bởi nền tảng khách thuê vững chắc hơn và các nỗ lực nâng cấp trung tâm thương mại và trải nghiệm của khách tham quan.

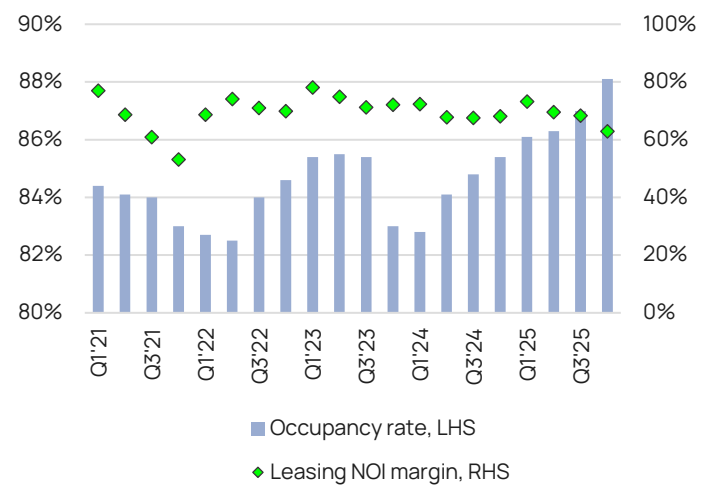
Danh mục dự án trung tâm thương mại mới dự kiến sẽ giúp hỗ trợ đà tăng trưởng dài hạn: Trong kế hoạch năm 2026, ban lãnh đạo đặt mục tiêu sẽ khai trương 1 VCP tại Wonder City (Hà Nội; GFA bán lẻ đạt 25.000 m²). Ngoài ra, VRE cũng đã đặt cọc để đảm bảo quyền phát triển 763.000 m² GFA bán lẻ trong 5 năm tới. Chúng tôi kỳ vọng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE sẽ được mở rộng lên mức 1,94 triệu m² vào cuối năm 2026 (so với mức 1,91 triệu m² vào cuối năm 2025). Chúng tôi dự báo diện tích GFA bán lẻ mới sẽ tăng thêm trung bình khoảng 109.000 m² mỗi năm trong giai đoạn 2026–2030.

Mảng bán BĐS mới dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2027: Chúng tôi dự báo mảng bán BĐS của VRE sẽ đóng góp 11% vào tổng doanh thu trong năm 2027 và 25% trong năm 2028 (từ mức không đáng kể trong giai đoạn 2024–2026), nhờ được hỗ trợ bởi kỳ vọng rằng công ty sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao các căn shophouse tại Royal Island và Golden Avenue trong năm 2027, sau đó là Green Paradise trong năm 2028.

Hình 20: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của VRE (tỷ đồng)



Hình 21: Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) và tỷ lệ lấp đầy của VRE



Nguồn: VRE, Vietcap. Lưu ý: Quý 4/2025 ghi nhận khoản lãi trước thuế 1,9 nghìn tỷ đồng từ giao dịch chuyển nhượng Vincom NCT.

Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 22: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-2030 cho VRE

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026F % YoY	CAGR 26-30F
Doanh thu cho thuê (tỷ đồng)	7.017	6.008	4.701	6.865	7.796	7.878	8.400	9.421	10.143	11.157	12.340	13.756	12%	10%
VCC	2.408	2.152	1.667	2.329	2.579	2.680	2.645	2.613	2.787	2.973	3.257	3.734	-1%	9%
VMM	1.725	1.397	1.150	2.233	2.503	2.592	2.942	3.529	3.801	4.362	4.934	5.531	20%	12%
VCP	2.725	2.300	1.731	2.195	2.518	2.575	2.831	3.079	3.346	3.605	3.925	4.258	9%	8%
VC+	157	146	120	159	182	175	192	201	210	217	225	233	4%	4%
Tổng GFA (nghìn m2)	1.572	1.628	1.628	1.748	1.748	1.842	1.914	1.939	2.039	2.164	2.336	2.461	1%	6%
VCC	280	280	280	280	280	280	233	233	233	233	280	280	0%	5%
VMM	388	444	444	512	512	557	657	657	732	807	882	957	0%	10%
VCP	831	831	831	883	883	932	951	976	1.001	1.051	1.101	1.151	3%	4%
VC+	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	0%	0%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	90%	84%	83%	84%	85%	84%	87%	88%	88%	89%	88%	89%		
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9.259	8.329	5.891	7.361	9.791	8.939	8.837	9.811	11.378	14.975	18.694	20.180	11%	20%
- % từ cho thuê	76%	72%	80%	93%	80%	88%	95%	96%	89%	75%	66%	68%		
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	3.583	3.093	1.757	3.273	4.566	3.773	3.893	4.586	5.102	6.390	7.893	8.728	18%	17%
EBITDA (tỷ đồng)	5.295	4.851	3.637	5.264	7.166	6.937	10.026	8.915	9.564	10.997	12.676	13.658	-11%	11%
NOI cho thuê (tỷ đồng)	4.955	4.280	3.161	4.857	5.746	5.626	5.798	6.505	6.964	7.618	8.379	9.298	12%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.851	2.382	1.315	2.776	4.409	4.096	6.446	5.454	5.888	7.101	8.489	9.164	-15%	14%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	38,7%	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	42,2%	44,1%	46,7%	44,8%	42,7%	42,2%	43,3%		
Biên NOI cho thuê	70,6%	71,4%	67,7%	71,0%	74,2%	68,8%	69,0%	69,0%	68,7%	68,3%	67,9%	67,6%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,8%	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	45,8%	72,9%	55,6%	51,8%	47,4%	45,4%	45,4%		

