

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

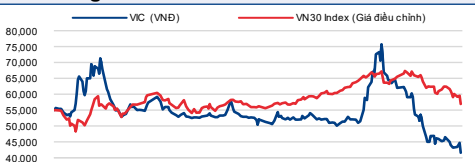
Giá mục tiêu: VNĐ42,900 (từ VNĐ68,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/10/2023)	41,600
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,600-75,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	42,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	156,633
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,372
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,765
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,845
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,364
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.8%
Tỷ lệ freefloat	27.4%
Cổ đông lớn	ch, người liên quan (66.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(7.96)	(18.6)	(24.4)
So với chỉ số	0.75	(8.52)	(27.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	1,760	845	108.3
2024F	(211)	903	(123.4)
2025F	1,436	1,592	(9.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VIC là công ty tư nhân lớn nhất VN, nhà phát triển khu dân cư & thương mại số 1. Công ty cũng sản xuất ô tô, xe máy điện & thiết bị điện tử thông minh cũng như cung cấp các dịch vụ giáo dục, khách sạn và y tế.

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Áp lực về dòng tiền gia tăng; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ giá mục tiêu đối với VIC xuống 42.900đ sau khi hạ 13-35% giá mục tiêu của các công ty con trong bối cảnh triển vọng còn nhiều thách thức và tình hình tài chính suy yếu. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).
- HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 vì lợi nhuận mảng BĐS và lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi vượt dự báo mặc dù lỗ ở mảng ô tô cũng lớn hơn ước tính. Chúng tôi dự báo HĐKD cốt lõi sẽ ghi nhận lỗ trong năm 2024 trước khi có lợi nhuận trở lại trong năm 2025.
- Áp lực dòng tiền của VIC vẫn khá lớn do doanh số bán nhà chững lại và mảng sản xuất ô tô tiếp tục thua lỗ. Thị giá VIC đang chiết khấu 32,8% so với ước tính RNAV, sát chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 28,2%.

Sự kiện: Cập nhật sau khi phân tích KQKD Q3/2023

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận và định giá cho VIC sau khi Công ty công bố KQKD Q3/2023. Lợi nhuận thuần Q3/2023 của VIC sát với dự báo của chúng tôi nhưng có sự khác biệt ở đóng góp các mảng vào lợi nhuận với lợi nhuận mảng BĐS và lãi không thường xuyên cao hơn dự báo đã bị triệt tiêu do lỗ ở mảng ô tô lớn hơn ước tính.

Tác động: HSC hạ dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 sau khi nâng dự báo lỗ tại Vinfast

HSC nâng dự báo lợi nhuận cho năm 2023 lên 5,5 nghìn tỷ đồng (giảm 37,7% so với cùng kỳ) sau khi nâng giả định thu nhập không thường xuyên và lỗ thuộc về cổ đông thiểu số. Tuy nhiên, chúng tôi giảm đáng kể dự báo năm 2024-2025 sau khi hạ dự báo lợi nhuận mảng BĐS và nâng dự báo lỗ tại VinFast. Theo đó, HSC dự báo lỗ HĐKD cốt lõi là 2,1 nghìn tỷ đồng cho năm 2024 trước khi đạt lợi nhuận thuần 4,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2025. Chúng tôi lo ngại về sức ép dòng tiền gia tăng đối với VIC khi một số các khoản nợ lớn chuẩn bị đến hạn, vì tỷ lệ nợ hiện vẫn ở mức cao, trong khi nhu cầu vốn cho HĐKD & đầu tư cơ bản vẫn rất lớn.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu dựa trên phương pháp SoTP cho VIC xuống 42.900đ sau khi giảm 35,3% giá mục tiêu đối với VHM (sau khi hạ dự báo doanh số bán nhà và nâng tỷ lệ chiết khấu áp dụng cho RNAV từ 20% lên 40%) và giảm 29% giá mục tiêu đối với VRE (sau khi nâng tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần và nâng giả định chiết khấu đối với RNAV từ 10% lên 30%), đồng thời hạ lần lượt 13,2% và 19,2% định giá mảng BĐS nghỉ dưỡng và mảng sản xuất. Chúng tôi cũng nâng tỷ lệ chiết khấu rủi ro mô hình tập đoàn từ 25% lên 30% trong bối cảnh triển vọng ngày càng khó khăn và tình hình tài chính của công ty mẹ đang suy yếu.

