

Năm giữ (giữ nguyên)

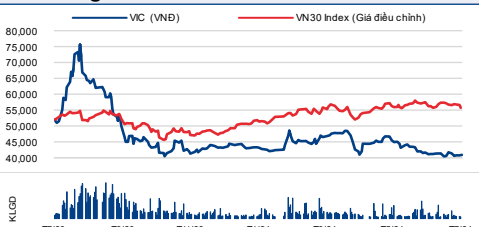
Giá mục tiêu: VNĐ40,500 (từ VNĐ46,300)

Tiềm năng tăng/giảm: -1.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/7/2024)	40,900
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,400-75,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	153,997
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,071
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)	1,432
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	11.0%
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	(0.49)	(1.68)	(21.3)
So với chỉ số	0.38	(5.26)	(26.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,821	1,274	42.9
2025F	(1,335)	(275)	385.6
2026F	1,498	1,232	21.6

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

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

KQKD các mảng không đồng đều; giảm 13% giá mục tiêu

- HSC giảm 13% giá mục tiêu của VIC xuống 40.500đ (rủi ro giảm giá 1%), chủ yếu do giảm giá mục tiêu đối với VHM gần đây. Duy trì khuyến nghị Năm giữ.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, với khoản lỗ từ VinFast ảnh hưởng đến tất cả các năm. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 3,9 nghìn tỷ đồng trong năm nay, chủ yếu nhờ vào lợi nhuận từ bán cổ phần tại SDI – cty con nắm VRE – gần đây (khoảng 21,5 nghìn tỷ đồng), bù trừ cho khoản lỗ HĐKD cốt lõi 13,3 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự báo khoản lỗ HĐKD cốt lõi sẽ chạm mốc 7,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2025 trước khi trở về mức lợi nhuận dương 3,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2026.
- VIC đang chiết khấu 15% so với RNAV; mặc dù thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 29,5% nhưng HSC cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý xét đến triển vọng hiện tại của VIC. HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 15% đối với RNAV để tính ra giá mục tiêu.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q2/2024

VIC gần đây đã công bố KQKD Q2/2024 với lỗ thuần 3,4 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận 1,8 nghìn tỷ đồng trong cùng kỳ) trên doanh thu 43,3 nghìn tỷ đồng (giảm 8,4% so với cùng kỳ). KQKD từng mảng không đồng đều với doanh thu mảng BĐS – chủ yếu thông qua Vinhomes (VHM; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 47.500đ) – vượt dự báo nhờ doanh số bán sỉ tại Vinhomes Vũ Yên được ghi nhận sớm hơn, nhưng lỗ từ công ty con VinFast (VIC sở hữu 51,5% cổ phần) lại cao hơn. Lợi nhuận không thường xuyên thuần đạt tổng cộng 3,7 nghìn tỷ đồng trong kỳ (Q2/2023: 3,0 nghìn tỷ đồng); Công ty đã thực hiện tái cấu trúc với mảng BĐS nghỉ dưỡng để giảm lỗ trong khi cũng ghi nhận thêm lợi nhuận từ thoái vốn SDI (công ty con sở hữu cổ phần tại VRE).

Tác động: Gần như giữ nguyên các dự báo

Mặc dù KQKD của từng mảng không đồng đều nhưng điều này chủ yếu là do thời điểm ghi nhận doanh thu mảng BĐS. Nhìn chung, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026: lợi nhuận thuần dự báo đạt 3,9 nghìn tỷ đồng trong năm nay, được hỗ trợ bởi 21,5 nghìn tỷ đồng lợi nhuận không thường xuyên thuần; lỗ thuần (không tính đến các khoản mục không thường xuyên) ở mức 7,6 nghìn tỷ đồng cho năm 2025; và lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 3,3 nghìn tỷ đồng cho năm 2026 khi lợi nhuận từ mảng BĐS nhà ở phục hồi và mảng BĐS nghỉ dưỡng cải thiện. HSC dự báo lỗ thuần tại VinFast (100% thuộc Vinfast) lần lượt là 31,9 nghìn tỷ đồng, 29,8 nghìn tỷ đồng và 30,6 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026, với mức bán giao sản phẩm bình quân 45.000 xe/năm.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VIC gần như không đổi trong 1 và 3 tháng qua nhưng đã giảm 22% so với cùng kỳ năm ngoái do lo ngại về áp lực dòng tiền, VIC hiện đang ở mức chiết khấu 15% so với RNAV; thấp hơn mức bình quân 3 năm 29,5%. HSC giảm giá mục tiêu xuống 40.500đ, chủ yếu do giảm giá mục tiêu VHM; chúng tôi duy trì giá định chiết khấu 15% so với RNAV với kỳ vọng áp lực về vốn sẽ giảm bớt nhờ thoái vốn VRE. Nợ đáo hạn trong 12 tháng tới là 61,3 nghìn tỷ đồng, và nợ đáo hạn trong nửa cuối năm 2024 là 44,5 nghìn tỷ đồng (1,8 tỷ USD) (BLĐ khẳng định họ đã tìm được nguồn tài trợ cho số nợ đến hạn trong nửa cuối năm). Ngoài ra, số dư tiền mặt hợp nhất vẫn ở mức đáng kể 28,5 nghìn tỷ đồng và dòng tiền từ bán sỉ BĐS của VHM vẫn mạnh mẽ – những điều này sẽ hỗ trợ dòng tiền tổng thể của tập đoàn cho nửa cuối năm, bất chấp những khoản lỗ của VinFast. Khuyến nghị Năm giữ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	37,040	25,914	3,854	28,459	37,494
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,782	1,955	3,928	(7,643)	3,304
EPS ĐC (đồng)	2,608	1,310	1,821	(1,335)	1,498
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	29,239	30,129	28,503	26,479	27,354
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.99	13.1	93.9	11.6	8.93
P/E ĐC (lần)	15.7	31.2	22.5	N/a	27.3
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.40	1.36	1.43	1.54	1.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	225	(49.8)	39.0	(173)	212
ROAE (%)	8.34	1.75	3.55	(7.36)	3.25

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

KQKD Q2/2024 của VIC không đồng đều, tỷ lệ đòn bẩy vẫn cao

HSC giảm giá mục tiêu của VIC xuống 40.500đ, chủ yếu do giảm giá mục tiêu của VHM và giảm phần đóng góp của VRE sau giao dịch thoái vốn của VIC tại công ty con (chúng tôi giữ nguyên giả định chiết khấu 15% so với RNAV). HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026; theo đó, VIC tiếp tục ghi nhận lỗ HĐKD cốt lõi trong năm nay và năm sau, sau đó lợi nhuận phục hồi đạt 3,3 nghìn tỷ đồng cho năm 2026, với VinFast (VFS - NASDAQ) gây áp lực trong tất cả các năm. Nợ đáo hạn trong nửa cuối năm 2024 vẫn ở mức đáng kể nhưng số dư tiền mặt hợp nhất vẫn lớn và doanh số bán nhà tại Vinhomes (cả bán sỉ và bán lẻ sản phẩm) vẫn mạnh mẽ. Duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

KQKD Q2/2024 của các mảng không đồng đều

VIC công bố KQKD Q2/2024 với lỗ thuần 3,4 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 1,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2023) trên doanh thu 43,3 nghìn tỷ đồng (giảm 8,4% so với cùng kỳ). KQKD của các mảng không đồng đều, với doanh thu mảng BĐS vượt dự báo của HSC nhờ việc bàn giao sớm các hợp đồng bán sỉ tại dự án Vinhomes Royal Island, Hải Phòng trong khi khoản lỗ tại VinFast vượt dự báo. Kết quả HĐKD cốt lõi (không bao gồm lợi nhuận tài chính từ bán tài sản và các khoản mục không thường xuyên khác) ghi nhận lỗ 6,3 nghìn tỷ đồng, tăng đáng kể so với cùng kỳ do lỗ tại VinFast tăng lên và không còn khoản lợi nhuận từ cho thuê mặt bằng TTTM vì KQKD VRE không còn được hợp nhất).

Doanh thu và lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2024 đạt lần lượt 4,5 nghìn tỷ đồng (tăng 56,7% so với cùng kỳ) và 65 nghìn tỷ đồng (giảm 24,6% so với cùng kỳ), chủ yếu nhờ lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn công ty con. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, KQKD nửa đầu năm 2024 sẽ ghi nhận lỗ thuần 11 nghìn tỷ đồng so với mức lợi nhuận khiêm tốn của năm ngoái. HSC đánh giá KQKD từng mảng như sau:

- **Mảng BĐS nhà ở:** Doanh thu mảng phát triển BĐS đạt 22,35 nghìn tỷ đồng (giảm 26,5% so với cùng kỳ), vượt dự báo của chúng tôi và đóng góp 51,6% tổng doanh thu của VIC trong kỳ. Doanh thu ghi nhận chủ yếu đến từ việc bàn giao Vinhomes Ocean Park (VOCP) (Hà Nội, 5,8 nghìn tỷ đồng), VACP 2 và 3 (Hưng Yên, 9,9 nghìn tỷ đồng) và Vinhomes Golden Avenue (Quảng Ninh, 1,9 nghìn tỷ đồng). Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này trong Q2/2024 đạt mức 46,1% so với 42,4% trong Q2/2023 và 28,1% trong Q1/2024. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn trong Q2/2024 so với Q1/2023 là do tỷ trọng đóng góp của các căn hộ do Công ty tự phát triển cao hơn so với tỷ trọng các căn hộ được thực hiện dưới hình thức hợp đồng hợp tác kinh doanh tại VACP 2,3. Để biết thêm chi tiết, tham khảo Báo cáo nhanh về KQKD Q2/2024 của VHM phát hành ngày 22/7/2024.
- **Mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ:** Doanh thu mảng này (chủ yếu đến từ các dự án văn phòng cho thuê) đạt 320 tỷ đồng, giảm 86,6% so với cùng kỳ (sát với dự báo của chúng tôi) do doanh thu từ các TTTM đã không còn được ghi nhận sau khi thoái vốn công ty con. Trong nửa đầu năm 2024, VIC đã thoái vốn khỏi Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển thương mại SDI (SDI) – công ty con mà thông qua đó VIC sở hữu 41,5% cổ phần của VRE và cổ phần thiểu số tại một số dự án khác – do đó làm giảm tỷ lệ sở hữu thực tế của VIC tại VRE xuống còn 18,82% (từ 60,3%). Do đó, VIC không còn hợp nhất KQKD của VRE nữa.

Bảng 1: KQKD Q2/2024, VIC

Tỷ đồng	Q2/2023	Q2/2024	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	47,295	43,304	-8.4%	86,259	65,043	-24.6%
Lợi nhuận gộp	10,651	8,556	-19.7%	15,085	6,601	-56.2%
Doanh thu HĐ tài chính	4,189	11,177	166.8%	14,256	30,118	111.3%
Chi phí tài chính	(4,472)	(9,058)	102.5%	(8,267)	(16,335)	97.6%
Chi phí bán hàng	(3,121)	(5,777)	85.1%	(5,702)	(9,097)	59.6%
Chi phí quản lý	(3,051)	(3,857)	26.4%	(6,264)	(7,293)	16.4%
Lợi nhuận HĐ	4,187	1,454	-65.3%	8,989	4,391	-51.2%
Thu nhập thuần khác	(551)	2,608	N/m	(1,089)	2,165	N/m
LNTT	3,636	4,062	11.7%	7,900	6,556	-17.0%
LNST	400	684	71.0%	989	2,019	104.1%
Lợi nhuận thuần	1,824	(3,404)	-286.6%	2,890	4,531	56.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	3,045	3,677	20.7%	3,269	19,463	495.5%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	(612)	(6,346)	+9.4x	276	(11,040)	-41.0x

Nguồn: VIC

- Mảng sản xuất:** Mảng sản xuất ô tô VinFast ghi nhận doanh thu 8,1 nghìn tỷ đồng, tăng 46,1% so với cùng kỳ và 33,9% so với quý trước, nhờ đẩy nhanh bàn giao trong kỳ. Trong Q2/2024, Công ty đã bàn giao 12.058 xe, tăng 24% so với quý trước và 26% so với cùng kỳ, giúp đẩy số lượng xe bàn giao trong nửa đầu năm 2024 lên 21.747 xe.

Theo VIC, doanh số chủ yếu đến từ thị trường trong nước, với tỷ trọng doanh số bàn giao cho CTCP Di chuyển Xanh và Thông minh GSM (tư nhân/chưa niêm yết, do Chủ tịch VinFast kiểm soát) đã giảm từ mức hơn 70% doanh số của VinFast trong năm 2023 xuống còn khoảng 50% trong Q2/2024 (con số chính xác chưa được công bố). Mảng này ghi nhận lỗ 8,9 nghìn tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ và thấp hơn dự báo của HSC do doanh số bàn giao cao hơn (ở giai đoạn này, Công ty vẫn đang thua lỗ trên mỗi sản phẩm bàn giao thêm).

- Mảng BĐS nghỉ dưỡng:** Doanh thu Q2/2024 của mảng này giảm 34,8% so với cùng kỳ, xuống còn 1,4 nghìn tỷ đồng. Lưu ý rằng công ty đã hoàn thành một số thương vụ tái cấu trúc trong kỳ, bao gồm cả việc chuyển nhượng phân khúc biệt thự cho một đối tác và do đó không còn hợp nhất doanh thu của mảng này nữa. Ngoài ra, Công ty đã mua lại Vinpearl Landmark 81, Vinpearl Thanh Hóa và Vin Wonder Nha Trang, những tài sản đã thoái vốn trước đó, mặc dù các đối tác không được tiết lộ. Do những thay đổi phức tạp này, HSC không có số liệu (doanh thu, lợi nhuận gộp, LNTT) tương đương với cùng kỳ để so sánh.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng chuyển biến tích cực, đạt mức 42,5%, so với mức âm 35,2% trong Q2/2023, chủ yếu là do phân khúc biệt thự ven biển đã chịu những khoản lỗ lớn trong vài năm qua do thực hiện các cam kết lợi nhuận khoảng 8-10% mỗi năm cho người mua.

Về các khoản mục khác, **doanh thu HĐ tài chính** trong kỳ đạt 11,2 nghìn tỷ đồng, tăng 167% so với cùng kỳ, bao gồm 6,3 nghìn tỷ đồng doanh thu từ bán sỉ các sản phẩm trong dự án Vinhomes Royal Island (doanh thu này ghi nhận sớm hơn dự báo của HSC) và phần còn lại chủ yếu bao gồm khoản lợi nhuận từ việc thoái thêm vốn tại SDI, sát với dự báo của chúng tôi. Trong khi đó, thu nhập khác trong kỳ đạt 3,15 nghìn tỷ đồng, cao hơn so với con số không đáng kể trong cùng kỳ. Đây là khoản tài trợ từ Chủ tịch HĐQT dành cho VinFast như đã cam kết trước đó và sát với dự báo.

Tỷ lệ đòn bẩy cao nhưng nợ đáo hạn trong nửa cuối năm 2024 dường như trong tầm kiểm soát

Vào cuối Q2/2024, tổng dư nợ của VIC ở mức 222,4 nghìn tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với quý trước. Tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH là 1,17 lần, giảm nhẹ so với mức 1,24 lần vào cuối Q1/2024, mà chúng tôi cho là mức cao. Chi phí nợ bình quân tiếp tục tăng lên mức 10,8% trong Q2/2024 so với mức khoảng 10,1% trong cùng kỳ.

Bảng 2: Cơ cấu nợ, VIC

Tổng nợ của VIC tăng 15,6% so với quý trước và tăng 26,3% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Nợ ngắn hạn	32,025	41,843	47,779	49.2%	14.2%
Nợ dài hạn đáo hạn	15,053	16,654	19,766	31.3%	18.7%
Trái phiếu doanh nghiệp sắp đáo hạn	39,888	46,047	30,302	-24.0%	-34.2%
Trái phiếu chuyển đổi sắp đáo hạn	-	10,452	11,068	-	5.9%
Nợ chuyển đổi ngắn hạn	-	1,182	1,268	-	7.3%
Các khoản vay tài chính sắp đáo hạn	-	58	140	-	142.0%
Tổng nợ ngắn hạn	86,966	116,235	110,322	26.9%	-5.1%
Nợ dài hạn (vay nợ tại ngân hàng & vay hợp vốn)	65,609	68,130	65,385	-0.3%	-4.0%
Trái phiếu doanh nghiệp dài hạn	23,487	28,757	46,550	98.2%	61.9%
Các khoản vay nợ tài chính dài hạn khác	-	131	172	-	31.7%
Tổng nợ dài hạn	89,096	97,018	112,106	25.8%	15.6%
Tổng nợ của VIC	176,062	213,253	222,428	26.3%	15.6%

Nguồn: VIC

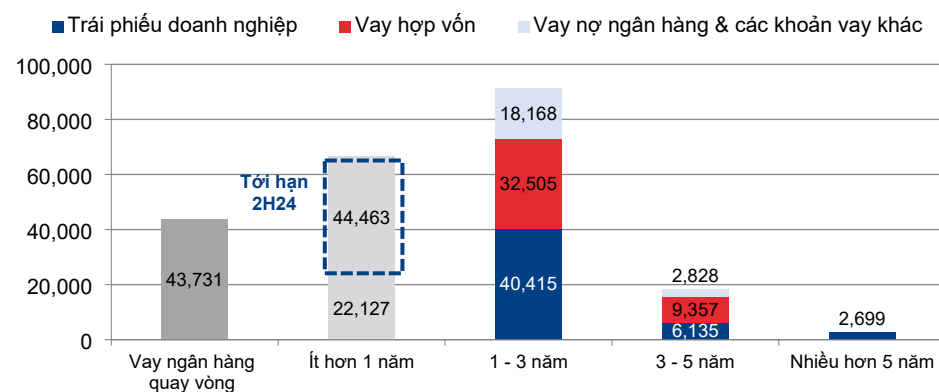
Nợ dài hạn đáo hạn trong chưa đầy 12 tháng và nợ ngắn hạn chuyển đổi lên tới 62,5 nghìn tỷ đồng (khoảng 2,9 tỷ USD), giảm 15,3% so với quý trước. Trong đó, nợ đáo hạn trong nửa cuối năm 2024 là 44,46 nghìn tỷ đồng (khoảng 1,76 tỷ USD), bao gồm một trái phiếu chuyển đổi trị giá 425 triệu USD phát hành cho Vinpearl có thể chuyển đổi thành cổ phiếu VIC, dự kiến sẽ đáo hạn vào tháng 9.

Theo BLĐ, họ đang đàm phán một số khoản vay hợp vốn để tài trợ cho các khoản nợ này và cũng có thể sử dụng một phần tiền mặt hiện có để thanh toán các khoản nợ đó. Các khoản vay hợp vốn lên tới 9,56 nghìn tỷ đồng (khoảng 378 triệu USD) dự kiến sẽ đáo hạn vào khoảng cuối năm 2024, trong khi phần còn lại gồm TPDN trong nước và vay nợ từ các NHTM. Theo Công ty, họ hoàn toàn có thể tìm được nguồn tài trợ cho số nợ đáo hạn trong nửa cuối năm 2024.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng số dư tiền mặt hợp nhất vào cuối Q2/2024 đạt mức khá lớn là 28,5 nghìn tỷ đồng và dòng tiền tại Vinhomes vẫn mạnh mẽ, được thúc đẩy bởi doanh số bán lẻ và sự phục hồi của doanh số bán lẻ sản phẩm. Do đó, bất chấp mặt bằng lãi suất cao trong thị trường vốn quốc tế và sự phục hồi yếu của thị trường TPDN trong nước, HSC cho rằng tình hình nợ đáo hạn của Công ty trong nửa cuối năm 2024 vẫn trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, tình hình này vẫn cần được theo dõi chặt chẽ.

Biểu đồ 3: Cơ cấu tổng nợ theo thời gian đáo hạn vào cuối Q2/2024

Bình quân thời gian đáo hạn nợ của VIC hiện là 2,6 năm, không bao gồm các khoản vay quay vòng



Nguồn: VIC

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, VIC

Tỷ đồng	Tăng trưởng	
2024F		
Doanh thu	171,167	6.0%
Lợi nhuận gộp	24,033	2.2%
LNTT	4,750	-65.5%
Lợi nhuận thuần	3,928	82.1%
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(13,288)	-46.6%
2025F		
Doanh thu	164,517	-3.9%
Lợi nhuận gộp	30,411	26.5%
LNTT	(9,160)	-292.9%
Lợi nhuận thuần	(7,643)	-294.6%
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên		-42.5%
2026F		
Doanh thu	206,132	25.3%
Lợi nhuận gộp	42,247	38.9%
LNTT	2,764	N/m
Lợi nhuận thuần	3,304	N/m
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên		N/m

Nguồn: HSC dự báo

Dự báo: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận của VIC cho giai đoạn 2024-2026. Chi tiết như sau:

- Cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 3,9 nghìn tỷ đồng (so với 2,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2023) trên doanh thu 171 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Trong đó, lợi nhuận thuần không thường xuyên là 21,5 nghìn tỷ đồng (năm 2023: 15,1 nghìn tỷ đồng) và lỗ HĐKD cốt lõi trong năm 2024 là 13,3 nghìn tỷ đồng (năm 2023: 24,9 nghìn tỷ đồng).
- Cho năm 2025, lỗ thuần dự báo ở mức 7,6 nghìn tỷ đồng trên doanh thu 164,5 nghìn tỷ đồng (giảm 3,9% so với cùng kỳ). Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên dự kiến trong năm 2024 (chúng tôi không đưa bất kỳ khoản mục không thường xuyên thuần nào vào mô hình dự báo lợi nhuận năm 2025), lỗ HĐKD cốt lõi của năm 2025 dự báo giảm 42,5% so với năm 2024 – chủ yếu do doanh thu mảng BĐS nhà ở và mảng BĐS nghỉ dưỡng cải thiện.
- Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ chuyển biến tích cực trở lại, ghi nhận mức lãi 3,3 nghìn tỷ đồng nhờ lợi nhuận mảng BĐS nhà ở hồi phục và mảng BĐS nghỉ dưỡng cải thiện, với doanh thu đạt 206 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,3%). Chúng tôi không đưa bất kỳ khoản mục không thường xuyên thuần nào vào mô hình dự báo năm 2026.