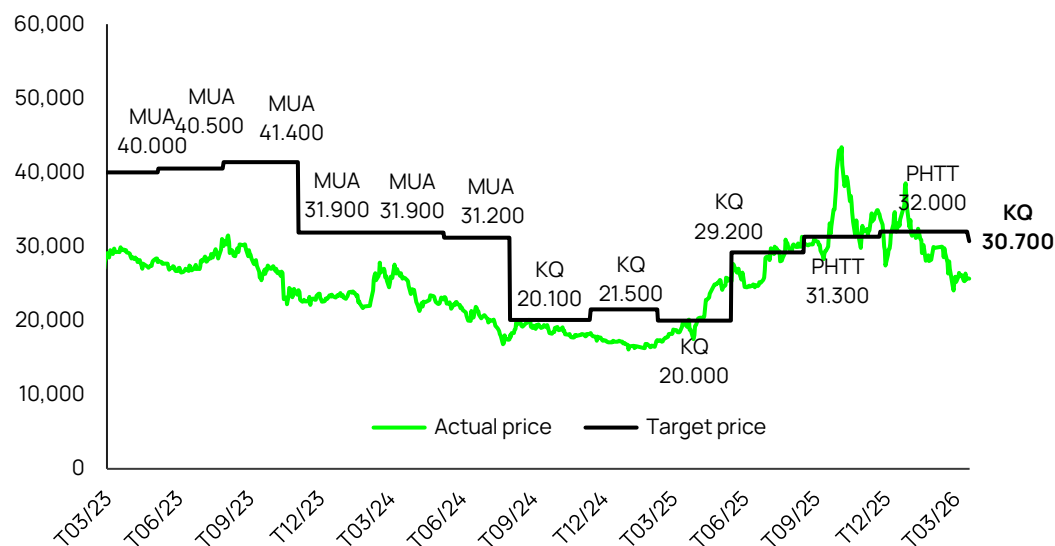
Nguồn: VRE, dự báo của Vietcap. Lưu ý: VRE có bốn loại hình trung tâm thương mại khác nhau: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+). Chỉ số EBITDA đã bao gồm cả thu nhập tài chính.

Hình 23: Tóm tắt định giá cho VRE

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế (tỷ đồng)
DỊCH VỤ CHO THUÊ		100%	79.875
VCC đang vận hành	TSVH		33.842
VMM đang vận hành	TSVH		28.822
VCP và VC+ đang vận hành	TSVH		14.413
Các dự án trong kế hoạch đã xác định	TSVH/CKDT		2.797
BÁN BẤT ĐỘNG SẢN	CKDT	100%	9.101
Tổng NAV dự phóng			88.975
Cộng tiền mặt			4.568
Trừ tổng nợ vay			6.401
Giá trị tài sản ròng (NAV)			87.142
Chiết khấu RNAV (%)			20%
NAV sau chiết khấu			69.713
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)			2.272
Giá mục tiêu (đồng/CP)			30.700
Giá hiện tại (đồng/CP)			25.650
Tỷ lệ tăng			+19,7%
P/E dự phóng các năm 2026/27/28F tại giá mục tiêu			12,8x/ 11,8x/ 9,8x
P/B dự phóng các năm 2026/27/28F tại giá mục tiêu			1,3x/ 1,2x/ 1,0x

Nguồn: Vietcap

Hình 24: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 25: Báo cáo tài chính của VRE

