

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

Ngành Bất động sản  
Ngày báo cáo 15/08/2024

## Triển vọng mảng bất động sản của VHM tích cực; số lượng bàn giao xe điện tăng; tiếp tục nhu cầu huy động vốn

### Tổng quan 6 tháng đầu năm 2024

VHM và VRE báo cáo lợi nhuận nửa đầu năm 2024 nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi LNST sau lợi ích CĐTS nửa đầu năm 2024 của VHM/VRE lần lượt hoàn thành 40%/50% dự báo cả năm của chúng tôi. Còn lỗ từ HĐKD và lỗ tỷ giá nửa đầu năm 2024 của VIC cao hơn kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết về KQKD nửa đầu năm 2024 trong Báo cáo KQKD của chúng tôi cho [VIC](#), [VHM](#) và [VRE](#).

**Thân Như Đoàn Thục**  
Chuyên viên

**Lưu Bích Hồng**  
Trưởng phòng cao cấp

VIC đã thu xếp kế hoạch tái cấp vốn cho hầu hết trái phiếu hoán đổi (TPHD) của công ty có kèm quyền chọn bán cho trái chủ trong năm 2024 (xem **trang 6**). Việc thu xếp này bao gồm (1) đã mua lại tổng cộng 906,5 triệu USD TPHD tính từ đầu năm đến nay, (2) đã đạt được thỏa thuận với các trái chủ đối với 252,5 triệu USD còn lại của lô TPHD 625 triệu USD (đến hạn vào năm 2027) của VIC/VinFast về việc gia hạn điều khoản mua lại sớm số trái phiếu này thêm 18 tháng.

### Những thay đổi chính trong dự báo

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 cho VHM và VRE, trong khi chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 cho VIC chủ yếu do chi phí tài chính cao hơn. Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 cho VHM và VIC do dự báo doanh số bán bất động sản năm 2024 cao hơn, trong khi chúng tôi giảm dự báo dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 cho VRE chủ yếu do thu nhập hoạt động ròng (NOI) của mảng cho thuê bán lẻ dự kiến thấp hơn (xem **Hình 3**).

### Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho VIC nhưng hạ khuyến nghị cho VHM và VRE từ MUA xuống KHẢ QUAN khi chúng tôi giảm 7%/19%/37% giá mục tiêu cho VIC/VHM/VRE. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi áp dụng mức chiết khấu cao hơn cho RNAV ước tính của chúng tôi đối với VHM/VRE là 45%/45% so với mức chiết khấu 30%/20% trong dự báo trước đây, vì chúng tôi cho rằng thông tin gần đây liên quan đến giao dịch mới giữa VRE với các bên liên quan VIC/VHM có thể tiếp tục ảnh hưởng tâm lý thị trường đối với cổ phiếu VHM/VRE, mặc dù chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng doanh số bán hàng/lợi nhuận của VHM/VRE trong năm 2024/25. Từ nửa cuối năm 2023 đến nay, giá thị trường của VHM và VRE giao dịch tại mức chiết khấu trung bình là 43% so với RNAV trước chiết khấu của chúng tôi (xem **Hình 4**).

Hình 1: Khuyến nghị và tóm tắt định giá

Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu Nhà nước %	FOL %	Room NN tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T
VHM	KHẢ QUAN	6.463	0%	50%	2.299	15,3	37.850	43.900	16%	0%	16%
VRE	KHẢ QUAN	1.586	0%	49%	425	7,6	17.800	20.100	13%	0%	13%
VIC	PHTT	5.952	0%	48%	2.302	8,1	40.800	44.600	9%	0%	9%

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trung (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	P/B quý gần nhất (x)	P/B 2024F (x)	P/B 2025F (x)	ROE 2024F %	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất
VHM	37.850	16%	-11%	27%	7,0	5,5	4,4	0,9	0,8	0,7	16%	24%
VRE	17.800	59%	-5%	5%	9,0	9,7	9,2	1,0	1,0	0,9	10%	7%
VIC	40.800	-76%	24%	26%	40,7	58,4	46,3	1,2	1,3	1,3	2%	117%

Nguồn: Dữ liệu công ty, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 15/08/2024.

Hình 2: Tóm tắt điều chỉnh giá mục tiêu

Mã	RNAV* trước chiết khấu đồng/CP	RNAV* sau chiết khấu đồng/CP	Tỷ lệ chiết khấu đối với RNAV của chúng tôi	Giá mục tiêu cũ đồng/CP	Giá mục tiêu mới đồng/CP**	Giá cổ phiếu đồng/CP	Tỷ lệ tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới
VHM	79.800	43.900	45%	54.200	<b>43.900</b>	37.850	16%	0%	16%	MUA	<b>KQ</b>
VRE	36.500	20.100	45%	31.900	<b>20.100</b>	17.800	13%	0%	13%	MUA	<b>KQ</b>
VIC	86.300	44.600	20%	47.900	<b>44.600</b>	40.800	9%	0%	9%	PHTT	<b>PHTT</b>

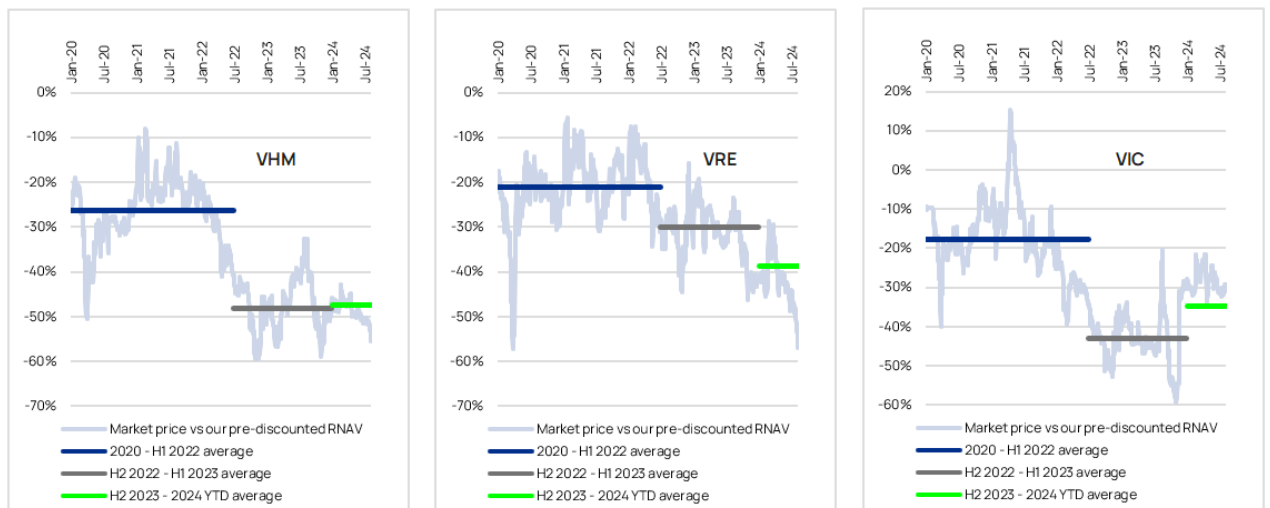
Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (\*) chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV cho VHM (đã gồm giá định của chúng tôi là VHM sẽ mua lại 185 triệu cổ phiếu với giá mua lại giá định là 37.200 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 14/8)), phương pháp định giá tổng của từng phần (SOTP) với phương pháp tỷ suất vốn hóa cho VRE và phương pháp định giá SOTP cho VIC. \*\*Giá mục tiêu của chúng tôi sau khi áp dụng chiết khấu RNAV.

Hình 3: Tóm tắt điều chỉnh dự báo LNST sau lợi ích CĐTS

Mã	2023 tỷ đồng	Dự báo 2024 tỷ đồng mới	Dự báo 2025 tỷ đồng mới	Dự báo 2026 tỷ đồng mới	Dự báo 2024 so với 2023	Dự báo 2025 so với dự báo 2024	Dự báo 2026 so với dự báo 2025	Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ	Dự báo 2025 mới so với dự báo cũ	Dự báo 2026 mới so với dự báo cũ	Chi tiết dự báo
VHM	33.371	29.726	36.157	32.780	-11%	22%	-9%	1%	17%	0%	Trang 12-18
VRE	4.409	4.182	4.373	5.116	-5%	5%	17%	0%	-6%	-5%	Trang 19-23
VIC	2.157	2.599	3.281	3.189	21%	26%	-3%	-4%	12%	-11%	Trang 3-11

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Thị giá so với RNAV trước chiết khấu của chúng tôi (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Dữ liệu cập nhật ngày 15/08/2024.

## Tập đoàn Vingroup (VIC)

## PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +9,3%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	15/08/2024
Giá hiện tại	40.800 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>44.600 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	47.800 VND
TL tăng	+9,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+9,3%</b>
GT vốn hóa*	150 nghìn tỷ đồng
Room KN	57.5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	202,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	3,7 tỷ
Pha loãng*	3,8 tỷ

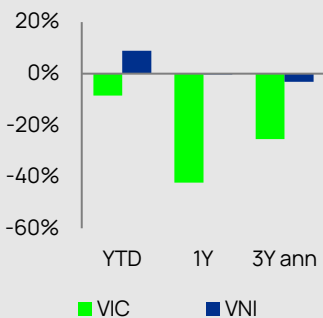
	VIC	VNI
P/E (trượt)	40,7x	14,8x
P/B (hiện tại)	1,2x	1,7x
ROE	3,1%	12,3%
ROA	0,5%	1,9%

\* 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

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	161.428	167.521	172.298	157.487
% YoY	58,6%	3,8%	2,9%	-8,6%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-2.469	-1.549	9.425	3.720
LNTT (tỷ đồng)	13.769	12.734	15.800	12.051
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.157	2.599	3.281	3.189
% YoY	-75,4%	20,5%	26,2%	-2,8%
EPS*	-76,1%	23,7%	26,2%	-2,8%
Biên LN gộp	14,6%	15,7%	22,4%	20,8%
Biên LN từ HĐKD	-1,5%	-0,9%	5,5%	2,4%
Biên LN ròng	1,3%	1,6%	1,9%	2,0%
ROE	1,9%	2,3%	2,8%	2,6%
Nợ vay ròng/CSH	120,3%	120,4%	130,9%	134,1%
P/E*	72,2x	58,4x	46,3x	47,6x
P/B*	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x

## Tiếp tục nhu cầu huy động vốn, hỗ trợ một phần từ khoản tài trợ của Chủ tịch HĐQT

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG và điều chỉnh giảm 7% giá mục tiêu xuống còn 44.600 đồng/cổ phiếu cho Tập đoàn Vingroup (VIC). Chúng tôi giảm giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm định giá đối với mảng BĐS nhà ở và cho thuê của tập đoàn do chúng tôi áp dụng mức chiết khấu cao hơn cho ước tính RNAV đối với VHM/VRE là 45%/45% so với 30%/20% trước đó.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh số bán BĐS vững chắc, lợi nhuận hoạt động cải thiện của mảng khách sạn nghỉ dưỡng và các khoản tài trợ mới dự kiến từ Chủ tịch sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong giai đoạn 2024-26.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 xuống còn 2,6 nghìn tỷ đồng (+21% YoY), chủ yếu do dự báo khoản lỗ tỷ giá và các chi phí tài chính khác cao hơn dựa theo KQKD nửa đầu năm 2024, một phần được bù đắp bởi khoản lỗ từ HĐKD thấp hơn của mảng khách sạn nghỉ dưỡng. Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 thêm 12% do điều chỉnh tăng dự báo doanh thu BĐS của VHM.
- Tính đến cuối quý 2/2024, tổng nợ vay của VIC là 222,4 nghìn tỷ đồng (+4% so với đầu năm và -2% QoQ), trong đó nợ bằng USD chiếm 29,1% tổng dư nợ vay. Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay hạn mức tín dụng là 43,7 nghìn tỷ đồng, (2) các khoản nợ vay dài hạn đến hạn trong nửa cuối năm 2024 là 44,5 nghìn tỷ đồng (trong đó 100% đã được bảo đảm hoặc đang thảo luận về kế hoạch tái cấp vốn, theo ban lãnh đạo) và (3) các khoản nợ vay khác sẽ đến hạn trong nửa đầu năm 2025 là 22,1 nghìn tỷ đồng.
- Rủi ro: Doanh số bán xe và biên lợi nhuận của mảng công nghiệp cải thiện chậm hơn dự kiến; khó khăn trong việc huy động vốn để tài trợ cho các nghĩa vụ thanh toán nợ.
- Yếu tố hỗ trợ: Doanh số bán xe tốt hơn dự kiến và triển vọng huy động vốn.