Đối với VinFast, chúng tôi dự đoán mức lỗ (100% thuộc VinFast) ở mức khoảng 30-31 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026. Ước tính này dựa trên số lượng xe dự kiến bàn giao là 47.200 chiếc trong năm nay, 33.700 chiếc trong năm 2025 và 56.000 chiếc trong năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 12,7% giá định RNAV/cp của VIC xuống 47.636đ/cp chủ yếu do giảm giá mục tiêu của VHM xuống 47.500đ (tham khảo báo cáo [Ha khuyến nghị từ Mua xuống Tăng tỷ trọng do rủi ro gia tăng](#) do HSC phát hành ngày 27/5/2024) và hạ tỷ trọng đóng góp từ VRE sau giao dịch thoái vốn của VIC tại công ty con (tham khảo báo cáo [Rủi ro lớn hơn nền tảng vững chắc: ha khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng](#) do HSC phát hành ngày 16/7/2024) – dẫn đến mức giảm 9% trong ước tính giá trị tài sản gộp (GAV) điều chỉnh – và giữ nguyên nợ thuần điều chỉnh.

Chi tiết về cơ sở định giá theo phương pháp SOTP của chúng tôi như sau:

- Giữ nguyên giả định WACC ở mức 11,2%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 10% (dựa trên 1,5% phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn của HSC).
- Đối với mảng BĐS nhà ở (VHM) và mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ (VRE), sử dụng giá mục tiêu dự phóng 1 năm đã công bố cho từng mảng.

Bảng 5: Định giá dựa trên phương pháp SoTP, VIC

Tỷ đồng	Lợi ích của VIC	Hiện tại	%	Nhận xét	Dự phóng	%	Nhận xét
VHM	69.3%	129,680	38.28%	Tại thị giá	143,418	54.96%	Tại giá mục tiêu 47.500đ/cp của VHM
VRE	18.4%	10,310	3.04%	Tại thị giá	10,060	5.02%	Tại giá mục tiêu 24.100đ/cp của VHM
Khách sạn/Nghỉ dưỡng	98.0%	40,308	11.90%	DCF	50,979	15.00%	DCF
VinFast	51.5%	128,993	38.08%	Tại thị giá	45,414	15.17%	DCF
Others		29,494	8.71%		29,494	9.85%	
Tổng giá trị tài sản		338,786	100.00%		279,364	100.00%	
(Nợ)/tiền thuần, hợp nhất		(178,272)			(200,369)		
Điều chỉnh đối với VHM		26,867			48,633		
Điều chỉnh đối với VRE		-					
Các điều chỉnh khác		44,055			52,201		
(Nợ)/tiền thuần – điều chỉnh		(107,350)			(99,535)		
Lợi ích của cổ đông thiểu số		-					
RNAV		231,436			179,830		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		3,764			3,775		
RNAV/cổ phiếu (đồng)		61,488			47,636		
Hệ số chiết khấu giả định					15.0%		
Giá mục tiêu (đồng)					40,500		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

Đồng	0%	7.5%	15%	22.5%	30%
Giá định chiết khấu của thị giá so với RNAV					
Giá mục tiêu	47,640	44,060	40,500	36,920	33,345
Tiềm năng tăng/giảm so với thị giá	16.6%	7.9%	-0.7%	-9.6%	-18.4%

Nguồn: HSC

- Đối với mảng BĐS nghỉ dưỡng (Vinpearl) và mảng sản xuất (VinFast), HSC sử dụng mô hình DCF để đưa ra các định giá dự phóng với giai đoạn tăng trưởng cho mỗi mảng từ năm 2024 đến năm 2030 và tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%. Chúng tôi gần như giữ nguyên định giá cho các mảng này.

Về VinFast, lưu ý rằng GAV điều chỉnh dự phóng 1 năm giảm xuống 45,4 nghìn tỷ đồng, đóng góp 15,2% tổng GAV dự phóng, nhưng cũng giảm 65% so với định giá hiện tại của HSC ở mức 129 nghìn tỷ đồng. Mức giảm mạnh này được giải thích là do HSC sử dụng giá trị thị trường của VinFast (dựa trên cổ phiếu niêm yết trên NASDAQ) trong định giá hiện tại nhưng sử dụng mức định giá thận trọng hơn trong định giá dự phóng 1 năm theo phương pháp DCF.

- Sau đó, trừ đi khoản nợ thuần đã được điều chỉnh là 99,5 nghìn tỷ đồng – không thay đổi so với ước tính trước đó – HSC dự báo RNAV/cp dự phóng 1 năm của VIC đạt 47.636đ, thấp hơn 12,7% so với ước tính trước đó.
- Tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 15% (không đổi) cho RNAV Tập đoàn dự phóng 1 năm, xác định được giá mục tiêu là 40.500đ. Lưu ý, HSC đã giảm 15% giả định chiết khấu so với RNAV (từ 30% xuống 15%) trong Báo cáo doanh nghiệp phát hành vào tháng 4 sau giao dịch thoái vốn tại công ty con, do tin rằng áp lực về vốn đối với VIC sẽ giảm bớt trong thời gian còn lại của năm 2024.

Bối cảnh định giá

Với giá cổ phiếu gần như không đổi trong 1 tháng & 3 tháng qua nhưng giảm 22% trong 1 năm qua, thị giá VIC hiện đang chiết khấu 14,5% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân chiết khấu 3 năm ở mức 29,5%. HSC cũng đã tiến hành phân tích giá trị phụ trội

(stub value) đối với VIC và nhận thấy rằng giá trị này – sau khi trừ đi giá trị thị trường của các khoản đầu tư trọng yếu trong các doanh nghiệp niêm yết chính VHM và VRE – là 8.666đ/cp, đang giao dịch ở chiết khấu 0,6% so với bình quân 3 năm ở mức 8.609đ/cp. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ sở hữu thấp hơn của VIC tại VRE và theo đó là số dư tiền mặt cao hơn – và do yếu tố khác không đổi – dẫn đến giá trị phụ trội của VIC tăng lên và mức chiết khấu thu hẹp lại.

Nhìn chung, các số liệu này cho thấy giá cổ phiếu VIC đã sát giá trị hợp lý.

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

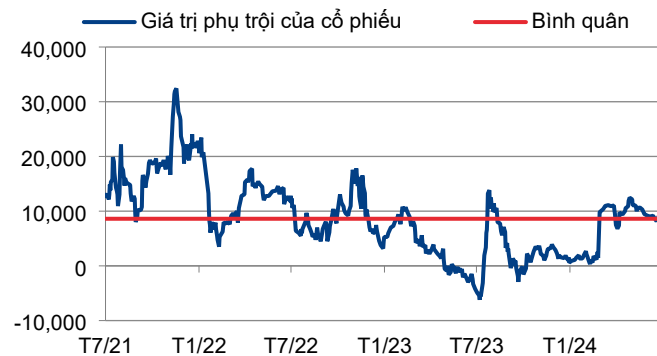
VIC đang giao dịch với chiết khấu 14,5%, thấp hơn so với giá trị bình quân 3 năm là 29,5%



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 8: Giá trị phụ trội của cổ phiếu, VIC

Cổ phiếu của VIC đang giao dịch với chiết khấu 0,6% so với giá trị phụ trội bình quân



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	101,794	161,428	171,167	164,517	206,132
Lợi nhuận gộp	14,694	23,508	24,033	30,411	42,247
Chi phí BH&QL	(25,325)	(25,977)	(21,747)	(21,963)	(23,432)
Thu nhập khác	29,527	15,358	21,899	189	94.7
Chi phí khác	(3,140)	(4,581)	(2,319)	(2,310)	(2,216)
EBIT	15,756	8,308	21,865	6,327	16,694
Lãi vay thuần	(6,838)	(11,192)	(15,221)	(14,119)	(12,568)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(86.5)	(97.8)	29.3	37.9	44.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	3,924	16,751	(1,924)	(1,406)	(1,406)
LNTT	12,756	13,769	4,750	(9,160)	2,764
Chi phí thuế TNDN	(10,711)	(11,713)	(10,271)	(6,409)	(7,059)
Lợi ích cổ đông thiểu số	6,738	(101)	9,450	7,926	7,599
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,782	1,955	3,928	(7,643)	3,304
Lợi nhuận thuần ĐC	10,050	5,060	7,033	(5,159)	5,788
EBITDA ĐC	37,040	25,914	3,854	28,459	37,494
EPS (đồng)	2,338	519	1,041	(2,025)	875
EPS ĐC (đồng)	2,608	1,310	1,821	(1,335)	1,498
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,756	3,765	3,775	3,775	3,775
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,765	3,775	3,775	3,775	3,775
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,845	3,853	3,863	3,863	3,863

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	26,213	27,983	3,207	7,440	9,728
Đầu tư ngắn hạn	6,736	6,999	6,999	6,999	6,999
Phải thu khách hàng	126,232	168,115	158,848	147,383	168,116
Hàng tồn kho	98,588	92,624	124,663	130,684	182,028
Các tài sản ngắn hạn khác	25,348	47,817	47,651	47,272	49,642
Tổng tài sản ngắn hạn	283,117	343,536	341,367	339,778	416,512
TSCĐ hữu hình	101,345	128,274	152,054	146,239	140,713
TSCĐ vô hình	18,398	31,931	26,754	23,528	19,856
Bất động sản đầu tư	38,307	37,538	18,616	21,755	25,007
Đầu tư dài hạn	10,661	13,066	14,455	15,984	17,665
Đầu tư vào Cty LD,LK	484	1,539	9,480	9,480	9,524
Tài sản dài hạn khác	125,096	111,772	108,684	109,261	109,905
Tổng tài sản dài hạn	294,291	324,119	330,044	326,246	322,670
Tổng cộng tài sản	577,407	667,656	671,411	666,024	739,182
Nợ ngắn hạn	48,232	116,235	113,473	98,710	82,453
Phả trả người bán	36,539	34,874	56,704	50,587	63,969
Nợ ngắn hạn khác	116,572	185,036	175,504	203,336	232,681
Tổng nợ ngắn hạn	298,412	401,298	429,002	450,779	505,128
Nợ dài hạn	119,804	97,018	97,102	85,118	107,829
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,139	1,202	1,202	1,202	1,202
Nợ dài hạn khác	15,967	11,993	10,878	11,266	11,660
Tổng nợ dài hạn	136,910	110,213	109,182	97,586	120,692
Tổng nợ phải trả	441,752	519,434	546,035	556,216	633,670
Vốn chủ sở hữu	110,093	113,741	107,602	99,959	103,263
Lợi ích cổ đông thiểu số	25,563	34,481	17,774	9,848	2,249
Tổng vốn chủ sở hữu	135,655	148,222	125,376	109,807	105,512
Tổng nợ phải trả và VCSH	577,407	667,656	671,411	666,024	739,182
BVPS (đ)	29,239	30,129	28,503	26,479	27,354
Nợ thuần*/(tiền mặt)	141,823	185,271	207,368	176,388	180,555

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	15,756	8,308	21,865	6,327	16,694
Khấu hao	(21,284)	(17,606)	18,011	(22,132)	(20,800)
Lãi vay thuần	(6,838)	(11,192)	(15,221)	(14,119)	(12,568)
Thuế TNDN đã nộp	(4,505)	(6,880)	(10,271)	(6,409)	(7,059)
Thay đổi vốn lưu động	(3,191)	(38,984)	6,063	42,648	(3,560)
Khác	(22,090)	14,377	(21,177)	1,828	3,274
LCT thuần từ HKKD	(2,832)	(20,012)	(40,718)	48,722	13,058
Đầu tư TS dài hạn	(75,162)	(54,548)	(10,996)	(16,215)	(15,500)
Góp vốn & đầu tư	(11,637)	(26,339)	(9,330)	(1,528)	(1,725)
Thanh lý	54,265	53,069	39,080	0	0
Khác	11,573	833	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(20,960)	(26,985)	18,754	(17,743)	(17,225)
Cổ tức trả cho CSH	(3,382)	(61.0)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	4,723	10,753	(132)	0	0
Tăng/giảm nợ	30,410	38,038	(2,679)	(26,746)	6,454
Khác	0	(11.3)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	31,752	48,718	(2,811)	(26,746)	6,454
Tiền & tương đương tiền đầu kì	18,352	26,213	27,983	3,207	7,440
LCT thuần trong kỳ	7,960	1,721	(24,776)	4,233	2,288
Ảnh hưởng của tỷ giá	(98.8)	48.1	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	26,213	27,983	3,207	7,440	9,728
Dòng tiền tự do	(77,994)	(74,560)	(51,715)	32,508	(2,441)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.4	14.6	14.0	18.5	20.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.4	16.1	2.25	17.3	18.2
Tỷ suất LNT (%)	8.63	1.21	2.29	(4.65)	1.60
Thuế TNDN hiện hành (%)	84.0	85.1	216	(70.0)	255
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.0)	58.6	6.03	(3.89)	25.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	22.7	(30.0)	(85.1)	638	31.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	223	(49.6)	39.0	(173)	212
Tăng trưởng EPS (%)	450	(77.8)	100	(295)	143
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	225	(49.8)	39.0	(173)	212
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.34	1.75	3.55	(7.36)	3.25
ROACE (%)	5.62	3.05	8.60	2.77	7.43
Vòng quay tài sản (lần)	0.20	0.26	0.26	0.25	0.29
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(0.18)	(2.41)	(1.86)	7.70	0.78
Số ngày tồn kho	413	245	309	356	405
Số ngày phải thu	529	445	394	401	374
Số ngày phải trả	153	92.3	141	138	142
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	197	203	250	251	272
Nợ/tài sản (%)	42.0	38.8	40.6	38.8	39.3
EBIT/lãi vay (lần)	2.30	0.74	1.44	0.45	1.33
Nợ/EBITDA (lần)	6.55	9.99	70.7	9.08	7.75
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.95	0.86	0.80	0.75	0.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.91	2.10	2.11	2.01	1.62
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.99	13.1	93.9	11.6	8.93
P/E (lần)	17.5	78.8	39.3	N/a	46.7
P/E ĐC (lần)	15.7	31.2	22.5	N/a	27.3
P/B (lần)	1.40	1.36	1.43	1.54	1.50
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