

Năm giữ (giữ nguyên)

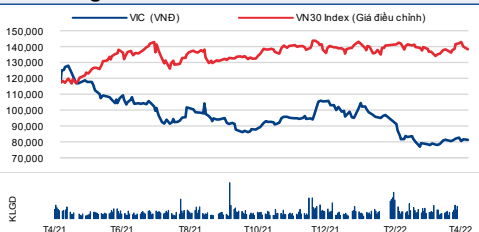
Giá mục tiêu: VNĐ83,200 (từ VNĐ88,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/4/2022)	81,300
Mã Bloomberg	VIC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	77,000-128,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	81,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	256,539
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	11,207
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,155
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,546
Slg CP NN được mua (tr.đv)	982
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.9%
Tỷ lệ freefloat	27.4%
Cổ đông lớn	ch , người liên quan (66.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.91	(19.3)	(30.7)
So với chỉ số	0.86	(18.1)	(41.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	240	1,105	(78.3)
2023F	619	2,322	(73.4)
2024F	3,060	2,069	47.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VIC là công ty tư nhân lớn nhất VN, nhà phát triển khu dân cư & thương mại số 1. Công ty cũng sản xuất ô tô, xe máy điện & thiết bị điện tử thông minh cũng như cung cấp các dịch vụ giáo dục, khách sạn và y tế.

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Triển vọng kém khả quan đã phản ánh vào giá; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC giảm 6% giá mục tiêu cho VIC xuống 83.200đ vì giảm định giá mảng sản xuất ô tô sau khi quyết định dừng sản xuất xe xăng của Vinfast.
- Chúng tôi lần lượt giảm 16,1% và 59% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023, chủ yếu vì ghi nhận giảm tài sản do dừng sản xuất xe xăng. Lợi nhuận thuần dự báo lần đầu cho năm 2024 tăng trưởng 4 lần, nhờ đóng góp của mảng BĐS. Dự báo mới của HSC chênh khá nhiều so với bình quân thị trường.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận ngắn hạn kém khả quan đã phản ánh vào giá. Tuy nhiên, hiện thị giá cổ phiếu đang chiết khấu 20,9% so với RNAV, sát mức bình quân 2 năm. Duy trì khuyến nghị Năm giữ.

Sự kiện: Phân tích động thái dừng sản xuất xe xăng

Trong năm, VIC đã thông báo sẽ chuyển mảng sản xuất xe hơi Vinfast sang thuần sản xuất xe điện kể từ cuối năm 2022. Trong báo cáo này, HSC phân tích sự thay đổi chiến lược của Vinfast (chưa niêm yết, VIC nắm 51,3% cổ phần) sang thuần sản xuất xe điện. Vinfast đóng góp 13,5% doanh thu của VIC và ghi nhận khoản lỗ thuần 23 nghìn tỷ đồng trong năm 2021. Hiện Vinfast đóng góp 23,6% ước tính RNAV của chúng tôi cho VIC.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023

HSC lần lượt giảm 16,1% và 59% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023 xuống 926 tỷ đồng và 2.383 tỷ đồng. Điều này chủ yếu vì ghi nhận giảm tài sản liên quan đến việc dừng sản xuất xe xăng, được bù đắp một phần nhờ lợi nhuận không thường xuyên từ chuyển nhượng cổ phần tại một số công ty con (trong năm 2022). Nếu loại bỏ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận cốt lõi năm 2022 đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (so với 2,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2021) trong khi lợi nhuận cốt lõi năm 2023 đạt 5,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 77% so với lợi nhuận cốt lõi năm 2022).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 395% đạt 11,8 nghìn tỷ đồng và doanh thu đạt 197 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,9%) nhờ đóng góp mạnh từ các dự án BĐS.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 83.200đ, chủ yếu vì Vinfast dừng sản xuất xe xăng (làm giảm giá định số lượng xe tiêu thụ trong tương lai). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng hợp (SOTP) và áp dụng chiết khấu 20% (giữ nguyên) để ước tính RNAV, bằng với mức chiết khấu trước đây (HSC cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý vì sự không chắc chắn ở chiến lược mới ở mảng sản xuất xe hơi (chuyển sang thuần sản xuất xe điện và tập trung vào thị trường nước ngoài)).

Hiện giá cổ phiếu VIC chiết khấu 20,9% so với RNAV, sát với mức chiết khấu bình quân 21,5%. Giá cổ phiếu VIC đã giảm 22,2% trong 3 tháng qua và chúng tôi cho rằng điều này là do triển vọng lợi nhuận kém. Tại mặt bằng hiện tại, HSC cho rằng giá đã phản ánh hết triển vọng lợi nhuận kém khả quan trong ngắn hạn. HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với VIC.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/4

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	24,569	30,198	40,241 ▲	45,403	55,900
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,447	(5,330)	926 ▼	2,383 ▼	11,788
EPS ĐC (đồng)	(651)	778	240 ▼	619 ▼	3,060
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	21,355	26,219	26,940 ▲	27,573	30,705
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.1	13.8	10.5	9.24	7.42
P/E ĐC (lần)	N/a	105	338	131	26.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	3.81	3.10	3.02	2.95	2.65
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(452)	220	(69.1)	157	395
ROAE (%)	7.00	(5.93)	0.92	2.32	10.7

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

Giá phản ánh hết giá trị vì triển vọng chưa chắc chắn của Vinfast

HSC giảm 6% giá mục tiêu cho VIC xuống 83.200đ, chủ yếu để phản ánh động thái dừng sản xuất xe xăng của Vinfast. Chúng tôi cũng lần lượt giảm 16,1% và 59% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023, chủ yếu vì ghi nhận giảm tài sản cố định liên quan đến việc dừng sản xuất xe xăng (dự báo lợi nhuận thường xuyên không thay đổi nhiều). HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 4 lần nhờ đóng góp từ các dự án BĐS. Hiện giá cổ phiếu VIC đã sát giá trị, chiết khấu 20,9% so với ước tính RNAV, sát với mức chiết khấu bình quân là 21,5% (trong 2 năm qua). Duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

Mảng sản xuất (về cơ bản là sản xuất xe hơi tại Vinfast) đóng góp 23,6% trong ước tính RNAV mới của HSC cho VIC và không phải mảng đóng góp lớn nhất. Tuy nhiên định hướng chiến lược mới của Vinfast là lý do chúng tôi điều chỉnh dự báo và định giá trong báo cáo này. Vì vậy, mảng sản xuất sẽ là phần đầu tiên được đề cập trong báo cáo (báo cáo sẽ lần lượt cập nhật toàn bộ các mảng kinh doanh chủ chốt của VIC).

