

NGÀNH: KHÁCH SẠN, NHÀ HÀNG VÀ GIẢI TRÍ

Ngày 23 tháng 05 năm 2025

CÔNG TY CỔ PHẦN VINPEARL (HSX: VPL)

Nguyễn Ánh Nguyệt

Chuyên viên Phân tích cơ bản

Email: nguyetna@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4304

Đậu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Email: namdd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4304

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Giá hiện tại: 90.300

Giá mục tiêu: N/A

Tăng/giảm: N/A

KHUYẾN NGHỊ

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

DẪN SÓNG HỒI PHỤC NGÀNH DU LỊCH

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

► Các hoạt động kinh doanh chính phục hồi tích cực trong năm 2024. Tỷ lệ lấp đầy các khách sạn, lượng khách tới các công viên giải trí đều phục hồi nhờ sự khởi sắc của ngành du lịch. Lợi nhuận gộp từ các mảng kinh doanh cốt lõi đã chuyển từ lỗ 3.087 tỷ đồng năm 2023 thành lãi 940 tỷ đồng năm 2024. ([chi tiết](#))

► Doanh thu tài chính đang dần đóng góp ít hơn vào KQKD, khi hoạt động kinh doanh bắt đầu có sự cải thiện. ([chi tiết](#))

► Cơ cấu tài sản dần an toàn hơn sau giai đoạn tái cấu trúc, tỷ lệ Nợ vay/ tổng tài sản giảm xuống 15% trong Q1/2025, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bắt đầu dương trở lại giúp cải thiện khả năng chi trả nợ và lãi vay. ([chi tiết](#))

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

► Ngành du lịch hồi kỳ vọng tăng trưởng mạnh năm 2025, lượng khách quốc tế kỳ vọng tăng 25-30% YoY nhờ sự phục hồi của thị trường truyền thống là Trung Quốc và Nga. Ngành du lịch cũng đang được thúc đẩy từ việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng giao thông và chính sách kích cầu ngành du lịch ([chi tiết](#)). Ngành du lịch tăng trưởng sẽ giúp cho Vinpearl có thể:

❖ cải thiện hiệu quả vận hành. Tỷ lệ lấp đầy khách sạn Vinpearl tăng từ 48% (2024) lên 55% (Q1/2025); doanh thu VinWonders tăng 31% YoY nhờ lượng khách tăng 29% YoY. ([chi tiết](#))

❖ mở rộng hệ thống cơ sở kinh doanh. VPL đã ra mắt loạt dự án mới giai đoạn 2024–2025 để đón sóng ngành du lịch. VPL cũng đang có kế hoạch phát triển các cơ sở quy mô lớn tại các đại dự án của Vingroup như Cần Giờ, Hạ Long Xanh. ([chi tiết](#))

► Thị trường BĐS nghỉ dưỡng kỳ vọng khởi sắc nhờ gỡ vướng pháp lý và phục hồi du lịch. Nhờ đó, VPL có thể ghi nhận các khoản doanh thu BĐS đột biến, đặc biệt là tại dự án Vinpearl Phú Quý với quy mô doanh thu hơn 21.000 tỷ đồng (~150% doanh thu 2024). ([chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ VÀ YẾU TỐ THEO DÕI

► Rủi ro từ cấu trúc doanh nghiệp phức tạp

► Khả năng trả nợ gốc và lãi vay trong trung hạn

Thông tin giao dịch (23/05/2025)

Giá hiện tại (đồng/cp)	90.300
Giá cao nhất từ ngày niêm yết (đồng/cp)	101.000
Giá thấp nhất từ ngày niêm yết (đồng/cp)	85.500
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.793,3
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.793,3
Khối lượng giao dịch (cp)	884.475
% sở hữu nước ngoài	0,07%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)*	161.935
EV/EBITDA trailing 12T (lần)	30,6x
EBITDA trailing 12T (đồng/cp)	3.150

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Vinpearl
Địa chỉ	Đảo Hòn Tre, Phường Vĩnh Nguyên, Tp. Nha Trang, Khánh Hòa
Doanh thu chính	Dịch vụ khách sạn, du lịch và vui chơi giải trí
Chi phí chính	Chi phí dịch vụ mua ngoài
Rủi ro chính	Rủi ro từ cấu trúc doanh nghiệp phức tạp

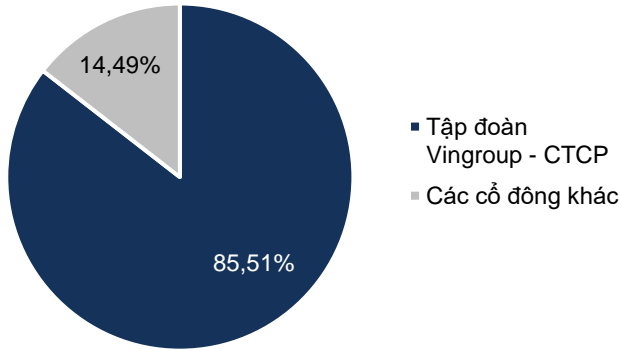
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
2001	Công ty TNHH Đầu tư Phát triển Du lịch, Thương mại và Dịch vụ Hoàn Tre (tiền thân của CTCP Vinpearl) thành lập với số vốn ban đầu là 60 tỷ đồng
2002	Công ty TNHH Đầu tư Phát triển Du lịch, Thương mại và Dịch vụ Hòn Tre đổi tên thành Công ty TNHH Du lịch và Thương mại Hòn Tre
2003	Khai trương khu nghỉ dưỡng 5 sao Vinpearl Nha Trang Resort
2006	Công ty chuyển đổi hình thức hoạt động thành công ty cổ phần; đổi tên thành CTCP Du lịch và Thương mại Vinpearl; khai trương thương hiệu Vinpearl Land
2008	Công ty được chấp thuận niêm yết mã VPL trên HSX
2011	Công ty thực hiện thủ tục hủy niêm yết trên HSX và thực hiện sáp nhập CTCP Vinpearl vào CTCP Vincom, sau đó cổ phiếu VPL hoán đổi thành cổ phiếu VIC với giá giao dịch 80.500 đồng/cổ phiếu.
2017	Mở mới 7 dự án nâng tổng số dự án của doanh nghiệp lên 17 và số phòng đạt 5.487 (+32% YoY)
2018	Mở mới 13 dự án, nâng công suất phòng tăng 118% YoY đạt 11.939 phòng và 30 dự án
2022	Hợp tác cùng Tập đoàn khách sạn Meliá Hotels International và Tập đoàn khách sạn Marriot International quản lý 19 khách sạn và khu nghỉ dưỡng
2024	CTCP Vinpearl được chứng nhận đăng ký cổ phiếu và cấp mã chứng khoán VPL
2025	Ngày 10/02/2025 – Công ty chào bán thành công hơn 70 triệu cổ phiếu với giá chào bán là 71.350 đồng/cổ phiếu thu về hơn 5.000 tỷ VNĐ nâng vốn điều lên gần 18.000 tỷ đồng Ngày 13/05/2025 – Công ty niêm yết trên sàn HSX với mã cổ phiếu VPL, giá đóng cửa 85.500 đồng/cổ phiếu đưa công ty vào top 10 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất trên HSX

2. Cấu trúc sở hữu

Cơ cấu sở hữu ngày 11/4/2025



Nguồn: Bản cáo bạch 2025

Tính đến ngày 11/4/2025, Tập đoàn Vingroup – CTCP (Vingroup) đang là cổ đông lớn duy nhất của Vinpearl. Vingroup đóng vai trò là công ty mẹ, nắm giữ quyền kiểm soát chi phối đối với hoạt động kinh doanh của Vinpearl, nhờ vào việc nắm giữ 85,51% cổ phần của công ty.

Vingroup là tập đoàn kinh tế tư nhân quy mô lớn nhất tại Việt Nam, hoạt động trong nhiều lĩnh vực, trong đó nổi bật nhất là lĩnh vực Bất động sản. Việc nằm trong hệ sinh thái của Vingroup giúp Vinpearl tận dụng được nhiều lợi thế nhờ vào thương hiệu uy tín, khả năng tiếp cận quỹ đất, cũng như được hỗ trợ nhiều về mặt tài chính, huy động vốn.

3. Cơ cấu tổ chức

Tên công ty con	Địa chỉ	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động chính
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Du lịch Phúc An	Hà Nội	99,00%	Dịch vụ du lịch, khách sạn
CTCP Vinwonders Nha Trang	Khánh Hòa	99,99%	Hoạt động của các công viên vui chơi và công viên theo chủ đề
CTCP Đầu tư và Phát triển khách sạn Landmark 81	TP.HCM	99,99%	Dịch vụ lưu trú ngắn ngày
CTCP Đầu tư và Phát triển khách sạn Thanh Hóa	Thanh Hóa	99,99%	Khách sạn, biệt thự hoặc căn hộ kinh doanh dịch vụ lưu trú ngắn ngày; du lịch sinh thái
CTCP Vinpearl Cửa Hội	Nghệ An	99,99%	Dịch vụ du lịch, khách sạn và hoạt động của các công viên vui chơi

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

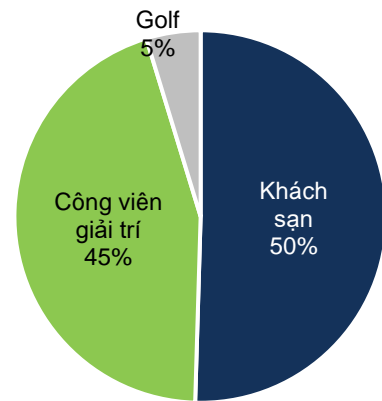
1. Tổng quan mô hình kinh doanh của Vinpearl: vị thế dẫn đầu phân khúc khách sạn cao cấp và lĩnh vực công viên vui chơi giải trí

Các hoạt động kinh doanh chính của Vinpearl:

Vinpearl hoạt động chính trong lĩnh vực cốt lõi: (1) dịch vụ lưu trú (khách sạn); (2) công viên giải trí và (3) sân golf. Trong đó, hai mảng chính là khách sạn và công viên giải trí chiếm lần lượt 50% và 45% doanh thu hoạt động cốt lõi (không gồm BĐS), trong khi mảng sân golf vẫn còn khiêm tốn, chiếm 5% doanh thu.