Giá cổ phiếu VIC đã giảm 18,6% trong 3 tháng qua sau khi tâm lý hưng phấn từ sự kiện VFS niêm yết thành công trên sàn chứng khoán Mỹ dịu xuống và nhà đầu tư bắt đầu nhận thấy rủi ro ngày càng gia tăng từ khoản lỗ lớn của mảng ô tô cũng như nhu cầu vốn lớn để thanh toán các khoản vay nợ đến hạn và phục vụ HĐKD trong ngắn hạn. Thị giá VIC đang chiết khấu 32,8% so với RNAV, sát chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 28,2%. HSC hạ khuyến nghị xuống Năm giữ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	30,198	37,609	38,084	33,427 ▼	41,195 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(2,514)	8,782	5,475 ▲	(2,140) ▼	4,223 ▼
EPS ĐC (đồng)	(2,084)	2,487	1,760 ▲	(211) ▼	1,436 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	26,219	29,239	30,639	30,072	31,191
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.71	7.94	8.69	8.68	6.86
P/E ĐC (lần)	N/a	16.7	23.6	N/a	29.0
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.59	1.42	1.36	1.38	1.33
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(80.3)	219	(29.2)	(112)	779
ROAE (%)	(2.80)	8.34	4.85	(1.87)	3.65

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

KQKD sát với dự báo nhưng áp lực về dòng tiền gia tăng

HSC giảm 62,3% giá mục tiêu đối với VIC xuống 42.900đ và hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ, chủ yếu sau khi điều chỉnh giảm 13,2-35,3% định giá của tất cả các mảng kinh doanh. Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 vì lợi nhuận mảng BĐS và lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi vượt dự báo mặc dù lỗ ở mảng ô tô cũng lớn hơn ước tính. Tuy nhiên, chúng tôi giảm đáng kể dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 sau khi hạ dự báo mảng BĐS và nâng dự báo lỗ mảng BĐS nghỉ dưỡng & sản xuất. HSC áp dụng phương pháp SoTP để định giá VIC; chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu rủi ro mô hình tập đoàn là 30% (cao hơn so với 25% trước đây) đối với RNAV dự phóng 1 năm là 61.421đ để tính ra giá mục tiêu. Giá trị riêng lẻ của VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu là 32,8%, sát với mức bình quân trong 3 năm qua.

Phân tích KQKD Q3/2023

Trong Q3/2023, VIC ghi nhận lỗ thuần 669 tỷ đồng so với lãi thuần 947 tỷ đồng trong Q3/2022 trong khi doanh thu tăng 66,6% so với cùng kỳ đạt 47,96 nghìn tỷ đồng. KQKD của VIC nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi nhưng có sự khác biệt ở đóng góp các mảng vào lợi nhuận với lợi nhuận mảng BĐS và lãi không thường xuyên cao hơn dự báo nhưng bù lại lỗ ở mảng ô tô và chi phí lãi vay lớn hơn ước tính. Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên, HSC ước tính lỗ HĐKD cốt lõi là 4,8 nghìn tỷ đồng, so với lợi nhuận HĐKD cốt lõi 3,96 nghìn tỷ đồng trong Q3/2022.

Bảng 1: KQKD Q3/2023 và 9 tháng đầu năm 2023, VIC

Tỷ đồng	Q3/22	Q3/23	% sv cùng kỳ	9T/22	9T/23	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	28,742	47,948	66.8%	60,356	134,055	122.1%
Lợi nhuận gộp	5,758	11,740	103.9%	1,244	26,670	2043.5%
Thu nhập tài chính	9,999	1,312	-86.9%	31,089	15,548	-50.0%
Chi phí tài chính	5,065	8,210	62.1%	12,016	16,139	34.3%
Chi phí bán hàng	1,915	3,225	68.4%	5,562	8,946	60.8%
Chi phí quản lý	3,756	3,778	0.6%	11,178	10,158	-9.1%
Lợi nhuận HĐ	4,990	(2,144)	-143.0%	3,500	6,875	96.4%
Thu nhập thuần khác	262	6,620	2422.4%	5,239	5,537	5.7%
LNTT	5,252	4,475	-14.8%	8,739	12,412	42.0%
LNST	506	567	12.0%	1,571	1,554	-1.1%
Lợi nhuận thuần	947	(669)	-170.7%	6,793	2,263	-66.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(3,764)	5,171	-237.4%	15,062	8,440	-44.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	3,958	(4,806)	-221.4%	(5,256)	(4,489)	-14.6%

Nguồn: VIC, HSC ước tính

KQKD các mảng kinh doanh trái chiều

Doanh thu mảng BĐS Q3/2023 tăng 81,9% so với cùng kỳ đạt 30,3 nghìn tỷ đồng, đóng góp 63,2% vào tổng doanh thu. LNTT mảng này tăng 28,8% so với cùng kỳ đạt 14,2 nghìn tỷ đồng, cao hơn so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu nhờ VHM đẩy nhanh tiến độ bàn giao sản phẩm thấp tầng tại dự án Vinhomes Ocean Park (OCP) 3 với 2.400 sản phẩm thấp tầng được bàn giao. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 49,3%, sát với dự báo của HSC.

Trong Q3/2023, doanh số bán nhà của VHM đạt 16,1 nghìn tỷ đồng, trong đó, doanh số bán sỉ và bán lẻ đạt lần lượt 11,4 nghìn tỷ đồng và 4,8 nghìn tỷ đồng. VHM chưa tiết lộ thông tin khách hàng mua sỉ. Doanh số bán lẻ kém do VHM tập trung chủ yếu vào sản phẩm thấp tầng - phục hồi chậm hơn so với phân khúc chung cư. Thị trường BĐS đã phục hồi nhẹ trong Q3/2023 và giao dịch chủ yếu diễn ra ở phân khúc chung cư với nhu cầu ở thực.