Mảng sản xuất: kế hoạch sản xuất thuần xe điện + mở rộng ra thị trường quốc tế

Vinfast gần đây đã tuyên bố sẽ ngừng sản xuất xe hơi sử dụng động cơ đốt trong (ICE) kể từ cuối năm 2022 để chuyển đổi sang sản xuất thuần xe hơi điện. Cho đến nay, Vinfast đã đưa ra 4 mẫu xe hơi dùng động cơ đốt trong là Fadil (hatchback), Lux A (Sedan), Lux SA (SUV) và President (dòng SUV cao cấp). Tổng số lượng xe bán ra của Vinfast tính đến nay là 86.600 xe. HSC dự báo Vinfast sẽ bán tiếp khoảng 22.500 xe xăng trong năm 2022 và sẽ không còn bán xe xăng trong năm 2023.

Vào đầu năm, Vinfast cũng đã giới thiệu 5 mẫu xe hơi điện mới là VF5, VF6, VF7, VF8 (trước đây là VFe35) và VF9 (trước đây là VFe35). Trước đó, Vinfast đã giới thiệu mẫu xe điện đầu tiên VFe34 vào đầu năm 2021. Theo Vinfast, đã có khoảng 20.000-24.000 đơn đặt cọc cho mẫu xe VFe34 sau khi mở bán. Ban lãnh đạo cũng chia sẻ đã nhận được 30.000-40.000 đơn đặt cọc cho các mẫu xe điện mới trong năm nay. Tuy nhiên, toàn bộ số đơn đặt cọc xe này có hoàn lại. Kể từ năm 2023, số lượng xe tiêu thụ sẽ chỉ gồm xe điện và Vinfast kỳ vọng số lượng xe tiêu thụ tại thị trường nước ngoài sẽ cao hơn tại thị trường trong nước.

HSC cho rằng động thái chuyển sang thuần sản xuất xe điện là đúng thời điểm mặc dù còn nhiều điều chưa thể chắc chắn về tiềm năng tăng trưởng của số lượng xe tiêu thụ. Tại thị trường nước ngoài, Vinfast sẽ phải cạnh tranh với các tên tuổi lớn, chẳng hạn như Tesla tại thị trường Mỹ. Trong khi đó, nhiều hãng xe xăng đã bắt đầu sản xuất thêm xe điện như Volkswagen, GM, Toyota, BMW...

Theo Reuters, các hãng xe trên khắp thế giới có thể sẽ đầu tư 500 tỷ USD cho sản xuất xe điện đến năm 2023. Rõ ràng mức độ nhận diện thương hiệu của các hãng xe lớn cao hơn nhiều sẽ gây ra thách thức không nhỏ cho xe điện của Vinfast. Ban lãnh đạo đã chia sẻ rằng để cạnh tranh được tại thị trường nước ngoài, Vinfast dự kiến thực hiện chương trình cho thuê pin, từ đó giúp giảm bớt chi phí đầu tư ban đầu cho khách hàng khi mua xe điện Vinfast. Theo đó, Vinfast kỳ vọng có thể cạnh tranh về giá tại các thị trường nước ngoài.

Trong khi đó, tại thị trường trong nước, xe điện vẫn còn rất mới và vì vậy cơ sở hạ tầng sạc xe điện vẫn còn chưa phát triển. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng số lượng xe điện tiêu thụ của Vinfast tại thị trường nội địa sẽ tăng mạnh trong ngắn và trung hạn. Trong dài hạn, chính sách thuế TTĐB thấp có thể là một động lực đáng kể cho Vinfast. Gần đây, Quốc hội đã thông qua đề xuất giảm thuế TTĐB đối với xe điện xuống còn 3% (từ 15% hiện nay), có hiệu lực từ ngày 1/3/2022. Thuế TTĐB sẽ tăng trở lại lên 11% sau ngày 28/2/2027.

HSC dự báo tổng số lượng xe điện tiêu thụ của Vinfast sẽ đạt 10.000 xe trong năm nay, sau đó tăng với tốc độ CAGR 41% trong năm 2022-2024. Theo đó, HSC dự báo Vinfast sẽ lần lượt đóng góp 15,2%; 11,6% và 12,5% vào doanh thu hợp nhất của VIC

trong giai đoạn 2022-2024. Chúng tôi dự báo Vinfast sẽ đạt điểm hòa vốn vào năm 2028 với số lượng xe điện tiêu thụ đạt khoảng 55.000 xe.

HSC ước tính Vinfast sẽ chi gần 1 tỷ USD đầu tư trong giai đoạn 2022-2028, chủ yếu để phát triển các mẫu xe điện mới. Có thể nói nhà máy sản xuất xe điện đã được đầu tư gần xong. Chúng tôi ước tính 60% nhu cầu vốn, gồm vốn đầu tư và lỗ hoạt động, sẽ được tài trợ bằng vay nợ; còn lại 40% sẽ được tài trợ bằng vốn tự có, do các cổ đông đóng góp theo tỷ lệ sở hữu. HSC cho rằng động thái chuyển sang sản xuất thuần xe điện có thể giúp Vinfast tiếp cận được các nguồn vốn rẻ hơn nhờ điểm ESG cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào mô hình dự báo vì thông tin còn rất hạn chế.

Mảng BĐS: Mở bán 3 dự án mới trong năm nay

Giá trị bán sỉ lớn giúp KQKD khả quan hơn kỳ vọng

Trong năm 2021, VHM (VIC nắm 69,3%) đã bán 27.100 sản phẩm tại 3 dự án lớn hiện tại là Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Grand Park và Vinhomes Smart City. Tổng giá trị hợp đồng bán nhà tại các dự án này đạt 39,3 nghìn tỷ đồng mặc dù chịu ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid-19, nhờ đóng góp đáng kể từ kênh bán sỉ dự án vốn ít chịu ảnh hưởng của giãn cách hơn so với kênh bán lẻ.

