

CTCP VINPEARL (VPL)

Khả quan

BẤT ĐỘNG SẢN NGHỈ DƯỠNG – VUI CHƠI GIẢI TRÍ

Mở rộng tài sản, đón sóng du lịch

Giá hiện tại	VND77.500
Cao/Thấp 52 tuần	VND106.300/VND70.500
Giá mục tiêu	VND119.700
Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	54,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	54,0%

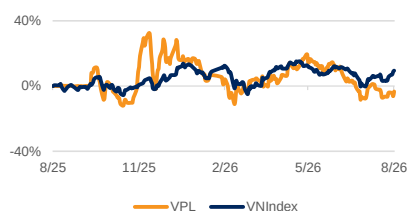
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	5.281,4
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,3
Sở hữu NN (tr USD)	2.358,3
Số CP lưu hành (tr)	1.793,3
Số CP sau pha loãng (tr)	1.793,3

	VPL	VNI
P/E trượt	46,6x	12,5x
P/B hiện tại	3,1x	2,1x
ROA	3,2%	2,6%
ROE	7,8%	16,6%

*dữ liệu ngày 27/8/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu	1T	3T	12T
VPL	0,3%	10,1%	32,9%
Tương quan VNI	-9,3%	0,5%	-11,8%

Cơ cấu sở hữu

Vingroup JSC	85,5%
Cổ đông khác	14,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Vinpearl là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực du lịch nghỉ dưỡng, khách sạn và vui chơi giải trí tích hợp, với danh mục tài sản hiện diện tại nhiều điểm đến du lịch trọng điểm trên toàn quốc. Tính đến cuối năm 2025, công ty sở hữu và vận hành 35 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 17.525 phòng quy đổi, 16 cơ sở vui chơi giải trí và chăm sóc sức khỏe, 6 sân golf và 3 trung tâm hội nghị – ẩm thực.

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phương Anh

anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VPL, với giá mục tiêu 119.700 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 54%.
- VPL là doanh nghiệp du lịch nghỉ dưỡng – vui chơi giải trí tích hợp hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu tài sản quy mô lớn tại các điểm đến trọng điểm. Dù mô hình asset-heavy phụ thuộc vào công suất khai thác, VPL có lợi thế nhờ quần thể tích hợp, vị trí tốt, thương hiệu cao cấp, chất lượng dịch vụ chuyên nghiệp và sự hỗ trợ từ hệ sinh thái Vingroup về thương hiệu, quỹ đất và vốn.
- Định giá tương đương EV/EBITDA 33,7x, phản ánh triển vọng tăng trưởng mạnh nhờ du lịch tăng tích cực và kế hoạch mở rộng dự án quy mô lớn.

Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự phóng LNR tăng trưởng 303%/140% svck trong năm 2026/27, đạt 4.437/10.667 tỷ đồng.
- VPL dự kiến mở rộng mạnh danh mục tài sản, với ~5.500 phòng khách sạn mới đến năm 2030 (+70% sv 2025) và 3 công viên giải trí VinWonders mới với tổng diện tích ~209 ha (+47% so với hiện tại).
- Kỳ vọng tỷ lệ nợ ròng/VCSH duy trì ở mức thấp, đạt 0,3x trong 2026/27.

Luận điểm đầu tư

Khách du lịch duy trì đà tăng trưởng tích cực bất chấp biến động Trung Đông

Du lịch duy trì đà tăng trưởng tích cực trong 7T2026. Chúng tôi dự báo khách quốc tế tăng 14% trong 2026, dẫn dắt bởi Nga, Ấn Độ và Đông Nam Á, và tăng 20% trong 2027 nhờ sự phục hồi của Trung Quốc, Hàn Quốc, tiếp tục tăng trưởng từ các thị trường mới, bên cạnh LTIA đi vào hoạt động, Việt Nam đăng cai APEC 2027 và giá vé máy bay hạ nhiệt. Khách nội địa dự kiến tăng 8-9%, được hỗ trợ bởi các chương trình kích cầu, sản phẩm du lịch đa dạng hơn và hạ tầng được đẩy mạnh.

Hiệu quả hoạt động tại các cơ sở hiện hữu tiếp tục cải thiện

Ở mảng khách sạn, việc đẩy mạnh khai thác khách Nga, Ấn Độ, Trung Đông sẽ giúp cải thiện công suất phòng, ADR và DT ngoài phòng nhờ thời gian lưu trú dài và mức chi tiêu cao. Chúng tôi kỳ vọng công suất phòng đạt 70%/73% (+14/3 điểm %), trong khi ADR tăng ~12–13% trong 2026/27. Ở mảng vui chơi giải trí, lợi thế địa điểm, chất lượng dịch vụ tốt, trò chơi đa dạng, và mức giá phù hợp giúp VinWonders (VW) thúc đẩy lượt khách đến công viên. Ngoài ra, việc gia tăng tỷ trọng vé combo, đẩy mạnh bán chéo trong hệ sinh thái và dịch vụ phụ trợ sẽ giúp tăng DT/khách. Chúng tôi kỳ vọng lượt khách và DT/khách tăng 13% và 20% trong 2026.

Đẩy mạnh mở rộng danh mục khách sạn và VinWonders

Về mảng khách sạn, chúng tôi cho rằng VPL sẽ đưa vào vận hành ~5.500 phòng đến năm 2030 (+70% sv số phòng năm 2025), từ các dự án Mỹ Lâm – Tuyên Quang, Hải Vân Bay và Cần Giờ. Chúng tôi kỳ vọng mảng khách sạn sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh từ năm 2027 trở đi, với tăng trưởng CAGR DT đạt 38% trong giai đoạn 2026–2030. Ở mảng vui chơi giải trí, VPL dự kiến khai trương thêm 3 VW, với tổng diện tích ~209 ha, tăng 47% so với hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ bứt phá từ năm 2028 trở đi, chủ yếu nhờ đóng góp của VW Cần Giờ, với tăng trưởng CAGR DT đạt 35% trong giai đoạn 2026–2030.

Bàn giao Pearl Bay và Hải Vân Bay hỗ trợ KQKD 2026–2030

Đối với Pearl Bay, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tiếp tục bàn giao khoảng 20% trong năm 2026, phần còn lại sẽ được bàn giao trong năm 2027. Trong khi đó, Hải Vân Bay dự kiến mở bán trong giai đoạn 2026–28 và bàn giao trong giai đoạn 2027–30.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu (% svck)	29,0%	55,3%	8,1%	17,8%	133,2%
Tăng trưởng EPS (% svck)	-72,0%	232,0%	-58,5%	302,7%	140,4%
Biên LN gộp	-27,8%	19,9%	34,7%	40,4%	53,3%
Biên LN ròng	7,2%	17,7%	7,1%	24,2%	25,0%
P/E (lần)	N/A	N/A	153,3	31,3	13,0
P/B (lần)	N/A	N/A	4,6	3,0	2,3
ROAE	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Nợ vay ròng/VCSH (%)	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3

Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

VPL là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực du lịch nghỉ dưỡng, khách sạn và vui chơi giải trí tích hợp, với danh mục tài sản hiện diện tại nhiều điểm đến du lịch trọng điểm trên toàn quốc. Tính đến cuối năm 2025, công ty sở hữu và vận hành 35 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với hơn 17.525 phòng quy đổi, 16 cơ sở vui chơi giải trí và chăm sóc sức khỏe, 6 sân golf và 3 trung tâm hội nghị – ẩm thực.

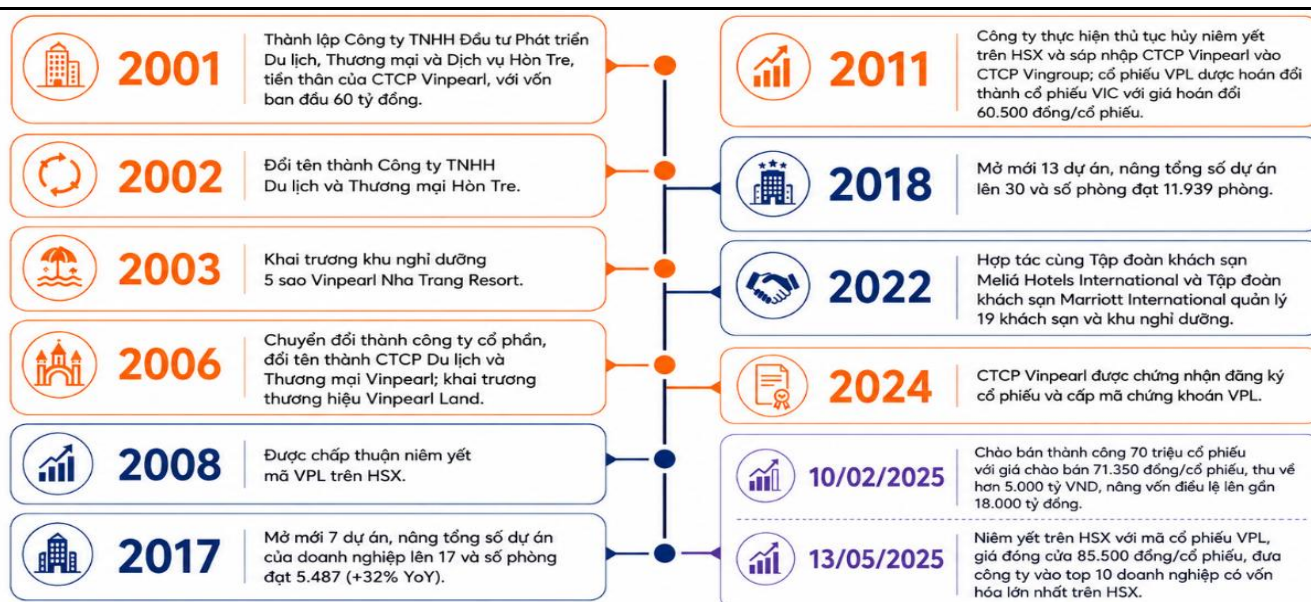
VPL hoạt động theo mô hình asset-heavy, với vốn đầu tư lớn và hiệu quả sinh lời phụ thuộc đáng kể vào công suất khai thác tài sản. Lợi thế của VPL nằm ở khả năng phát triển theo mô hình quần thể tích hợp (cluster) tại các điểm đến du lịch trọng điểm, vị trí tài sản tốt, định vị thương hiệu cao cấp, chất lượng dịch vụ chuyên nghiệp và sự hậu thuẫn từ hệ sinh thái Vingroup về thương hiệu, quỹ đất, tài chính và năng lực huy động vốn. Các yếu tố này giúp VPL gia tăng khả năng thu hút khách và nắm bắt chu kỳ tăng trưởng của ngành du lịch Việt Nam.

Lịch sử hình thành và cơ cấu tổ chức

Tiền thân của Vinpearl là Công ty TNHH Đầu tư Phát triển Du lịch, Thương mại và Dịch vụ Hòn Tre, được thành lập năm 2001. Công ty chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần vào năm 2006 và trở thành một phần của hệ sinh thái Vingroup sau thương vụ sáp nhập với Vincom vào năm 2011. Sau hơn hai thập kỷ phát triển, VPL đã mở rộng từ một dự án nghỉ dưỡng tại Nha Trang thành nền tảng du lịch – nghỉ dưỡng quy mô toàn quốc, với các điểm đến trọng điểm tại Nha Trang, Phú Quốc, Nam Hội An, Hạ Long, Hải Phòng và nhiều địa phương khác.

Công ty chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM vào ngày 13/05/2025 với mã cổ phiếu VPL, đánh dấu bước phát triển quan trọng trên thị trường vốn. Về mô hình kinh doanh cốt lõi, VPL hiện hoạt động trên bốn mảng chính gồm: 1) khách sạn và nghỉ dưỡng, 2) vui chơi giải trí, 3) sân golf, và 4) hội nghị và ẩm thực thông qua thương hiệu VinPalace.