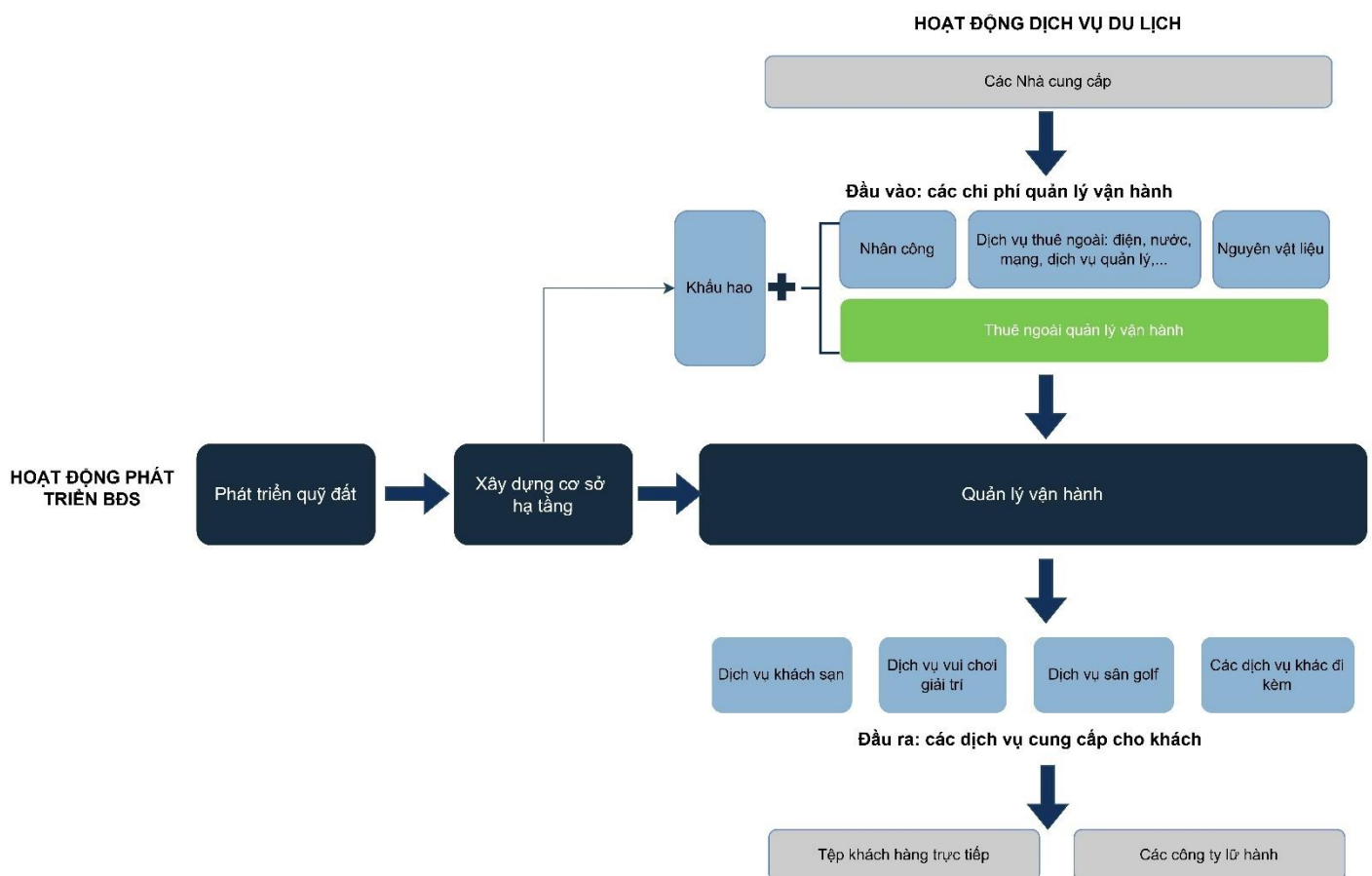
Ngoài 3 hoạt động kinh doanh cốt lõi, Vinpearl còn hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh BĐS nghỉ dưỡng, shophouse tại các dự án mà công ty đầu tư. Mảng này không đem lại doanh thu thường xuyên và có sự biến động mạnh qua các năm tùy thuộc vào số lượng dự án mà công ty triển khai. Tuy nhiên, mảng này lại thường có đóng góp quan trọng vào KQKD của Vinpearl nhờ các khoản doanh thu lớn đột biến và mức biên lợi nhuận gộp cao hơn hẳn so với hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Cơ cấu doanh thu HĐKD cốt lõi



*Không bao gồm kinh doanh BĐS

Mô hình hoạt động kinh doanh của Vinpearl:



Mô hình kinh doanh của Vinpearl có sự kết hợp giữa ngành BĐS và ngành dịch vụ du lịch. Nhìn chung, Vinpearl thường sẽ tham gia đầy đủ vào chuỗi giá trị từ phát triển quỹ đất, đầu tư cơ sở hạ tầng và trực tiếp quản lý vận hành các khách sạn, công viên, sân golf.

Mô hình kinh doanh của Vinpearl có một số đặc điểm quan trọng như:

- **Vị trí quỹ đất** có vai trò quan trọng ảnh hưởng tới khả năng thu hút khách hàng.
- **Cần lượng khách nhất định để đạt điểm hòa vốn**, do chi phí cố định (khấu hao, lãi vay, ...) và các chi phí bán cố định (nhân công, sửa chữa bảo dưỡng, năng lượng, ...) chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí. Ví dụ, ngành khách sạn thường cần đạt một tỷ lệ lấp đầy nhất định, khoảng 40 – 50%, mới đạt điểm hòa vốn.
- **Quản lý vận hành và sở hữu có thể tách biệt với nhau**: Ngành khách sạn, công viên giải trí thường có những đơn vị quản lý vận hành chuyên nghiệp, đặc biệt là ở phân khúc cao cấp. Chủ sở hữu các cơ sở có thể thuê ngoài quản lý vận hành từ các đơn vị chuyên nghiệp này. Chủ sở hữu vẫn ghi nhận doanh thu, lợi nhuận và trả cho đơn vị vận hành một khoản phí quản lý vận hành.

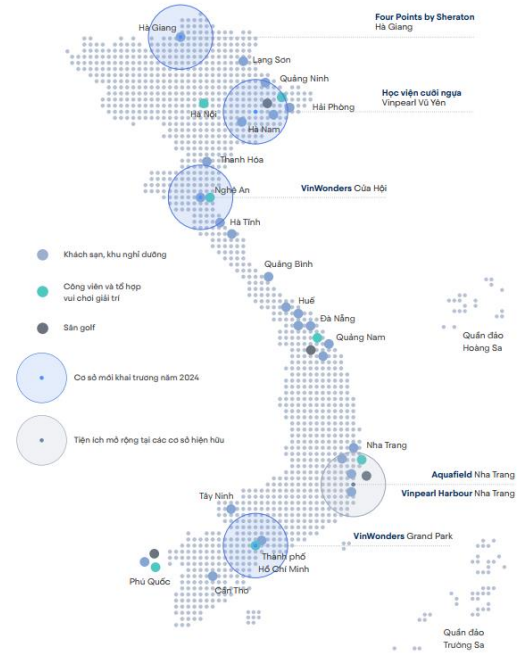
Hệ thống cơ sở hạ tầng của Vinpearl:

Vinpearl hiện đang là đơn vị hàng đầu trong cả mảng khách sạn và mảng công viên vui chơi giải trí nhờ sở hữu và quản lý vận hành hệ thống 48 cơ sở trải rộng khắp cả nước, bao gồm:

- 31 Khách sạn và khu nghỉ dưỡng với công suất 16.100 phòng
- 12 Công viên, tổ hợp vui chơi giải trí thương hiệu VinWonders
- 4 Sân golf và 1 trung tâm hội nghị ẩm thực (Almaz)

Các cơ sở hạ tầng của Vinpearl có thể chia thành 2 mô hình:

- Các **Quần thể Vinpearl** lớn gồm đầy đủ các hoạt động khách sạn, nghỉ dưỡng, công viên giải trí và sân golf. Các quần thể này có quy mô lớn và tập trung tại các địa điểm du lịch nổi tiếng, điển hình là 2 quần thể lớn tại Nha Trang và Phú Quốc. Các quần thể này tập trung khai thác khách du lịch và cung cấp đa dạng các dịch vụ vui chơi giải trí
- Các cơ sở độc lập, điển hình là các khách sạn đô thị (**City hotels**), thường nằm tại trung tâm hành chính của các tỉnh, thành phố lớn, khai thác tệp khách đa dạng hơn gồm khách du lịch, doanh nhân, khách tham gia sự kiện, hội thảo, ...

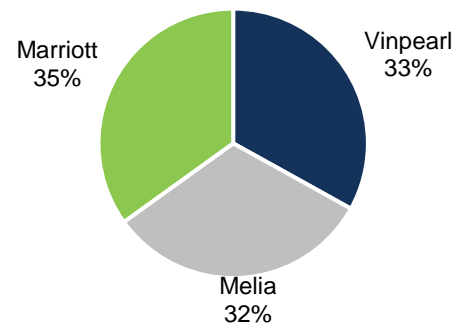


Nguồn: BCTN VPL 2024

Vinpearl không trực tiếp sở hữu hay quản lý vận hành toàn bộ chuỗi hệ thống cơ sở hạ tầng đồ sộ kể trên. Thực tế, cấu trúc sở hữu và quản lý vận hành tại hệ thống cơ sở của Vinpearl khá phức tạp. Cụ thể:

Về mặt quản lý vận hành, Vinpearl hiện chỉ trực tiếp quản lý 1/3 số khách sạn. Phần còn lại Vinpearl đang thuê quản lý vận hành từ hai đơn vị quản lý khách sạn quốc tế là Melia và Marriott. Việc thuê ngoài quản lý không chỉ giúp Vinpearl nâng cao thương hiệu mà còn giúp tận dụng tệp khách hàng quốc tế lớn từ 2 đơn vị này.

Cơ cấu khách sạn Vinpearl



Nguồn: Vinpearl

Về mặt sở hữu, trong số 48 cơ sở đang hoạt động:

- 31 cơ sở thuộc sở hữu trực tiếp của Vinpearl và các công ty con
- 10 cơ sở thuộc sở hữu của Vingroup và các công ty trong tập đoàn
- 7 cơ sở thuộc sở hữu của CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc không nằm trong hệ sinh thái Vingroup – Vinpearl. (Chi tiết hơn tại [phụ lục](#)).

Đối với các khách sạn Vinpearl hợp tác với Melia, Marriott, Vinpearl vẫn ghi nhận toàn bộ doanh thu, lợi nhuận và trả các đơn vị này một khoản phí quản lý vận hành. Đối với các cơ sở không thuộc sở hữu, Vinpearl vẫn có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các cơ sở thông qua việc ký kết các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC).

Tận dụng lợi thế hệ sinh thái Vingroup để tiếp cận các quỹ đất ở vị trí đẹp. Nhìn chung các cơ sở của Vinpearl đều có vị trí rất thuận lợi để thu hút các tệp khách hàng. Các quần thể Vinpearl được đặt tại các địa điểm du lịch nổi tiếng và có lượng khách du lịch hàng đầu cả nước như: Nha Trang, Phú Quốc, Hội An, ... Trong khi đó, các City hotels nằm tại những vị trí đắc địa, trung tâm của các thành phố, do đó dễ tiếp cận khách hàng, đặc biệt là đối với phân khúc cao cấp.

Vinpearl có được lợi thế trên phần lớn nhờ tận dụng được hệ sinh thái của Vingroup. Với vị thế là nhà phát triển BĐS lớn nhất cả nước, Vingroup có quỹ đất rất dồi dào và năng lực xử lý pháp lý và năng lực triển khai dự án rất tốt. Trên thực tế, nhiều cơ sở của Vinpearl cũng là những dự án thành phần nằm trong các dự án lớn của Vingroup.

Vị thế dẫn đầu phân khúc khách sạn cao cấp và mảng công viên vui chơi giải trí tại Việt Nam.

Ngay từ thời gian đầu thành lập, Vinpearl đã định vị hệ thống chuỗi khách sạn ở phân khúc cao cấp. Toàn bộ các khách sạn của Vinpearl hiện đều đã được nâng lên tiêu chuẩn 5 sao, và Vinpearl hiện đang dẫn đầu về thị phần trong phân khúc khách sạn 5 sao. Vinpearl hiện đang chiếm 11% thị phần về số cơ sở và khoảng 20% về số phòng trong phân khúc khách sạn 5 sao.

Đối với mảng công viên vui chơi giải trí quy mô lớn, Vinpearl cùng với SunGroup là hai đơn vị lớn sở hữu chuỗi công viên giải trí lớn trải khắp cả nước. Ngoài ra, mảng này chủ yếu là các cơ sở độc lập và đơn lẻ hơn, không phát triển thành các chuỗi lớn.

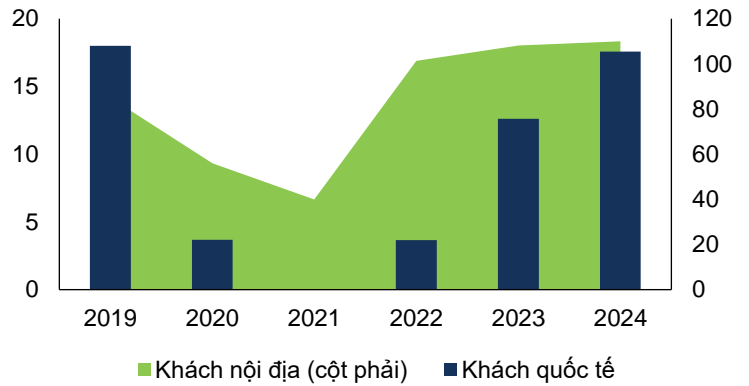
2. Tình hình hoạt động các mảng kinh doanh của Vinpearl: theo đà phục hồi của ngành du lịch

Các hoạt động kinh doanh của Vinpearl, bao gồm cả kinh doanh BĐS, đều chịu ảnh hưởng rất lớn bởi diễn biến của ngành du lịch Việt Nam. Lượng khách lưu trú tại các khách sạn của Vinpearl, lượng khách tới các khu VinWonders hay diễn biến của thị trường BĐS nghỉ dưỡng đều chịu tác động trực tiếp bởi ngành du lịch và sự tương quan lớn với lượng khách du lịch, đặc biệt là lượng du khách quốc tế.