Hầu hết các hợp đồng bán sỉ của năm 2021 được ghi nhận vào doanh thu trong năm. Trong năm 2021, VHM ghi nhận 39 nghìn tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng trưởng 42,7%) và 85 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng trưởng 18,9%). Lợi nhuận thuần thực hiện vượt 24% dự báo của HSC.

Vì hầu hết các hợp đồng bán sỉ dự án đã được ghi nhận, nên doanh thu chưa thực hiện tại thời điểm cuối năm 2021 không được cao, chỉ đạt 52,4 nghìn tỷ đồng, giảm 16,4%. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 giảm còn 31,7 nghìn tỷ đồng, giảm 18,8%. Tuy nhiên, vì giá trị hợp đồng bán nhà kỳ vọng sẽ bắt đầu tăng trong năm nay, nên HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 sẽ hồi phục 10,5% đạt 35 nghìn tỷ đồng.

Mở bán 3 dự án mới với quy mô lớn

Vì 3 dự án hiện tại đã thực hiện gần hoàn tất công tác bán hàng với tỷ lệ đạt 86% tổng số căn (142.800 căn), VHM dự kiến mở bán 3 dự án mới trong năm nay (trước đó, các dự án này đã hoãn mở bán vào Q4/2021) gồm Vinhomes Dream City (Văn Giang, Hưng Yên), Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng, Hà Nội) và Vinhomes Cổ Loa (Đông Anh, Hà Nội). Các dự án này dự kiến sẽ trở thành các siêu tổ hợp gồm nhà ở và khu thương mại. Chi tiết về các dự án mới này được trình bày trong Bảng 1.

Với 3 dự án mới được mở bán, HSC dự báo giá trị hợp đồng bán nhà sẽ tăng với tốc độ CAGR 35,5% trong giai đoạn 2021-2024 đạt 196 nghìn tỷ đồng, từ 78,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2021.

Bảng 1: Các dự án chính triển khai trong giai đoạn 2021-2024, VHM

Trong thời gian tới, VHM tập trung chủ yếu vào các dự án lớn

Dự án	Vị trí	Loại hình	Thời gian mở bán	Lợi ích của VHM	Diện tích (ha)
Vinhomes Ocean Park	Hà Nội	Biệt thự, chung cư	2018	83.95%	424
Vinhomes Smart City	Hà Nội	Biệt thự, chung cư	2018	100.00%	281
Vinhomes Grand Park	TP HCM	Biệt thự, chung cư	2019	90.00%	312
Vinhomes Wonder Park	Hà Nội	Biệt thự, chung cư	2022	100.00%	133
Vinhomes Cổ Loa	Hà Nội	Biệt thự	2022	83.32%	388
Vinhomes Dream City	Hưng Yên	Biệt thự, chung cư	2022	100.00%	405

Nguồn: VIC

Mảng cho thuê mặt bằng TTTM: Hồi mục mạnh kể từ giờ

Cho năm 2022, VRE (VIC nắm 60,3% cổ phần) dự kiến khai trương 3 TTTM mới vào Q2. Trước đó, các TTTM này đã được hoãn khai trương trong Q4/2021.

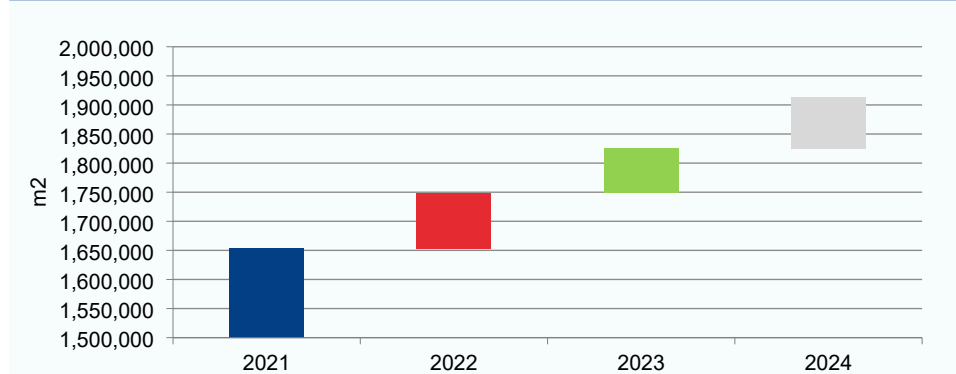
- Vincom Mega Mall Smart City nằm trong dự án Vinhomes Smart City tại Hà Nội;
- Vincom Plaza Mỹ Tho tại Tiền Giang; và

- Vincom Plaza Bạc Liêu tại Bạc Liêu.

Tổng diện tích sàn xây dựng dự kiến của 3 TTTM mới là 95.000 m². Sau khi 3 TTTM trên đi vào hoạt động, VRE sẽ có tổng cộng 83 TTTM với tổng diện tích sàn là 1,75 triệu m² trên cả nước. HSC cũng dự báo VRE sẽ khai trương thêm 3 TTTM trong năm 2023 và 3 TTTM trong năm 2024 với tổng diện tích sàn lần lượt là 76.000 m² và 88.000 m².

Biểu đồ 2: Tổng diện tích sàn tăng thêm giai đoạn 2022-2024, VRE

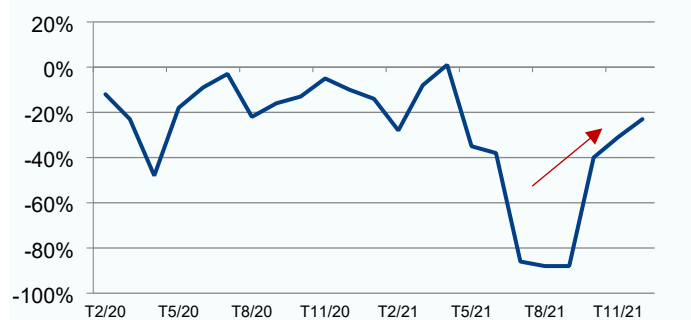
HSC ước tính VRE sẽ có thêm 259.000 m² diện tích sàn TTTM cho thuê trong giai đoạn 2022-2024



Nguồn: HSC

Biểu đồ 3: Lưu lượng người đến các địa điểm bán lẻ & vui chơi giải trí

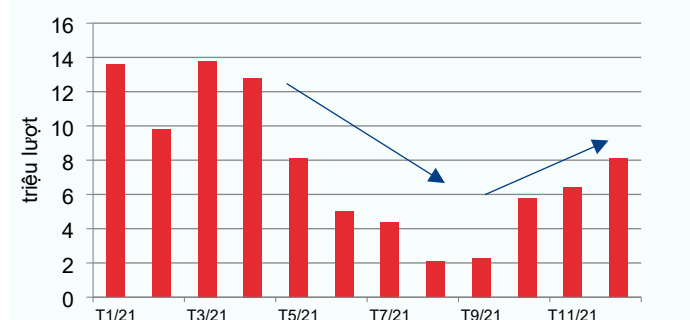
Lưu lượng người đến các địa điểm bán lẻ & vui chơi giải trí hồi phục tốt sau giãn cách



Nguồn: Google Mobility Index

Biểu đồ 4: Lưu lượng người đến các TTTM của VRE

Lưu lượng người đến các TTTM của VRE tăng gấp 4 lần kể từ tháng 8



Nguồn: VIC

Bước vào năm 2022 trong tình trạng “bình thường mới” với các TTTM của VRE hoạt động bình thường, HSC tin rằng quy mô gói hỗ trợ được thực hiện trước đó nhằm hỗ trợ khách thuê vượt qua giai đoạn khó khăn nhất của dịch Covid-19 sẽ giảm mạnh. Chúng tôi kỳ vọng giá trị của gói hỗ trợ sẽ giảm từ 2,1 nghìn tỷ đồng năm 2021 xuống còn khoảng 800-900 tỷ đồng trong năm nay.

Với lưu lượng người đến các TTTM dự báo tăng trở lại mức của năm 2020 vào Q2/2022, HSC dự báo lợi nhuận thuần của VRE sẽ hồi phục mạnh 100% lên 2,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2022 với doanh thu đạt 8,8 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 49,4%.

Theo đó, dự báo VRE sẽ lần lượt đóng góp 6,2% và 10,4% vào tổng doanh thu và lợi nhuận gộp của VIC trong năm nay. Trong KQKD của VRE bao gồm một phần đóng góp nhỏ từ chuyển nhượng shophouse.

Mảng khách sạn: cải thiện nhờ du khách nước ngoài được phép nhập cảnh

Chính phủ gần đây đã thông báo chính thức cho phép du khách quốc tế nhập cảnh từ ngày 15/3/2022 sau 2 năm cấm nhập cảnh để chống dịch. Bộ Y tế đã ban hành hướng dẫn cụ thể về chính sách không phải cách ly đối với du khách quốc tế. Theo Công văn 1265/BYT-DP của Bộ Y tế về phòng, chống dịch COVID-19 đối với người

nhập cảnh, người trưởng thành khi nhập cảnh không cần phải cách ly khi có kết quả xét nghiệm âm tính với SARS-CoV-2 trước khi xuất cảnh trong vòng 72 giờ nếu sử dụng phương pháp RT-PCR hoặc trong vòng 24 giờ nếu sử dụng phương pháp xét nghiệm nhanh kháng nguyên với vi rút SARS-CoV-2 và được cơ quan có thẩm quyền của nước thực hiện xét nghiệm cấp chứng nhận. Theo quy định mới, người nhập cảnh không cần phải cách ly thay vì phải tự cách ly 3-7 ngày kể từ ngày nhập cảnh như trong quy định cũ.

Ngoài ra, Chính phủ đã quyết định khôi phục chính sách miễn thị thực cho công dân từ Đức, Pháp, Ý, Tây Ban Nha, Anh, Nga, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đan Mạch, Thụy Điển, Na Uy, Phần Lan và Belarus. Công dân các quốc gia này sẽ được miễn thị thực trong 15 ngày tính từ ngày nhập cảnh.

Chúng tôi tin rằng những chính sách trên cùng với nhu cầu đi du lịch bị dồn nén sau dịch Covid-19 sẽ đẩy mạnh sự hồi phục của ngành du lịch quốc tế trong những quý tới.

Tuy nhiên để tình hình trở lại được lúc trước dịch Covid-19 sẽ không dễ dàng. Hiện Việt Nam vẫn nằm trong danh sách có nguy cơ lây nhiễm cao của CDC (mức độ 4) với khuyến cáo “tránh du lịch”. Điều này sẽ hạn chế khách du lịch quốc tế, đặc biệt là du khách Mỹ. Trong khi đó Trung Quốc, một trong những thị trường khách du lịch quốc tế chủ chốt vẫn đóng cửa vì theo đuổi chính sách “zero Covid”. Theo đó, trước mắt du khách từ Trung Quốc dự báo sẽ không đáng kể. Hiện HSC dự đoán lượng du khách quốc tế sẽ chưa thể đạt đến mức trước dịch trước cuối năm 2023.

Trong những năm trước đây, du khách quốc tế đóng góp khoảng 50-70% tổng lượng khách hàng của Vinpearl (VIC nắm 100%) và vì vậy, chúng tôi dự báo doanh thu của Vinpearl sẽ chỉ quay trở lại mức trước dịch từ cuối năm 2023.

Trong năm 2022 và 2023, HSC dự báo doanh thu mảng khách sạn sẽ lần lượt tăng trưởng 105% và 56,1% đạt 6,65 nghìn tỷ đồng và 10,4 nghìn tỷ đồng; lần lượt đóng góp 4,4% và 5,9% vào tổng doanh thu của Tập đoàn. Theo đó, chúng tôi dự báo lỗ thuần HĐKD mảng khách sạn sẽ giảm mạnh trong năm 2022 xuống còn 7 nghìn tỷ đồng (từ 10,9 nghìn tỷ đồng năm 2021) và xuống 4,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Dự báo mảng này sẽ đạt điểm hòa vốn vào năm 2025.

Dự báo mới: Giảm dự báo năm 2022-2023 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024

HSC lần lượt giảm 16% và 59% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 xuống còn 926 tỷ đồng (giảm 118%) và 2.383 tỷ đồng (tăng trưởng 158%). Điều này chủ yếu vì ghi nhận giảm tài sản cố định (nhưng không làm giảm tiền mặt) liên quan đến việc dừng sản xuất xe xăng trong năm nay và năm sau. Cụ thể:

Doanh thu: Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu năm 2022 tại 152 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20,9%) nhưng giảm 11,8% dự báo doanh thu năm 2023 xuống 176 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,9%). Các giả định cụ thể như sau:

- **Mảng sản xuất:** Mặc dù Vinfast thay đổi chiến lược, dự báo doanh thu cho năm nay vẫn không thay đổi nhiều, vẫn giữ nguyên ở 23 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 36,9%). Tuy nhiên, HSC thay đổi đáng kể giả định cơ cấu sản phẩm. Cho năm 2022, hiện chúng tôi dự báo Vinfast sẽ bàn giao (và ghi nhận doanh thu) 10.000 xe điện trong năm 2022 (thay vì 5.000 xe như dự báo trước đây) và giảm đáng kể giả định số lượng xe xăng bàn giao xuống còn 22.550 xe (từ 39.300 xe). Cho năm 2023, số lượng xe bàn giao dự báo giảm 46,2% xuống còn 17.500 xe vì không còn xe xăng; từ đó, HSC giảm 55,2% dự báo doanh thu mảng này xuống còn 20,5 nghìn tỷ đồng (giảm 11,8%).
- **Mảng BĐS:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu BĐS năm 2022 và 2023 lần lượt tại 100,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 26,3%) và 120,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20,1%).
- **Mảng cho thuê mặt bằng TTTM:** HSC lần lượt giảm 2,9% và 3,5% dự báo doanh thu cho thuê mặt bằng năm 2022 và 2023 xuống còn 9.418 tỷ đồng (tăng trưởng 75,4%) và 11.088 tỷ đồng (tăng trưởng 17,7%). Điều này là vì VRE hoãn khai trương TTTM mới từ 6-18 tháng trong giai đoạn 2022-2024 so với dự báo trước đây trước ảnh hưởng của dịch Covid-19. Từ năm 2022-2024, chúng tôi

dự báo VRE sẽ khai trương 9 TTTM mới với tổng diện tích sàn 259.000 m2. Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo Báo cáo doanh nghiệp VRE phát hành ngày 25/2/2022.

- Mảng khách sạn:** Gần như giữ nguyên dự báo doanh thu mảng khách sạn năm 2022 và 2023 lần lượt tại 6,65 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 105,2%) và 10,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 56,1%). Cho năm 2022, HSC kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy tại tất cả các dự án trên cả nước sẽ hồi phục lên 20-40%. Cho năm 2023, nhờ lượng du khách quốc tế tiếp tục hồi phục, tỷ lệ lấp đầy dự báo sẽ tiếp hồi phục tiếp lên bình quân khoảng 45-50%. Chúng tôi dự báo giá phòng sẽ không tăng trong năm 2022 nhưng tăng 5% trong năm 2023.

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VIC

tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dự báo năm 2022				
Doanh thu	153,722	152,057	-1.1%	20.9%
Lợi nhuận gộp	40,176	44,543	10.9%	30.8%
Chi phí BH & QL	(22,864)	(22,572)	-1.3%	-27.1%
Lợi nhuận/lỗ tài chính	(5,159)	(3,148)	-39.0%	-167.2%
Lợi nhuận/lỗ khác	-	(6,799)	N/a	47.4%
LNTT	12,153	12,024	-1.1%	282.1%
Lợi nhuận thuần	1,104	926	-16.1%	-118.4%
<i>Khoản mục không thường xuyên (thuần)</i>	-	(2,412)	N/a	N/a
<i>Lợi nhuận cốt lõi</i>	<i>1,104</i>	<i>3,338</i>	<i>-11.8%</i>	<i>15.9%</i>
Dự báo năm 2023				
Doanh thu	199,784	176,175	-11.8%	15.9%
Lợi nhuận gộp	50,744	55,386	9.1%	24.3%
Chi phí BH & QL	(26,700)	(25,953)	-2.8%	0.0%
Lợi nhuận/lỗ tài chính	(3,055)	(10,103)	230.7%	0.0%
Lợi nhuận/lỗ khác	-	(3,524)	N/a	-48.2%
LNTT	21,006	15,823	-24.7%	31.6%
Lợi nhuận thuần	5,808	2,383	-59.0%	157.5%
<i>Khoản mục không thường xuyên (thuần)</i>	-	(3,524)	N/a	46.1%
<i>Lợi nhuận cốt lõi</i>	<i>5,808</i>	<i>5,907</i>	<i>1.7%</i>	<i>77.0%</i>

Nguồn: HSC

HSC lần lượt nâng 10,9% và 9,1% dự báo lợi nhuận gộp năm 2022 và 2023 lên 44,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 30,8%) và 55,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,3%). Điều này chủ yếu nhờ (1) dự báo lỗ tại Vinfast giảm vì công ty chuyển sang thuần sản xuất xe điện (xe xăng thường ghi nhận lỗ gộp lớn hơn) và (2) chuyển ghi nhận hợp đồng bán sỉ dự án vào doanh thu và giá vốn hàng bán tại Vinhomes (trước đây được ghi nhận vào doanh thu HĐ tài chính như trước đó). Theo dự báo mới, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2022 và 2023 lần lượt là 29,3% và 32,4%.

HSC giảm 39% dự báo chi phí tài chính thuần năm 2022 xuống còn 3,1 nghìn tỷ đồng, chủ yếu vì nâng 166% doanh thu HĐ tài chính lên 7 nghìn tỷ đồng sau khi VIC chuyển nhượng cổ phần tại các công ty con trong Q1/2022 gồm One Mount Group, Nguyên Phú, Du lịch Phú Quốc và Hương Hải – Quảng Ngãi. Tổng giá trị chuyển nhượng là 8,9 nghìn tỷ đồng và với lợi nhuận theo ước tính của chúng tôi là 4,4 nghìn tỷ đồng.

Cho năm 2023, HSC nâng 231% giả định chi phí tài chính thuần lên 10,3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu sau khi điều chỉnh ghi nhận lợi nhuận từ bán sỉ dự án từ doanh thu HĐ tài chính sang doanh thu bán hàng & cung cấp dịch vụ và giá vốn hàng bán bên cạnh vay nợ tăng.

HSC không thay đổi nhiều dự báo chi phí bán hàng & quản lý cho năm 2022 và 2023, lần lượt là 22,6 nghìn tỷ đồng (giảm 27,1%) và 26 nghìn tỷ đồng (tăng 15%). Dự báo chi phí bán hàng & quản lý năm 2022 giảm chủ yếu vì không còn chi phí liên quan đến dịch Covid-19 & chi phí từ thiện và tiền phạt trả cho nhà cung cấp vì dừng sản xuất xe xăng.

Chúng tôi nâng dự báo chi phí khác năm 2022 và 2023 lên lần lượt 6,8 nghìn tỷ đồng và 3,5 nghìn tỷ đồng (chi phí này không đáng kể trong dự báo trước đây) để phản ánh

chi phí liên quan đến việc ghi nhận giảm tài sản cố định khi Vinfast dừng sản xuất xe xăng.

HSC lần lượt giảm 1,1% và 24,7% dự báo LNTT năm 2022 và 2023 xuống còn 12 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 282%) và 15,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 31,6%).

Từ đó, chúng tôi lần lượt giảm 16,1% và 59% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 xuống còn 926 tỷ đồng (so với lỗ 5 nghìn tỷ đồng trong năm 2021) và 2.383 tỷ đồng (tăng trưởng 158%). Thông tin cụ thể được trình bày trong Bảng 5 trên đây.

Nếu loại bỏ các khoản mục không thường xuyên trong dự báo cho năm 2022 và 2023 (lỗ từ ghi nhận giảm tài sản do dừng sản xuất xe xăng và lãi từ chuyển nhượng cổ phần tại công ty con), dự báo lợi nhuận cốt lõi năm 2022 là 3,3 nghìn tỷ đồng (so với 2,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2021 – giá trị thuần các khoản mục không thường xuyên trong năm 2021 là 10,2 nghìn tỷ đồng, gồm chi phí từ thiện liên quan đến dịch Covid-19 và tiền phạt trả cho nhà cung cấp khi Vinfast dừng sản xuất xe xăng) trong khi lợi nhuận cốt lõi năm 2023 là 5,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng mạnh so với năm 2022).

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024 với lợi nhuận thuần tăng trưởng gần 4 lần lên 11,8 nghìn tỷ đồng và doanh thu đạt 197 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,8%). Kết quả đạt được chủ yếu nhờ đóng góp lợi nhuận lớn hơn nhiều từ mảng BĐS với LNTT dự báo tăng trưởng 13% đạt 52 nghìn tỷ đồng. Dự báo LNTT mảng cho thuê mặt bằng TTTM tăng trưởng 9% trong khi lỗ trước thuế mảng khách sạn (Vinpearl) giảm mạnh 82% xuống còn 861 tỷ đồng. Mặc dù dự báo lỗ tại Vinfast sẽ tăng 13,6% lên 16,8 nghìn tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng lỗ các mảng khác gồm giáo dục, y tế, xây dựng và hoạt động khác sẽ giảm 20% xuống còn 12,8 nghìn tỷ đồng.

Dòng tiền yếu đi vì tác động của dịch Covid-19

HSC ước tính lưu chuyển tiền thuần HĐKD và HĐ đầu tư của VIC năm 2022 và 2023 sẽ lần lượt là âm 7,5 nghìn tỷ đồng và dương 15,6 nghìn tỷ đồng, so với âm 14,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2021. Trong đó, dự báo lưu chuyển tiền thuần HĐKD và HĐ đầu tư của Vinfast sẽ lần lượt âm 16,5 nghìn tỷ đồng và âm 15,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 và 2023.

Vì hiện chưa có nhiều thông tin về kế hoạch phát hành cổ phiếu tăng vốn hay sử dụng công cụ huy động vốn kết hợp trong thời gian tới, nên chúng tôi giả định vay nợ của VIC sẽ tăng trong năm 2022 và 2023. HSC ước tính tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH năm 2022 và 2023 lần lượt là 0,78 lần và 0,73 lần; so với mức 0,71 lần tại thời điểm cuối năm 2021. Trong khi đó, tỷ lệ EBITDA/lãi vay (hợp nhất) dự báo cho năm 2022 và 2023 lần lượt là 3,9 lần và 4,2 lần.

Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng các phương án tài trợ vốn khác như phát hành cổ phiếu tăng vốn/sử dụng công cụ huy động vốn kết hợp hoặc bán tiếp cổ phần tại công ty con cũng có thể được xem xét, đặc biệt là khi tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH đã rất cao.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 6% giá mục tiêu dựa trên phương pháp tổng hợp định giá từng phần (SOTP) cho VIC xuống còn 83.200đ, chủ yếu vì giảm định giá của Vinfast sau quyết định dừng sản xuất xe xăng do điều này khiến chúng tôi giảm giả định số lượng xe tiêu thụ trong tương lai.

Thông tin định giá cụ thể như sau:

- **Đối với mảng cho thuê mặt bằng TTTM** của Vincom Retail và mảng cho thuê văn phòng của Vinhomes, chúng tôi áp dụng phương pháp tỷ lệ lợi nhuận thuần từ HĐ kinh doanh (NOI)/tỷ lệ chiết khấu trong khi đối với mảng BĐS, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV. Vui lòng xem thông tin định giá của VHM trong Báo cáo doanh nghiệp gần nhất phát hành ngày 25/3/2022, trong khi đó, đối với VRE thông tin được trình bày trong Báo cáo doanh nghiệp phát hành ngày 25/2/2022.
- **Đối với mảng khách sạn (Vinpearl) và sản xuất (Vinfast)**, chúng tôi sử dụng mô hình DCF để định giá. Giai đoạn tăng trưởng trong mô hình của HSC là từ 2022-2030. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 3% cho thời gian sau đó. HSC dự báo Vinpearl sẽ đạt điểm hòa vốn lợi nhuận thuần vào năm 2025 với tỷ lệ lấp đầy toàn bộ các dự án khoảng 50-70% trong khi Vinfast sẽ

đạt điểm hòa vốn lợi nhuận thuần vào năm 2028 với số lượng xe tiêu thụ đạt 55.000 xe.

- Giả định chi phí vốn là 10,7% thay vì 10,2% trong dự báo trước đây sau khi điều chỉnh một chút cơ cấu sử dụng vốn. Giả định lãi suất phi rủi ro là 3% và phần bù rủi ro vốn cổ phần là 9% (giữ nguyên).
- Sau đó, chúng tôi điều chỉnh các tài sản khác, nợ phải trả khác, lợi ích cổ đông thiểu số và nợ thuần để đưa ra định giá RNAV cho VIC là 104.000đ.
- Chúng tôi tiếp tục sử dụng mức chiết khấu đối với định giá RNAV là 20% để tính ra giá mục tiêu 83.200đ; sát với mức chiết khấu bình quân trong 2 năm qua và phản ánh chiến lược mới ở mảng sản xuất ô tô.

Bảng 6: Định giá theo phương pháp SOTP, VIC

tỷ đồng	RNAV	Phương pháp
VHM	400,942	DCF
VRE	96,709	DCF
Khách sạn	39,373	DCF
Vinfast	198,318	DCF
Tài sản khác	40,103	GTSS
Giá trị tài sản gộp	775,446	
Nợ thuần	(126,376)	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(257,622)	
RNAV	391,448	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	3,763,907,775	
RNAV/cp (đ)	104,000	
Chiết khấu áp dụng cho RNAV	20.0%	
Giá mục tiêu (đ)	83,200	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VIC

Hiện thị giá VIC chiết khấu 20,9% so với RNAV, so với mức chiết khấu bình quân 2 năm qua là 21,5%



Nguồn: Fiinpro, HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của RNAV/cp đối với định giá của Vinfast, VIC

Định giá của Vinfast (triệu USD)	5,500	7,000	8,673	10,500	12,500
RNAV/cp của VIC	84,724	93,837	104,000	115,099	127,249

Nguồn: HSC

Hiện thị giá VIC chiết khấu 20,9% so với RNAV, sát mức chiết khấu bình quân quá khứ là 21,5% (bình quân 2 năm) (Biểu đồ 7). Giá cổ phiếu VIC đã giảm 22,2% trong 3 tháng qua, diễn biến kém hơn 22,7% so với VNindex. HSC cho rằng triển vọng lợi nhuận kém khả quan và những yếu tố khó lường trong chiến lược kinh doanh đã phản ánh vào giá cổ phiếu; duy trì khuyến nghị **Năm giữ**.

Rủi ro đối với giả thuyết đầu tư của HSC

Số lượng xe điện tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng: Vinfast là hãng xe hơi còn non trẻ và việc cạnh tranh tại các thị trường phát triển có thể sẽ khó khăn hơn so với dự đoán

của HSC. Cho đến nay, chúng tôi vẫn chưa có nhiều thông tin về nhu cầu thực tế đối với sản phẩm của Vinfast tại các thị trường nói trên. Ngoài ra, tình trạng thiếu chip và chi phí vận chuyển tăng cao có thể tiếp tục gây ra nhiều thách thức trong việc bàn giao xe trong ngắn và trung hạn. Trái lại, chiến lược cho thuê pin dài hạn để giảm chi phí đầu tư ban đầu cho người mua xe và mở bán sớm sản phẩm có thể tạo ra lợi thế cạnh tranh. Ngoài ra, Vinfast có thể được xem là tham gia khá sớm vào cuộc đua đưa sản phẩm xe điện ra thị trường. Điều này cộng với chiến lược cho thuê pin để giảm chi phí có thể giúp nâng cao nhu cầu đối với sản phẩm của công ty mặc dù mức độ nhận diện thương hiệu thấp. Sản lượng tiêu thụ tại các thị trường nước ngoài khả quan hơn kỳ vọng có thể là động lực mạnh mẽ cho giá cổ phiếu VIC.

Bất ổn từ dịch Covid-19: Triển vọng trung dài hạn một số mảng của Vingroup đã tích cực hơn nhưng triển vọng ngắn hạn vẫn chưa chắc chắn vì dịch bệnh tiếp tục ảnh hưởng. Mảng khách sạn và cho thuê mặt bằng TTTM vẫn dễ bị ảnh hưởng của các đợt bùng phát dịch bệnh trong nước nhưng có vẻ Chính phủ đã quyết tâm mở cửa nền kinh tế.

Rủi ro pháp lý ở mảng BĐS: Với hầu hết các dự án BĐS, rủi ro pháp lý là rủi ro chính đối với chủ đầu tư. Những khó khăn về pháp lý trong quá trình xin phê duyệt dự án có thể làm tăng đáng kể thời gian chuẩn bị để mở bán một dự án, và điều này sẽ gây ra khó khăn về dòng tiền cho chủ đầu tư.

Hơn nữa, có thể nhận thấy quá trình xin phê duyệt của các dự án lớn thường phức tạp và tốn nhiều thời gian hơn. Theo đó, nếu quá trình xin phê duyệt dự án phát sinh bất kỳ vấn đề gì cũng sẽ làm kéo dài thời gian triển khai, từ đó khiến lợi nhuận của VHM không được như dự báo.

Tuy nhiên, một dự án lớn nếu xong hết thủ tục pháp lý và được triển khai có thể tạo ra động lực tăng trưởng cho nhiều năm và tránh cho công ty khỏi rủi ro và ảnh hưởng từ giai đoạn siết chặt pháp lý.

Rủi ro kinh doanh: Cơ cấu tập đoàn luôn khiến các nhà đầu tư lo ngại vì việc phân bổ vốn không hiệu quả. Trong trường hợp này, mảng kinh doanh ô tô của Vingroup cần có vốn đầu tư lớn và vẫn đang cần thêm vốn mỗi khi công ty phát triển và cho ra mắt một mẫu xe mới.

Vinfast đang lỗ hoạt động khá lớn và có thể chưa hòa vốn trong vòng 5 năm tới. Do đó, đòn bẩy có thể vẫn ở mức cao và bất kỳ sự kiện bất ngờ nào xảy ra cũng sẽ tác động tiêu cực đến dòng tiền.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	110,490	125,688	152,057	176,175	197,154
Lợi nhuận gộp	17,313	34,065	44,543	55,386	69,246
Chi phí BH&QL	(20,657)	(30,944)	(22,572)	(25,953)	(30,078)
Thu nhập khác	19,366	13,028	4,387	0	0
Chi phí khác	(1,516)	(870)	(854)	(1,021)	(1,093)
EBIT	14,506	15,279	25,505	28,412	38,075
Lãi vay thuần	(7,751)	(6,825)	(6,681)	(9,082)	(10,854)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(265)	(41.7)	(0.70)	16.9	29.3
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7,435	(5,551)	(6,799)	(3,524)	0
LNTT	13,925	2,861	12,024	15,823	27,250
Chi phí thuế TNDN	(9,397)	(10,705)	(8,680)	(9,666)	(10,888)
Lợi ích cổ đông thiểu số	919	2,514	(2,417)	(3,774)	(4,574)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,447	(5,330)	926	2,383	11,788
Lợi nhuận thuần ĐC	(2,369)	3,050	926	2,383	11,788
EBITDA ĐC	24,569	30,198	40,241	45,403	55,900
EPS (đồng)	1,496	(1,416)	246	633	3,132
EPS ĐC (đồng)	(651)	778	240	619	3,060
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,640	3,764	3,764	3,764	3,764
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,709	3,832	3,764	3,764	3,764
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,709	3,852	3,852	3,852	3,852

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	29,404	18,352	28,908	42,619	23,250
Đầu tư ngắn hạn	10,414	8,080	2,455	2,455	2,455
Phải thu khách hàng	52,396	72,187	77,776	85,290	90,199
Hàng tồn kho	62,495	50,425	65,752	71,989	142,383
Các tài sản ngắn hạn khác	11,305	12,330	15,231	18,333	19,467
Tổng tài sản ngắn hạn	166,014	161,374	190,122	220,686	277,754
TSCĐ hữu hình	103,813	106,067	96,000	83,975	76,379
TSCĐ vô hình	21,827	24,629	24,176	23,306	18,467
Bất động sản đầu tư	34,726	35,133	38,520	41,687	41,892
Đầu tư dài hạn	4,688	8,937	9,820	10,792	11,861
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,725	293	293	310	339
Tài sản dài hạn khác	88,710	91,950	89,224	89,750	90,349
Tổng tài sản dài hạn	256,490	267,010	258,033	249,820	239,287
Tổng cộng tài sản	422,504	428,384	448,155	470,506	517,041
Nợ ngắn hạn	25,972	20,037	34,573	51,157	47,023
Phải trả người bán	18,511	19,648	18,099	18,476	25,283
Nợ ngắn hạn khác	79,657	79,423	69,670	66,933	65,097
Tổng nợ ngắn hạn	169,223	146,445	154,469	177,688	228,414
Nợ dài hạn	98,309	102,011	111,222	104,987	85,205
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	552	1,034	1,034	1,034	1,034
Nợ dài hạn khác	18,191	17,145	16,339	15,549	14,777
Tổng nợ dài hạn	117,052	120,190	128,594	121,569	101,016
Tổng nợ phải trả	286,651	268,813	285,240	301,435	331,607
Vốn chủ sở hữu	79,196	100,474	101,400	103,783	115,571
Lợi ích cổ đông thiểu số	56,657	59,098	61,515	65,289	69,863
Tổng vốn chủ sở hữu	135,853	159,572	162,915	169,072	185,434
Tổng nợ phải trả và VCSH	422,504	428,384	448,155	470,506	517,041
BVPS (đ)	21,355	26,219	26,940	27,573	30,705
Nợ thuần/(tiền mặt)	94,878	103,696	116,887	113,524	108,978

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	14,506	15,279	25,505	28,412	38,075
Khấu hao	(10,064)	(14,920)	(14,736)	(16,990)	(17,825)
Lãi vay thuần	(7,751)	(6,825)	(6,681)	(9,082)	(10,854)
Thuế TNDN đã nộp	(9,410)	(10,731)	(8,680)	(9,666)	(10,888)
Thay đổi vốn lưu động	14,309	(24,916)	(29,718)	(9,271)	(22,417)
Khác	(2,961)	461	1,480	2,081	2,711
LCT thuần từ HĐKD	15,955	(14,206)	(7,475)	15,664	11,838
Đầu tư TS dài hạn	(27,544)	(36,841)	(16,214)	(11,313)	(6,194)
Góp vốn & đầu tư	(21,962)	(4,739)	(882)	(988)	(1,098)
Thanh lý	26,390	16,845	11,380	0	0
Khác	6,903	2,351	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(16,214)	(22,384)	(5,716)	(12,301)	(7,292)
Cổ tức trả cho CSH	(7.19)	(1,718)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	8,932	20,458	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,292	6,933	23,747	10,348	(23,916)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	11,216	25,672	23,747	10,348	(23,916)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	18,447	29,404	18,352	28,908	42,619
LCT thuần trong kỳ	10,957	(10,918)	10,556	13,711	(19,369)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.69)	(134)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	29,404	18,352	28,908	42,619	23,250
Dòng tiền tự do	(11,589)	(51,046)	(23,689)	4,351	5,645

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.7	27.1	29.3	31.4	35.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	22.2	24.0	26.5	25.8	28.4
Tỷ suất LNT (%)	4.93	(4.24)	0.61	1.35	5.98
Thuế TNDN hiện hành (%)	67.5	374	72.2	61.1	40.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(15.0)	13.8	21.0	15.9	11.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	17.8	22.9	33.3	12.8	23.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(456)	229	(69.6)	157	395
Tăng trưởng EPS (%)	(28.5)	(195)	117	157	395
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(452)	220	(69.1)	157	395
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	7.00	(5.93)	0.92	2.32	10.7
ROACE (%)	6.10	5.71	8.86	9.69	13.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.27	0.30	0.35	0.38	0.40
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.10	(0.93)	(0.29)	0.55	0.31
Số ngày tồn kho	245	201	223	218	406
Số ngày phải thu	205	288	264	258	257
Số ngày phải trả	72.5	78.3	61.4	55.8	72.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	167	125	141	142	167
Nợ/tài sản (%)	38.2	33.6	38.3	40.5	41.7
EBIT/lãi vay (lần)	1.87	2.24	3.82	3.13	3.51
Nợ/EBITDA (lần)	6.58	4.76	4.27	4.19	3.86
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.98	1.10	1.23	1.24	1.22
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.59	3.30	2.78	2.38	2.10
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.1	13.8	10.5	9.24	7.42
P/E (lần)	54.3	N/a	331	128	26.0
P/E ĐC (lần)	N/a	105	338	131	26.6
P/B (lần)	3.81	3.10	3.02	2.95	2.65
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn