

Vingroup (VIC) - Vinhomes (VHM) - Vincom Retail (VRE)

Ngành Bất động sản
Ngày báo cáo 21/02/2025

Thân Như Đoàn Thực
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

Mảng BĐS vững chắc; doanh số bán giao xe điện tăng; nhu cầu huy động vốn tiếp tục được hỗ trợ bởi khoản tài trợ từ Chủ tịch

Tóm tắt KQKD năm 2024

Doanh số bán hàng và lợi nhuận năm 2024 của VHM cao hơn dự báo của chúng tôi lần lượt 9% và 15%, nhờ giao dịch bán lô lớn trong quý 4. LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2024 của VRE hoàn thành 98% dự báo của chúng tôi, với mảng cho thuê bán lẻ tiếp tục ghi nhận sự cải thiện so với quý trước trong quý 4/2024. Trong khi đó, LNTT trong năm 2024 của VIC gấp đôi dự báo của chúng tôi, nhờ ghi nhận doanh thu BĐS cao hơn và khoản tài trợ mới từ Chủ tịch, bù đắp cho khoản lỗ cao hơn từ mảng công nghiệp. Vui lòng xem thêm chi tiết về KQKD năm 2024 trong Báo cáo KQKD cho VIC, VHM và VRE của chúng tôi.

Những thay đổi chính trong dự báo

Chúng tôi điều chỉnh tăng 12% dự báo doanh số bán hàng của VHM trong năm 2025, được hỗ trợ bởi tăng dự báo doanh số bán hàng tại Ocean Park 3. Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ lần lượt 3% và 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2025 đối với VHM và VRE, do dự báo chi phí tài chính của VHM tăng và dự báo tăng trưởng giá cho thuê của VRE nhẹ hơn trong năm 2025. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNTT năm 2025 đối với VIC chủ yếu là do dự báo lỗ từ HĐKD mảng công nghiệp tăng, đến từ tăng dự báo bán giao xe điện và chi phí tài chính.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VIC, khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VHM và khuyến nghị KHẢ QUAN đối với VRE. Chúng tôi nhìn chung duy trì giá mục tiêu của VIC và VHM trong khi điều chỉnh giảm 7% giá mục tiêu của VRE.

Hình 1: Khuyến nghị và tóm tắt định giá

| Mã | Khuyến nghị | GT VH tr USD | Sở hữu Nhà nước % | FOL % | Room NN tr USD | GT GDTB 30N tr USD | Giá CP, VND/CP | Giá mục tiêu, VND/CP | TL tăng % | Lợi suất cổ tức % | Tổng mức sinh lời 12T |
|-----|-------------|--------------|-------------------|-------|----------------|--------------------|----------------|----------------------|-----------|-------------------|-----------------------|
| VIC | PHTT | 5.930 | 0% | 48% | 2.394 | 7,7 | 40.650 | 43.700 | 7,5% | 0,0% | 7,5% |
| VHM | PHTT | 6.491 | 0% | 50% | 2.460 | 7,7 | 40.300 | 42.500 | 5,5% | 0,0% | 5,5% |
| VRE | KQ | 1.537 | 0% | 49% | 482 | 4,3 | 17.250 | 20.000 | 15,9% | 0,0% | 15,9% |

| Mã | Giá CP, VND/CP | TT EPS 2025 % | TT EPS 2026F % | TT EPS 2027F % | P/E trượt (x) | P/E 2025F (x) | P/E 2026F (x) | P/B quý gần nhất (x) | P/B 2025F (x) | P/B 2026F (x) | ROE 2025F % | Ng vay ròng/ CSH quý gần nhất |
|-----|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------------|---------------|---------------|-------------|-------------------------------|
| VIC | 40.650 | 1% | -14% | -73% | 12,9 | 12,8 | 14,9 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 8% | 116% |
| VHM | 40.300 | 1% | -3% | 0% | 5,6 | 5,5 | 5,6 | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 14% | 22% |
| VRE | 17.250 | 3% | 19% | 12% | 9,6 | 9,3 | 7,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 10% | 4% |

Nguồn: Dữ liệu công ty, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 21/02/2025.

Hình 2: Tóm tắt điều chỉnh giá mục tiêu

| Mã | RNAV* trước chiết khấu đồng | RNAV* trước chiết khấu đồng/ CP | Tỷ lệ chiết khấu đối với RNAV của chúng tôi ** | RNAV* sau chiết khấu đồng | RNAV* sau chiết khấu đồng/ CP | Giá mục tiêu cũ đồng/ CP | Giá mục tiêu mới đồng/ CP | Khuyến nghị cũ | Khuyến nghị mới | Chi tiết về dự báo |
|-----|-----------------------------|---------------------------------|--|---------------------------|-------------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------|-----------------|--------------------|
| VIC | 219.766 | 58.200 | 25% | 164.825 | 43.700 | 43.100 | 43.700 | PHTT | PHTT | Trang 2-11 |
| VHM | 317.123 | 77.200 | 45% | 174.417 | 42.500 | 42.300 | 42.500 | PHTT | PHTT | Trang 12-16 |
| VRE | 82.748 | 36.400 | 45% | 45.511 | 20.000 | 21.500 | 20.000 | KQ | KQ | Trang 17-21 |

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV cho VHM, định giá theo tổng giá trị từng phần (SoTP) với phương pháp tỷ suất vốn hóa cho VRE và phương pháp định giá SoTP cho VIC. ** chúng tôi tiếp tục áp mức chiết khấu không đổi cho ước tính RNAV của VHM và VRE, trong khi điều chỉnh tăng chiết khấu từ 20% lên 25% cho ước tính RNAV của VIC.

| Ngành | Đa ngành |
|-----------------------|------------|
| Ngày báo cáo | 21/02/2025 |
| Giá hiện tại | 40.650VND |
| Giá mục tiêu | 43.700VND |
| Giá mục tiêu gần nhất | 43.100VND |
| TL tăng | +7,5% |
| Lợi suất cổ tức | 0,0% |
| Tổng mức sinh lời | +7,5% |

| | |
|-----------------------|---------------------|
| GT vốn hóa* | 147,5 nghìn tỷ đồng |
| Room KN | 60 nghìn tỷ đồng |
| GTGD/ngày (30n) | 192,5 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) | 12,9x | 14,0x |
| P/B (ht) | 1,1x | 1,7x |
| ROE | 9,3% | 13,4% |
| ROA | 0,7% | 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 phát triển BĐS nhà ở, phát triển 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

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

| | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 192.159 | 179.761 | 195.474 | 221.189 |
| % YoY | 19,0% | -6,5% | 8,7% | 13,2% |
| LN từ HĐKD (tỷ đồng) | -6.970 | -14.279 | -8.339 | 2.320 |
| LNTT (tỷ đồng) | 16.724 | 19.900 | 16.093 | 10.642 |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 11.735 | 11.834 | 10.146 | 2.692 |
| % YoY | 444,1% | 0,8% | -14,3% | -73,5% |
| EPS* | 458,5% | 0,8% | -14,3% | -73,5% |
| Biên LN gộp | 14,6% | 14,4% | 16,1% | 19,6% |
| Biên LN từ HĐKD | -3,6% | -7,9% | -4,3% | 1,0% |
| Biên LN ròng | 6,1% | 6,6% | 5,2% | 1,2% |
| ROE | 9,3% | 8,2% | 6,6% | 1,7% |
| Nợ vay ròng/CSH | 116,3% | 144,4% | 152,7% | 161,3% |
| P/E* | 12,9x | 12,8x | 14,9x | 56,2x |
| P/B* | 1,1x | 1,0x | 0,9x | 0,9x |

Mảng BĐS vững chắc; doanh số bán giao xe điện tăng; Khoản tài trợ của Chủ tịch HĐQT và thoái vốn thúc đẩy lợi nhuận năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG và giá mục tiêu ở mức 43.700 đồng/cổ phiếu đối với VIC.
- Chúng tôi kỳ vọng vào doanh số bán BĐS tích cực, lợi nhuận hoạt động cải thiện của mảng khách sạn nghỉ dưỡng và khoản tài trợ dự kiến từ Chủ tịch và thu nhập từ thoái vốn sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong giai đoạn 2025-27.
- Chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng 19% trong năm 2025, đạt 19,9 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi 1) doanh số bán BĐS chưa ghi nhận và doanh số bán hàng mới, 2) thu nhập thoái vốn dự kiến từ giao dịch VEF (VIC sở hữu trực tiếp 83,3%) chuyển nhượng dự án Cổ Loa và 3) Chủ tịch giải ngân khoản tài trợ cao hơn so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2025 đạt 11,8 nghìn tỷ đồng.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNTT năm 2025 xuống 26% do lỗi hoạt động mảng công nghiệp cao dự kiến (do dự báo doanh số bán giao xe điện tăng 49%) và chi phí tài chính tăng.
- Tại cuối năm 2024, tổng nợ vay của VIC là 228 nghìn tỷ đồng (+7% kể từ đầu năm và +6% QoQ), với 25,4% dư nợ vay là bằng USD (chưa được phòng vệ tỷ giá). Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay hạn mức tín dụng là 54,0 nghìn tỷ đồng, (2) trái phiếu trong nước là 17,2 nghìn tỷ đồng, (3) các khoản vay hợp vốn và trái phiếu quốc tế là 17,2 nghìn tỷ đồng và (4) các khoản vay khác là 8,8 nghìn tỷ đồng.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận mảng công nghiệp cải thiện chậm hơn dự kiến; chi phí tài chính cho các kế hoạch huy động vốn quốc tế cao hơn dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ: Doanh số bán xe, lợi nhuận và triển vọng huy động vốn tốt hơn dự kiến của mảng công nghiệp.

Kỳ vọng doanh số bán xe điện sẽ tiếp tục tăng: Trong năm 2024, VinFast ghi nhận doanh số bán giao xe điện tăng trưởng 192% YoY, đạt tổng cộng 97.400 xe (Việt Nam chiếm ~90%). Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng mạnh này đến từ bàn giao mẫu xe VF 3 và chiến lược bán hàng B2B (bao gồm bên liên quan GSM và nhiều hãng taxi khác). Chúng tôi dự báo doanh số bán giao xe sẽ tiếp tục tăng 30%/18% YoY trong năm 2025/26, lần lượt đạt 127.000 và 150.000 xe, nhờ vào xu hướng sử dụng xe điện tại Việt Nam với các mẫu xe giá cả phải chăng (VF 3, VF 5, VF 6 và VF 7), lợi thế mạng lưới trạm sạc và dịch vụ hậu mãi (ví dụ: sạc pin miễn phí cho khách hàng VinFast đến năm 2027).

Hỗ trợ tài chính từ khoản tài trợ của Chủ tịch: Chúng tôi cho rằng Chủ tịch sẽ cung cấp các khoản tài trợ mới vào giai đoạn 2025-26 cho VinFast theo CBTT vào tháng 11/2024.

Dự báo tiếp tục nhu cầu huy động vốn: Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB (bao gồm chi phí R&D) và khoản lỗ EBITDA của mảng công nghiệp (chủ yếu là VinFast) trong giai đoạn 2025-26 ở mức trung bình, lần lượt là 23,5 nghìn tỷ đồng/năm (không đổi so với dự báo trước đó của chúng tôi) và 20,3 nghìn tỷ đồng/năm (tăng 13% so với dự báo trước đó của chúng tôi). Những khoản này chủ yếu sẽ được tài trợ bởi bởi mức tăng nợ vay ròng trung bình của VIC (không bao gồm VHM), chúng tôi dự báo sẽ ở mức 24,8 nghìn tỷ đồng/năm trong cùng kỳ (thấp hơn 3% so với dự báo trước đó của chúng tôi). Chúng tôi duy trì quan điểm rằng VIC/VinFast sẽ cần cân đối các kế hoạch đầu tư với tiến độ huy động vốn, bao gồm kế hoạch tái cấp vốn.

Dòng tiền của VIC

Chúng tôi cho rằng ngoài VinFast, hầu hết các công ty con của VIC đều có khả năng tự duy trì để thực hiện các nghĩa vụ nợ và hoạt động kinh doanh.

- **VHM (kinh doanh bất động sản)**: Dòng tiền dự kiến từ (1) các khoản doanh số bán hàng chưa ghi nhận hiện tại (tính đến cuối năm 2024: doanh số bán hàng chưa ghi nhận đạt 94,2 nghìn tỷ đồng) và (2) doanh số dự kiến từ các dự án mới (dự báo doanh số bán hàng tương ứng của chúng tôi trong năm 2025/26/27 đối với VHM là 93/95/99 nghìn tỷ đồng).
- **Vinpearl (khách sạn nghỉ dưỡng), Vinmec (y tế) và Vinschool (giáo dục)**: Chúng tôi dự báo dòng tiền và lợi nhuận từ HĐKD của các mảng kinh doanh này sẽ dần cải thiện, được hỗ trợ bởi các động lực dài hạn bao gồm sự gia tăng của tầng lớp tiêu dùng trung lưu và biên lợi nhuận được cải thiện.
- **VinFast (công nghiệp)**: Chúng tôi dự báo EBITDA của mảng công nghiệp của VIC (chủ yếu là VinFast) sẽ duy trì âm trong trung hạn, sẽ được hỗ trợ bởi các nguồn tài trợ từ VIC và Chủ tịch, theo giả định của chúng tôi.

Quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC trong năm 2025:

Chúng tôi quan sát thấy VIC luôn chủ động với các kế hoạch huy động vốn của công ty bao gồm mục đích tái cấp vốn nợ vay. Ngoài ra, Chủ tịch HĐQT cũng thể hiện cam kết sẵn sàng hỗ trợ tài chính cho VinFast từ nguồn tài sản cá nhân. Chúng tôi kỳ vọng chính sách tiền tệ từ các ngân hàng trung ương quan trọng như Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ Fed sẽ dần được nới lỏng (thể hiện qua 3 đợt giảm lãi suất của Fed với tổng cộng 100 điểm cơ bản trong khoảng thời gian từ tháng 9 đến tháng 12/2024) và kỳ vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu ổn định có thể hỗ trợ các kế hoạch huy động vốn đang được tiến hành của VIC trên thị trường vốn quốc tế.

Rủi ro từ nhiệm kỳ tổng thống thứ hai của Donald Trump: Khả năng lạm phát tại Mỹ tăng và lãi suất kỳ hạn dài tăng, có thể khiến chi phí cho các kế hoạch huy động vốn quốc tế của VIC tăng, và lập trường chính sách của ông Trump về xe điện có thể làm giảm niềm tin của các nhà đầu tư vào tốc độ phủ sóng xe điện trên toàn cầu.

Vào ngày 14/02/2025, Tổng thống Donald Trump cho biết về kế hoạch áp thuế ô tô nhập khẩu, dự kiến sẽ được công bố vào ngày 02/04/2025. Mức thuế cụ thể và các quốc gia chịu ảnh hưởng chưa được tiết lộ. Chúng tôi cho rằng mức thuế tiềm năng sẽ không tác động đáng kể đến doanh số xe điện của VinFast trong giai đoạn 2025-26 khi chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ vẫn là thị trường chính cho sản lượng bàn giao của VinFast trong dự báo giai đoạn 2025-26.

Từ tổng hợp của chúng tôi, một số cơ hội huy động vốn bao gồm:

- Thị trường trong nước (phát hành trái phiếu trong nước và tài trợ từ ngân hàng trong nước): Trong năm 2024, VIC, VinFast và VHM đã lần lượt phát hành 14 nghìn tỷ đồng, 6 nghìn tỷ đồng và 22,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong nước.
- Nợ vay từ quốc tế (các khoản vay hợp vốn quốc tế và trái phiếu hoán đổi): VHM đang triển khai kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế (tối đa 500 triệu USD; tối đa 5 năm; trái phiếu không chuyển đổi và không bảo đảm), đã hoàn thành các thủ tục cần thiết và hiện đang trong quá trình trao đổi với các nhà đầu tư tiềm năng.
- Khoản tài trợ của Chủ tịch: Theo CBTT vào tháng 11/2024, Chủ tịch sẽ tài trợ 50 nghìn tỷ đồng cho VinFast trích từ tài sản cá nhân, trong đó 5 nghìn tỷ đồng đã giải ngân trong quý 4/2024.
- Niêm yết Vinpearl: Trong hội nghị các nhà đầu tư VIC (diễn ra từ ngày 28 đến ngày 30/11/2024), ban lãnh đạo cho biết Vinpearl đặt mục tiêu niêm yết trong 12 tháng tới.
- Cơ cấu lại một số tài sản (thông tin chi tiết không được công bố). Chúng tôi quan sát thấy rằng việc thoái vốn một số mảng kinh doanh đã đi vào giai đoạn ổn định/không cốt lõi là một trong các kênh huy động vốn cho công ty trong các năm qua (thoái 41,5% cổ phần tại VRE thông qua SDI vào năm 2024, thoái One Mount Group trong giai đoạn 2021-2022, và Crown X trong giai đoạn 2020-2021).

Phân tích cơ cấu nợ vay và kỳ hạn của VIC

Tại cuối năm 2024, tổng nợ vay của VIC là 228 nghìn tỷ đồng (+7% so với đầu năm và +6% QoQ), trong đó nợ vay bằng USD chiếm 25,4% tổng dư nợ vay (chưa phòng vệ tỷ giá). Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay hạn mức tín dụng là 54 nghìn tỷ đồng, (2) trái phiếu trong nước là 17,2 nghìn tỷ đồng, (3) các khoản vay hợp vốn và trái phiếu quốc tế là 17,2 nghìn tỷ đồng và (4) các khoản vay khác là 8,8 nghìn tỷ đồng.

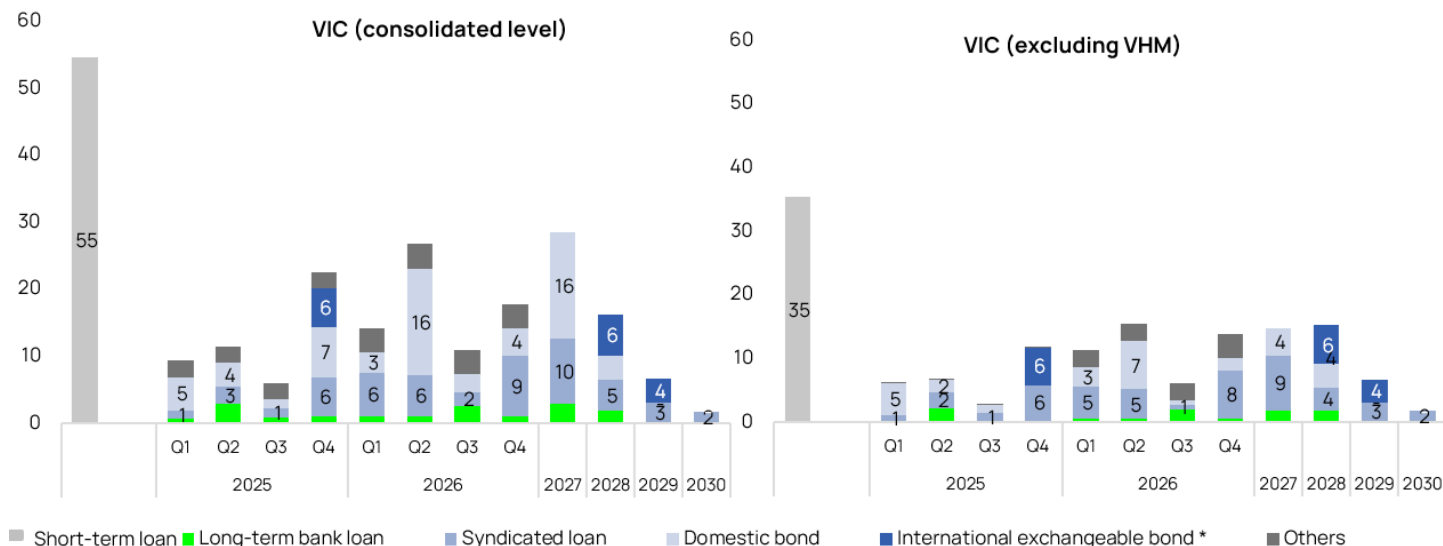
Đối với trái phiếu hoán đổi (TPHĐ), VIC đã thu xếp kế hoạch tái cấp vốn cho toàn bộ các TPHĐ có kèm quyền chọn bán cho trái chủ vào năm 2024 (xem chi tiết trong **Hình 3**). Chúng tôi kỳ vọng VIC sẽ tiếp tục sắp xếp các kế hoạch tái cấp vốn cho (1) TPHĐ riêng lẻ trị giá 234 triệu USD sẽ đáo hạn vào quý 4/2025, (2) TPHĐ Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 có kèm quyền chọn bán cho trái chủ vào quý 4/2026 và (3) TPHĐ Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 có kèm quyền chọn bán vào quý 3/2027.

Hình 3: Các khoản TPHĐ quốc tế đang lưu hành của VIC

| TPHĐ | Khoản tiền gốc (tr USD) | Giá trị đang lưu hành (tr USD) | Năm phát hành | Năm đáo hạn | Ngày thực hiện quyền chọn bán của trái chủ | Lãi suất (% năm) | Cổ phiếu hoán đổi (cổ phiếu thứ cấp thuộc sở hữu của VIC/công ty thành viên) | Bản cáo bạch |
|---|-------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|--|------------------|--|----------------------|
| Vingroup 500 triệu USD 3% đáo hạn năm 2026 (niêm yết) | 500 | 0 ⁽¹⁾ | 2021 | Tháng 4/2026 | Tháng 4/2024 | 3% | Cổ phần VHM | Link |
| Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 (niêm yết) | 250 | 250 ⁽²⁾ | 2023 | Tháng 11/2028 | Tháng 11/2026 | 10% | Cổ phần VHM | Link |
| Vingroup/ VinFast 625 triệu USD đáo hạn năm 2027 (phát hành riêng lẻ) | 625 | 234 ⁽³⁾ | 2022 | Tháng 5/2027 | Tháng 4/2024; gia hạn thêm 18 tháng | 5% | Cổ phần VinFast | Không công bố |
| Vinpearl 425 triệu USD 3,25% đáo hạn năm 2026 (niêm yết) | 425 | 0 ⁽⁴⁾ | 2021 | Tháng 9/2026 | Tháng 9/2024 | 3,25% | Cổ phần VIC | Link |
| Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 (niêm yết) | 150 | 150 ⁽⁵⁾ | 2024 | Tháng 8/2029 | Tháng 8/2027 | 9,5% | Cổ phần VIC | Link |

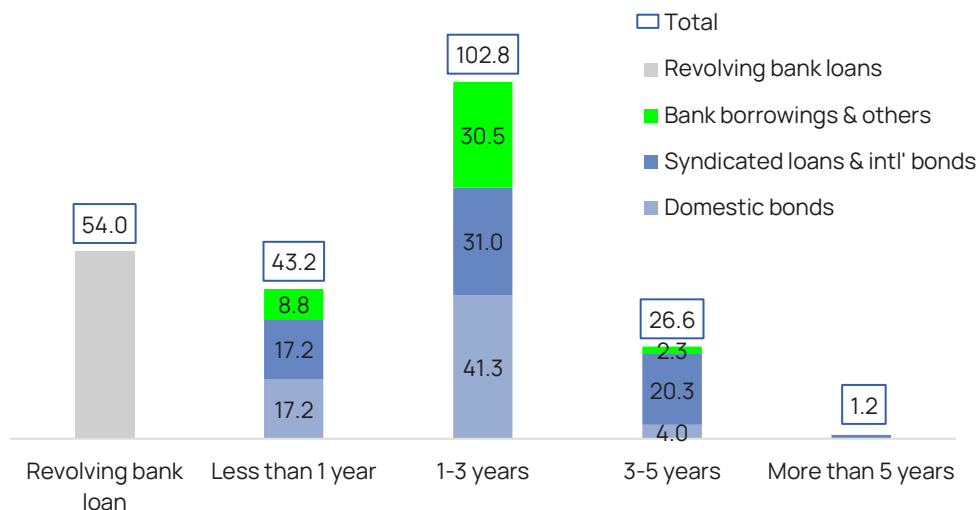
Nguồn: Vietcap tổng hợp. Lưu ý: **(1)** Tính đến cuối tháng 4/2024, VIC đã sử dụng tiền mặt để mua lại 50% của khoản tiền gốc 500 triệu USD; **(2)** Khoản tiền thu được được sử dụng để mua lại 50% của lô TPHĐ Vingroup 500 triệu USD 3% đáo hạn năm 2026; **(3)** VIC đã mua lại 312,5 triệu USD vào tháng 4/2024 và 78 triệu USD vào quý 3/2024, và đã đạt được thỏa thuận với trái chủ về việc gia hạn điều khoản mua lại trước hạn của giá trị còn lại thêm 18 tháng; **(4)** Vinpearl đã mua lại khoản tiền gốc 425 triệu USD trong quý 3/2024; **(5)** vào tháng 8/2024, Vinpearl đã phát hành thành công TPHĐ mới trị giá 150 triệu USD, trong đó số tiền thu được từ TPHĐ mới, cùng với khoản vay hợp vốn quốc tế được thu xếp, được sử dụng để mua lại một phần lớn của lô TPHĐ 425 triệu USD 3,25% đáo hạn vào năm 2026 của Vinpearl.

Hình 4: Tổng nợ vay của VIC theo loại hình và thời gian đáo hạn (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối năm 2024 (*)



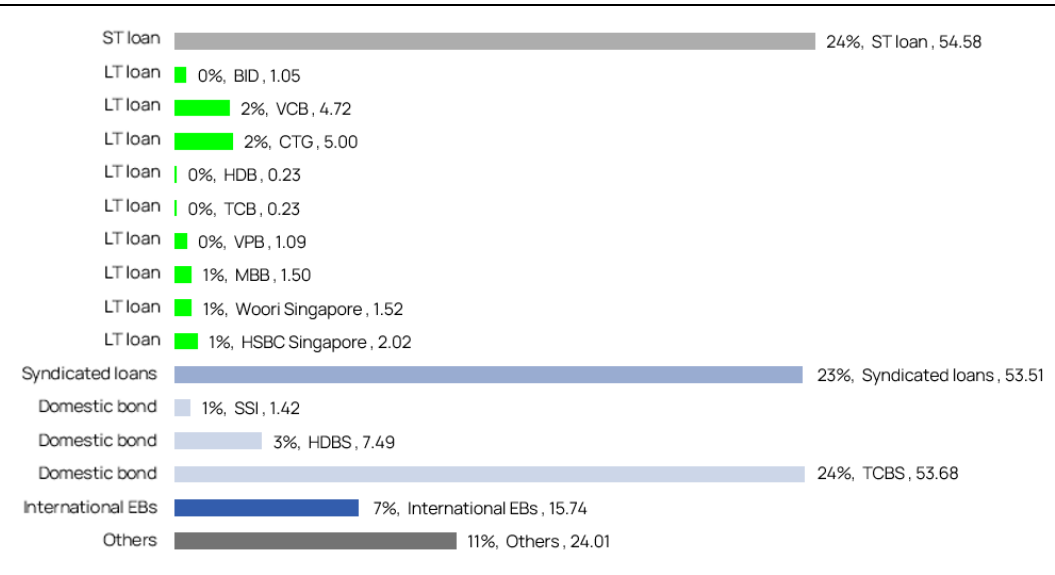
Nguồn: Báo cáo tài chính quý 4/2024 của các công ty, ước tính của Vietcap. (*) Dữ liệu phản ánh ngày đáo hạn sửa đổi đối với 34,5 triệu USD còn lại trong 625 triệu USD TPHĐ của VIC/VinFast đáo hạn vào tháng 10/2025 và ngày đáo hạn gốc đối với lô TPHĐ Vingroup trị giá 250 triệu USD (lãi suất 10%/năm, đáo hạn vào năm 2028) và lô TPHĐ Vinpearl trị giá 150 triệu USD (lãi suất 9,5%/năm, đáo hạn vào năm 2029) nhưng có quyền chọn bán cho trái chủ vào tháng 11/2026 và tháng 8/2027, cùng với quyền hoán đổi thành cổ phiếu.

Hình 5: Cơ cấu dư nợ vay của VIC (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối năm 2024



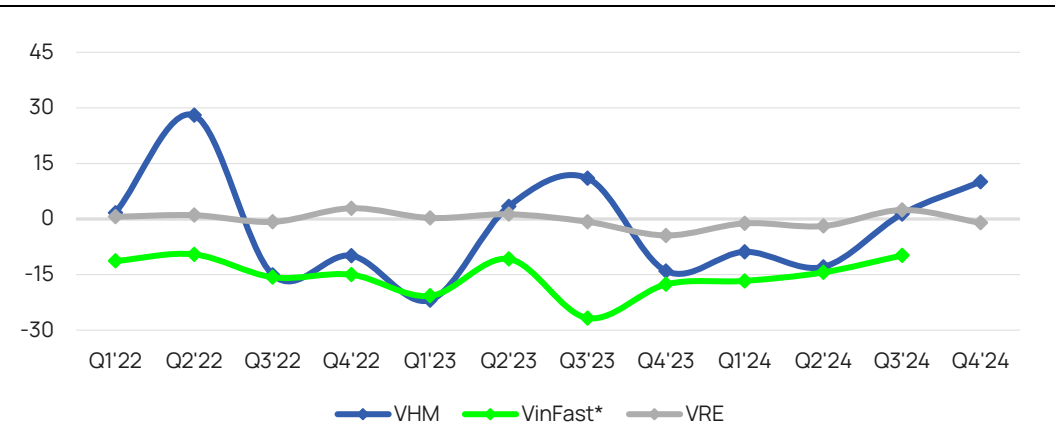
Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

Hình 6: Cơ cấu nợ vay của VIC phân loại theo bên cho vay/bên thu xếp tính đến cuối năm 2024



Nguồn: Báo cáo tài chính quý 4/2024 của VIC, Vietcap

Hình 7: Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh và đầu tư của các công ty con và công ty liên doanh liên kết niêm yết của VIC trong giai đoạn 2022-2024 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, Vietcap. (*) Báo cáo tài chính của VinFast theo chuẩn US GAAP, trong khi VHM và VRE theo Chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS); BCTC quý 4/2024 của VinFast chưa được công bố.

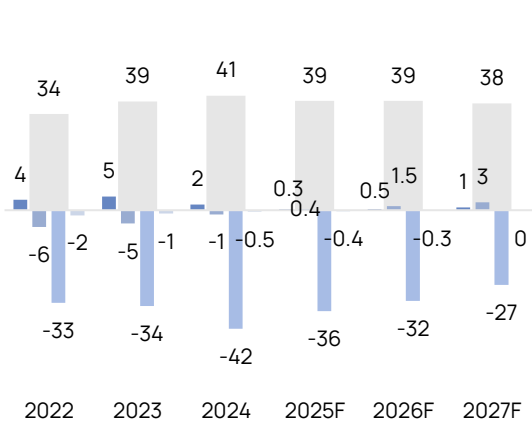
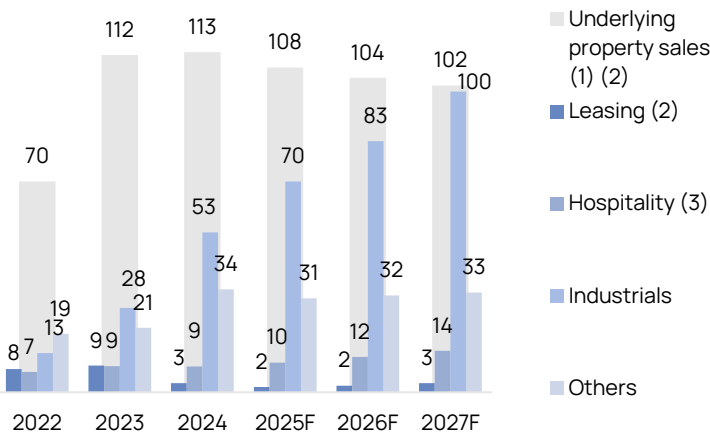
Triển vọng giai đoạn 2025-2027 & Định giá

Hình 8: Giả định và dự báo của Vietcap đối với các mảng kinh doanh chính của VIC

| Nhận định của Vietcap | Dự báo/Giả định (nghìn tỷ đồng) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| BẤT ĐỘNG SẢN | Doanh thu | 79 | 55 | 94 | 93 | 67 | 66 | 71 |
| - Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở mạnh mẽ với thương hiệu đã được chứng minh là Vinhomes . | Doanh thu BĐS cốt lõi ⁽¹⁾ | 83 | 70 | 112 | 113 | 108 | 104 | 102 |
| - Sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam với quỹ đất nhà ở của Vinhomes là 172,5 triệu m2 (đã phê duyệt/tại các giai đoạn để được phê duyệt). | % TT YoY ⁽¹⁾ | -12% | -16% | 60% | 1% | -5% | -3% | -2% |
| - Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2025-2027 của VHM sẽ đạt 287 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến. | Lợi nhuận từ HĐKD | 39 | 26 | 33 | 35 | 21 | 22 | 25 |
| | Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi ⁽¹⁾ | 49 | 34 | 39 | 41 | 39 | 39 | 38 |
| | Dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng | | | | | 93 | 95 | 99 |
| | Dự báo tiền thu từ giá trị hợp đồng bán hàng | | | | | 118 | 111 | 141 |
| | Dự báo tổng chi phí phát triển dự án | | | | | 69 | 87 | 117 |
| KHÁCH SẠN NGHỈ DƯỠNG | Doanh thu | 3,2 | 6.7 | 8.7 | 8.5 | 9.9 | 11.8 | 13.7 |
| - Vinpearl chiếm 46% thị phần phân khúc khách sạn 5 sao tại Việt Nam vào năm 2018, dựa trên số lượng phòng. | % TT YoY | -33% | 107% | 29% | 34%* | 16% | 19% | 17% |
| - 31 khách sạn & khu nghỉ dưỡng với 11.555 phòng khách sạn và căn villa ⁽³⁾ . | % doanh thu của VIC | 3% | 7% | 5% | 4% | 6% | 6% | 6% |
| - Trong quý 1/2024, Vinpearl đã chuyển nhượng danh mục biệt thự biển và căn hộ nghỉ dưỡng cho các đối tác trong nước. | Lợi nhuận từ HĐKD | -10,9 | -5.9 | -4.7 | -1.5 | 0.4 | 1.5 | 2.8 |
| - Dự kiến lợi nhuận từ HĐKD đạt mức hòa vốn vào năm 2025, nhờ du lịch quốc tế phục hồi và hiệu quả hoạt động được cải thiện. | % biên lợi nhuận từ HĐKD | -336% | -88% | -54% | -17% | 4% | 12% | 20% |
| CÔNG NGHIỆP | Doanh thu | 16,9 | 13.1 | 28.1 | 53.1 | 70.1 | 83.4 | 99.9 |
| - VinFast khánh thành nhà máy sản xuất ô tô đầu tiên vào tháng 9/2017 và chuyển đổi hoàn toàn thành nhà sản xuất xe điện vào tháng 7/2022. | % TT YoY | -6% | -23% | 115% | 89% | 32% | 19% | 20% |
| - Lỗ HĐKD dự kiến duy trì trong trung hạn. | % doanh thu của VIC | 13% | 13% | 17% | 28% | 39% | 43% | 45% |
| - Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính trong dự báo của chúng tôi đối với doanh số xe bán giao của VinFast giai đoạn 2025-27 (chi tiết tại Báo cáo Quan điểm Ngành ngày 07/05/2024 của chúng tôi). | Lợi nhuận từ HĐKD | -23,0 | -32.9 | -34.0 | -42.0 | -35.8 | -32.2 | -26.5 |
| | % biên lợi nhuận từ HĐKD | -136% | -252% | -121% | -79% | -51% | -39% | -27% |
| | Doanh số bán ô tô (nghìn chiếc) | 35,7 | 24.0 | 33.3 | 97.4 | 127.1 | 150.3 | 178.8 |
| | Tổng vốn đầu tư XDCB | | | | | 23.8 | 23.2 | 20.9 |

Doanh thu của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)

LN từ HĐKD của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2025-27. Lưu ý: (1) Doanh thu/LN từ HĐKD cốt lõi mảng bán BĐS của VHM bao gồm (a) doanh thu/LNST từ HĐKD từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và (b) doanh số bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính; (2) Không hợp nhất VRE (mảng cho thuê bán lẻ và bán BĐS) từ năm 2024; (3) Bao gồm các khách sạn do Vinpearl sở hữu/quản lý, 64% được quản lý bởi Meliá Hotels và Marriott; (*) Theo VIC, nếu năm 2024 sử dụng cùng cơ sở dữ liệu hoạt động như năm 2023, doanh thu từ mảng khách sạn nghỉ dưỡng tăng ~34% YoY.

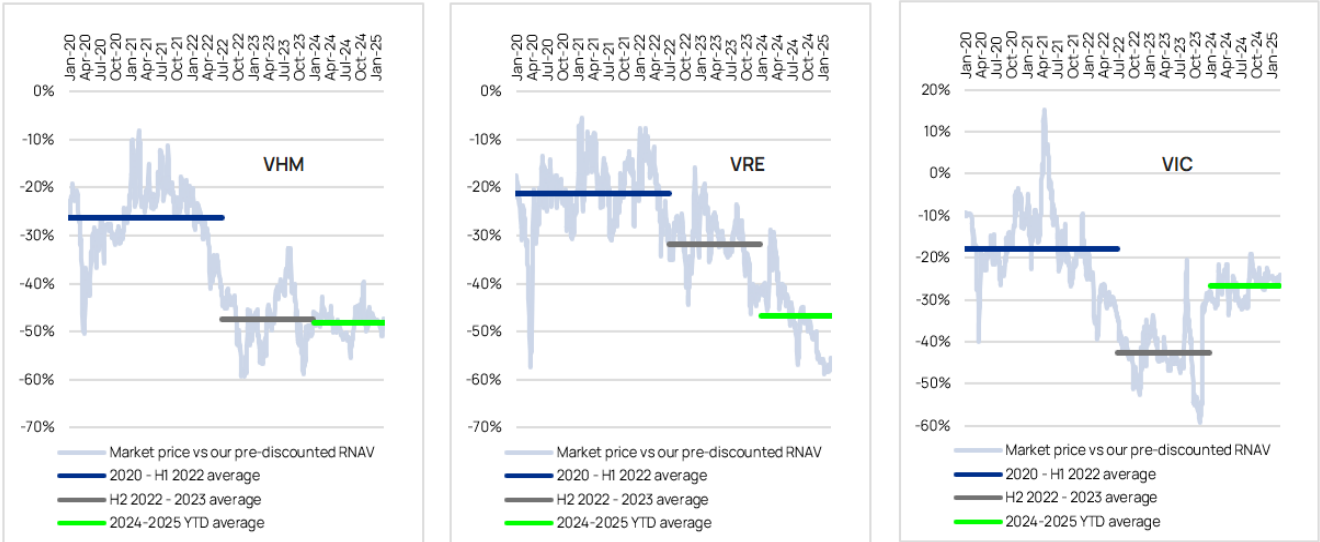
Hình 9: Tóm tắt định giá cho VIC

| Mảng kinh doanh | Phương pháp định giá | Dự báo/định giá và các hệ số mục tiêu của Vietcap | NAV từng mảng (tỷ đồng) | Tỷ lệ sở hữu | NAV thực tế | |
|--|----------------------|---|-------------------------|--------------|----------------|--------|
| | | | | | Tỷ đồng | Tỷ USD |
| Bán BĐS | RNAV | RNAV sau chiết khấu cho VHM. | 174.417 | 74% | 119,305* | 4,7 |
| Cho thuê bán lẻ | Tỷ suất vốn hóa | RNAV sau chiết khấu cho VRE. | 45.511 | 18% | 8,374 | 0,3 |
| Công nghiệp | Giá trị sổ sách | Dựa trên giá trị tài sản của mảng kinh doanh được báo cáo tính đến cuối năm 2024. | 180.359 | 51% | 91,983 | 3,6 |
| Khách sạn nghỉ dưỡng | Chiết khấu dòng tiền | Dòng tiền tự do chiết khấu ước tính đến cuối năm 2024 với WACC là 13,8%. | 52.201 | 86% | 44,658 | 1,8 |
| Y tế & giáo dục | Hệ số P/S | Doanh thu năm 2025 với P/S là 3,7 lần (y tế) và 4,0 lần (giáo dục). | 43.597 | 61-75% | 29,149 | 1,1 |
| Tổng NAV | | | | | 293.469 | 11.5 |
| Nợ vay ròng*** | | | | | -73.703 | -2.9 |
| Giá trị tài sản ròng (NAV) | | | | | 219.766 | 8.6 |
| Chiết khấu % | | | | | 25% | |
| NAV sau chiết khấu | | | | | 164.825 | |
| Số lượng cổ phiếu pha loãng **** (triệu) | | | | | 3.775 | |
| Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) | | | | | 43.700 | |
| Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu) | | | | | 40.650 | |
| Tỷ lệ tăng | | | | | +7.5% | |

Nguồn: Dự báo Vietcap; USD/VND=25.500. Lưu ý: (*) Đã đưa giao dịch thoái toàn bộ vốn tại SDI bao gồm lợi ích kinh tế thiểu số của SDI tại các dự án Vũ Yên và Hạ Long Xanh vào định giá của chúng tôi; (**) Trung bình tiền mặt & đầu tư ngắn hạn và nợ vay theo tỷ lệ tại các công ty con của VIC tại cuối năm 2025-26, không bao gồm VHM (dựa trên dự báo của chúng tôi); (***) Không bao gồm cổ phiếu VIC do các công ty con sở hữu và bao gồm 55 triệu cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi.

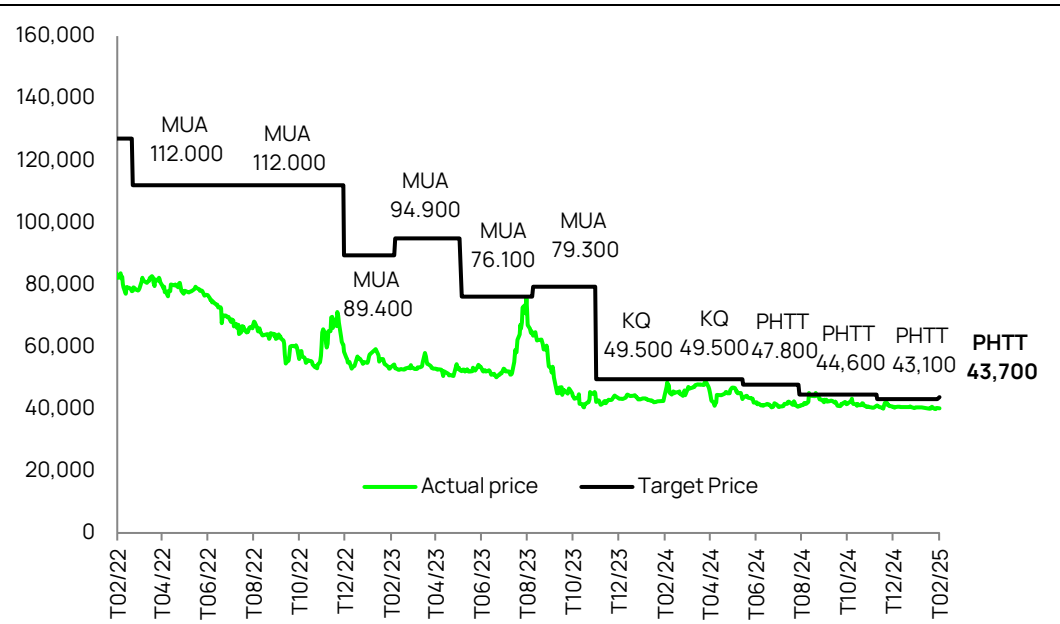
Trong giai đoạn từ năm 2024 cho đến hiện tại, giá thị trường của VHM, VRE và VIC lần lượt phản ánh mức chiết khấu trung bình 48%, 47% và 27% so với RNAV trước chiết khấu của chúng tôi. Theo đó, trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu cao hơn, từ 20% lên 25%, cho ước tính RNAV đối với VIC và mức chiết khấu không đổi là 45% cho ước tính RNAV đối với VHM và VRE của chúng tôi. Tuy nhiên, giá mục tiêu của chúng tôi cho VIC nhìn chung không thay đổi khi mức chiết khấu cao hơn được bù đắp bởi mức tăng trong định giá mảng khách sạn, y tế và giáo dục của chúng tôi.

Hình 10: Giá thị trường so với RNAV trước chiết khấu (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Cập nhật ngày 21/02/2025.

Hình 11: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap dành cho VIC (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 12: Báo cáo Tài chính của VIC

| KQLN (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu | 192.159 | 179.761 | 195.474 | 221.189 |
| Giá vốn hàng bán | -164.047 | -153.922 | -163.992 | -177.735 |
| Lợi nhuận gộp | 28.112 | 25.839 | 31.481 | 43.454 |
| Chi phí bán hàng | -18.681 | -21.956 | -21.780 | -22.467 |
| Chi phí quản lí DN | -16.401 | -18.161 | -18.040 | -18.668 |
| LN thuần HĐKD | -6.970 | -14.279 | -8.339 | 2.320 |
| Doanh thu tài chính | 48.082 | 41.261 | 26.728 | 22.959 |
| Chi phí tài chính | -30.709 | -27.856 | -28.219 | -30.666 |
| Trong đó, chi phí lãi vay | -22.892 | -23.170 | -26.219 | -28.666 |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK | 849 | 774 | 923 | 1.030 |
| Lợi nhuận/(chi phí) khác | 5.472 | 20.000 | 25.000 | 15.000 |
| LNTT | 16.724 | 19.900 | 16.093 | 10.642 |
| Thuế TNDN | -11.473 | -11.604 | -8.964 | -8.944 |
| LNST trước CĐTS | 5.251 | 8.295 | 7.129 | 1.699 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | -6.484 | -3.538 | -3.016 | -993 |
| LN ròng sau CĐTS, báo cáo | 11.735 | 11.834 | 10.146 | 2.692 |
| LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh | 11.735 | 11.834 | 10.146 | 2.692 |
| EBITDA | 15.776 | 11.635 | 18.745 | 30.333 |
| EPS báo cáo, VND | 3.155 | 3.181 | 2.727 | 724 |
| DPS báo cáo, VND | 0 | 0 | 0 | 0 |
| DPS/EPS (%) | 0% | 0% | 0% | 0% |

| TỶ LỆ | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu | 19,0% | -6,5% | 8,7% | 13,2% |
| Tăng trưởng LN HĐKD | N,M | N,M | N,M | N,M |
| Tăng trưởng LNTT | 21,5% | 19,0% | -19,1% | -33,9% |
| Tăng trưởng EPS, báo cáo | 458,5% | 0,8% | -14,3% | -73,5% |
| Khả năng sinh lời | | | | |
| Biên LN gộp % | 14,6% | 14,4% | 16,1% | 19,6% |
| Biên LN từ HĐ % | -3,6% | -7,9% | -4,3% | 1,0% |
| Biên EBITDA | 8,2% | 6,5% | 9,6% | 13,7% |
| Biên LNST sau CĐTS | 6,1% | 6,6% | 5,2% | 1,2% |
| ROE % | 9,3% | 8,2% | 6,6% | 1,7% |
| ROA% | 0,7% | 1,0% | 0,8% | 0,2% |
| Chỉ số hiệu quả vận hành | | | | |
| Số ngày tồn kho | 228,5 | 346,1 | 441,0 | 507,6 |
| Số ngày phải thu | 53,5 | 62,3 | 63,6 | 62,0 |
| Số ngày phải trả | 93,1 | 115,8 | 108,7 | 100,3 |
| TG luân chuyển tiền | 189,0 | 292,7 | 396,0 | 469,3 |
| Thanh khoản | | | | |
| CS thanh toán hiện hành | 0,8x | 0,9x | 0,9x | 1,0x |
| CS thanh toán nhanh | 0,6x | 0,5x | 0,5x | 0,5x |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,1x | 0,1x | 0,1x | 0,1x |
| Nợ/Tài sản | 27,1% | 29,5% | 30,6% | 31,0% |
| Nợ/Vốn sử dụng | 59,7% | 61,9% | 62,8% | 64,4% |
| Nợ/Vốn CSH | 116,3% | 144,4% | 152,7% | 161,3% |
| Khả năng thanh toán lãi vay | -0,3x | -0,6x | -0,3x | 0,1x |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền và tương đương | 42.669 | 22.317 | 20.192 | 27.547 |
| Đầu tư TC ngắn hạn | 6.593 | 6.593 | 6.593 | 6.593 |
| Các khoản phải thu | 190.336 | 198.527 | 206.688 | 215.769 |
| Hàng tồn kho | 112.799 | 179.146 | 217.159 | 277.192 |
| TS ngắn hạn khác | 47.978 | 43.180 | 38.862 | 34.976 |
| Tổng TS ngắn hạn | 400.375 | 449.763 | 489.495 | 562.077 |
| TS dài hạn (gộp) | 389.439 | 417.405 | 443.159 | 466.649 |
| - Khấu hao lũy kế | -78.687 | -104.600 | -131.684 | -159.697 |
| TS dài hạn (ròng) | 310.752 | 312.805 | 311.475 | 306.951 |
| Đầu tư TC dài hạn | 27.459 | 27.459 | 27.459 | 27.459 |
| TS dài hạn khác | 100.630 | 100.923 | 101.394 | 102.070 |
| Tổng TS dài hạn | 438.841 | 441.186 | 440.328 | 436.480 |
| Tổng Tài sản | 839.216 | 890.949 | 929.823 | 998.557 |
| Phải trả ngắn hạn | 48.825 | 48.825 | 48.825 | 48.825 |
| Nợ ngắn hạn | 97.217 | 97.217 | 97.217 | 97.217 |
| Nợ ngắn hạn khác | 368.803 | 378.563 | 385.112 | 424.557 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 514.845 | 524.604 | 531.153 | 570.599 |
| Nợ dài hạn | 130.602 | 165.318 | 187.514 | 212.103 |
| Nợ dài hạn khác | 40.252 | 39.214 | 42.214 | 45.214 |
| Tổng nợ | 685.699 | 729.136 | 760.881 | 827.916 |
| Cổ phiếu ưu đãi | 549 | 549 | 549 | 549 |
| Vốn cổ phần | 38.237 | 38.237 | 38.237 | 38.237 |
| Thặng dư vốn CP | 40.233 | 40.233 | 40.233 | 40.233 |
| Lợi nhuận giữ lại | 45.234 | 57.068 | 67.213 | 69.905 |
| Vốn khác | 13.686 | 13.686 | 13.686 | 13.686 |
| Lợi ích CĐTS | 15.579 | 12.040 | 9.024 | 8.031 |
| Vốn chủ sở hữu | 153.518 | 161.813 | 168.942 | 170.641 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 839.216 | 890.949 | 929.823 | 998.557 |
| CP lưu hành cuối năm* (tr) | 3.720 | 3.720 | 3.720 | 3.720 |

| LCTT (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền đầu năm | 27.983 | 42.669 | 22.317 | 20.192 |
| Lợi nhuận sau thuế | 11.735 | 11.834 | 10.146 | 2.692 |
| Khấu hao | 22.746 | 25.913 | 27.084 | 28.014 |
| Thay đổi vốn lưu động | 86.269 | -60.160 | -34.674 | -24.368 |
| Điều chỉnh khác | -102.873 | -10.784 | -635 | -1.413 |
| Tiền từ hoạt động KD | 17.877 | -33.197 | 1.921 | 4.924 |
| Chi mua sắm TSCĐ, ròng | -50.726 | -27.965 | -25.754 | -23.490 |
| Đầu tư, ròng | 22.823 | 9.633 | 2.529 | 2.324 |
| Tiền từ HĐ đầu tư | -27.904 | -18.332 | -23.225 | -21.166 |
| Cổ tức đã trả | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tặng (giảm) vốn | 16 | 0 | 0 | 0 |
| Tặng (giảm) nợ ngắn hạn | -19.019 | 0 | 0 | 0 |
| Tặng (giảm) nợ dài hạn | 33.584 | 34.716 | 22.196 | 24.589 |
| Tiền từ các hoạt động TC khác | 10.132 | -3.538 | -3.016 | -993 |
| Tiền từ hoạt động TC | 24.713 | 31.177 | 19.180 | 23.596 |
| Tổng lưu chuyển tiền tệ | 14.687 | -20.352 | -2.125 | 7.354 |
| Tiền cuối năm | 42.669 | 22.317 | 20.192 | 27.547 |

Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap. (*) Không bao gồm cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của các công ty con.

Vinhomes (VHM)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +5,5%

| Ngành | BDS |
|-------------------|------------|
| Ngày báo cáo | 21/02/2025 |
| Giá hiện tại | 40.300 VND |
| Giá mục tiêu | 42.500 VND |
| GMT gần nhất | 42.300 VND |
| TL tăng | +5,5% |
| Lợi suất cổ tức | 0,0% |
| Tổng mức sinh lời | +5,5% |

| | |
|----------------------|---------------------|
| GT vốn hóa | 162,5 nghìn tỷ đồng |
| Room KN | 62,5 nghìn tỷ đồng |
| GTGD/ngày (30n) | 192,5 tỷ đồng |
| Cổ phần Nhà nước | 0,0% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 4,11 tỷ |
| Pha loãng | 4,11 tỷ |

| | VHM | VNI |
|-------------|-------|-------|
| P/E (trượt) | 5.6x | 14.0x |
| P/B (ht) | 0.9x | 1.7x |
| ROE | 16.5% | 13.4% |
| ROA | 7.0% | 1.9% |

Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 73,5%, là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn. Thị phần của VHM tại Việt Nam bao gồm 41% trong phân khúc căn hộ cao cấp (2016-Q3 2024) và 38% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-Q3 2024), theo CBRE.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

| | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------|---------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 102.045 | 88.930 | 88.616 | 95.063 |
| % YoY | -1,5% | -12,9% | -0,4% | 7,3% |
| LN từ HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)* | 40.600 | 38.800 | 38.800 | 37.800 |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 31.527 | 30.226 | 29.337 | 29.430 |
| % YoY | -5,5% | -4,1% | -2,9% | 0,3% |
| EPS | -5,3% | 1,4% | -2,9% | 0,3% |
| GT hợp đồng bán hàng (tỷ đồng) | 103.900 | 93.000 | 95.400 | 99.000 |
| Biên lợi nhuận gộp | 31,8% | 34,5% | 35,3% | 38,0% |
| Biên LN từ HĐKD cốt lõi * | 35,9% | 35,9% | 37,1% | 37,1% |
| Biên lợi nhuận ròng | 30,9% | 34,0% | 33,1% | 31,0% |
| ROE | 16,5% | 13,9% | 11,9% | 10,6% |
| Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu | 22,2% | 25,0% | 23,2% | 21,7% |
| P/E | 5,6x | 5,5x | 5,6x | 5,6x |
| P/B | 0,9x | 0,7x | 0,6x | 0,6x |

Note: (*) Bao gồm hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và giao dịch bán lẻ lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

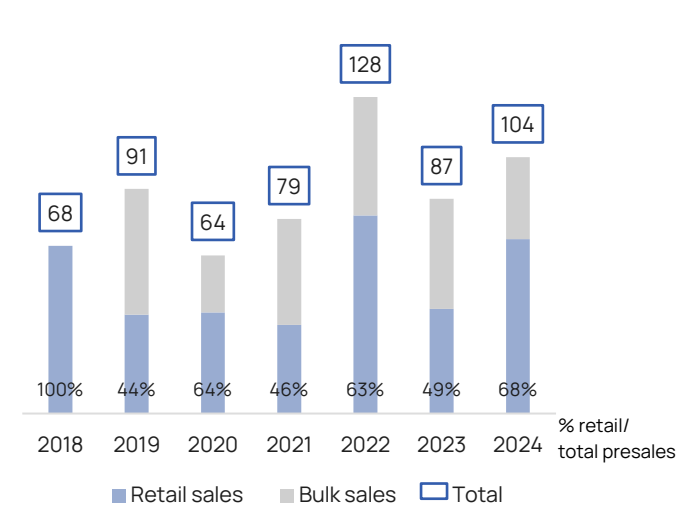
Wonder City, các dự án phía Nam bắt đầu mở bán vào năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với VHM và duy trì giá mục tiêu ở mức 42.500 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 đạt 30,2 nghìn tỷ đồng (-4% YoY), được thúc đẩy bởi doanh số bán chưa ghi nhận, hoàn tất bán hàng tại các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến mở bán (bao gồm Wonder City, trước đây là Wonder Park). Chúng tôi dự kiến doanh số bán chưa ghi nhận vào cuối năm 2024 (94,2 nghìn tỷ đồng; -5,5% YoY; chủ yếu tại Royal Island và Ocean Park 2 & 3) sẽ đóng góp ~60% vào dự báo doanh thu BDS cốt lõi trong năm 2025 của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo chủ yếu do chi phí tài chính dự phóng cao hơn.
- Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng của VHM trong giai đoạn 2025-2027 đạt 287 nghìn tỷ đồng với khoảng 30% đến từ các dự án đang triển khai (Royal Island và Ocean Park 2 & 3) và khoảng 70% đến từ các dự án mới dự kiến ra mắt (Wonder City và Green City vào năm 2025; Golden City, Apollo City và Green Paradise vào năm 2026). Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 13%/4% dự báo doanh số bán hàng năm 2025/26, chủ yếu là do đà bán hàng tốt hơn dự kiến tại Ocean Park 3 trong nửa cuối năm 2024 và dự báo dự án Golden City sẽ mở bán sớm hơn vào năm 2026.
- Yếu tố hỗ trợ: Doanh số mở bán/biên lợi nhuận tại các dự án mới cao hơn dự kiến.
- Rủi ro: Doanh số bán mở bán/biên lợi nhuận tại các dự án mới thấp hơn dự kiến.

Các dự án mới, bao gồm Wonder City tại Hà Nội và Green City tại Long An, sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh số bán hàng năm 2025: Theo quan sát của chúng tôi, các đại lý bán hàng đã bắt đầu quảng cáo cho dự án Wonder City (133 ha, Hà Nội) và Green City (197 ha, Long An) từ đầu năm 2025. Những động thái này phù hợp với (1) chúng tôi kỳ vọng dự án Wonder City và Green City sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2025, lần lượt đóng góp 20% và 12% vào giá trị hợp đồng bán hàng năm 2025 của VHM, ở mức 93 nghìn tỷ đồng (-11% YoY) và (2) kế hoạch của ban lãnh đạo cho một số dự án mới ra mắt vào năm 2025.

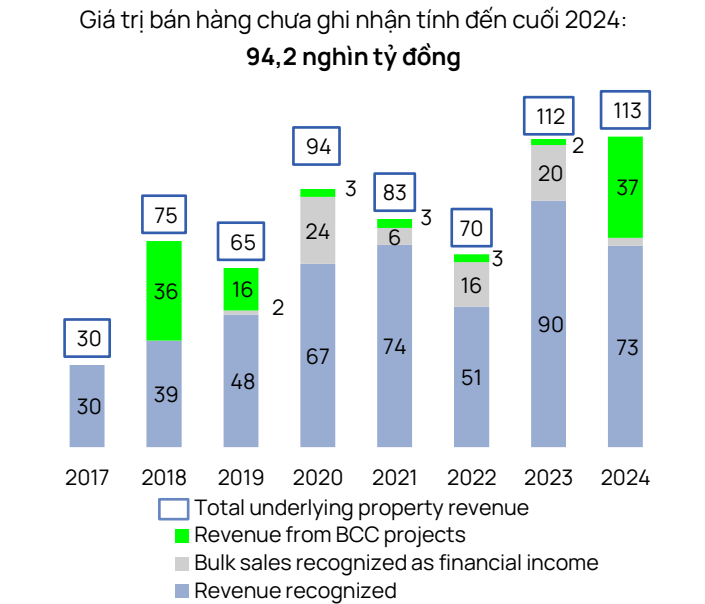
Tiếp tục huy động kênh nợ vay để phát triển dự án: Trong năm 2024, VHM đã phát hành 22,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp trong nước (so với 9 nghìn tỷ đồng vào năm 2023), chiếm 26% tổng trái phiếu BDS mới phát hành năm 2024 (dữ liệu của VBMA). Ngoài ra, VHM đang triển khai kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế (tối đa 500 triệu USD; tối đa 5 năm; trái phiếu không chuyển đổi và không bảo đảm), đã hoàn tất các thủ tục pháp lý cần thiết và hiện đang thảo luận với các nhà đầu tư tiềm năng. Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ tiếp tục tận dụng vốn nợ vay để phát triển dự án quy mô lớn, nhờ vào năng lực đã được chứng minh và vị thế tài chính vững mạnh của công ty. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của VHM là 25%/23%/22% tại cuối năm 2025-2027, so với 13%/21%/22% tại cuối năm 2022-2024.

Hình 13: Giá trị hợp đồng bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)



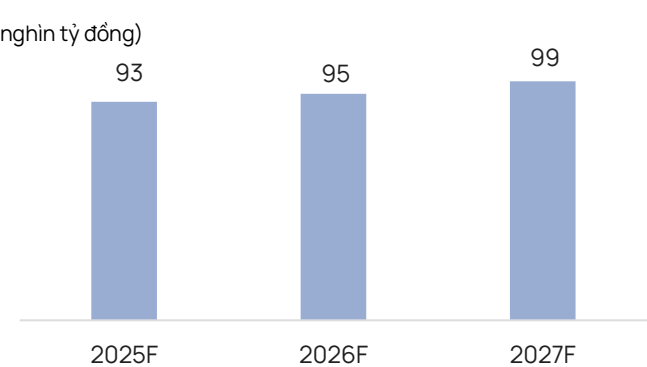
Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Giá trị hợp đồng bán hàng năm 2022 được VHM báo cáo là 128,2 nghìn tỷ đồng bao gồm giá trị hợp đồng dịch vụ xây dựng.

Hình 14: Doanh thu mảng BĐS của VHM (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Tổng doanh thu bất động sản cốt lõi bao gồm (1) doanh thu được ghi nhận là doanh thu bất động sản, (2) doanh thu từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) mà Vingroup (VIC) ký với VHM để chuyển giao toàn bộ lợi ích kinh tế của các dự án bất động sản cụ thể không được đưa vào VHM do tính phức tạp của thủ tục giấy tờ – do đó, VHM ghi nhận khoản lãi từ BCC là thu nhập tài chính và (3) doanh số bán lẻ lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.

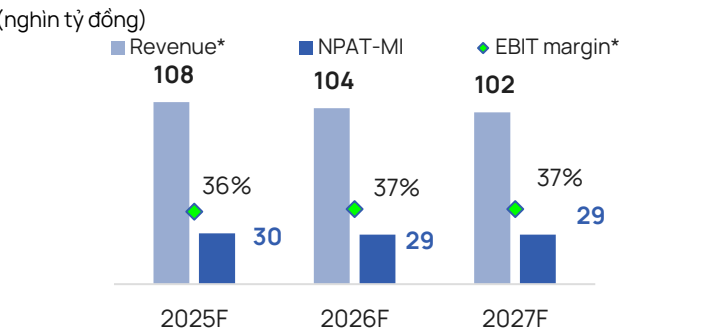
Hình 15: Dự báo doanh số bán hàng cho VHM



| Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap) | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|
| OP 2 & 3 | 21% | 0% | 0% |
| OP 1, Smart City, Grand Park | 4% | 0% | 0% |
| Royal Island | 36% | 23% | 0% |
| Golden Avenue | 3% | 0% | 0% |
| Wonder City (Wonder Park) | 20% | 12% | 9% |
| Green City (Hậu Nghĩa) | 12% | 20% | 16% |
| Leman Golf | 3% | 5% | 0% |
| Khu Đô thị Đại học Quốc tế | 0% | 14% | 19% |
| Apollo City (Hạ Long Xanh) | 0% | 10% | 20% |
| Green Paradise (Cần Giờ) | 0% | 9% | 16% |
| Golden City (Dương Kinh) | 0% | 3% | 13% |

Nguồn: Vietcap dự báo. Ghi chú: OP = Ocean Park.

Hình 16: Dự báo doanh thu, biên lợi nhuận hoạt động BĐS cốt lõi và LNST sau lợi ích CĐTS cho VHM



| Các dự án chính (% đóng góp^, Vietcap) | 2025F | 2026F | 2027F |
|--|-------|-------|-------|
| OP 2 & 3 | 35% | 0% | 0% |
| OP 1, Smart City, Grand Park | 10% | 0% | 0% |
| Royal Island | 38% | 37% | 0% |
| Golden Avenue | 6% | 3% | 0% |
| Wonder City (Wonder Park) | 9% | 19% | 9% |
| Green City (Hậu Nghĩa) | 0% | 20% | 20% |
| Leman Golf | 1% | 4% | 1% |
| Khu Đô thị Đại học Quốc tế | 0% | 16% | 27% |
| Apollo City (Hạ Long Xanh) | 0% | 0% | 18% |
| Green Paradise (Cần Giờ) | 0% | 0% | 17% |
| Golden City (Dương Kinh) | 0% | 0% | 3% |

Nguồn: Vietcap dự báo. Ghi chú: OP = Ocean Park; (*) doanh thu/biên lợi nhuận từ HKĐD bất động sản cốt lõi; (^) trong doanh thu bất động sản cốt lõi.

Hình 17: Tiến độ bán hàng của các dự án quy mô lớn đã mở bán

| Tên dự án | Tổng số căn* | Số căn đã bán** (% bán lẻ) | Thời gian ghi nhận bàn giao*** | Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (nghìn tỷ đồng) | Số căn chưa bán còn lại (% so với tổng số căn) |
|----------------------------|--|--|--------------------------------|---|--|
| Ocean Park 1 (Hà Nội) | Khoảng 48.800 | 4.100 căn thấp tầng (~32%) 44.300 căn cao tầng (~49%) | 2019-2025 | 0,7 | Khoảng 500 (~1%) |
| Smart City (Hà Nội) | Khoảng 45.700 | 120 căn thấp tầng (100%) 45.500 căn cao tầng (~34%) | 2019-2025 | 2,3 | Khoảng 160 (~0%) |
| Grand Park (TP. HCM) | Khoảng 44.900 | 1.700 căn thấp tầng (~88%) 42.600 căn cao tầng (~31%) | 2020-2025 | 1,6 | Khoảng 600 (1%) |
| Ocean Park 2 (Hưng Yên) | 14.400 căn thấp tầng & 24 tòa cao tầng | 13.700 căn thấp tầng (~49%) 10.900 căn cao tầng (0%) | 2021-2025 | 11,1 | Khoảng 700 (3% tổng số căn thấp tầng) |
| Ocean Park 3 (Hưng Yên) | 9.300 căn thấp tầng & 10 tòa cao tầng | 9.300 căn thấp tầng (~34%) 4.100 căn cao tầng (0%) | 2022-2025 | 11,5 | Khoảng 700 (5% tổng số căn thấp tầng) |
| Royal Island (Hải Phòng) | 10.000 căn thấp tầng | 7.600 căn thấp tầng (~47%) | 2024-2026 | 30,7 | Khoảng 2.400 (24%) |
| Golden Avenue (Quảng Ninh) | 2.500 căn thấp tầng | 2.400 căn thấp tầng (~88%) | 2024-2026 | 8,9 | Khoảng 200 (8%) |
| Tổng | ~191.000 | ~186.000 | | ~67 | ~5.000 |

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp và ước tính. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối năm 2024; (*) Các con số được làm tròn đến hàng trăm và có thể thay đổi dựa theo thay đổi thiết kế trong các giao dịch bán lẻ lớn; (**) Ước tính của Vietcap; (***) Giả định của Vietcap.

Hình 18: Dự báo của Vietcap đối với HĐXD/bàn giao các dự án chính của Vinhomes

| Dự án | Chủ đầu tư (pháp nhân pháp lý) | Vị trí | Diện tích (nghìn m2) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
|----------------------------|--------------------------------|-------------|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Ocean Park | Công ty con của VHM | Hà Nội | 4.164 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Smart City | Công ty con của VHM | Hà Nội | 2.076 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Grand Park | Công ty con của VHM | TP. HCM | 2.160 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wonder City (Wonder Park) | VIC | Hà Nội | 1.334 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ocean Park 2 | VHM | Hưng Yên | 4.579 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ocean Park 3 | VHM | Hưng Yên | 2.940 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sky Park | VHM | Bắc Giang | 11 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Golden Avenue | VHM | Quảng Ninh | 686 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Thanh Hóa - nhà ở xã hội | VHM | Thanh Hóa | 92 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Royal Island (Vũ Yên) | VIC | Hải Phòng | 8.772 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Golden City (Dương Kinh) | VHM | Hải Phòng | 2.406 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Lehman Golf | Công ty con của VHM | TP. HCM | 2.000 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Green City (Hậu Nghĩa) | Công ty con của VHM | Long An | 1.972 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Mỹ Lâm | Công ty con của VHM | Tuyên Quang | 5.403 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tân Liễu | Công ty con của VHM | Bắc Giang | 661 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Làng Vân | Vinpearl | Đà Nẵng | 5.122 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tân Mỹ | Công ty con của VHM | Long An | 9.310 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Phước Vĩnh Tây | VHM-VIG | Long An | 10.900 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ven vịnh Cam Ranh | Cam Ranh-VHM-VinES | Khánh Hòa | 12.500 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Intl. Uni. Township | Công ty con của VHM | TP. HCM | 8.800 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Apollo City (Hạ Long Xanh) | VHM-VIC | Quảng Ninh | 54.894 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Green Paradise (Cần Giờ) | Công ty con của VHM | TP. HCM | 28.700 | | | | | | | | | | | | | | | |

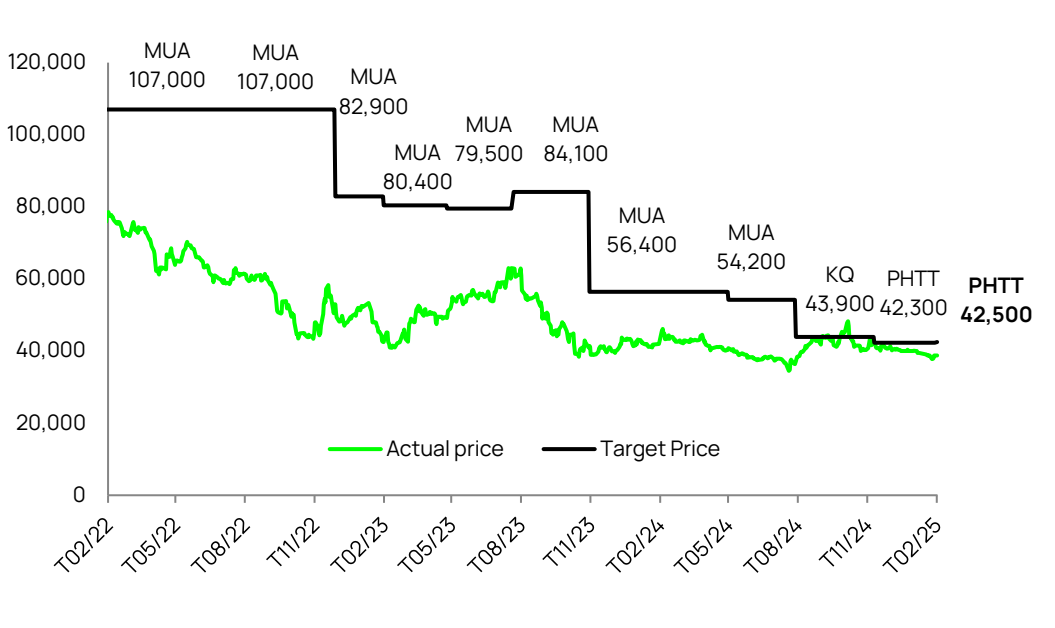
Nguồn: VHM, Vietcap dự báo. Lưu ý: Chủ yếu mang tính minh họa; 6 dự án cuối cùng dự kiến sẽ được tiếp tục sau năm 2032.

Hình 19: Tóm tắt định giá cho VHM

| | Tỷ lệ sở hữu của VHM | NAV thực tế | |
|---|----------------------|----------------|-------------|
| | | Tỷ đồng | Tỷ USD |
| DỰ ÁN NHÀ Ở DÂN DỤNG | ~70%-100% | 338.739 | 13,3 |
| Đã được xây dựng và mở bán | | 100.699 | 3,9 |
| Tiềm năng đang phát triển | | 211.351 | 8,3 |
| Khác (*) | | 26.688 | 1,0 |
| DỊCH VỤ CHO THUÊ & VĂN PHÒNG | 100% | 27.415 | 1,1 |
| Tổng NAV dự án | | 366.154 | 14,4 |
| (+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn | | 32.261 | 1,3 |
| (-) Tổng nợ vay | | 81.292 | 3,2 |
| Giá trị tài sản ròng | | 317.123 | 12,4 |
| Chiết khấu % | | 45% | |
| NAV sau chiết khấu | | 174.417 | 6,8 |
| Cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | | 4.107 | |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu) | | 42.500 | |
| Giá hiện tại (VND/cổ phiếu) | | 40.300 | |
| TL tăng | | +5,5% | |
| Dự báo P/E năm 2025 tại giá mục tiêu | | 5,8x | |
| Dự báo P/B năm 2025 tại giá mục tiêu | | 0,8x | |
| Dự báo P/E năm 2026 tại giá mục tiêu | | 6,0x | |
| Dự báo P/B năm 2026 tại giá mục tiêu | | 0,7x | |

Nguồn: Vietcap dự báo. Note: (*) bao gồm khoản phải thu dài hạn từ việc cho VinFast và VinES thuê khu công nghiệp và số tiền đặt cọc giá định mà VHM dự kiến sẽ thu hồi từ các hợp đồng BCC cho 4 dự án tại Hà Nội (gồm Cổ Loa, Mễ Trì, Gallery Giàng Võ, và Galaxy).

Hình 20: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Hình 21: Báo cáo Tài chính của VHM

| KQLN (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu | 102.045 | 88.930 | 88.616 | 95.063 |
| Giá vốn hàng bán | -69.620 | -58.235 | -57.377 | -58.949 |
| Lợi nhuận gộp | 32.425 | 30.695 | 31.239 | 36.114 |
| Chi phí bán hàng | -3.938 | -3.887 | -3.518 | -4.179 |
| Chi phí quản lí DN | -4.846 | -2.992 | -2.707 | -3.216 |
| LN thuần HĐKD | 23.641 | 23.817 | 25.013 | 28.718 |
| Doanh thu tài chính | 26.343 | 24.022 | 22.954 | 19.196 |
| Chi phí tài chính | -8.629 | -7.818 | -8.147 | -8.195 |
| Trong đó, chi phí lãi vay | -7.301 | -7.618 | -7.947 | -7.995 |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK | 3 | 0 | 0 | 0 |
| Thu nhập/(lỗ) ròng khác | -497 | 0 | 0 | 0 |
| LNTT | 40.860 | 40.021 | 39.820 | 39.719 |
| Thuế TNDN | -5.808 | -8.004 | -7.964 | -7.944 |
| LNST trước CĐTS | 35.052 | 32.017 | 31.856 | 31.775 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | -3.525 | -1.791 | -2.519 | -2.345 |
| LNST sau CĐTS, báo cáo | 31.527 | 30.226 | 29.337 | 29.430 |
| LNST sau CĐTS, điều chỉnh | 31.527 | 30.226 | 29.337 | 29.430 |
| EBITDA | 25.311 | 27.021 | 28.511 | 32.357 |
| EPS báo cáo, VND | 7.257 | 7.359 | 7.142 | 7.165 |
| DPS báo cáo, VND | 0 | 0 | 0 | 0 |
| DPS/EPS (%) | 0% | 0% | 0% | 0% |

| TỶ LỆ | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------------------|--------|--------|-------|-------|
| Tăng trưởng YoY | | | | |
| Doanh thu thuần | -1,5% | -12,9% | -0,4% | 7,3% |
| EBIT | -15,4% | 0,7% | 5,0% | 14,8% |
| LN trước thuế | -5,7% | -2,1% | -0,5% | -0,3% |
| EPS báo cáo | -5,3% | 1,4% | -2,9% | 0,3% |
| Khả năng sinh lời | | | | |
| Biên LN gộp | 31,8% | 34,5% | 35,3% | 38,0% |
| Biên EBIT | 23,2% | 26,8% | 28,2% | 30,2% |
| Biên EBITDA | 24,8% | 30,4% | 32,2% | 34,0% |
| Biên LNST sau lợi ích CĐTS | 30,9% | 34,0% | 33,1% | 31,0% |
| ROE | 16,5% | 13,9% | 11,9% | 10,6% |
| ROA | 7,0% | 5,6% | 5,3% | 4,9% |
| Chỉ số hiệu quả | | | | |
| Số ngày tồn kho | 272,7 | 365,8 | 568,8 | 807,1 |
| Số ngày phải thu | 69,4 | 81,3 | 85,6 | 83,8 |
| Số ngày phải trả | 102,8 | 117,6 | 119,4 | 116,2 |
| Chu kỳ luân chuyển tiền | 239,4 | 329,4 | 535,1 | 774,7 |
| Thanh khoản | | | | |
| CS thanh toán hiện hành | 1,0x | 1,2x | 1,3x | 1,4x |
| CS thanh toán nhanh | 0,2x | 0,2x | 0,2x | 0,1x |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,1x | 0,1x | 0,1x | 0,1x |
| Nợ vay/ Tài sản | 14,5% | 15,2% | 14,1% | 13,1% |
| Nợ vay/ Vốn | 26,9% | 25,8% | 23,8% | 22,0% |
| Nợ vay ròng/ Vốn CSH | 22,2% | 25,0% | 23,2% | 21,7% |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 3,2x | 3,1x | 3,1x | 3,6x |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền và tương đương tiền | 28.991 | 21.633 | 19.471 | 17.159 |
| Đầu tư TC ngắn hạn | 3.270 | 3.270 | 3.270 | 3.270 |
| Các khoản phải thu | 19.318 | 20.284 | 21.298 | 22.363 |
| Hàng tồn kho | 48.723 | 67.995 | 110.827 | 149.863 |
| TS ngắn hạn khác | 187.164 | 196.116 | 205.961 | 216.557 |
| Tổng TS ngắn hạn | 287.466 | 309.299 | 360.828 | 409.213 |
| TS cố định (nguyên giá) | 17.498 | 24.857 | 28.388 | 31.953 |
| - Khấu hao lũy kế | -2.805 | -10.848 | -13.650 | -16.598 |
| TS cố định (ròng) | 14.693 | 14.009 | 14.738 | 15.356 |
| Đầu tư TC dài hạn | 12.849 | 12.849 | 12.849 | 12.849 |
| TS dài hạn khác | 245.716 | 242.501 | 241.495 | 240.489 |
| Tổng TS dài hạn | 273.258 | 269.360 | 269.082 | 268.694 |
| Tổng Tài sản | 560.724 | 578.658 | 629.911 | 677.907 |
| Phải trả ngắn hạn | 18.765 | 18.765 | 18.765 | 18.765 |
| Nợ vay ngắn hạn | 43.306 | 38.976 | 35.078 | 31.570 |
| Nợ ngắn hạn khác | 228.279 | 201.549 | 220.935 | 237.275 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 290.350 | 259.290 | 274.778 | 287.611 |
| Nợ vay dài hạn | 37.986 | 49.010 | 53.537 | 57.483 |
| Nợ dài hạn khác | 11.945 | 17.898 | 17.279 | 16.722 |
| Tổng nợ | 340.281 | 326.198 | 345.594 | 361.815 |
| Cổ phần ưu đãi | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vốn cổ phần | 41.074 | 41.074 | 41.074 | 41.074 |
| Thặng dư vốn cổ phần | -6.756 | -6.756 | -6.756 | -6.756 |
| Lợi nhuận giữ lại | 166.651 | 196.877 | 226.214 | 255.645 |
| Vốn khác | 1.111 | 1.111 | 1.111 | 1.111 |
| Lợi ích CĐTS | 18.362 | 20.153 | 22.673 | 25.017 |
| Vốn chủ sở hữu | 220.443 | 252.460 | 284.316 | 316.092 |
| Tổng nguồn vốn | 560.724 | 578.658 | 629.911 | 677.907 |
| SL cổ phiếu lưu hành (triệu) | 4.107 | 4.107 | 4.107 | 4.107 |

| LCTT (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Tiền đầu năm | 14.103 | 28.991 | 21.633 | 19.471 |
| LNST sau lợi ích CĐTS | 31.527 | 30.226 | 29.337 | 29.430 |
| Khấu hao | 1.670 | 3.204 | 3.497 | 3.638 |
| Thay đổi vốn lưu động | -26.985 | -1.494 | -24.461 | -23.760 |
| Điều chỉnh khác | -27.648 | -49.011 | -9.846 | -10.596 |
| LCTT từ HĐ kinh doanh | -21.436 | -17.074 | -1.472 | -1.287 |
| Chi mua sắm TSCĐ (ròng) | -8.873 | -7.359 | -3.530 | -3.566 |
| Khác | 31.891 | 8.592 | -309 | -242 |
| LCTT từ HĐ đầu tư | 23.018 | 1.232 | -3.839 | -3.808 |
| Cổ tức đã trả | -605 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng (giảm) vốn | -10.462 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn | 25.017 | -4.331 | -3.898 | -3.508 |
| Tăng (giảm) nợ vay dài hạn | -408 | 11.024 | 4.527 | 3.946 |
| Khác | -236 | 1.791 | 2.519 | 2.345 |
| LCTT từ HĐ tài chính | 13.306 | 8.484 | 3.149 | 2.782 |
| Lưu chuyển tiền thuần | 14.887 | -7.357 | -2.162 | -2.312 |
| Tiền cuối năm | 28.991 | 21.633 | 19.471 | 17.159 |

Nguồn: VHM, Vietcap dự báo

Vincom Retail (VRE)

KHẢ QUAN +15,9%

| Ngành | BDS |
|----------------------|--------------------|
| Ngày báo cáo | 21/02/2025 |
| Giá hiện tại | 17.250 VND |
| Giá mục tiêu | 20.000 VND |
| GMT gần nhất | 21.500 VND |
| TL tăng | +15,9% |
| Lợi suất cổ tức | 0,0% |
| Tổng mức sinh lời | +15,9% |
| GT vốn hóa | 37,5 nghìn tỷ đồng |
| Room KN | 12 nghìn tỷ đồng |
| GTGD/ngày (30n) | 107,5 tỷ đồng |
| Cổ phần Nhà nước | 0,0% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 2,3 tỷ |
| Pha loãng | 2,3 tỷ |

| | VRE | Peer* | VNI |
|-------------|-------|-------|-------|
| P/E (trung) | 9.6x | 15.2x | 14.0x |
| P/B (ht) | 0.9x | 2.1x | 1.7x |
| ROE | 10.3% | 14.4% | 13.4% |
| ROA | 8.0% | 5.2% | 1.9% |

* Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,84 triệu m².

VIC nắm giữ 18,4% tổng số cổ phần của VRE sau khi hoàn tất quá trình thoái vốn tại cuối quý 3/2024.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

| | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 8.939 | 9.007 | 11.020 | 12.144 |
| % YoY | -8,7% | 0,8% | 22,3% | 10,2% |
| LN từ HĐKD (tỷ đồng) | 3.773 | 4.274 | 5.293 | 6.036 |
| NOI cho thuê (tỷ đồng) | 5.747 | 6.188 | 7.166 | 7.960 |
| LNST sau CĐTS (tỷ đồng) | 4.096 | 4.205 | 5.019 | 5.597 |
| % YoY | -7,1% | 2,7% | 19,4% | 11,5% |
| EPS | -7,1% | 2,7% | 19,4% | 11,5% |
| % YoY | -7,1% | 2,7% | 19,4% | 11,5% |
| Biên LN gộp | 53,2% | 55,5% | 56,0% | 57,4% |
| Biên LN từ HĐKD | 42,2% | 47,4% | 48,0% | 49,7% |
| Biên LN ròng | 45,8% | 46,7% | 45,5% | 46,1% |
| ROE | 10,3% | 9,6% | 10,3% | 10,4% |
| Nợ vay ròng/CSH | 3,6% | 1,8% | -1,3% | -5,8% |
| P/E | 9,6x | 9,3x | 7,8x | 7,0x |
| P/B | 0,9x | 0,8x | 0,8x | 0,7x |

Lợi nhuận cho thuê bán lẻ sẽ phục hồi trong năm 2025

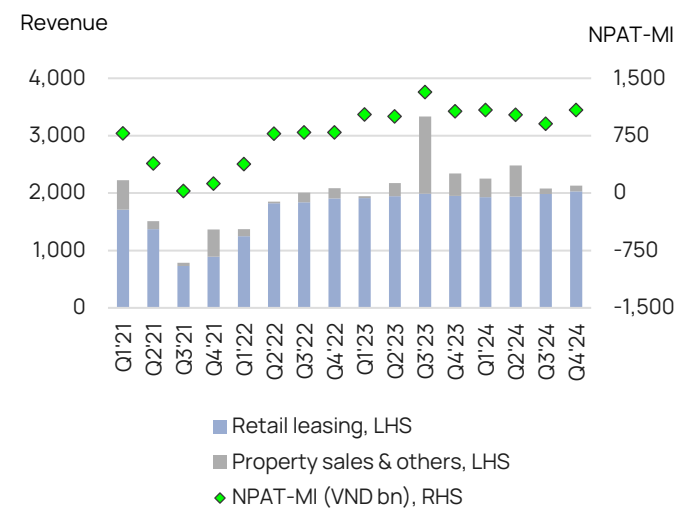
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho VRE nhưng điều chỉnh giảm 7% giá mục tiêu xuống 20.000 VND/cổ phiếu. Việc giảm giá mục tiêu của chúng tôi chủ yếu là do 1) số dư nợ vay ròng tăng vào cuối năm 2024 và 2) dự báo tăng trưởng giá cho thuê trung bình nhẹ hơn vào năm 2025 do chúng tôi dự kiến chi tiêu tiêu dùng nói chung sẽ phục hồi từ từ trong nửa đầu năm 2025 do những biến động toàn cầu, và phục hồi rõ rệt hơn vào nửa cuối năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng VRE, với vị thế dẫn đầu và bề dày kinh nghiệm, đang có vị thế thuận lợi để tận dụng câu chuyện tăng trưởng ngành bán lẻ hiện đại của Việt Nam trong dài hạn. VRE có định giá khá hấp dẫn với P/E năm 2025 là 9,3 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với P/E đồng thuận trung bình 3 tháng của các công ty cùng ngành trong khu vực vào năm 2025 là 14,1 lần, ngoài ra, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 của VRE đạt 12%. Chúng tôi tiếp tục dự báo tổng diện tích sàn (GFA) cho thuê bán lẻ mới với GFA bổ sung trung bình đạt ~109.000 m2/năm trong giai đoạn 2025-29.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 4,2 nghìn tỷ đồng (+3% YoY), nhờ lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ tăng 12% YoY, một phần bị ảnh hưởng bởi dự báo đóng góp không đáng kể từ bàn giao BDS. Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo lợi nhuận hoạt động ròng (NOI) và LNST sau lợi ích CĐTS mảng cho thuê trong giai đoạn 2025-26 của chúng tôi, chủ yếu là do dự báo tăng trưởng giá cho thuê trung bình thấp hơn dự kiến.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận cải thiện chậm hơn dự kiến; phát triển các dự án BCC với VIC/VHM chậm hơn dự kiến.

Lợi nhuận cho thuê bán lẻ sẽ phục hồi trong năm 2025: Mảng này duy trì mức cải thiện dần theo quý trong quý 4/2024, bao gồm doanh thu (+2% QoQ và +4% YoY), NOI cho thuê (+0,2 điểm % QoQ và -4,2 điểm % YoY) và tỷ lệ lấp đầy trung bình (+0,6 điểm % QoQ) trong quý 4/2024. Lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ năm 2024 giảm 4% YoY, chủ yếu là do tỷ lệ lấp đầy trong nửa đầu năm 2024 giảm và chi phí năng lượng tăng so với năm trước. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ của VRE đạt 4,9 nghìn tỷ đồng (+12% YoY), được thúc đẩy bởi (1) doanh số khách thuê và tỷ lệ lấp đầy cải thiện được hỗ trợ bởi chi tiêu tiêu dùng phục hồi vào cuối năm 2025, và các sáng kiến nâng cấp trung tâm thương mại (TTTM) và (2) đóng góp cả năm từ các TTTM mới mở vào năm 2024 — bao gồm Vincom Mega Mall Grand Park (TP.HCM).

Nâng cao hiệu suất hoạt động tại các TTTM hiện hữu và mở các TTTM mới để thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn: Trong năm 2024, VRE khai trương trở lại 2 TTTM VCP 3/2 (TP. HCM) và VCP Imperia (Hải Phòng) sau khi nâng cấp cơ cấu khách thuê và/hoặc cải tạo thiết kế. Những cải tiến này giúp tỷ lệ lấp đầy được cải thiện, với VCP 3/2 tăng từ 56% trước khi cải tiến lên 92% vào quý 4/2024 và VCP Imperia tăng từ 56% lên 82%. Ngoài ra, VRE có kế hoạch mở rộng quỹ căn thương mại dịch vụ bằng việc mua lại 1.200 căn shophouse tại các dự án Royal Island và Golden Avenue từ VIC/VHM để bán, chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ thu hút lượng khách cho các TTTM sắp ra mắt. Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS của VRE trong giai đoạn 2025-

2029 là 12%, được thúc đẩy bởi biên NOI ổn định, dự kiến đạt trung bình 70,6% (tăng từ mức 68,8% vào năm 2024) và diện tích sàn cho thuê bán lẻ tăng thêm trung bình hàng năm đạt ~109.000 m2 trong giai đoạn 2025-2029.

Hình 22: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của VRE (tỷ đồng)



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 23: Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) và tỷ lệ lấp đầy của VRE



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 24: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2025-2029 cho VRE

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2025F % YoY | CAGR 25-29F |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|
| Doanh thu cho thuê (tỷ đồng) | 7.017 | 6.008 | 4.701 | 6.865 | 7.796 | 7.878 | 8.804 | 10.138 | 11.262 | 12.153 | 13.394 | 12% | 11% |
| VCC | 2.408 | 2.152 | 1.667 | 2.329 | 2.579 | 2.659 | 2.880 | 3.096 | 3.329 | 3.579 | 3.849 | 7% | 8% |
| VMM | 1.725 | 1.397 | 1.150 | 2.233 | 2.503 | 2.592 | 2.923 | 3.711 | 4.214 | 4.425 | 4.658 | 13% | 12% |
| VCP | 2.725 | 2.300 | 1.731 | 2.195 | 2.518 | 2.575 | 2.817 | 3.137 | 3.515 | 3.746 | 3.894 | 9% | 8% |
| VC+ | 157 | 146 | 120 | 159 | 182 | 175 | 184 | 194 | 205 | 214 | 223 | 6% | 5% |
| Tổng GFA (nghìn m2) | 1.572 | 1.628 | 1.628 | 1.748 | 1.748 | 1.842 | 1.961 | 2.086 | 2.136 | 2.261 | 2.386 | 6% | 5% |
| VCC | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 0% | 0% |
| VMM | 388 | 444 | 444 | 512 | 512 | 557 | 657 | 732 | 732 | 807 | 882 | 18% | 8% |
| VCP | 831 | 831 | 831 | 883 | 883 | 932 | 951 | 1.001 | 1.051 | 1.101 | 1.151 | 2% | 5% |
| VC+ | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 0% | 0% |
| Tỷ lệ lấp đầy (%) | 90% | 84% | 83% | 84% | 85% | 84% | 86% | 87% | 87% | 87% | 87% | | |
| Doanh thu thuần (tỷ đồng) | 9.259 | 8.329 | 5.891 | 7.361 | 9.791 | 8.939 | 9.007 | 11.020 | 12.144 | 13.034 | 14.275 | 1% | 12% |
| – % từ cho thuê | 76% | 72% | 80% | 93% | 80% | 88% | 98% | 92% | 93% | 93% | 94% | | |
| Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng) | 3.583 | 3.093 | 1.757 | 3.273 | 4.566 | 3.773 | 4.274 | 5.293 | 6.036 | 6.558 | 7.333 | 13% | 14% |
| EBITDA (tỷ đồng) | 5.295 | 4.851 | 3.637 | 5.264 | 7.166 | 6.937 | 7.577 | 8.602 | 9.312 | 9.848 | 10.640 | 9% | 9% |
| NOI cho thuê (tỷ đồng) | 4.955 | 4.280 | 3.161 | 4.857 | 5.746 | 5.747 | 6.188 | 7.166 | 7.960 | 8.578 | 9.447 | 8% | 11% |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 2.851 | 2.382 | 1.315 | 2.776 | 4.409 | 4.096 | 4.205 | 5.019 | 5.597 | 6.005 | 6.560 | 3% | 12% |
| Biên lợi nhuận từ HĐKD | 38,7% | 37,1% | 29,8% | 44,5% | 46,6% | 42,2% | 47,4% | 48,0% | 49,7% | 50,3% | 51,4% | | |
| Biên NOI cho thuê | 70,6% | 71,4% | 67,7% | 71,0% | 74,2% | 68,8% | 70,3% | 70,7% | 70,7% | 70,6% | 70,5% | | |
| Biên LNST sau lợi ích CĐTS | 30,8% | 28,6% | 22,3% | 37,7% | 45,0% | 45,8% | 46,7% | 45,5% | 46,1% | 46,1% | 46,0% | | |

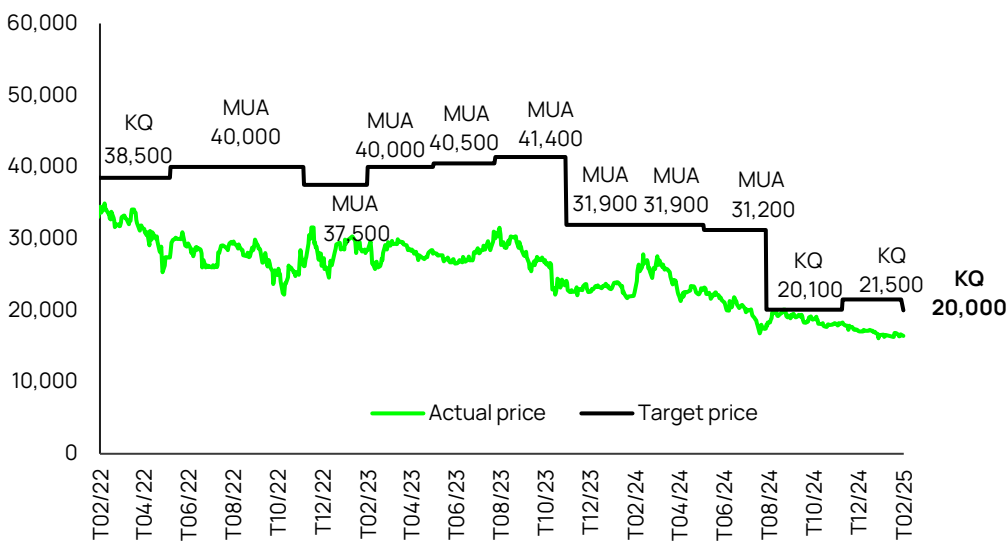
Nguồn: VRE, Vietcap dự báo (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính). Lưu ý: VRE có 4 mô hình TTTM: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+).

Hình 25: Tóm tắt định giá cho VRE

| | Phương pháp | Tỷ lệ sở hữu | NAV thực tế (tỷ đồng) |
|--------------------------------------|-------------|--------------|-----------------------|
| DỊCH VỤ CHO THUÊ | | 100% | 82.008 |
| Vận hành VCC | TSVH | | 37.294 |
| Vận hành VMM | TSVH | | 27.741 |
| Vận hành VCP và VC+ | TSVH | | 13.537 |
| Các dự án trong kế hoạch đã xác định | TSVH/CKDT | | 3.437 |
| BÁN BẤT ĐỘNG SẢN* | GTSS | 100% | 2.262 |
| Tổng NAV dự phóng | | | 84.270 |
| Cộng tiền mặt | | | 3.011 |
| Trừ tổng nợ vay | | | -4.533 |
| Giá trị tài sản ròng (NAV) | | | 82.748 |
| Chiết khấu RNAV (%) | | | 45% |
| NAV sau chiết khấu | | | 45.511 |
| SL cổ phiếu hiện hành (triệu) | | | 2.272 |
| Giá mục tiêu (đồng/CP) | | | 20.000 |
| Giá hiện tại (đồng/CP) | | | 17.250 |
| Tỷ lệ tăng | | | +15,9% |
| Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu | | | 10,8x |
| Dự phóng P/B năm 2025 @ giá mục tiêu | | | 1,0x |
| Dự phóng P/E năm 2026 @ giá mục tiêu | | | 9,1x |
| Dự phóng P/B năm 2026 @ giá mục tiêu | | | 0,9x |

Nguồn: Vietcap

Hình 26: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 27: Báo cáo Tài chính của VRE

| KQLN (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Doanh thu | 8.939 | 9.007 | 11.020 | 12.144 |
| Giá vốn hàng bán | -4.184 | -4.007 | -4.854 | -5.175 |
| Lợi nhuận gộp | 4.755 | 5.001 | 6.166 | 6.969 |
| Chi phí bán hàng | -341 | -396 | -475 | -508 |
| Chi phí quản lí DN | -642 | -331 | -397 | -425 |
| LN thuần HĐKD | 3.773 | 4.274 | 5.293 | 6.036 |
| Thu nhập tài chính | 1.786 | 1.696 | 1.611 | 1.530 |
| Chi phí tài chính | -838 | -647 | -552 | -481 |
| <i>Trong đó, chi phí lãi vay</i> | <i>-566</i> | <i>-547</i> | <i>-452</i> | <i>-381</i> |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thu nhập/(lỗ) thuần khác | 413 | 0 | 0 | 0 |
| LNTT | 5.133 | 5.322 | 6.353 | 7.085 |
| Thuế TNDN | -1.038 | -1.118 | -1.334 | -1.488 |
| LNST trước CĐTS | 4.096 | 4.205 | 5.019 | 5.597 |
| Lợi ích CĐTS | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LNST sau CĐTS báo cáo | 4.096 | 4.205 | 5.019 | 5.597 |
| LNST sau CĐTS điều chỉnh | 4.096 | 4.205 | 5.019 | 5.597 |
| EBITDA | 6.937 | 7.577 | 8.602 | 9.312 |
| EPS báo cáo, VND | 1.802 | 1.850 | 2.209 | 2.463 |
| DPS báo cáo, VND | 0 | 0 | 0 | 0 |
| DPS/EPS (%) | 0% | 0% | 0% | 0% |

| TỶ LỆ | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu | -8,7% | 0,8% | 22,3% | 10,2% |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | -17,4% | 13,3% | 23,9% | 14,0% |
| Tăng trưởng LNTT | -7,1% | 3,7% | 19,4% | 11,5% |
| Tăng trưởng EPS, báo cáo | -7,1% | 2,7% | 19,4% | 11,5% |
| Khả năng sinh lời | | | | |
| Biên LN gộp % | 53,2% | 55,5% | 56,0% | 57,4% |
| Biên LN từ HĐ % | 42,2% | 47,4% | 48,0% | 49,7% |
| Biên EBITDA | 77,6% | 84,1% | 78,1% | 76,7% |
| LNST sau CĐTS điều chỉnh | 45,8% | 46,7% | 45,5% | 46,1% |
| ROE % | 10,3% | 9,6% | 10,3% | 10,4% |
| ROA % | 8,0% | 7,3% | 8,1% | 8,4% |
| Chỉ số hiệu quả vận hành | | | | |
| Số ngày tồn kho | 40,8 | 65,9 | 79,5 | 67,8 |
| Số ngày phải thu | 64,0 | 56,6 | 50,0 | 50,0 |
| Số ngày phải trả | 39,7 | 39,7 | 39,7 | 39,7 |
| TG luân chuyển tiền | 65,1 | 82,8 | 89,8 | 78,1 |
| Thanh khoản | | | | |
| CS thanh toán hiện hành | 2,1 | 3,4 | 3,7 | 4,1 |
| CS thanh toán nhanh | 2,0 | 3,1 | 3,5 | 3,8 |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,5 | 1,0 | 1,3 | 1,6 |
| Nợ vay/Tài sản | 8,2% | 7,6% | 7,0% | 4,6% |
| Nợ vay/Vốn sử dụng | 9,8% | 9,0% | 8,1% | 5,2% |
| Nợ vay rỗng/Vốn CSH | 3,6% | 1,8% | -1,3% | -5,8% |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 6,7x | 7,8x | 11,7x | 15,8x |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương | 2.885 | 3.597 | 5.062 | 6.303 |
| Đầu tư TC ngắn hạn | 126 | 126 | 126 | 126 |
| Các khoản phải thu | 1.674 | 1.118 | 1.901 | 1.426 |
| Hàng tồn kho | 295 | 1.152 | 962 | 962 |
| TS ngắn hạn khác | 7.332 | 7.332 | 7.332 | 7.332 |
| Tổng TS ngắn hạn | 12.312 | 13.325 | 15.384 | 16.149 |
| TS dài hạn cố định (gộp) | 568 | 583 | 598 | 613 |
| - Khấu hao lũy kế | -347 | -369 | -391 | -411 |
| TS dài hạn cố định (ròng) | 221 | 214 | 208 | 202 |
| Đầu tư TC dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TS dài hạn khác | 42.692 | 45.848 | 49.039 | 52.318 |
| Tổng TS dài hạn | 42.914 | 46.062 | 49.247 | 52.520 |
| Tổng Tài sản | 55.226 | 59.387 | 64.631 | 68.669 |
| Phải trả ngắn hạn | 462 | 410 | 646 | 479 |
| Nợ vay ngắn hạn | 2.010 | 20 | 20 | 20 |
| Nợ ngắn hạn khác | 3.449 | 3.449 | 3.449 | 3.449 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 5.921 | 3.879 | 4.115 | 3.948 |
| Nợ vay dài hạn | 2.523 | 4.522 | 4.510 | 3.118 |
| Nợ dài hạn khác | 4.860 | 4.860 | 4.860 | 4.860 |
| Tổng nợ | 13.304 | 13.260 | 13.485 | 11.926 |
| Cổ phiếu ưu đãi | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vốn cổ phần | 23.288 | 23.288 | 23.288 | 23.288 |
| Thặng dư vốn CP | 47 | 47 | 47 | 47 |
| Lợi nhuận giữ lại | 20.595 | 24.799 | 29.818 | 35.415 |
| Vốn khác | -2.007 | -2.007 | -2.007 | -2.007 |
| Lợi ích CĐTS | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vốn chủ sở hữu | 41.923 | 46.127 | 51.146 | 56.743 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 55.226 | 59.387 | 64.631 | 68.669 |
| Số cổ phiếu cuối năm, tr | 2.272 | 2.272 | 2.272 | 2.272 |

| LCTT (tỷ đồng) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền đầu năm | 4.102 | 2.885 | 3.597 | 5.062 |
| Lợi nhuận sau thuế | 4.096 | 4.205 | 5.019 | 5.597 |
| Khấu hao | 1.379 | 1.608 | 1.698 | 1.746 |
| Thay đổi vốn lưu động | -3.113 | -352 | -357 | 309 |
| Điều chỉnh khác | -1.604 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền từ hoạt động KD | 758 | 5.460 | 6.360 | 7.652 |
| Chi mua sắm TSCĐ, ròng | -4.192 | -4.757 | -4.883 | -5.019 |
| Đầu tư | 1.729 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền từ HĐ đầu tư | -2.463 | -4.757 | -4.883 | -5.019 |
| Cổ tức đã trả | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng (giảm) vốn cổ phần | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn | 218 | -1.990 | 0 | 0 |
| Tăng (giảm) nợ vay dài hạn | 488 | 1.998 | -12 | -1.393 |
| Tiền từ các HĐTC khác | -218 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền từ hoạt động TC | 488 | 9 | -12 | -1.393 |
| Tổng lưu chuyển tiền tệ | -1.217 | 712 | 1.465 | 1.241 |
| Tiền cuối năm | 2.885 | 3.597 | 5.062 | 6.303 |

Nguồn: VRE, Vietcap dự báo (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính)

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 đối với các 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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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 Nghiên cứu và Phân tích

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

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

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

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
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
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, 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
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức
Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

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.