

Tập đoàn Vingroup (VIC)

KHẢ QUAN +11,6%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	12/03/2024
Giá hiện tại	44.350VND
Giá mục tiêu	49.500VND
Giá mục tiêu gần nhất	49.500VND
TL tăng	+11,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+11,6%

GT vốn hóa	167,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	61,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	332,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	3,7 tỷ
Pha loãng	3,8 tỷ

	VIC	VNI
P/E (trượt)	79,8x	16,1x
P/B (hiện tại)	1,4x	1,8x
ROE	1,8%	12,1%
ROA	0,3%	1,9%

* không bao gồm cổ phiếu VIC sở hữu bởi các công ty con

Tổng quan về công ty

Vingroup là 1 tập đoàn vận hành trong nhiều lĩnh vực, bao gồm đầu tư BĐS nhà ở, cho thuê BĐS bán lẻ, đầu tư và vận hành khách sạn nghỉ dưỡng, sản xuất và nghiên cứu công nghệ ô tô.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực

Chuyên viên

thuc.than@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.174

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp

hong.luu@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.120

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	161.634	195.340	205.116	215.858
% YoY	58,8%	20,9%	5,0%	5,2%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-3.126	16.774	25.621	32.853
LNTT (tỷ đồng)	13.679	11.284	11.205	11.760
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.063	2.390	2.702	3.144
% YoY	-76,5%	15,9%	13,1%	16,4%
EPS*	-76,5%	15,7%	13,1%	16,4%
Biên LN gộp	14,9%	24,3%	28,9%	31,7%
Biên LN từ HĐKD	-1,9%	8,6%	12,5%	15,2%
Biên LN ròng	1,3%	1,2%	1,3%	1,5%
ROE	1,8%	1,9%	2,2%	2,5%
Nợ vay ròng/CSH	120,5%	136,7%	147,6%	167,6%
P/E*	79,8x	69,0x	61,1x	52,5x
P/B*	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x

Mảng bất động sản khả quan; gia tăng doanh số xe điện

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với Tập đoàn VINGROUP (VIC) với giá mục tiêu không đổi là 49.500 đồng/CP.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự báo LNTT của VIC đạt 11,3 nghìn tỷ đồng (-18% YoY), chủ yếu nhờ mảng bán bất động sản (BDS) và cho thuê bán lẻ, cùng với khoản tài trợ của Chủ tịch HĐQT dành cho VinFast (Nasdaq: VFS). Chúng tôi kỳ vọng niềm tin của người mua nhà và sức mua của người tiêu dùng sẽ cải thiện trong năm 2024, hỗ trợ các mảng BDS của VIC bao gồm VHM, VRE và Vinpearl. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 của VIC đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (+16% YoY).
- VIC đã mở rộng hoạt động kinh doanh từ hệ sinh thái BDS sang sản xuất xe điện với VinFast, đòi hỏi vốn đầu tư lớn. Chúng tôi dự báo vốn đầu tư xây dựng cơ bản (capex) cho VinFast trong giai đoạn 2024-2025 trung bình đạt 20,9 nghìn tỷ đồng mỗi năm, chủ yếu đến từ mức tăng nợ vay ròng trung bình của VIC (không gồm VHM và VRE) ở mức 35,9 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong cùng kỳ.
- Rủi ro: Tiến độ mở bán các dự BDS mới chậm hơn dự kiến; doanh số ô tô thấp hơn dự kiến; thách thức trong việc huy động vốn để tài trợ các nghĩa vụ nợ.

VHM và VRE dự kiến ra mắt dự án mới trong năm 2024; Hoạt động của Vinpearl tiếp tục cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán chưa ghi nhận tích cực của VHM (chủ yếu đến từ Ocean Park 2 & 3) và doanh số bán mới của dự án Vũ Yên (Hải Phòng) sẽ thúc đẩy dự báo của chúng tôi về doanh thu BDS cốt lõi của VHM đạt 112 nghìn tỷ đồng (+4% YoY) trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ duy trì KQKD ổn định đối với mảng cho thuê bán lẻ và tiếp tục mở mới TTTM trong năm 2024. Chúng tôi dự báo khoản lỗ từ HĐKD của mảng nghỉ dưỡng (Vinpearl) sẽ giảm trong năm 2024 và hòa vốn trong năm 2025.

Doanh số xe điện dự kiến gia tăng trong năm 2024 với Việt Nam là thị trường chính. Chúng tôi dự báo lượng xe bàn giao sẽ tăng 47%/17% YoY đạt 51.300/60.200 chiếc trong năm 2024/2025, chủ yếu nhờ doanh số cao hơn của các mẫu xe VF5, VF6, VF7 và VF8. Tại Việt Nam, chúng tôi dự báo doanh số của các mẫu xe giá vừa túi tiền (VF5, VF6 và VF7) sẽ tăng do xu hướng xe điện ngày càng được đón nhận và lợi thế cạnh tranh của VinFast với mạng lưới trạm sạc hiện hữu. Chúng tôi dự báo doanh số của VF8 và VF9 sẽ tăng ở các thị trường Mỹ và Châu Âu, nhờ vào chiến lược gia tăng thâm nhập vào thị trường quốc tế của ban lãnh đạo thông qua mở rộng kênh đại lý.

Nợ vay đến hạn cao trong năm 2024. Nếu không bao gồm VHM và VRE, các khoản vay và trái phiếu dài hạn của VIC tính đến cuối năm 2023 sẽ đáo hạn trong vòng 12 tháng là 66,6 nghìn tỷ đồng, bao gồm tổng cộng 1,3 tỷ USD từ 3 trái phiếu hoán đổi/EB mà trái chủ có quyền chọn bán trong năm 2024 cùng với quyền hoán đổi thành cổ phiếu niêm yết. Chúng tôi giả định rằng 250 triệu USD EB đáo hạn trong năm 2026 (sau khi 50% tiền gốc được mua lại vào tháng 11/2023) sẽ đáo hạn trong năm 2026 và VIC có thể tiếp tục đàm phán 425 triệu USD EB và 625 triệu USD EB với các trái chủ, với 50% tổng số trái phiếu có thể được mua lại trong năm 2024 và số trái phiếu còn lại sẽ đáo hạn trong năm 2026 và 2027 cùng với quyền hoán đổi.

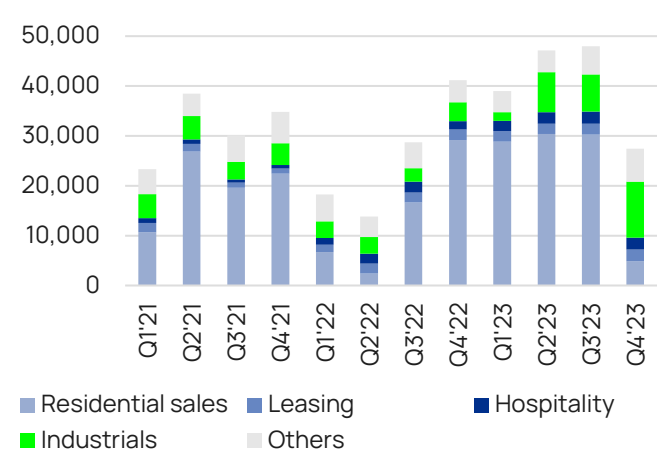
Nhìn lại năm 2023: Mảng bán BĐS & cho thuê bán lẻ tăng trưởng khả quan, khoản hỗ trợ từ Chủ tịch HĐQT hỗ trợ lợi nhuận năm 2023

Hình 1: KQKD năm 2023

Tỷ đồng	2022	2023	Tăng trưởng YoY %	Dự báo 2023	2023/ Dự báo 2023	Nhận định của Vietcap về KQKD năm 2023
Doanh thu thuần	101.794	161.634	59%	177.267	91%	
– Bán BĐS	54.921	94.320	72%	115.319	82%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao các dự án Ocean Park 2 & 3 của VHM.
– Cho thuê	7.669	9.125	19%	7.949	115%	* Tăng trưởng ổn định trong năm 2023.
– Khách sạn nghỉ dưỡng	6.724	8.962	33%	9.145	98%	* KQKD năm 2023 cải thiện YoY, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
– Công nghiệp	13.058	28.421	118%	24.248	117%	* VinFast bàn giao 34.855 chiếc xe điện vào năm 2023 (72% cho các bên liên quan của VinFast, chủ yếu là GSM).
– Khác	19.421	20.806	7%	20.606	101%	
Lợi nhuận từ HĐKD	-10.631	-3.126	N.M.	8.482	N.M.	
– Bán BĐS	26.293	27.874	6%	37.950	73%	
– Cho thuê	3.718	4.810	29%	4.613	104%	
– Khách sạn nghỉ dưỡng	-5.889	-4.909	N.M.	-4.965	99%	
– Công nghiệp	-32.892	-33.471	N.M.	-29.275	114%	
– Khác	-1.861	2.570	N.M.	159	16x	
Thu nhập tài chính	33.048	21.197	-36%	18.473	115%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi các giao dịch bán buôn tại Ocean Park 2 & 3 trong quý 1/2023 với tổng LNTT đạt 8,5 nghìn tỷ đồng, Grand Park trong quý 4/2023 với tổng LNTT đạt 2,8 nghìn tỷ đồng và việc thoái vốn tại 2 khách sạn Vinpearl vào quý 2/2023.
Chi phí tài chính	-14.326	-22.518	57%	-21.211	106%	
Lãi (lỗ) khác	4.751	18.225	284%	7.000	260%	* VIC ghi nhận thu nhập khác từ khoản tài trợ của Chủ tịch HĐQT cho VinFast 20,6 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm 2023.
LNTT	12.756	13.681	7,3%	12.745	107%	
Chi phí thuế	-10.711	-11.630	9%	-12.634	92%	
LNST	2.044	2.051	0%	111	18x	
Lợi ích CĐTS	-6.738	-12	N.M.	-1.943	1%	
LNST sau lợi ích CĐTS	8.782	2.063	-77%	2.054	100%	
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-10,4%	-1,9%		4,8%		
– Bán BĐS	48%	30%		33%		
– Cho thuê	48%	53%		58%		
– Khách sạn nghỉ dưỡng	-88%	-55%		-54%		
– Công nghiệp	-252%	-118%		-121%		
Biên LNTT	12,5%	8,5%		7,2%		
Biên LNST	2,0%	1,3%		0,1%		
Thuế suất thực tế	84,0%	85,0%		99,1%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8,6%	1,3%		1,2%		

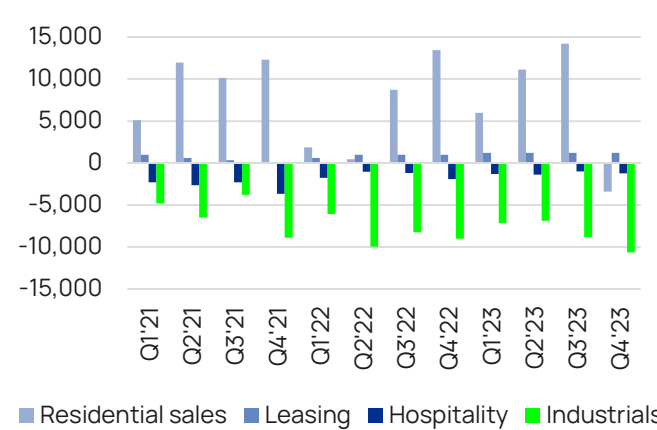
Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất của VIC, Vietcap dự báo

Hình 2: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh (tỷ đồng)



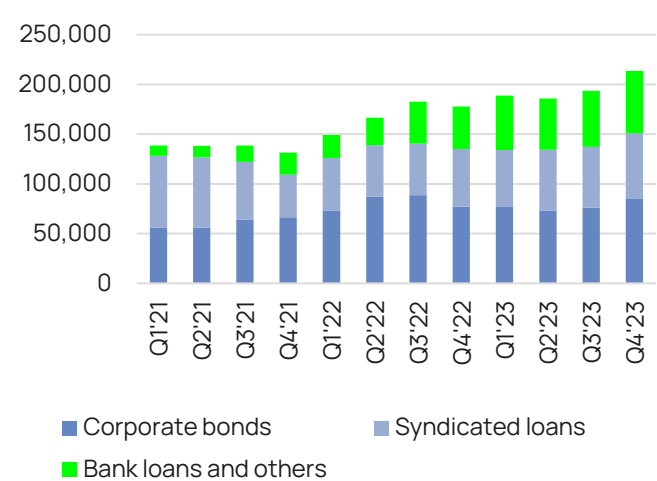
Nguồn: VIC, Vietcap

Hình 3: Lợi nhuận từ HĐKD theo lĩnh vực kinh doanh (tỷ đồng)



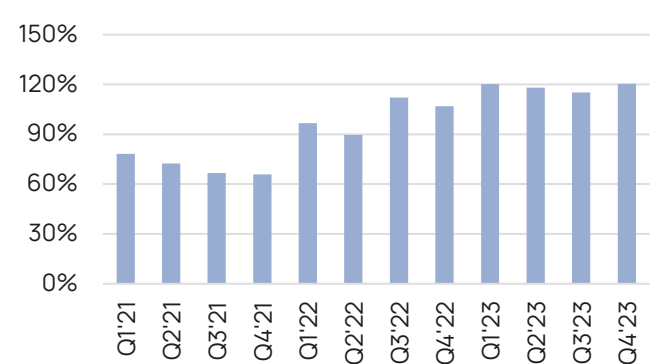
Nguồn: VIC, Vietcap

Hình 4: Cơ cấu nợ vay (tỷ đồng)



Nguồn: VIC, Vietcap. (Trái phiếu doanh nghiệp bao gồm trái phiếu trong nước, trái phiếu quốc tế và trái phiếu hoán đổi)

Hình 5: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu



Nguồn: VIC, Vietcap

Hình 6: Kết quả bàn giao của VinFast

Đơn vị	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	2023
Xe máy	15.100	15.300	13.200	16.400	9.800	10.200	28.200	24.300	72.500
Xe ô tô	EV: 500 ICE: 6.200	EV: 1.800 ICE: 6.400	EV: 200 ICE: 3.800	EV: 4.900 ICE: 330	EV: 1.800	EV: 9.500	EV: 10.000	EV: 13.500	EV: 34.800 So với dự báo của chúng tôi là 30.000

Nguồn: Vietcap tổng hợp và ước tính (số liệu được làm tròn đến hàng trăm gần nhất)

Triển vọng năm 2024: Bán BĐS tiếp tục là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD

Hình 7: Dự báo năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 trước đây	Dự báo 2024 điều chỉnh	Dự báo 2024 điều chỉnh s/v 2023	Các dự báo/giả định của Vietcap cho năm 2024
Doanh thu thuần	161.634	190.736	195.340	21%	
– Bán BĐS	94.320	110.672	110.146	17%	* Chủ yếu nhờ ghi nhận doanh số bán lẻ và bán buôn của các dự án Ocean Park 2&3 và Vũ Yên.
– Cho thuê	9.125	8.392	9.716	6%	* Dự báo tăng trưởng YoY chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh số khách thuê cải thiện nhờ kỳ vọng của chúng tôi rằng niềm tin của người tiêu dùng sẽ phục hồi.
– Khách sạn nghỉ dưỡng	8.962	13.247	11.615	30%	* Chúng tôi kỳ vọng du lịch quốc tế phục hồi sẽ thúc đẩy doanh thu của Vinpearl trong năm 2024.
– Công nghiệp	28.419	35.873	43.854	54%	* Chúng tôi dự báo 51.300 chiếc xe điện sẽ được bàn giao trong năm 2024 (+47% YoY), chủ yếu được hỗ trợ bởi lượng bàn giao VF5, VF6, VF7 và VF8.
– Khác	20.808	22.551	20.009	-4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	-3.126	11.979	16.774	N.M.	
– Bán BĐS	27.874	38.078	40.548	45%	
– Cho thuê	4.810	5.033	4.942	3%	
– Khách sạn nghỉ dưỡng	-4.909	-1.987	-1.992	N.M.	
– Công nghiệp	-33.471	-29.471	-27.168	N.M.	* Chúng tôi giảm dự báo lỗ từ HĐKD chủ yếu do dự báo doanh số cao hơn (so với dự báo trước đây của chúng tôi) của VF5, VF6, VF7 và VF8 với giá bán trung bình cao hơn so với VF34 và VF5.
– Khác	2.570	325	443	-83%	
Thu nhập tài chính	21.198	5.952	13.731	-35%	* Chúng tôi giả định tất cả các giao dịch bán buôn của VHM trong năm 2024 sẽ được ghi nhận vào doanh thu thuần và lợi nhuận từ HĐKD.
Chi phí tài chính	-22.520	-23.095	-22.621	0%	* Chúng tôi giả định không có lỗi tỷ giá trong năm 2024 vì chúng tôi kỳ vọng đồng VND sẽ ổn định so với đồng USD vào năm 2024.
Lãi (lỗ) khác	18.224	17.000	3.400	-81%	* Chúng tôi kỳ vọng Chủ tịch HĐQT sẽ tiếp tục tài trợ 3,4 nghìn tỷ đồng cho VinFast trong năm 2024 so với mức 20,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2023.
LNTT	13.679	11.835	11.284	-18%	
Chi phí thuế	-11.628	-11.773	-10.736	-8%	
LNST	2.051	62	548	-73%	
Lợi ích CĐTS	-12	-1.970	-1.842	N.M.	
LNST sau lợi ích CĐTS	2.063	2.032	2.390	16%	
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-1,9%	6,3%	8,6%		
– Bán BĐS	30%	34%	37%		
– Cho thuê	53%	60%	51%		
– Khách sạn nghỉ dưỡng	-55%	-15%	-17%		
– Công nghiệp	-118%	-82%	-62%		
Biên LNTT	8,5%	6,2%	5,8%		
Biên LNST	1,3%	0,0%	0,3%		
Thuế suất thực tế	85,0%	99,5%	95,1%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	1,3%	2,1%	1,2%		

Nguồn: VIC's consolidated financial statements, Vietcap forecast

Hình 8: Những giả định và dự báo của Vietcap cho các lĩnh vực kinh doanh chính

Nhận định của Vietcap	Dự báo/Giả định	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	CAGR 2023-2026F
BÁN BĐS	Doanh thu (nghìn tỷ đồng)	79	55	94	110	106	102	3%
<ul style="list-style-type: none">Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở phát triển mạnh với thương hiệu Vinhomes.Sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam với quỹ đất nhà ở của Vinhomes lên tới 177 triệu m2.Biên lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi từ năm 2025 do chúng tôi dự báo Ocean Park 2 & 3 theo hình thức BCC sẽ hoàn tất bàn giao (VHM chia sẻ lợi nhuận với các đối tác BCC) có biên lợi nhuận thấp hơn so với bán lẻ/bán buôn.Các dự án lớn mới sẽ mở bán nhằm hỗ trợ doanh số bán hàng trong trung hạn.	Doanh thu BĐS cốt lõi (nghìn tỷ đồng) *	89	74	112	112	106	102	-3%
	LN từ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	39	26	28	41	47	50	22%
	LN từ HĐKD cốt lõi (nghìn tỷ đồng) *	45	37	40	41	47	50	8%
	Dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng (nghìn tỷ đồng)				75	83	95	
	Dự báo thu tiền từ giá trị hợp đồng bán hàng (nghìn tỷ đồng)				132	101	99	
	Dự báo tổng chi phí phát triển (nghìn tỷ đồng)				88	62	88	
CHO THUÊ	Doanh thu (nghìn tỷ đồng)	5,4	7,7	9,1	9,7	10,5	11,8	9%
<ul style="list-style-type: none">VRE là chủ sở hữu và vận hành TTTM hàng đầu với 83 TTTM Vincom(~1,75 triệu m2 GFA bán lẻ tính đến cuối năm 2023).Tăng trưởng ổn định nhờ (1) nâng cao hiệu suất hoạt động tại các TTTM hiện hữu và (2) kế hoạch mở rộng TTTM mới.	% doanh thu của VIC	4%	8%	6%	5%	5%	5%	
	LN từ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	1,9	3,7	4,8	4,9	5,4	6,9	13%
	Tổng GFA bán lẻ (triệu m2)	1,63	1,75	1,75	1,85	1,97	2,09	6%
	Tổng vốn đầu tư XDCB (nghìn tỷ đồng)	1,6	2,5	8,3	2,3	2,5	3,6	
KHÁCH SẠN NGHỈ DƯỠNG	Doanh thu (nghìn tỷ đồng)	3,2	6,7	9,0	11,6	13,3	15,0	19%
<ul style="list-style-type: none">Vinpearl chiếm 46% thị phần khách sạn 5 sao của Việt Nam vào năm 2018, dựa trên số lượng phòng.30 khách sạn & resort với 14.800 phòng.Lợi nhuận từ HĐKD sẽ hòa vốn trong năm 2025, nhờ du lịch quốc tế phục hồi và nâng cao hiệu suất hoạt động.	% doanh thu của VIC	3%	7%	6%	6%	6%	7%	
	LN từ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	-10,9	-5,9	-4,9	-2,0	0,1	1,4	N.M.
	% Biên lợi nhuận từ HĐKD	-336%	-88%	-55%	-17%	0%	9%	
CÔNG NGHIỆP	Doanh thu (nghìn tỷ đồng)	16,9	13,1	28,4	43,9	54,1	63,7	31%
<ul style="list-style-type: none">VinFast chính thức ngừng nhận các đơn hàng ICE vào tháng 7/2022 để chuyển đổi hoàn toàn thành nhà sản xuất xe điện.Lỗ HĐKD dự kiến duy trì trong trung hạn.	% doanh thu của VIC	13%	13%	18%	22%	26%	29%	
	LN từ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	-23,0	-32,9	-33,5	-27,2	-27,3	-26,9	N.M.
	% Biên lợi nhuận từ HĐKD	-136%	-252%	-118%	-62%	-50%	-42%	
	Sản lượng bàn giao ('000)	35,7	24,0	34,8	51,3	60,2	69,0	26%
	Tổng vốn đầu tư XDCB (nghìn tỷ đồng)				18,0	23,8	24,6	

Nguồn: Số liệu của VIC cho giai đoạn 2021-2023, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2024-2026. Lưu ý: (*) Doanh thu/Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của mảng bán BĐS bao gồm (1) doanh thu/lợi nhuận từ HĐKD từ BCC và (2) doanh số bán buôn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

Phân tích cơ cấu nợ vay và kỳ hạn

Tính đến cuối năm 2023, tổng nợ vay của VIC đạt 213 nghìn tỷ đồng, trong đó nợ vay bằng USD chiếm 42,2% tổng nợ vay. Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay theo hạn mức tín dụng trị giá 36,7 nghìn tỷ đồng, và (2) trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay khác trị giá 77,7 nghìn tỷ đồng (trong đó, theo ban lãnh đạo, khoảng 45% được đảm bảo cho tái cấp vốn và khoảng 35% đang đàm phán tái cấp vốn).

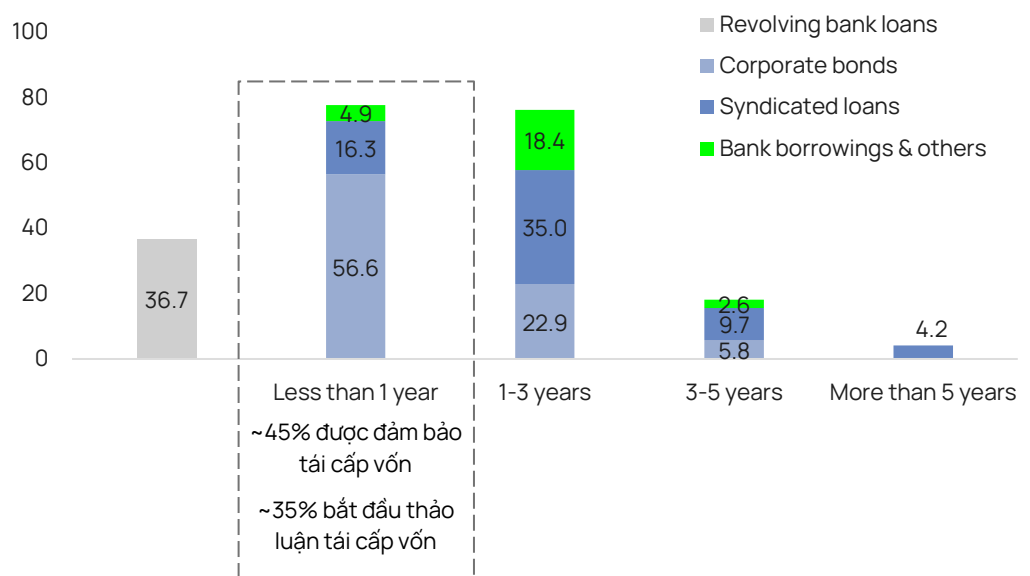
Nếu không bao gồm VHM và VRE, các khoản vay dài hạn và trái phiếu của VIC tính đến cuối năm 2023 sẽ đến hạn trong 12 tháng tới là 66,6 nghìn tỷ đồng, trong đó trái phiếu doanh nghiệp đạt 52 nghìn tỷ đồng (bao gồm tổng cộng 1,3 tỷ USD từ 3 trái phiếu chuyển đổi/EB mà trái chủ có quyền chọn bán trong năm 2024 cùng với quyền hoán đổi thành cổ phiếu niêm yết) và các khoản vay hợp vốn trị giá 13 nghìn tỷ đồng.

Tính đến cuối năm 2023, 3 EB mà trái chủ có quyền yêu cầu bán lại trong năm 2024 bao gồm:

- (1) 250 triệu USD EB do VIC phát hành (thời gian đáo hạn: 2026, ngày thực hiện quyền chọn bán: tháng 4/2024, có thể hoán đổi thành cổ phiếu VHM). 50% giá trị phát hành 500 triệu USD đã được mua lại vào tháng 11/2023 bằng cách sử dụng số tiền thu được từ phát hành mới 250 triệu USD EB đáo hạn vào tháng 11/2028.
- (2) 425 triệu USD EB do Vinpearl phát hành (thời gian đáo hạn: 2026, ngày thực hiện quyền chọn bán: tháng 9/2024, có thể hoán đổi thành cổ phiếu VIC).
- (3) 625 triệu USD EB phát hành riêng lẻ do VIC phát hành (thời gian đáo hạn: 2027; ngày thực hiện quyền chọn bán: tháng 5/2024, có thể hoán đổi thành cổ phiếu VFS).

Chúng tôi giả định rằng (1) 250 triệu USD EB sẽ đáo hạn trong năm 2026 và VIC có thể tiếp tục đàm phán (2) 425 triệu USD EB và (3) 625 triệu USD EB với các trái chủ, cho phép 50% tổng số trái phiếu sẽ được mua lại trong năm 2024 và phần trái phiếu đang lưu hành còn lại sẽ đáo hạn vào năm 2026 và 2027, cùng với quyền hoán đổi.

Hình 9: Cơ cấu tổng nợ vay của VIC (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối năm 2023



Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

Nhu cầu vốn đầu tư XDCB (CAPEX)

Trong cuộc họp công bố lợi nhuận tháng 2/2024 của VinFast, ban lãnh đạo cho biết rằng capex dự kiến của VinFast là khoảng 1,0-1,5 tỷ USD trong năm 2024. Khoản phân bổ vốn này bao gồm ~1,0 tỷ USD cho nhà máy ở Bắc Carolina trong 2 năm tới và tổng cộng ~500 triệu USD cho các cơ sở lắp ráp (CKD) ở Ấn Độ và Indonesia, cũng như capex ở Việt Nam.

Chúng tôi dự kiến capex trung bình cho VinFast đạt 20,9 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-25 – không thay đổi so với Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi, số tiền này sẽ được sử dụng chủ yếu phục vụ việc mở rộng của VinFast sang thị trường quốc tế, bao gồm cả nhà máy sản xuất tại Mỹ (Giai đoạn 1), 2 nhà máy CKD ở Indonesia và Ấn Độ, nhà máy sản xuất pin VinES-Gotion, chi phí nghiên cứu phát triển và phát triển cơ sở hạ tầng trạm sạc. Chúng tôi tiếp tục tin rằng VIC/VinFas sẽ cân đối kế hoạch đầu tư capex với kế hoạch huy động vốn và thanh toán nghĩa vụ nợ vay.

Kế hoạch huy động vốn

VIC đã huy động được khoảng 78 nghìn tỷ đồng vốn vào năm 2023, không bao gồm các khoản vay theo hạn mức tín dụng, bao gồm (1) 320 triệu USD trong số tiền VFS thu được từ SPAC, khoản đầu tư của nhà đầu tư chiến lược Gotion Inc. của VFS và từ các giao dịch với Yorkville (phát hành trái phiếu chuyển đổi và thỏa thuận vốn cổ phần), (2) các khoản tài trợ từ Chủ tịch HĐQT (20,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2023), (3) phát hành trái phiếu mới (15,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong nước và 250 triệu USD trái phiếu hoán đổi) và (4) các khoản vay.

Ngoài ra, VIC còn được các ngân hàng thương mại cấp hạn mức tín dụng tổng trị giá 70 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023. Trong khi đó, theo cuộc họp NĐT tháng 2/2024 của VinFast, ban lãnh đạo cho biết VFS đã sắp xếp thanh khoản ~1,8 tỷ USD từ tiền mặt hiện tại, các khoản tài trợ từ Chủ tịch HĐQT VIC và VIC (~640 triệu USD sẽ được giải ngân trong đầu nửa đầu năm 2024) và thỏa thuận mua cổ phần (trong đó, thỏa thuận phát hành vốn cổ phần của VinFast với Yorkville được ký vào tháng 10/2023).

VIC tiếp tục tìm kiếm các phương án huy động vốn khác nhau, bao gồm (1) thị trường trong nước (phát hành trái phiếu và vay ngân hàng), (2) huy động khoản vay quốc tế, (3) thị trường vốn quốc tế, đặc biệt là thị trường Mỹ đối với VFS, (3) khoản tài trợ của Chủ tịch (bao gồm số tiền thu được từ việc bán cổ phiếu VFS sắp tới) và (4) cơ cấu lại một số tài sản.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng của từng phần với mức chiết khấu 20% để đưa ra giá mục tiêu cho VIC là 49.500 đồng/cổ phiếu, không thay đổi so với Báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi. Ngoài ra, vui lòng xem thêm thông tin chi tiết về định giá của chúng tôi đối với mảng bán BĐS và mảng cho thuê bán lẻ trong [Báo cáo cập nhật VHM](#) ngày 21/02 và [Báo cáo cập nhật VRE](#) ngày 21/02.

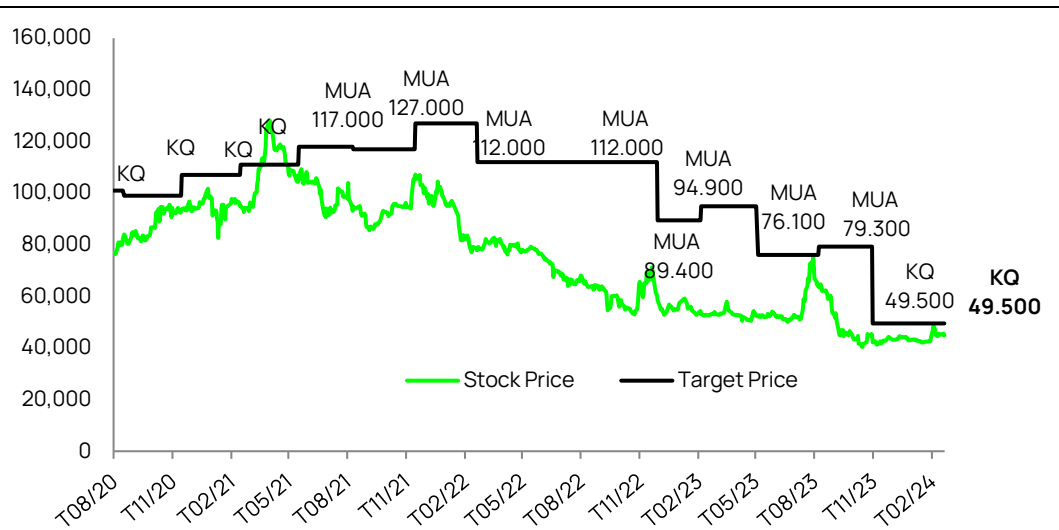
Hình 10: Tóm tắt định giá

Mảng	Phương pháp định giá	Dự báo/định giá của Vietcap và chỉ số so sánh mục tiêu	NAV của mảng (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu thực tế	NAV thực tế	
					Tỷ đồng	Tỷ USD
Bán BĐS	RNAV	Định giá của chúng tôi cho VHM	245.571	50-98%	170.279	7,0
Cho thuê bán lẻ	Tỷ suất vốn hóa	Định giá của chúng tôi cho VRE	72.416	60%	43.450	1,8
Công nghiệp	Giá trị sổ sách	Dựa trên giá trị tài sản của mảng Công nghiệp đến cuối năm 2023	172.559	51%	88.005	3,6
Khách sạn nghỉ dưỡng	Chiết khấu dòng tiền	Chiết khấu dòng tiền tự do ước tính đến cuối năm 2023 với WACC là 13,8%	35.073	100%	34.968	1,4
Dịch vụ bệnh viện & giáo dục	Chỉ số P/S	Dự phóng doanh thu năm 2024 với chỉ số P/S là 3,0 lần (dịch vụ bệnh viện) và 2,0 lần (giáo dục)	28.834	61-75%	18.487	0,8
Tổng NAV					355.188	14,6
Nợ vay ròng*					121.687	5,0
Giá trị tài sản ròng (NAV)					233.501	9,6
Chiết khấu %					20%	
NAV sau chiết khấu					186.801	
Số lượng cổ phiếu pha loãng ** (triệu)					3.775	
Giá mục tiêu (đồng/CP)					49.500	
Giá hiện tại (đồng/CP)					44.350	
Tỷ lệ tăng					+11,6%	

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Trung bình tiền mặt & đầu tư ngắn hạn và các khoản nợ vay theo tỷ lệ tương ứng tại các công ty con của VIC tại cuối năm 2024-2025, ngoại trừ VHM và VRE, (dựa trên dự báo của chúng tôi); (**) Không bao gồm cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của các công ty con và bao gồm 55 triệu cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi.

Khuyến nghị

Hình 11: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	161.634	195.340	205.116	215.858
Giá vốn hàng bán	-137.628	-147.825	-145.927	-147.442
Lợi nhuận gộp	24.006	47.516	59.188	68.416
Chi phí bán hàng	-12.043	-16.832	-18.372	-19.452
Chi phí quản lí DN	-15.089	-13.910	-15.196	-16.112
LN thuần HĐKD	-3.126	16.774	25.621	32.853
Doanh thu tài chính	21.198	13.731	10.475	7.410
Chi phí tài chính	-22.520	-22.621	-24.891	-28.503
Trong đó, chi phí lãi vay	-17.410	-21.621	-23.891	-27.503
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-98	0	0	0
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	18.224	3.400	0	0
LNTT	13.679	11.284	11.205	11.760
Thuế TNDN	-11.628	-10.736	-10.679	-11.097
LNST trước CĐTS	2.051	548	526	664
Lợi ích CĐ thiểu số	12	1.842	2.176	2.481
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	2.063	2.390	2.702	3.144
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	2.063	2.390	2.702	3.144
EBITDA	10.964	35.794	46.238	54.397
EPS báo cáo, VND	555	642	726	845
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	58,8%	20,9%	5,0%	5,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	N.M.	N.M.	52,7%	28,2%
Tăng trưởng LNTT	7,2%	-17,5%	-0,7%	5,0%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-76,5%	15,7%	13,1%	16,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,9%	24,3%	28,9%	31,7%
Biên LN từ HĐ %	-1,9%	8,6%	12,5%	15,2%
Biên EBITDA	6,8%	18,3%	22,5%	25,2%
Biên LNST sau CĐTS	1,3%	1,2%	1,3%	1,5%
ROE %	1,8%	1,9%	2,2%	2,5%
ROA%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	253,7	232,5	234,5	249,7
Số ngày phải thu	329,3	315,5	311,4	302,3
Số ngày phải trả	100,5	87,3	92,4	79,5
TG luân chuyển tiền	482,5	460,8	453,5	472,5
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x
CS thanh toán nhanh	0,5x	0,6x	0,6x	0,7x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	31,9%	35,0%	37,8%	42,2%
Nợ/Vốn sử dụng	59,0%	61,4%	62,6%	65,4%
Nợ/Vốn CSH	120,5%	136,7%	147,6%	167,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,2x	0,8x	1,1x	1,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	29.290	28.319	25.482	28.967
Đầu tư TC ngắn hạn	5.672	5.672	5.672	5.672
Các khoản phải thu	165.399	172.351	177.615	179.893
Hàng tồn kho	92.730	95.568	91.965	109.804
TS ngắn hạn khác	49.519	50.509	51.520	52.550
Tổng TS ngắn hạn	342.609	352.418	352.252	376.886
TS dài hạn (gộp)	361.209	399.318	427.802	458.114
- Khấu hao lũy kế	-67.530	-86.074	-106.362	-127.725
TS dài hạn (ròng)	293.679	313.244	321.440	330.389
Đầu tư TC dài hạn	15.252	13.863	13.863	13.863
TS dài hạn khác	18.076	16.966	16.112	15.537
Tổng TS dài hạn	327.008	344.072	351.415	359.789
Tổng Tài sản	669.617	696.491	703.668	736.675
Phải trả ngắn hạn	36.016	36.016	36.016	36.016
Nợ ngắn hạn	114.523	82.793	82.793	82.793
Nợ ngắn hạn khác	236.131	226.864	206.447	188.968
Tổng nợ ngắn hạn	386.670	345.673	325.256	307.777
Nợ dài hạn	98.790	161.112	183.180	228.003
Nợ dài hạn khác	36.136	36.136	36.136	36.136
Tổng nợ	521.595	542.921	544.572	571.916
Cổ phiếu ưu đãi	549	549	549	549
Vốn cổ phần	38.237	38.237	38.237	38.237
Thặng dư vốn CP	40.184	40.184	40.184	40.184
Lợi nhuận giữ lại	21.809	24.199	26.900	30.045
Vốn khác	20.775	20.775	20.775	20.775
Lợi ích CĐTS	26.468	29.627	32.451	34.970
Vốn chủ sở hữu	148.022	153.569	159.095	164.759
Tổng cộng nguồn vốn	669.617	696.491	703.668	736.675
CP lưu hành cuối năm* (tr)	3.720	3.720	3.720	3.720

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	26.213	29.290	28.319	25.482
Lợi nhuận sau thuế	2.063	2.390	2.702	3.144
Khấu hao	14.090	19.021	20.617	21.544
Thay đổi vốn lưu động	-64.557	-22.811	-26.208	-42.141
Điều chỉnh khác	39.989	923	944	1.032
Tiền từ hoạt động KD	-8.416	-478	-1.945	-16.420
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-58.817	-38.109	-28.484	-30.312
Đầu tư, ròng	20.523	2.024	524	395
Tiền từ HĐ đầu tư	-38.295	-36.085	-27.960	-29.917
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	97	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	66.291	-31.730	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-30.881	62.322	22.068	44.823
Tiền từ các hoạt động TC khác	14.280	5.000	5.000	5.000
Tiền từ hoạt động TC	49.787	35.592	27.068	49.823
Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.076	-971	-2.837	3.486
Tiền cuối năm	29.290	28.319	25.482	28.967

Nguồn: Báo cáo tài chính của VIC, dự báo của Vietcap. Ghi chú: (*) Không bao gồm cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của các công ty con.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Pasteur

Tòa nhà Sailing, tầng 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Phó Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức
Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán –
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.