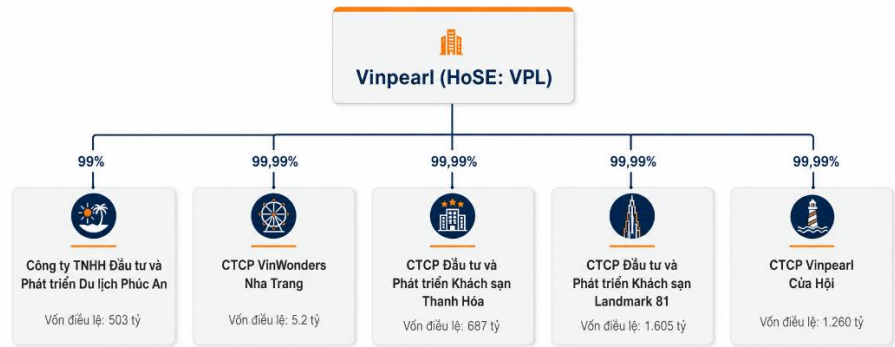
Hình 1: Lịch sử hình thành



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Về cơ cấu tổ chức, VPL vận hành theo mô hình holding sở hữu và vận hành tài sản du lịch tích hợp, trong đó công ty mẹ nắm quyền chi phối gần như tuyệt đối tại các công ty con sở hữu/vận hành các tài sản trọng yếu. Tỷ lệ sở hữu cao, phần lớn trên 99%, giúp VPL kiểm soát chặt dòng tiền, chiến lược vận hành và các quyết định tái cấu trúc tài sản, đồng thời hỗ trợ triển khai đồng bộ hệ sinh thái tại từng điểm đến.

Hình 2: Cơ cấu tổ chức năm 2025

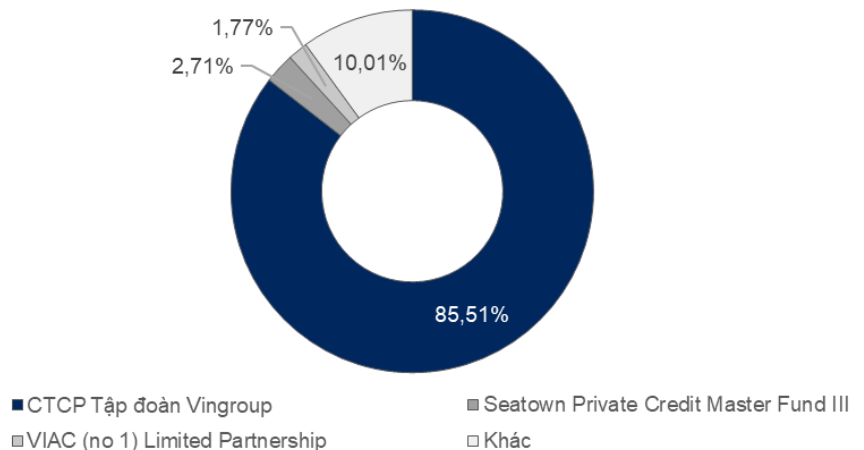


Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu cổ đông cô đặc

Vingroup hiện là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 85,51%, qua đó có ảnh hưởng chi phối đến định hướng chiến lược và hoạt động kinh doanh của công ty. Việc nằm trong hệ sinh thái Vingroup giúp VPL hưởng lợi từ sức mạnh thương hiệu, khả năng tiếp cận quỹ đất tại các vị trí chiến lược, cũng như năng lực hỗ trợ tài chính và huy động vốn.

Hình 3: Cơ cấu sở hữu

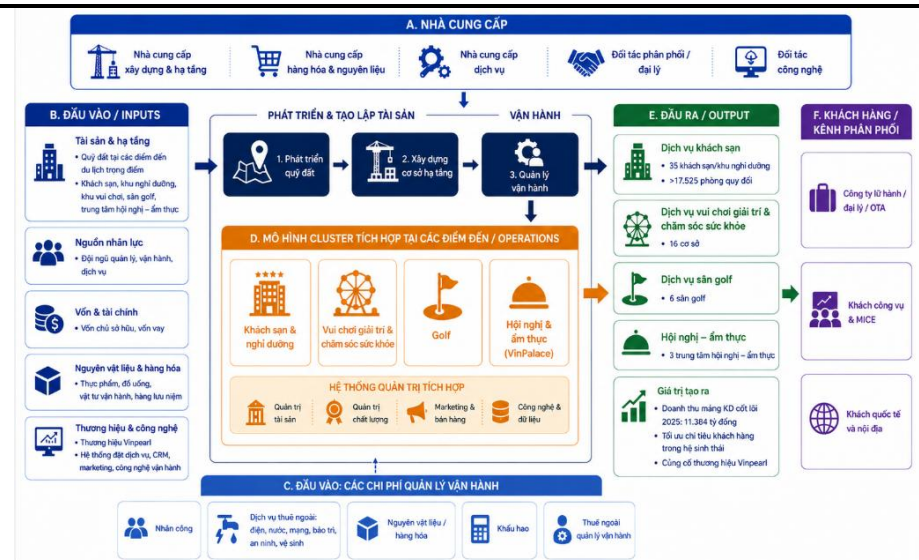


Nguồn: Fiin, VNDIRECT RESEARCH

Mô hình và hoạt động kinh doanh doanh nghiệp

Vinpearl hoạt động trong 4 mảng kinh doanh thường xuyên gồm khách sạn – nghỉ dưỡng, vui chơi giải trí, sân golf, và hội nghị – ẩm thực. Khách sạn và công viên giải trí là hai mảng chính, lần lượt đóng góp 46% và 39% DT mảng kinh doanh thường xuyên trong năm 2025 (không bao gồm BĐS). Bên cạnh đó, Vinpearl còn phát triển BĐS, mảng có DT không thường xuyên và biến động theo tiến độ dự án, nhưng thường đóng góp lớn vào KQKD nhờ quy mô DT và biên LN cao.

Hình 4: Mô hình hoạt động kinh doanh



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Vinpearl hiện là một trong những doanh nghiệp du lịch – nghỉ dưỡng hàng đầu, sở hữu và/hoặc vận hành hệ thống quy mô lớn trên toàn quốc, gồm 35 khách sạn/khu nghỉ dưỡng với 17.525 phòng quy đổi, 16 cơ sở vui chơi giải trí và chăm sóc sức khỏe, 6 sân golf và 3 trung tâm hội nghị – ẩm thực. Hệ thống của Vinpearl được phát triển theo hai mô hình chính: quần thể nghỉ dưỡng tích hợp tại các điểm đến du lịch trọng yếu như Nha Trang, Phú Quốc, Nam Hội An; và khách sạn đô thị phục vụ khách công vụ, hội nghị và lưu trú ngắn ngày.

Hình 5: Phần lớn các tài sản của VPL được đặt trong các siêu quần thể



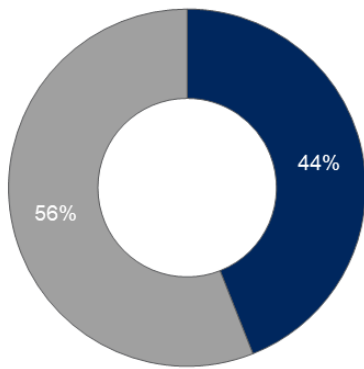
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Khách sạn và resorts

Về cơ cấu tài sản, VPL hiện sở hữu và kiểm soát khoảng 44% tổng số phòng quy đổi; đây là nhóm tài sản mà công ty ghi nhận đầy đủ DT và CP. Phần còn lại là các tài sản do VPL quản lý/vận hành thuê cho chủ đầu tư khác, bao gồm cả các condotel và biệt thự biển, từ đó VPL chỉ ghi nhận phí quản lý. Về cơ cấu quản lý vận hành, khoảng 45% tài sản trực tiếp quản lý bởi VPL, phần còn lại hợp tác vận hành với các thương hiệu quốc tế như Melia và Marriott, giúp mở rộng tệp khách hàng quốc tế và nâng cao tiêu chuẩn dịch vụ.

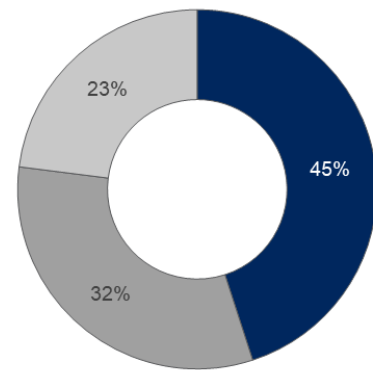
Hình 6: Số lượng phòng theo hình thức sở hữu

Hình 7: Số lượng phòng theo cơ cấu quản lý vận hành



■ Thuộc sở hữu và kiểm soát của VPL ■ Khác

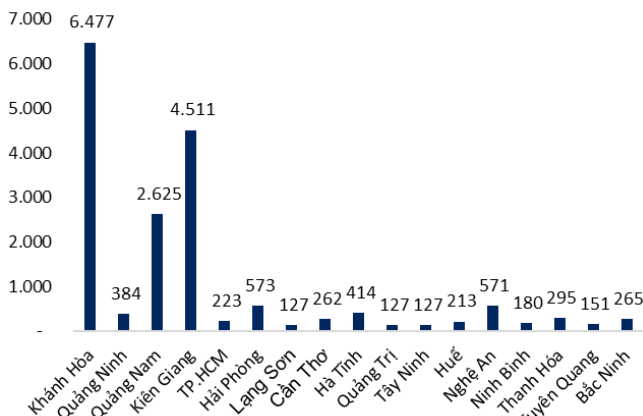
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH



■ Vinpearl quản lý ■ Melia quản lý ■ Marriott quản lý

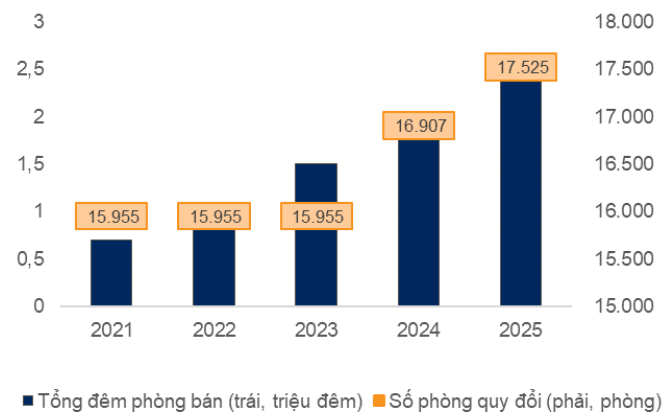
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Số lượng phòng theo địa điểm (trước sáp nhập, bao gồm các cơ sở VPL sở hữu và quản lý)



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Số đêm phòng bán và số phòng quy đổi trong giai đoạn 2021-2025



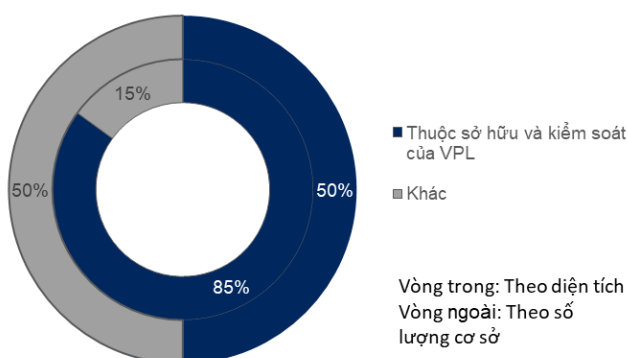
■ Tổng đêm phòng bán (trái, triệu đêm) ■ Số phòng quy đổi (phải, phòng)

Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

VinWonders

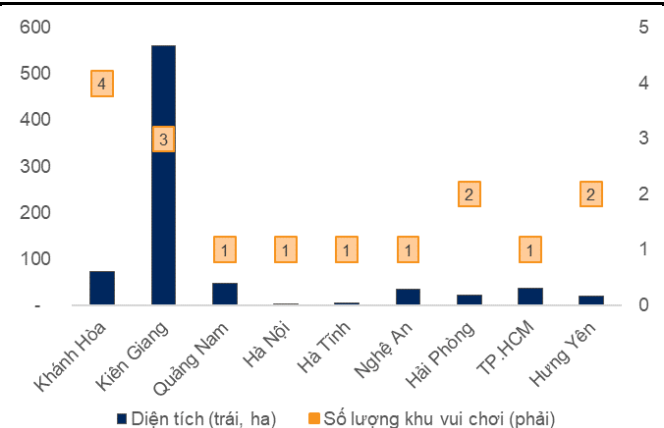
VinWonders là cấu phần quan trọng trong hệ sinh thái nghỉ dưỡng tích hợp của Vinpearl, không chỉ tạo thêm nguồn DT trực tiếp từ vé vào cửa và chi tiêu trong công viên, mà còn giúp kéo dài thời gian lưu trú, hỗ trợ mặt bằng giá phòng, tạo khác biệt so với các mô hình khách sạn độc lập, marketing cho hệ thống khách sạn Vinpearl. Về cơ cấu sở hữu, VPL hiện sở hữu và kiểm soát 8 cơ sở VW với tổng diện tích ~681 ha, và là nhóm tài sản mà công ty ghi nhận đầy đủ DT và CP. Phần còn lại VPL đóng vai trò là đơn vị quản lý vận hành và chỉ ghi nhận phí quản lý.

Hình 10: Diện tích dự án theo hình thức sở hữu



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

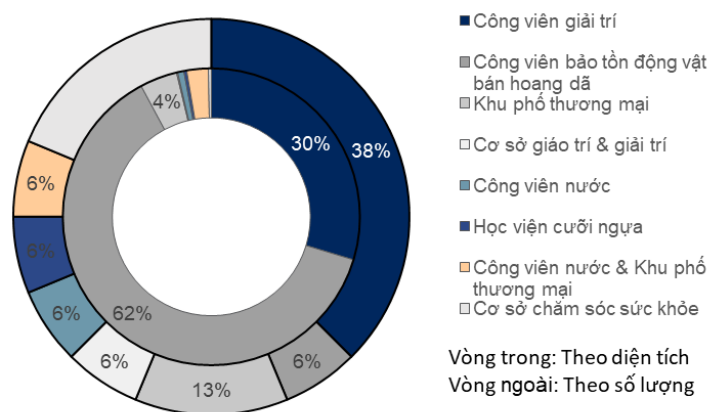
Hình 11: Diện tích dự án theo địa điểm (trước sáp nhập)



■ Diện tích (trái, ha) ■ Số lượng khu vui chơi (phải)

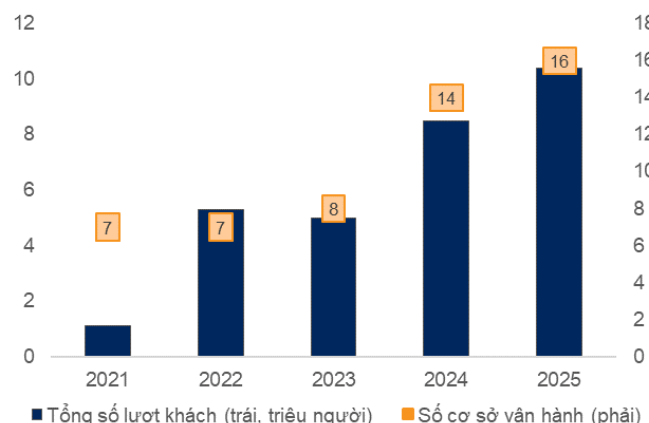
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Cơ cấu diện tích/số lượng cơ sở theo loại hình giải trí



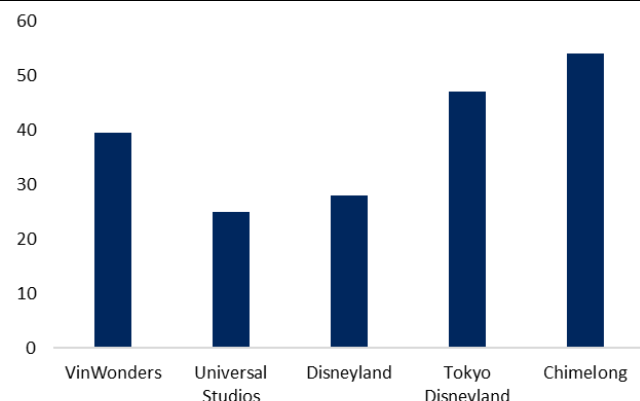
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tổng số lượt khách và số cơ sở vận hành giai đoạn 2021-2025



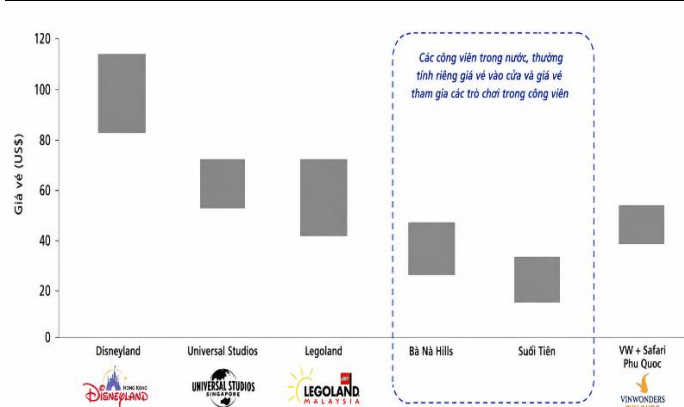
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Diện tích TB một cơ sở VW xấp xỉ sv các đối thủ tầm cỡ trong khu vực ...



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: ... trong khi mức giá chỉ ở mức tương đồng và thấp hơn



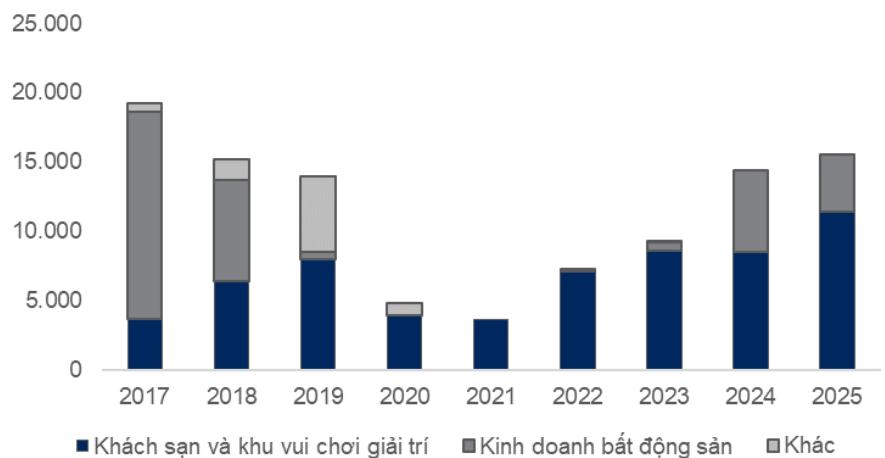
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu tài chính

Doanh thu phục hồi nhờ hoạt động du lịch trở lại tích cực

Cơ cấu doanh thu của VPL gồm hai nhóm chính: (1) hoạt động kinh doanh cốt lõi, bao gồm khách sạn, công viên giải trí và sân golf, tạo nguồn DT thường xuyên; và (2) kinh doanh BĐS, có tính chất không thường xuyên và đột biến theo tiến độ chuyển nhượng/bàn giao dự án. Trong giai đoạn 2020–2022, doanh thu VPL suy giảm do cả hai mảng đều chịu tác động tiêu cực từ Covid và sự gián đoạn của ngành du lịch. Từ năm 2022, DT bắt đầu phục hồi và đến năm 2025 đạt khoảng 15.539 tỷ đồng, vượt mức trước dịch, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành du lịch bên cạnh khả năng thích ứng nhanh và chủ động của công ty trong việc điều chỉnh chiến lược kinh doanh theo nhu cầu thị trường và ghi nhận DT từ chuyển nhượng BĐS.

Hình 16: Doanh thu biến động mạnh do sự gián đoạn của ngành du lịch và chuyển nhượng BĐS

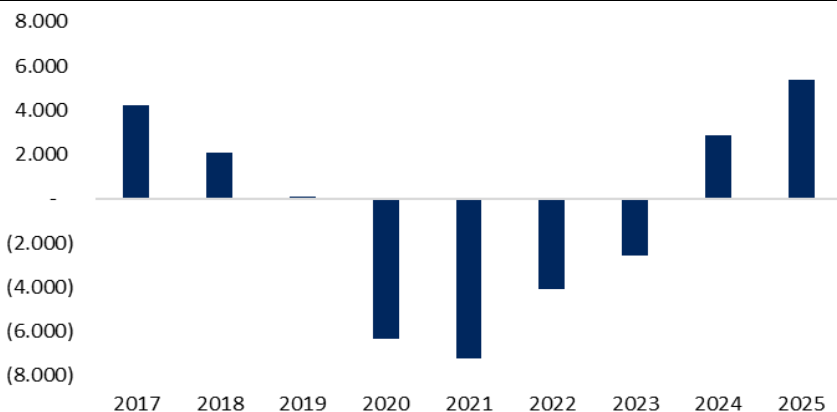


Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

LN gộp tăng trưởng mạnh nhờ DT từ BĐS và du lịch tích cực

Giai đoạn 2020–2023, VPL ghi nhận lỗ gộp do DT sụt giảm mạnh trong khi cơ cấu chi phí cố định lớn tại mảng khách sạn và khu vui chơi. Năm 2024 đánh dấu bước phục hồi rõ rệt khi lợi nhuận gộp đạt 2.863 tỷ đồng, chủ yếu nhờ mảng khách sạn chuyển từ lỗ sang lãi sau quá trình tối ưu chi phí, cùng với đóng góp tiếp tục từ mảng BĐS từ các dự án tại Nha Trang & Phú Quốc. Sang 2025, lợi nhuận gộp tăng mạnh 88% YoY, đạt 5.394 tỷ đồng, nhờ DT và biên LN cải thiện khi lượng khách tăng giúp tối ưu chi phí khấu hao, vận hành, bên cạnh 2.974 tỷ đồng đóng góp từ mảng BĐS.

Hình 17: LN gộp tăng trưởng mạnh nhờ DT từ BĐS và du lịch tích cực

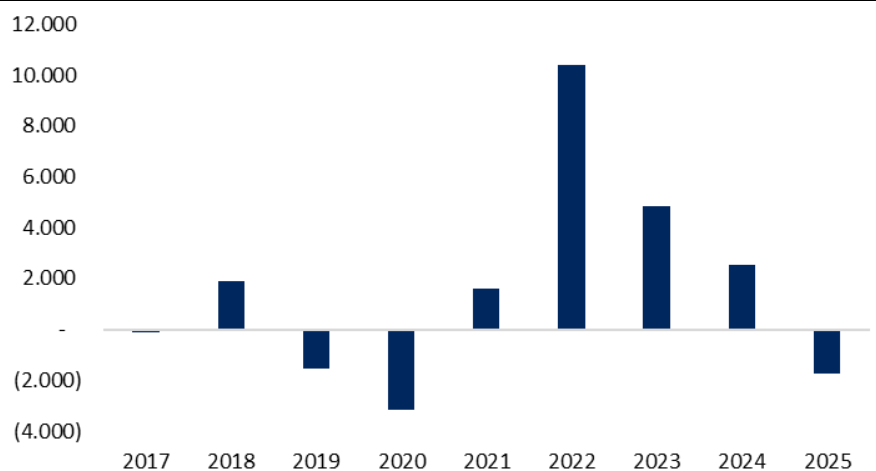


Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động tài chính đang dần đóng góp ít hơn vào LNST

Trong giai đoạn 2020–2024, KQKD của VPL chịu ảnh hưởng đáng kể từ các giao dịch tài chính và tái cấu trúc tài sản, trong đó đối tác chủ yếu là các bên liên quan trong hệ sinh thái Vingroup. Các giao dịch này khiến lợi nhuận biến động mạnh, cụ thể như năm 2021, công ty ghi nhận thu nhập từ hoán đổi trái phiếu; năm 2022, doanh thu tài chính tăng đột biến lên 13,5 nghìn tỷ đồng, chủ yếu từ chuyển giao VinWonders Nha Trang và một số công ty con khác. Giai đoạn 2023–2024, VPL tiếp tục ghi nhận các khoản thu lớn từ chuyển nhượng Vinpearl Landmark 81, Vinpearl Thanh Hóa và các cấu phần hợp tác kinh doanh liên quan đến biệt thự biển, condotel. Trong năm 2025, lợi nhuận từ hoạt động tài chính bắt đầu giảm và ghi nhận mức âm 1.724 tỷ đồng chủ yếu do chi phí mua lại trái phiếu. Nhờ sự phục hồi tích cực của ngành du lịch bên cạnh khả năng nắm bắt xu hướng thị trường và triển khai linh hoạt các chiến lược kinh doanh của Công ty, hoạt động kinh doanh cốt lõi của VPL bắt đầu tạo ra nguồn lợi nhuận ổn định để thay thế cho những khoản lợi nhuận không bền vững từ hoạt động tài chính.

Hình 18: LN tài chính giảm dần trong giai đoạn 2021-2025



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Đại hội đồng cổ đông 2026

Kế hoạch LNST 2026 tăng mạnh nhờ cải thiện hiệu quả vận hành

VPL đặt kế hoạch DT 16.000 tỷ đồng (+3% svck) và LNST 3.000 tỷ đồng (+172% svck). Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu kỳ vọng đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, chuyển biến tích cực từ công tác quản trị tài chính dẫn đến chi phí tài chính giảm và đến từ hiệu quả hoạt động kinh doanh BDS.

Chiến lược 2026: Tập trung đồng thời vào mở rộng quy mô và nâng hiệu quả vận hành

VPL tiếp tục chiến lược (1) đa dạng hóa nguồn khách và thị trường, củng cố khách nội địa, và các thị trường truyền thống như Hàn Quốc, Nga/CIS, đồng thời đẩy mạnh khai thác các thị trường đường dài có mức chi tiêu cao như Úc, Mỹ và châu Âu và các thị trường mới nổi có tiềm năng tăng trưởng cao như Ấn Độ, Đông Nam Á; (2) đa dạng hóa kênh bán, tăng hợp tác OTA và mở rộng hoạt động bán hàng tại các thị trường mục tiêu; (3) phát triển các sản phẩm “all-in-one” thay vì các sản phẩm đơn lẻ, đồng thời mở rộng chuỗi giá trị trải nghiệm hoàn thiện bao gồm ẩm thực, chăm sóc sức khỏe, hội nghị và sự kiện; (4) phát triển sản phẩm mới CCRC. Các mục tiêu chiến lược trên sẽ được thúc đẩy và hiện thực hóa hiệu quả hơn thông qua chuyển đổi số, đồng thời Công ty luôn hướng tới mục tiêu phát triển bền vững.

Tuyên Quang là điểm nhấn năm 2026; Cần Giờ và Hạ Long Xanh hỗ trợ tăng trưởng trung hạn

VPL dự kiến khai trương các cấu phần nghỉ dưỡng và giải trí tại dự án Mỹ Lâm - Tuyên Quang trong Q4/26, gồm khách sạn, VinWonders và sân golf, bên cạnh định hướng phát triển cộng đồng hưu trí. Trong giai đoạn 2027–30, VPL tiếp tục đưa các cấu phần tại Cần Giờ và Hạ Long Xanh vào vận hành dự kiến hoàn thành từ cuối 2027–28.

Huy động vốn phục vụ chu kỳ mở rộng mới

ĐHĐCĐ cũng thông qua phương án chào bán riêng lẻ tối đa 100 triệu cổ phiếu ưu đãi cổ tức có quyền chuyển đổi với giá 80.000 đồng/cp, tương ứng quy mô huy động tối đa 8.000 tỷ đồng, nhằm bổ sung nguồn vốn cho các dự án và phục vụ nhu cầu kinh doanh. Việc huy động vốn giúp VPL củng cố nguồn lực cho kế hoạch mở rộng trong trung hạn, dù có thể phát sinh pha loãng khi cổ phiếu ưu đãi được chuyển đổi

Báo cáo KQKD Q2/26

Hình 19: KQKD Q2/26

(Tỷ đồng)	Q2/26	Q2/25	% svck	6M26	% svck
Doanh thu	3.310	2.942	13%	6.795	15%
Dịch vụ khách sạn, du lịch, vui chơi giải trí	3.326	2.724	22%	6.853	33%
Chuyển nhượng BDS	(17)	218	-108%	(58)	-108%
Lợi nhuận gộp	1.158	769	51%	2.325	44%
Biên lợi nhuận gộp (%)	35%	26%	+9 ppts	34,2%	+7 ppts
Dịch vụ khách sạn, du lịch, vui chơi giải trí (%)	37%	24%	+13 ppts	35,6%	+14 ppts
Chuyển nhượng BDS (%)	N/A	50%	N/A	N/A	N/A
EBITDA	1.647	1.233	34% pts	2.961	29% pts
Biên EBITDA (%)	50%	42%	+8 ppts	43,6%	+5 ppts
Doanh thu tài chính	936	475	97%	2.911	194%
Chi phí tài chính	(711)	(513)	39%	(3.019)	221%
Lợi nhuận ròng	632	168	276%	2.140	726%
Biên lợi nhuận ròng (%)	19%	6%	+13 ppts	31,5%	+27 ppts

Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q2/26 duy trì tích cực, biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện

VPL ghi nhận DT Q2/26 đạt 3.310 tỷ đồng (+12,5% svck), trong đó doanh thu từ hoạt động cốt lõi tăng mạnh 22,1% svck lên 3.326 tỷ đồng. LNG đạt 1.158 tỷ đồng (+50,7% svck), qua đó biên LNG cải thiện mạnh 8,9 điểm % lên 35,0%, chủ yếu nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn từ các mảng dịch vụ cốt lõi, hiệu suất

khai thác tài sản tốt hơn và doanh thu/khách cải thiện. LNST đạt 632 tỷ đồng, gấp 3,8 lần svck, đưa LNST 6T26 lên 2.140 tỷ đồng (+727% svck), hoàn thành khoảng 71% kế hoạch năm. Biên EBITDA hợp nhất cũng tăng 7,9 điểm % svck lên 49,8%, phản ánh chất lượng tăng trưởng và hiệu quả vận hành cải thiện rõ rệt.

Mảng khách sạn – nghỉ dưỡng hưởng lợi mạnh từ khách quốc tế

Trong 2Q26, DT khách sạn đạt 1.596 tỷ đồng (+26,7% svck), trong khi EBITDA tăng mạnh 73,1% lên 484 tỷ đồng, tương ứng biên EBITDA khoảng 30%. Trên toàn hệ thống vận hành, doanh thu khách sạn đạt 3.290 tỷ đồng (+39,8% svck), nhờ ADR tăng 13,6% và công suất phòng tăng 9,4 điểm % lên 62,7%. Nha Trang dẫn dắt tăng trưởng với doanh thu +51,2% svck và công suất phòng 71,3%, được hỗ trợ bởi mùa cao điểm và lượng khách Nga/CIS tăng khoảng 129%; trong khi Phú Quốc vẫn tăng gần 40% dù chưa vào mùa cao điểm nhờ sự phục hồi mạnh của khách Nga và Ấn Độ.

VinWonders tăng trưởng mạnh nhờ gia tăng chi tiêu bình quân trên khách

DT VinWonders đạt 1.561 tỷ đồng (+25,5% svck) trong 2Q26. Trên toàn hệ thống vận hành, DT đạt 1.849 tỷ đồng (+22,0% svck) trong khi lượng khách chỉ tăng 3,5% lên 3,26 triệu lượt, DT bình quân/khách tăng 17,9% lên 568 nghìn đồng. Động lực chính đến từ điều chỉnh giá vé, gia tăng tỷ trọng kênh trực tiếp/online, giảm phụ thuộc vào các kênh chiết khấu cao và mở rộng doanh thu từ bundle, F&B, merchandise và các dịch vụ tại điểm đến. EBITDA VinWonders tăng 27,0% svck lên 1.063 tỷ đồng, với biên EBITDA đạt khoảng 68%.

2H26 kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ mùa cao điểm

Ban lãnh đạo kỳ vọng KQKD 2H26 tiếp tục cải thiện, nhờ công suất phòng và ADR duy trì xu hướng tăng, mùa du lịch của khách quốc tế bước vào giai đoạn cao điểm và lượng khách quốc tế tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.

Triển vọng 2026-2027

Hình 20: Cập nhật dự phóng giai đoạn 2026-2027

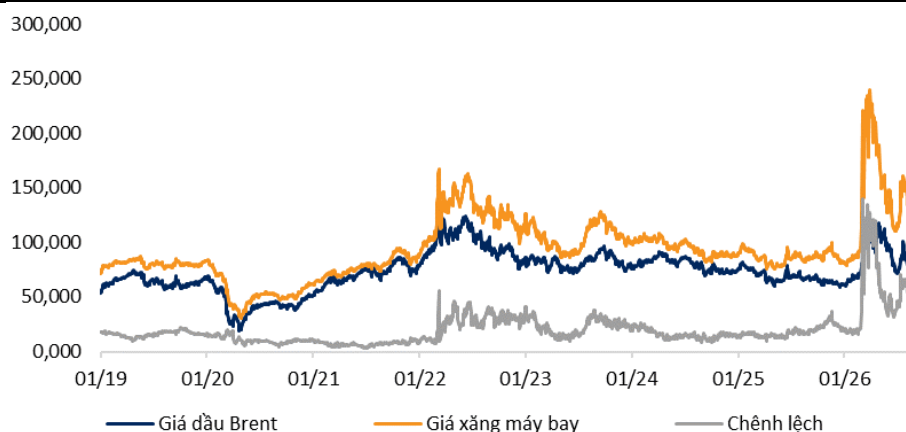
(Tỷ đồng)	Dự phóng			% svck		Ghi chú
	2025	2026	2027	2026	2027	
Doanh thu	15.556	18.326	42.739	17,8%	133,2%	
Khách sạn và vui chơi giải trí	11.384	15.516	19.880	36,3%	28,1%	Chúng tôi dự phóng DT năm 2026/27 tăng 36%/28% chủ yếu nhờ cải thiện hiệu suất hoạt động của các cơ sở hiện hữu
BDS	4.172	2.811	22.859	-32,6%	713,3%	Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng VPL sẽ hạch toán ~20% dự án Pearl Bay. Sang năm 2027, DT sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi việc bàn giao phần còn lại của Pearl Bay và một phần dự án Hải Vân Bay
Giá vốn hàng bán	(10.145)	(10.928)	(19.963)	7,7%	82,7%	
Lợi nhuận gộp	5.394	7.398	22.776	37,1%	207,9%	
Biên LN gộp (%)	34,7%	40,4%	53,3%	5,7 đ %	12,9 đ %	Biên LN gộp tăng mạnh trong năm 2027 chủ yếu do đóng góp nhiều hơn trong cơ cấu DT từ BDS, mảng vốn có biên LN gộp cao hơn
Chi phí bán hàng	(527)	(586)	(1.551)	11,3%	164,4%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(2.067)	(2.382)	(3.270)	15,2%	37,3%	
Lợi nhuận hoạt động	2.800	4.429	17.956	58,2%	305,4%	
Doanh thu tài chính	1.961	3.461	1.789	76,5%	-48,3%	DT/chi phí tài chính tăng mạnh do lãi/lỗ liên quan đến hoán đổi trái phiếu chuyển đổi
Chi phí tài chính	(3.685)	(3.994)	(2.715)	8,4%	-32,0%	
Thu nhập ròng khác	(59)	1.650	(235)	-2873,5%	-114,2%	Thu nhập khác năm 2026 tăng mạnh chủ yếu do lãi từ bán khách sạn ở Hạ Long
Lợi nhuận trước thuế	1.017	5.547	16.795	445,5%	202,8%	
Lợi nhuận ròng	1.102	4.437	10.667	302,7%	140,4%	

Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Giá dầu hạ nhiệt từ cuối 2026 hỗ trợ phục hồi nhu cầu du lịch

Giá dầu duy trì ở mức cao trong năm 2026 khiến chi phí nhiên liệu và giá vé máy bay gia tăng, qua đó phần nào hạn chế nhu cầu du lịch, đồng thời buộc các hãng hàng không phải cắt giảm tần suất hoặc tái phân bổ công suất sang các đường bay có hiệu quả khai thác tốt hơn. Tuy nhiên, với giá dầu Brent được EIA dự báo đạt trung bình khoảng 85 USD/thùng trong Q3/26 và giảm dần khi nguồn cung Trung Đông phục hồi, xuống khoảng 69 USD/thùng trong năm 2027, chúng tôi kỳ vọng giá vé máy bay sẽ bắt đầu hạ nhiệt từ cuối 2026 và giảm rõ hơn trong 2027, qua đó hỗ trợ sự phục hồi của nhu cầu đi lại và lượng khách du lịch.

Hình 21: Giá dầu hạ nhiệt kéo theo giá nhiên liệu máy bay giảm

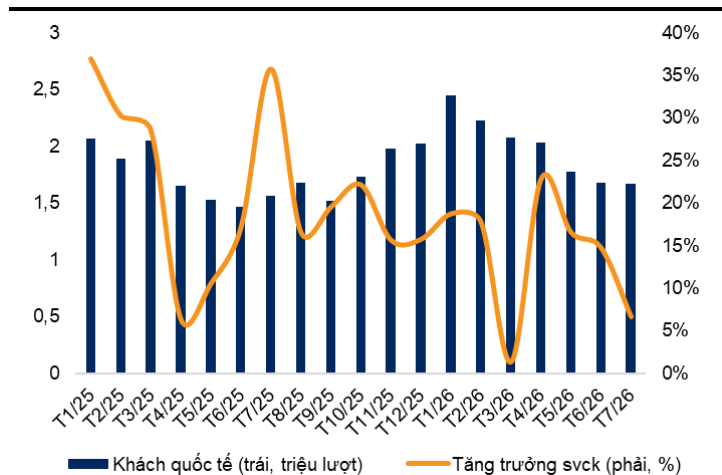


Lượng khách và tổng thu du lịch tăng trưởng tốt bất chấp biến động

Tăng trưởng khách quốc tế mở rộng ngoài hai thị trường truyền thống

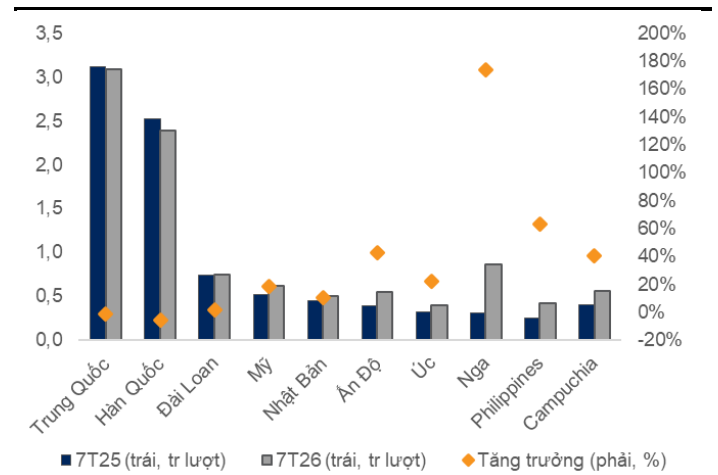
Trong 7T26, lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 13,9 triệu lượt, tăng 13,8% svck. Trung Quốc tiếp tục là thị trường lớn nhất với khoảng 3,1 triệu lượt, giảm khoảng 1,1% svck, trong khi Hàn Quốc đứng thứ hai với khoảng 2,4 triệu lượt, giảm khoảng 5,5% svck. Trong bối cảnh hai thị trường truyền thống suy giảm nhẹ, động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ các thị trường mới và đường dài. Nga đạt khoảng 864 nghìn lượt, tăng 174% svck, trong khi Ấn Độ tăng 42,9% svck. Các thị trường Đông Nam Á cũng duy trì tăng trưởng tích cực, nổi bật là Philippines (+63,6%), Campuchia (+40,8%), Singapore (+31,0%), Indonesia (+27,3%) và Malaysia (+21,6%).

Hình 22: Lượng khách quốc tế



Nguồn: NSO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Các thị trường khách du lịch chính đến Việt Nam



Nguồn: NSO, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng khách du lịch quốc tế năm 2026 tăng trưởng TB 14%, chủ yếu do:

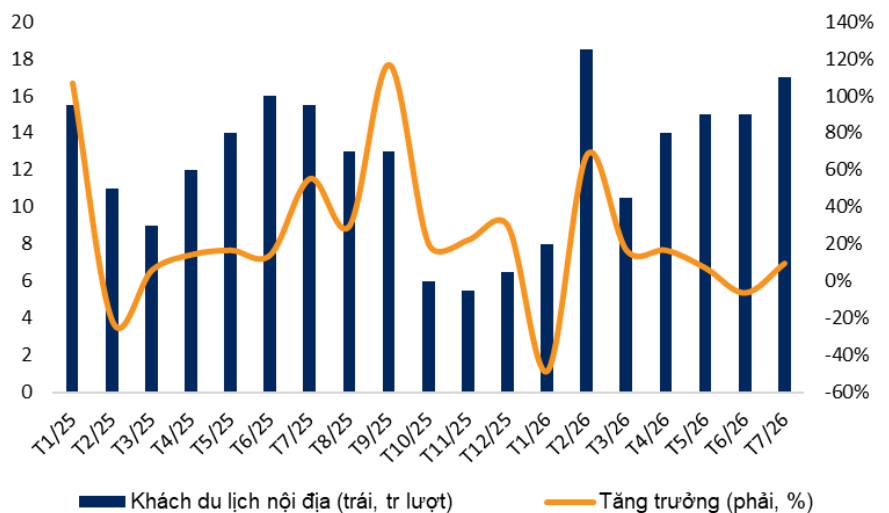
- Trung Quốc và Hàn Quốc, hai thị trường lớn chiếm khoảng 40% tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam, dự kiến giảm nhẹ lần lượt 1% và 5%. Với Hàn Quốc, giá vé máy bay tăng cao làm suy yếu nhu cầu du lịch tới Đông Nam Á, trong khi một số hãng hàng không cắt giảm đường bay tới Đà Nẵng và Phú Quốc để chuyển công suất sang Nhật Bản và Trung Quốc. Trong khi đó, lượng khách Trung Quốc dự kiến giảm nhẹ chủ yếu do nền so sánh cao trong năm 2025 và sự cạnh tranh ngày càng lớn từ các điểm đến quốc tế khác.
- Châu Âu tăng trưởng TB 50% trong đó nổi bật là khách Nga được kỳ vọng tăng trưởng TB 170%, nhờ sự chuyển hướng do yếu tố địa chính trị, khôi phục/mở rộng đường bay thẳng, lợi thế nghỉ dưỡng biển với chi phí cạnh tranh và thời gian lưu trú dài, thường 15–30 ngày; chính sách miễn thị thực 45 ngày và e-visa tối đa 90 ngày cũng hỗ trợ nhóm khách nghỉ dưỡng dài ngày.
- Đông Nam Á kỳ vọng duy trì tăng trưởng tích cực TB 30%, nhờ hưởng lợi từ khoảng cách gần, tần suất bay nội khối cao, chi phí cạnh tranh và xu hướng ưu tiên du lịch ngắn ngày trong khu vực; trong bối cảnh chi phí hàng không chịu áp lực từ giá nhiên liệu và tỷ giá, các tuyến bay ngắn có lợi thế tương đối tốt hơn so với tuyến đường dài.
- Ấn Độ kỳ vọng tăng trưởng TB 45%, được hỗ trợ bởi tầng lớp trung lưu mở rộng nhanh chóng và nhu cầu du lịch nước ngoài gia tăng. Việc đơn giản hóa thủ tục visa và gia tăng các chuyến bay thẳng, đặc biệt giữa New Delhi và Mumbai (Ấn Độ) với TP.HCM và Hà Nội, được kỳ vọng thúc đẩy mạnh mẽ hoạt động du lịch.

Trong năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng ~20% svck, nhờ sự phục hồi của các thị trường truyền thống như Trung Quốc và Hàn Quốc, trong khi các thị trường tăng trưởng nhanh như Nga, Ấn Độ và một số nước châu Âu tiếp tục duy trì đà tích cực. Sự tăng trưởng này hỗ trợ bởi sân bay Long Thành đi vào hoạt động, Việt Nam đăng cai APEC 2027 và mặt bằng giá vé máy bay dần hạ nhiệt.

Du lịch nội địa tăng trưởng ổn định, hưởng lợi từ kích cầu và hạ tầng

Trong 7T26, khách du lịch nội địa đạt khoảng 98 triệu lượt, tăng 5,4% svck và hoàn thành khoảng 65% kế hoạch năm. Riêng T7/26, khách nội địa đạt khoảng 17 triệu lượt, tăng 9,7% svck, cao hơn mức tăng 4,5% của 6T26, cho thấy nhu cầu du lịch nội địa đã cải thiện trong cao điểm hè. Các chỉ báo nhu cầu cũng tương đối tích cực khi Traveloka ghi nhận lượng tìm kiếm lưu trú nội địa trong T4–5/26 tăng 46% so với T1–2/26, với xu hướng tập trung vào các chuyến đi ngắn ngày và điểm đến biển có kết nối thuận tiện. Chúng tôi kỳ vọng du lịch nội địa tiếp tục được hỗ trợ trong 2H26 bởi các chương trình kích cầu, sản phẩm du lịch mới và cải thiện kết nối hạ tầng với mức tăng khách du lịch 8%-9% trong năm 2026/27.

Hình 24: Khách du lịch nội địa

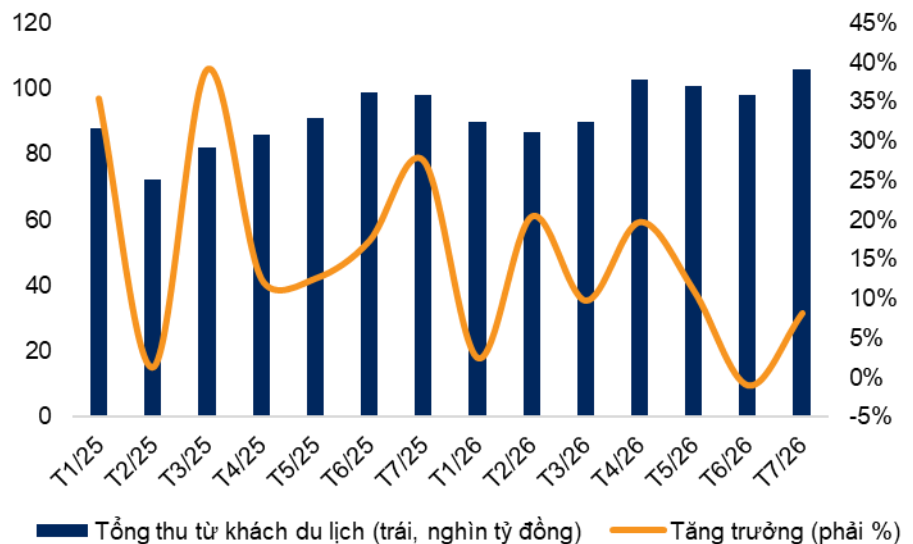


Nguồn: NSO, VNDIRECT RESEARCH

Tổng thu du lịch duy trì tăng trưởng tích cực

Trong 7T26, tổng thu từ khách du lịch đạt khoảng 675 nghìn tỷ đồng, tăng 9,6% svck và hoàn thành khoảng 60% mục tiêu 1.125 nghìn tỷ đồng của năm 2026. Riêng tháng 7, tổng thu ước đạt khoảng 106 nghìn tỷ đồng, tăng 8,2% svck. Trong cả năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tổng thu du lịch đạt khoảng 1.125 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 12–13% svck, nhờ mùa cao điểm khách quốc tế trong quý 4, lượng khách nội địa duy trì tăng trưởng và mức chi tiêu/khách cải thiện. Sang 2027, tổng thu du lịch được kỳ vọng duy trì tăng khoảng 12% svck lên 1.260 nghìn tỷ đồng.

Hình 25: Tổng thu từ khách du lịch



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hiệu quả hoạt động tại các cơ sở hiện hữu tiếp tục cải thiện

Khách quốc tế dẫn dắt tăng trưởng công suất phòng hiện hữu

Chúng tôi kỳ vọng, với số phòng VPL trực tiếp ghi nhận toàn bộ DT/chí phí, công suất phòng đạt 70%/73%, với giá phòng bình quân (ADR) tăng 12%-13% trong 2026/27, trong khi tỷ lệ DT ngoài phòng trên DT phòng TB tăng nhẹ. Mức công suất phòng cả năm 2026 cao hơn 6T26 là hợp lý do tính mùa vụ, khi nửa cuối năm thường là mùa cao điểm của khách du lịch. Tăng trưởng được hỗ trợ chủ yếu bởi sự tăng trưởng của số lượng khách quốc tế, nhóm chiếm khoảng 70–80% cơ cấu khách của VPL, chủ yếu đến từ Hàn Quốc, Trung Quốc và Nga, bên cạnh đóng góp ngày càng tăng từ Ấn Độ và Trung Đông. Đặc biệt, nhóm khách Nga, Ấn Độ và Trung Đông thường có thời gian lưu trú dài, giúp cải thiện công suất phòng, hỗ trợ tăng ADR và thúc đẩy chỉ tiêu ngoài phòng như F&B, và dịch vụ bổ trợ.

Khách nội địa thúc đẩy tăng trưởng lượt khách tại VinWonders

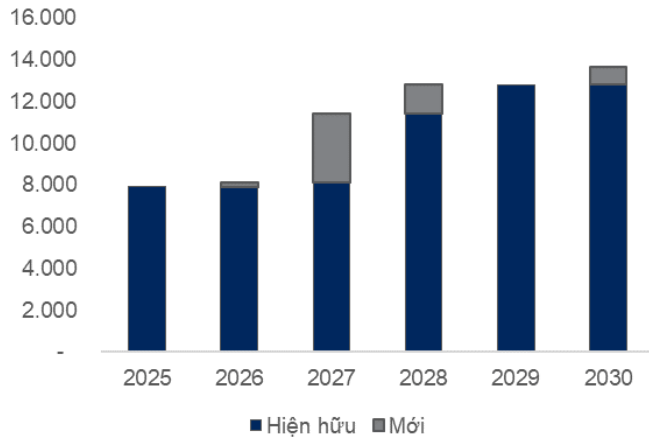
Tập khách hàng của VinWonders (VW) chủ yếu là khách nội địa. Nhờ lợi thế về vị trí đặt tại các địa điểm du lịch trọng điểm, chất lượng dịch vụ tốt, danh mục trò chơi đa dạng và mức giá phù hợp, VW có khả năng gia tăng thu hút dân cư các vùng xung quanh và nắm bắt tốt đà tăng trưởng của du lịch nội địa, qua đó thúc đẩy lượt khách đến khu vui chơi. Bên cạnh đó, việc gia tăng tỷ trọng vé combo và vé trọn gói trong quần thể, mở rộng nguồn thu F&B - merchandise - dịch vụ trong công viên, bổ sung trò chơi/show mới hàng năm, và cơ chế Fast Pass cho các trò có nhu cầu cao được kỳ vọng sẽ cải thiện DT/khách. Theo đó, chúng tôi dự phóng lượt khách và DT/khách của VW tăng lần lượt 13% và 20% trong năm 2026.

Đẩy mạnh mở rộng danh mục khách sạn và VinWonders

VPL dự kiến tăng 70% công suất phòng đến năm 2030

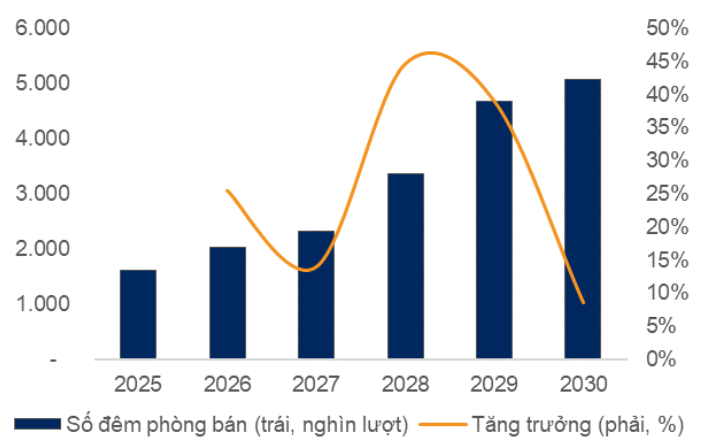
Theo kế hoạch ban lãnh đạo, VPL sẽ đưa thêm ~5.500 phòng vào vận hành đến năm 2030, tăng 70% số phòng VPL trực tiếp ghi nhận DT, LN năm 2025. Cụ thể trong năm 2026, Chúng tôi cho rằng VPL sẽ đưa vào vận hành 235 phòng từ dự án Mỹ Lâm, Tuyên Quang, dự kiến vào Q4/26 với phòng thuộc phân khúc premium, công suất TB trong 2 năm đầu hoạt động đạt 35-40%, tăng dần lên trong 5 năm đạt mức 60%, và DT ngoài phòng đạt 55-65%. Trong năm 2027, doanh nghiệp sẽ đưa vào vận hành tổng cộng hơn 3,000 phòng vào Q4 gồm tại các dự án Hải Vân Bay và Cần Giờ. Chúng tôi dự phóng mức công suất phòng TB trong 5 năm đầu hoạt động đạt 35%-60%, và nâng lên 65%-70% sau đó, và DT ngoài phòng đạt ~65-75%.

Hình 26: Số lượng phòng trong giai đoạn 2025-2030



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Số đêm phòng bán dự phóng giai đoạn 2026-2030



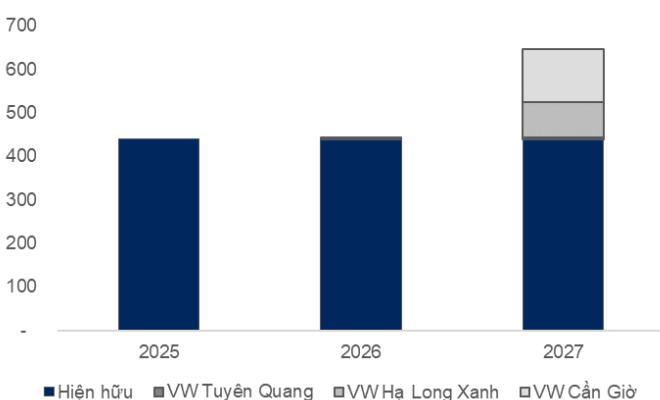
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

VinWonders Cần Giờ và Hạ Long Xanh dẫn dắt tăng trưởng khách

VPL dự kiến khai trương thêm 3 khu công viên vui chơi giải trí là VW Tuyên Quang (5.4ha, dự kiến khai trương cuối 2026), VW Hạ Long Xanh (81ha, cuối 2027, đầu 2028) và VW Cần Giờ (122ha, cuối 2027), với tổng diện tích 208 ha, tăng 47% sv năm tổng diện tích VW năm 2025. Với VW Hạ Long Xanh và VW Cần Giờ, theo chia sẻ của ban lãnh đạo, VPL chưa cần chịu CAPEX luôn cho 2 dự án này mà sẽ chỉ phải trả sau ~3 năm vận hành. Trong giai đoạn này, VPL sẽ vận hành các cơ sở và hưởng phí quản lý tương đương khoảng 20% DT. Sau khi nhận chuyển giao tài sản, VPL mới ghi nhận đầy đủ DT, LN từ các cơ sở này.

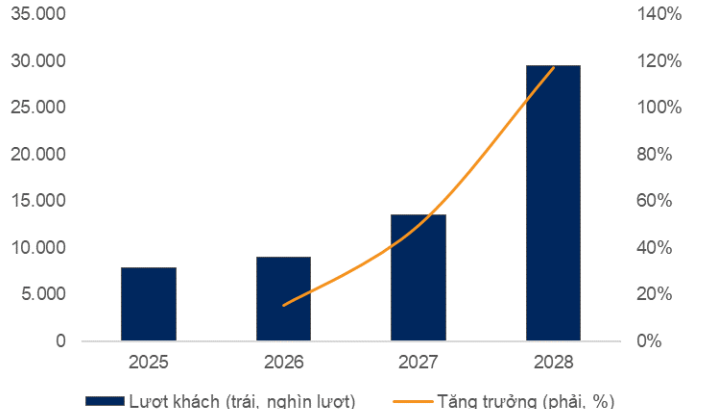
Chúng tôi kỳ vọng lượng khách đến VW Hạ Long Xanh và Cần Giờ lần lượt đạt 6/12,5 triệu lượt trong năm 2027-28. Các cơ sở hiện hữu dự kiến tăng trưởng chậm lại, cụ thể ~10% trong năm 2027 và TB ~5%/năm trong giai đoạn 2028-2030, do nhu cầu dịch chuyển sang các công viên mới có quy mô và sức hút lớn hơn.

Hình 28: Số lượng VW mở mới theo diện tích (đơn vị: ha)



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Lượt khách dự phóng giai đoạn 2026-2028



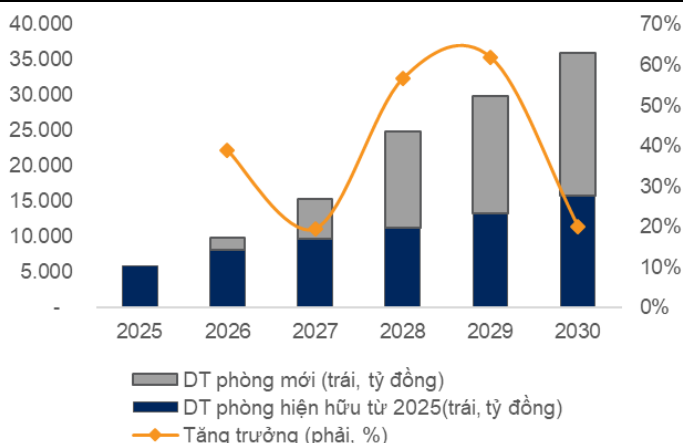
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu mảng kinh doanh cốt lõi duy trì tăng trưởng mạnh mẽ

Chúng tôi kỳ vọng DT mảng khách sạn của VPL tăng 39%/20% trong năm 2026/27, đạt 8.232/9.837 tỷ đồng, chủ yếu nhờ cải thiện hiệu suất khai thác tại hệ thống phòng hiện hữu. Đối với mảng khu vui chơi, DT dự kiến tăng 38%/42%, đạt 6.032/8.557 tỷ đồng trong cùng giai đoạn. Việc mở rộng quy mô tài sản được

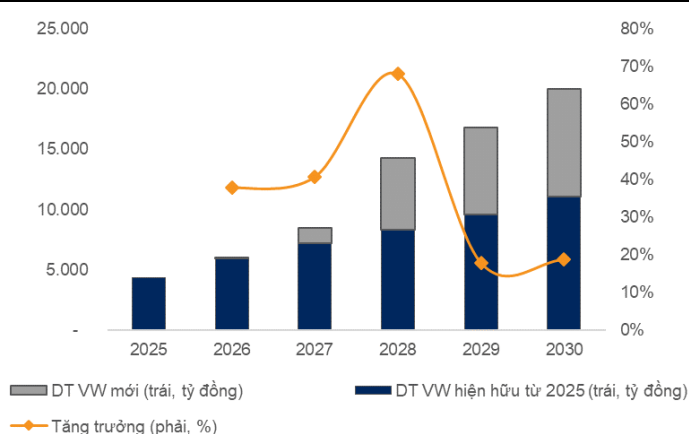
kỳ vọng sẽ đóng góp rõ nét và mạnh mẽ hơn cho mảng kinh doanh cốt lõi từ năm 2028 trở đi.

Hình 30: Dự phóng DT mảng khách sạn 2026-2028



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Dự phóng DT mảng vui chơi giải trí 2026-2028



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Bàn giao BĐS hỗ trợ tăng trưởng DT/LN trong 2027

VPL hiện đang triển khai 2 dự án BĐS gồm dự án Pearl Bay và Hải Vân Bay. Theo phía doanh nghiệp, dự án Pearl Bay hiện đã bán hết và đã bàn giao 1 phần dự án và 88 căn đến hết năm 2025, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tiếp tục bàn giao trong năm 2026/27. Với dự án Hải Vân Bay, VPL là chủ đầu tư và ký BCC với VHM với vai trò là nhà thầu thi công và bán hàng. Dự án hiện đã mở bán trong năm 2026, với mức giá TB kỳ vọng ~72tr/m². Chúng tôi cho rằng dự án sẽ được bán hết trong giai đoạn 2026-2030, và hạch toán DT, LN trong 2027-2031.

Hình 32: Danh mục các dự án bất động sản đang triển khai

STT	Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Số căn thấp tầng	Mở bán/Bàn giao				
					2026	2027	2028	2029	2030
1	Vinhomes Pearl Bay	Nha Trang	33,8	835					
2	Vinhomes Hải Vân Bay	Đà Nẵng	512	5.792					

Mở bán
Bàn giao
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Vinhomes Pearl Bay



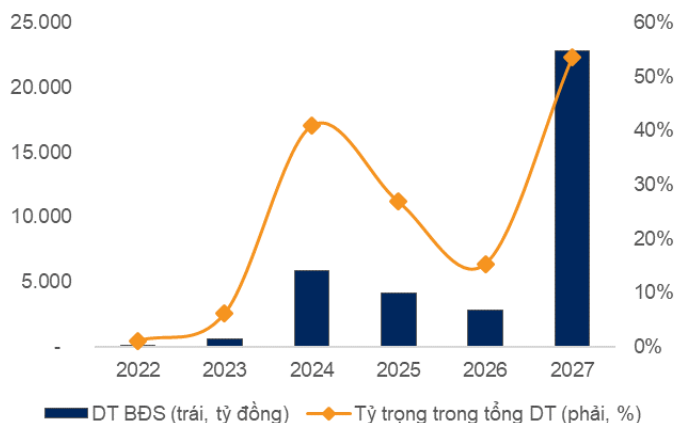
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Vinhomes Hải Vân Bay



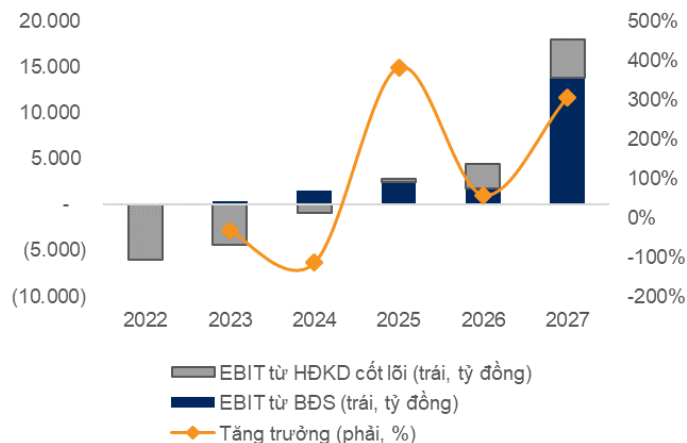
Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Chúng tôi kỳ vọng DT từ bán BĐS sẽ tăng vọt trong năm 2027, đồng thời tỷ trọng đóng góp vào tổng DT cũng sẽ mở rộng



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: EBIT từ cho thuê tăng trưởng tốt, trong khi EBIT từ BĐS giúp thúc đẩy tăng trưởng vượt trội

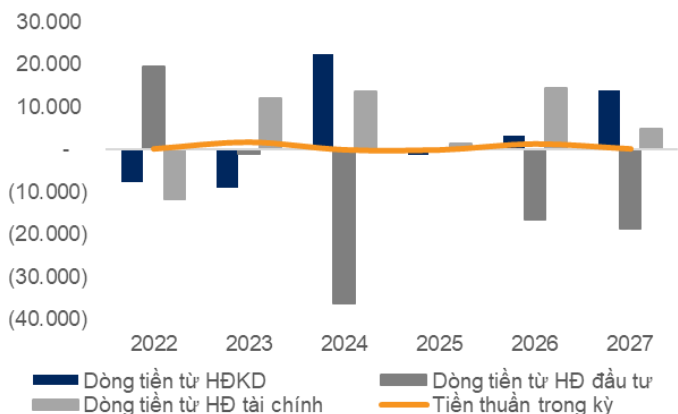


Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Tài chính vững chắc giúp triển khai dự án đúng tiến độ

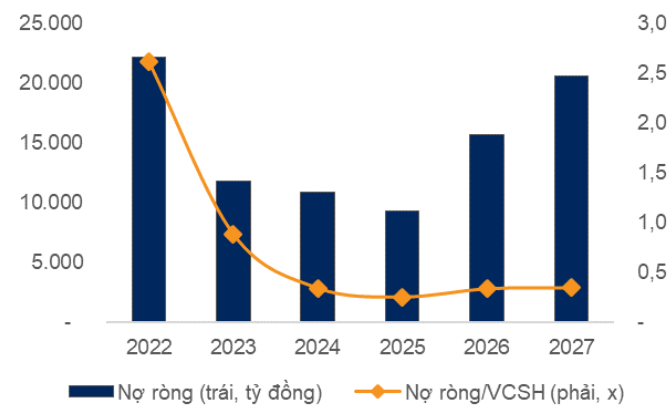
Chúng tôi ước tính kế hoạch phát triển của VPL (bao gồm khách sạn, VW và BĐS) cần tổng vốn ~30 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2030 (không bao gồm 2 VW Hạ Long Xanh và Cần Giờ). Chúng tôi kỳ vọng khoản chi tiêu đầu tư này sẽ chủ yếu được tài trợ từ nguồn vốn tự có, qua đó giúp VPL duy trì tỷ lệ nợ ròng trên VCSH ở mức thấp và bảo đảm khả năng vay nợ của công ty.

Hình 37: Dòng tiền duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2026–2027 khi công ty tập trung triển khai danh mục dự án mới.



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Tỷ lệ nợ ròng/VCSH duy trì ở mức thấp, cho thấy nền tảng tài chính vững vàng



Nguồn: VPL, VNDIRECT RESEARCH

Mở rộng danh mục lưu trú theo hướng đa phân khúc

Vinpearl đang mở rộng danh mục lưu trú theo hướng đa phân khúc, với VinFun nhắm vào nhóm khách gia đình, khách trẻ và khách nội địa theo mô hình khách sạn quy mô vừa, vận hành linh hoạt, giàu tính lifestyle; trong khi Vinpearl Legendlux nhắm vào phân khúc siêu sang, khách quốc tế và nhóm chi tiêu cao, với dự án đầu tiên dự kiến phát triển tại Vinhomes Hải Vân Bay, Đà Nẵng.

Về mặt chiến lược, việc bổ sung VinFun giúp Vinpearl mở rộng tệp khách hàng ngoài phân khúc nghỉ dưỡng cao cấp truyền thống. Điều này giúp Vinpearl tăng khả năng khai thác nhu cầu nội địa, vốn có tần suất du lịch cao hơn nhưng độ nhạy giá lớn hơn so với khách quốc tế. Ngược lại, Vinpearl Legendlux giúp Vinpearl nâng cấp định vị ở phân khúc cao cấp nhất, nơi yếu tố vị trí độc bản,

thiết kế, dịch vụ cá nhân hóa và bản sắc văn hóa đóng vai trò quan trọng hơn giá phòng tuyệt đối.

Với lợi thế phát triển sản phẩm trong hệ sinh thái nghỉ dưỡng – giải trí tích hợp, Vinpearl có thể tạo lợi thế riêng cho từng phân khúc. VinFun được hưởng lợi từ tệp khách sẵn có trong hệ sinh thái, khả năng bán chéo giữa lưu trú – vui chơi – ẩm thực và chi phí thu hút khách thấp hơn so với các khách sạn độc lập. Trong khi đó, Legendlux có lợi thế ở phân khúc siêu sang nhờ quỹ đất quy mô lớn, vị trí hiếm và hệ tiện ích đồng bộ, giúp nâng trải nghiệm lưu trú và củng cố khả năng định giá cao.

Định giá: Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **119.700 đồng**

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 119.700 đồng, tương ứng tiềm năng tăng giá đạt 54%. Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với giả định WACC ở mức 12,1%, dựa trên lãi suất phi rủi ro 4,5% (theo lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/03/2026) và phần bù rủi ro vốn cổ phần ở mức 8% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Hình 39: Giả định đầu vào

Lãi suất phi rủi ro	4,5%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro thị trường	8%
Chi phí VCSH	13,2%
Chi phí nợ	11,0%
Tỷ lệ nợ/VCSH mục tiêu	25,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	12,1%
% tăng trưởng dài hạn	3,0%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 40: Mô hình định giá DCF

Khách sạn và vui chơi giải trí	215.185
BĐS	15.392
Giá trị doanh nghiệp	230.577
Trừ: tổng nợ	19.306
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	202
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	0,1
Cộng: Tiền và tương đương tiền	3.610
Giá trị VCSH	214.679
Số lượng CPLH (triệu cổ)	1.793
Giá mục tiêu (VND)	119.712

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 41: DCF – Mảng khách sạn du lịch, vui chơi giải trí và các dịch vụ liên quan

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EBIT	2.855	5.619	9.147	13.348	17.366	32.817	44.738	57.813	70.060	82.840
Trừ: Thuế	(571)	(1.124)	(1.829)	(2.670)	(3.473)	(6.563)	(8.948)	(11.563)	(14.012)	(16.568)
EBIAT	2.284	4.495	7.318	10.679	13.893	26.254	35.790	46.251	56.048	66.272
Cộng: Khấu hao và dự phòn	2.452	2.818	3.610	3.832	3.910	4.542	6.188	6.191	6.193	6.196
Trừ: CAPEX	(2.654)	(11.904)	(5.548)	(3.884)	(4.405)	(9.481)	(9.481)	(9.481)	(1.896)	(1.327)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(2.644)	(4.156)	(2.800)	2.540	1.620	(954)	(2.530)	(1.301)	1.300	1.665
Dòng tiền tự do (FCFF)	(561)	(8.747)	2.580	13.167	15.017	20.360	29.967	41.659	61.644	72.805
Giá trị hiện tại của FCFF	(561)	(7.804)	2.054	9.350	9.515	11.509	15.113	18.744	24.747	26.076
Giá trị hiện tại thuần	109.304									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

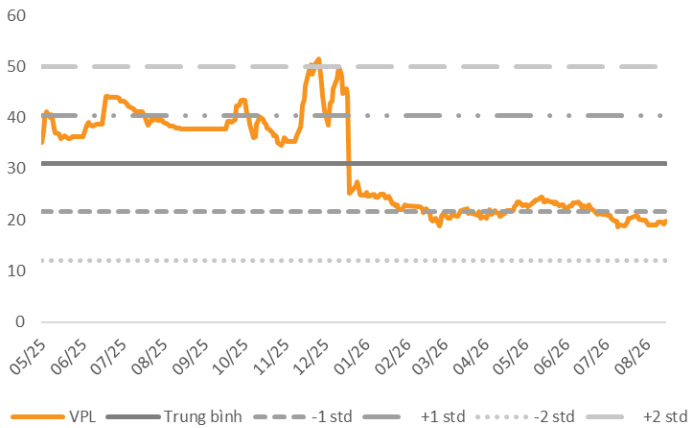
Hình 42: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu

Tăng trưởng dài hạn	WACC mục tiêu					
		11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%
	2,0%	133.593	122.804	113.341	104.992	97.585
	2,5%	137.950	126.420	116.360	107.527	99.724
	3,0%	142.847	130.458	119.712	110.326	102.075
	3,5%	148.390	134.994	123.454	113.433	104.671
	4,0%	154.714	140.130	127.659	116.903	107.553

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

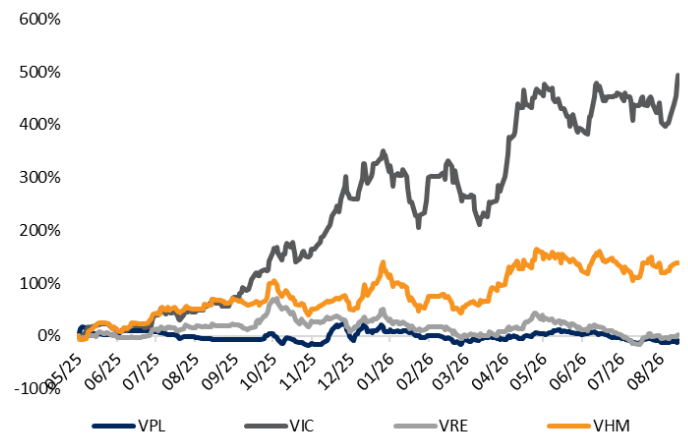
Chúng tôi cho rằng VPL đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới, được hỗ trợ bởi: 1) định hướng thúc đẩy du lịch của Chính phủ, giúp tăng trưởng khách quốc tế và nội địa; 2) mở rộng mạnh danh mục khách sạn/khu nghỉ dưỡng và VinWonders; (3) mở rộng tệp khách hàng thông qua các thương hiệu mới như VinFun và Legendlux; và 4) đóng góp thêm từ các dự án BĐS trong giai đoạn tới. Với các động lực trên, chúng tôi cho rằng VPL xứng đáng giao dịch ở mức EV/EBITDA cao hơn mức trung bình 33,4x, nhờ triển vọng tăng trưởng mạnh hơn, quy mô tài sản lớn hơn và lợi thế hệ sinh thái tích hợp so với các doanh nghiệp khách sạn – giải trí thuần túy.

Hình 43: EV/EBITDA ở dưới mức -1 std cho thấy định giá đang ở vùng hấp dẫn, trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng tích cực



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: Giá cổ phiếu VPL và VRE có diễn biến kém hơn so với VIC và VHM



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Động lực tăng giá đến từ:

- 1) Kết quả kinh doanh mảng khách sạn tốt hơn dự kiến nhờ nhu cầu du lịch mạnh hơn dự báo;
- 2) Mở rộng danh mục các tài sản hoạt động;
- 3) Cải thiện hiệu quả hoạt động;
- 4) Nâng cao trải nghiệm khách hàng và vị thế thương hiệu

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- 1) Suy giảm tăng trưởng kinh tế toàn cầu hoặc khu vực;
- 2) Sự gia tăng cạnh tranh từ các đối thủ cùng ngành khách sạn, khu nghỉ dưỡng khác, cả trong nước và khu vực, có thể gây áp lực lên thị phần và quyền định giá (pricing power) của Vinpearl;
- 3) Không duy trì được chất lượng dịch vụ và trải nghiệm khách hàng cao một cách đồng bộ ở các cơ sở.

Báo cáo KQKD

Báo cáo Kết quả Kinh doanh

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu	7.173	9.254	14.376	15.539	18.326	42.739
Giá vốn hàng bán	(11.291)	(11.823)	(11.513)	(10.145)	(10.928)	(19.963)
Lợi nhuận gộp	(4.118)	(2.569)	2.863	5.394	7.398	22.776
Chi phí QLDN	(1.378)	(913)	(1.664)	(2.067)	(2.382)	(3.270)
Chi phí bán hàng	(496)	(605)	(618)	(527)	(586)	(1.551)
Lợi nhuận hoạt động	(5.992)	(4.087)	581	2.800	4.429	17.956
Doanh thu tài chính	13.472	8.728	4.264	1.961	3.461	1.789
Chi phí tài chính	(3.067)	(3.898)	(1.740)	(3.685)	(3.994)	(2.715)
Thu nhập ròng khác	(167)	24	(165)	(59)	1.650	(235)
Lợi nhuận trước thuế	4.246	766	2.940	1.017	5.547	16.795
Thuế TNDN	(16)	(96)	(390)	85	(1.109)	(3.359)
Lợi nhuận sau thuế	4.230	671	2.550	1.102	4.437	13.436
Lợi nhuận ròng	4.229	671	2.550	1.102	4.437	10.667

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	266	2.057	1.889	1.703	3.041	3.762
Đầu tư tài chính ngắn hạn	6.197	1.537	1.561	1.976	18.339	20.051
Phải thu ngắn hạn	8.465	6.125	15.601	17.937	4.540	8.023
Hàng tồn kho	2.572	3.110	5.852	5.491	14.276	17.020
Tài sản ngắn hạn khác	1.897	1.127	604	632	1.100	1.838
Tài sản ngắn hạn	19.398	13.956	25.507	27.739	41.296	50.695
Tài sản cố định	27.196	23.474	33.101	33.153	34.325	52.172
Đầu tư dài hạn	1.682	1.242	1.366	1.877	13.324	14.656
Phải thu dài hạn	1.257	81	5.148	13.320	18.601	19.223
Tài sản dài hạn khác	6.470	5.321	11.361	10.757	15.823	13.847
Tổng tài sản	56.003	44.073	76.483	86.846	123.369	150.593
Nợ vay ngắn hạn	8.816	13.856	3.459	2.710	3.665	2.992
Phải trả ngắn hạn	1.707	1.783	3.202	2.479	2.911	2.559
Nợ ngắn hạn khác	15.559	7.756	23.742	19.739	27.969	26.830
Nợ ngắn hạn	26.082	23.395	30.403	24.928	34.545	32.380
Nợ vay dài hạn	13.688	92	9.414	8.883	15.641	21.370
Nợ dài hạn khác	7.763	7.269	5.182	16.438	26.433	27.991
Vốn cổ phần	26.525	15.041	17.232	17.933	17.933	17.933
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	842	842
Thặng dư vốn cổ phần	1.382	(2.037)	11.389	15.687	21.577	21.577
LNST chưa phân phối	(19.239)	521	3.071	4.173	8.433	18.747
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	4	2	3	3	3	2.772
Vốn chủ sở hữu	8.470	13.317	31.484	36.598	46.749	59.832
Tổng cộng nguồn vốn	56.003	44.073	76.483	86.846	123.369	150.593

Bảng lưu chuyển tiền tệ

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận trước thuế	4.246	766	2.940	1.017	5.547	16.795
Khấu hao và dự phòng	2.576	2.063	3.403	3.782	2.452	2.818
Lãi/lỗ từ HĐ đầu tư	(10.048)	(3.636)	(3.966)	(1.985)	(2.960)	(1.187)
Các điều chỉnh khác	878	(3.522)	344	(451)	1.009	(96)
Thay đổi vốn lưu động	(5.416)	(4.713)	19.688	(3.762)	(2.644)	(4.156)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(7.765)	(9.041)	22.409	(1.400)	3.405	14.174
Đầu tư/Thanh lý ròng TSCĐ	(4.813)	(1.727)	(3.446)	(1.222)	46	(11.607)
Cho vay/thu nợ ròng từ công cụ nợ	9.836	(7.051)	(17.359)	2.748	(8.248)	(2.199)
Khác	14.390	7.626	(15.470)	(1.712)	(8.310)	(4.702)
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	19.413	(1.152)	(36.275)	(185)	(16.512)	(18.509)
Phát hành cổ phiếu	-	10.000	15.617	4.999	6.732	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	(11.576)	1.983	(1.916)	(3.602)	7.714	5.055
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(2)	(0)	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(11.578)	11.983	13.701	1.397	14.446	5.055
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	196	266	2.057	1.889	1.703	3.041
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	70	1.789	(165)	(188)	1.339	721
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	266	2.057	1.889	1.703	3.041	3.762

Các chỉ tiêu tài chính

Các chỉ tiêu tài chính

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Chỉ tiêu về định giá						
EPS (đồng)	1.594	446	1.480	614	2.474	5.948
P/E (lần)	N/A	N/A	N/A	153,3	31,3	13,0
EV/EBITDA (lần)	N/A	N/A	N/A	25,8	20,3	6,7
P/B (lần)	N/A	N/A	N/A	4,6	3,0	2,3
Chỉ tiêu về tăng trưởng						
Doanh thu (svck)	N/A	29,0%	55,3%	8,1%	17,8%	133,2%
Lợi nhuận gộp (svck)	N/A	-37,6%	-211,4%	88,4%	37,1%	207,9%
Lợi nhuận ròng (svck)	N/A	-84,1%	280,3%	-56,8%	302,7%	140,4%
EPS (svck)	N/A	-72,0%	232,0%	-58,5%	302,7%	140,4%
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời						
Biên lợi nhuận gộp	-57,4%	-27,8%	19,9%	34,7%	40,4%	53,3%
Biên EBITDA	-50,8%	-19,8%	27,9%	42,1%	37,3%	48,5%
Biên LN thuần từ HĐKD	-83,5%	-44,2%	4,0%	18,0%	24,2%	42,0%
Biên lợi nhuận ròng	59,0%	7,2%	17,7%	7,1%	24,2%	25,0%
ROAA	N/A	1,3%	4,2%	1,3%	4,2%	7,8%
ROAE	N/A	6,2%	11,4%	3,2%	10,6%	20,0%
Chỉ tiêu về sử dụng đòn bẩy						
EBIT/Lãi vay (lần)	(2,5)	(1,3)	0,4	2,3	2,3	7,4
EBITDA / (Lãi vay + CAPEX)	(0,8)	(0,3)	0,8	1,3	1,6	4,0
Nợ vay/VCSH	2,7	1,0	0,4	0,3	0,4	0,4
Nợ vay/Vốn	0,8	0,9	0,7	0,6	1,1	1,4
Nợ vay ròng/VCSH	2,6	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Chỉ tiêu về tính thanh khoản						
Vòng quay tài sản	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Số ngày phải thu	431 ngày	288 ngày	276 ngày	394 ngày	224 ngày	54 ngày
Số ngày phải trả	55 ngày	54 ngày	79 ngày	102 ngày	90 ngày	50 ngày
Số ngày hàng tồn kho	83 ngày	88 ngày	142 ngày	204 ngày	330 ngày	286 ngày
Chỉ số thanh toán hiện hành	0,7	0,6	0,8	1,1	1,2	1,6
Chỉ số thanh toán nhanh	0,6	0,4	0,6	0,9	0,8	1,0

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Phương Anh – Chuyên viên phân tích

Email: anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn/>