

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

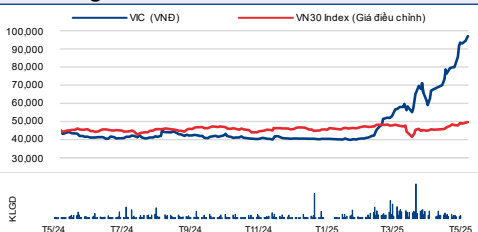
Giá mục tiêu: VNĐ85,900 (từ VNĐ55,400)

Tiềm năng tăng/giảm: -11.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/5/2025)	97,000
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,900-97,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	95,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	365,226
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	14,063
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)	1,561
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.54%
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	42.6	135	115
So với chỉ số	30.7	123	95.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,712	3,181	16.7
2026F	3,077	2,727	12.8
2027F	1,182	727	62.6

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

Phạm Ngọc Trung, CFA

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Đoàn Bảo Anh Tuấn

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

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với VIC xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) dù tăng 55% giá mục tiêu lên 85.900đ nhờ tăng định giá cho VHM, VPL và VRE. Đà tăng giá gần đây dường như được thúc đẩy bởi kỳ vọng đầu cơ vào các dự án tương lai tiềm năng nhưng chưa được xác nhận, trong khi rủi ro từ VinFast vẫn hiện hữu.
- HSC tăng 43-55% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu nhờ lợi nhuận cải thiện từ VHM và VPL: Dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của chúng tôi vẫn cho thấy VIC tiếp tục ghi nhận lỗ trong năm 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng VIC sẽ có lãi từ HĐKD cốt lõi bắt đầu từ năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 66% và 139% trong 1 tháng & 3 tháng qua, chủ yếu nhờ thông tin tích cực tại VHM, VPL và đặc biệt là các dự án đề xuất nhưng chưa xác nhận. VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu 3,9% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 27%.

Sự kiện: Cập nhật sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh

HSC cập nhật lại dự báo và định giá cho VIC sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây (tăng 66% và 139% trong 1 tháng & 3 tháng qua) đồng thời ghi nhận một số thông tin mới về Vinhomes (VHM), Vincom Retail (VRE), Vinpearl (VPL) và một số dự án hạ tầng – bao gồm cả đường sắt cao tốc Bắc–Nam, dù hiện mới chỉ là đề xuất sơ bộ và chưa có chi tiết cụ thể về triển khai. Nhìn chung, triển vọng của VHM và VPL đã được cải thiện, nhưng các dự án mới được đề xuất vẫn ở giai đoạn rất sớm, do đó chúng tôi chưa đưa các dự báo này vào dự báo lợi nhuận hay định giá trong mô hình hiện tại.

Tác động: Tăng 43-54% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC tăng 43-54% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên lần lượt 14 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,4%) và 11,6 nghìn tỷ đồng (giảm 17,1%) nhờ triển vọng cải thiện tại VHM và VPL. Dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của chúng tôi vẫn cho thấy VIC tiếp tục ghi nhận lỗ trong năm 2025-2026. Chúng tôi cũng nâng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2027 lên 4.462 tỷ đồng, từ mức chỉ 327 tỷ đồng trong dự báo trước đó. Tuy nhiên, con số này vẫn cho thấy mức giảm 62% so với năm trước nếu không tính đến các khoản lợi nhuận không thường xuyên từ tài trợ hoặc thoái vốn. Dự báo cho giai đoạn 2025-2027 của HSC hiện cao hơn 17-63% so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC điều chỉnh tăng 55% ước tính RNAV/cp của VIC lên 100.900đ/cp nhờ tăng định giá tất cả các mảng kinh doanh. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn là 15% (không đổi) trên RNAV dự phóng 1 năm để tính ra giá mục tiêu là 85.900đ.

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 66% và 139% trong 1 tháng & 3 tháng qua cũng như diễn biến tích cực hơn VN Index lần lượt 55% và 136%, chủ yếu nhờ thông tin tích cực tại VHM, VPL, doanh số cải thiện tại VinFast, và đặc biệt là loạt thông báo liên qua đến các dự án đề xuất trong tương lai như tuyến đường sắt cao tốc Bắc-Nam. Theo đó VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu chỉ còn 3,9% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 27%. Tuy nhiên, do chưa có đủ thông tin chi tiết và rõ ràng về các dự án mới này, chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn có rủi ro giảm giá nếu chỉ xét đến cơ sở tài sản hiện tại của VIC. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VIC xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) với rủi ro giảm giá 11,4% tại giá mục tiêu đã điều chỉnh.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	25,914	53,475	38,851 ▲	42,043 ▲	54,056 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,157	11,735	14,014 ▲	11,617 ▲	4,462 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,310	1,155	3,712 ▲	3,077 ▲	1,182 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	30,129	36,539	40,251	43,329 ▲	44,511 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.3	10.2	15.2	13.8	10.8
P/E ĐC (lần)	74.1	84.0	26.1	31.5	82.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	3.22	2.65	2.41	2.24	2.18
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(49.8)	(11.8)	221	(17.1)	(61.6)
ROAE (%)	1.93	9.33	9.67	7.36	2.69

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

Kỳ vọng về lợi nhuận tăng trưởng đã được phản ánh vào giá; hạ khuyến nghị lên Giảm tỷ trọng

Mặc dù HSC tăng 55% giá mục tiêu đối với VIC lên 85.900đ chủ yếu nhờ nâng định giá của VHM, VPL và VRE, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng khi đã tăng mạnh 66% và 139% trong 1 tháng & 3 tháng qua của giá cổ phiếu dường như đã phản ánh phần lớn kỳ vọng của thị trường vào các dự án tiềm năng trong tương lai. Trong khi đó, các mảng kinh doanh cốt lõi vẫn dự kiến thua lỗ trong năm 2025-2026 và chỉ trở lại có lãi từ năm 2027. Bên cạnh đó, rủi ro liên quan đến tình hình tài chính và khoản lỗ kéo dài của VinFast vẫn là yếu tố cản trở đáng kể. Cổ phiếu VIC hiện chỉ chiết khấu 3,9% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm là 27%.

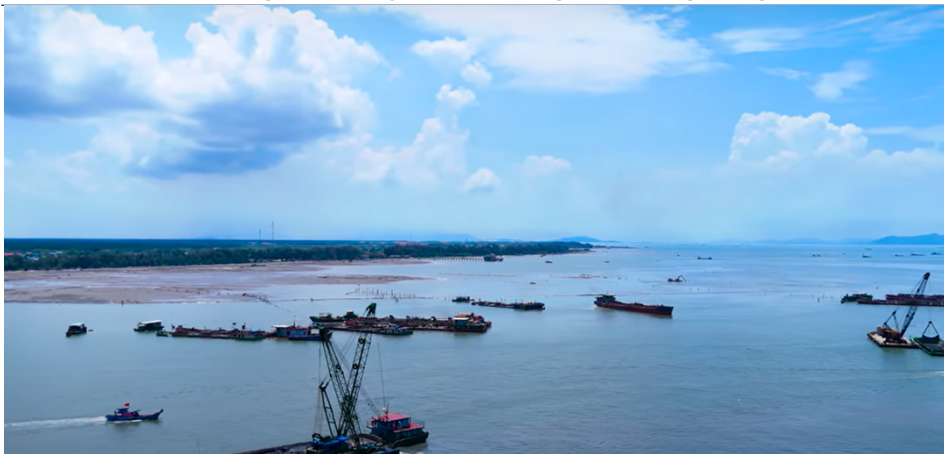
Vinhomes: Nâng dự báo lợi nhuận và doanh số bán nhà

Vinhomes ghi nhận KQKD ấn tượng với doanh số bán nhà đạt 35 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025, tăng 116% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ việc mở bán thành công của Vinhomes Wonder City vào tháng 3 với tỷ lệ hấp thụ cao. KQKD này vượt dự báo ban đầu của HSC, cho thấy nhu cầu mạnh mẽ đối với các sản phẩm mới mở bán của Vinhomes.

Cùng với đó, dự án Green City (187 ha tại Long An) đã chính thức khởi động các hoạt động tiếp thị và nhận đặt chỗ, với những tín hiệu ban đầu cho thấy nhu cầu tích cực. Đồng thời, Vinhomes đang chuẩn bị mở bán dự án Dương Kinh – Kiến Thụy (241 ha tại Hải Phòng) trong vài tuần tới. Tiến độ này đúng với dự báo trước đó của chúng tôi.

Với kết quả mở bán vượt kỳ vọng và tiến độ phát triển được đẩy nhanh, HSC điều chỉnh tăng 10–11% dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn 2025–2027. Cụ thể, chúng tôi hiện dự báo doanh số bán nhà đạt lần lượt 115 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 11%), 127 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 10,1%) và giữ ổn định ở mức 127 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (đi ngang so với năm trước), tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7%.

Hình 1: Vinhomes Long Beach đẩy nhanh tiến độ san lấp mặt bằng



Nguồn: HSC

Vinfast: Tiếp tục ghi nhận lỗ lớn và chi tiêu đầu tư cao

Trong tháng 4/2025, VinFast đã bàn giao 9.588 chiếc xe điện tại thị trường Việt Nam, dẫn đầu là các mẫu VF 5 (3.731 xe), VF 3 (2.378 xe) và VF 6 (1.763 xe). Tính từ đầu năm đến nay, mẫu VF 3 tiếp tục là mẫu bán chạy nhất với 15.466 xe, theo sau là VF 5 với 14.520 xe và VF 6 với 5.914 xe. Như vậy, tổng lượng xe bàn giao trong nước trong 4 tháng đầu năm 2025 đạt 44.691 xe, cho thấy đà tăng trưởng vững chắc của VinFast tại thị trường nội địa.

Cũng trong tháng 4, VinFast đã bắt đầu bàn giao hai mẫu xe Herio Green và Nerio Green – được phát triển riêng cho dịch vụ vận tải – dựa trên nền tảng VF 5 và VF e34.

Hai mẫu xe khác thuộc dòng Green là Minio và Limo Green dự kiến sẽ được bàn giao vào tháng 8/2025.

VinFast hiện đang đẩy nhanh tiến độ đưa vào vận hành ba nhà máy mới trước cuối năm 2025, bao gồm: một nhà máy tại Hà Tĩnh, Việt Nam (giai đoạn 1 với công suất 200.000 xe/năm), một nhà máy tại Ấn Độ (150.000 xe/năm) và một nhà máy tại Indonesia (50.000 xe/năm).

Nhằm hỗ trợ tăng trưởng quốc tế, VinFast đã thực hiện nhiều bước đi thương mại quan trọng. Vào tháng 3/2025, Công ty đã hợp tác với nhà phân phối địa phương Amarta để mở 22 showroom tại khu vực Đại Jakarta và Bandung cho đến năm 2027, trong đó 11 showroom sẽ khai trương trong năm 2025, bắt đầu từ tháng 3. Tiếp tục mở rộng trong tháng 5/2025, VinFast triển khai thêm hai sáng kiến lớn:

- Tại Philippines, VinFast hợp tác với bốn đối tác (trong đó có Goodyear Philippines) nhằm thiết lập hơn 100 trung tâm dịch vụ vào cuối năm 2025.
- Tại Indonesia, công ty con chuyên về trạm sạc V-GREEN đã ký kết biên bản ghi nhớ (MOU) với bốn công ty để triển khai 63.000 điểm sạc xe điện, dự kiến bắt đầu hoạt động từ tháng 6/2025.

Những nỗ lực chiến lược này cho thấy cam kết mạnh mẽ của VinFast trong việc xây dựng hệ sinh thái xe điện toàn diện và mở rộng hạ tầng hậu mãi tại các thị trường trọng điểm ở Đông Nam Á.

Nhìn chung, các diễn biến hiện tại vẫn sát với dự báo của HSC, do đó chúng tôi duy trì dự báo sản lượng bàn giao xe cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi hiện dự báo khoản lỗ từ HĐKD cốt lõi (không bao gồm khoản tài trợ từ Chủ tịch Vingroup) sẽ ở mức khoảng 44,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, sau đó thu hẹp xuống 36,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và 26,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2027. Các dự báo này được xây dựng dựa trên giả định sản lượng xe bàn giao lần lượt là 125.750 xe trong năm 2025, 138.706 xe trong năm 2026 và 153.099 xe trong năm 2027. Dù có sự cải thiện dần, chúng tôi cho rằng VinFast vẫn đối mặt với nhiều thách thức lớn: Công ty được dự báo sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ HĐKD đáng kể, trong khi phải xử lý khối nợ dài hạn lớn sẽ đến hạn trong thời gian tới – yếu tố có thể tiếp tục gây áp lực lên dòng tiền hợp nhất của Vingroup.

Vinpearl: Niềm yết với định giá cao

Ngày 13/5/2025, CTCP Vinpearl – mảng kinh doanh du lịch nghỉ dưỡng của Tập đoàn Vingroup – đã chính thức niêm yết 1.790 triệu cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán VPL, mức giá tham chiếu 71.300đ/cp, tương đương vốn hóa thị trường khoảng 127,6 nghìn tỷ đồng (xấp xỉ 5 tỷ USD). Tại thời điểm ngày 28/5/2025, cổ phiếu VPL đóng cửa ở mức 88.000đ, nâng vốn hóa lên 157,6 nghìn tỷ đồng (tương đương 6,2 tỷ USD), tương ứng với P/E 12 tháng gần nhất là 61 lần và P/B là 4,4 lần.

Trong bản cáo bạch, Vinpearl đã giới thiệu danh mục tài sản du lịch nghỉ dưỡng hàng đầu Việt Nam, bao gồm 31 khách sạn và khu nghỉ dưỡng với hơn 16.100 phòng, 12 công viên giải trí và vui chơi, 4 sân golf và 1 trung tâm hội nghị – khẳng định vị thế là nhà vận hành du lịch tích hợp lớn nhất Việt Nam. Công ty cũng công bố kế hoạch phát triển trong tương lai, bao gồm việc bổ sung hơn 2.000 phòng khách sạn mới trong phân khúc Luxury và Premium từ nay đến năm 2028, cùng với 4 công viên giải trí VinWonders mới tại Vũ Yên (khai trương trong năm 2025), Tuyên Quang, Hạ Long Xanh và Cần Giờ. Các công viên này có tổng diện tích hơn 300 ha và dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động theo từng giai đoạn từ 2025 đến 2027.

Dựa trên thông tin này, chúng tôi đã cập nhật mô hình định giá, phản ánh quy mô tài sản mở rộng và triển vọng tăng trưởng tích cực hơn, qua đó nâng giá trị định giá của VPL lên 106 nghìn tỷ đồng, tăng 34% so với ước tính trước đó.

Dự báo lợi nhuận mới

Sau KQKD vượt dự báo với lợi nhuận thuần đạt 90 tỷ đồng (không bao gồm lợi nhuận tài chính từ thoái vốn) cùng với việc bổ sung các dự án mới từ năm 2025, HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 608 tỷ đồng (so với lỗ thuần 219 tỷ đồng trong dự báo trước đó). Chúng tôi cũng tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên

lần lượt 1.981 tỷ đồng (tăng trưởng gấp 2,3 lần so với năm trước) và 3.301 tỷ đồng (tăng trưởng 67%).

Các dự án hạ tầng và năng lượng mới: Còn quá sớm để đưa vào mô hình định giá

VIC gần đây đã công bố kế hoạch mở rộng sang hai trụ cột kinh doanh chiến lược mới: hạ tầng và năng lượng.

Trong mảng hạ tầng, tập đoàn đang tập trung vào các dự án giao thông trọng điểm, bao gồm các khoản đầu tư được đề xuất vào tuyến metro Phú Mỹ Hưng–Cần Giờ và Hà Nội–Quảng Ninh, đồng thời tìm kiếm cơ hội trong phát triển cảng biển. Đáng chú ý, VIC đã đệ trình lên Chính phủ đề xuất phát triển tuyến đường sắt cao tốc Bắc–Nam với cơ cấu vốn đề xuất gồm 20% vốn tự có và 80% vốn vay ưu đãi với lãi suất 0% – một phương án rất khác biệt so với thông lệ tại Việt Nam, nơi các dự án hạ tầng thường được triển khai theo hình thức đối tác công tư (PPP). Đề xuất này phù hợp với Nghị quyết 68, khuyến khích khu vực tư nhân tham gia phát triển hạ tầng quốc gia và thúc đẩy đầu tư tư nhân vào các dự án công thiết yếu.

Trong mảng năng lượng, VIC đặt mục tiêu đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng của Việt Nam thông qua các khoản đầu tư chọn lọc và hiệu quả vào năng lượng xanh, phù hợp với định hướng chính sách từ lãnh đạo cấp cao. Tập đoàn đã đặt ra các mục tiêu đầy tham vọng, bao gồm tổng công suất đạt 25,5 GW vào năm 2030 và 52,5 GW vào năm 2035, với kế hoạch ngắn hạn là triển khai dự án điện khí LNG Hải Phòng (với công suất kỳ vọng đạt 4,8 GW).

Nếu được hiện thực hóa, các sáng kiến này có thể tạo ra giá trị trực tiếp và gián tiếp đáng kể cho VIC. Việc cải thiện kết nối hạ tầng quốc gia nhiều khả năng sẽ làm gia tăng giá trị danh mục BĐS của tập đoàn, trong khi các khoản đầu tư vào lĩnh vực năng lượng sẽ giúp VIC định vị bản thân là một nhân tố chủ chốt trong quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam. Tuy nhiên, do các dự án này vẫn đang ở giai đoạn đầu và chưa có kế hoạch triển khai chi tiết, chúng tôi chưa đưa chúng vào dự báo lợi nhuận hay định giá. Dù vậy, đây có thể là yếu tố tạo ra tiềm năng tăng giá cho cổ phiếu nếu VIC có thể giành được và thực hiện thành công các dự án này.

Dự báo: Tăng 43-54% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC tăng 54% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 14,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,4%) chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận tại Vinhomes và Vinpearl. Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên (tài trợ của chủ tịch Phạm Nhật Vượng), chúng tôi giảm 45% dự báo lỗ từ HĐKD cốt lõi xuống 6 nghìn tỷ đồng (giảm 46,1% so với năm trước). Chúng tôi cũng tăng 11,1% dự báo doanh thu năm 2025 lên 228 nghìn tỷ đồng chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo doanh thu từ Vinhomes và Vinpearl.

Cho năm 2026, nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận tại Vinhomes và Vinpearl, chúng tôi tăng 43% dự báo lợi nhuận thuần lên 11,6 nghìn tỷ đồng. Mức lợi nhuận này vẫn thể hiện mức giảm 17,1% so với năm 2025, do năm 2025 được hỗ trợ bởi lợi nhuận tài chính từ việc bán cổ phần tại dự án Vinhomes Global Gate (285ha, Hà Nội). Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên (khoản tài trợ của chủ tịch Phạm Nhật Vượng), lỗ từ HĐKD cốt lõi dự báo ở mức 4,3 nghìn tỷ đồng (giảm 26,8%). Chúng tôi cũng tăng 5,2% dự báo doanh thu năm 2025 lên 254 nghìn tỷ đồng chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo doanh thu từ VinFast và Vinpearl.

HSC cũng nâng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2027 lên 4.462 tỷ đồng, từ mức chỉ 327 tỷ đồng trong dự báo trước đó. Tuy nhiên, con số này vẫn cho thấy mức giảm 62% so với năm trước nếu không tính đến các khoản lợi nhuận không thường xuyên từ tài trợ hoặc thoái vốn. Doanh thu dự báo tăng trưởng 4,6%, chủ yếu nhờ tăng trưởng tại Vinhomes và Vinpearl.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VIC

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu	205,418	228,160	11.1%	18.7%
Lợi nhuận gộp	29,975	39,809	32.8%	41.6%
LNTT	8,338	15,827	89.8%	-5.4%
Lợi nhuận thuần	9,055	14,014	54.8%	19.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	20,000	20,000	0.0%	-12.4%
Lợi nhuận thuần (trừ các khoản mục ròng không thường xuyên)	-10,955	-5,986	-45.4%	-46.1%
2026F				
Doanh thu	241,768	254,224	5.2%	11.4%
Lợi nhuận gộp	46,576	53,843	15.6%	35.3%
LNTT	10,381	14,830	42.9%	-6.3%
Lợi nhuận thuần	8,131	11,617	42.9%	-17.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	16,000	16,000	0.0%	-20.0%
Lợi nhuận thuần (trừ các khoản mục ròng không thường xuyên)	-7,869	-4,383	-44.3%	-26.8%
2027F				
Doanh thu	258,085	265,841	3%	4.6%
Lợi nhuận gộp	61,489	68,523	11%	27.3%
LNTT	5,141	9,328	81%	-37.1%
Lợi nhuận thuần	327	4,462	1264%	-61.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	0%	N/m
Lợi nhuận thuần (trừ các khoản mục ròng không thường xuyên)	327	4,462	1264%	N/m

Nguồn: HSC

Tăng 55% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng 55% ước tính RNAV/cp của VIC lên 100.900đ/cp nhờ tăng định giá tất cả các mảng kinh doanh. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn là 15% trên RNAV dự phóng 1 năm để xác định giá mục tiêu là 85.900đ.

Về phương pháp định giá, HSC tiếp tục sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP). Đối với các công ty con và công ty liên kết đã niêm yết trong danh sách khuyến nghị của HSC, chúng tôi tiếp tục sử dụng giá mục tiêu của mình để định giá. Trong khi đó, đối với mảng sản xuất (VinFast) và BĐS nghỉ dưỡng (Vinpearl), chúng tôi sử dụng mô hình DCF để xác định định giá dự phóng, với giai đoạn tăng trưởng cho từng mảng là giai đoạn 2025-2030 và tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2025 là 3%.

Những thay đổi trong ước tính RNAV của chúng tôi chủ yếu đến từ ảnh hưởng tổng hợp của các yếu tố sau:

- Giữ nguyên định giá Vinfast.
- Tăng 34% định giá Vinpearl nhờ cơ sở tài sản gia tăng, doanh thu và lợi nhuận cốt lõi cao hơn.
- Tăng giá mục tiêu của VHM lên 77.000đ (từ 56.600đ trước đó, vui lòng tham khảo thêm báo cáo gần đây [‘Triển vọng tích cực hơn đã phản ánh vào giá cổ phiếu, hạ khuyến nghị xuống Giảm giữ’](#);
- Tăng giá mục tiêu của VRE lên 32.300đ (vui lòng tham khảo thêm báo cáo gần đây [‘Các động lực tăng trưởng dần cải thiện; duy trì khuyến nghị Mua vào’](#), ngày 2/6/2025)
- Trong mô hình DCF, chúng tôi sử dụng giả định WACC là 11,8% (tăng từ 11,3%). Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và beta ở mức 0,85 (theo Bloomberg)

nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên mức 10,25% (từ 9% trước đó). Mức này bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn nội bộ mới là 8,75% (tăng từ 7,5%) cộng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm (không đổi).

- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 3: Định giá theo phương pháp SOTP, VIC

Tỷ đồng	Lợi ích của VIC	Hiện tại	Đóng góp vào RNAV (%)	Đánh giá	Dự phóng	%	Đánh giá
VHM	73.5%	242,308	47.22%	Theo thị trường	232,491	43.32%	Tại giá mục tiêu VHM là 77.000đ
VRE	18.4%	10,561	2.06%	Theo thị trường	13,483	2.51%	Tại giá mục tiêu VRE là 32.300đ
Khách sạn/nghỉ dưỡng	85.6%	135,007	26.31%	DCF	91,079	16.97%	
VinFast	51.5%	114,291	22.27%	Theo thị trường	63,115	11.76%	
Mảng khác		10,945	2.13%		136,575	25.45%	
Tổng giá trị tài sản (Nợ)/tiền thuần, điều chỉnh		513,111	100.00%		536,742	100.00%	
RNAV		401,100			391,562		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		3,879			3,879		
RNAV/cổ phiếu (đồng)		103,414			100,955		
Hệ số chiết khấu giả định					15.00%		
Giá mục tiêu (đồng)					85,900		

Nguồn: HSC

Bảng 4: Tại giá mục tiêu, VIC

VND/Cp					
Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	0.0%	7.5%	15.0%	22.5%	30.0%
Giá mục tiêu	85,900	85,900	85,900	85,900	85,900
Tiềm năng tăng/giảm so với thị giá	-11.4%	-11.4%	-11.4%	-11.4%	-11.4%

Nguồn: HSC

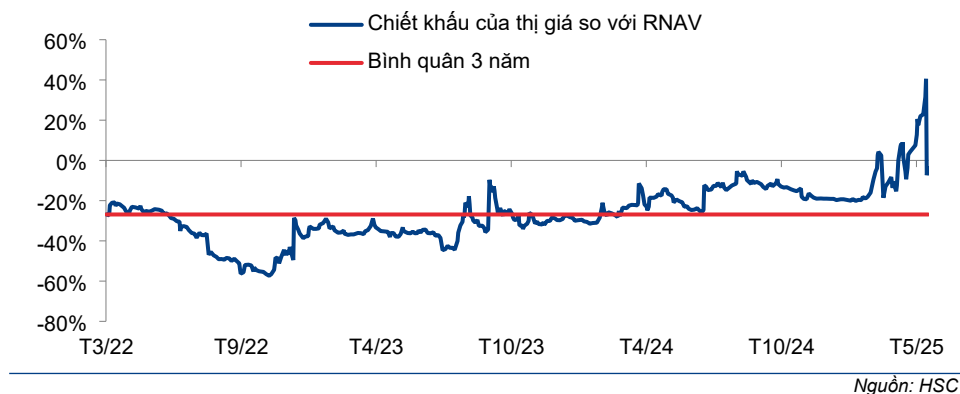
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VIC đã tăng mạnh 66% và 139% trong 1 tháng & 3 tháng qua cũng như diễn biến tích cực hơn VN Index lần lượt 55% và 136%. Động lực tăng giá chủ yếu đến từ những thông tin tích cực như tiến độ mở bán nhanh hơn dự kiến tại VHM, việc niêm yết VPL, doanh số cải thiện tại VinFast, và đặc biệt là hàng loạt thông báo về các dự án tương lai được đề xuất nhưng chưa được xác nhận, bao gồm cả dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Theo đó, VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu chỉ còn 3,9% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 27%.

Khi chưa có thêm thông tin rõ ràng về các dự án được đề xuất nói trên, HSC cho rằng tiềm năng tăng giá từ danh mục tài sản hiện tại của VIC là khá hạn chế và lưu ý rủi ro giảm giá. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VIC xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) với rủi ro giảm giá 11,4% tại giá mục tiêu đã điều chỉnh.

Biểu đồ 5: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

VIC đang giao dịch với giá chiết khấu 3,9% so với RNAV, so với giá trị bình quân 3 năm ở mức 27%



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	161,428	192,159	228,160	254,224	265,841
Lợi nhuận gộp	23,508	28,112	39,809	53,843	68,523
Chi phí BH&QL	(25,977)	(35,082)	(37,427)	(37,738)	(40,518)
Thu nhập khác	15,358	43,698	11,275	0	0
Chi phí khác	(4,581)	(5,999)	(3,916)	(2,663)	(3,062)
EBIT	8,308	30,729	9,740	13,443	24,942
Lãi vay thuần	(11,192)	(16,143)	(17,079)	(16,675)	(14,084)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(97.8)	849	842	925	1,136
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	16,751	1,695	22,323	17,137	(2,666)
LNTT	13,769	17,130	15,827	14,830	9,328
Chi phí thuế TNDN	(11,713)	(11,473)	(12,840)	(11,534)	(8,194)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(101)	(6,484)	(11,027)	(8,321)	(3,327)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,157	11,735	14,014	11,617	4,462
Lợi nhuận thuần ĐC	5,060	4,463	(3,843)	(407)	2,424
EBITDA ĐC	25,914	53,475	38,851	42,043	54,056
EPS (đồng)	573	3,109	3,712	3,077	1,182
EPS ĐC (đồng)	1,310	1,155	3,712	3,077	1,182
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,765	3,775	3,775	3,775	3,775
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,775	3,775	3,775	3,775	3,775
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,853	3,863	3,863	3,863	3,863

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	27,983	42,669	15,120	25,983	45,731
Đầu tư ngắn hạn	6,999	6,593	6,593	6,593	6,593
Phải thu khách hàng	168,115	190,336	220,537	230,985	227,382
Hàng tồn kho	92,624	112,799	135,562	149,780	188,298
Các tài sản ngắn hạn khác	47,817	47,978	49,911	51,311	51,935
Tổng tài sản ngắn hạn	343,536	400,375	427,724	464,652	519,939
TSCĐ hữu hình	128,274	144,925	136,135	126,875	116,145
TSCĐ vô hình	31,931	37,667	35,063	32,045	28,563
Bất động sản đầu tư	37,538	13,299	20,676	23,928	27,307
Đầu tư dài hạn	13,066	18,237	20,176	22,309	24,655
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,539	9,222	9,222	10,147	11,283
Tài sản dài hạn khác	111,772	215,492	215,819	216,270	216,703
Tổng tài sản dài hạn	324,119	438,841	437,091	431,574	424,656
Tổng cộng tài sản	667,656	839,216	864,815	896,225	944,594
Nợ ngắn hạn	116,235	97,217	115,800	120,678	146,986
Phải trả người bán	34,874	48,825	53,636	54,557	61,026
Nợ ngắn hạn khác	185,036	196,991	223,206	255,210	256,600
Tổng nợ ngắn hạn	401,298	514,845	539,422	571,627	623,776
Nợ dài hạn	97,018	126,913	124,597	120,147	114,864
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,202	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	11,993	41,939	42,290	42,649	43,018
Tổng nợ dài hạn	110,213	168,852	166,887	162,796	157,882
Tổng nợ phải trả	519,434	685,699	708,310	736,425	783,660
Vốn chủ sở hữu	113,741	137,939	151,953	163,570	168,031
Lợi ích cổ đông thiểu số	34,481	15,579	4,552	(3,769)	(7,097)
Tổng vốn chủ sở hữu	148,222	153,518	156,504	159,801	160,935
Tổng nợ phải trả và VCSH	667,656	839,216	864,815	896,225	944,594
BVPS (đ)	30,129	36,539	40,251	43,329	44,511
Nợ thuần/(tiền mặt)	185,271	181,461	225,277	214,843	216,120

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,308	30,729	9,740	13,443	24,942
Khấu hao	(17,606)	(22,746)	(29,111)	(28,601)	(29,114)
Lãi vay thuần	(11,192)	(16,143)	(17,079)	(16,675)	(14,084)
Thuế TNDN đã nộp	(6,880)	(10,620)	(12,840)	(11,534)	(8,194)
Thay đổi vốn lưu động	(38,984)	22,760	(48,617)	1,551	(9,406)
Khác	14,377	(26,693)	28,389	24,205	7,680
LCT thuần từ HĐKD	(20,012)	17,877	(16,797)	33,053	20,325
Đầu tư TS dài hạn	(54,548)	(50,726)	(25,081)	(19,560)	(18,120)
Góp vốn & đầu tư	(26,339)	(49,866)	(1,939)	(3,058)	(3,482)
Thanh lý	53,069	82,966	0	0	0
Khác	833	(10,278)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(26,985)	(27,904)	(27,020)	(22,618)	(21,603)
Cổ tức trả cho CSH	(61.0)	(666)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	10,753	15,659	0	0	0
Tăng/giảm nợ	38,038	9,720	16,267	428	21,026
Khác	(11.3)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	48,718	24,713	16,267	428	21,026
Tiền & tương đương tiền đầu kì	26,213	27,983	42,669	15,120	25,983
LCT thuần trong kỳ	1,721	14,687	(27,549)	10,863	19,749
Ảnh hưởng của tỷ giá	48.1	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	27,983	42,669	15,120	25,983	45,731
Dòng tiền tự do	(74,560)	(32,849)	(41,878)	13,493	2,205

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.6	14.6	17.4	21.2	25.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.1	27.8	17.0	16.5	20.3
Tỷ suất LNT (%)	1.34	6.11	6.14	4.57	1.68
Thuế TNDN hiện hành (%)	85.1	67.0	81.1	77.8	87.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	58.6	19.0	18.7	11.4	4.57
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(30.0)	106	(27.3)	8.22	28.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(49.6)	(11.8)	(186)	89.4	696
Tăng trưởng EPS (%)	(75.5)	443	19.4	(17.1)	(61.6)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(49.8)	(11.8)	221	(17.1)	(61.6)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.93	9.33	9.67	7.36	2.69
ROACE (%)	3.05	10.4	3.00	4.14	7.73
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.26	0.27	0.29	0.29
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.41)	0.58	(1.72)	2.46	0.81
Số ngày tồn kho	245	251	263	273	348
Số ngày phải thu	445	423	427	421	421
Số ngày phải trả	92.3	109	104	99.4	113
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	203	233	221	193	203
Nợ/tài sản (%)	38.8	43.4	40.5	38.1	40.9
EBIT/lãi vay (lần)	0.74	1.90	0.57	0.81	1.77
Nợ/EBITDA (lần)	9.99	6.80	9.01	8.12	7.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.86	0.78	0.79	0.81	0.83
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.42	2.85	2.59	2.29	2.19
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.3	10.2	15.2	13.8	10.8
P/E (lần)	169	31.2	26.1	31.5	82.1
P/E ĐC (lần)	74.1	84.0	26.1	31.5	82.1
P/B (lần)	3.22	2.65	2.41	2.24	2.18
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