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	8.837	9.811	11.378	14.975
Giá vốn hàng bán	-4.105	-4.454	-5.350	-7.262
Lợi nhuận gộp	4.732	5.357	6.028	7.713
Chi phí bán hàng	-271	-420	-504	-720
Chi phí quản lý DN	-568	-351	-422	-603
LN từ HĐKD	3.893	4.586	5.102	6.390
Doanh thu tài chính	4.751	2.738	2.793	2.849
Chi phí tài chính	-1.065	-960	-927	-688
Trong đó, chi phí lãi vay	-628	-686	-653	-413
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	503	540	486	437
LNTT	8.083	6.904	7.454	8.989
Thuế TNDN	-1.637	-1.450	-1.565	-1.888
LNST trước lợi ích CĐTS	6.446	5.454	5.888	7.101
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	6.446	5.454	5.888	7.101
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	6.446	5.454	5.888	7.101
EBITDA	10.026	8.915	9.564	10.997
EPS báo cáo, VND	2.837	2.400	2.591	3.125
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1,1%	11,0%	16,0%	31,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	3,2%	17,8%	11,2%	25,2%
Tăng trưởng LNTT	57,5%	-14,6%	8,0%	20,6%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	57,4%	-15,4%	8,0%	20,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	53,5%	54,6%	53,0%	51,5%
Biên LN từ HĐKD %	44,1%	46,7%	44,8%	42,7%
Biên EBITDA	113,4%	90,9%	84,1%	73,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	72,9%	55,6%	51,8%	47,4%
ROE %	14,3%	10,7%	10,4%	11,2%
ROA %	11,1%	8,5%	8,4%	9,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	23,6	31,7	46,1	42,3
Số ngày phải thu	61,8	61,8	70,0	70,0
Số ngày phải trả	49,8	49,8	49,8	49,8
TG luân chuyển tiền	35,6	43,7	66,3	62,4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	2,1	2,3	2,2
CS thanh toán nhanh	1,5	2,0	2,2	2,1
CS thanh toán tiền mặt	0,9	1,2	1,4	1,1
Nợ vay/Tài sản	10,4%	9,5%	8,7%	2,9%
Nợ vay /Vốn sử dụng	11,7%	10,5%	9,6%	3,2%
Nợ vay /Vốn CSH	3,8%	0,3%	-1,9%	-6,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,2x	6,7x	7,8x	15,5x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	4.435	6.077	7.353	6.182
Đầu tư TC ngắn hạn	133	133	133	133
Các khoản phải thu	1.320	2.004	2.360	3.384
Hàng tồn kho	236	538	813	868
TS ngắn hạn khác	1.837	1.837	1.837	1.837
Tổng TS ngắn hạn	7.961	10.590	12.497	12.404
TS dài hạn (gộp)	655	670	685	700
- Khấu hao lũy kế	-381	-409	-435	-460
TS dài hạn (ròng)	273	261	250	240
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	53.045	55.727	60.057	63.279
Tổng TS dài hạn	53.318	55.988	60.307	63.518
Tổng Tài sản	61.279	66.577	72.804	75.923
Phải trả ngắn hạn	659	557	904	1.079
Nợ vay ngắn hạn	21	21	21	21
Nợ ngắn hạn khác	4.494	4.494	4.494	4.494
Tổng nợ ngắn hạn	5.174	5.072	5.419	5.594
Nợ vay dài hạn	6.380	6.327	6.318	2.161
Nợ dài hạn khác	1.357	1.357	1.357	1.357
Tổng nợ	12.911	12.755	13.093	9.111
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	23.288	23.288	23.288	23.288
Thặng dư vốn CP	47	47	47	47
Lợi nhuận giữ lại	27.040	32.494	38.383	45.484
Vốn khác	-2.007	-2.007	-2.007	-2.007
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	48.368	53.822	59.711	66.812
Tổng cộng nguồn vốn	61.279	66.577	72.804	75.923
CP lưu hành cuối năm (tr)	2.272	2.272	2.272	2.272

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	2.885	4.435	6.077	7.353
Lợi nhuận sau thuế	6.446	5.454	5.888	7.101
Khấu hao	1.381	1.591	1.669	1.758
Thay đổi vốn lưu động	-7.190	-1.088	-284	-904
Điều chỉnh khác	-3.900	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-3.262	5.957	7.273	7.956
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.686	-4.261	-5.988	-4.970
Đầu tư, ròng	5.694	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	3.008	-4.261	-5.988	-4.970
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.989	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	3.857	-54	-9	-4.157
Tiền từ các hoạt động TC khác	-64	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	1.804	-54	-9	-4.157
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.550	1.642	1.277	-1.171
Tiền cuối năm	4.435	6.077	7.353	6.182

Nguồn: VRE, dự báo của Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

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

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Mỹ Đình

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.