Năm 2024, ngành du lịch bắt đầu có sự phục hồi tích cực, sau giai đoạn 2020 – 2023 gặp khó khăn do Covid và căng thẳng địa chính trị. Năm 2024, Việt Nam đón 17,6 triệu lượt khách quốc tế, tăng 40% YoY và bằng 98% lượng khách đạt được trước Covid là năm 2019.

Lượng khách du lịch nội địa hồi phục sớm hơn so với khách quốc tế khi đã bắt đầu hồi phục từ năm 2022. Năm 2024, lượng khách nội địa vẫn đang duy trì tăng trưởng ổn định, đạt 110 triệu lượt khách, tăng 2% YoY.

Lượng khách du lịch qua các năm (triệu lượt)



Nguồn: Tổng cục Du lịch

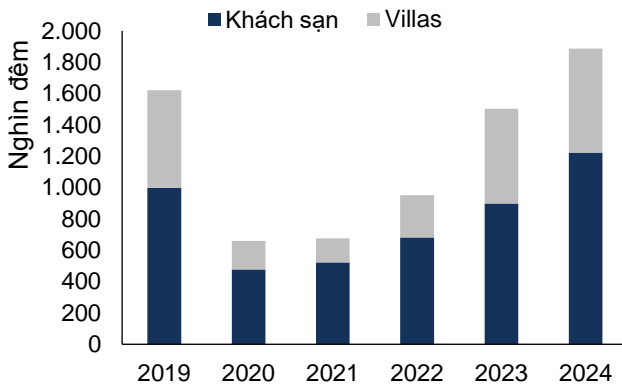
2.1. Mảng khách sạn: phụ thuộc vào khách quốc tế, tỷ lệ lấp đầy hồi phục nhưng vẫn đang thấp

Mảng khách sạn của Vinpearl phụ thuộc rất nhiều vào lượng khách du lịch quốc tế, do định vị ở phân khúc cao cấp. Trước Covid, hệ thống khách sạn của Vinpearl phục vụ 71% khách quốc tế và chỉ 29% khách nội địa. Do đó, mảng khách sạn chịu tác động rất nặng trong giai đoạn Covid do việc đóng cửa biên giới khiến du khách quốc tế không thể đến Việt Nam. Đến năm 2024, khi lượng khách quốc tế đã hồi phục về mức 98% trước Covid, mảng khách sạn của Vinpearl cũng đã có sự hồi phục đáng kể, với lượng khách và tỷ lệ lấp đầy đều đã vượt năm 2019.

Tỷ lệ lấp đầy vẫn đang thấp so với mặt bằng chung ngành khách sạn. Mặc dù đã có sự hồi phục đáng kể nhưng tỷ lệ lấp đầy mảng khách sạn của Vinpearl mới chỉ đạt khoảng 48% năm 2024. Tỷ lệ này vẫn còn khá khiêm tốn so với mặt bằng chung của ngành khách sạn là khoảng 60 – 70%.

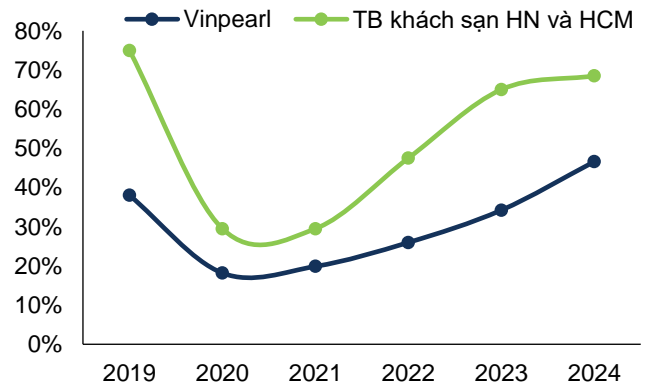
Vinpearl chưa có đủ thời gian để tối ưu hiệu suất của hệ thống khách sạn do gần 2/3 số khách sạn mới đi vào hoạt động giai đoạn 2018 – 2019 và ngay sau đó chịu ảnh hưởng bởi Covid, trong khi các khách sạn thường cần 2 -3 năm hoạt động ổn định để tối ưu tỷ lệ lấp đầy. Các khách sạn đang vận hành bởi Melia và Marriott cũng mới được chuyển giao quyền quản lý trong giai đoạn 2022 – 2023, khi ngành đang gặp nhiều khó khăn nên vẫn chưa thể tối ưu về hoạt động.

Số đêm phòng bán



Nguồn: BCTN Vinpearl 2024

Tỷ lệ lấp đầy (khách sạn)



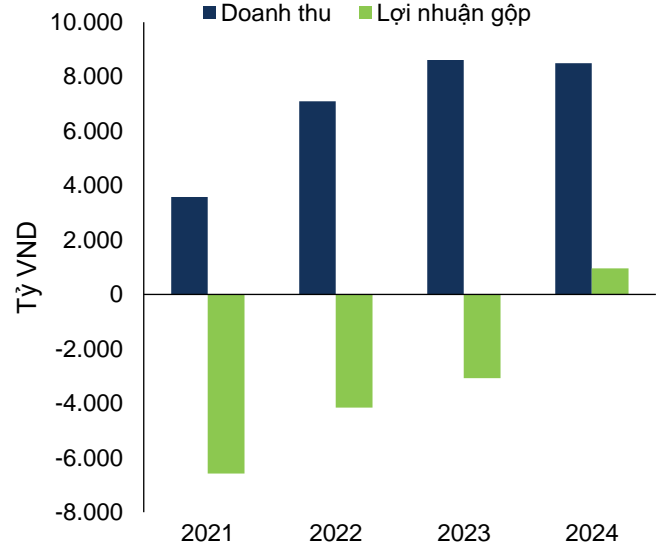
Nguồn: Vinpearl, CBRE, FPTs tổng hợp

Chuyển giao các biệt thự khiến doanh thu 2024 giảm nhẹ, nhưng lợi nhuận gộp HĐKD cốt lõi đã bắt đầu dương trở lại.

Năm 2024, Vinpearl đã chuyển giao quyền kiểm soát hoạt động kinh doanh tại các condotel, biệt thự nghỉ dưỡng cho CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nam An. Do đó, Vinpearl không còn ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ việc khai thác các condotel và biệt thự nghỉ dưỡng, chiếm 25 – 30% doanh thu mảng khách sạn trong quá khứ. Vinpearl hiện chỉ ghi nhận một khoản nhỏ doanh thu từ phí quản lý vận hành các cấu phần này.

Việc chuyển cho doanh thu HĐKD cốt lõi của Vinpearl năm 2024 giảm nhẹ 1% YoY, mặc dù hoạt động kinh doanh của mảng khách sạn và công viên giải trí đều hồi phục tích cực. Tuy nhiên, giá vốn của HĐKD cốt lõi cũng giảm mạnh, giúp cho lợi nhuận gộp từ mảng này đã chuyển từ lỗ 3.087 tỷ đồng năm 2023 thành lãi 940 tỷ đồng năm 2024. Ngoài ra, việc chuyển giao quyền kiểm soát cũng giúp Vinpearl ghi nhận 3.153 tỷ đồng doanh thu tài chính.

Doanh thu và lợi nhuận gộp HĐKD cốt lõi



Không gồm kinh doanh BĐS

Nguồn: BCTC Vinpearl

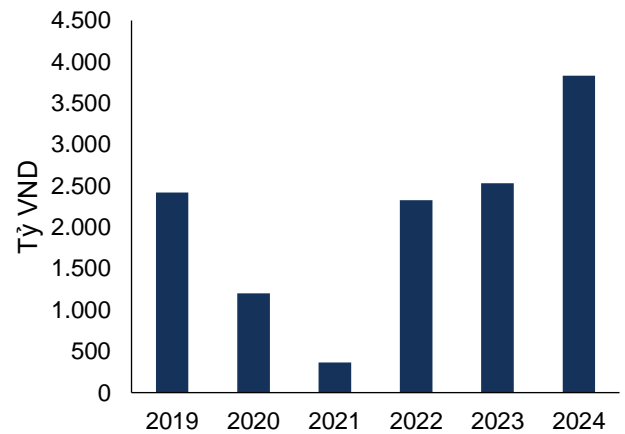
2.2. Công viên, tổ hợp giải trí và sân golf: phục hồi sớm nhờ du lịch nội địa

Mảng công viên giải trí và sân golf cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi tình hình khó khăn của ngành du lịch trong giai đoạn 2020 – 2021. Tuy nhiên, hai mảng này đã có sự phục hồi sớm hơn so với mảng khách sạn nhờ sự phục hồi tích cực của lượng khách du lịch nội địa.

Khác với mảng khách sạn thì hai mảng này có thể thu hút nhiều hơn lượng khách nội địa, đặc biệt là lượng cư dân ở xung quanh cơ sở của Vinpearl. Do đó, giai đoạn 2022 – 2023 sau khi gỡ bỏ giãn cách, mặc dù lượng khách quốc tế vẫn còn rất thấp nhưng hai mảng này đã có sự hồi phục tương đối tích cực.

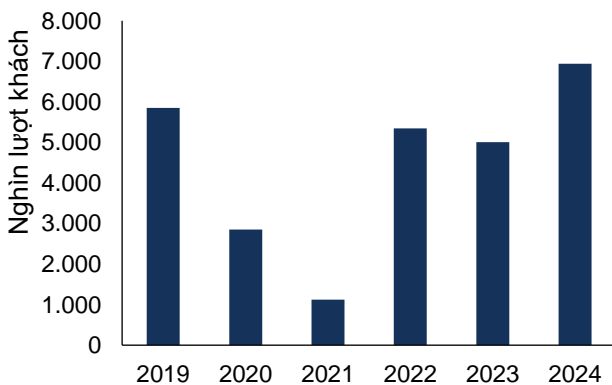
Đến năm 2024, doanh thu từ mảng VinWonders đã vượt hơn 40% so với giai đoạn trước Covid.

Doanh thu các cơ sở VinWonders



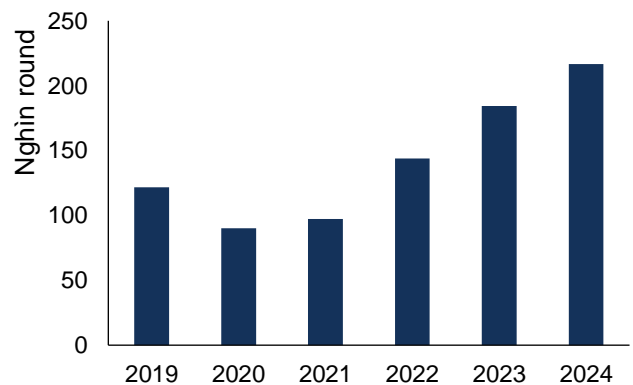
Nguồn: Vinpearl, Vingroup

Lượng khách tới các cơ sở VinWonders



Nguồn: BCTN VPL 2024

Số vòng chơi golf



Nguồn: BCTN VPL 2024

2.3. Mảng kinh doanh BĐS: chịu tác động tiêu cực kép từ cả ngành BĐS và ngành du lịch

Đối với mảng kinh doanh BĐS, Vinpearl chủ yếu tham gia vào phân khúc BĐS nghỉ dưỡng. Vinpearl phát triển và bán các sản phẩm như: biệt thự nghỉ dưỡng, condotel, shophouse, ... tại các dự án của công ty. Sau khi bán các sản phẩm, Vinpearl thường vẫn sẽ ký hợp đồng BCC với khách mua BĐS và vẫn có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ việc vận hành các sản phẩm BĐS.

Phân khúc BĐS nghỉ dưỡng trầm lắng sau tác động kép từ cả ngành BĐS và ngành du lịch. Các sản phẩm BĐS nghỉ dưỡng, điển hình như condotel, là loại hình kết hợp giữa bất động sản và khách sạn. Do đó, phân khúc BĐS nghỉ dưỡng chịu tác động từ cả hai ngành này. Và trong giai đoạn 2019 – 2023, cả hai ngành này đều gặp khó khăn và rơi vào suy thoái.

