

Giảm tỷ trọng

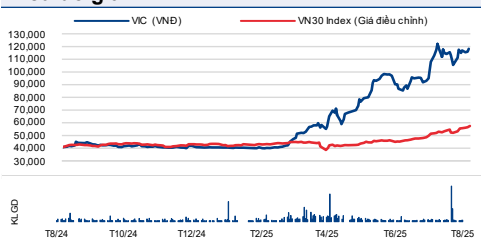
Giá mục tiêu: VNĐ105,000

Tiềm năng tăng/giảm: -11.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/8/2025)	118,200
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,900-122,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	116,680
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	445,048
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	16,938
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	tịch , người liên quan (66.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	192,159	278,503	291,588
EBITDA đc (tỷ đồng)	53,475	34,843	34,774
LNTT (tỷ đồng)	17,130	12,158	9,787
LNT ĐC (tỷ đồng)	4,463	(12,705)	(11,732)
FCF (tỷ đồng)	(32,849)	(17,545)	25,191
EPS ĐC (đồng)	1,155	4,137	3,031
DPS (đồng)	-	-	-
BVPS (đồng)	36,539	40,676	43,707
T.trưởng EBITDA (%)	106	(34.8)	(0.20)
T.trưởng EPS ĐC (%)	443	33.1	(26.7)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	27.8	12.5	11.9
Tỷ suất LNTT (%)	8.91	4.37	3.36
Tỷ suất LNT ĐC (%)	6.11	5.61	3.92
Tỷ lệ LN trả CT (%)	-	-	-
Nợ thuần/VCSH (%)	233	214	185
ROAE (%)	9.33	10.7	7.18
ROACE (%)	10.4	1.78	1.96
EV/doanh thu (lần)	3.27	2.32	2.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.7	18.6	18.0
P/E ĐC (lần)	102	28.6	39.0
P/B (lần)	3.23	2.91	2.70
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-

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

Chi tiết mới về giao dịch của VFS

- Ngày 14/8, VinFast (VFS, mảng sản xuất xe điện do VIC sở hữu 51,5% cổ phần và niêm yết trên NASDAQ) đã công bố kế hoạch tách các tài sản mảng nghiên cứu & phát triển đã hoàn thành sang một pháp nhân mới thành lập (CTCP Nghiên cứu và Phát triển Novatech). VFS sẽ nắm giữ 100% cổ phần phổ thông tại Novatech và sau đó bán lại cho nhà sáng lập kiêm CEO của VIC/VFS, ông Phạm Nhật Vượng.
- BLĐ cho biết sẽ không ghi nhận lợi nhuận trong giao dịch này. HSC cho rằng theo chuẩn GAAP, VFS sẽ không ghi nhận lợi nhuận trong báo cáo KQKD. Tuy nhiên, theo chuẩn mực kế toán Việt Nam, VIC có thể ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên khoảng 9,2 nghìn tỷ đồng (phụ thuộc vào sự chấp thuận của kiểm toán). Kết quả HĐKD cốt lõi sẽ biến động trái chiều, do chi phí thuê quyền sở hữu trí tuệ tăng nhưng được bù đắp bởi chi phí khấu hao giảm.
- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 105.000đ. VIC hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 5% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 26%.

Sự kiện: Tách mảng kinh doanh, bán tài sản mảng nghiên cứu và phát triển đã hoàn thành

Vào ngày 14/8, VFS công bố kế hoạch tách các tài sản mảng nghiên cứu & phát triển đã hoàn thành (hiện đang ghi nhận là chi phí đầu tư trên bảng CĐKT) sang một pháp nhân mới thành lập. Sau đó, VFS dự kiến sẽ bán toàn bộ cổ phần phổ thông, tương ứng với 100% quyền biểu quyết tại pháp nhân mới này, cho nhà sáng lập kiêm CEO của VIC/VFS, ông Phạm Nhật Vượng.

CTCP Sản xuất và Kinh doanh VinFast (VFTP) – công ty con do VFS sở hữu toàn bộ, hiện nắm giữ 100% cổ phần phổ thông (tương ứng 37,6% vốn điều lệ, đại diện cho 100% quyền biểu quyết), trong khi VIC sở hữu cổ phần ưu đãi (62,4% vốn điều lệ, không có quyền biểu quyết) – phụ trách toàn bộ hoạt động nghiên cứu & phát triển. Theo thỏa thuận này, các tài sản nghiên cứu & phát triển đã hoàn thành của VFTP sẽ được tách sang CTCP Nghiên cứu & Phát triển NovaTech. Sau khi tách mảng, VIC sẽ nắm giữ cổ phần ưu đãi tại NovaTech, trong khi VFS tiếp tục sở hữu toàn bộ cổ phần phổ thông (37,6% vốn điều lệ, đại diện cho 100% quyền biểu quyết). VFTP vẫn là công ty con do VFS trực tiếp sở hữu toàn bộ, tiếp tục sản xuất xe điện tại Việt Nam cũng như thực hiện các hoạt động nghiên cứu & phát triển cho sản phẩm và công nghệ mới.

Tiếp theo đó, VFS dự kiến sẽ bán toàn bộ cổ phần phổ thông (tương ứng 100% quyền biểu quyết) tại NovaTech cho ông Phạm Nhật Vượng với giá trị khoảng 39,8 nghìn tỷ đồng (1,6 tỷ USD) dựa trên mức định giá độc lập 17,3 nghìn tỷ đồng (679 triệu USD) cộng với phần thặng dư đã được thỏa thuận trước. BLĐ cho biết VFS sẽ nhận toàn bộ tiền mặt sau khi giao dịch hoàn tất, dự kiến trong năm 2025. Sau khi bán, VFS và VFTP sẽ thuê lại từ NovaTech các tài sản sở hữu trí tuệ (IP) cần thiết để phục vụ sản xuất xe, với các điều khoản chi tiết vẫn chưa được công bố.

Tác động đến BCTC của VFS và VIC

BLĐ cho biết giao dịch này sẽ không ghi nhận lợi nhuận trong báo cáo KQKD mà sẽ được hạch toán vào tài sản và vốn CSH. HSC cho rằng theo chuẩn GAAP, khoản lợi nhuận này sẽ không đi qua báo cáo KQKD của VFS mà sẽ được phản ánh trực tiếp vào vốn CSH do cùng cơ cấu CSH. Tuy nhiên, theo chuẩn mực kế toán Việt Nam, giao dịch này có thể mang lại khoản lợi nhuận không thường xuyên khoảng 9,2 nghìn tỷ đồng cho VIC – công ty mẹ sở hữu 51% cổ phần VFS – qua đó làm tăng lợi nhuận công bố, mặc dù việc ghi nhận vẫn phụ thuộc vào đánh giá của kiểm toán viên do yếu tố cùng CSH. Kết quả HĐKD cốt lõi dự kiến biến động trái chiều, khi chi phí thuê tài sản sở hữu trí tuệ (IP) gia tăng được bù đắp phần nào nhờ chi phí khấu hao giảm.

HSC đang xem xét lại dự báo của mình. Trước khi tính đến giao dịch mới này, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của VIC đạt 15,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,1%). Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên (bao gồm khoản tài trợ của Chủ tịch Phạm Nhật Vượng cho VinFast), HSC dự báo lỗ HĐKD cốt lõi là 4,4 nghìn tỷ đồng.

Duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 105.000đ (rủi ro giảm giá 11,2%). VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu 5% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 26%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/8.

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	278,503	291,588	334,669
Lợi nhuận gộp	23,508	28,112	57,121	55,908	75,605
Chi phí BH&QL	(25,977)	(35,082)	(49,236)	(47,072)	(54,333)
Thu nhập khác	15,358	43,698	1,764	0	0
Chi phí khác	(4,581)	(5,999)	(3,916)	(2,663)	(3,062)
EBIT	8,308	30,729	5,732	6,173	18,210
Lãi vay thuần	(11,192)	(16,143)	(16,740)	(14,448)	(11,323)
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	12,158	9,787	5,357
Chi phí thuế TNDN	(11,713)	(11,473)	(12,800)	(12,240)	(9,001)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(101)	(6,484)	(16,260)	(13,896)	(8,460)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,157	11,735	15,617	11,443	4,816
Lợi nhuận thuần ĐC	5,060	4,463	(12,705)	(11,732)	(7,487)
EBITDA ĐC	25,914	53,475	34,843	34,774	47,323
EPS (đồng)	573	3,109	4,137	3,031	1,276
EPS ĐC (đồng)	1,310	1,155	4,137	3,031	1,276
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	31,211	35,345	68,001
Đầu tư ngắn hạn	6,999	6,593	6,593	6,593	6,593
Phải thu khách hàng	168,115	190,336	201,482	200,488	209,943
Hàng tồn kho	92,624	112,799	144,228	163,324	209,529
Các tài sản ngắn hạn khác	47,817	47,978	52,615	53,318	55,631
Tổng tài sản ngắn hạn	343,536	400,375	436,129	459,068	549,697
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	873,220	890,642	974,353
Nợ ngắn hạn	116,235	97,217	108,087	99,499	143,014
Phải trả người bán	34,874	48,825	56,448	59,720	72,629
Nợ ngắn hạn khác	185,036	196,991	223,206	255,210	256,600
Tổng nợ ngắn hạn	401,298	514,845	551,985	580,913	673,181
Nợ dài hạn	97,018	126,913	124,068	114,657	109,374
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	166,358	157,306	152,392
Tổng nợ phải trả	519,434	685,699	720,345	740,220	827,575
Vốn chủ sở hữu	113,741	137,939	153,556	164,999	169,816
Lợi ích cổ đông thiểu số	34,481	15,579	(681)	(14,577)	(23,038)
Tổng vốn chủ sở hữu	148,222	153,518	152,875	150,422	146,778
Tổng nợ phải trả và VCSH	667,656	839,216	873,220	890,642	974,353
BVPS (đ)	30,129	36,539	40,676	43,707	44,983
Nợ thuần*/(tiền mặt)	185,271	181,461	200,944	178,811	184,388

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,308	30,729	5,732	6,173	18,210
Khấu hao	(17,606)	(22,746)	(29,111)	(28,601)	(29,114)
Lãi vay thuần	(11,192)	(16,143)	(16,740)	(14,448)	(11,323)
Thuế TNDN đã nộp	(6,880)	(10,620)	(12,800)	(12,240)	(9,001)
Thay đổi vốn lưu động	(38,984)	22,760	(20,655)	19,000	(8,928)
Khác	14,377	(26,693)	28,389	24,929	8,825
LCT thuần từ HKKD	(20,012)	17,877	7,536	44,752	16,026
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	8,025	(17,999)	38,233
Khác	(11.3)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	48,718	24,713	8,025	(17,999)	38,233
Tiền & tương đương tiền đầu kì	26,213	27,983	42,669	31,211	35,345
LCT thuần trong kỳ	1,721	14,687	(11,458)	4,134	32,656
Ảnh hưởng của tỷ giá	48.1	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	27,983	42,669	31,211	35,345	68,001
Dòng tiền tự do	(74,560)	(32,849)	(17,545)	25,191	(2,095)

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	20.5	19.2	22.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.1	27.8	12.5	11.9	14.1
Tỷ suất LNT (%)	1.34	6.11	5.61	3.92	1.44
Thuế TNDN hiện hành (%)	85.1	67.0	105	125	168
Tăng trưởng doanh thu (%)	58.6	19.0	44.9	4.70	14.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(30.0)	106	(34.8)	(0.20)	36.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(49.6)	(11.8)	(385)	7.66	36.2
Tăng trưởng EPS (%)	(75.5)	443	33.1	(26.7)	(57.9)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(49.8)	(11.8)	258	(26.7)	(57.9)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.93	9.33	10.7	7.18	2.88
ROACE (%)	3.05	10.4	1.78	1.96	5.96
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.26	0.33	0.33	0.36
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.41)	0.58	1.31	7.25	0.88
Số ngày tồn kho	245	251	238	253	295
Số ngày phải thu	445	423	332	310	296
Số ngày phải trả	92.3	109	93.1	92.5	102
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	203	233	214	185	206
Nợ/tài sản (%)	38.8	43.4	41.2	38.2	42.9
EBIT/lãi vay (lần)	0.74	1.90	0.34	0.43	1.61
Nợ/EBITDA (lần)	9.99	6.80	10.3	9.78	8.84
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.86	0.78	0.79	0.79	0.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.91	3.27	2.32	2.14	1.88
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.4	11.7	18.6	18.0	13.3
P/E (lần)	206	38.0	28.6	39.0	92.6
P/E ĐC (lần)	90.2	102	28.6	39.0	92.6
P/B (lần)	3.92	3.23	2.91	2.70	2.63
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