**Kỳ vọng doanh số bán xe điện tăng.** Chúng tôi tiếp tục dự báo doanh số bán giao xe sẽ tăng 63% và 15% YoY trong năm 2024/25, lần lượt đạt 57.000 và 66.000 xe, chủ yếu từ thị trường Việt Nam. Chúng tôi cho rằng VinFast sẽ tiếp tục dẫn dắt 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), nhờ lợi thế mạng lưới trạm sạc và dịch vụ hậu mãi.

**Khoản tài trợ của Chủ tịch hỗ trợ dòng tiền.** Tính đến cuối quý 2/2024, Chủ tịch của VIC đã hoàn tất giải ngân khoản tài trợ cho VinFast (VFS) cho thỏa thuận tài trợ trị giá 1,0 tỷ USD được thực hiện vào tháng 4/2023 (bao gồm khoản tài trợ 3,3 nghìn tỷ đồng trong quý 2/2024 và 20,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2023). Chúng tôi cho rằng Chủ tịch sẽ cung cấp các khoản tài trợ mới trong giai đoạn 2025-2026 do tuyên bố của ông tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của VIC rằng ông sẽ tài trợ ít nhất 1 tỷ USD cho VinFast từ tài sản cá nhân.

**Dự báo tiếp tục đẩy mạnh tăng vốn.** Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB cho VinFast trong các năm 2024/25 lần lượt là 18.000 tỷ đồng/23.800 tỷ đồng, chủ yếu sẽ được tài trợ bởi mức tăng nợ vay ròng trung bình của VIC trong dự báo của chúng tôi (không bao gồm VHM) là 20.100 tỷ đồng/năm trong cùng kỳ. Chúng tôi tin 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 quý 2/2024: doanh số bán hàng chưa ghi nhận là 118,7 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 2024/25/26 đối với VHM là 91/89/96 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 bao gồm nợ vay, các khoản tài trợ của Chủ tịch, và các khoản thu nhập khác, theo giả định của chúng tôi.

### Quan điểm của chúng tôi về triển vọng huy động vốn của VIC trong các năm 2024/2025:

Chúng tôi quan sát thấy VIC luôn chủ động với các kế hoạch huy động vốn của công ty bao gồm tái cấp vốn nợ vay. Chúng tôi kỳ vọng thị trường vốn toàn cầu trong nửa cuối năm 2024/2025 có thể sẽ ít thách thức hơn so với giai đoạn 2022/2023, được hỗ trợ bởi sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ từ các ngân hàng trung ương quan trọng như Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ Fed (triển vọng cắt giảm lãi suất rõ ràng hơn từ Fed trong tháng 9) và kỳ vọng kinh tế phục hồi ổn định hơn. Môi trường này có thể hỗ trợ các kế hoạch huy động vốn đang được tiến hành của VIC. Ngoài ra, Chủ tịch HĐQT cũng sẵn sàng cung cấp nguồn tài trợ từ tài sản cá nhân cho VinFast.

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 5 tháng đầu năm 2024, VIC đã hoàn tất phát hành 14 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong nước thông qua chào bán ra công chúng và phát hành riêng lẻ, phù hợp với các công bố của công ty vào tháng 7/2023 và tháng 4/2024.
- Nợ vay từ quốc tế (các khoản vay hợp vốn quốc tế và trái phiếu hoán đổi): Trong cuộc họp báo cáo KQKD tháng 7/2024 của VIC, ban lãnh đạo thông báo VIC đã thu xếp một khoản vay hợp vốn quốc tế cho phần lớn tiền gốc trái phiếu hoán đổi trị giá 425 triệu USD do Vinpearl phát hành. Vào tháng 8/2024, VIC cho biết Vinpearl đã phát hành thành công 150 triệu USD trái phiếu hoán đổi quốc tế (**Hình 5**).
- Khoản tài trợ của Chủ tịch: Chủ tịch chia sẻ tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của VIC rằng ông sẽ tài trợ ít nhất 1 tỷ USD cho VinFast từ tài sản cá nhân (đây là khoản tài trợ mới bên cạnh khoản cam kết tài trợ 1 tỷ USD đã công bố vào tháng 4/2023).
- Niêm yết Vinpearl: Vinpearl đang trong quá trình chuẩn bị và đặt mục tiêu niêm yết trong vòng 12-18 tháng tới, theo ban lãnh đạo.
- Thỏa thuận phát hành vốn cổ phần của VinFast với Yorkville được ký vào tháng 10/2023 với hạn mức lên đến 1 tỷ USD cho việc phát hành cổ phiếu mới trong 3 năm kể từ năm 2023. VIC đã huy động được hơn 30 triệu USD từ thỏa thuận này trong quý 4/2023.
- 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 trong giai đoạn từ tháng 3–quý 3/2024, 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

Tính đến cuối quý 2/2024, tổng nợ vay của VIC là 222,4 nghìn tỷ đồng (+4% so với đầu năm và -2% QoQ), trong đó nợ bằng USD chiếm 29,1% tổng dư nợ vay. Các khoản nợ vay đáo hạn trong vòng 12 tháng bao gồm (1) các khoản vay hạn mức tín dụng là 43,7 nghìn tỷ đồng, (2) các khoản nợ vay dài hạn đến hạn trong nửa cuối năm 2024 là 44,5 nghìn tỷ đồng (trong đó 100% đã được bảo đảm hoặc đang thảo luận về kế hoạch tái cấp vốn, theo ban lãnh đạo) và (3) các khoản nợ vay khác sẽ đến hạn trong nửa đầu năm 2025 là 22,1 nghìn tỷ đồng.

Đối với trái phiếu hoán đổi (TPHD), VIC đã thu xếp kế hoạch tái cấp vốn cho hầu hết các TPHĐ có kèm quyền chọn bán cho trái chủ vào năm 2024 (xem chi tiết trong **Hình 5**). Các kế hoạch này bao gồm (1) đã mua lại tổng cộng 906,5 triệu USD TPHĐ tính từ đầu năm, (2) đã đạt được thỏa thuận với các trái chủ đối với 252,5 triệu USD còn lại của lô TPHĐ 625 triệu USD (đến hạn vào năm 2027) của VIC/VinFast về việc gia hạn điều khoản mua lại sớm số trái phiếu này thêm 18 tháng đến tháng 10 năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng giá trị lưu hành còn lại của lô TPHĐ 425 triệu USD của Vinpearl đáo hạn năm 2026 (tương đương 141 triệu USD) sẽ được mua lại vào tháng 9/2024, do VIC đang thu xếp một khoản vay hợp vốn quốc tế để giải quyết phần lớn khoản nợ gốc.

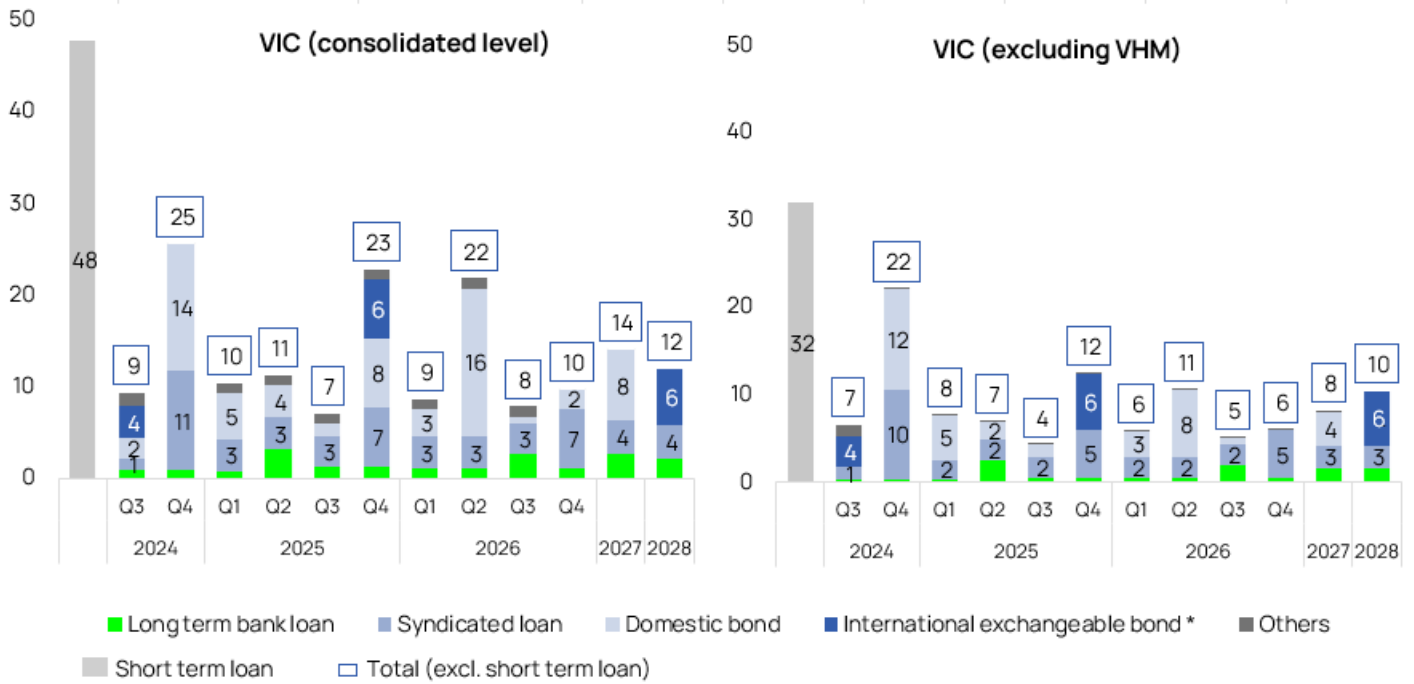
Chúng tôi tin rằng những lo ngại về các TPHĐ có quyền chọn bán vào năm 2024 đã được giảm bớt trong nửa cuối năm 2024 do VIC đã chủ động sắp xếp nguồn vốn. Chúng tôi cũng cho rằng VIC sẽ tiếp tục thu xếp các kế hoạch tái cấp vốn cho khoản TPHĐ vào quý 4/2025 (xem chi tiết trong **Hình 6**).