Ngành BĐS nói chung và condotel nói riêng đã từng phát triển rất mạnh mẽ giai đoạn 2016 – 2018. Thời điểm đó, condotel là sản phẩm mới ra đời và có nhiều cam kết lợi nhuận hấp dẫn nên đã thu hút rất nhiều nhà đầu tư tham gia. Tuy nhiên, phân khúc này dần thoái trào vào năm 2019 và bắt đầu đổ vỡ từ năm 2020 khi Covid xảy ra. Hành lang pháp lý không rõ ràng và việc vi phạm cam kết lợi nhuận của nhiều chủ đầu tư do dòng tiền dự án kém khả quan khiến cho condotel trở nên rất rủi ro và đánh mất niềm tin của người mua BĐS. Xuyên suốt giai đoạn 2020 – 2023, phân khúc BĐS gần như đóng băng, mất thanh khoản.

Phân khúc BĐS nghỉ dưỡng phục hồi chậm dù cả ngành BĐS và du lịch đều đã phục hồi. Năm 2024, ngành BĐS và ngành du lịch đều đã có sự phục hồi mạnh mẽ nhờ việc tháo gỡ pháp lý và sự phục hồi lượng khách du lịch sau khi gỡ bỏ giãn cách.

Bản thân phân khúc BĐS nghỉ dưỡng cũng được tháo gỡ về pháp lý nhờ việc bổ sung quy định về chứng nhận quyền sở hữu (sổ hồng) cho condotel, theo *Nghị định 10/2023-NĐ/CP*, *Luật đất đai 2024* và *Luật kinh doanh BĐS 2023*. Tuy nhiên, việc cấp sổ cho condotel vẫn còn những điểm nghẽn và chưa được triển khai trên thực tế.

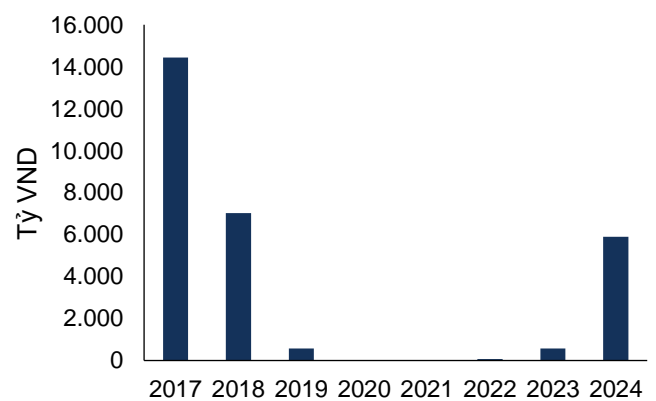
Trong chu kỳ ngành BĐS, phân khúc BĐS nghỉ dưỡng do tính đầu tư cao nên thường phục hồi chậm hơn so với các phân khúc phục vụ nhu cầu ở thực như chung cư, nhà phố. Điều này, cùng với việc niềm tin của khách hàng chưa được cải thiện khi pháp lý vẫn chưa hoàn toàn thông suốt, khiến cho phân khúc BĐS nghỉ dưỡng vẫn chưa có sự phục hồi đáng kể trong năm 2024.

Vinpearl bắt đầu có doanh thu BĐS trở lại năm 2024 nhờ dự án Shophouse Vinpearl Nha Trang. Mặc dù thị trường BĐS nghỉ dưỡng nhìn chung vẫn còn trầm lắng, Vinpearl đã bắt đầu ghi nhận doanh thu BĐS trở lại trong năm 2024. Doanh thu BĐS 2024 phần lớn đến từ dự án Shophouse Vinpearl Harbour Nha Trang, dự án mở rộng tại quần thể Vinpearl Nha Trang. Dự án đã đem lại cho Vinpearl khoảng 5.830 tỷ đồng doanh thu và 1.874 tỷ đồng lợi nhuận gộp năm 2024.

Đây là dự án BĐS nghỉ dưỡng hiếm hoi thành công trong năm 2024, không chỉ đem lại lợi nhuận lớn cho VPL mà còn góp phần thu hút thêm lượng khách tới quần thể Vinpearl tại Nha Trang.

Sự thành công của dự án một phần đến từ sự phục hồi của ngành du lịch, ngoài ra cũng đến từ thương hiệu uy tín và năng lực triển khai dự án của Vinpearl và Vingroup. Xét trên toàn ngành BĐS nói chung, Vingroup/Vinhomes cũng đang là đơn vị dẫn đầu làn sóng phục hồi của ngành BĐS.

Doanh thu chuyển nhượng BĐS của VPL



Nguồn: BCTC VPL, FPTS tổng hợp

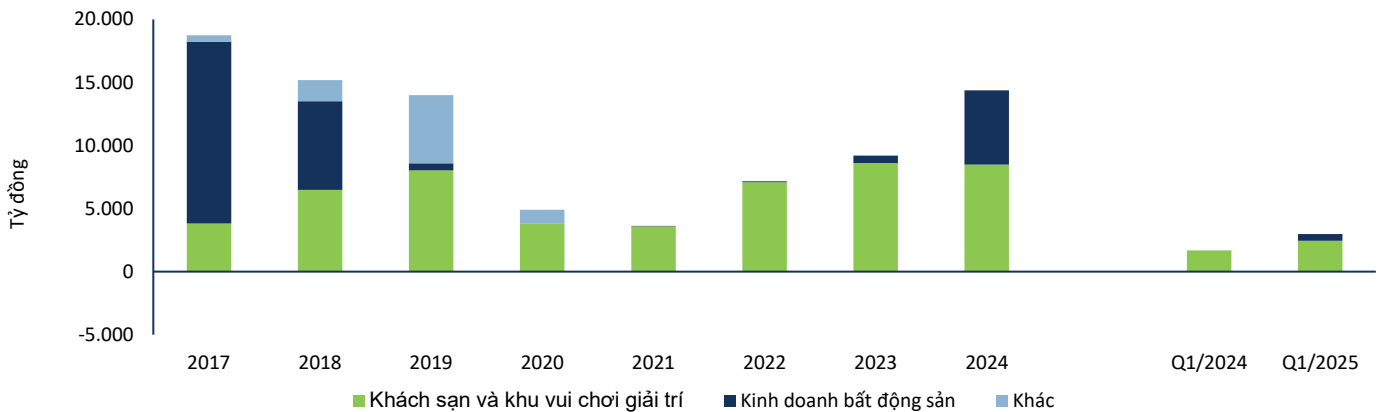
III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu hồi phục, lợi nhuận gộp 2024 dương trở lại nhờ hoạt động kinh doanh tích cực

Cơ cấu doanh thu của VPL bao gồm 2 thành phần chính: (1) khách sạn, công viên giải trí và sân golf – hoạt động kinh doanh cốt lõi đem lại doanh thu liên tục và (2) kinh doanh BĐS – mang tính đột biến. Trong giai đoạn 2020–2022, doanh thu của VPL suy giảm do hoạt động kinh doanh cả hai mảng chính đều bị ảnh hưởng tiêu cực. Từ năm 2022, doanh thu VPL bắt đầu phục hồi và đến năm 2024 đã đạt khoảng 14.400 tỷ đồng – tương đương mức trước dịch – chủ yếu nhờ sự hồi phục của ngành du lịch và tái ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng BĐS.

Quý 1/2025, VPL tiếp tục ghi nhận doanh thu tăng trưởng 77% so với cùng kỳ, đạt ~ 2.973 tỷ đồng nhờ: (1) mảng khách sạn và công viên giải trí tăng trưởng 45% YoY theo đà tăng lượt khách và (2) ghi nhận 535 tỷ đồng từ việc kinh doanh BĐS.

Doanh thu biến động phụ thuộc vào mảng khách sạn và khu vui chơi; chuyển nhượng bất động sản

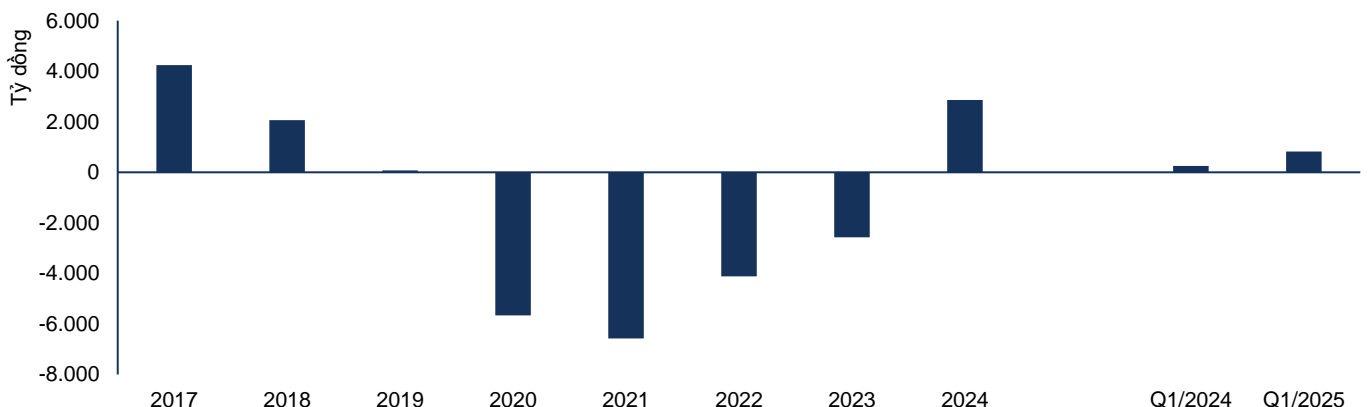


Nguồn: VPL, FPT S Research

Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp biến động mạnh theo cơ cấu doanh thu, phản ánh sự phụ thuộc vào (1) mảng kinh doanh bất động sản có biên lợi nhuận cao (~39%), mang tính đột biến và (2) mảng khách sạn – vui chơi giải trí chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Giai đoạn 2020–2023, doanh nghiệp ghi nhận lỗ gộp do doanh thu sụt giảm mạnh trong khi không thể cắt giảm chi phí cố định (như khấu hao, vận hành, nhân sự) tại mảng khách sạn và khu vui chơi.

Năm 2024 đánh dấu bước phục hồi khi lợi nhuận gộp đạt 2.863 tỷ đồng nhờ: (1) mảng khách sạn chuyển từ lỗ sang lãi nhờ tối ưu chi phí; (2) mảng kinh doanh BĐS tiếp tục đóng vai trò chủ lực với các dự án như Shophouse VinWonders Phú Quốc và Vinpearl Nha Trang. Quý 1/2025, lợi nhuận gộp tiếp tục tăng mạnh 232% YoY, đạt 820 tỷ đồng, nhờ doanh thu và biên lợi nhuận cải thiện khi lượt khách gia tăng giúp tối ưu chi phí khấu hao, vận hành và đóng góp 368 tỷ đồng từ kinh doanh BĐS.

Lợi nhuận gộp biến động lớn do mảng bất động sản nghỉ dưỡng và ảnh hưởng của đại dịch



Nguồn: VPL, FPT S Research

2. LNST dần phụ thuộc ít hơn vào hoạt động tài chính

2.1. Doanh thu tài chính phần lớn đến từ việc mua bán, sáp nhập với Vingroup

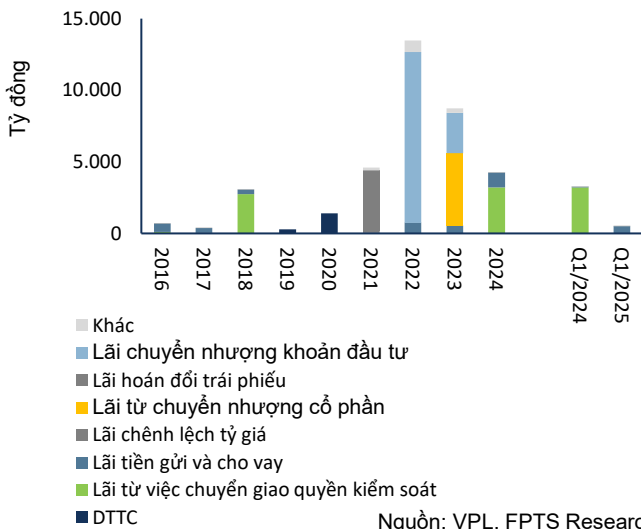
Trong giai đoạn 2020-2024, VPL thường xuyên mua bán và tách, sáp nhập doanh nghiệp ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh, cơ cấu tài sản và nguồn vốn của doanh nghiệp. Đối tác của các giao dịch này chủ yếu là công ty mẹ - Tập đoàn VINGROUP – CTCP.

Mua, sáp nhập doanh nghiệp				
2020	2021	2022	2023	2024
	CTCP Vinwonders			CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Thanh Hóa
	CTCP Đầu tư Phát triển Kinh doanh Ngọc Việt		CTCP Đầu tư và Phát triển Làng Vân	CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Landmark 81
	CTCP Đầu tư P&S	CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Landmark 81	CTCP Thương mại và Đầu tư Phát triển Nguyễn Phú	CTCP VinWonders Nha Trang
CTCP Vinpearl Invest		CTCP VinWonders Nha Trang	CTCP Vinpearl Cửa Hội	
		CTCP Thương mại và Đầu tư Phát triển Nguyễn Phú	CTCP Thương Mại và Kinh doanh Ngọc Việt	
		Công ty TNHH Làng Hoa Thụy Khuê	CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Landmark 81	
			CTCP Vinpearl Thanh Hóa	

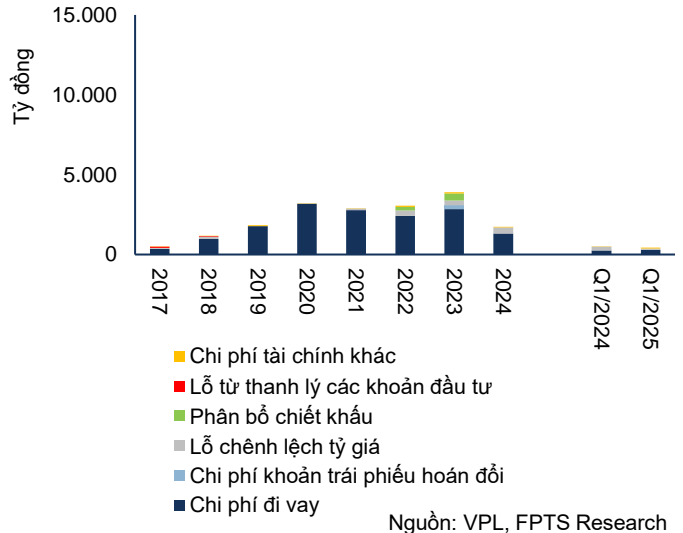
Bán, tách, chuyển nhượng doanh nghiệp

Việc mua bán sáp nhập đem lại doanh thu tài chính lớn cho VPL, hỗ trợ lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn. Cụ thể, giai đoạn 2018–2024, phần lớn lợi nhuận đến từ các khoản thu nhập một lần như lãi chuyển giao quyền kiểm soát và chuyển nhượng cổ phần – không phản ánh hiệu quả hoạt động cốt lõi. Năm 2018 ghi nhận lãi từ chuyển nhượng Hòn Một và Cam Ranh; 2021 có thu nhập từ hoán đổi trái phiếu; 2022 đột biến với 13,5 nghìn tỷ đồng doanh thu tài chính, phần lớn đến từ chuyển giao VinWonders Nha Trang và các công ty con khác. Giai đoạn 2023–2024 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 tới các dự án biệt thự biển và condotel.

Doanh thu tài chính



Chi phí tài chính của VPL



Bên cạnh đó, chi phí tài chính từng là gánh nặng lớn nhưng đã giảm đáng kể nhờ cơ cấu lại nợ. Trong giai đoạn 2019–2020, chi phí lãi vay tăng mạnh, bình quân 51%/năm, do doanh nghiệp gia tăng vay nợ để bù đắp dòng tiền yếu giữa khủng hoảng Covid-19. Chi phí lãi vay chiếm tới 99% tổng chi phí tài chính, dẫn đến lỗ tài chính lớn và

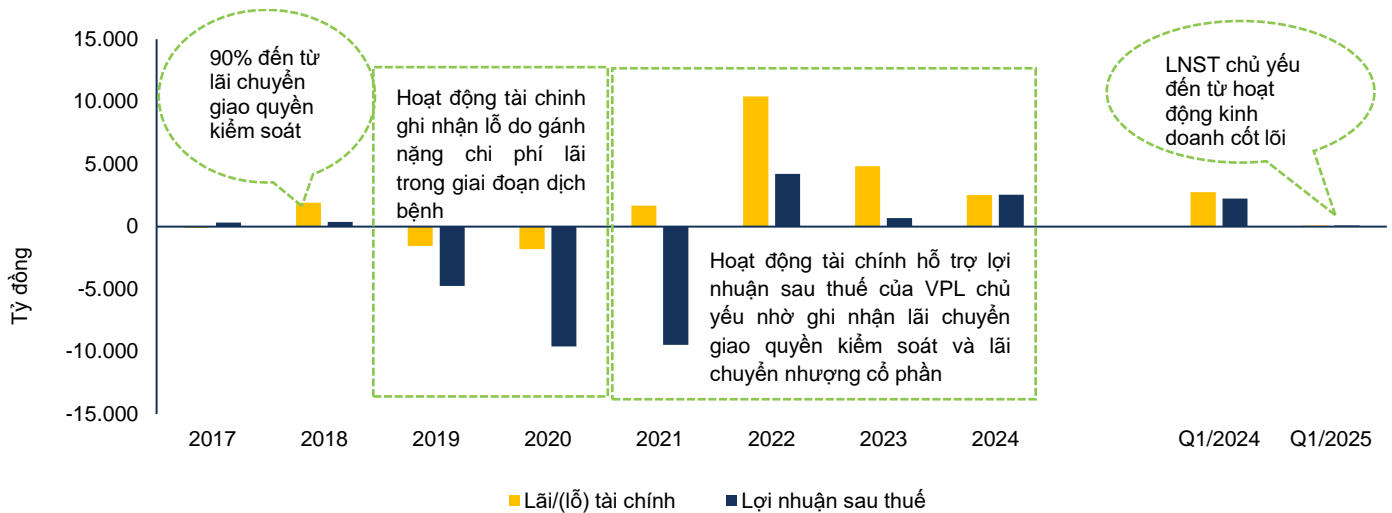
kéo tụt lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2019-2020. Tuy nhiên, đến năm 2024, chi phí tài chính giảm đáng kể nhờ đáo hạn và tái toán hơn 14 nghìn tỷ đồng nợ vay và trái phiếu, trong đó phần lớn là trái phiếu được mua lại trước hạn và nợ dài hạn được chuyển sang công ty CTCP Thương mại và Kinh doanh Ngọc Việt do tách công ty.

2.2. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính đang dần đóng góp ít hơn vào LNST của VPL

Lợi nhuận sau thuế của VPL chuyển từ phụ thuộc lớn vào các khoản doanh thu tài chính không bền vững sang hoạt động kinh doanh chính ổn định. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính đã bắt đầu giảm dần trong giai đoạn 2022 - 2024, khi các hoạt động chuyển giao kết thúc. Điều này cũng khiến cho LNST của VPL giảm dần. Trong Q1/2025, lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 90,3 tỷ đồng, giảm 96% YoY.

Nhờ sự phục hồi tích cực của ngành du lịch và ngành BĐS, 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 mua bán sáp nhập doanh nghiệp.

Lợi nhuận sau thuế chịu ảnh hưởng lớn bởi lãi lỗ từ hoạt động tài chính 2017-2024



Nguồn: VPL, FPTIS Research

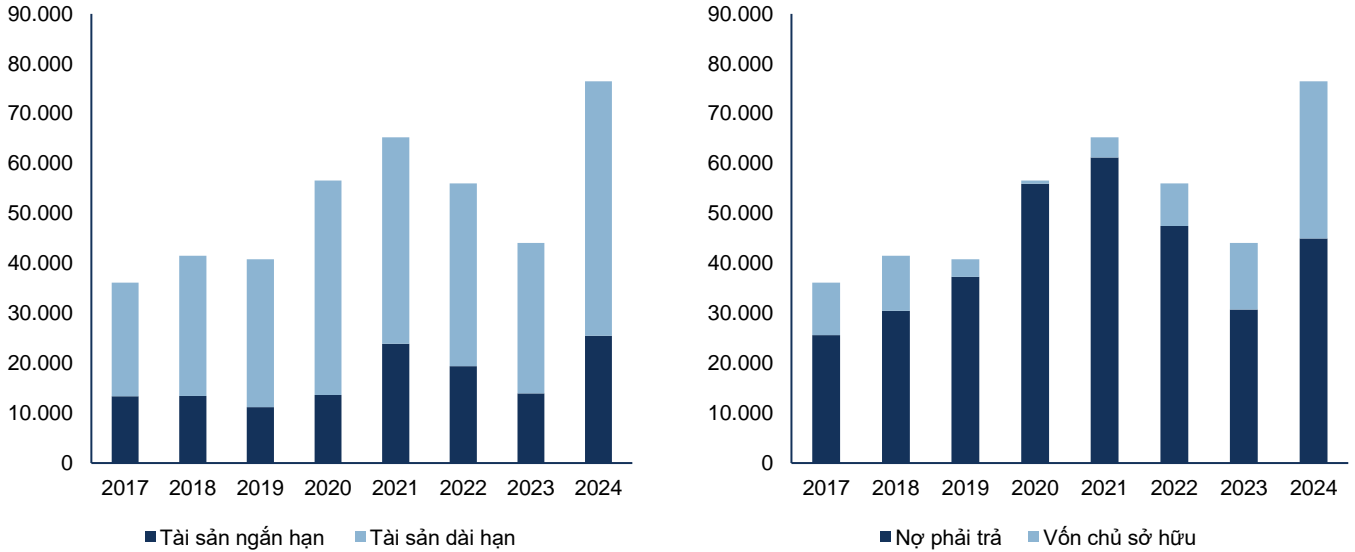
2.3. Cơ cấu tài sản và nguồn vốn liên tục biến động giai đoạn 2020-2024 do quá trình mua bán sáp nhập doanh nghiệp

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của VPL biến động mạnh trong giai đoạn 2020-2024. Quá trình tái cấu trúc từ 2022 đến 2024 giúp Vinpearl dịch chuyển từ mô hình sử dụng đòn bẩy cao sang cấu trúc tài chính lành mạnh hơn, tập trung kiểm soát các dự án chiến lược.

- Giai đoạn 2020 – 2021, VPL mở rộng đầu tư quy mô lớn.** Tổng tài sản năm 2021 tăng 38% YoY đạt 65,3 nghìn tỷ đồng. Sự gia tăng đến từ việc đẩy mạnh đầu tư vào các dự án khách sạn nghỉ dưỡng cao cấp và mua bổ sung vốn tại các công ty Landmark 81, Cam Ranh, Quy Nhơn. Nợ vay tăng mạnh chiếm 80% tổng nguồn vốn trong năm 2021 chủ yếu là huy động vốn để tài trợ cho các dự án trên.
- Giai đoạn 2022 – 2023 là giai đoạn VPL thoái vốn và tái cấu trúc.** Tổng tài sản giảm từ 33% so với giai đoạn trước chỉ còn ~44 nghìn tỷ đồng. Trong giai đoạn này, Vinpearl thực hiện hàng loạt giao dịch tái cơ cấu như chuyển nhượng Landmark 81, Vinpearl Thanh Hóa, Vinwonders Nha Trang; tách các pháp nhân như Vinpearl Cửa Hội và Ngọc Việt. Các giao dịch này giúp Công ty thu về hơn 10 nghìn tỷ đồng và ghi nhận gần 3.000 tỷ đồng lợi nhuận tài chính. Việc tách pháp nhân Ngọc Việt giúp xóa lỗ lũy kế hơn 19 nghìn tỷ đồng và khiến tổng nguồn vốn hợp nhất giảm khoảng 15% so với cuối năm 2022. Nhờ đó, hệ số nợ/vốn chủ sở hữu giảm từ 3,2 lần xuống còn 1,9 lần, tạo điều kiện thuận lợi cho huy động vốn và chuẩn bị IPO.
- Năm 2024, VPL mở rộng trở lại và tăng quy mô vốn chủ sở hữu.** Tổng tài sản tăng trở lại lên mức 76,5 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 74% so với năm 2023, chủ yếu nhờ phát hành cổ phần để mua lại gần như toàn bộ cổ phần tại Landmark 81, Thanh Hóa, Vinwonders Nha Trang, đồng thời ghi nhận lại tài sản cố định và lợi thế thương mại với mức tăng thêm khoảng 5.300 tỷ đồng. Nhờ đó, vốn chủ sở hữu được cải thiện đáng kể và nợ phải trả được thu hẹp nhờ không phát sinh thêm các khoản vay lớn và do đã chuyển nhượng bớt

các công ty con có quy mô nợ cao. Năm 2024, tài sản cố định chiếm khoảng 60% và vốn chủ sở hữu hơn 40% tổng nguồn vốn, cho thấy định hướng tập trung vào tài sản sinh lời và nền tảng tài chính ổn định hơn để chuẩn bị cho việc niêm yết.

