

Năm giữ (giữ nguyên)

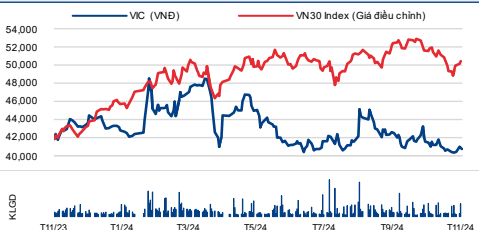
Giá mục tiêu: VNĐ42,600 (từ VNĐ40,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/11/2024)	40,750
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,350-48,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,933
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	153,432
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,047
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	(1.93)	(9.65)	(2.63)
So với chỉ số	(0.08)	(8.17)	(19.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,877	1,216	136.6
2025F	2,733	419	552.2
2026F	2,006	1,601	25.3

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

Căng thẳng dòng tiền giảm; nâng giá mục tiêu và dự báo

- HSC tăng 5,2% giá mục tiêu của VIC lên 42.600đ nhờ tác động tích cực của việc tăng định giá VinFast & Vinpearl lớn hơn tác động tiêu cực của việc giảm định giá VHM & VRE, cũng như nhờ việc chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ với tiềm năng tăng giá là 4,5% tại giá mục tiêu mới.
- Chúng tôi tăng đáng kể dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 nhờ các khoản lợi nhuận từ HĐKD không cốt lõi; tuy nhiên, dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi – bị điều chỉnh giảm đáng kể do giảm dự báo lợi nhuận mảng BĐS cũng như tăng giá định chi phí bán hàng & quản lý – vẫn cho thấy thua lỗ trong giai đoạn 2024-2026.
- VIC đang chiết khấu 13,8% so với RNAV; mặc dù nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 28,5% nhưng HSC cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý nhờ triển vọng được cải thiện. Lưu ý, chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 15% đối với RNAV để tính ra giá mục tiêu.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng của VIC sau KQKD Q3/2024

HSC cập nhật dự báo của mình sau khi VIC công bố KQKD Q3/2024 và các cập nhật gần đây về KQKD của mảng ô tô Vinfast (VFS, VIC sở hữu 51% cổ phần) cũng như một số bước tái cấu trúc của mảng BĐS nghỉ dưỡng mở đường cho việc niêm yết trên sàn chứng khoán.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi, lợi nhuận không thường xuyên giúp thúc đẩy lợi nhuận thuần

HSC tăng 10,7% dự báo lỗ HĐKD cốt lõi năm 2024 (lên 14,7 nghìn tỷ đồng, so với 24,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2023) và tăng 121,7% dự báo lỗ HĐKD cốt lõi năm 2025 (lên 16,9 nghìn tỷ đồng, tăng 15% so với năm 2024) và đưa ra dự báo lỗ HĐKD cốt lõi cho năm 2026 (giảm 37% so với năm 2025) (so với dự báo có lãi trước đó) do thu nhập từ mảng BĐS thấp hơn và chi phí bán hàng & quản lý cao hơn, chủ yếu liên quan đến VFS. Tuy nhiên, chúng tôi cũng đang nâng đáng kể dự báo lợi nhuận thuần nhờ các khoản lợi nhuận từ HĐKD không cốt lõi sau khi Chủ tịch Vingroup cam kết tài trợ khoảng 2 tỷ USD trong năm 2025-2026 cho VFS và việc bán cổ phần trong dự án BĐS Cổ Loa.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng vừa qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, VIC đang chiết khấu 13,8% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 28,5%. HSC nâng 5% giá mục tiêu lên 42.600đ do tác động trái chiều của việc (1) giảm 14-15% giá mục tiêu của VHM và VRE, (2) tăng 24,7% và 29% định giá của Vinpearl & VinFast, và (3) chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi duy trì giá định mức chiết khấu hẹp 15% so với RNAV để phản ánh quan điểm rằng áp lực tài chính sẽ giảm bớt trong năm 2025 do dòng tiền mảng BĐS và VinFast có thể tốt hơn.

Lưu ý, nợ dài hạn đến hạn trong 12 tháng tới là 48,4 nghìn tỷ đồng (khoảng 1,9 tỷ USD), giảm đáng kể so với cuối Q2/2024, do một khoản lớn đã được thanh toán trong Q3/2024. Trong khi đó, số dư tiền mặt hợp nhất đạt 27 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 5,3% so với quý trước nhưng tăng 60,2% so với cùng kỳ. Nhờ sự đóng góp của Chủ tịch VIC, có khả năng chi phí vốn của VFS sẽ giảm và doanh số bán nhà trong mảng BĐS cải thiện, bảng CĐKT của VIC dường như đang ở trong tình trạng thuận lợi hơn. HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	37,040	25,914	9,814 ▲	41,195 ▲	35,601 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,782	2,157	8,008 ▲	8,073 ▲	5,264 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,608	1,310	2,877 ▲	2,733 ▲	2,006 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	29,239	30,129	29,584	31,722 ▲	33,117 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.97	13.1	36.4	8.26	8.55
P/E ĐC (lần)	15.6	31.1	14.2	14.9	20.3
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.39	1.35	1.38	1.28	1.23
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	225	(49.8)	120	(5.01)	(26.6)
ROAE (%)	8.34	1.93	7.10	6.98	4.30

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

Vượt qua thách thức

HSC tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 42.600đ (tiềm năng tăng giá 4,5%) do tác động không đồng nhất của việc giảm giá mục tiêu của VHM & VRE nhưng tăng định giá cho VinFast & Vinpearl, đồng thời chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi tăng dự báo lỗ HĐKD cốt lõi năm 2024-2026 do giảm giả định thu nhập từ BĐS và tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý. Tuy nhiên, chúng tôi cũng tăng dự báo lợi nhuận thuần dựa trên các khoản lợi nhuận HĐKD không cốt lõi. HSC kỳ vọng áp lực dòng tiền sẽ giảm bớt trong năm 2025 do chi phí vốn của VinFast giảm và triển vọng mảng BĐS của VHM tốt hơn. Duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

Vinfast: Số lượng xe điện bàn giao vượt kỳ vọng

Trong Q3/2024, VinFast đã bàn giao 21.912 xe điện, tăng 115% so với cùng kỳ (và vượt đáng kể so với dự báo của HSC), bao gồm các mẫu VF3, VFe34, VF5, VF6, VF7, VF8, VF9 và xe buýt điện. Theo trao đổi với Công ty, các mẫu xe nhỏ gọn và giá cả phải chăng hơn – VF3, VF5 và VF6 – chiếm phần lớn lượng xe được giao, mặc dù số liệu cụ thể không được cung cấp. Để so sánh, trong nửa đầu năm 2024, VinFast đã bàn giao 22.350 xe, với VF5 chiếm 55,7% tổng số. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, lượng xe điện bàn giao đạt 43.659 chiếc, tăng 104,6% so với cùng kỳ và vượt khoảng 38% dự báo của HSC.

VIC báo cáo rằng mảng sản xuất – chủ yếu là VinFast – ghi nhận khoản lỗ hợp nhất 9 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024 (Q3/2023: 8,8 nghìn tỷ đồng; Q2/2024: 9 nghìn tỷ đồng), nâng tổng lỗ trong 9 tháng đầu năm 2024 lên 28 nghìn tỷ đồng, tăng 22,6% so với cùng kỳ. KQKD của VinFast trong giai đoạn này sát với dự báo của HSC bất chấp doanh số cao hơn dự kiến do lỗ gộp trên mỗi chiếc xe giảm xuống khi Công ty tập trung chủ yếu vào các mẫu xe có giá cả phải chăng hơn.

Khoản lỗ gộp trong Q3/2024 của mảng này (thuộc VFS) ở mức 167 triệu USD (4,1 nghìn tỷ đồng), giảm 11,5% so với cùng kỳ và tăng 8,7% so với quý trước, tương đương mức lỗ khoảng 7.600 USD trên mỗi chiếc xe được bàn giao (Q3/2023: 18.881 USD; Q2/2024: 12.731 USD).

Cơ cấu doanh thu cải thiện

Doanh thu quốc tế vẫn còn hạn chế vì hơn 90% số xe được bàn giao trong 9 tháng đầu năm 2024 là tại thị trường nội địa. 38% tổng số xe được bàn giao trong 9 tháng đầu năm 2024 là cho GSM taxi – thương hiệu taxi do Chủ tịch Vingroup thành lập – giảm so với mức 72% trong cùng kỳ năm ngoái.

Doanh số trong Q3/2024 chủ yếu được thúc đẩy bởi số xe VF5 bàn giao ổn định và các lô hàng xe ô tô điện Mini VF3 đầu tiên, một mẫu xe ban đầu không được đưa vào dự báo của HSC. Theo công ty, mẫu xe VF3 đã được thị trường đón nhận nồng nhiệt, thúc đẩy doanh số đáng kể trong cả Q3/2024 và tháng 10 lên mức cao kỷ lục của tập đoàn, vượt qua ước tính ban đầu của chúng tôi.

Thành công này phần lớn nhờ vào sự hợp lý về giá của VF3 phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng Việt Nam. Một khảo sát nhỏ do nhóm nghiên cứu của HSC thực hiện cho thấy VF3 đang ngày càng phổ biến, nhất là ở Hà Nội – thị trường truyền thống của VinFast.

Tuy nhiên, SUV 5 chỗ vẫn là mẫu xe bán chạy nhất tại Việt Nam. Do đó, HSC tin rằng cần thêm thời gian để đánh giá liệu VF3 có thể trở thành sản phẩm chủ lực của Vingroup trong dài hạn hay không.

Mặc dù doanh số xe điện đang tăng trưởng, Vinfast vẫn còn cách xa điểm hòa vốn khoảng 140.000 chiếc mỗi năm (theo ước tính của chúng tôi). Ngoài ra, việc phụ thuộc nhiều vào GSM tạo thêm áp lực lên doanh thu dài hạn, vì đội xe của GSM đã vượt qua các đối thủ cạnh tranh lớn trong nước như Vinasun và Mai Linh. Các thị trường mới, bao gồm Ấn Độ, Indonesia và Philippines, vẫn đang ở giai đoạn đầu thâm nhập và chưa đạt được kết quả đáng kể.

Kỳ vọng tiết kiệm chi phí trong tương lai

Công ty gần đây đã chia sẻ rằng VinFast đã cắt giảm chi phí đáng kể trong những quý gần đây. Chi phí nguyên vật liệu bình quân trên mỗi chiếc xe điện được sản xuất trong Q3/2024 đã giảm 8,3% so với quý trước và chi phí sản xuất bình quân trên mỗi chiếc xe điện giảm 20,1% so với quý trước, và VinFast dự kiến những chi phí này sẽ giảm thêm khi quy mô sản xuất tăng lên, giúp thu hẹp lỗ gộp khi nhiều chi phí cố định được hấp thụ. BLĐ cũng dự đoán chi phí R&D sẽ giảm đáng kể từ năm 2025 trở đi, do dòng sản phẩm xe điện hiện đã hoàn thiện (từ phân khúc Mini đến phân khúc E), giúp giảm nhu cầu phát triển mẫu xe mới.

Dự báo mới

Mặc dù HSC đã nâng dự báo số lượng xe bàn giao năm 2025 và 2026 sau khi VinFast ghi nhận KQKD Q3/2024 tích cực hơn kỳ vọng, chúng tôi vẫn cho rằng VinFast sẽ còn gặp nhiều thách thức lớn trong tương lai. VinFast phải đối mặt với khoản lỗ HĐKD đáng kể và khoản nợ dài hạn lớn đang sớm đến hạn, điều này sẽ tiếp tục gây áp lực lên dòng tiền chung của Vingroup. Về lợi nhuận, chúng tôi hiện dự báo lỗ HĐKD cốt lõi (không bao gồm khoản tài trợ của Chủ tịch Vingroup) sẽ ở mức khoảng 37,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024, giảm xuống 26,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và 21,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2026. Để đạt được những con số này, chúng tôi đưa vào mô hình dự báo giả định số lượng xe bàn giao lần lượt là 74.500 chiếc trong năm nay, 58.500 chiếc trong năm 2025 và 54.000 chiếc trong năm 2026.

Mảng BĐS nghỉ dưỡng: Tái cấu trúc sau kế hoạch niêm yết

Trong Q3/2024, doanh thu của mảng BĐS nghỉ dưỡng (VIC sở hữu 85,6% cổ phần) đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, tăng 7,1% so với cùng kỳ (và tăng 77,7% so với quý trước). Tổng số đêm phòng bán ra của các BĐS do Vinpearl, của VIC sở hữu và quản lý (có tính phí) đạt 501.000, tăng 4% so với cùng kỳ (Công ty không công bố tổng số đêm phòng bán ra đối với các BĐS được sở hữu) trong khi tổng số lượt khách đến các công viên giải trí của tập đoàn cũng tăng đáng kể 54% so với cùng kỳ đạt 2,3 triệu lượt.

Lưu ý, trong 9 tháng đầu năm 2024, Vingroup đã thực hiện một loạt các bước tái cấu trúc mảng BĐS nghỉ dưỡng bao gồm:

1. Phát hành riêng lẻ cho nhân viên của Vinpearl và một số nhà đầu tư nhất định với tổng số vốn tăng thêm là 15,6 nghìn tỷ đồng. Sau đợt phát hành này, tỷ lệ sở hữu của VIC trong Vinpearl, công ty con về mảng BĐS nghỉ dưỡng của VIC, giảm từ 99,9% xuống 85,6%.
2. Mua lại VinWonders Nha Trang, CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Vinpearl Landmark 81, CTCP Đầu tư và Phát triển Khách sạn Vinpearl Thanh Hóa với tổng số tiền thu được lần lượt là 10,3 nghìn tỷ đồng, 3,7 nghìn tỷ đồng và 1,6 nghìn tỷ đồng. Trước đây, VIC đã thoái vốn khỏi các công ty con này và ghi nhận lợi nhuận vào năm 2022 và 2023.
3. Thực hiện giao dịch hợp tác kinh doanh với CTCP Đầu tư và Thương mại Nam An, trong đó Vinpearl sẽ chuyển giao hoạt động quản lý và cho thuê biệt thự biển cho Nam An và không còn kiểm soát hoạt động quản lý và cho thuê biệt thự biển. Với giao dịch này, VIC đã ghi nhận khoản lợi nhuận 3,1 nghìn tỷ đồng trong báo cáo kết quả HĐKD hợp nhất Q3/2024.

HSC lưu ý rằng trước khi chuyển nhượng, hoạt động quản lý và cho thuê biệt thự biển đã gây ra thua lỗ cho KQKD của Vinpearl do cam kết lớn với chủ sở hữu biệt thự (8-10% mỗi năm). Việc chuyển nhượng này đã dẫn đến sự cải thiện đáng kể trong KQKD tổng thể của Vinpearl. Chúng tôi không chắc ai là chủ sở hữu của CTCP Đầu tư và Thương mại Nam An, mặc dù nhận thấy một số giao dịch giữa nhóm này và các công ty con của Vingroup, bao gồm VinFast và Vinhomes.

Sau khi tái cấu trúc, trong Q3/2024, tỷ suất lợi nhuận của mảng BĐS nghỉ dưỡng đạt 10,0% so với mức -27,1% trong cùng kỳ năm ngoái và 5,0% trong Q3/2019 (mức trước COVID). Tuy nhiên, mảng này vẫn ghi nhận lỗ HĐKD 250 tỷ đồng do chi phí bán hàng & quản lý lớn. Tuy nhiên, khoản lỗ này nhỏ hơn nhiều so với ước tính của HSC, nhờ việc loại bỏ khoản lỗ từ mảng quản lý và cho thuê biệt thự, cùng với nhờ số lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam tăng đáng kể.

VRE: Hoàn tất thoái vốn, tỷ lệ sở hữu của VIC tại VRE giảm xuống mức 18,8%

Trong Q3/2024, Vingroup thông báo đã thoái toàn bộ vốn khỏi công ty con SDI, qua đó giảm tỷ lệ sở hữu trong Vincom Retail (VRE) xuống còn 18,82%. Đầu năm nay, VIC thông báo sẽ bán toàn bộ 100% cổ phần của mình tại Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển thương mại SDI (SDI, công ty tư nhân/chưa niêm yết), pháp nhân sở hữu 943,2 triệu cổ phiếu VRE, tương đương 40,5% vốn điều lệ và 41,5% quyền biểu quyết tại VRE.

Giá mua bao gồm toàn bộ quyền lợi của SDI tại VRE, trong đó số cổ phần thực tế của SDI ở VRE sẽ được bán với giá khoảng 32.000đ/cp, và gồm cả lợi ích cổ đồng thiểu số tại hai dự án khu dân cư là Vinhomes Vũ Yên và Vinhomes Hạ Long Xanh. VIC cho biết, tại thời điểm cuối Q3/2023, họ đã nhận đủ toàn bộ giá trị giao dịch và ghi nhận khoản lợi nhuận khoảng 853 triệu USD trong 9 tháng đầu năm 2024 và hơn 230 triệu USD lợi nhuận từ thương vụ này trong Q3/2024. KQKD của VRE không còn được hợp nhất vào BCTC của VIC.

Bảng CĐKT: Tỷ lệ đòn bẩy vẫn cao, nhưng nợ đến hạn trong năm 2025 dường như trong tầm kiểm soát

Tại thời điểm Q3/2024, tổng dư nợ của VIC giảm nhẹ 4,7% so với quý trước xuống 211,9 nghìn tỷ đồng (không bao gồm nợ chuyển đổi trị giá 3,6 nghìn tỷ đồng). Tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH đạt 1,1 lần, giảm nhẹ so với mức 1,17 lần vào cuối Q2/2024 nhưng vẫn ở mức cao theo đánh giá của HSC. Chi phí nợ bình quân tiếp tục tăng lên mức 10,9% trong 12 tháng tính đến cuối Q3/2024 so với mức khoảng 10,6% trong năm 2023.

Bảng 1: Cơ cấu nợ, VIC

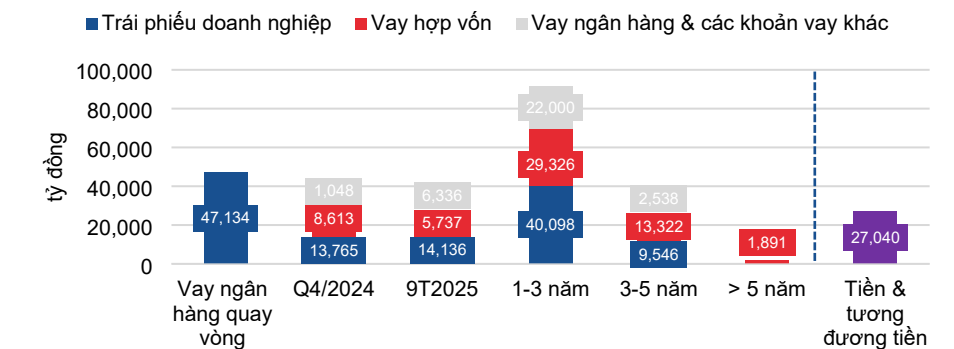
Tổng nợ của VIC tăng 4,7% so với quý trước và tăng 9,5% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước
Nợ ngắn hạn	36,186	47,779	48,386	33.7%	1.3%
Nợ dài hạn đáo hạn	10,742	19,766	20,034	86.5%	1.4%
Trái phiếu doanh nghiệp sắp đáo hạn	38,052	30,302	27,901	-26.7%	-7.9%
Trái phiếu chuyển đổi sắp đáo hạn	10,204	11,068		-100.0%	-100.0%
Nợ chuyển đổi ngắn hạn		1,268	240	N/m	-81.1%
Các khoản vay tài chính sắp đáo hạn		140	208	N/m	48.8%
Tổng nợ ngắn hạn	95,184	110,322	96,769	1.7%	-12.3%
Nợ dài hạn (vay nợ tại ngân hàng & vay hợp vốn)	70,462	65,385	68,896	-2.2%	5.4%
Trái phiếu doanh nghiệp dài hạn	27,745	46,550	46,044	66.0%	-1.1%
Các khoản vay nợ tài chính dài hạn khác	85	172	181	112.7%	5.3%
Tổng nợ dài hạn	98,293	112,106	115,121	17.1%	2.7%
Tổng nợ của VIC	193,477	222,428	211,890	9.5%	-4.7%

Nguồn: VIC

Biểu đồ 2: Cơ cấu tổng nợ theo thời gian đáo hạn vào cuối Q3/2024

Bình quân thời gian đáo hạn nợ của VIC hiện là 2,7 năm, không bao gồm các khoản vay quay vòng



Nguồn: VIC

Nợ dài hạn đến hạn trong vòng chưa đầy 12 tháng và nợ chuyển đổi ngắn hạn ở mức 48,2 nghìn tỷ đồng (khoảng 2,2 tỷ USD), giảm 22,9% so với quý trước. Trong đó, nợ đến hạn trong nửa cuối năm 2024 là 23,4 nghìn tỷ đồng (khoảng 1,1 tỷ USD). Lưu ý, Công ty đã phát hành trái phiếu chuyển đổi trị giá 150 triệu USD vào tháng 8 (kỳ hạn 5 năm) và cũng đã nhận được khoản vay hợp vốn nước ngoài mới (số 13) với tổng trị giá 4,7 nghìn tỷ đồng (khoảng 218 triệu USD), trước khi tất toán khoản trái phiếu 425 triệu USD khác do Vinpearl phát hành vào tháng 9.

Các khoản vay hợp vốn trị giá 8,6 nghìn tỷ đồng (khoảng 399 triệu USD) dự kiến sẽ đến hạn vào khoảng cuối năm 2024, trong khi phần nợ còn lại bao gồm trái phiếu trong nước và các khoản vay ngân hàng có thể được gia hạn. Mặc dù HSC duy trì quan điểm rằng tình hình nợ đến hạn trong Q4/2024 vẫn trong tầm kiểm soát, nhưng chúng tôi vẫn tiếp tục theo dõi chặt chẽ số nợ đến hạn trong 9 tháng đầu năm 2025 (26,2 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 1,2 tỷ USD).

Chúng tôi cũng lưu ý rằng số dư tiền mặt hợp nhất vào cuối Q2/2024 đạt mức đáng kể là 27 nghìn tỷ đồng và dòng tiền tại Vinhomes vẫn mạnh mẽ, nhờ doanh số bán sỉ và sự phục hồi của doanh số bán lẻ. Do đó, chúng tôi nhận thấy áp lực tài chính của tập đoàn đã giảm so với 12 tháng trước.

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

HSC tăng lần lượt 10,8% và 121,7% dự báo lỗ HĐKD cốt lõi cho năm 2024-2025 lên 14,7 nghìn tỷ đồng và 16,9 nghìn tỷ đồng và đưa ra dự báo lỗ HĐKD cốt lõi cho năm 2026 ở mức 10,7 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận HĐKD cốt lõi 3,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 trong dự báo trước đó). Điều này chủ yếu là do giảm dự báo lợi nhuận từ mảng BĐS và tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý. Tuy nhiên, chúng tôi cũng đang nâng đáng kể dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 nhờ các khoản lợi nhuận từ HĐKD không cốt lõi, bao gồm khoản cam kết tài trợ của Chủ tịch Vingroup vào VinFast trị giá khoảng 2 tỷ USD, khoản lợi nhuận từ bán cổ phần trong dự án BĐS Cổ Loa cũng như lợi nhuận tăng từ Vinpearl.

Đối với VinFast (100% thuộc VinFast), chúng tôi hiện dự báo lỗ HĐKD cốt lõi (không bao gồm khoản tài trợ của Chủ tịch Vingroup) sẽ ở mức khoảng 37,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 (gần như không thay đổi), giảm xuống 26,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (dự báo trước đó: 36,6 nghìn tỷ đồng) và 21,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (dự báo trước đó: 34,4 nghìn tỷ đồng). Để đạt được những con số này, HSC đưa vào mô hình dự báo giả định số lượng xe bàn giao lần lượt là 74.500 chiếc trong năm nay (dự báo trước đó: 45.200 chiếc), 58.500 chiếc trong năm 2025 (dự báo trước đó: 38.600 chiếc) và 54.000 chiếc trong năm 2026 (dự báo trước đó: 36.100 chiếc).

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận, VIC

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu	171,167	183,358	7.1%	13.6%
Lợi nhuận gộp	24,033	31,636	31.6%	34.6%
LNTT	4,750	11,141	134.5%	-19.1%
Lợi nhuận thuần	3,928	8,008	103.9%	271.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	17,216	22,718	32.0%	-15.9%
Lợi nhuận thuần (trừ các khoản mục ròng không thường xuyên)	-13,288	-14,710	10.7%	-40.8%
2025F				
Doanh thu	164,517	152,332	-7.4%	-16.9%
Lợi nhuận gộp	30,411	31,275	2.8%	-1.1%
LNTT	-9,160	23,217	N/m	108.4%
Lợi nhuận thuần	-7,643	8,073	N/m	0.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	25,020	-	10.1%
Lợi nhuận thuần (trừ các khoản mục ròng không thường xuyên)	-7,643	-16,947	121.7%	15.2%
2026F				
Doanh thu	206,132	171,733	-16.7%	12.7%
Lợi nhuận gộp	42,247	39,022	-7.6%	24.8%
LNTT	2,764	20,682	648.3%	-10.9%
Lợi nhuận thuần	3,304	5,264	59.3%	-34.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	16,000	-	-36.1%
Lợi nhuận thuần (trừ các khoản mục ròng không thường xuyên)	3,304	-10,736	-424.9%	-36.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng 5,1% RNAV/cp của VIC lên 50.074đ/cp. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn 15% (không thay đổi) cho RNAV dự phóng 1 năm để tính ra giá mục tiêu là 42.600đ.

Về phương pháp định giá, HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP. Đối với các công ty con và công ty liên kết đã niêm yết trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi tiếp tục sử dụng giá mục tiêu của mình để tính toán định giá. Trong khi đó, đối với mảng sản xuất (VinFast) và BĐS nghỉ dưỡng (Vinpearl), chúng tôi sử dụng mô hình DCF để tính toán định giá với giai đoạn tăng trưởng cho mỗi mảng là giai đoạn 2024-2030 và tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2024 là 3%.

Những thay đổi đối với ước tính RNAV của chúng tôi chủ yếu là do các tác động thuần của việc:

- Định giá của VinFast tăng 29% do khoản tài trợ của Chủ tịch và chi phí nguyên vật liệu giảm xuống sau những nỗ lực cắt giảm chi phí.
- Định giá của Vinpearl tăng 24,7% do lợi nhuận tăng khi thoái vốn khỏi mảng quản lý và cho thuê biệt thự đang thua lỗ.
- Giảm giá mục tiêu của VHM xuống 44.600đ (vui lòng tham khảo báo cáo doanh nghiệp '[Less attractive BCC terms; cut to Hold](#)').
- Giảm giá mục tiêu của VRE xuống 21.800đ (vui lòng tham khảo báo cáo doanh nghiệp '[Dự báo doanh thu cho thuê ổn định, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng](#)', 8/11/2024).
- Tăng nhẹ giả định WACC lên 11,3% (từ 11,2%) sau khi tăng giả định chi phí nợ. Tiếp tục sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro 4,0%, trong khi giảm phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh xuống 9,0% (từ 10,0%, sau khi phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn của HSC giảm xuống gần đây).

- Lùi cơ sở định giá của thêm 6 tháng đến cuối năm 2025.

Bảng 4: Định giá dựa trên phương pháp SOTP, VIC

Tỷ đồng	Lợi ích của VIC	Hiện tại	%	Đánh giá	Dự phóng	%	Đánh giá
VHM	69.3%	129,680	41.21%	At mkt	131,642	42.28%	At VND44,600 VHM TP
Khách sạn/Nghỉ dưỡng	85.6%	46,133	14.66%	DCF	63,563	20.41%	
VinFast	51.5%	119,978	38.13%	At mkt	58,574	18.81%	
VRE	18.4%	7,928	2.52%	At mkt	9,100	2.92%	At VND21,800 VRE TP
Mảng khác		10,945	3.48%		48,513	15.58%	
Tổng giá trị tài sản		314,664	100.00%		311,393	100.00%	
(Nợ)/tiền thuần, hợp nhất		(178,272)			(179,389)		
Điều chỉnh đối với VHM		26,867			19,379		
Khoản mục khác		37,779			37,653		
(Nợ)/tiền thuần – điều chỉnh		(113,627)			(122,357)		
RNAV		201,037			189,035		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		3,764			3,775		
RNAV/cổ phiếu (đồng)		53,412			50,074		
Hệ số chiết khấu giả định					15.0%		
Giá mục tiêu (đồng)					42,600		

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

VND/cp	0%	8%	15%	23%	30%
Giá định chiết khấu của thị giá so với RNAV					
Giá mục tiêu	50,100	46,300	42,600	38,800	35,100
Tiềm năng tăng/giảm so với thị giá	22.0%	12.8%	3.8%	-5.5%	-14.5%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 15% so với chỉ số VN Index, VIC đang chiết khấu 13,8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 28,5%.

HSC cũng đã tiến hành phân tích giá trị còn lại đối với VIC và nhận thấy rằng giá trị này – giá trị thị trường của VIC 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 5.268đ/cp và đang chiết khấu 32,4% so với bình quân 3 năm là 7.799đ/cp. Chúng tôi lưu ý rằng, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, tỷ lệ sở hữu thấp hơn của VIC trong VRE và số dư tiền mặt cao hơn sẽ dẫn đến giá trị còn lại cao hơn và mức chiết khấu nhỏ hơn.

Nhìn chung, các số liệu này cho thấy giá cổ phiếu đã ở giá trị hợp lý hoặc sát giá trị hợp lý. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

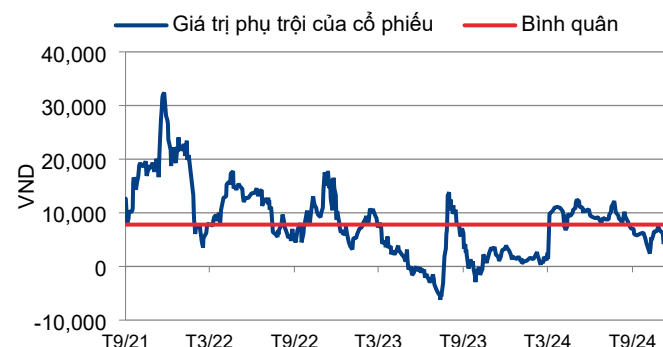
VIC đang giao dịch với chiết khấu 13,8%, so với giá trị bình quân 3 năm ở mức 28,5%



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Giá trị phụ trội của cổ phiếu, VIC

Cổ phiếu của VIC đang giao dịch với chiết khấu 32,4% so với giá trị 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	183,358	152,332	171,733
Lợi nhuận gộp	14,694	23,508	31,636	31,275	39,022
Chi phí BH&QL	(25,325)	(25,977)	(29,691)	(21,354)	(22,056)
Thu nhập khác	29,527	15,358	28,199	11,464	94.7
Chi phí khác	(3,140)	(4,581)	(2,319)	(2,323)	(2,261)
EBIT	15,756	8,308	27,825	19,063	14,801
Lãi vay thuần	(6,838)	(11,192)	(15,367)	(14,477)	(12,757)
Lãi/lỗ 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	(1,347)	18,594	18,594
LNTT	12,756	13,769	11,141	23,217	20,682
Chi phí thuế TNDN	(10,711)	(11,713)	(13,577)	(11,864)	(11,498)
Lợi ích cổ đông thiểu số	6,738	(101)	10,445	(3,280)	(3,920)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,782	2,157	8,008	8,073	5,264
Lợi nhuận thuần ĐC	10,050	5,060	11,113	10,557	7,748
EBITDA ĐC	37,040	25,914	9,814	41,195	35,601
EPS (đồng)	2,338	573	2,121	2,138	1,394
EPS ĐC (đồng)	2,608	1,310	2,877	2,733	2,006
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	11,302	10,130	36,126
Đầu tư ngắn hạn	6,736	6,999	6,999	6,999	6,999
Phải thu khách hàng	126,232	168,115	158,848	136,336	142,352
Hàng tồn kho	98,588	92,624	124,304	177,917	193,088
Các tài sản ngắn hạn khác	25,348	47,817	47,651	46,002	47,033
Tổng tài sản ngắn hạn	283,117	343,536	349,104	377,383	425,597
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	679,148	703,628	748,267
Nợ ngắn hạn	48,232	116,235	117,130	91,399	68,693
Phả trả người bán	36,539	34,874	56,704	42,752	43,784
Nợ ngắn hạn khác	116,572	185,036	175,504	203,336	232,681
Tổng nợ ngắn hạn	298,412	401,298	432,659	437,382	459,731
Nợ dài hạn	119,804	97,018	97,102	105,118	117,829
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	117,586	130,692
Tổng nợ phải trả	441,752	519,434	549,692	562,819	598,274
Vốn chủ sở hữu	110,093	113,741	111,682	119,754	125,018
Lợi ích cổ đông thiểu số	25,563	34,481	17,774	21,055	24,975
Tổng vốn chủ sở hữu	135,655	148,222	129,456	140,809	149,993
Tổng nợ phải trả và VCSH	577,407	667,656	679,148	703,628	748,267
BVPS (đ)	29,239	30,129	29,584	31,722	33,117
Nợ thuần/(tiền mặt)	141,823	185,271	202,930	186,388	150,397

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	15,756	8,308	27,825	19,063	14,801
Khấu hao	(21,284)	(17,606)	18,011	(22,132)	(20,800)
Lãi vay thuần	(6,838)	(11,192)	(15,367)	(14,477)	(12,757)
Thuế TNDN đã nộp	(4,505)	(6,880)	(13,577)	(11,864)	(11,498)
Thay đổi vốn lưu động	(3,191)	(38,984)	6,421	1,288	23,118
Khác	(22,090)	14,377	(23,142)	22,273	23,867
LCT thuần từ HKKD	(2,832)	(20,012)	(39,816)	34,285	53,215
Đầu tư TS dài hạn	(75,162)	(54,548)	(10,996)	(16,215)	(14,841)
Góp vốn & đầu tư	(11,637)	(26,339)	(9,330)	(1,528)	(1,725)
Thanh lý	54,265	53,069	42,616	0	(659)
Khác	11,573	833	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(20,960)	(26,985)	22,290	(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	979	(17,715)	(9,995)
Khác	0	(11.3)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	31,752	48,718	846	(17,715)	(9,995)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	18,352	26,213	27,983	11,302	10,130
LCT thuần trong kỳ	7,960	1,721	(16,680)	(1,173)	25,996
Ảnh hưởng của tỷ giá	(98.8)	48.1	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	26,213	27,983	11,302	10,130	36,126
Dòng tiền tự do	(77,994)	(74,560)	(50,813)	18,070	38,374

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	17.3	20.5	22.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.4	16.1	5.35	27.0	20.7
Tỷ suất LNT (%)	8.63	1.34	4.37	5.30	3.07
Thuế TNDN hiện hành (%)	84.0	85.1	122	51.1	55.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.0)	58.6	13.6	(16.9)	12.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	22.7	(30.0)	(62.1)	320	(13.6)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	223	(49.6)	120	(5.01)	(26.6)
Tăng trưởng EPS (%)	450	(75.5)	270	0.81	(34.8)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	225	(49.8)	120	(5.01)	(26.6)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.34	1.93	7.10	6.98	4.30
ROACE (%)	5.62	3.05	10.9	7.44	5.34
Vòng quay tài sản (lần)	0.20	0.26	0.27	0.22	0.24
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.18)	(2.41)	(1.43)	1.80	3.60
Số ngày tồn kho	413	245	299	536	531
Số ngày phải thu	529	445	382	411	392
Số ngày phải trả	153	92.3	136	129	120
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	197	203	237	219	191
Nợ/tài sản (%)	42.0	38.8	40.7	38.8	36.8
EBIT/lãi vay (lần)	2.30	0.74	1.81	1.32	1.16
Nợ/EBITDA (lần)	6.55	9.99	28.1	6.63	7.73
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.95	0.86	0.81	0.86	0.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.90	2.10	1.95	2.23	1.77
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.97	13.1	36.4	8.26	8.55
P/E (lần)	17.4	71.1	19.2	19.1	29.2
P/E ĐC (lần)	15.6	31.1	14.2	14.9	20.3
P/B (lần)	1.39	1.35	1.38	1.28	1.23
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