**Hình 5: Các khoản TPHĐ quốc tế đang lưu hành của VIC**

TPHĐ	Khoản tiền gốc (tr USD)	Giá trị đang lưu hành (tr USD)	Ngày phát hành	Ngày 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 <sup>(1)</sup>	2021	2026	Tháng 4/2024	3%	Cổ phần VHM	<a href="#">Link</a>
Vingroup 250 triệu USD 10% đáo hạn năm 2028 (niêm yết)	250	250 <sup>(2)</sup>	2023	2028	Tháng 11/2026	10%	Cổ phần VHM	<a href="#">Link</a>
Vingroup/VinFast 625 triệu USD đáo hạn năm 2027 (phát hành riêng lẻ)	625	252,5 <sup>(3)</sup>	2022	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	141 <sup>(4)</sup>	2021	2026	Tháng 9/2024	3,25%	Cổ phần VIC	<a href="#">Link</a>
Vinpearl 150 triệu USD 9,5% đáo hạn năm 2029 (niêm yết)	150	150 <sup>(5)</sup>	2024	2029	Chưa có thông tin	9,5%	Cổ phần VIC	Chưa công bố

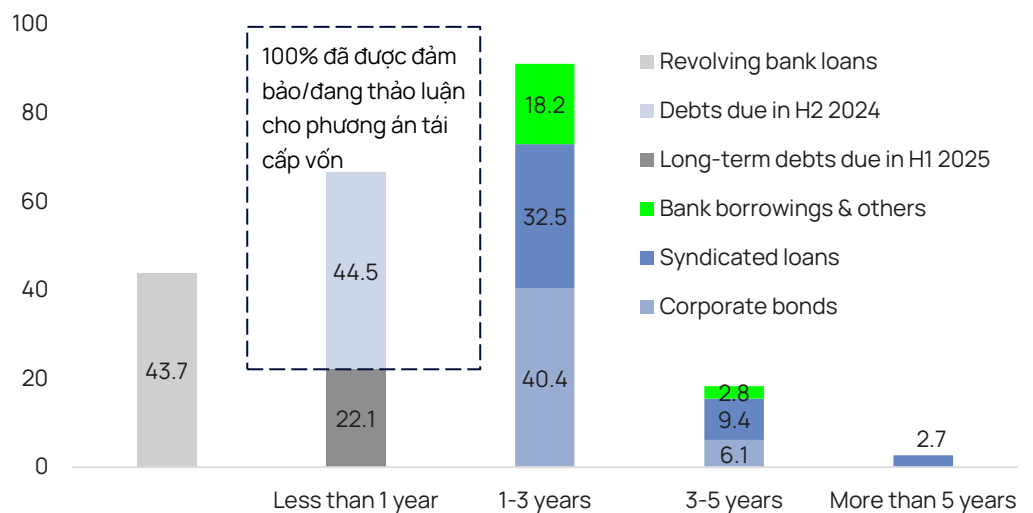
Nguồn: Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 15/08/2024). Lưu ý: **(1)** Tính đến cuối tháng 4/2024, VIC đã sử dụng tiền mặt để mua lại 50% của khoản tiền gốc 500 triệu USD; **(2)** Khoản tiền thu được được sử dụng để mua lại 50% của lô TPHĐ Vingroup 500 triệu USD 3% đáo hạn năm 2026; **(3)** VIC đã mua lại 312,5 triệu USD vào tháng 4/2024 và 60 triệu USD vào tháng 7/2024, 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)** Vào tháng 8/2024, Vinpearl đã mua lại 284 triệu USD của khoản tiền gốc 425 triệu USD; **(5)** Theo VIC, 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, sẽ 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 6: Tổng nợ vay của VIC theo loại hình và thời gian đáo hạn (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 2/2024 (\*)



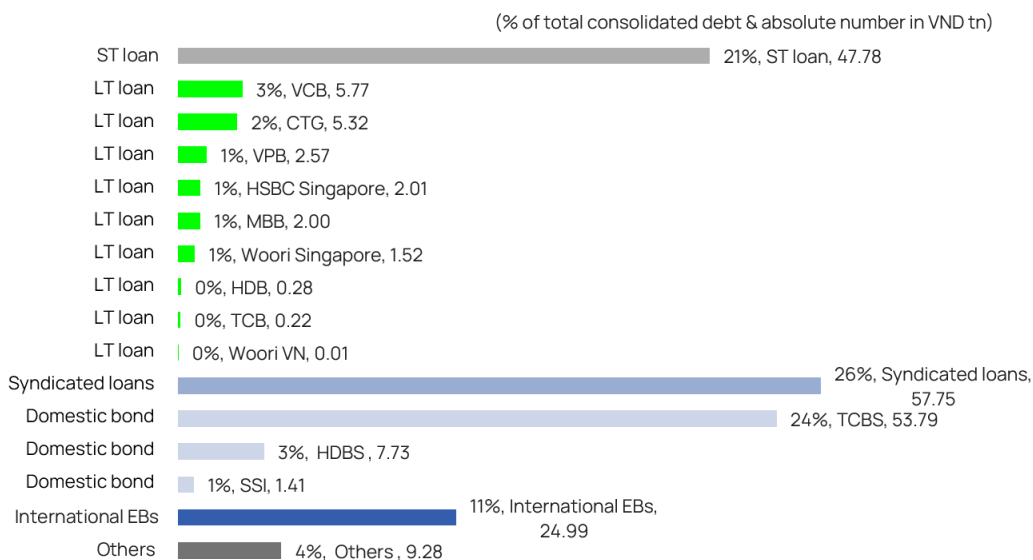
Nguồn: Báo cáo tài chính quý 2/2024 của các công ty, ước tính của Vietcap. (\*) Dữ liệu phản ánh các TPHĐ quốc tế đã thu xếp kế hoạch tái cấp vốn và phát hành mới tính từ đầu năm đến nay; chúng tôi dự báo số dư còn lại của lô TPHĐ Vinpearl trị giá 425 triệu USD đáo hạn vào năm 2026 (tương đương 141 triệu USD) sẽ được mua lại vào tháng 9/2024, do VIC đã thu xếp một khoản vay hợp vốn quốc tế để giải quyết phần lớn khoản nợ gốc.

Hình 7: Cơ cấu dư nợ vay của VIC (nghìn tỷ đồng) tính đến cuối quý 2/2024



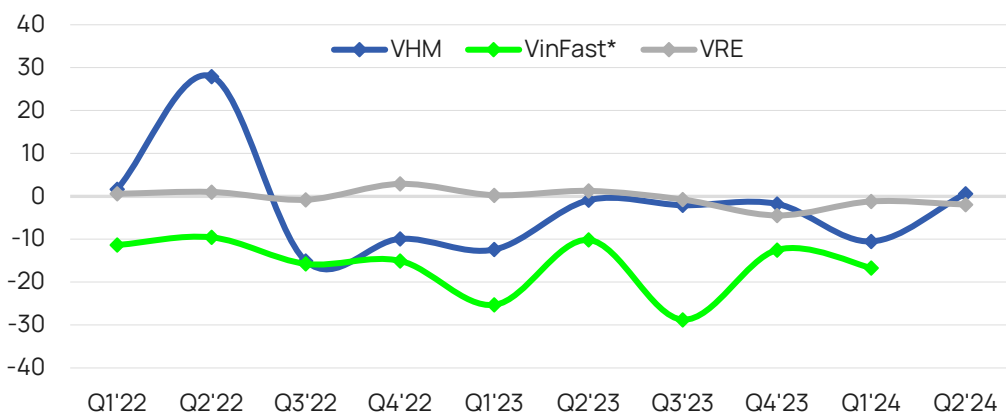
Nguồn: VIC, Vietcap tổng hợp

**Hình 8: Cơ cấu nợ vay của VIC phân loại theo bên cho vay/bên thu xếp tính đến cuối quý 2/2024**



Nguồn: Báo cáo tài chính quý 2/2024 của VIC, Vietcap

**Hình 9: 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-quý 2/2024 (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, Vietcap. (\*) Báo cáo tài chính của VinFast theo tiêu chuẩn US GAAP, trong khi VHM và VRE theo Chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS); Báo cáo tài chính quý 2/2024 của VinFast chưa được công bố.



## Triển vọng giai đoạn 2024-2026 & Định giá

Hình 10: 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	Dự báo 2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026	CAGR 2024-26		
<b>BẤT ĐỘNG SẢN</b>										
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tiếp tục tận dụng nhu cầu nhà ở mạnh mẽ với thương hiệu đã được chứng minh là <b>Vinhomes</b>.</li> <li>Sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam với quỹ đất nhà ở của Vinhomes là 185,4 triệu m<sup>2</sup>.</li> <li>Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2024-2025 của VHM sẽ đạt 180 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai (bao gồm Royal Island mới mở bán) và các dự án mới dự kiến (Cổ Loa và Wonder Park).</li> </ul>	<b>Doanh thu</b>	79	55	94	92	97	73	-11%		
	Doanh thu BĐS cốt lõi <sup>(1)</sup>	89	74	112	114	122	106	-4%		
	<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	39	26	33	27	35	27	-1%		
	Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi <sup>(1)</sup>	45	37	45	37	46	40	5%		
	Dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng				91	89	96			
	Dự báo tiền thu từ giá trị hợp đồng bán hàng				129	120	108			
Dự báo tổng chi phí phát triển dự án				107	52	55				
<b>KHÁCH SẠN NGHỈ DƯỠNG</b>										
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Vinpearl</b> chiếm 46% thị phần phân khúc khách sạn 5 sao tại Việt Nam vào năm 2018, dựa trên số lượng phòng.</li> <li>30 khách sạn &amp; khu nghỉ dưỡng với 11.400 phòng<sup>(3)</sup>.</li> <li>Trong quý 1/2024, Vinpearl đã chuyển nhượng danh mục biệt thự biển và căn hộ nghỉ dưỡng cho các đối tác trong nước.</li> <li>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.</li> </ul>	<b>Doanh thu</b>	3,2	6,7	8,7	7,6	8,8	10,1	15%		
	% doanh thu của VIC	3%	7%	5%	4%	5%	6%			
	<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	-10,9	-5,9	-4,7	-1,3	0,3	1,4	N.M.		
	% biên lợi nhuận từ HĐKD	-336%	-88%	-54%	-17%	4%	14%			
<b>CÔNG NGHIỆP</b>										
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>VinFast</b> khởi công xây dựng 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.</li> <li>Lỗ HĐKD dự kiến duy trì trong trung hạn.</li> <li>Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là thị trường chính trong dự báo của chúng tôi đối với số lượng xe bán giao của VinFast giai đoạn 2024-25.</li> </ul>	<b>Doanh thu</b>	16,9	13,1	28,1	38,7	42,6	47,5	11%		
	% doanh thu của VIC	13%	13%	17%	23%	25%	30%			
	<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	-23,0	-32,9	-34,0	-29,0	-26,2	-25,4	N.M.		
	% biên lợi nhuận từ HĐKD	-136%	-252%	-121%	-75%	-62%	-53%			
	Doanh số bán ô tô (nghìn chiếc)	35,7	24,0	34,8	56,9	65,7	74,8	15%		
Tổng vốn đầu tư XDCB				18,0	23,8	23,2				
<b>Doanh thu của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)</b>					<b>LN từ HĐKD của VIC theo mảng kinh doanh (nghìn tỷ đồng)</b>					

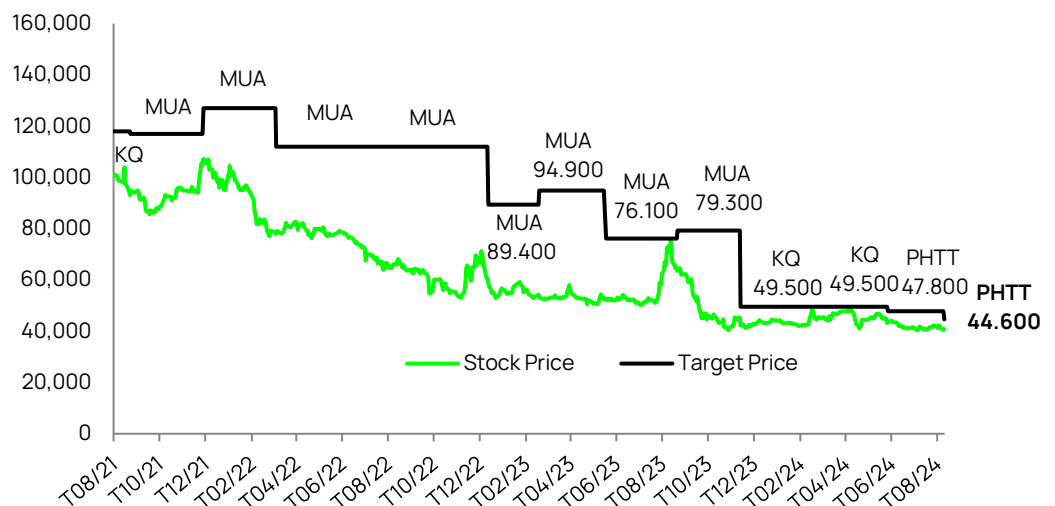
Nguồn: BCTC của VIC, dự báo của Vietcap cho giai đoạn 2024-2026. Lưu ý: (1) Doanh thu/LN từ HĐKD cốt lõi của mảng bán BĐS bao gồm (a) doanh thu/LSNT từ HĐKD từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và (b) doanh số bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính; (2) Không hợp nhất VRE (mảng cho thuê bán lẻ và bán BĐS) từ năm 2024; (3) Bao gồm các khách sạn do Vinpearl sở hữu, 64% được quản lý bởi Meliá Hotels và Marriott.

Hình 11: 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 chiết khấu cho VHM.	182.975	72%*	123.597**	4,9
Cho thuê bán lẻ	Tỷ suất vốn hóa	RNAV chiết khấu cho VRE.	45.597	18%**	8.390	0,3
Công nghiệp	Giá trị sổ sách	Dựa trên giá trị tài sản của mảng kinh doanh được báo cáo tính đến cuối quý 2/2024.	179.597	51%	91.594	3,6
Khách sạn nghỉ dưỡng	Chiết khấu dòng tiền	Dòng tiền tự do chiết khấu ước tính đến giữa năm 2024 với WACC là 13,8%.	41.944	86%	35.883	1,4
Y tế & giáo dục	Hệ số P/S	Doanh thu trung bình giai đoạn 2024-25 với P/S là 3,0 lần (y tế) và 2,0 lần (giáo dục).	28.000	61-75%	19.163	0,8
<b>Tổng NAV</b>					<b>278.627</b>	<b>11,0</b>
Nợ vay ròng***					-67.998	-2,7
<b>Giá trị tài sản ròng (NAV)</b>					<b>210.629</b>	<b>8,3</b>
Chiết khấu %					20%	
<b>NAV chiết khấu</b>					<b>168.503</b>	
Số lượng cổ phiếu pha loãng **** (triệu)					3.775	
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>					<b>44.600</b>	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)					40.800	
Tỷ lệ tăng					+9,3%	

Nguồn: Dự báo Vietcap; USD/VND=25.400. Lưu ý: (\*) Chúng tôi giả định 185 triệu cổ phiếu VHM (tương ứng 50% tổng số cổ phiếu mua lại theo kế hoạch của VHM) sẽ được mua lại; (\*\*) đã đưa kế hoạch thoái toàn bộ vốn tại SDI bao gồm tỷ lệ sở hữu thực tế của SDI tại VRE và lợi ích kinh tế thiểu số tại các dự án Vũ Yên và Hạ Long Xanh của SDI vào định giá của chúng tôi; (\*\*\*) Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn và nợ vay theo tỷ lệ tại các công ty con của VIC tại cuối năm 2025, 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.

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap dành cho VIC (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 13: Báo cáo Tài chính của VIC

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>161.428</b>	<b>167.521</b>	<b>172.298</b>	<b>157.487</b>
Giá vốn hàng bán	-137.919	-141.182	-133.767	-124.739
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23.508</b>	<b>26.339</b>	<b>38.531</b>	<b>32.747</b>
Chi phí bán hàng	-12.514	-15.269	-15.930	-15.877
Chi phí quản lí DN	-13.463	-12.619	-13.177	-13.151
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>-2.469</b>	<b>-1.549</b>	<b>9.425</b>	<b>3.720</b>
Doanh thu tài chính	20.502	36.446	19.885	22.604
Chi phí tài chính	-22.841	-26.361	-24.315	-25.213
Trong đó, chi phí lãi vay	-17.246	-20.273	-22.315	-23.213
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-98	898	805	941
Lợi nhuận/(chi phí) khác	18.675	3.300	10.000	10.000
<b>LNTT</b>	<b>13.769</b>	<b>12.734</b>	<b>15.800</b>	<b>12.051</b>
Thuế TNDN	-11.713	-10.834	-10.415	-9.585
LNST trước CĐTS	<b>2.056</b>	<b>1.900</b>	<b>5.385</b>	<b>2.466</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-101	-699	2.104	-723
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>2.157</b>	<b>2.599</b>	<b>3.281</b>	<b>3.189</b>
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>2.157</b>	<b>2.599</b>	<b>3.281</b>	<b>3.189</b>
EBITDA	15.137	16.977	29.177	24.556
EPS báo cáo, VND	565	699	882	857
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	58,6%	3,8%	2,9%	-8,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	N.M	N.M	N.M	-60,5%
Tăng trưởng LNTT	7,9%	-7,5%	24,1%	-23,7%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-76,1%	23,7%	26,2%	-2,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	14,6%	15,7%	22,4%	20,8%
Biên LN từ HĐ %	-1,5%	-0,9%	5,5%	2,4%
Biên EBITDA	9,4%	10,1%	16,9%	15,6%
Biên LNST sau CĐTS	1,3%	1,6%	1,9%	2,0%
ROE %	1,9%	2,3%	2,8%	2,6%
ROA%	0,3%	0,3%	0,7%	0,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	253,0	258,6	331,9	420,7
Số ngày phải thu	59,6	59,0	57,9	66,6
Số ngày phải trả	94,5	90,2	95,2	102,0
TG luân chuyển tiền	218,2	227,4	294,7	385,3
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x
CS thanh toán nhanh	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	31,9%	32,0%	33,8%	34,8%
Nợ/Vốn sử dụng	59,0%	59,2%	60,2%	60,7%
Nợ/Vốn CSH	120,3%	120,4%	130,9%	134,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,1x	-0,1x	0,4x	0,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	27.983	31.613	26.375	28.104
Đầu tư TC ngắn hạn	6.999	6.999	6.999	6.999
Các khoản phải thu	168.115	165.302	170.639	176.390
Hàng tồn kho	92.624	107.405	135.879	151.653
TS ngắn hạn khác	47.817	43.035	38.732	34.858
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>343.536</b>	<b>354.353</b>	<b>378.622</b>	<b>398.004</b>
TS dài hạn (gộp)	359.457	395.451	424.441	452.920
- Khấu hao lũy kế	-67.998	-86.524	-106.277	-127.113
TS dài hạn (ròng)	291.459	308.927	318.165	325.806
Đầu tư TC dài hạn	14.605	14.605	14.605	14.605
TS dài hạn khác	18.055	27.196	27.689	28.342
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>324.119</b>	<b>350.729</b>	<b>360.459</b>	<b>368.754</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>667.656</b>	<b>705.082</b>	<b>739.081</b>	<b>766.758</b>
Phải trả ngắn hạn	34.874	34.874	34.874	34.874
Nợ ngắn hạn	116.235	92.966	92.966	92.966
Nợ ngắn hạn khác	250.189	265.537	263.393	265.624
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>401.298</b>	<b>393.378</b>	<b>391.234</b>	<b>393.464</b>
Nợ dài hạn	97.018	132.357	157.115	174.095
Nợ dài hạn khác	21.118	24.225	25.225	26.225
<b>Tổng nợ</b>	<b>519.434</b>	<b>549.960</b>	<b>573.574</b>	<b>593.785</b>
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	14.106	16.705	19.986	23.175
Vốn khác	20.666	20.666	20.666	20.666
Lợi ích CĐTS	34.481	38.782	45.886	50.162
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>148.222</b>	<b>155.122</b>	<b>165.507</b>	<b>172.973</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>667.656</b>	<b>705.082</b>	<b>739.081</b>	<b>766.758</b>
CP lưu hành cuối năm* (tr)	3.720	3.720	3.720	3.720

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>26.213</b>	<b>27.983</b>	<b>31.613</b>	<b>26.375</b>
Lợi nhuận sau thuế	2.157	2.599	3.281	3.189
Khấu hao	17.606	18.526	19.753	20.836
Thay đổi vốn lưu động	-26.867	1.366	-31.963	-15.017
Điều chỉnh khác	-12.907	-32.285	312	-405
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-20.012</b>	<b>-9.793</b>	<b>-8.617</b>	<b>8.604</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-54.548	-35.994	-28.990	-28.478
Đầu tư, ròng	27.563	33.046	507	347
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-26.985</b>	<b>-2.948</b>	<b>-28.483</b>	<b>-28.131</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	97	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	75.641	-23.269	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-32.653	35.339	24.758	16.980
Tiền từ các hoạt động TC khác	5.633	4.301	7.104	4.277
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>48.718</b>	<b>16.371</b>	<b>31.863</b>	<b>21.257</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>1.769</b>	<b>3.630</b>	<b>-5.238</b>	<b>1.729</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>27.983</b>	<b>31.613</b>	<b>26.375</b>	<b>28.104</b>

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

## Vinhomes (VHM)

KHẢ QUAN +16,0%

Ngành	Bất động sản
Ngày báo cáo	15/08/2024
Giá hiện tại	37.850 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>43.900 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	54.200 VND
TL tăng	+16,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+16,0%</b>

GT vốn hóa	162.5 nghìn tỷ đồng
Room KN	57.5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	382.5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	4,35 bn
Pha loãng	4,35 bn

	VHM	VNI
P/E (trượt)	7,0x	14,8x
P/B (hiện tại)	0,9x	1,7x
ROE	13,0%	12,3%
ROA	5,3%	1,9%

## Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 69%, 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-Q2 2024) và 38% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-Q2 2024), theo CBRE.

## Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực  
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	103.557	108.384	108.657	85.970
% YoY	66,0%	4,7%	0,3%	-20,9%
LN từ HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)*	38.563	36.862	46.152	40.918
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	33.371	29.726	36.157	32.780
% YoY	15,7%	-10,9%	21,6%	-9,3%
EPS	15,7%	-10,9%	27,0%	-9,3%
GT hợp đồng bán hàng (tỷ đồng)	87.000	90.700	89.000	95.800
Biên lợi nhuận gộp	34,5%	32,2%	39,8%	40,4%
Biên LN từ HĐKD cốt lõi*	35,8%	32,4%	37,7%	38,7%
Biên lợi nhuận ròng	32,2%	27,4%	33,3%	38,1%
ROE	20,6%	15,6%	16,4%	12,9%
Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu	21,2%	25,8%	17,8%	11,7%
P/E	4,9x	5,5x	4,4x	4,8x
P/B	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x

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

## Các dự án mới mở bán dự kiến hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận năm 2025

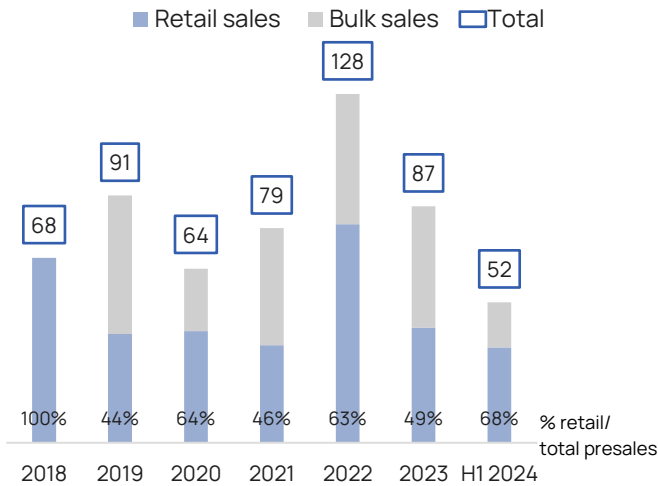
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 19% giá mục tiêu xuống còn 43.900 đồng/cổ phiếu và hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN cho CTCP Vinhomes (VHM). Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do (1) chúng tôi tăng chiết khấu RNAV từ 30% lên 45%, một phần được bù đắp bởi (2) mức tăng 17% trong dự báo doanh số bán hàng năm 2024 của chúng tôi do doanh số bán hàng tốt hơn dự kiến trong nửa đầu năm 2024 tại Royal Island và (3) tác động tích cực của việc mua lại cổ phiếu theo giả định của chúng tôi.
- Chúng tôi cho rằng VHM có vị thế tốt để tăng trưởng trong lĩnh vực bất động sản nhà ở của Việt Nam trong dài hạn với vị thế dẫn đầu thị trường, quỹ đất lớn và thành tích đã được chứng minh trong hoạt động phát triển dự án quy mô lớn. Định giá hấp dẫn với P/B dự phóng các năm 2024/25 lần lượt là 0,8 lần/0,7 lần.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 là 29,7 nghìn tỷ đồng (-11% YoY), chủ yếu nhờ vào bàn giao BĐS theo tiến độ tại các dự án đã triển khai (bao gồm Royal Island mới mở bán) và ghi nhận doanh số bán lô lớn. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm so với cùng kỳ chủ yếu do dự kiến ghi nhận doanh số bán lô lớn thấp hơn so với năm 2023.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 22% so với dự báo năm 2024 lên 36,2 nghìn tỷ đồng nhờ vào bàn giao theo tiến độ tại các dự án đã triển khai (chiếm khoảng 70% dự báo doanh thu bất động sản cốt lõi năm 2025 của chúng tôi) và các dự án mới mở bán trong giai đoạn nửa cuối năm 2024-2025. Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 thêm 17% do chúng tôi tăng dự báo doanh số bán hàng năm 2024 cao hơn.
- Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2024-2025 của VHM sẽ đạt 180 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi doanh số bán hàng dự kiến từ các dự án đang triển khai (bao gồm Royal Island) và các dự án mới dự kiến (bao gồm Cổ Loa và Wonder Park).
- Rủi ro: Tiến độ mở bán lẻ tại các đại dự án mới chậm hơn dự kiến.

**Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (backlog) lớn và các dự án mới hỗ trợ triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2024-26.** Tính đến cuối quý 2/2024, doanh số bán hàng chưa ghi nhận của VHM lên tới 118,7 nghìn tỷ đồng (+33% YoY). Chúng tôi dự báo hoạt động bàn giao từ các dự án đã ra mắt hiện tại (bao gồm Royal Island) và các dự án mới dự kiến (bao gồm Cổ Loa và Wonder Park) sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2024-26 của chúng tôi, lần lượt đóng góp 69% và 31% vào tổng dự báo doanh thu bất động sản cốt lõi giai đoạn 2024-26 của chúng tôi là 342 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng các dự án mới Cổ Loa và Wonder Park (Hà Nội) sẽ lần lượt mở bán vào nửa cuối năm 2024 và 2025.

**Kế hoạch mua lại tối đa khoảng 370 triệu cổ phiếu quỹ (8,5% số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại).** VHM sẽ xin ý kiến chấp thuận bằng văn bản của cổ đông (dự kiến hoàn tất việc thu thập ý kiến vào giữa tháng 9/2024) và sau đó xin ý kiến chấp thuận của UBCKNN cho kế hoạch mua lại

cổ phiếu này. Do thời gian và biên độ giá thực hiện kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ chưa được công bố, trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi giả định VHM sẽ mua lại 50% trong số 370 triệu cổ phiếu được đề xuất, tương đương với 185 triệu cổ phiếu với giá mua lại giả định là 37.200 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 14/8) vào cuối năm 2024.

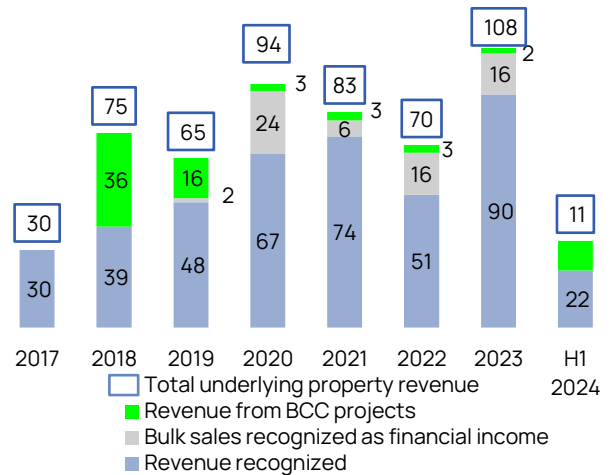
Hình 14: Giá trị hợp đồng bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)



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 15: Doanh thu mảng bất động sản của VHM (nghìn tỷ đồng)

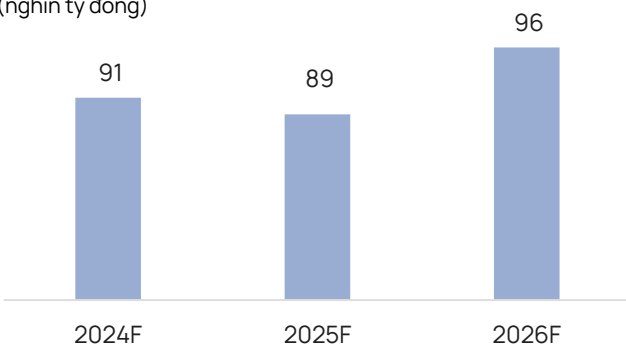
Giá trị bán hàng chưa ghi nhận tính đến cuối quý 2/2024: **118,7 nghìn tỷ đồng**



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 16: Dự báo doanh số bán hàng của VHM

(nghìn tỷ đồng)

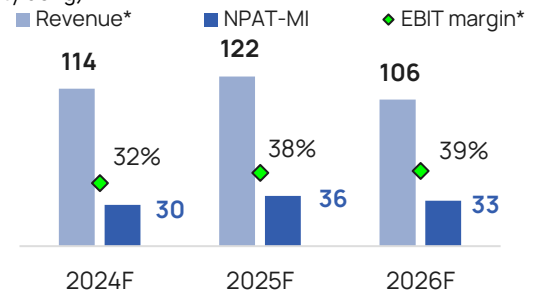


Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2024F	2025F	2026F
OP 2	10%	5%	0%
OP 3	16%	9%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	8%	0%	0%
Royal Island (Vũ Yên)	51%	22%	21%
Wonder Park	0%	15%	12%
Cổ Loa	6%	26%	21%
Golden Avenue	7%	9%	0%
International University Township	0%	11%	27%

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: OP = Ocean Park.

Hình 17: Dự báo doanh thu BĐS cốt lõi, biên LN từ HĐKD, và LNST sau lợi ích CĐTS của VHM

(nghìn tỷ đồng)



Các dự án chính (% đóng góp, Vietcap)	2024F	2025F	2026F
OP 2	27%	14%	0%
OP 3	36%	16%	0%
OP 1, Smart City, Grand Park	14%	12%	0%
Royal Island (Vũ Yên)	18%	21%	31%
Wonder Park	0%	8%	14%
Cổ Loa	0%	17%	14%
Golden Avenue	3%	5%	6%
International University Township	0%	5%	34%

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

Hình 18: Doanh số bán hàng của các dự án Vinhomes quy mô lớn đã mở bán

Tên dự án	Tổng số căn*	Tổng số tòa cao tầng	Số căn đã bán**	Số tòa đã bán**	Hình thức bán hàng	Sản phẩm	Thời gian ghi nhận bàn giao***	Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (nghìn tỷ đồng)	Số căn còn lại (% so với tổng số căn)
Ocean Park 1 (Hà Nội)	Khoảng 48.000	66	3.500	N/A	Lô lớn	Thấp tầng	2019	1,3	Khoảng 170 (1%)
			28.000	30	Lô lớn	Cao tầng	2019-2025		
			17.400	27	Bán lẻ	Cao tầng	2019-2025		
Smart City (Hà Nội)	Khoảng 46.100	58	37.900	25	Lô lớn	Cao tầng	2019-2025	3,5	Khoảng 700 (2%)
			8.400	18	Bán lẻ	Cao tầng	2020-2025		
Grand Park (TP.HCM)	Khoảng 44.900	71	29.500	50	Lô lớn	Cao tầng	2020-2021	9,6	Khoảng 800 (2%)
			200	N/A	Lô lớn	Thấp tầng	2021		
			12.800	21	Bán lẻ	Cao tầng	2020-2025		
			1.400	N/A	Bán lẻ	Thấp tầng	2021		
Ocean Park 2 (Hưng Yên)	14.400 căn thấp tầng và 24 tòa cao tầng	24	7.000	N/A	Lô lớn	Thấp tầng	2021-2025	16,9	Khoảng 2.100 (15% tổng số căn thấp tầng)
			6.300	N/A	Bán lẻ	Thấp tầng	2022-2025		
			10.900	24	Lô lớn	Cao tầng	2022		
Ocean Park 3 (Hưng Yên)	9.300 căn thấp tầng và 10 tòa cao tầng	10	4.500	N/A	Lô lớn	Thấp tầng	2022-2025	17,4	Khoảng 3.300 (35% tổng số căn thấp tầng)
			2.900	N/A	Bán lẻ	Thấp tầng	2023-2025		
			4.100	10	Lô lớn	Cao tầng	2022		
Royal Island (Hải Phòng)	8.300 căn thấp tầng	0	3.000	0	Lô lớn	Thấp tầng	2024-2025	41,7	Khoảng 2.500 (30%)
			2.800	0	Bán lẻ	Thấp tầng	2024-2029		
<b>Tổng cộng</b>	<b>~ 186.000</b>	<b>229</b>	<b>~ 176.000</b>					<b>~ 90</b>	<b>~ 10.000</b>

Nguồn: VHM, Vietcap tổng hợp và ước tính. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 2/2024; (\*) 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 lô lớn; (\*\*) Ước tính của Vietcap; (\*\*\*) Giả định của Vietcap.

Hình 19: Dự báo của Vietcap đối với HỖXĐ/bàn giao các dự án chính của Vinhomes

Dự án	Vị trí	Diện tích (nghìn m <sup>2</sup> )	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Star City	Thanh Hóa	1.185															
Ocean Park	Hà Nội	4.200															
Smart City	Hà Nội	2.800															
Grand Park	TP.HCM	2.710															
Wonder Park	Hà Nội	1.330															
Ocean Park 2	Hưng Yên	4.050															
Ocean Park 3	Hưng Yên	2.940															
Sky Park	Bắc Giang	11															
Golden Avenue	Quảng Ninh	1.160															
Quảng Trị - nhà ở xã hội	Quảng Trị	20															
Thanh Hóa - social housing	Thanh Hóa	90															
Mễ Trì	Hà Nội	740															
Cổ Loa	Hà Nội	3.850															
Royal Island (Vũ Yên)	Hải Phòng	8.772															
Dương Kinh Kiến Thụy	Hải Phòng	2.406															
Galaxy	Hà Nội	110															
Gallery	Hà Nội	68															
Lehman Golf	TP.HCM	2.000															
Tây Tăng Long	TP.HCM	1.293															
Hóc Môn	TP.HCM	2.000															
International University Township	TP.HCM	9.239															
Làng Vân	Đà Nẵng	10.447															
Hạ Long Xanh	Hạ Long	79.466															
Long Beach Cần Giờ	TP.HCM	28.500															

Nguồn: VHM, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chủ yếu cho mục đích minh họa; 8 dự án cuối dự kiến sẽ tiếp tục sau năm 2032. Từ tháng 8/2023 đến nay, VHM đã nhận được sự chấp thuận để trở thành chủ đầu tư cho các dự án tại Khánh Hòa (1.254 ha), Long An - Đức Hòa Hậu Nghĩa (197 ha) và Phước Vĩnh Tây (1.090 ha), Tuyên Quang (540 ha) và Bắc Giang (134 ha) và đã đăng ký làm chủ đầu tư cho một dự án tại Long An - Tân Mỹ (931 ha) và một dự án tại Hà Nội (268 ha); chúng tôi chưa đưa các dự án này vào dự báo và định giá của chúng tôi.

Hình 20: Tóm tắt định giá cho VHM

	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế	
		Tỷ đồng	Tỷ USD
<b>DỰ ÁN NHÀ Ở DÂN DỤNG</b>	<b>83-100%</b>	<b>361.572</b>	<b>14,2</b>
Đã được xây dựng và mở bán		154.749	6,1
Tiềm năng đang phát triển		191.519	7,5
Khác (*)		15.304	0,6
<b>DỊCH VỤ CHO THUÊ &amp; VĂN PHÒNG</b>	<b>100%</b>	<b>27.677</b>	<b>1,1</b>
<b>Tổng NAV dự án</b>		<b>389.249</b>	<b>15,3</b>
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn**		13.972	0,6
(-) Tổng nợ vay		70.538	2,8
<b>Giá trị tài sản ròng</b>		<b>332.683</b>	<b>13,1</b>
Chiết khấu %		45%	
<b>NAV sau chiết khấu</b>		<b>182.975</b>	<b>7,2</b>
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)**		4.169	
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>		<b>43.900</b>	
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)		37.850	
TL tăng		+16,0%	
Dự báo P/E năm 2024 tại giá mục tiêu		6,4x	
Dự báo P/B năm 2024 tại giá mục tiêu		0,9x	
Dự báo P/E năm 2025 tại giá mục tiêu		5,1x	
Dự báo P/B năm 2025 tại giá mục tiêu		0,8x	

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Ghi chú: (\*) Bao gồm khoản phải thu dài hạn từ việc cho VinFast thuê khu công nghiệp. (\*\*) Chúng tôi giả định 185 triệu cổ phiếu sẽ được mua lại với giá mua lại giả định là 37.200 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 14/8).

VHM sẽ xin ý kiến chấp thuận bằng văn bản của cổ đông (dự kiến hoàn tất thu thập ý kiến vào giữa tháng 9/2024) và sau đó xin ý kiến chấp thuận của UBCKNN cho phương án mua lại cổ phiếu quỹ bên dưới. Do thời gian và biên độ giá thực hiện phương án mua lại cổ phiếu quỹ chưa được công bố, trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi giả định VHM sẽ mua lại 50% trong số 370 triệu cổ phiếu dự kiến, tương đương 185 triệu cổ phiếu với giá mua lại giả định là 37.200 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 14/8) vào cuối năm 2024. Theo Luật Chứng khoán (có hiệu lực từ ngày 01/01/2021), công ty sẽ thực hiện thủ tục giảm vốn điều lệ theo tổng giá trị cổ phiếu mua lại trong vòng 10 ngày sau khi thanh toán đầy đủ cho số cổ phiếu mua lại.

Theo Nghị quyết HĐQT ngày 7/8/2024, VHM đã đề xuất phương án mua lại cổ phiếu:

- Tổng số cổ phiếu mua lại: tối đa khoảng 370 triệu cổ phiếu VHM (chiếm 8,5% tổng số cổ phiếu lưu hành).
- Mục đích: đảm bảo quyền lợi của công ty và cổ đông khi giá thị trường của VHM hiện đang thấp hơn giá trị thực.
- Thời gian thực hiện dự kiến: chưa công bố, nhưng sẽ thực hiện sau khi có được sự chấp thuận của UBCKNN.
- Phương thức giao dịch: khớp lệnh và/hoặc thỏa thuận.

Vào cuối quý 2/2024, số dư tiền mặt của VHM (bao gồm tiền gửi ngắn hạn) là 20,9 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu là 24%. Giá trị sổ sách/cổ phiếu của VHM vào cuối quý 2/2024 là 44.209 đồng/cổ phiếu, cao hơn 27% so với giá đóng cửa ngày 6/8 là 34.800 đồng/cổ phiếu.

Sau khi niêm yết vào năm 2018, VHM đã mua vào 60 triệu cổ phiếu quỹ vào cuối năm 2019 với giá bình quân 92.425 đồng/cổ phiếu (tương đương khoảng 71.100 đồng/cổ phiếu nếu điều chỉnh theo biến động số lượng cổ phiếu đang lưu hành) và bán toàn bộ số cổ phiếu này vào quý 3/2021 với



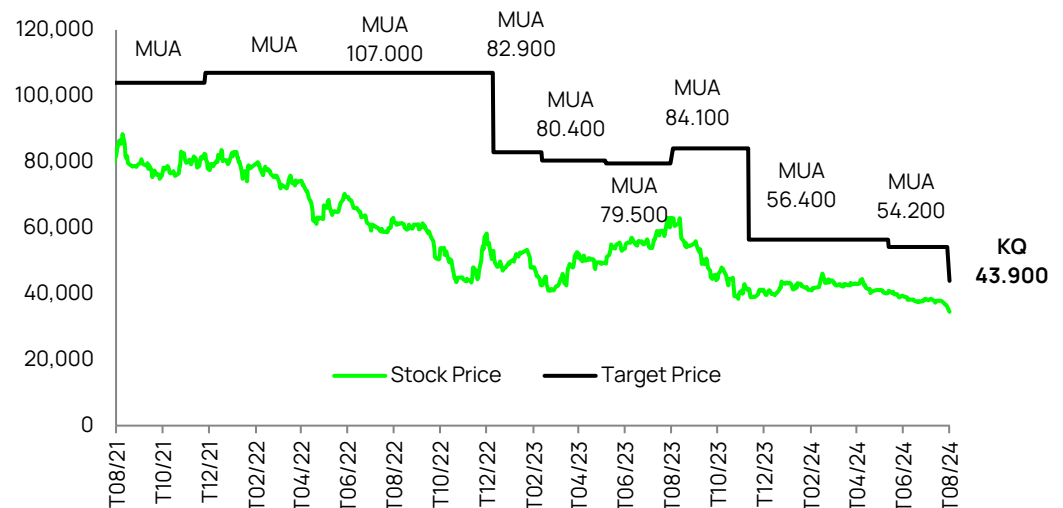
giá bình quân 108.637 đồng/cổ phiếu (tương đương khoảng 83.600 đồng/cổ phiếu nếu điều chỉnh theo biến động số lượng cổ phiếu đang lưu hành).

**Hình 21: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi đối với VHM tương quan với giả định tăng hoặc giảm số lượng cổ phiếu mua lại, các yếu tố khác không đổi**

% tổng số cổ phiếu mua lại theo kế hoạch	0%	25%	50% Kịch bản cơ sở	75%	100%
Tổng số cổ phiếu dự kiến mua lại (triệu)	0	92,5	185	277,5	370
Tổng số tiền mặt dự kiến sẽ trả (tỷ đồng)*	0	3.441	6.882	10.323	13.764
Nợ vay ròng/VCSH dự phóng năm 2024 (%)	22%	24%	26%	28%	30%
Nợ vay ròng/VCSH dự phóng năm 2025 (%)	15%	16%	18%	19%	21%
P/B dự phóng năm 2024 (x)	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
P/B dự phóng năm 2025 (x)	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
GTSS/CP dự phóng năm 2024 (đồng)	48.004	48.239	46.424	48.740	49.007
GTSS/CP dự phóng năm 2025 (đồng)	56.308	56.722	57.156	57.608	58.082
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	4.354	4.262	4.169	4.077	3.984
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>42.900</b>	<b>43.400</b>	<b>43.900</b>	<b>44.400</b>	<b>45.000</b>

Nguồn: Dự báo của Vietcap. (\*) Chúng tôi giả định giá mua lại là 37.200 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 14/8).

**Hình 22: 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 23: Báo cáo Tài chính của VHM

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>103.557</b>	<b>108.384</b>	<b>108.657</b>	<b>85.970</b>
Giá vốn hàng bán	-67.850	-73.534	-65.397	-51.234
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>35.707</b>	<b>34.850</b>	<b>43.259</b>	<b>34.736</b>
Chi phí bán hàng	-3.663	-3.066	-3.822	-3.433
Chi phí quản lý DN	-4.093	-2.359	-2.941	-2.642
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>27.951</b>	<b>29.425</b>	<b>36.497</b>	<b>28.661</b>
Doanh thu tài chính	19.954	14.924	16.955	20.012
Chi phí tài chính	-3.870	-6.464	-6.378	-5.746
Trong đó, chi phí lãi vay	-3.053	-5.077	-6.178	-5.546
Lợi nhuận từ công ty LDLK	11	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-735	-200	0	0
<b>LNTT</b>	<b>43.310</b>	<b>37.685</b>	<b>47.073</b>	<b>42.927</b>
Thuế TNDN	-9.777	-7.537	-9.415	-8.585
LNST trước CĐTS	<b>33.533</b>	<b>30.148</b>	<b>37.659</b>	<b>34.342</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-161	-422	-1.502	-1.562
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>33.371</b>	<b>29.726</b>	<b>36.157</b>	<b>32.780</b>
<b>LNST sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>33.371</b>	<b>29.726</b>	<b>36.157</b>	<b>32.780</b>
EBITDA	29.387	32.283	39.701	32.158
EPS báo cáo, VND	7.664	6.827	8.672	7.862
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng YoY</b>				
Doanh thu thuần	66,0%	4,7%	0,3%	-20,9%
EBIT	9,1%	5,3%	24,0%	-21,5%
LN trước thuế	12,1%	-13,0%	24,9%	-8,8%
EPS báo cáo	15,7%	-10,9%	27,0%	-9,3%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	34,5%	32,2%	39,8%	40,4%
Biên EBIT	27,0%	27,1%	33,6%	33,3%
Biên EBITDA	28,4%	29,8%	36,5%	37,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	32,2%	27,4%	33,3%	38,1%
ROE	20,6%	15,6%	16,4%	12,9%
ROA	8,3%	6,5%	7,6%	6,6%
<b>Chỉ số hiệu quả</b>				
Số ngày tồn kho	321,9	343,2	521,0	831,3
Số ngày phải thu	60,9	67,4	70,5	93,6
Số ngày phải trả	95,4	101,5	114,2	145,7
Chu kỳ luân chuyển tiền	287,4	309,1	477,4	779,2
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,1x	1,2x	1,3x	1,4x
CS thanh toán nhanh	0,2x	0,1x	0,2x	0,1x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
Nợ vay/ Tài sản	12,7%	12,4%	10,5%	7,7%
Nợ vay/ Vốn	23,7%	22,4%	17,9%	13,0%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	21,2%	25,8%	17,8%	11,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	9,2x	5,8x	5,9x	5,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	14.103	6.554	9.988	8.793
Đầu tư TC ngắn hạn	3.834	0	0	0
Các khoản phải thu	19.513	20.489	21.513	22.589
Hàng tồn kho	55.318	82.977	103.721	129.651
TS ngắn hạn khác	149.573	145.448	143.152	142.365
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>242.341</b>	<b>255.467</b>	<b>278.374</b>	<b>303.398</b>
TS cố định (nguyên giá)	13.643	21.362	24.857	28.388
- Khấu hao lũy kế	-1.972	-8.220	-10.848	-13.650
TS cố định (ròng)	11.671	13.142	14.009	14.738
Đầu tư TC dài hạn	7.760	10.375	10.375	10.375
TS dài hạn khác	182.858	203.414	206.763	210.199
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>202.290</b>	<b>226.931</b>	<b>231.147</b>	<b>235.311</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>444.631</b>	<b>482.398</b>	<b>509.520</b>	<b>538.709</b>
Phải trả ngắn hạn	20.452	20.452	20.452	20.452
Nợ vay ngắn hạn	18.290	16.461	14.815	13.333
Nợ ngắn hạn khác	172.331	177.877	174.348	181.666
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>211.073</b>	<b>214.790</b>	<b>209.614</b>	<b>215.452</b>
Nợ vay dài hạn	38.394	43.119	38.447	28.076
Nợ dài hạn khác	12.527	18.586	17.898	17.279
<b>Tổng nợ</b>	<b>261.994</b>	<b>276.496</b>	<b>265.960</b>	<b>260.807</b>
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	43.544	41.694	41.694	41.694
Thặng dư vốn cổ phần	1.260	-3.772	-3.772	-3.772
Lợi nhuận giữ lại	133.392	163.118	199.274	232.054
Vốn khác	1.106	1.106	1.106	1.106
Lợi ích CĐTS	3.335	3.756	5.258	6.820
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>182.636</b>	<b>205.902</b>	<b>243.561</b>	<b>277.902</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>444.631</b>	<b>482.398</b>	<b>509.520</b>	<b>538.709</b>
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	4.354	4.169	4.169	4.169

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>10.817</b>	<b>14.103</b>	<b>6.554</b>	<b>9.988</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	33.371	29.726	36.157	32.780
Khấu hao	1.436	2.858	3.204	3.497
Thay đổi vốn lưu động	-21.951	-20.633	-23.912	-18.315
Điều chỉnh khác	-11.340	5.497	910	-585
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>1.517</b>	<b>17.448</b>	<b>16.359</b>	<b>17.376</b>
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-7.213	-7.719	-3.495	-3.530
Khác	-11.419	-13.715	-4.613	-4.750
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>-18.632</b>	<b>-21.434</b>	<b>-8.108</b>	<b>-8.281</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	6	-6.882	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	2.960	-1.829	-1.646	-1.481
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	17.518	4.725	-4.673	-10.371
Khác	-81	422	1.502	1.562
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>20.401</b>	<b>-3.564</b>	<b>-4.817</b>	<b>-10.290</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>3.286</b>	<b>-7.549</b>	<b>3.434</b>	<b>-1.195</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>14.103</b>	<b>6.554</b>	<b>9.988</b>	<b>8.793</b>

Nguồn: VHM, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi giả định 185 triệu cổ phiếu sẽ được mua lại với giá mua lại giả định là 37.200 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 14/8) vào cuối năm 2024.

## Vincom Retail (VRE)

KHẢ QUAN +12,9%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	15/08/2024
Giá hiện tại	17.800 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>20.100 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	31.900 VND
TL tăng	+12,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+12,9%</b>
GT vốn hóa	40 nghìn tỷ đồng
Room KN	10.6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	190 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 bn
Pha loãng	2,3 bn

	VRE	Peer*	VNI
P/E (trượt)	9,0x	17,7x	14,8x
P/B (ht)	1,0x	2,3x	1,7x
ROE	11,9%	14,0%	12,3%
ROA	9,3%	5,0%	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 1,81 triệu m<sup>2</sup>.

Tính đến cuối quý 2/2024, VIC nắm giữ 31% cổ phần của VRE và sẽ giảm xuống còn 18,4% tổng số cổ phần của VRE sau khi hoàn tất quá trình thoái vốn theo kế hoạch trong năm 2024.

## Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực  
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.791	9.159	9.833	11.156
% YoY	33,0%	-6,5%	7,4%	13,5%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	4.566	4.171	4.585	5.406
NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.746	5.793	6.338	7.283
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	4.409	4.182	4.373	5.116
% YoY	58,8%	-5,1%	4,6%	17,0%
EPS	58,8%	-5,1%	4,6%	17,0%
Biên LN gộp	54,6%	53,9%	54,8%	56,3%
Biên LN từ HĐKD	46,6%	45,5%	46,6%	48,5%
Biên LN ròng	45,0%	45,7%	44,5%	45,9%
ROE	12,4%	10,5%	9,9%	10,5%
Nợ vay ròng/CSH	-3,3%	-8,2%	-14,7%	-20,4%
P/E	9,2x	9,7x	9,2x	7,9x
P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x

## Lợi nhuận cho thuê bán lẻ dự kiến tăng trưởng trong năm 2025

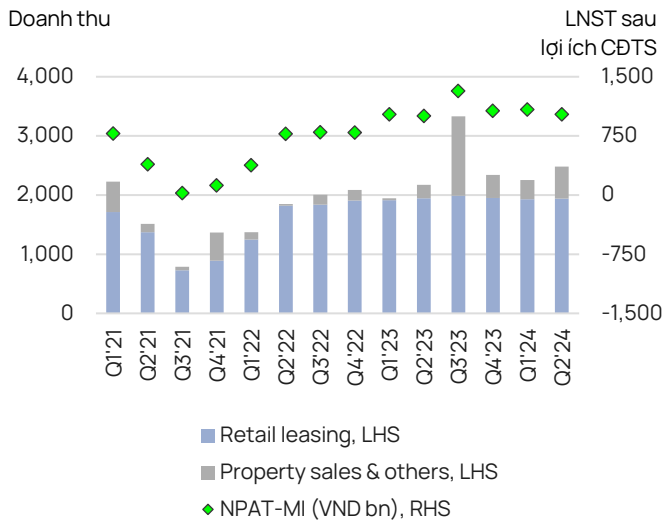
- Chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN và điều chỉnh giảm 37% giá mục tiêu xuống còn 20.100 đồng/cổ phiếu cho CTCP Vincom Retail (VRE). Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu là do (1) chúng tôi tăng chiết khấu RNAV từ 20% lên 45%, (2) chúng tôi dự báo thu nhập hoạt động ròng (NOI) mảng cho thuê các năm 2024/25 thấp hơn (chủ yếu đối với các trung tâm thương mại Vincom Plaza và Vincom+) do KQKD nửa đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến và (3) số dư nợ vay ròng cao hơn vào cuối quý 2/2024.
- Chúng tôi tin rằng VRE, với vị thế dẫn đầu, có khả năng tốt để tận dụng sự phát triển của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam. Định giá của VRE hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2024/25 lần lượt là 9,7 lần/9,2 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với trung vị P/E trung bình 3 tháng dự phóng năm 2024 của các công ty cùng ngành trong khu vực là 17,2 lần, bên cạnh, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng của chúng tôi cho VRE trong giai đoạn 2024-2028 là 9%. Chúng tôi tiếp tục dự báo diện tích sàn (GFA) cho thuê bán lẻ mới bình quân khoảng 106.000 m<sup>2</sup>/năm trong giai đoạn 2025-28.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9%/9%/8% dự báo NOI mảng cho thuê của công ty trong các năm 2024/25/26, tương ứng do biên lợi nhuận dự kiến thấp hơn và kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung tâm thương mại (TTTM) cải thiện nhẹ hơn (chủ yếu là các TTTM Vincom Plaza và Vincom+) dựa theo KQKD nửa đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến. Việc điều chỉnh giảm dự báo NOI mảng cho thuê của chúng tôi một phần được bù đắp bởi (i) đóng góp từ mảng bán bất động sản dự kiến cao hơn và (ii) thu nhập tài chính tăng, chủ yếu từ lãi tiền gửi của các khoản đặt cọc để phát triển TTTM theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC/VHM. Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 nhưng điều chỉnh giảm 6%/5% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận cải thiện chậm hơn dự kiến; tiến độ phát triển dự án theo BCC với VIC/VHM chậm hơn dự kiến.

**Lợi nhuận mảng cho thuê bán lẻ dự kiến sẽ tăng vào năm 2025.** Theo VRE, biên lợi nhuận gộp và biên NOI của mảng cho thuê bán lẻ giảm YoY trong nửa đầu năm 2024 chủ yếu do 1) chi phí năng lượng tăng, 2) chi phí thuê đất tăng do hỗ trợ của Chính phủ về việc miễn tiền thuê đất tại một số trung tâm thương mại do dịch COVID-19 đã hết hạn vào đầu năm 2024 và 3) chi phí dự phòng tăng, chủ yếu liên quan đến 1 khách thuê trong ngành hàng giải trí. Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ năm 2024 sẽ đi ngang so với cùng kỳ. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ của VRE là 5,1 nghìn tỷ đồng (+10% so với dự báo năm 2024), được hỗ trợ bởi (1) sự cải thiện trong doanh số cho thuê và tỷ lệ lấp đầy và (2) đóng góp cả năm từ các TTTM mới khai trương vào tháng 6/2024 – bao gồm Vincom Mega Mall Grand Park.

**Số dư tiền mặt dự kiến cải thiện vào cuối năm 2024.** Ban lãnh đạo cho biết số dư tiền mặt giảm mạnh vào cuối quý 2/2024 (1,1 nghìn tỷ đồng; giảm 4,06 nghìn tỷ đồng so với đầu năm) chủ yếu

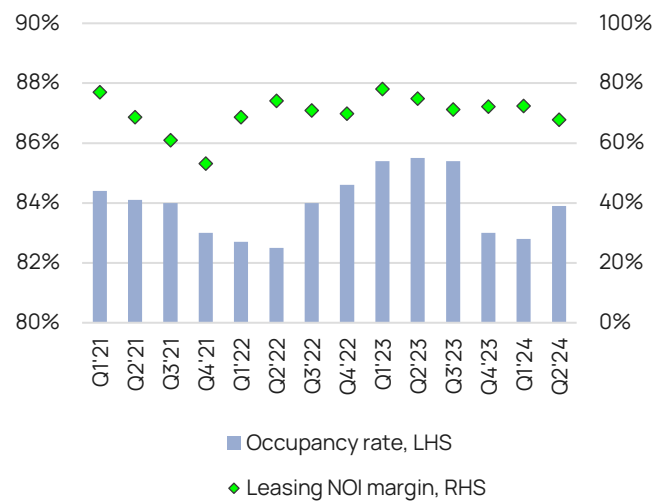
do 1) các khoản thanh toán thuế và 2) tiền đặt cọc tại VIC, VHM và Vinwonders Nha Trang trị giá 4,4 nghìn tỷ đồng để nhận chuyển nhượng cấu phần thương mại dịch vụ (shophouse) tại các dự án ở Hải Phòng, Quảng Ninh và Khánh Hòa (định giá hiện tại của chúng tôi đối với VRE chưa bao gồm các dự án bán bất động sản tiềm năng). Theo ban lãnh đạo, VRE dự kiến sẽ thu hồi (i) khoản tiền đặt cọc 1,3 nghìn tỷ đồng từ Vinwonders Nha Trang và (ii) tất cả các khoản vay cho bên liên quan trị giá 2,35 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 9/2024. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của VRE vào cuối năm 2024 là -8,2% so với 7,2% vào cuối quý 2/2024 và -3,3% vào cuối năm 2023.

Hình 24: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của VRE (tỷ đồng)



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 25: Biên thu nhập hoạt động ròng (NOI) và tỷ lệ lấp đầy của VRE



Nguồn: VRE, Vietcap

Hình 26: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2024-2028 cho VRE

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2024F % YoY	CAGR 24-28F
<b>Doanh thu cho thuê (tỷ đồng)</b>	<b>7.017</b>	<b>6.008</b>	<b>4.701</b>	<b>6.865</b>	<b>7.796</b>	<b>8.194</b>	<b>8.951</b>	<b>10.274</b>	<b>11.329</b>	<b>12.180</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
VCC	2.408	2.152	1.667	2.329	2.579	2.765	2.973	3.196	3.436	3.695	7%	8%
VMM	1.725	1.397	1.150	2.233	2.503	2.639	2.952	3.595	4.073	4.254	6%	13%
VCP	2.725	2.300	1.731	2.195	2.518	2.613	2.841	3.289	3.615	3.831	4%	10%
VC+	157	146	120	159	182	177	186	195	204	211	-3%	4%
<b>Tổng GFA (nghìn m2)</b>	<b>1.572</b>	<b>1.628</b>	<b>1.628</b>	<b>1.748</b>	<b>1.748</b>	<b>1.842</b>	<b>1.967</b>	<b>2.092</b>	<b>2.142</b>	<b>2.267</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
VCC	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	0%	0%
VMM	388	444	444	512	512	557	632	707	707	782	9%	9%
VCP	831	831	831	883	883	932	982	1.032	1.082	1.132	6%	5%
VC+	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	0%	0%
<b>Tỷ lệ lấp đầy (%)</b>	<b>90%</b>	<b>84%</b>	<b>83%</b>	<b>84%</b>	<b>85%</b>	<b>85%</b>	<b>86%</b>	<b>86%</b>	<b>87%</b>	<b>87%</b>		
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	<b>9.259</b>	<b>8.329</b>	<b>5.891</b>	<b>7.361</b>	<b>9.791</b>	<b>9.159</b>	<b>9.833</b>	<b>11.156</b>	<b>12.210</b>	<b>13.062</b>	<b>-6%</b>	<b>9%</b>
- % từ cho thuê	76%	72%	80%	93%	80%	89%	91%	92%	93%	93%		
<b>Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)</b>	<b>3.583</b>	<b>3.093</b>	<b>1.757</b>	<b>3.273</b>	<b>4.566</b>	<b>4.171</b>	<b>4.585</b>	<b>5.406</b>	<b>6.092</b>	<b>6.575</b>	<b>-9%</b>	<b>12%</b>
EBITDA (tỷ đồng)	5.295	4.851	3.637	5.264	7.166	7.309	7.457	8.241	8.862	9.332	2%	6%
NOI cho thuê (tỷ đồng)	4.955	4.280	3.161	4.857	5.746	5.793	6.338	7.283	8.018	8.591	1%	10%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>	<b>2.851</b>	<b>2.382</b>	<b>1.315</b>	<b>2.776</b>	<b>4.409</b>	<b>4.182</b>	<b>4.373</b>	<b>5.116</b>	<b>5.571</b>	<b>5.873</b>	<b>-5%</b>	<b>9%</b>
Biên lợi nhuận từ HĐKD	38,7%	37,1%	29,8%	44,5%	46,6%	45,5%	46,6%	48,5%	49,9%	50,3%		
Biên NOI cho thuê	70,6%	71,4%	67,7%	71,0%	74,2%	70,7%	70,8%	70,9%	70,8%	70,5%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,8%	28,6%	22,3%	37,7%	45,0%	45,7%	44,5%	45,9%	45,6%	45,0%		

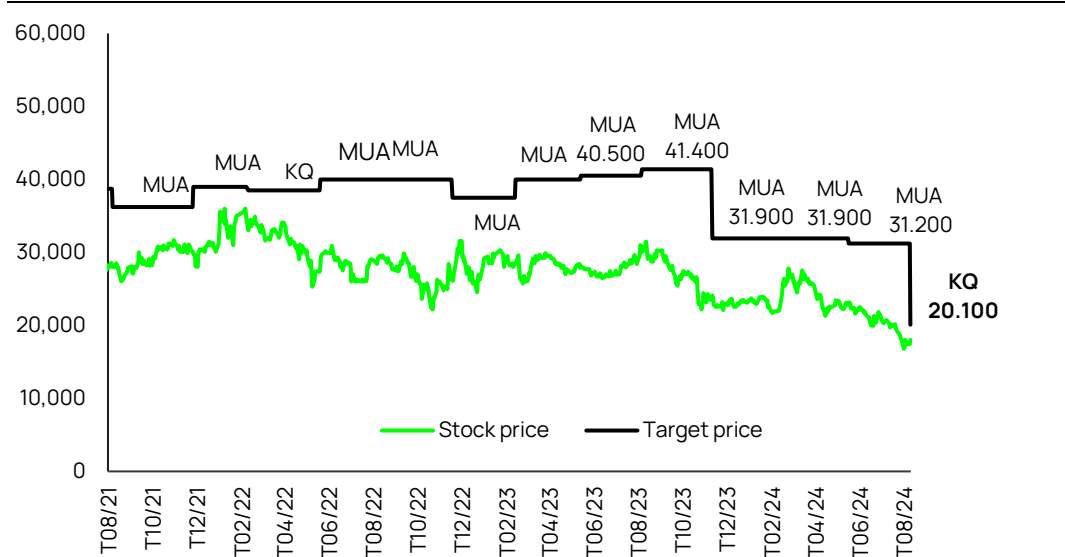
Nguồn: VRE, dự báo của Vietcap (EBITDA bao gồm thu nhập tài chính). Lưu ý: VRE có 4 mô hình TTTM: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+).

Hình 27: Tóm tắt định giá cho VRE

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV thực tế (tỷ đồng)
<b>DỊCH VỤ CHO THUÊ</b>		100%	<b>85.763</b>
Vận hành VCC	TSVH		38.748
Vận hành VMM	TSVH		28.149
Vận hành VCP và VC+	TSVH		13.744
Các dự án trong kế hoạch đã xác định	TSVH/CKDT		5.122
<b>Tổng NAV dự phóng</b>			<b>85.763</b>
Cộng tiền mặt			1.117
Trừ tổng nợ vay			-3.977
<b>Giá trị tài sản ròng (NAV)</b>			<b>82.903</b>
Chiết khấu RNAV(%)			45%
<b>NAV sau chiết khấu</b>			<b>45.597</b>
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)			2.272
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>			<b>20.100</b>
Giá hiện tại (đồng/CP)			17.800
Tỷ lệ tăng			+12,9%
Dự phóng P/E năm 2024 @ giá mục tiêu			10,9x
Dự phóng P/B năm 2024 @ giá mục tiêu			1,1x
Dự phóng P/E năm 2025 @ giá mục tiêu			10,4x
Dự phóng P/B năm 2025 @ giá mục tiêu			1,0x

Nguồn: Vietcap

Hình 28: Giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 29: Báo cáo Tài chính của VRE

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>9.791</b>	<b>9.159</b>	<b>9.833</b>	<b>11.156</b>
Giá vốn hàng bán	-4.445	-4.221	-4.446	-4.874
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.346</b>	<b>4.939</b>	<b>5.387</b>	<b>6.282</b>
Chi phí bán hàng	-341	-418	-436	-477
Chi phí quản lý DN	-439	-350	-365	-399
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>4.566</b>	<b>4.171</b>	<b>4.585</b>	<b>5.406</b>
Thu nhập tài chính	1.146	1.626	1.247	1.122
Chi phí tài chính	-330	-504	-296	-52
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-330</i>	<i>-464</i>	<i>-296</i>	<i>-22</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) thuần khác	144	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>5.526</b>	<b>5.293</b>	<b>5.536</b>	<b>6.476</b>
Thuế TNDN	-1.117	-1.112	-1.162	-1.360
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>4.409</b>	<b>4.182</b>	<b>4.373</b>	<b>5.116</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>LNST sau CĐTS báo cáo</b>	<b>4.409</b>	<b>4.182</b>	<b>4.373</b>	<b>5.116</b>
<b>LNST sau CĐTS điều chỉnh</b>	<b>4.409</b>	<b>4.182</b>	<b>4.373</b>	<b>5.116</b>
EBITDA	7.166	7.309	7.457	8.241
EPS báo cáo, VND	1.940	1.840	1.925	2.251
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	33,0%	-6,5%	7,4%	13,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	39,5%	-8,6%	9,9%	17,9%
Tăng trưởng LNTT	56,8%	-4,2%	4,6%	17,0%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	58,8%	-5,1%	4,6%	17,0%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	54,6%	53,9%	54,8%	56,3%
Biên LN từ HĐ %	46,6%	45,5%	46,6%	48,5%
Biên EBITDA	73,2%	79,8%	75,8%	73,9%
LNST sau CĐTS điều chỉnh	45,0%	45,7%	44,5%	45,9%
ROE %	12,4%	10,5%	9,9%	10,5%
ROA %	9,8%	8,2%	8,0%	8,9%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	74,6	162,0	244,1	202,8
Số ngày phải thu	48,0	64,0	57,0	57,0
Số ngày phải trả	48,2	50,0	50,0	50,0
TG luân chuyển tiền	74,5	176,0	251,1	209,8
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,6	2,8	4,1	4,9
CS thanh toán nhanh	1,5	2,2	3,2	4,2
CS thanh toán tiền mặt	0,8	1,4	2,1	2,9
Nợ vay/Tài sản	8,3%	7,3%	0,4%	0,4%
Nợ vay/Vốn sử dụng	9,4%	8,6%	0,5%	0,4%
Nợ vay rỗng/Vốn CSH	-3,3%	-8,2%	-14,7%	-20,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	13,8x	9,0x	15,5x	24,9,3x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	4.102	7.270	6.923	10.620
Đầu tư TC ngắn hạn	1.071	114	114	114
Các khoản phải thu	1.461	1.751	1.320	2.164
Hàng tồn kho	640	3.107	2.841	2.575
TS ngắn hạn khác	2.763	2.753	2.753	2.753
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>10.036</b>	<b>14.995</b>	<b>13.950</b>	<b>18.226</b>
TS dài hạn cố định (gộp)	720	735	750	765
- Khấu hao lũy kế	-307	-348	-387	-423
TS dài hạn cố định (ròng)	413	387	363	342
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	37.204	38.928	40.435	41.603
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>37.617</b>	<b>39.315</b>	<b>40.798</b>	<b>41.945</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>47.654</b>	<b>54.309</b>	<b>54.748</b>	<b>60.171</b>
Phải trả ngắn hạn	448	708	510	825
Nợ vay ngắn hạn	1.792	1.808	20	20
Nợ ngắn hạn khác	4.005	2.898	2.898	2.898
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.245</b>	<b>5.414</b>	<b>3.427</b>	<b>3.743</b>
Nợ vay dài hạn	2.144	2.148	201	192
Nợ dài hạn khác	1.438	4.738	4.738	4.738
<b>Tổng nợ</b>	<b>9.827</b>	<b>12.301</b>	<b>8.366</b>	<b>8.673</b>
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	16.476	20.657	25.030	30.146
Vốn khác	-2.007	-2.007	-2.007	-2.007
Lợi ích CĐTS	23	23	23	23
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.827</b>	<b>42.008</b>	<b>46.382</b>	<b>51.498</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>47.654</b>	<b>54.309</b>	<b>54.748</b>	<b>60.171</b>
Số cổ phiếu cuối năm, triệu	2.272	2.272	2.272	2.272

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>7.020</b>	<b>4.102</b>	<b>7.270</b>	<b>6.923</b>
Lợi nhuận sau thuế	4.409	4.182	4.373	5.116
Khấu hao	1.454	1.512	1.625	1.713
Thay đổi vốn lưu động	-1.492	-2.497	499	-263
Điều chỉnh khác	-479	-1.097	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>3.892</b>	<b>2.099</b>	<b>6.497</b>	<b>6.566</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-8.322	-2.252	-3.108	-2.860
Đầu tư	-16	3.300	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-7.521</b>	<b>1.048</b>	<b>-3.108</b>	<b>-2.860</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	726	16	-1.788	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	711	5	-1.948	-9
Tiền từ các HĐTC khác	-726	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>711</b>	<b>21</b>	<b>-3.736</b>	<b>-9</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-2.918</b>	<b>3.168</b>	<b>-347</b>	<b>3.698</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>4.102</b>	<b>7.270</b>	<b>6.923</b>	<b>10.620</b>

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

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Thân Như Đoàn Thực & Lưu Bích Hồng, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 Đống 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

**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  
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

**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  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### 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**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### 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  
- 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

**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.