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn VPL biến động mạnh trong quá trình tái cơ cấu (Đơn vị: tỷ đồng)



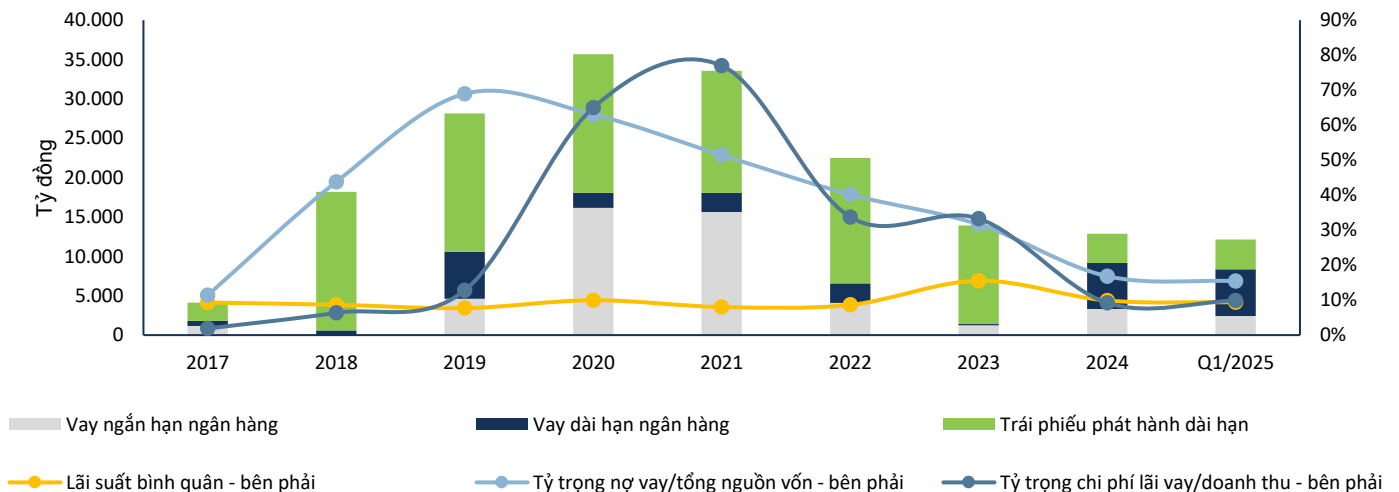
Nguồn: VPL, FPTIS Research

3. Nợ vay giảm đáng kể sau giai đoạn tái cơ cấu

Nợ vay của VPL giảm đáng kể từ 35,7 nghìn tỷ năm 2020 xuống còn 12 nghìn tỷ tại cuối Q1/2025. Tỷ lệ nợ vay trên tổng nguồn vốn đã giảm từ 69% năm 2019 xuống chỉ còn 15% tại Q1/2025.

Mặc dù vậy, chi phí lãi vay của VPL vẫn còn tương đối cao. Dù doanh nghiệp đã nỗ lực chuyển đổi từ trái phiếu lãi suất cao sang vay hợp vốn kỳ hạn dài, lãi suất bình quân vẫn ở mức cao ~10%/năm. Chi phí lãi vay duy trì ở mức 1.326 tỷ đồng năm 2024, tương đương 10% doanh thu thuần, tiếp tục là yếu tố làm thu hẹp biên lợi nhuận ròng và hạn chế khả năng tích lũy dòng tiền để phục vụ hoạt động mở rộng và trả nợ.

Cơ cấu nợ vay dịch chuyển từ trái phiếu lãi suất cao sang vay hợp vốn kỳ hạn dài



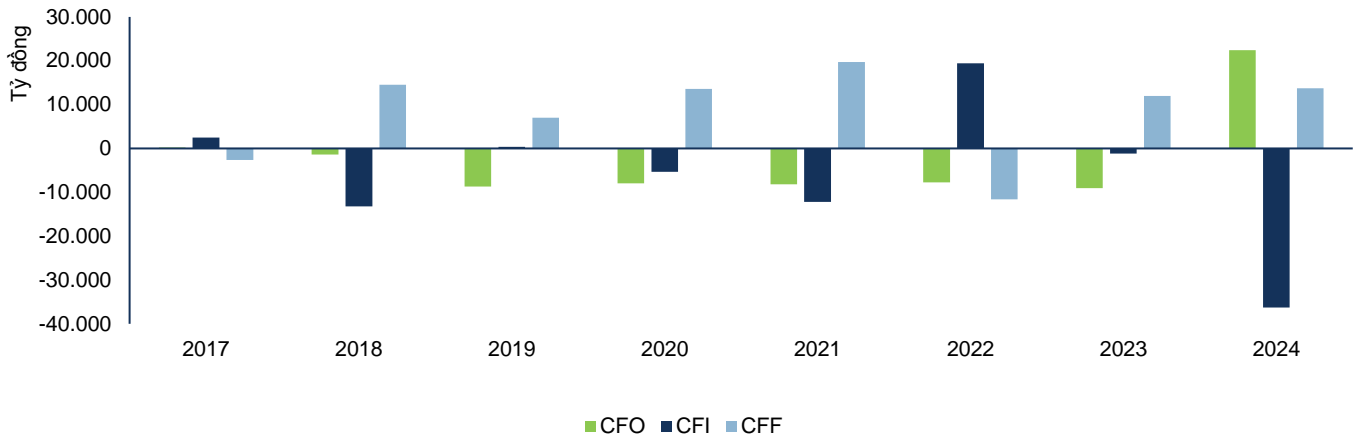
Nguồn: VPL, FPTIS Research

4. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương trở lại nhờ các khoản khách hàng trả tiền trước

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) năm 2024 đảo chiều sau giai đoạn liên tục âm 2018-2023 nhờ thu được tiền trả trước dự án khu nhà ở Vinpearl Phú Quý. CFO giai đoạn 2018-2023 âm thể hiện mô hình kinh doanh chưa

tạo ra dòng tiền thực do khó khăn trong giai đoạn dịch bệnh. CFO năm 2024 dương trở lại đạt 22 nghìn tỷ trong đó chủ yếu đến từ dòng tiền thu được từ 04 khách hàng tại dự án Vinpearl Phú Quý (~13,5 nghìn tỷ) và tiền thu được từ các hợp đồng đặt cọc, vay vốn (~3 nghìn tỷ). Dự kiến doanh thu dự án này sẽ ở mức 21 nghìn tỷ và sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2025 – 2026. Do đó, CFO trong giai đoạn này sẽ tiếp tục nhận được dòng tiền từ dự án.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh dương trở lại sau 06 năm



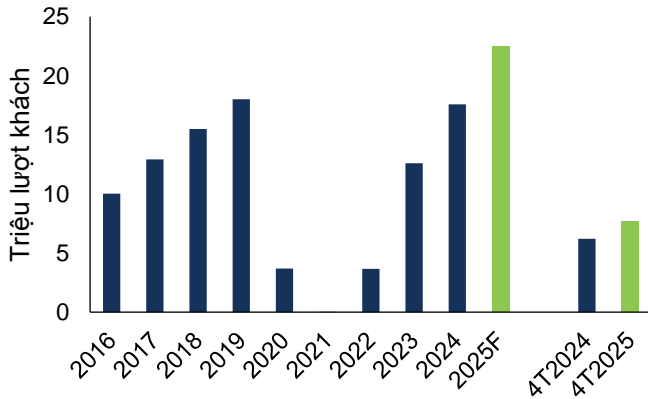
Nguồn: VPL, FPT S Research

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

1. Ngành du lịch tăng trưởng thúc đẩy hoạt động kinh doanh của Vinpearl

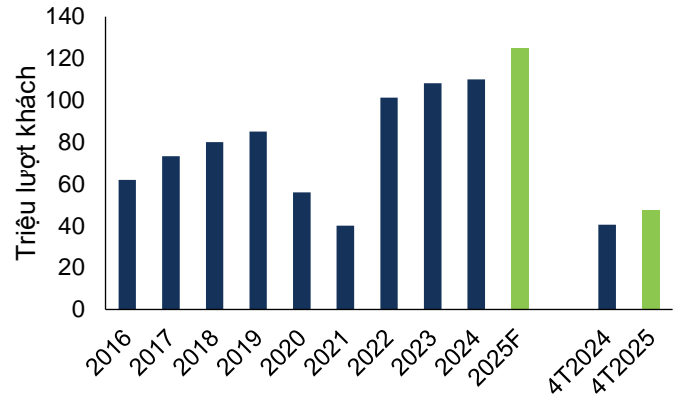
Năm 2025, ngành du lịch được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh. Sau năm 2024 phục hồi thành công, ngành du lịch kỳ vọng sẽ tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ. Theo Nghị quyết 25/NQ-CP ngày 5/2/2025 về mục tiêu tăng trưởng của các ngành, ngành du lịch đặt ra mục tiêu đón 22 – 23 triệu lượt khách du lịch quốc tế (tăng 25 – 30% YoY) và 120 – 130 triệu lượt khách du lịch nội địa (tăng 9 – 18% YoY). Chúng tôi cho rằng ngành du lịch có thể đạt được mục tiêu trên dựa trên những số liệu tích cực của ngành trong 4 tháng đầu năm. Cụ thể, lượng khách du lịch quốc tế và nội địa trong 4T2025 tăng lần lượt 24% và 17% YoY.

Lượng khách du lịch quốc tế



Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam

Lượng khách du lịch nội địa

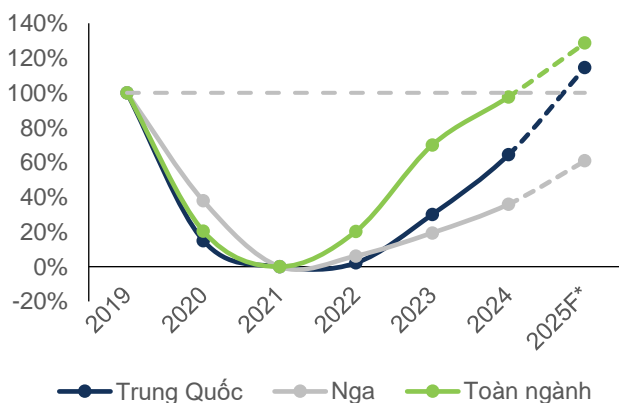


Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam

Lượng khách du lịch quốc tế được thúc đẩy nhờ sự phục hồi của các thị trường truyền thống là Trung Quốc và Nga. Đây là hai thị trường quan trọng, đứng lần lượt thứ 1 và thứ 6 về lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam năm 2019. Tuy nhiên, hai thị trường này lại có sự phục hồi rất chậm sau Covid do: (1) Trung Quốc gỡ bỏ lockdown muộn và (2) căng thẳng chính trị Nga – Ukraine khiến đường bay thẳng tới Nga bị tạm dừng khai thác và chỉ bắt đầu mở lại từ 2025. Năm 2024, lượng khách từ Trung Quốc và Nga mới chỉ phục hồi về mức 64% và 36% so với mức trước Covid (năm 2019)

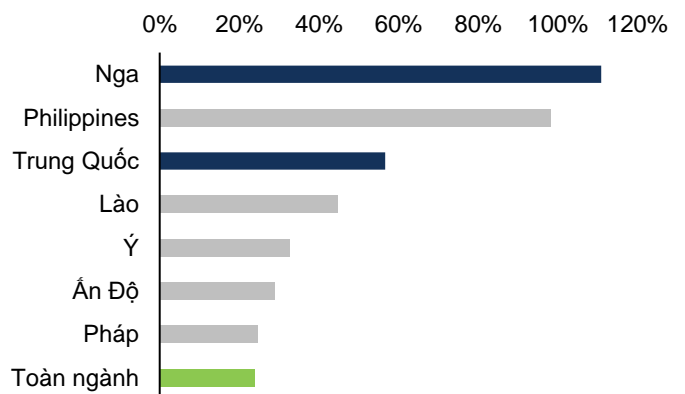
Năm 2025, hai thị trường này bắt đầu có sự phục hồi mạnh mẽ, trở thành những quốc gia có tốc độ tăng trưởng lượt khách đến Việt Nam cao nhất trong 4 tháng đầu năm 2024. Cụ thể, lượng khách từ Trung Quốc và Nga trong 4T2025 đã tăng lần lượt 57% và 111% YoY. Sự phục hồi tích cực từ các thị trường này đang là động lực quan trọng thúc đẩy ngành du lịch Việt Nam năm 2025. Đặc biệt là đối với thị trường Trung Quốc, thị trường này đã vượt qua Hàn Quốc và quay trở lại dẫn đầu về lượng khách quốc tế trong 4T2025, chiếm hơn 25% thị phần.

Lượng khách du lịch quốc tế so với năm 2019



*2025F: dựa theo tỷ lệ tăng trưởng 4T2025

Tăng trưởng lượt khách quốc tế 4T2025 (%YoY)



Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia

Ngành du lịch được hỗ trợ từ đầu tư công và các chính sách kích cầu. Bên cạnh những lợi thế sẵn có về tự nhiên, văn hóa để thu hút khách du lịch, ngành du lịch năm 2025 cũng có thêm trợ lực từ các chính sách đầu tư công và chính sách kích cầu du lịch.

Trong giai đoạn 2024 – 2025, nhiều dự án đầu tư công được đẩy mạnh, đặc biệt là các công trình hạ tầng giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, T2 Nội Bài, sân bay Long Thành, ... giúp cải thiện khả năng kết nối, giảm thời gian di chuyển, nhờ đó giúp thúc đẩy nhu cầu du lịch.

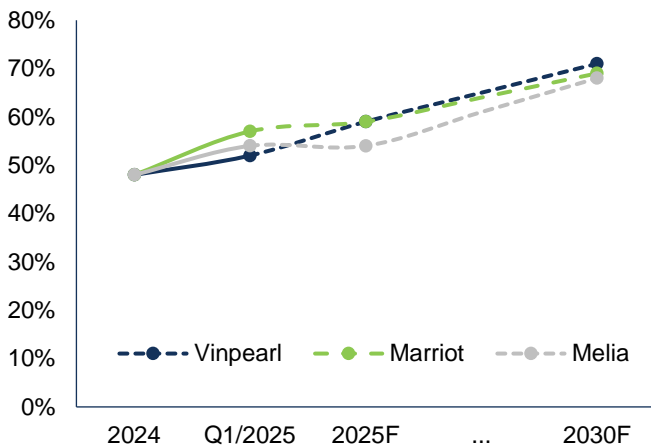
Đầu năm 2025, Bộ Văn hóa Thể thao và Du lịch cũng đã công bố Chương trình kích cầu du lịch năm 2025, với nhiều điểm mới nhằm thu hút khách du lịch như: (1) tổ chức loạt sự kiện lớn như 80 năm Quốc khánh, 50 năm Giải phóng miền Nam, (2) miễn thị thực thêm cho 3 quốc gia, (3) xây dựng các gói khuyến mại kích cầu du lịch với giá ưu đãi, gia tăng trải nghiệm cho khách du lịch.

2. Kỳ vọng cải thiện hiệu quả hoạt động tại các cơ sở kinh doanh hiện hữu

Mảng khách sạn của Vinpearl đến năm 2024 vẫn chưa tối ưu hết về hiệu quả vận hành, do đó vẫn còn dư địa để cải thiện. Tỷ lệ lấp đầy các khách sạn của Vinpearl đã cải thiện từ mức 48% năm 2024 lên 55% trong Q1/2025 nhờ sự tăng trưởng tích cực của ngành du lịch. Vinpearl kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy năm 2025 sẽ đạt mức trung bình là 57%, và sẽ tăng dần lên mức 69% năm 2030.

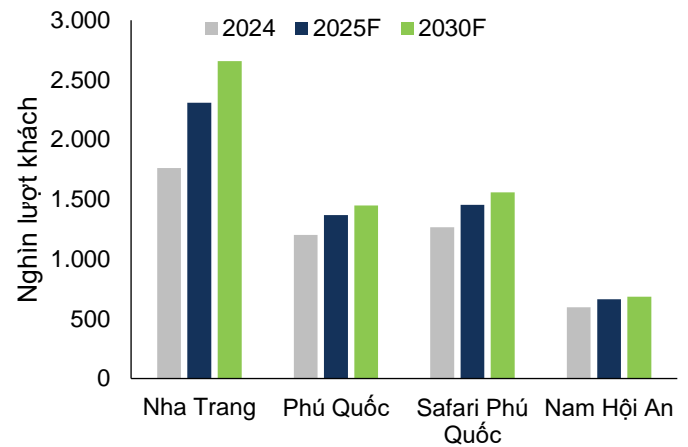
Mảng công viên giải trí cũng đang có sự phục hồi tích cực, với doanh thu trong Q1/2025 tăng trưởng 31% YoY, nhờ lượng khách tới các cơ sở VinWonders tăng 29% YoY. Vinpearl kỳ vọng lượng khách VinWonders sẽ tăng trưởng 22% năm 2025, sau đó tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2026 – 2030 với doanh thu và lượng khách tăng trưởng với CAGR lần lượt là 6% và 5%/năm.

Tỷ lệ lấp đầy các hệ thống khách sạn của Vinpearl



Nguồn: Vinpearl

Lượng khách tới các cơ sở VinWonders



Nguồn: Vinpearl

3. Mở rộng hoạt động nhờ hưởng lợi từ hệ sinh thái Vingroup

Vinpearl có thể tận dụng hệ sinh thái Vingroup để mở rộng cơ sở hạ tầng và gia tăng lượng khách. Khả năng tiếp cận quỹ đất và năng lực phát triển dự án tốt của Vingroup giúp Vinpearl có nhiều lợi thế trong việc mở rộng quy mô hoạt động.

Thực tế, nhiều dự án mới của Vinpearl được phát triển ngay trong các đại đô thị do Vingroup đầu tư như Grand Park (TP.HCM) và Vũ Yên (Hải Phòng). Ngoài yếu tố địa điểm và hạ tầng, các mảng kinh doanh khác trong hệ sinh thái Vingroup cũng tạo động lực hỗ trợ cho tăng trưởng hoạt động cốt lõi của Vinpearl và các dịch vụ mới phát triển như học viện cưới ngựa, MICE. Vinpearl có thể tiếp cận tập khách nội bộ quy mô lớn từ Vingroup (hơn 100.000 cư dân Vinhomes, 30.000 học sinh Vinschool, 2 triệu lượt khách ngoại trú và hơn 60.000 ca điều trị nội trú tại Vinmec).

Vinpearl ra mắt hàng loạt cơ sở mới giai đoạn cuối 2024 – 2025 để đón sóng ngành du lịch. Trong giai đoạn 2020 – 2023, Vinpearl gần như không đầu tư mở rộng thêm hệ thống cơ sở hạ tầng do hoạt động kinh doanh gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, từ nửa cuối năm 2024, Vinpearl bắt đầu ra mắt hàng loạt cơ sở mới khi nhận thấy ngành du lịch đang dần có sự phục hồi tích cực. Các cơ sở mới ra mắt giai đoạn 2024 – 2025 của Vinpearl bao gồm:

Dự án	Vị trí	Thời gian vận hành	Quy mô	Loại hình
Dự án mới năm 2024				
Vinpearl Harbour Nha Trang	Khánh Hòa	26/01/2024	5,6 ha	Công viên giải trí, là dự án mở rộng tại Quần thể Vinpearl Nha Trang
Vinpearl Cửa Hội	Nghệ An	01/06/2024	38,7 ha	Tổ hợp khách sạn, nghỉ dưỡng và công viên giải trí
Vinpearl Horse Academy Vũ Yên	Hải Phòng	01/06/2024	30 ha	Đào tạo cưỡi ngựa chuyên nghiệp, tổ chức sự kiện quốc tế
Four Points by Sheraton Hà Giang	Hà Giang	24/10/2024	151 phòng	Khách sạn
VinWonders Grand Park	TP. HCM	06/12/2024	36 ha	Công viên giải trí
Dự án mới năm 2025				
VinWonders Vũ Yên	Hải Phòng	30/04/2025	39 ha	Công viên giải trí
Sheraton Vinh	Nghệ An	Dự kiến 11/2025	335 phòng	Khách sạn 5 sao, trung tâm thương mại, căn hộ cao cấp, nhà phố thương mại

Bên cạnh sự cải thiện từ hệ thống cơ sở kinh doanh cũ, các cơ sở mới này kỳ vọng sẽ giúp Vinpearl tận dụng được làn sóng phục hồi của ngành du lịch, qua đó tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Kỳ vọng dài hạn từ các đại dự án đô thị của Vingroup. Trong đó, Vinpearl đang có kế hoạch sẽ phát triển các dự án mới tại Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ và Hạ Long Xanh của Vingroup. Đây là hai dự án có quy mô rất lớn của Vingroup và cả 2 đều đã quy hoạch sẵn không gian cho dịch vụ du lịch – nghỉ dưỡng cho Vinpearl. Dự kiến Vinpearl sẽ xây dựng 2 cơ sở VinWonders tại đây với quy mô rất lớn lên tới 84ha, lớn hơn nhiều so với các cơ sở VinWonders hiện tại ở Nha Trang, Phú Quốc (~50 ha).

Với quy mô lớn hơn, Vinpearl có thể thiết kế nhiều khu vui chơi hơn với đa dạng loại hình hơn, qua đó thu hút được nhiều tầng lớp khách du lịch hơn. Dự án cũng sẽ thu hút được lượng khách hàng tự nhiên là lượng dân số địa phương, do nằm tại các thành phố lớn và nằm trong dự án đại đô thị của Vingroup.

Dự án	Địa điểm	Quy mô toàn dự án	Quy mô VinWonders	Năm hoạt động	Lượt khách dự kiến
Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ	TP.HCM	2.870 ha	84 ha	2026/2027	8 triệu lượt khách/năm
Vinhomes Hạ Long Xanh	Quảng Ninh	4.110 ha	84 ha	2027/2028	6 triệu lượt khách/năm

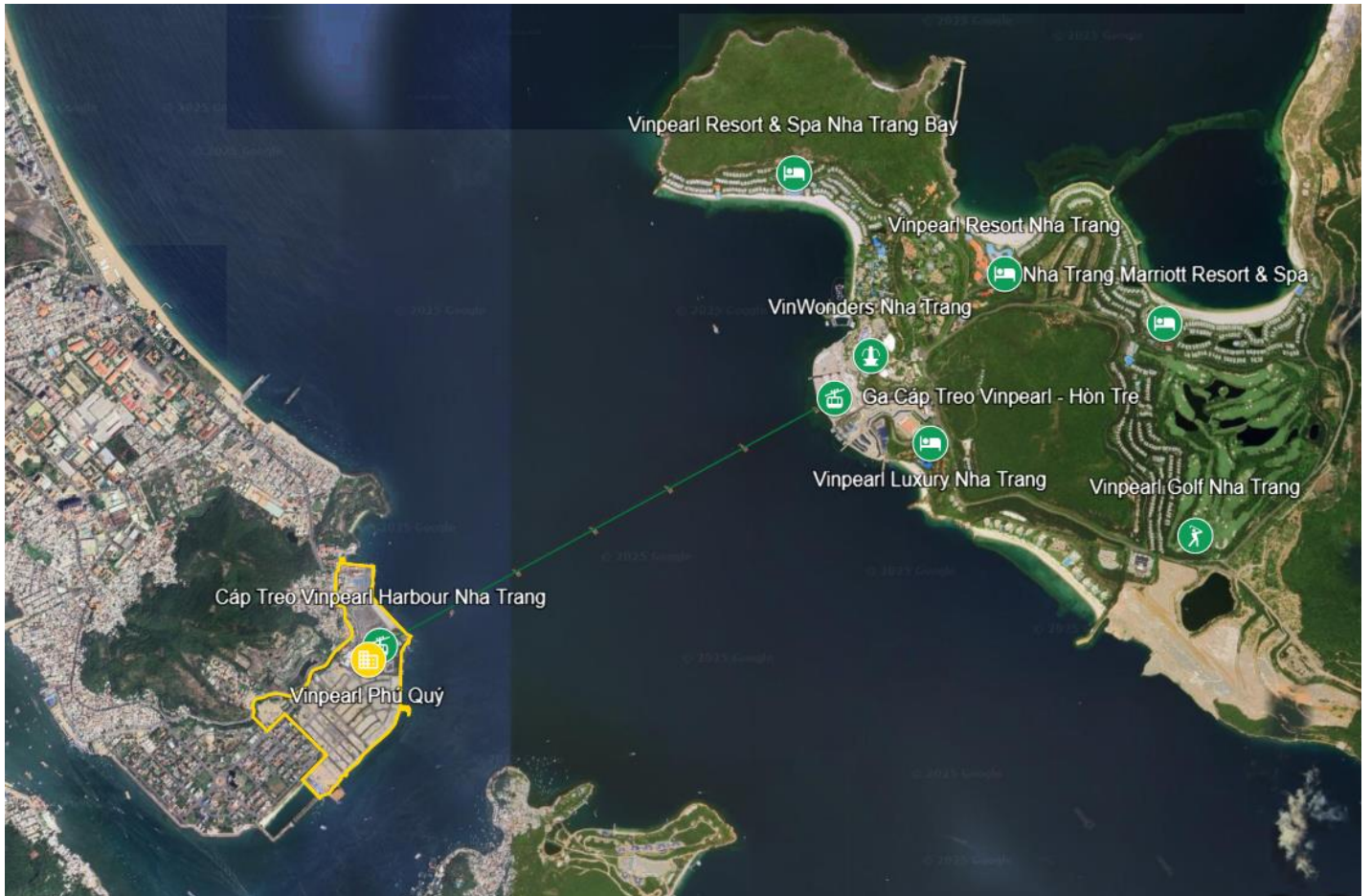
4. Mảng kinh doanh BĐS: Kỳ vọng thị trường BĐS nghỉ dưỡng phục hồi và ghi nhận doanh thu đột biến từ dự án Vinpearl Phú Quý

Kỳ vọng thị trường BĐS nghỉ dưỡng phục hồi nhờ du lịch phát triển và nhờ tháo gỡ pháp lý. Với những nỗ lực gần đây của Chính phủ trong việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án BĐS, chúng tôi kỳ vọng các vướng mắc của BĐS nghỉ dưỡng sẽ sớm được tháo gỡ, đặc biệt là vấn đề cấp sổ. Ngoài ra, ngành du lịch phục hồi tích cực đang giúp cho tình hình tài chính của các Chủ đầu tư dự án nghỉ dưỡng phục hồi và giúp đang dần gây dựng lại niềm tin từ người mua. Với uy tín về thương hiệu và năng lực tài chính tốt của Vinpearl và Vingroup, chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS của Vinpearl sẽ tiếp tục có sự phục hồi tích cực.

Kỳ vọng từ dự án Vinpearl Phú Quý với tổng doanh thu 21.000 tỷ đồng. Hiện nay, Vinpearl đang triển khai và mở bán 2 dự án: (1) Shophouse Phú Quốc phân khu Hy Lạp và (2) Vinpearl Phú Quý tại Nha Trang. Trong đó, dự án tại Phú Quốc đã hoàn thành xây dựng, đã bàn giao và ghi nhận doanh thu một phần trong năm 2024. Triển vọng lớn nhất của mảng BĐS này chủ yếu sẽ đến từ dự án Vinpearl Phú Quý.

Dự án Vinpearl Phú Quý có quy mô 33,8 ha, tổng mức đầu tư khoảng 7.400 tỷ đồng, là dự án khu đô thị kết hợp với du lịch, khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng. Dự án Vinpearl Phú Quý nằm cạnh với nhà ga cáp treo mới kết nối với quần thể Vinpearl Nha Trang tại đảo Hòn Tre. Với lợi thế về vị trí, dự án không chỉ được kỳ vọng đem lại nguồn thu BĐS lớn cho Vinpearl mà góp phần thu hút thêm lượng khách du lịch tới quần thể du lịch của Vinpearl tại Nha Trang.

Vị trí dự án Vinpearl Phú Quý



Nguồn: FPT S Research

Dự án Vinpearl Phú Quý bao gồm 2 tòa chung cư, 422 căn biệt thự, 235 căn NOXH cùng với đó là các khách sạn, công trình phục vụ du lịch. Vinpearl kỳ vọng tổng doanh thu mà dự án này đem lại là 21.000 tỷ đồng.

Về tiến độ, dự án đã khởi công từ năm 2024 và đang triển khai xây dựng. Vinpearl cũng đã ký hợp đồng bán buôn dự án cho 4 đối tác và đã ghi nhận hơn 13.500 tỷ đồng thanh toán theo tiến độ vào khoản Người mua trả tiền trước trong báo cáo tài chính. Vinpearl dự kiến sẽ hoàn thành, bàn giao và ghi nhận doanh thu dự án trong năm 2026.

V. RỦI RO ĐẦU TƯ VÀ YẾU TỐ THEO DÕI

1. Rủi ro từ cấu trúc doanh nghiệp phức tạp

Vinpearl là công ty thành viên thuộc Tập đoàn Vingroup – một tập đoàn quy mô lớn với cấu trúc tổ chức đa tầng, đa ngành, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản và du lịch nghỉ dưỡng. Cấu trúc doanh nghiệp phức tạp cũng là đặc điểm phổ biến trong ngành bất động sản, do quá trình thực hiện thủ tục pháp lý.

Cấu trúc doanh nghiệp phức tạp khiến cho việc đánh giá hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính của doanh nghiệp trở nên khó khăn, khi phát sinh các giao dịch nội bộ và khi có những sự thay đổi thường xuyên trong cấu trúc doanh nghiệp.

2. Khả năng trả nợ gốc và lãi vay trong trung hạn

Khả năng trả nợ gốc và lãi vay là yếu tố cần theo dõi sát trong giai đoạn 2027–2029, khi Vinpearl sẽ phải đáo hạn hai khoản vay lớn: vay hợp vốn gần 5.000 tỷ đồng với lãi suất thả nổi 2,75%/năm (tương ứng 7,57%–8,08%/năm trong 2024) và trái phiếu USD trị giá 3.706 tỷ đồng với lãi suất cố định 9,5%/năm. Mặc dù dòng tiền từ hoạt động kinh doanh giai đoạn 2018–2023 liên tục âm, năm 2024 đã ghi nhận mức dương trở lại nhờ thu về 13.600 tỷ đồng từ dự án Vinpearl Phú Quý. Kỳ vọng ~7,5 nghìn tỷ sẽ tiếp tục thu được từ dự án Vinpearl Phú Quý trong giai đoạn 2025 - 2026 và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khách sạn và khu vui chơi cải thiện sẽ làm giảm áp lực trả nợ gốc và chi phí lãi vay.

VI. PHỤ LỤC

1. Hệ thống cơ sở/dự án và vai trò của Vinpearl tại các dự án:

Chủ sở hữu/Chủ đầu tư	Vai trò của Vinpearl trong dự án	STT	Tên cơ sở/dự án
CTCP Vinpearl	Trực tiếp vận hành	1	Vinpearl Resort & Spa Hạ Long
		2	Vinpearl Resort & Golf Nam Hội An
		3	Vinpearl Luxury Nha Trang
		4	Vinpearl Resort Nha Trang
		5	Vinpearl Resort & Spa Nha Trang Bay
		6	Vinpearl Beachfront Nha Trang
		7	Khu vườn thú VinWonders Hà Tĩnh
		8	VinWonders Nam Hội An
		9	Vinpearl Golf Nha Trang
		10	Vinpearl Golf Nam Hội An
	Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	11	Meliá Vinpearl Hà Tĩnh
		12	Meliá Vinpearl Cửa Sốt Beach Resort
		13	Meliá Vinpearl Huế
		14	Meliá Vinpearl Nha Trang Empire
		15	Meliá Vinpearl Cam Ranh Beach Resort
		16	Meliá Vinpearl Tây Ninh
	Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Marriott quản lý	17	Four Points by Sheraton Lang Son
		18	Sheraton Hải Phòng
		19	Nha Trang Marriott Resort & Spa, Hon Tre Island
		20	Danang Marriott Resort & Spa, Non Nuoc Beach Villas
		21	Đà Nẵng Marriott Resort & Spa
		22	Renaissance Hội An Resort & Spa
		23	Sheraton Cần Thơ
CTCP Vinwonders Nha Trang	Sở hữu gián tiếp thông qua công ty con; Trực tiếp vận hành	24	VinWonders Nha Trang
CTCP Vinpearl Cửa Hội	Sở hữu gián tiếp thông qua công ty con; Trực tiếp vận hành	25	VinWonders Cửa Hội
	Sở hữu gián tiếp thông qua công ty con; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	26	Meliá Vinpearl Cửa Hội Beach Resort
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Du lịch Phúc An	Sở hữu gián tiếp thông qua công ty con; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	27	Meliá Vinpearl Hải Phòng Rivera
CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Thanh Hóa	Sở hữu gián tiếp thông qua công ty con; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	28	Meliá Vinpearl Thanh Hóa
CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Landmark 81	Sở hữu gián tiếp thông qua công ty con; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Marriott quản lý	29	Vinpearl Landmark 81 Autograph Collection

CTCP Vinhomes	Quản lý vận hành	30	VinWonders Wave Park & Water Park
Tập đoàn Vingroup - Công ty CP	Quản lý vận hành	31	Học viện cưới ngụa Vinpearl Vũ Yên
	Hợp tác đầu tư	32	Four Points by Sheraton Hậu Giang
	Hợp tác đầu tư và trực tiếp vận hành	33	Vinpearl Golf Hải Phòng
	Hợp tác đầu tư; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	34	Meliá Vinpearl Phú Lý
	Thuê tài sản; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	35	Meliá Vinpearl Quảng Bình
Công ty TNHH Vận hành Vincom Retail	Hợp tác kinh doanh; Khai thác kinh doanh thông qua việc thuê Meliá quản lý	36	Meliá Vinpearl Đà Nẵng Riverfront
	Thuê tài sản và trực tiếp vận hành	37	VinKE Times City & Vinpearl Aquarium Times City
CTCP phát triển Thành phố Xanh	Quản lý vận hành	38	Công viên Grand Park
Công ty TNHH Bất động sản Newvision	Quản lý vận hành	39	Grand World Ocean City
		40	Grand World Phú Quốc
CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Phú Quốc	Hợp tác đầu tư và trực tiếp vận hành	41	Vinpearl Wonderworld Phú Quốc
		42	Vinpearl Resort & Spa Phú Quốc
		43	VinWonders Phú Quốc
		44	Vinpearl Safari Phú Quốc
CTCP Đầu tư và Phát triển Đô Thị Sài Đồng	Thuê tài sản, trực tiếp vận hành	45	Vinpearl Golf Phú Quốc
		46	Meliá Vinpearl Phú Quốc
		47	Sheraton Phú Quốc Long Beach Resort
CTCP Đầu tư và Phát triển Đô Thị Sài Đồng	Thuê tài sản, trực tiếp vận hành	48	Almaz Convention Center Hà Nội

Nguồn: VPL, FPTs Research

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HDG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, phường Nguyễn Thái Bình,
Quận 1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888