Ngoài ra, theo ban lãnh đạo, Công ty đang hỗ trợ lãi suất trong vòng 24 tháng cho người mua nhà sử dụng vốn vay và chiết khấu trực tiếp giá bán nếu người mua nhà không sử dụng tiền vay. Do VHM đẩy mạnh chương trình khuyến mại và tỷ lệ hấp thụ sản phẩm thấp tầng sụt giảm, HSC giảm 12,2%-49,2% dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn 2024-2026.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo [Báo cáo doanh nghiệp VHM phát hành ngày 29/10/2023](#).

Doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ (VRE) Q3/2023 tăng 8,2% so với cùng kỳ đạt 2,2 nghìn tỷ đồng, đóng góp 4,6% vào tổng doanh thu, sát với dự báo của chúng tôi. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q3/2023 mảng này giảm nhẹ xuống 56,5% từ mức 57,1% do chi phí điện tăng trong giai đoạn cao điểm vào mùa hè nhưng kỳ vọng sẽ trở lại mức bình thường trong Q4/2023.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận trước thuế theo mảng kinh doanh, VIC

(Tỷ đồng)	Q3/23	Q2/23	Q3/23	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T22	9T23	% so với cùng kỳ
Doanh thu								
BDS	16,650	30,363	30,281	81.9%	-0.3%	25,728	89,467	247.7%
Cho thuê mặt bằng	2,019	2,107	2,184	8.2%	3.6%	5,483	6,456	17.8%
Khách sạn, nghỉ dưỡng	2,173	2,296	2,382	9.6%	3.7%	5,539	6,697	20.9%
Y tế	1,201	1,066	1,118	-6.9%	4.9%	3,091	3,182	2.9%
Giáo dục	938	947	1,147	22.2%	21.1%	2,367	3,434	45.1%
Sản xuất	2,701	8,018	7,450	175.9%	-7.1%	9,310	17,230	85.1%
Mảng khác	3,060	2,348	3,385	10.6%	44.2%	9,306	7,589	-18.5%
Tổng	28,742	47,144	47,948	66.8%	1.7%	60,825	134,055	120.4%
LNTT								
BDS	11,025	11,132	14,199	28.8%	27.6%	12,580	31,290	148.7%
Cho thuê mặt bằng	2,533	1,199	1,199	-52.7%	0.0%	4,025	3,599	-10.6%
Khách sạn, nghỉ dưỡng	(3,975)	(1,380)	(1,001)	-74.8%	-27.5%	(6,758)	(3,696)	-45.3%
Y tế	(688)	(166)	(275)	-60.0%	66.0%	(1,094)	(711)	-35.0%
Giáo dục	(137)	(60)	(60)	-56.0%	0.0%	(200)	207	-203.4%
Ô tô	(24,261)	(6,886)	(8,808)	-63.7%	27.9%	(40,268)	(22,847)	-43.3%
Mảng khác	5,642	343	564	-90.0%	64.4%	5,572	791	-85.8%
Tổng	(9,862)	3,672	698	-107.1%	-81.0%	(26,142)	8,634	-133.0%

Nguồn: VIC

Trong 9 tháng đầu năm 2023, lưu lượng người đến các TTTM đạt 133,5 triệu lượt. Nếu loại trừ Vincom Plaza, tổng số khách hàng đến 3 loại hình TTTM còn lại (Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plus) đã vượt mức trước dịch COVID-19. HSC kỳ vọng danh mục khách thuê cố định với nhiều doanh nghiệp lớn và chiến lược đa dạng hoá cơ cấu khách thuê sẽ thúc đẩy lưu lượng khách ổn định đến các TTTM.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo [Báo cáo doanh nghiệp VRE phát hành ngày 27/10/2023](#).

Doanh thu mảng BĐS nghỉ dưỡng Q3/2023 tăng 9,6% so với cùng kỳ và tăng 3,7% so với quý trước đạt 2,4 nghìn tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, tổng số đêm phòng bán được phục hồi 34% so với quý trước và tăng 27% so với cùng kỳ nhờ số lượng khách trong nước liên tục tăng và vượt mức trước dịch COVID-19, trong khi số lượng khách quốc tế tăng 4,7 lần so với cùng kỳ (mặc dù vẫn thấp hơn mức trước dịch). Tốc độ tăng trưởng của doanh thu mảng này chậm hơn tốc độ hồi phục của tổng doanh thu do không còn khoản thu nhập từ các thoái vốn dự án như trong quý trước, trong khi tổng số đêm phòng bán được đã được điều chỉnh theo tỷ lệ để loại ra phần đến từ các dự án đã thoái vốn. Mảng này ghi nhận lỗ trước thuế là 1 nghìn tỷ đồng, sát với dự báo của chúng tôi. Cho năm 2023, HSC dự báo lỗ thuần HĐKD là 5,1 nghìn tỷ đồng, nhưng dự báo khoản lỗ này sẽ thu hẹp 20,7% so với cùng kỳ trong năm 2024 và tiếp tục giảm 39,2% xuống 2,45 nghìn tỷ đồng cho năm 2025.

Mảng sản xuất: Doanh thu mảng này (bao gồm ô tô điện VinFast và xe máy điện) tăng 175,9% so với cùng kỳ đạt 7,45 nghìn tỷ đồng nhờ số lượng xe ô tô điện bàn giao tăng. Trong Q3/2022, VinFast đã thực hiện quá trình chuyển đổi quan trọng khi dừng sản xuất xe xăng và chuyển sang chiến lược xe thuần điện. Trong Q3/2023, Công ty đã bàn giao 10.027 xe, trong đó khoảng 70% là cho hãng taxi liên kết GSM do Chủ tịch Tập đoàn thành lập. Công ty đã bàn giao 28.220 xe máy điện trong kỳ nhưng chúng tôi không có thông tin về số lượng xe đã bàn giao cho hãng taxi, xe ôm GSM.

Lỗ thuần HĐKD giảm 63,7% so với cùng kỳ xuống 8,8 nghìn tỷ đồng do không còn khoản lỗ không thường xuyên sau khi dừng sản xuất xe xăng trong cùng kỳ năm

ngoài. Tuy nhiên, lỗ thuần HĐKD tăng 27,9% so với quý trước do chi phí tài chính tăng, cao hơn so với dự báo của chúng tôi.

Doanh thu mảng giáo dục & y tế tăng mạnh 5,9% so với cùng kỳ và tăng 12,5% so với quý trước đạt 2.265 tỷ đồng, sát với dự báo của HSC. Tuy nhiên, tổng lỗ thuần HĐKD là 335 tỷ đồng, giảm mạnh 59,3% so với cùng kỳ nhưng tăng 48,4% so với quý trước, cao hơn một chút so với dự báo của HSC.

Chi phí tài chính tăng mạnh nhưng lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi đóng góp vào lợi nhuận thuần

VIC ghi nhận chi phí tài chính tăng mạnh 62,1% so với cùng kỳ và tăng 98,6% so với quý trước lên 8,2 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 88,2% so với cùng kỳ và tăng 57,5% so với quý trước lên 5,1 nghìn tỷ đồng và lỗ tỷ giá cao hơn dự báo.

VIC ghi nhận thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (thông tin chi tiết về các khoản thu nhập này chưa được công bố), đóng góp đáng kể vào lợi nhuận thuần. Theo đó, lỗ thuần Q3/2023 là 669 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 947 tỷ đồng trong Q3/2022.

Bảng CĐKT: Tỷ lệ vay nợ tiếp tục tăng

Tại thời điểm cuối Q3/2023, nợ thuần của VIC tăng 10,8% so với quý trước lên 169,2 nghìn tỷ đồng, so với nợ thuần 152,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2023. Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH tăng lên 1,15 lần từ mức 1,13 lần vào cuối Q2/2023. HSC đánh giá tỷ lệ vay nợ của VIC tương đối cao và cần được theo dõi chặt chẽ.

Ngoài ra, vào cuối Q3/2023, VIC có 62,7 nghìn tỷ đồng nợ dài hạn đến hạn trong 12 tháng tới. Trong đó:

- **Trái phiếu doanh nghiệp** với tổng giá trị 48,3 nghìn tỷ đồng (tương đương 2 tỷ USD). Trong đó bao gồm 3 trái phiếu hoán đổi quốc tế có giá trị: 600 triệu USD (có thể hoán đổi thành cổ phiếu VHM), 650 triệu USD (có thể hoán đổi thành cổ phiếu VFS) và 425 triệu USD (có thể hoán đổi thành cổ phiếu VIC) với quyền chọn bán có hiệu lực lần lượt từ tháng 4, tháng 5 và tháng 9/2024.
- **Khoản vay hợp vốn** với tổng giá trị là 11,6 nghìn tỷ đồng
- **Khoản vay ngân hàng dài hạn** với tổng giá trị là 2,8 nghìn tỷ đồng.

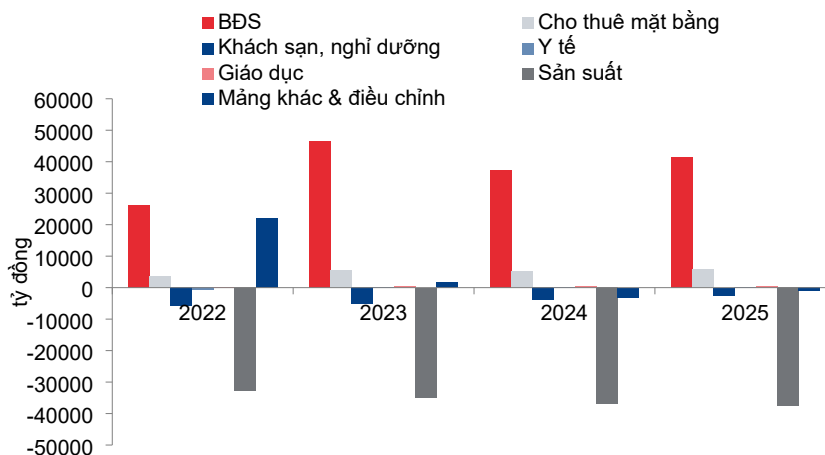
Theo ban lãnh đạo, VIC đã thu xếp được nguồn tài chính để chi trả cho khoảng 35% tổng giá trị nợ đến hạn này và đang đàm phán tiếp cho 30%.

Gần đây, VIC đã công bố phát hành 250 triệu USD trái phiếu hoán đổi với lãi suất dao động từ 9,5%-10%/năm, đáo hạn vào năm 2028 và có thể hoán đổi thành cổ phiếu VHM. Trong phiên giao dịch ngày 26/10/2023 (1 ngày sau ngày hoàn tất đợt phát hành), một số NĐT tham gia vào thương vụ đã bán cổ phiếu VHM để hoàn tất giao dịch phòng ngừa rủi ro và làm gia tăng sức ép lên giá cổ phiếu. Giá cổ phiếu sau đó tiếp tục diễn biến kém tích cực. HSC ngày càng lo ngại sức ép dòng tiền tại VIC do nhu cầu vốn lớn và mặt bằng lãi suất cao trên thị trường vốn quốc tế.

Dự báo mới: Nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 nhờ lãi tài chính nhưng hạ đáng kể dự báo năm 2024-2025

Biểu đồ 3: Dự báo LNTT theo mảng kinh doanh, VIC

Bất động sản là đóng góp chính cho lợi nhuận trong khi lỗ chủ yếu do hoạt động sản xuất



Nguồn: HSC ước tính

Cho năm 2023, HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần cho VIC lên 5,5 nghìn tỷ đồng sau khi đưa vào mô hình thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi đạt 7,9 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023, tăng 31,8% dự báo lợi nhuận mảng BĐS nhưng đồng thời tăng 64% dự báo lỗ của VinFast. Chúng tôi nâng dự báo số lượng xe bàn giao của VinFast trong năm nay lên 45.200 xe (từ 25.200 xe trước đó) chủ yếu nhờ số lượng xe bàn giao cho hãng taxi GSM cao hơn so với dự báo của HSC. Từ đó, chúng tôi tăng 64% dự báo lỗ của VinFast lên 34,9 nghìn tỷ đồng. HSC duy trì dự báo đối với các mảng kinh doanh khác. Nếu loại trừ các khoản thu nhập không thường xuyên, chúng tôi dự báo lỗ HĐKD cốt lõi sẽ là 1,4 nghìn tỷ đồng, cải thiện mạnh so với mức lỗ 8,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2022.

HSC điều chỉnh giảm đáng kể dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2024-2025. Theo đó, chúng tôi dự báo lỗ HĐKD cốt lõi là 2,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 chủ yếu sau khi nâng 51% dự báo lỗ tại Vinfast. Cho năm 2025, sau khi giảm 17,9% dự báo LNTT mảng BĐS và tăng 46,9% dự báo lỗ tại Vinfast, HSC giảm 35% dự báo lợi nhuận thuần xuống 4,2 nghìn tỷ đồng với doanh thu đạt 189,8 nghìn tỷ đồng (giảm 7,8% so với cùng kỳ). Chúng tôi không đưa ra giả định đối với các khoản mục không thường xuyên trong năm 2024-2025 nhưng không loại trừ khả năng sẽ có khoản lợi nhuận bất thường giúp giảm áp lực nợ.

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VIC

Tỷ đồng		Thực tế/ Dự báo mới	Điều chỉnh	% tăng trưởng
2022A				
Doanh thu		101,810		-19.2%
Lợi nhuận thuần		8,782		N/m
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên		16,999		+40x
Lợi nhuận 'cốt lõi'		(8,218)		181.6%
2023F				
Doanh thu	178,598	210,428	17.8%	106.7%
Lợi nhuận thuần	2,715	5,475	101.7%	-37.7%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	3,093	8,630	179.0%	81.6%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	240	(1,429)	N/A	-82.6%
2024F				
Doanh thu	206,975	205,729	-0.6%	-2.2%
Lợi nhuận thuần	1,687	(2,140)	-226.8%	N/A
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	-	-	N/A	N/A
Lợi nhuận 'cốt lõi'	1,687	(2,140)	N/A	-139.1%

<u>2025F</u>				
Doanh thu	219,693	189,770	-13.6%	-7.8%
Lợi nhuận thuần	6,493	4,223	-35.0%	N/A
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	-	-	N/A	N/A
Lợi nhuận 'cốt lõi'	6,493	4,223	-35.0%	N/A

Nguồn: HSC ước tính

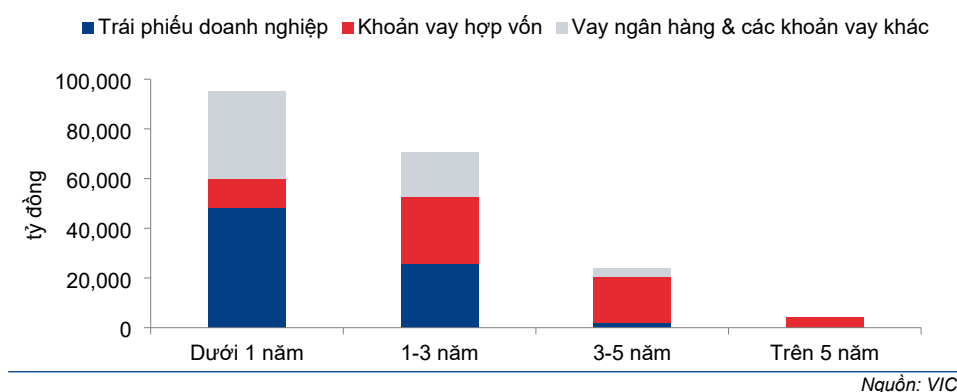
Bảng CĐKT và dòng tiền – áp lực gia tăng

HSC nâng ước tính nhu cầu vốn của Vinfast lên khoảng 623-700 triệu USD/quý trong tương lai sau khi tăng gấp đôi dự báo số lượng xe bàn giao lên 45.200 xe trong năm 2024. Trong đó chủ yếu là chi phí nghiên cứu & phát triển, chi phí bán hàng & quản lý và các chi phí hoạt động khác, xây dựng hạ tầng trạm sạc & mạng lưới showroom, thành lập nhà máy sản xuất pin và chi phí lãi vay. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của VIC sẽ ở mức tương đối cao là 1,1-1,3 lần trong năm 2023-2025 (năm 2022: 1,12 lần).

Do nhu cầu vốn cho HĐKD của VinFast cùng với các khoản nợ lớn đến hạn trong vòng 12 tháng như đã đề cập trên đây, lo ngại của chúng tôi đối với áp lực lên dòng tiền của VIC đã tăng lên đáng kể. HSC cho rằng VIC sẽ tiếp tục thoái vốn khỏi một số tài sản đã hoạt động ổn định trong thời gian tới nhằm đáp ứng nhu cầu vốn. Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa thể xác định và đưa ra dự báo đối với các thương vụ này. HSC dự báo VIC sẽ không chi trả cổ tức trong giai đoạn 2022-2025.

Biểu đồ 5: Cơ cấu nợ theo kỳ hạn tính đến cuối Q2/2023 2Q23

Nhiều khoản nợ lớn đến hạn trong vòng 12 tháng



Nguồn: VIC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ giá mục tiêu cho VIC xuống 42.900đ sau khi hạ lần lượt 35,3% & 29% giá mục tiêu cho VHM & VRE và hạ lần lượt 19,2% & 13,2% định giá đối với Vinfast & Vinpearl. Tổng lợi ích của VIC tại VHM & VRE đóng góp khoảng 73,2% ước tính RNAV gộp dự phóng (từ 77% trước đó).

Chúng tôi tóm tắt phương pháp và định giá SoTP như sau:

- HSC duy trì giả định tỷ lệ chiết khấu ở mức 11,2%; lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10%.
- Ở mảng BĐS (VHM) và cho thuê mặt bằng bán lẻ (VRE), HSC sử dụng giá mục tiêu dự phóng 1 năm (đã được điều chỉnh giảm kể từ báo cáo cập nhật gần nhất về VIC). Chúng tôi đã hạ 35,3% giá mục tiêu đối với VHM xuống 64.100đ do (1) hạ 13,8% giả định RNAV, và (2) nâng giả định chiết khấu RNAV từ 20% lên 40%. Thông tin chi tiết về định giá của Vinhomes được trình bày trong [Báo cáo doanh nghiệp VHM xuất bản ngày 25/10/2023](#).

Figure 6: Định giá SOTP, VIC

Tỷ đồng	Lợi ích của VIC	Hiện tại	%	Ghi chú	Dự phóng	%	Ghi chú
VHM	69.3%	118,357	34.96%	At mkt	193,538	59.31%	At VND64,100 VHM TP
VRE	60.3%	31,393	9.27%	At mkt	45,376	13.91%	At VND33,100 VRE TP
Khách sạn/nghỉ dưỡng	100.0%	33,087	9.77%	Asset value	41,131	12.60%	
Vinfast	51.5%	161,956	47.84%	At mkt	55,515	17.01%	
Mảng kinh doanh khác		(6,266)	-1.85%		(9,248)	-2.83%	
Giá trị tài sản gộp		338,528	100.00%		326,312	100.00%	
Nợ/tiền mặt thuần, hợp nhất		(176,937)			(136,222)		
Điều chỉnh cho VHM		(13,517)			(7,681)		
Điều chỉnh cho VRE		(3,172)			(2,780)		
Mảng kinh doanh khác		43,183			52,241		
Nợ/tiền mặt thuần - điều chỉnh		(150,443)			(94,442)		
Lợi ích cổ đông thiểu số		-			-		
RNAV		188,084			231,870		
Số lượng CP đang lưu hành		3,764			3,775		
RNAV/cp (đồng)		49,971			61,421		
Tỷ lệ chiết khấu áp dụng					30.00%		
Giá mục tiêu (đồng)					42,900		

Nguồn: HSC ước tính

- Chúng tôi hạ 29% giá mục tiêu đối với VRE xuống 33.100đ do (1) đưa ra giả định tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần thận trọng hơn, và (2) nâng giả định tỷ lệ chiết khấu RNAV, sát hơn với mức bình quân trong quá khứ. Thông tin chi tiết về định giá của Vincom Retail được trình bày trong Báo cáo doanh nghiệp VRE xuất bản ngày 27/10/2023.
- Đối với mảng BĐS nghỉ dưỡng (VinPearl) và sản xuất ô tô (VinFast), HSC sử dụng mô hình DCF để định giá với giai đoạn tăng trưởng giả định từ năm 2022 đến 2030 và tốc độ tăng trưởng dài hạn sau đó là 3%. Chúng tôi giảm nhẹ 13,2% định giá đối với Vinpearl sau khi hạ dự báo thu nhập từ năm 2025 trở đi do lượng du khách quốc tế có thể hồi phục chậm lại trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy yếu và Vinpearl đã bán đi một số tài sản trong các quý trước. Chúng tôi cũng hạ định giá đối với VinFast sau khi nâng dự báo lỗ ở công ty này.
- Chúng tôi trừ nợ thuần là 94,4 nghìn tỷ đồng để tính ra RNAV dự phóng 1 năm là 61.421đ; thấp hơn 66,8% so với dự báo trước đây.
- HSC áp dụng tỷ lệ chiết khấu rủi ro mô hình tập đoàn là 30% (từ 25% trước đây) đối với ước tính RNAV dự phóng 1 năm để tính ra giá mục tiêu là 42.900đ. Tỷ lệ chiết khấu giả định sát bình quân 3 năm qua là 28,2%.

Bối cảnh định giá

HSC đã thực hiện phân tích tỷ lệ giá trị riêng lẻ của VIC – vốn hóa thị trường của VIC khi không bao gồm lợi ích từ các công ty con lớn đang niêm yết như VHM và VRE – trên tổng vốn hóa thị trường và thấy rằng tỷ lệ này hiện thấp hơn 86,8% so với mức bình quân trong 3 năm qua. Mức chiết khấu của giá cổ phiếu VIC với ước tính RNAV đang sát với bình quân quá khứ là 30%. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giữ.

Biểu đồ 7: Giá trị riêng lẻ của cổ phiếu, VIC

giá trị riêng lẻ của VIC trên tổng vốn hóa thị trường hiện thấp hơn 86,8% so với mức bình quân trong 3 năm qua.



Nguồn: VIC, HSC ước tính

Biểu đồ 8: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

Cổ phiếu VIC đang giao dịch ở mức giá chiết khấu 32,8% so với RNAV, so với giá trị bình quân 3 năm quá khứ là 28,2%



Nguồn: VIC, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	125,688	101,794	210,428	205,729	189,770
Lợi nhuận gộp	34,065	14,694	45,892	37,589	33,763
Chi phí BH&QL	(30,944)	(25,325)	(25,742)	(24,827)	(24,521)
Thu nhập khác	13,028	30,535	4,593	2,250	10,854
Chi phí khác	(870)	(3,580)	(3,742)	(1,778)	(1,697)
EBIT	15,279	16,325	21,001	13,234	18,399
Lãi vay thuần	(6,825)	(7,104)	(12,929)	(14,739)	(11,653)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(41.7)	(86.5)	16.9	29.3	37.9
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(5,265)	3,622	5,837	300	300
LNTT	3,146	12,756	13,926	(1,176)	7,083
Chi phí thuế TNDN	(10,705)	(10,711)	(12,270)	(8,183)	(9,158)
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,044	6,738	3,819	7,219	6,298
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(2,514)	8,782	5,475	(2,140)	4,223
Lợi nhuận thuần ĐC	(8,170)	9,584	6,798	(816)	5,547
EBITDA ĐC	30,198	37,609	38,084	33,427	41,195
EPS (đồng)	(668)	2,338	1,454	(567)	1,119
EPS ĐC (đồng)	(2,084)	2,487	1,760	(211)	1,436
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,764	3,756	3,765	3,775	3,775
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,832	3,765	3,775	3,775	3,775
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,852	3,845	3,853	3,863	3,863

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	18,352	26,213	26,449	43,939	47,773
Đầu tư ngắn hạn	8,080	6,736	6,736	6,736	6,736
Phải thu khách hàng	72,187	126,232	173,133	133,182	122,885
Hàng tồn kho	50,425	98,588	93,937	115,118	149,696
Các tài sản ngắn hạn khác	12,330	25,348	36,155	35,764	34,438
Tổng tài sản ngắn hạn	161,374	283,117	336,409	334,739	361,529
TSCĐ hữu hình	106,067	101,345	126,694	137,260	139,558
TSCĐ vô hình	24,629	18,398	12,159	5,826	1,939
Bất động sản đầu tư	35,133	38,307	39,974	41,013	40,947
Đầu tư dài hạn	8,937	10,661	11,730	12,907	14,200
Đầu tư vào Cty LD,LK	293	484	501	530	568
Tài sản dài hạn khác	91,950	125,096	123,898	124,492	125,159
Tổng tài sản dài hạn	267,010	294,291	314,955	322,028	322,371
Tổng cộng tài sản	428,384	577,407	651,364	656,767	683,900
Nợ ngắn hạn	20,037	48,232	48,906	32,574	26,243
Phải trả người bán	19,648	36,539	76,774	75,254	72,857
Nợ ngắn hạn khác	79,423	116,572	121,430	166,209	207,273
Tổng nợ ngắn hạn	146,445	298,412	339,718	362,017	389,185
Nợ dài hạn	102,011	119,804	151,349	144,456	147,134
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,034	1,139	1,139	1,139	1,139
Nợ dài hạn khác	17,145	15,967	15,319	14,675	14,037
Tổng nợ dài hạn	120,190	136,910	167,806	160,270	162,310
Tổng nợ phải trả	268,813	441,752	513,954	528,717	557,925
Vốn chủ sở hữu	100,474	110,093	115,666	113,526	117,749
Lợi ích cổ đông thiểu số	59,098	25,563	21,743	14,524	8,226
Tổng vốn chủ sở hữu	159,572	135,655	137,410	128,050	125,976
Tổng nợ phải trả và VCSH	428,384	577,407	651,364	656,767	683,900
BVPS (đ)	26,219	29,239	30,639	30,072	31,191
Nợ thuần/(tiền mặt)	103,696	141,823	173,806	133,091	125,603

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	15,279	16,325	21,001	13,234	18,399
Khấu hao	(14,920)	(21,284)	(17,083)	(20,193)	(22,796)
Lãi vay thuần	(6,825)	(7,104)	(12,929)	(14,739)	(11,653)
Thuế TNDN đã nộp	(10,731)	(4,505)	(12,270)	(8,183)	(9,158)
Thay đổi vốn lưu động	(24,916)	(3,191)	(9,679)	57,024	9,770
Khác	461	(22,659)	2,505	4,334	6,314
LCT thuần từ HKKD	(14,206)	(2,832)	1,853	67,981	30,627
Đầu tư TS dài hạn	(36,841)	(75,162)	(48,716)	(26,061)	(21,808)
Góp vốn & đầu tư	(4,739)	(11,637)	(1,086)	(1,205)	(1,332)
Thanh lý	16,845	54,265	15,867	0	0
Khác	2,351	11,573	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(22,384)	(20,960)	(33,935)	(27,266)	(23,139)
Cổ tức trả cho CSH	(1,718)	(3,382)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	20,458	4,723	98.8	0	0
Tăng/giảm nợ	6,933	30,410	32,219	(23,225)	(3,654)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	25,672	31,752	32,317	(23,225)	(3,654)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	29,404	18,352	26,213	26,449	43,939
LCT thuần trong kỳ	(10,918)	7,960	235	17,490	3,834
Ảnh hưởng của tỷ giá	(134)	(98.8)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	18,352	26,213	26,449	43,939	47,773
Dòng tiền tự do	(51,046)	(77,994)	(46,863)	41,920	8,820

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.1	14.4	21.8	18.3	17.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	24.0	36.9	18.1	16.2	21.7
Tỷ suất LNT (%)	(2.00)	8.63	2.60	(1.04)	2.23
Thuế TNDN hiện hành (%)	340	84.0	88.1	(696)	129
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.8	(19.0)	107	(2.23)	(7.76)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	22.9	24.5	1.26	(12.2)	23.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(94.2)	217	(29.1)	(112)	779
Tăng trưởng EPS (%)	(167)	450	(37.8)	(139)	297
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(80.3)	219	(29.2)	(112)	779
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(2.80)	8.34	4.85	(1.87)	3.65
ROACE (%)	5.71	5.82	7.11	4.36	6.24
Vòng quay tài sản (lần)	0.30	0.20	0.34	0.31	0.28
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.93)	(0.17)	0.09	5.14	1.66
Số ngày tồn kho	201	413	208	250	350
Số ngày phải thu	288	529	384	289	288
Số ngày phải trả	78.3	153	170	163	170
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	125	197	209	171	152
Nợ/tài sản (%)	33.6	42.0	41.2	36.2	33.1
EBIT/lãi vay (lần)	2.24	2.30	1.62	0.90	1.58
Nợ/EBITDA (lần)	4.76	6.45	7.04	7.12	5.50
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.10	0.95	0.99	0.92	0.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.09	2.93	1.57	1.41	1.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.71	7.94	8.69	8.68	6.86
P/E (lần)	N/a	17.8	28.6	N/a	37.2
P/E ĐC (lần)	N/a	16.7	23.6	N/a	29.0
P/B (lần)	1.59	1.42	1.36	1.38	1.33
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn