

VIC [MUA +45%] – Thành công trên thị trường vốn giúp VIC tiến xa - Báo cáo lần đầu

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

18/05/2015

Các chỉ số chính

Cổ phần của khối ngoại	15,3%
Room tối đa cho khối ngoại	29%
SL cổ phiếu lưu hành	1.353,0 triệu
Số cổ phiếu sau pha loãng	1.436,3 triệu
Giá cao nhất 12 tháng VND	58.500
Giá thấp nhất 12 tháng VND	40.858

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT	29,1%
CĐ nội bộ khác	8,5%
VIG	12,4%
Ecology Inv & Dev	8,6%
Khác	41,4%

Mô tả công ty

Vingroup là chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam với quỹ đất hiện lên đến gần 7.500ha. VIC phát triển và quản lý nhiều loại hình BĐS khác nhau, bao gồm nhà ở, mặt bằng bán lẻ, văn phòng và khách sạn. Gần đây, VIC đã tham gia lĩnh vực bán lẻ, bao gồm siêu thị, cửa hàng tiện lợi, chuỗi siêu thị hàng điện tử/điện máy và thương mại điện tử.

Vingroup (VIC), Chủ đầu tư và quản lý BĐS

Giá: 47.000 đồng Giá mục tiêu: 68.000 đồng TL tăng: 45%
GT vốn hóa: 2.935 triệu USD GTGD hàng ngày: 1,4 triệu USD (30 ngày) Room KN: 14%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng doanh thu	132,5%	50,9%	9,9%	71,3%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế từ HĐ cốt lõi	266,8%	-44,5%	-18,9%	101,4%
Tăng trưởng LNST trừ lợi ích CĐT S	331,5%	-53,4%	-18,9%	101,4%
Tăng trưởng EPS	316,7%	-52,3%	-20,7%	97,5%
PER theo giá thị trường	9,6	20,1	25,3	12,8
PBR theo giá thị trường	4,4	3,1	2,8	2,3
ROE	54,2%	18,1%	11,8%	20,2%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	NA	3%	NA	NA

- Đầu tư vào Vingroup (VIC) cho phép nhà đầu tư tiếp cận vào hai lĩnh vực hấp dẫn - bất động sản và bán lẻ.

- Khả năng tiếp cận vào thị trường vốn rộng lớn giúp VIC liên tục duy trì hoạt động xây dựng và mở rộng quỹ đất bất chấp thị trường khó khăn, nhờ đó mà VIC sẽ dẫn đầu trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi hiện nay.

- Doanh số từ kinh doanh bất động sản nhà ở dự báo sẽ đạt trung bình 38.000 tỷ đồng/năm từ năm 2015-2017 so với mức 16.400 tỷ đồng năm 2014. LNST dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2016 khi một lượng lớn nhà được bàn giao cho khách hàng.

- Các nguồn thu nhập thường xuyên được dự báo tăng trưởng nhanh, giúp tăng cường sự ổn định trong hoạt động kinh doanh.

- Lĩnh vực bán lẻ có tiềm năng lớn - VIC có thể thống lĩnh lĩnh vực này thông qua sự kết hợp giữa mô hình thương mại điện tử và cửa hàng.

Sự kiên định duy trì hoạt động xây dựng và bàn giao nhà trong giai đoạn thị trường trầm lắng giúp VIC chiếm được lòng tin của người mua nhà (hình 1-3). Trái ngược với hầu hết các chủ đầu tư bất động sản khác, VIC vẫn đảm bảo đúng thời hạn bàn giao nhà và tiếp tục mở rộng quỹ đất trong giai đoạn khó khăn 2011-2013. Do đó, VIC đang ở một vị thế thuận lợi để chiến thắng thị trường trong bối cảnh thị trường BĐS đang phục hồi vững chắc.

Khả năng sử dụng vốn khéo léo là yếu tố thành công riêng biệt của VIC (Hình 6). VIC tiếp cận được thị trường vốn quốc tế, điều này cho công ty sự linh hoạt để huy động vốn ở chi phí thấp, đồng thời gia cố vị thế thương lượng của VIC đối với các ngân hàng trong nước. VIC cũng thành thạo trong việc quay vòng vốn/tạo ra dòng tiền sớm trong vòng đời dự án bằng cách bán các BĐS thương mại (thường là các tòa nhà văn phòng) để đẩy nhanh tiến độ xây dựng, vốn đã trở thành một thương hiệu của VIC.

Dự phóng doanh số bán nhà ở của chúng tôi khá thận trọng so với kỳ vọng 40-60 nghìn tỷ đồng của VIC trong năm 2015.

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 27,2% giai đoạn 2014-2017 cho nguồn thu nhập thường xuyên của VIC (không bao gồm dịch vụ bán lẻ), được dẫn dắt chủ yếu bởi việc tích cực đầu tư vào các trung tâm thương mại phân khúc trung cấp và các dự án khách sạn mới sẽ đi vào hoạt động. Chúng tôi tin rằng VIC sẽ vượt dự báo của chúng tôi, vì chúng tôi chưa đưa vào dự phóng một số dự án đang triển khai do thiếu thông tin.

Tuy vẫn còn quá sớm để đánh giá, chúng tôi nghĩ rằng bán lẻ có thể sẽ trở thành một mảng quan trọng đối với VIC. Ở giai đoạn còn non trẻ, lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam vẫn còn rộng mở đối với những doanh nghiệp mà có thể mở rộng quy mô nhanh chóng. VIC sẽ thâm nhập thị trường bán lẻ qua các chuỗi cửa hàng lần nền tảng thương mại điện tử.

Áp lực bán lên cổ phiếu VIC đến từ trái phiếu chuyển đổi năm 2012 là một trong những yếu tố rủi ro đầu tư chính. Chúng tôi thảo luận đến vấn đề này ở trang 18.

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Đầu tư và quản lý BĐS, dự án du lịch và giải trí, và dịch vụ bán lẻ
Giá trị vốn hóa	2.960 triệu USD
Giá trị doanh nghiệp	3.812 triệu USD
<i>USD/VND = 21,670</i>	

Yếu tố doanh thu chính Doanh số BĐS nhà ở, tỷ lệ lấp đầy trung tâm thương mại và phòng khách sạn, và doanh số bán lẻ

Yếu tố chi phí chính Chi phí mua đất, chi phí xây dựng và nhân công

Yếu tố rủi ro chính Sự biến động của thị trường BĐS, và mở rộng đầu tư quá mức

Các khách hàng chính Người tiêu dùng cuối

Lãnh đạo Ông Phạm Nhật Vượng (Chủ tịch) & Bà Dương Thị Mai Hoa (CEO)

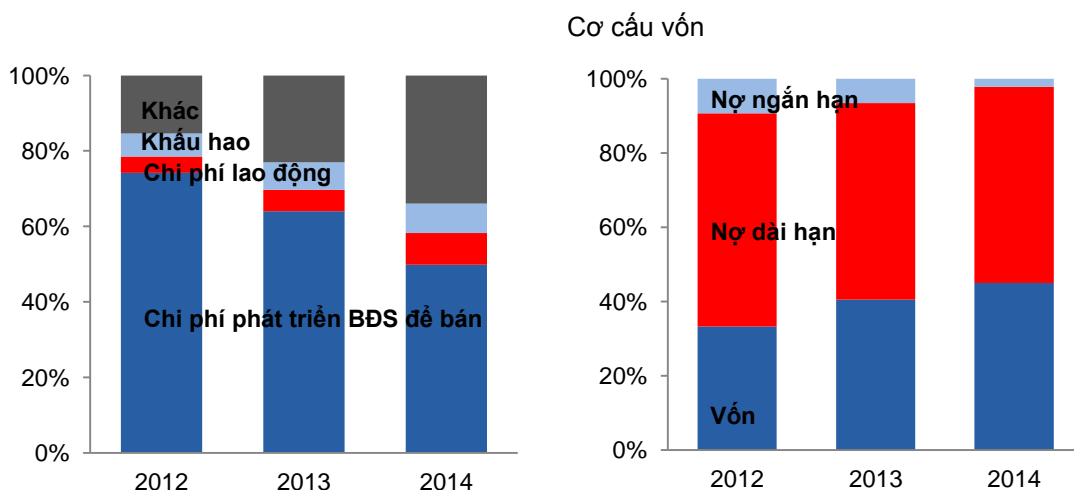
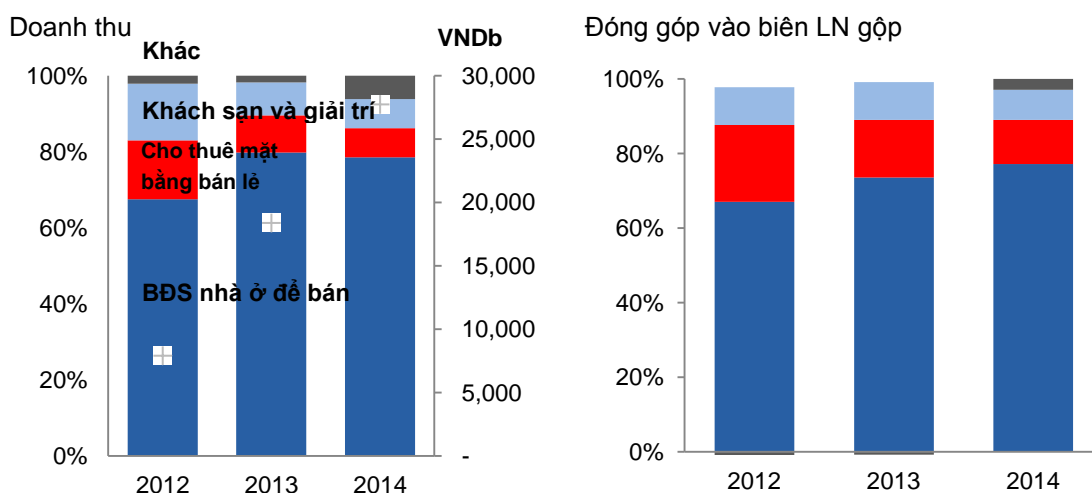
Địa chỉ Số 7 Tầng Lãng 1, Khu sinh thái Vinhomes Riverside, Hà Nội, Việt Nam

Website www.vingroup.net

Email info@vingroup.net/ir@vingroup.net

Điện thoại (+84) 4 3974 9999

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH



Nguồn: Báo cáo tài chính của VIC (theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam (VAS))

BÁO CÁO TÀI CHÍNH (VAS)

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
KQLN					
Doanh thu thuần	18.378	27.724	30.476	52.218	74.700
- Giá vốn hàng bán	-11.347	-17.285	-18.729	-33.893	-48.697
Lợi nhuận gộp	7.031	10.439	11.748	18.325	26.002
- Chi phí bán hàng	-450	-739	-2.237	-3.418	-4.398
- Chi phí quản lí DN	-1.466	-2.171	-2.865	-3.662	-4.443
LN thuần HĐKD	5.114	7.529	6.646	11.245	17.162
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-9	-132	-100	-100	-100
- Lợi nhuận khác	6.095	725	1.072	1.733	2.243
EBIT	11.200	8.121	7.618	12.878	19.305
- Chi phí lãi vay	-1.460	-2.711	-3.230	-4.043	-4.439
Lợi nhuận trước thuế	9.740	5.410	4.388	8.835	14.866
- Thuế TNDN	-2.591	-1.634	-1.325	-2.668	-4.489
LNST	7.149	3.776	3.063	6.167	10.377
- Lợi ích CĐ thiểu số	-370	-617	-501	-1.008	-1.697
LN ròng	6.780	3.159	2.562	5.159	8.680
EBITDA	6.293	9.113	8.504	13.344	19.679
SL CP lưu hành (triệu)	1.277	1.291	1.353	1.353	1.353
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	1.432	1.430	1.436	1.436	1.436
EPS	5.310	2.447	1.893	3.813	6.415
EPS pha loãng hoàn toàn	4.909	2.344	1.858	3.669	6.121

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	132,5%	50,9%	9,9%	71,3%	43,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	94,7%	47,2%	-11,7%	69,2%	52,6%
Tăng trưởng EBIT	198,5%	-27,5%	-6,2%	69,0%	49,9%
Tăng trưởng EPS	316,7%	-52,3%	-20,7%	97,5%	66,8%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	38,3%	37,7%	38,5%	35,1%	34,8%
Biên LN từ HĐ %	27,8%	27,2%	21,8%	21,5%	23,0%
EBIT %	60,9%	29,3%	25,0%	24,7%	25,8%
EBITDA %	34,2%	32,9%	27,9%	25,6%	26,3%
Biên LN ròng %	36,9%	11,4%	8,4%	9,9%	11,6%
ROE %	54,2%	18,1%	11,8%	20,2%	25,5%
ROA %	10,9%	4,5%	2,5%	4,3%	6,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	590,4	374,9	433,7	314,3	219,0
Số ngày phải thu	20,8	10,9	9,8	8,1	8,7
Số ngày phải trả	46,0	29,4	35,5	24,9	22,5
TG luân chuyển tiền	565,1	356,4	408,0	297,5	205,2
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,4	1,5	1,6	2,1
CS thanh toán nhanh	0,8	0,7	0,7	0,8	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6
Nợ/Tài sản	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
Nợ/Vốn CSH	1,5	1,2	1,4	1,3	0,9
Khả năng thanh toán lãi vay	7,7	3,0	2,4	3,2	4,3

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	7.534	7.608	14.879	16.556	21.004
Đầu tư TC ngắn hạn	5.513	6.168	8.168	10.168	15.168
Các khoản phải thu	876	778	855	1.466	2.097
Hàng tồn kho	18.914	16.598	27.913	30.464	27.974
TS ngắn hạn	7.008	3.723	3.723	3.723	3.723
Tổng TS ngắn hạn	39.845	34.876	55.539	62.378	69.967
TS dài hạn (gộp)	25.910	40.349	46.657	52.991	54.501
- Khấu hao lũy kế	-1.062	-2.630	-3.690	-4.991	-6.711
TS dài hạn (ròng)	24.848	37.719	42.966	48.000	47.790
Đầu tư TC dài hạn	2.423	4.949	4.980	5.012	5.045
TS dài hạn khác	8.657	12.942	10.883	10.085	9.287
Tổng TS dài hạn	35.928	55.610	58.830	63.097	62.122
Tổng Tài sản	75.773	90.485	114.369	125.475	132.089
Phải trả ngắn hạn	1.159	1.629	2.013	2.612	3.394
Nợ ngắn hạn	3.023	1.321	1.321	1.321	1.321
Phải trả ngắn hạn khác	22.493	21.654	33.610	34.514	28.776
Nợ ngắn hạn	26.675	24.604	36.944	38.446	33.491
Vay và nợ dài hạn	24.360	32.015	40.495	44.561	43.137
Phải trả dài hạn khác	6.121	6.582	6.582	5.953	5.324
Tổng nợ dài hạn	30.481	38.597	47.077	50.514	48.461
Tổng nợ	57.156	63.201	84.021	88.960	81.952
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	1.782	4.583	4.583	4.583	6.996
Vốn cổ phần	9.296	14.546	14.546	14.546	15.378
Lợi nhuận giữ lại	3.394	1.268	3.830	8.989	17.668
Lợi ích CĐTS	4.145	6.889	7.389	8.398	10.095
Vốn chủ sở hữu	18.617	27.285	30.347	36.515	50.137
Tổng cộng nguồn vốn	75.773	90.485	114.369	125.475	132.089

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	1.617	7.534	7.608	14.879	16.556
Lợi nhuận sau thuế	6.780	3.159	2.562	5.159	8.680
Khấu hao	1.179	1.575	1.858	2.098	2.518
Thay đổi vốn lưu động	7.560	6.382	949	-2.289	-3.725
Điều chỉnh khác	-6.234	-1.219	501	1.008	1.697
Tiền từ hoạt động KD	9.284	9.897	5.870	5.976	9.169
Chi mua sắm TSCĐ	1.147	-9.791	-6.308	-6.334	-1.510
Đầu tư	-10.040	-10.608	-770	-2.032	-5.033
Tiền từ HĐ đầu tư	-8.892	-20.399	-7.078	-8.366	-6.543
Cổ tức đã trả	-289	-1.845	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	-2.954	1.411	0	0	3.246
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	8.768	11.010	8.480	4.066	-1.424
Tiền từ hoạt động TC	5.526	10.576	8.480	4.066	1.822
Tổng lưu chuyển tiền tệ	5.917	73	7.272	1.677	4.448
Tiền cuối năm	7.534	7.608	14.879	16.556	21.004

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG THEO QUÝ (theo báo cáo)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của VIC	Dự báo của VCSC
Doanh thu	6.175	7.692	7.658	6.199	27.724		
Lợi nhuận gộp	2.410	2.895	2.829	2.304	10.439		
Biên lợi nhuận gộp (%)	39,0%	37,6%	36,9%	37,2%	37,7%		
Doanh thu thuần HĐKD	1.845	2.350	2.155	1.179	7.529		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	29,9%	30,6%	28,1%	19,0%	27,2%		
LNST	1.076	859	889	335	3.159		
Biên LNST (%)	17,4%	11,2%	11,6%	5,4%	11,4%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	984	2.147	8.470	6.777	18.378		
Lợi nhuận gộp	525	960	3.337	2.209	7.031		
Biên lợi nhuận gộp (%)	53,3%	44,7%	39,4%	32,6%	38,3%		
Doanh thu thuần HĐKD	192	487	2.939	1.518	5.136		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	19,5%	22,7%	34,7%	22,4%	27,9%		
LNST	287	3.772	1.875	846	6.780		
Biên LNST (%)	29,2%	175,7%	22,1%	12,5%	36,9%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	1.883	1.903	1.282	2.836	7.904		
Lợi nhuận gộp	1.449	799	502	1.063	3.812		
Biên lợi nhuận gộp (%)	77,0%	42,0%	39,1%	37,5%	48,2%		
Doanh thu thuần HĐKD	1.204	509	247	668	2.627		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	63,9%	26,7%	19,2%	23,5%	33,2%		
LNST	287	3.772	1.875	846	6.780		
Biên LNST (%)	15,2%	198,2%	146,2%	29,8%	85,8%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	473	387	267	1.187	2.314		
Lợi nhuận gộp	279	275	144	309	1.008		
Biên lợi nhuận gộp (%)	59,0%	71,2%	54,0%	N/A	43,5%		
Doanh thu thuần HĐKD	214	157	48	44	463		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	45,1%	40,7%	18,1%	N/A	20,0%		
LNST	105	244	226	246	821		
Biên LNST (%)	22,2%	63,1%	84,6%	N/A	35,5%		

DỰ BÁO CHO NĂM TÀI CHÍNH 2015

	2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (mới)	YoY % (vs. FY14A)	Ghi chú
Doanh thu	27.724		30.476	9,9%	
BDS nhà ở	21.772		17.668	-18,8%	Bán giao nhà ở trong năm 2015 ít hơn 2014
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	2.129		2.303	8,1%	
Khách sạn và dịch vụ giải trí	2.114		3.056	44,6%	Vinpearl Phú Quốc Giai đoạn 1 đi vào hoạt động và Vinpearl Premium Nha Trang Bay đi vào hoạt động vào tháng 5 2015
Bán lẻ	421		5.879	1.296,2%	Đóng góp mới từ VinMart và VinPro
Khác	1.287		1.570	22,0%	Dẫn dắt bởi doanh thu từ bệnh viện và trường học
Lợi nhuận gộp	10.439		11.748	12,5%	
BDS nhà ở	8.052		7.956	-1,2%	
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	1.239		1.302	5,1%	
Khách sạn và dịch vụ giải trí	839		1.381	64,6%	
Bán lẻ	-8		719	NA	
Khác	316		389	23,2%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-739		-2.237	202,5%	Chủ yếu do mở rộng hoạt động kinh doanh qua ngành bán lẻ
Chi phí quản lý	-2.171		-2.865	32,0%	Mở rộng quy mô hoạt động và ngành nghề kinh doanh
Lợi nhuận từ hoạt động	7.529		6.646	-11,7%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	592		972	64,1%	Lãi tiền gửi cao hơn do số dư tiền mặt lớn hơn
EBIT	8.121		7.618	-6,2%	
Chi phí lãi vay	-2.711		-3.230	19,1%	Lãi vay cao hơn do dư nợ lớn hơn
LN trước thuế	5.410		4.388	-18,9%	
LN sau thuế	3.776		3.063	-18,9%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	3.159		2.562	-18,9%	
EBITDA	9.113		8.504	-6,7%	
Biên LN gộp %	37,7%		38,5%		
BDS nhà ở	37,0%		45,0%		Bán biệt thự (LN gộp biên cao) đóng góp tỷ trọng doanh thu cao hơn
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	58,2%		56,6%		
Khách sạn và dịch vụ giải trí	39,7%		45,2%		Vinpearl Phú Quốc Giai đoạn 1 đi vào hoạt động ổn định
Bán lẻ	-1,8%		12,2%		Dẫn dắt bởi VinMart và VinPro
Khác	24,5%		24,8%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	2,7%		7,3%		
Chi phí quản lý / doanh thu	7,8%		9,4%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	27,2%		21,8%		
Biên EBIT %	29,3%		25,0%		
Biên EBITDA %	32,9%		27,9%		
Biên LNST %	11,4%		8,4%		
Thuế suất thực tế %	30,2%		30,2%		

Mục lục

Sơ lược về công ty	2
Quan điểm và rủi ro đầu tư	8
Thành công trong việc thiết lập vị thế trên thị trường vốn mang lại thành quả cho VIC ngày hôm nay	8
Sự kiên định trong việc duy trì hoạt động xây dựng và bàn giao nhà trong giai đoạn thị trường trầm lắng 2011-2013 giúp VIC chiếm được lòng tin của người mua nhà.....	8
Liên tục mở rộng quỹ đất càng củng cố vị thế dẫn đầu của VIC khi thị trường BĐS phục hồi	10
Thiết lập sự hiện diện trên thị trường vốn quốc tế và sử dụng vốn hiệu quả là yếu tố thành công riêng biệt của VIC	11
Một cái nhìn sâu hơn về đế chế BĐS của VIC	13
VIC không có đối thủ về mặt phát triển quỹ đất	13
VIC thường được nghĩ đến đầu tiên khi nói đến các dự án có vị trí đặc địa	14
Một mô hình phát triển dự án phức hợp chỉ có VIC làm được	15
Dòng thu nhập thường xuyên tăng trưởng nhanh gia cố sự ổn định trong hoạt động kinh doanh	16
Áp lực bán lên cổ phiếu từ trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2012 có thể không lớn như lo ngại	18
Bán lẻ có thể trở thành một câu chuyện lớn cho VIC.....	19
VIC đang thâm nhập mạnh mẽ vào ngành bán lẻ của Việt Nam.....	19
Lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam có cơ hội tăng trưởng rất lớn trong khi vẫn rộng mở đối với các doanh nghiệp mới	20
Mảng siêu thị và cửa hàng tiện lợi còn kém phát triển	21
Bán lẻ hàng điện tử - chu kỳ tăng trưởng nhanh còn ở phía trước.....	22
Thương mại điện tử - xu hướng tất yếu nhưng cần có thêm thời gian	23
Tổng kết tình hình 2014 – Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng đầy ấn tượng	26
KQLN Quý 1/2015 phản ánh xu hướng cả năm	26
Năm 2015 – Doanh số BĐS nhà ở dự báo sẽ tăng mạnh, nhưng kết quả chỉ thể hiện trên báo cáo KQKD năm 2016 do thời điểm bàn giao nhà	27
Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi.....	29
Định giá – tiềm năng tăng giá trị từ quỹ đất của Vinpearl vì chúng tôi thận trọng trong việc định giá các tài sản này	29
Rủi ro đầu tư	30
Rủi ro từ việc mở rộng hoạt động kinh doanh quá mức	30
Độ sâu của phân khúc BĐS cao cấp chưa được kiểm chứng	31
Rủi ro từ tỷ giá.....	32
Sơ lược về công ty	32
Phụ lục	32
LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ	36
Liên hệ	38

Hình

Hình 1: VIC duy trì hoạt động xây dựng BĐS nhà ở trong thời điểm thị trường khó khăn	8
Hình 2: Vốn chi vào các dự án dân cư (tỷ đồng) của một số công ty BĐS niêm yết	9
Hình 3: Số lượng căn hộ đã bán tích lũy tại các dự án chủ chốt đang triển khai của VIC(*)	9
Hình 4: Dòng tiền cho hoạt động đầu tư xây dựng cơ bản và thuê mua dự án của VIC (*)	10
Bảng 5: Tổng hợp các khoản đầu tư XDCB và thuê mua dự án lớn của VIC	10
Hình 6: Cơ cấu các nguồn tài chính của VIC	11
Hình 7: Lãi suất thực trung bình khi bao gồm và không bao gồm các khoản nợ quốc tế của VIC (*)	12
Bảng 8: Tổng hợp các giao dịch tài chính lớn của VIC	12
Hình 9: Lịch sử cơ cấu nợ theo đồng VND và USD của VIC	13
Hình 10: Cơ cấu quỹ đất phân theo hiện trạng dự án của VIC (triệu m ²)	13
Hình 11: So sánh quỹ đất và giá trị thị trường của các công ty BĐS mà VCSC theo dõi	14
Hình 12: Vị trí của VCP và Ba Son, thiết kế tổng thể và cảnh quan tại dự án VCP	14
Hình 13: Dòng thu nhập thường xuyên tăng trưởng nhanh giúp tăng sự ổn định trong hoạt động kinh doanh	16
Bảng 14: Danh sách các trung tâm thương mại đang triển khai không được đưa vào mô hình định giá của VCSC	16
Hình 15: Diện tích bán lẻ theo đầu người (m2) tại các nước Châu Á	17
Hình 16: Lịch sử giá và khối lượng giao dịch của cổ phiếu VIC	18
Hình 17: Cửa hàng VinPro và VinMart	19
Hình 18: Dự báo doanh thu và số lượng cửa hàng của VinMart và Vinpro của VCSC	20
Hình 19: Tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại và GDP đầu người ở một số nước Châu Á (trục tung)	20
Hình 20: Số người dân trên mỗi cửa hàng tạp phẩm (có bán thức ăn và rau quả, gọi chung là grocery) tại một số nước châu Á	21
Hình 21: Kế hoạch mở rộng của các nhà bán lẻ lớn tại Việt Nam	21
Hình 22: Quy mô và tăng trưởng so với năm 2013 của ngành hàng điện tử Việt Nam năm 2014	22
Hình 23: Tỷ lệ thâm nhập của hàng kỹ thuật tại Việt Nam	23
Hình 24: Tỷ lệ người dùng Internet tại một số nước Châu Á	23
Hình 25: Tỷ lệ dân số mua sắm bằng ĐTDĐ tại một số nước	24
Hình 26: 4 nguyên nhân chính khiến người Việt Nam không muốn mua sắm trực tuyến	24
Hình 27: Thị phần các website thương mại điện tử theo doanh thu	25
Hình 28: Cơ cấu ngành theo quy mô nhân viên và 5 website có số nhân viên lớn nhất	25
Hình 29: Lịch bàn giao nhà tại các dự án chính của VIC theo dự báo của VCSC	27
Hình 30: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng) từ BĐS nhà ở năm 2014, 2015 và 2016	28
Hình 31: Tóm tắt định giá	29
Hình 32: Số căn hộ bán ra tại TP. HCM hàng quý	31
Hình 33: Tổng kết tình hình hoạt động các lĩnh vực của VIC	32
Hình 34: Danh mục dự án của Vinhomes và Vincom Retail	32
Hình 35: Kế hoạch phát triển các dự án nhà ở từ năm 2015 trở đi	33
Hình 36: Giả định tiến độ bán hàng tại các dự án chính đang triển khai của VIC theo dự báo của VCSC	33
Hình 37: Các dự án đang/chuẩn bị hoạt động của Vinpearl	35
Hình 38: Các dự án Vinpearl khác	35
Hình 39: Ước tính WACC	35

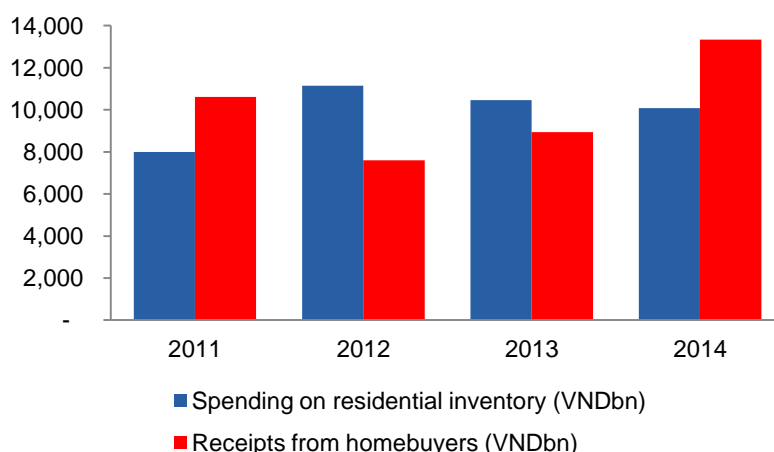
Quan điểm và rủi ro đầu tư

Quan điểm đầu tư	Rủi ro đầu tư
<ul style="list-style-type: none"> VIC đã bỏ xa các đối thủ cạnh tranh nhờ việc bàn giao nhà đúng thời hạn và liên tục phát triển quỹ đất trong giai đoạn thị trường BĐS trầm lắng từ 2011-2013 VIC không có đối thủ về mặt phát triển quỹ đất VIC tạo ra giá trị cho cổ đông nhờ khả năng tiếp cận thị trường vốn quốc tế, cũng như sử dụng kết hợp các nguồn vốn khác nhau để hạ thấp chi phí vốn. Thu nhập thường xuyên tăng trưởng nhanh củng cố sự ổn định của hoạt động kinh doanh. Nhiều khả năng chúng tôi sẽ nâng dự báo cho nguồn thu nhập thường xuyên của VIC Áp lực bán lên cổ phiếu từ trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2012 có thể thấp hơn nhiều so với suy nghĩ của bộ phận chung nhà đầu tư Bán lẻ có thể trở thành một câu chuyện lớn 	<ul style="list-style-type: none"> Áp lực bán lên cổ phiếu đến từ trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2012 Rủi ro đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh quá mức Rủi ro về tỷ giá Độ sâu của phân khúc BĐS cao cấp vẫn còn chờ kiểm chứng.

Thành công trong việc thiết lập vị thế trên thị trường vốn mang lại thành quả cho VIC ngày hôm nay

Sự kiên định trong việc duy trì hoạt động xây dựng và bàn giao nhà trong giai đoạn thị trường trầm lắng 2011-2013 giúp VIC chiếm được lòng tin của người mua nhà

Hình 1: VIC duy trì hoạt động xây dựng BĐS nhà ở trong thời điểm thị trường khó khăn

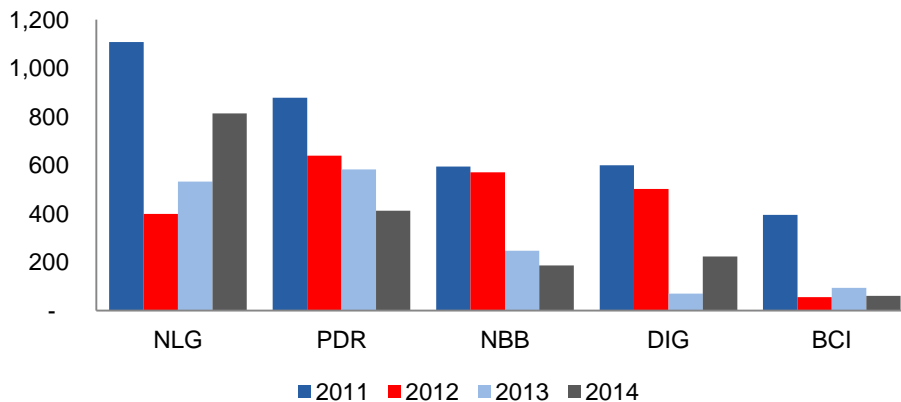


Nguồn: VIC & ước tính của VCSC

VIC đã chiếm được lòng tin của khách hàng mua nhà khi đã hoàn thành việc xây dựng và bàn giao nhà đúng thời hạn trong giai đoạn khó khăn của thị trường (2011-2013). Đã có rất nhiều trường hợp chủ đầu tư ngừng thi công trong giai đoạn này, làm mất lòng các khách hàng đã đóng tiền vào các dự án của họ.

Hình dưới đây cho thấy bức tranh trái ngược của các công ty BĐS niêm yết hàng đầu, vốn đại diện cho nhóm các chủ đầu tư lớn ở Việt Nam. Ngoài NLG, công ty này đã thành công trong việc chuyển hướng mô hình kinh doanh sang phân khúc nhà ở vừa túi tiền, các doanh nghiệp khác đều giảm mạnh hoạt động xây dựng. Chúng tôi lưu ý rằng lãi vay được vốn hóa, vốn không phải là một chỉ tiêu tốt để đánh giá hoạt động xây dựng của các chủ đầu tư, chiếm phần lớn số của NBB và PDR giai đoạn 2012-2014.

Hình 2: Chi hoạt động xây dựng BĐS nhà ở (tỷ đồng) của một số công ty BĐS niêm yết

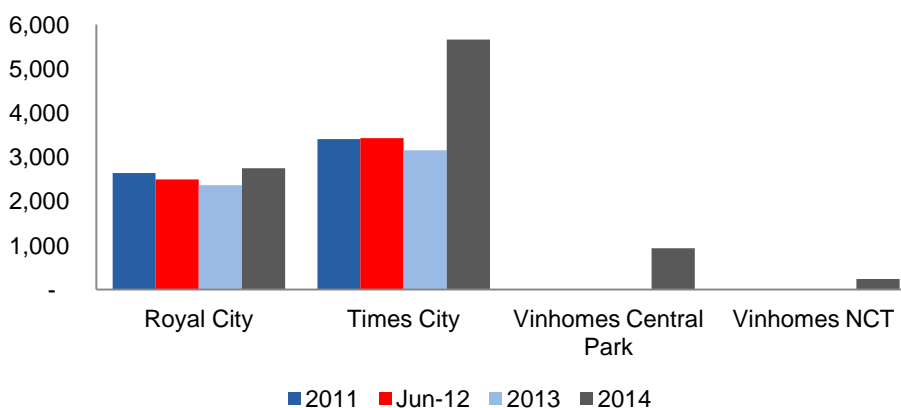


Nguồn: Báo cáo tài chính công ty & ước tính của VCSC

Khi thị trường BĐS bắt đầu phục hồi vào năm 2014, người mua nhà đã nhanh chóng chọn lựa VIC, được biểu hiện qua con số hơn 4.000 căn hộ bán ra trong năm 2014. Từ số liệu của CBRE, chúng tôi ước tính có khoảng 10.200 căn hộ cao cấp được bán ra tại thị trường sơ cấp trong năm 2014, ám chỉ VIC chiếm khoảng 39% thị phần phân khúc này trong năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng VIC sẽ chiếm thêm thị phần, vì VIC đã thâm nhập thị trường Tp HCM với dự án Vinhomes Central Park (VCP), trong khi vẫn tiếp tục triển khai các dự án mới ở Hà Nội để duy trì vị thế dẫn đầu.

Trong năm 2014, VIC đã bán được 2.504 căn hộ chỉ tính riêng tại dự án Times City, và 1.179 căn hộ tại 2 dự án VCP và Vinhomes Nguyễn Chí Thanh - Hà Nội (Vinhomes NCT) cho dù 2 dự án này chỉ mới được mở bán trong 2 tháng cuối năm 2014.

Hình 3: Số lượng căn hộ đã bán tích lũy tại các dự án chủ chốt đang triển khai của VIC(*)



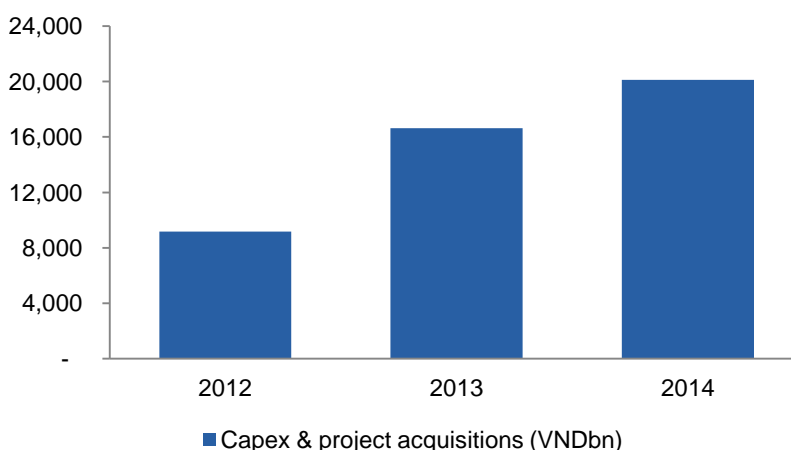
Nguồn: VIC (*không bao gồm các căn hộ đang cho thuê dài hạn tại Royal City)

Liên tục mở rộng quỹ đất càng củng cố vị thế dẫn đầu của VIC khi thị trường BĐS phục hồi

Một khía cạnh khác mà VIC tỏ ra vượt trội so các công ty cùng ngành là tốc độ mở rộng quỹ đất, và cũng trong giai đoạn khó khăn của thị trường. Trong điều kiện thị trường khó khăn thì đây sẽ được cân trọng nhìn nhận như là một rủi ro “đầu tư quá mức”, nhưng với việc thị trường BĐS đang cho thấy những dấu hiệu phục hồi vững chắc, VIC có vẻ như đã là người thắng cuộc. VCP và Vinhomes NCT (đều đang được xây dựng), vốn được thu tóm trong năm 2013 là những ví dụ điển hình cho những thành công mà VIC đang gặt hái từ những hoạt động đầu tư trong quá khứ của mình.

Ngược lại, trong cùng giai đoạn này, hoạt động mở rộng quỹ đất gần như không diễn ra tại các công ty niêm yết mà chúng tôi đang theo dõi, ngoại trừ DXG – khi công ty chuyển hướng từ công ty môi giới BĐS sang chủ đầu tư phân khúc giá rẻ và trung cấp.

Hình 4: Dòng tiền cho hoạt động đầu tư xây dựng cơ bản và thu tóm dự án của VIC (*)



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty & ước tính của VCSC
 (*chúng tôi tính tổng vốn đầu tư XDCB + tiền đặt cọc cho dự án/hợp đồng đầu tư tiềm năng + đầu tư vốn vào các công ty con và liên kết liên quan đến phát triển BĐS)

Hình 5: Tổng hợp các khoản đầu tư XDCB và thu tóm dự án lớn của VIC

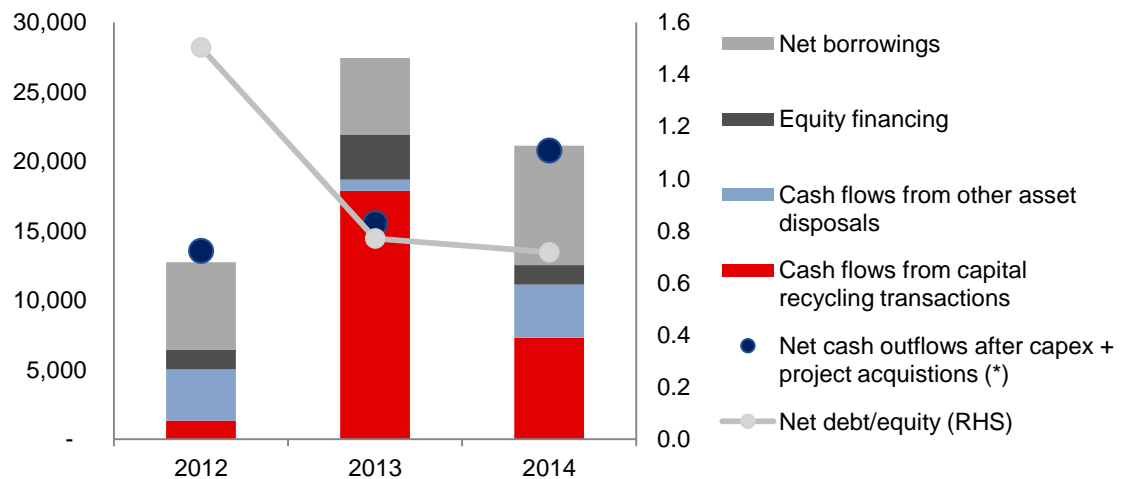
	2012	2013	2014
Đầu tư XDCB	Vincom A	Vincom Mega Mall Royal City	Vinpearl Phú Quốc
	Vincom B	Vincom Mega Mall Times City	VC Mega Mall Thảo Điền
	Vincom Mega Mall Royal City		Mua lại các villa tại Riverside
	Vincom Mega Mall Times City		
Thu tóm dự án	Vinhomes Riverside	30% cổ phần tại VCP	44,4% cổ phần tại VCP
	Royal City	Vinhomes NCT	Green City Từ Liêm
	Times City	Green City Saigon Soap & Tobacco	Đặt cọc cho các dự án ở: Tỉnh Hưng Yên
			Quận Cầu Giấy (Hà Nội)
			Quận Long Biên (Hà Nội)

Nguồn: VIC

Thiết lập sự hiện diện trên thị trường vốn quốc tế và sử dụng vốn hiệu quả là yếu tố thành công riêng biệt của VIC

Sẽ khó để hiểu được quá trình tăng trưởng của VIC mà không nhìn nhận đúng giá trị của việc sử dụng khéo léo các nguồn vốn khác nhau và khả năng tiếp cận một thị trường vốn rộng lớn của VIC. Nhìn lại trong quá khứ, VIC đã sử dụng hài hòa ba nguồn vốn chính, bao gồm vay nợ quốc tế/Trái phiếu chuyển đổi (CB), vay nợ trong nước và chuyển nhượng các tài sản để quay vòng vốn, giúp VIC liên tục mở rộng quy mô tài sản nhưng vẫn giữ vị thế tài chính ở mức an toàn.

Hình 6: Cơ cấu các nguồn tài chính của VIC



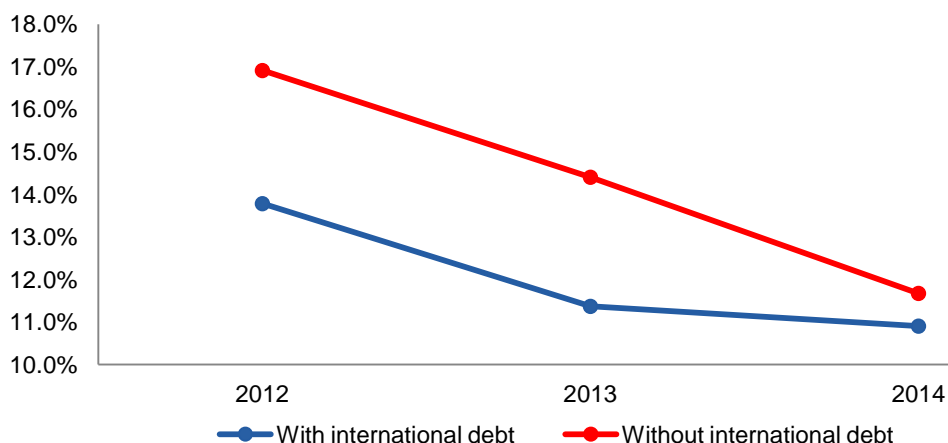
Nguồn: Báo cáo tài chính công ty (theo VAS) & ước tính của VCSC

(*=*Dòng tiền từ HĐKD điều chỉnh - (Đầu tư XDCB + dòng tiền liên quan đến thu tóm dự án), Dòng tiền từ HĐKD điều chỉnh = Dòng tiền từ HĐKD trên báo cáo – các giao dịch quay vòng vốn*).

VIC đã tạo ra giá trị cho các cổ đông thông qua việc sử dụng nguồn vốn quốc tế hiệu quả.

Trải qua nhiều nỗ lực, VIC đã thiết lập một kênh tiếp cận đến thị trường vốn quốc tế, và đã tận dụng lợi thế này để giảm chi phí vốn. Ngoài ra, sự linh hoạt trong việc có thể chuyển sang thị trường vốn quốc tế đã giúp VIC có vị thế đàm phán tốt hơn đối với các ngân hàng trong nước. Ước tính của chúng tôi cho thấy VIC đã tiết kiệm được khoảng 3% chi phí vốn vay mỗi năm trong năm 2012 và 2013 bằng việc sử dụng nợ quốc tế (trái phiếu/CB + các khoản vay) ở thời điểm mà lãi suất là khá cao ở Việt Nam, và nhờ việc đồng VND chỉ trượt 2% so với USD trong giai đoạn 2012-2014. Khi lãi suất trong nước giảm mạnh trong năm 2014, VIC đã quay trở lại thị trường trái phiếu trong nước.

Hình 7: Lãi suất trung bình khi bao gồm và không bao gồm các khoản nợ quốc tế của VIC (*)



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty & ước tính của VCSC

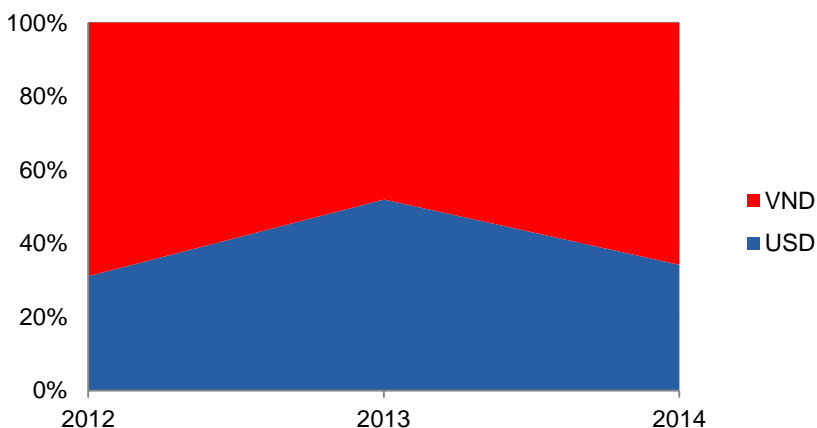
(* đã được điều chỉnh cho sự trượt giá của VND và chi phí phát hành nợ quốc tế).

Bảng 8: Tổng hợp các giao dịch tài chính lớn của VIC

	2012	2013	2014
Vốn quốc tế	- 300 triệu USD, trái phiếu chuyển đổi lãi suất 5%/năm	- 200 triệu USD vốn đầu tư từ Warburg Pincus vào Vincom Retail - Khoản vay hợp vốn 150 triệu USD với lãi suất 0,5% + lãi LIBOR - 200 triệu USD trái phiếu lợi suất cao 11,625%	- Chào bán 70 triệu USD cổ phiếu thứ cấp (cổ phiếu quỹ)
Các giao dịch quay vòng vốn	- 64 triệu USD từ bán tòa nhà văn phòng Vin Bà Triệu, lợi nhuận >900%	- 472 triệu USD từ bán Vincom Center A, 1,7 lần giá trị sổ sách - 238 triệu USD cho thuê dài hạn tòa nhà văn phòng Vincom Đồng Khởi, gấp 3 lần giá vốn - 219 triệu USD từ cho thuê dài hạn 1.328 căn hộ tại dự án Royal City	- 112 triệu USD ký quỹ từ đối tác cho khu văn phòng tại Vinhomes NCT - 228 triệu USD ký quỹ từ đối tác cho khu văn phòng tại VCP
Nợ trong nước			- 7.000 tỷ đồng trái phiếu với lợi suất 11%

Nguồn: VIC

Hình 9: Lịch sử cơ cấu nợ theo đồng VND và USD của VIC



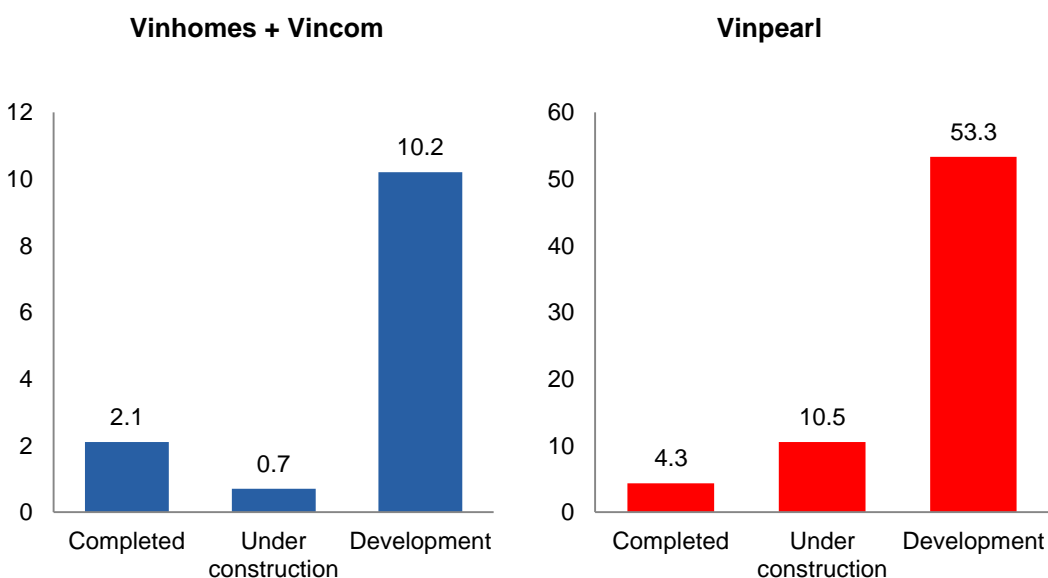
Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

Một cái nhìn sâu hơn về đế chế BĐS của VIC

VIC không có đối thủ về mặt phát triển quỹ đất

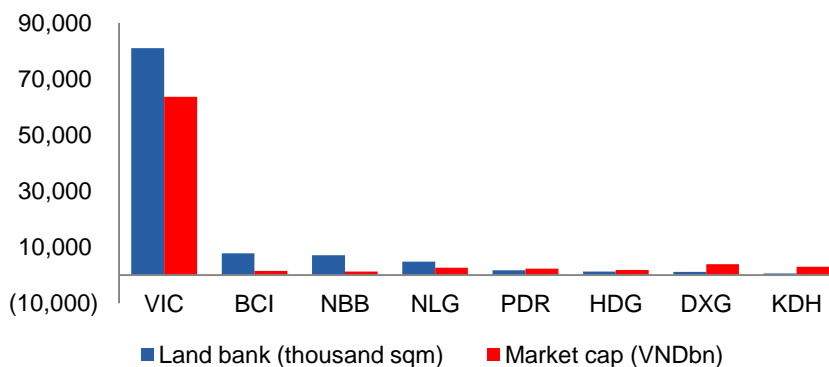
Mặc dù hiện có vài công ty BĐS lớn vẫn chưa được niêm yết, chúng tôi cho rằng VIC hiện sở hữu quỹ đất lớn nhất tại Việt Nam. Quỹ đất hiện tại có thể cho phép VIC liên tục phát triển ít nhất là 10 năm tới. Tham khảo phần Phụ lục ở trang 32 để có thông tin đầy đủ về danh mục dự án của VIC.

Hình 10: Cơ cấu quỹ đất phân theo hiện trạng dự án của VIC (triệu m²)



Nguồn: VIC

Hình 11: So sánh quỹ đất và giá trị thị trường của các công ty BĐS mà VCSC theo dõi



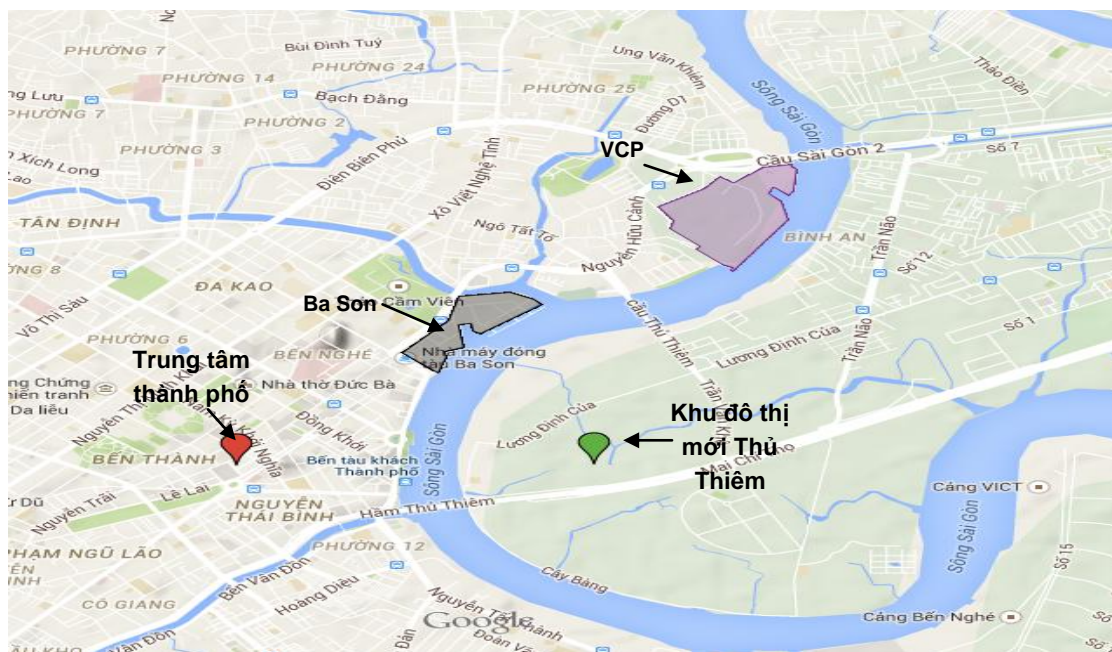
Nguồn: Thông tin từ phía công ty, Bloomberg và VCSC

VIC thường được nghĩ đến đầu tiên khi nhắc đến các dự án có vị trí đặc địa

VIC đã phát triển thành công nhiều dự án ở vị trí “đất vàng”. Ba trung tâm thương mại của VIC tọa lạc tại các khu đất vàng tại Tp HCM và Hà Nội (Vincom B, Vincom A và Vincom Bà Triệu). Trong năm 2014, VIC chính thức sở hữu chi phối dự án VCP, một trong những dự án tốt nhất còn lại tại Tp HCM nếu nhìn vào hai yếu tố quy mô (43ha diện tích đất) và vị trí (cách Quận 1 năm phút di chuyển, nằm dọc bờ sông Sài Gòn và liền kề tuyến Metro). Dự án VCP trước đây là cảng hàng hóa thuộc sở hữu của Bộ Quốc Phòng.

VIC cũng đang tham gia vào quá trình cổ phần hóa của một vài doanh nghiệp nhà nước mà từ đó VIC có thể sở hữu thêm các BĐS có giá trị cao. VIC đã đề xuất mua lại 80% Cảng Sài Gòn và Cảng Hải Phòng. Cùng lúc đó, trong văn bản số 2490/BQP-CNQP được đệ trình lên Thủ tướng Chính phủ, Bộ Quốc Phòng đã đề xuất việc giao cho CTCP Thương mại Dịch vụ TP HCM - một công ty liên kết của VIC đầu tư vào khu Cảng Ba Sơn (24ha), được xem là dự án đặc địa nhất có quy mô tương tự tại Tp HCM.

Hình 12: Vị trí của VCP và Ba Sơn, thiết kế tổng thể và cảnh quan tại dự án VCP





Nguồn: Google Maps và tổng hợp của VCSC

Một mô hình phát triển dự án phức hợp chỉ có VIC làm được

VIC mang dịch vụ y tế (Vinmec) và giáo dục (Vinschool) của chính công ty đến các dự án nhà ở của mình để cung cấp cho người mua nhà một môi trường sống trọn vẹn. Cung cấp các gói dịch vụ này miễn phí hoặc chiết khấu cho người mua nhà là một trong những điểm thu hút khách hàng chính của VIC. Trong khi đó, các dự án nhà ở thông thường do các chủ đầu tư khác phát triển chỉ cung cấp khu vực thương mại bán lẻ, mà không có bệnh viện hay trường học như VIC.

Vinmec



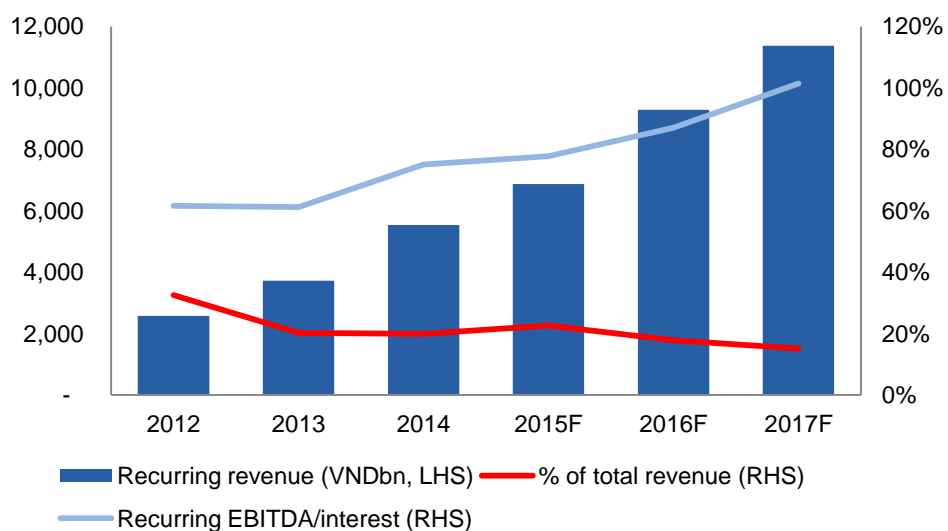
Vinschool



Dòng thu nhập thường xuyên tăng trưởng nhanh gia cố sự ổn định của hoạt động kinh doanh

Chúng tôi dự báo CAGR 27% đối với nguồn thu nhập thường xuyên của VIC (không tính mảng bán lẻ) trong giai đoạn 2014-2017, chủ yếu được dẫn dắt bởi việc tích cực mở rộng các trung tâm thương mại Vincom và các dự án khách sạn mới đi vào hoạt động (Vinpearl Phú Quốc giai đoạn 2 và Vinpearl Premium Nha Trang Bay). Tuy nhiên, vì VIC vừa khởi động một chu kỳ phát triển các dự án BĐS nhà ở mới, theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu thường xuyên sẽ vẫn chiếm ít hơn 20% tổng doanh thu (không tính đến mảng bán lẻ như Vinmart, Vinpro, thời trang...) trong vòng 3 năm tới.

Hình 13: Dòng thu nhập thường xuyên tăng trưởng nhanh giúp gia tăng sự ổn định của hoạt động kinh doanh



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty và VCSC (*Không bao gồm lĩnh vực bán lẻ)

Chúng tôi có thể đang dự phóng hơi thấp dòng thu nhập thường xuyên của VIC, bởi vì chúng tôi chưa đưa một số dự án trung tâm thương mại và khách sạn đang được triển khai vào dự phóng do thiếu thông tin. Trong một buổi họp gần đây, VIC cho biết công ty hiện đang hướng đến mục tiêu có 30 trung tâm thương mại vào cuối năm 2015, so với 8 hiện tại và 16 được đưa vào mô hình của chúng tôi. Dưới đây là danh sách các trung tâm thương mại đang triển khai mà chúng tôi biết được qua quá trình tìm hiểu nhưng không có đủ thông tin để đưa vào dự phóng.

Hình 14: Danh sách các trung tâm thương mại đang triển khai không được đưa vào mô hình định giá của VCSC

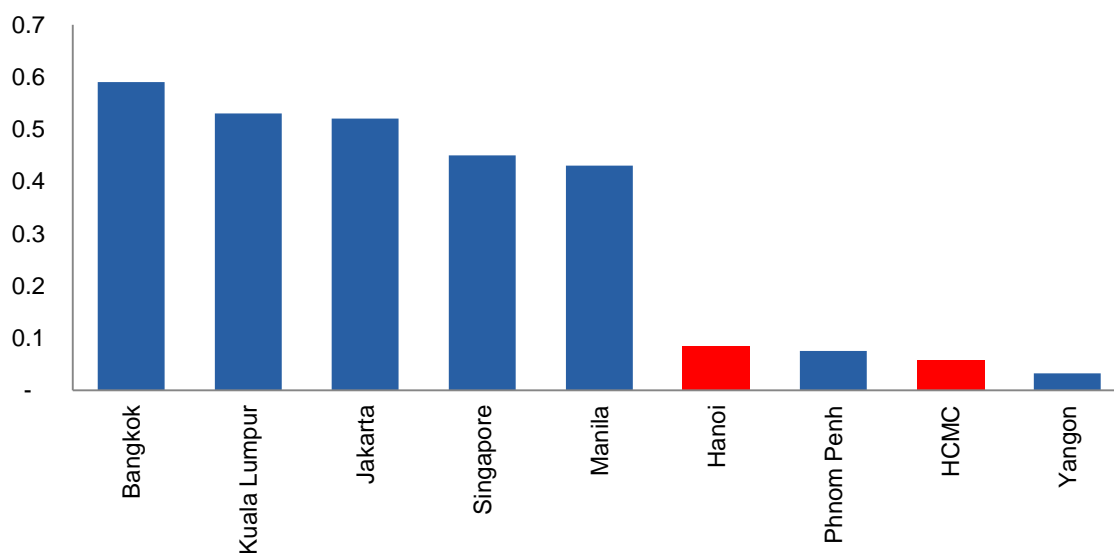
Các dự án Vincom	Địa điểm	Thời gian dự kiến hoàn thành
Vincom Biên Hòa	Tp Biên Hòa (phía nam)	07/2015
Vincom Lê Văn Việt	Quận 9, Tp HCM	10/2015
Vincom Quang Trung	Quận Gò Vấp, Tp HCM	06/2015
Vincom Cần Thơ 1	Tp Cần Thơ (phía nam)	01/2016
Vincom An Giang	Tp An Giang (phía Bắc)	07/2015
Vincom Bắc Ninh	Tp Bắc Ninh (phía Bắc)	10/2015

Nguồn: Tổng hợp của VCSC

Các dự án trong hình 14 là một phần trong chiến lược mở rộng chuỗi trung tâm thương mại bán lẻ Vincom ra các tỉnh/thành phố cấp 2 và cấp 3. Đây là các trung tâm thương mại phân khúc trung cấp, với diện tích cho thuê trong khoảng 10.000-20.000m², tập trung nhiều hơn vào các dịch vụ F&B (đồ uống và thực phẩm) và dịch vụ giải trí so với các trung tâm ở Tp HCM và Hà Nội. Chúng tôi cho rằng định vị thị trường của VIC là hợp lý so với mức thu nhập trung bình ở những khu vực này.

Chúng tôi ủng hộ việc mở rộng trung tâm thương mại Vincom sang các tỉnh/thành cấp 2 và cấp 3. Thông thường, các chủ đầu tư trung tâm thương mại dù là trong nước hay nước ngoài đều tập trung chủ yếu vào khu vực Tp HCM và Hà Nội, khiến các tỉnh thành khác rất thiếu mặt bằng bán lẻ.

Hình 15: Diện tích bán lẻ theo đầu người (m²) tại các nước Châu Á

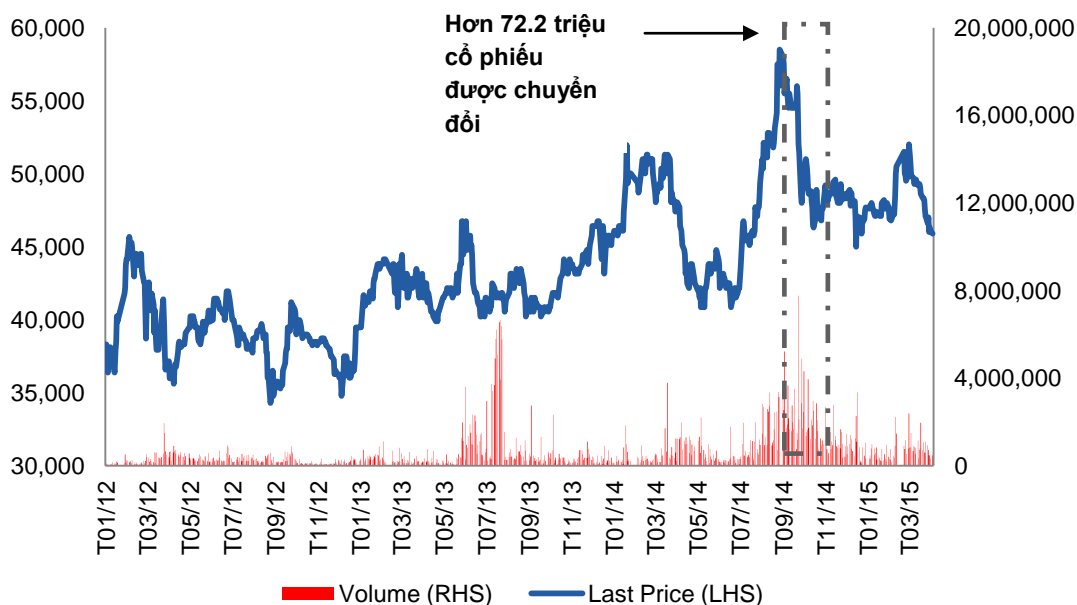


Nguồn: CBRE (2013)

Áp lực bán cổ phiếu từ trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2012 có thể không lớn như lo ngại

Các cổ đông của VIC đã bị ảnh hưởng nặng trong giai đoạn tháng 9-11/2014, khi mà một lượng lớn trái phiếu chuyển đổi (CB) được chuyển đổi qua cổ phiếu, dẫn đến đợt bán ra mạnh bởi những người nắm giữ CB, được tiếp nối bởi các cổ đông khác trong tâm lý hoảng loạn. Với việc vẫn còn hơn phân nửa lượng CB đang lưu hành (155,3 triệu USD tính đến ngày 24/4/2015) và đang nằm trong vùng sinh lời (in-the-money với giá chuyển đổi 39.000 đồng/CP), chúng tôi đã nỗ lực tìm hiểu độ lớn thực sự của áp lực bán còn lại đến từ CB này.

Hình 16: Lịch sử giá và khối lượng giao dịch của cổ phiếu VIC



Nguồn: Bloomberg

Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy hầu hết nhà đầu tư (NĐT) mua CB đều đã phòng hộ bằng cách sử dụng 1) hợp đồng hoán đổi ở thời điểm phát hành CB hoặc 2) bán khống ở nước ngoài (lưu ý rằng việc bán khống không được cho phép ở Việt Nam). Lưu ý vấn đề này là quan trọng bởi chúng sẽ có những hệ quả khác nhau khi giá cổ phiếu VIC tăng:

- Những người phòng hộ bằng hợp đồng hoán đổi (thanh toán bằng tiền mặt) sẽ chịu áp lực chuyển đổi CB và bán cổ phiếu để đóng hợp đồng hoán đổi. **Điều này sẽ làm xuất hiện áp lực bán lên cổ phiếu VIC.**
- Những người phòng hộ bằng bán khống sẽ chuyển đổi cổ phiếu và trả lại cổ phiếu trực tiếp cho người cho mượn cổ phiếu trước đó. **Điều này sẽ không gây ra bất kỳ áp lực bán nào đối với cổ phiếu VIC.** Lấy ví dụ, từ ngày 16/9 đến 17/11/2014, có khoảng 72,2 triệu cổ phiếu được chuyển đổi và có thể giao dịch, nhưng khi chúng tôi theo dõi lượng bán của khối ngoại từ ngày 16/9 đến 31/11/2014, chỉ có 62,9 cổ phiếu được bán ra, bao gồm cả các giao dịch của quỹ ETF (khoảng 1,5-3 triệu cổ phiếu theo ước tính của chúng tôi) và các nhà đầu tư nước ngoài khác. Điều này cho thấy một lượng cổ phiếu được chuyển đổi đã đến từ những người mua CB phòng hộ trước đó bằng bán khống, và do đó không có ảnh hưởng lên thị trường.

Chúng tôi tin rằng lượng CB phòng hộ bằng hợp đồng hoán đổi đã hết:

- Chúng tôi lưu ý rằng khi VIC phát hành CB vào tháng 7/2012, công ty đã phải ký quỹ 60 triệu USD đảm bảo cho các hợp đồng hoán đổi của Credit Suisse với những NĐT mua CB. Số tiền ký quỹ ban đầu kéo dài đến tháng 8/2013. VIC sau đó đã rút 20 triệu USD trong tháng 8/2013 và gia hạn khoản tiền 40 triệu USD còn lại, **trước khi rút toàn bộ vào quý 2/2014.**
- Quan trọng hơn, thông qua trao đổi với chúng tôi, ban lãnh đạo VIC xác nhận tất cả các hợp đồng hoán đổi đều đã được đóng hết.

Quá trình tìm hiểu của chúng tôi cho thấy trong số CB còn lại đang lưu hành, có khoảng 65-70% được phòng hộ bằng bán khống. Đánh giá này là dự đoán có cơ sở của một chuyên gia trong lĩnh vực này, dù tính khách quan của chuyên gia này là không hoàn toàn được đảm bảo. Nếu nhận định này chuẩn xác, áp lực bán còn lại sẽ ở vào khoảng 25-29,1 triệu cổ phiếu (tương ứng với 35-45 ngày giao dịch, dựa vào mức giao dịch trung bình mỗi ngày trong 6 tháng qua), thay vì con số 83,2 triệu cổ phiếu mà số dư còn lại của CB gợi ý.

Bán lẻ có thể trở thành một câu chuyện lớn cho VIC

VIC đang thâm nhập mạnh mẽ vào ngành bán lẻ của Việt Nam

VIC sẽ thâm nhập vào lĩnh vực này thông qua các cửa hàng lần nền tảng thương mại điện tử. VIC đã triển khai chuỗi hệ thống siêu thị (VinMart) và cửa hàng tiện lợi (Vinmart+), cũng như chuỗi cửa hàng điện máy VinPro (nằm tại các trung tâm thương mại của VIC) và VinPro+ (các cửa hàng đứng riêng lẻ). Một website thương mại điện tử dự kiến sẽ được tung ra trong quý 3/2015. VIC đã bắt đầu xây dựng website này từ tháng 2/2014.

VIC đặt ra kế hoạch mở cửa hàng tham vọng, bao gồm 100 siêu thị và 1.000 cửa hàng tiện lợi trong vòng 3 năm, 25 cửa hàng VinPro và 100 VinPro+ vào cuối năm 2015. Tính đến hiện tại, VIC đã khai trương 15 VinMart, 24 Vinmart+, 6 Vinpro và 4 VinPro+. Vừa qua, VIC cũng đã công bố việc thu tóm 100% chuỗi siêu thị VinatexMart, vốn đang sở hữu 39 cửa hàng trên khắp 19 tỉnh/thành phố. Các siêu thị VinatexMart sẽ được chuyển đổi thành VinMart, theo thông tin từ Ban lãnh đạo.

Hình 17: Cửa hàng VinPro và VinMart

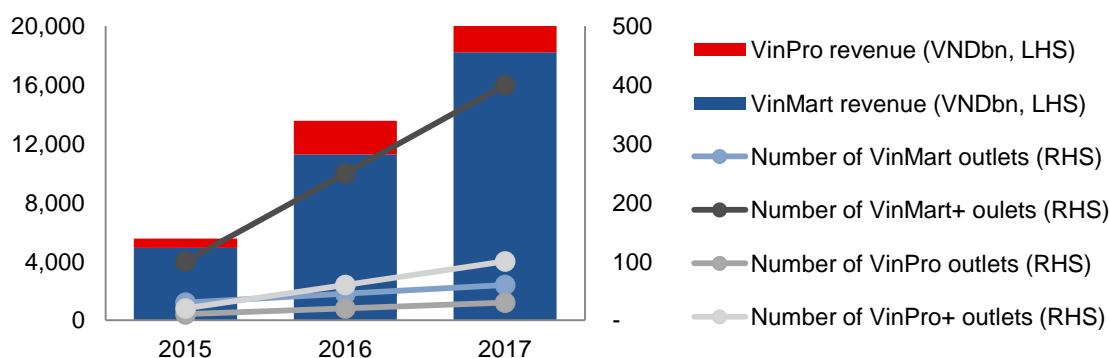


Nguồn: Internet

Ngoài cơ hội đến từ lĩnh vực bán lẻ còn non trẻ của Việt Nam, chúng tôi cũng nhận thấy những lợi ích qua lại mà lĩnh vực bán lẻ và các lĩnh vực khác của VIC có thể mang lại cho nhau, như:

- VinMart đảm bảo VIC sẽ có vị thế tốt hơn khi thương lượng với các chuỗi siêu thị hàng đầu Việt Nam, đặc biệt là Big C và CoopMart, khi VIC cần tìm kiếm các siêu thị lớn cho mặt bằng bán lẻ của mình.
- VinMart và VinPro có thể phát triển nhanh nhờ tận dụng việc Vincom Retail đang mở rộng mạnh mẽ.
- VinMart và VinPro sẽ tiếp cận được mạng lưới khách hàng của VIC, đồng thời mang lại cho họ tiện ích nội khu qua việc các điểm bán lẻ được đặt ngay tại các dự án nhà ở.

Hình 18: Dự báo doanh thu và số lượng cửa hàng của VinMart và Vinpro của VCSC

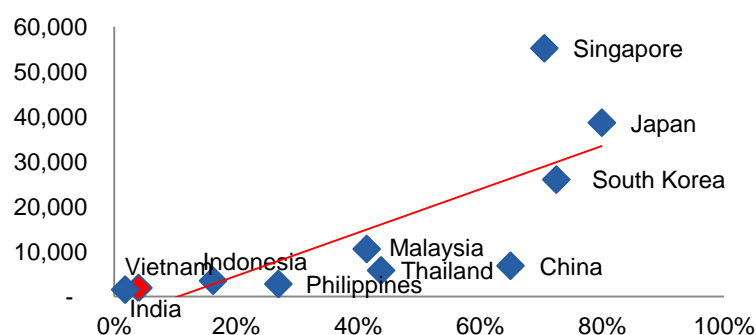


Nguồn: VCSC

Lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam có cơ hội tăng trưởng rất lớn trong khi vẫn rộng mở đối với các doanh nghiệp mới

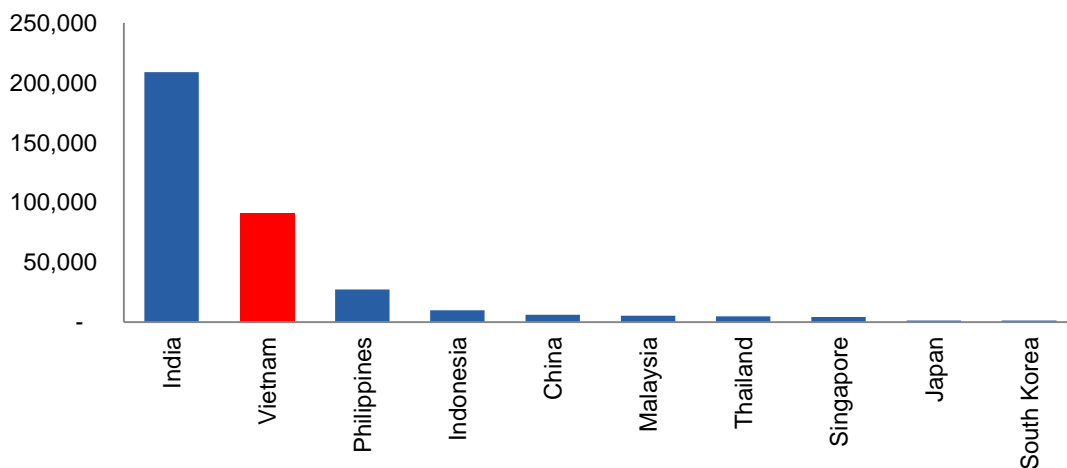
Lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam vẫn trong giai đoạn sơ khai. Kênh bán lẻ hiện đại hiện chỉ chiếm một phần rất nhỏ thị trường bán lẻ Việt Nam, chưa đến 15% tại các khu vực đô thị trong khi gần như không có mặt tại các khu vực nông thôn. Theo BAIN Analysis, Việt Nam hiện đang trong giai đoạn “land grabbing” của kênh bán lẻ hiện đại, trong đó lợi thế của người đi tiên phong là quan trọng. Tầng lớp trung lưu đang tăng nhanh của Việt Nam sẵn sàng thử nghiệm các loại hình bán lẻ mới, sẽ là tác nhân giúp lĩnh vực này tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới.

Hình 19: Tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại và GDP đầu người ở một số nước Châu Á (trục tung)



Nguồn: Euromonitor (2013 và 2014), World Bank và VCSC

Hình 20: Số người dân trên mỗi cửa hàng tạp phẩm (có bán thức ăn và rau quả, gọi chung là grocery) tại một số nước châu Á



Nguồn: Euromonitor (2013 và 2014), và VCSC

Mạng siêu thị và cửa hàng tiện lợi còn kém phát triển

Bộ Công thương cho biết Việt Nam có khoảng 724 siêu thị. Trong đó, phần lớn nằm tại các thành phố lớn hoặc khu vực trung tâm các thành phố loại 2. Saigon Co.opmart, chuỗi siêu thị nội địa, đang dẫn đầu phân khúc này với 74 siêu thị. Doanh thu của Saigon Co.opmart từ năm 2011 đến năm 2014, đạt tăng trưởng kép hàng năm 16%, lên đến 1,2 tỷ USD năm 2014. Các siêu thị lớn khác bao gồm Big C (khoảng 30 siêu thị và doanh thu năm 2013 đạt 529 triệu USD) và Lotte Mart (khoảng 10 siêu thị).

Chúng tôi ước tính tại Việt Nam chỉ có khoảng 800-900 cửa hàng tiện lợi (tính cả grocery lẫn non-grocery), chủ yếu tập trung tại TP. HCM (khoảng 700). Phần lớn các cửa hàng này tập trung tại khu vực trung tâm thành phố, nhất là các nơi có nhiều khách nước ngoài sống hoặc lui tới. Do đó, vẫn còn thị trường Hà Nội rộng lớn, các khu vực loại 2 của TP. HCM và các tỉnh thành khác để các doanh nghiệp mới thâm nhập, điều mà VinMart đã và đang làm kể từ lúc bắt đầu.

Các doanh nghiệp nước ngoài đang thống lĩnh phân khúc cửa hàng tiện lợi, đặc biệt là mô hình non-grocery, trong đó dẫn đầu là Shop & Go (126 cửa hàng), Circle K (101 cửa hàng), B's Mart (96 cửa hàng), và Family Mart (63 cửa hàng). Trong khi đó, Co.op Food (do Saigon Co.op Mart sở hữu), dẫn đầu mảng grocery với 87 cửa hàng. VinMart+ hiện đang theo đuổi mô hình grocery và với tốc độ mở thêm và mua lại cửa hàng như hiện nay, chúng tôi cho rằng VinMart+ sẽ sớm theo kịp các đối thủ cạnh tranh về độ bao phủ của mạng lưới cửa hàng.

Cạnh tranh đang tăng khi các doanh nghiệp trong ngành đều đang có kế hoạch mở rộng mạnh mẽ. Việc các nhà bán lẻ 100% vốn nước ngoài được phép hoạt động từ năm 2015 trở đi có thể sẽ thu hút thêm nhiều nhà bán lẻ có quy mô toàn cầu vào Việt Nam, mặc dù phần lớn trong số đó đều đã hiện diện tại Việt Nam.

Hình 21: Kế hoạch mở rộng của các nhà bán lẻ lớn tại Việt Nam

	Số cửa hàng (2014)	Kế hoạch mở rộng
Saigon Co.op Mart	74 siêu thị, 87 cửa hàng grocery, 170 siêu thị mini và 1 đại siêu thị	Mở thêm 6 siêu thị, 30 cửa hàng grocery và 1 đại siêu thị năm 2015
Lotte Mart	10 siêu thị	Đến năm 2020 có 60 siêu thị
Aeon Mall	3 đại siêu thị	Đến năm 2020 có 20 đại siêu thị
B's Mart	96 cửa hàng tiện lợi	Thêm 205 cửa hàng đến năm 2018

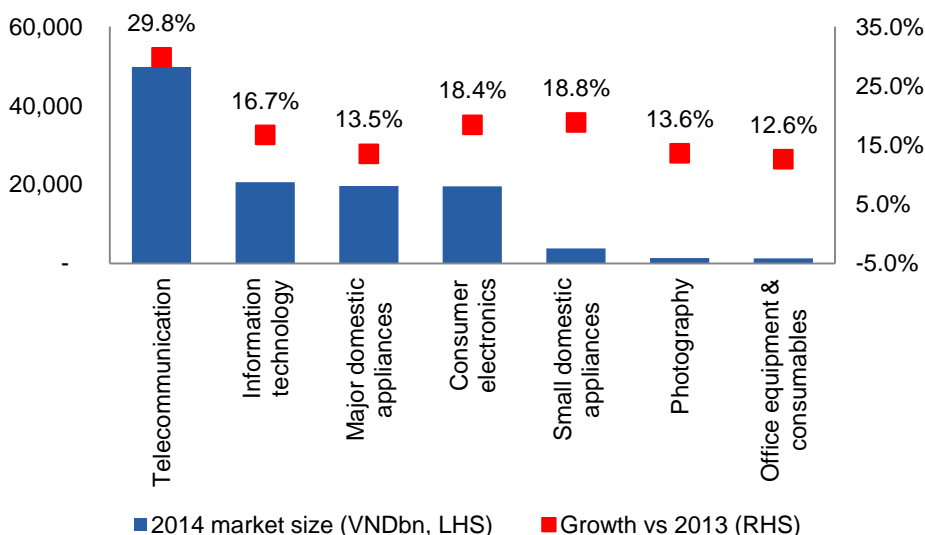
Nguồn: VCSC tổng hợp

Bán lẻ hàng điện tử - chu kỳ tăng trưởng nhanh còn ở phía trước

Theo GFK, thị trường hàng điện tử của Việt Nam có quy mô 5,5 tỷ USD năm 2014, tăng 22% so với năm 2013, nhờ mức tăng trưởng hai chữ số ở tất cả các nhóm sản phẩm, dẫn đầu là điện thoại di động (tăng 30% so với năm 2013).

Chúng tôi cho rằng thị trường này sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng hai chữ số trong 3-5 năm tới nhờ mức độ thâm nhập của hàng tiêu dùng điện tử và hàng gia dụng tăng lên, cũng như việc người tiêu dùng tiếp tục chuyển sang sử dụng điện thoại thông minh thay vì điện thoại chức năng (năm 2014 tỷ lệ thâm nhập của điện thoại thông minh đạt 52%).

Hình 22: Quy mô và tăng trưởng so với năm 2013 của ngành hàng điện tử Việt Nam năm 2014

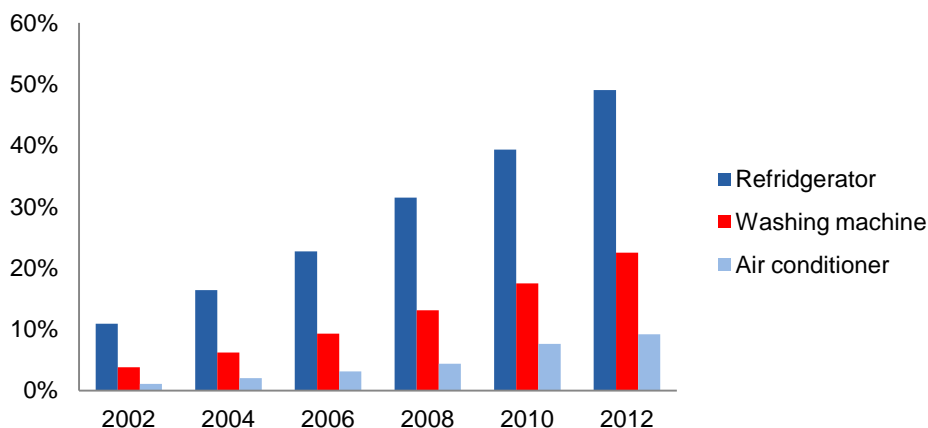


Nguồn: GFK

Lĩnh vực bán lẻ ĐTDD có tính cạnh tranh cao với các tên tuổi lớn. CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX:MWG) và FPT Shop (công ty con của CTCP FPT, HSX:FPT) dẫn đầu với thị phần lần lượt đạt 30% và 10%. Các công ty bán lẻ khác có tổng thị phần 10% và phần còn lại thuộc về các cửa hiệu nhỏ lẻ. Chúng tôi cho rằng các nhà bán lẻ có thương hiệu lớn sẽ giành được thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ trong 2-3 năm tới, sau đó tổng thị phần của nhóm này sẽ đi vào ổn định. Bên cạnh đó là sự chấm dứt của quá trình chuyển dịch từ điện thoại chức năng sang điện thoại thông minh trong 2-3 năm tới theo dự báo của chúng tôi, nên chúng tôi cho rằng VinPro vẫn còn 2-3 năm để hưởng lợi từ việc thay đổi mang tính cấu trúc đang diễn ra, đương nhiên là chỉ khi mạng lưới cửa hàng của VinPro vươn đến khu vực nông thôn.

Các mặt hàng điện tử khác có triển vọng tăng trưởng tốt hơn trong dài hạn, vì tỷ lệ thâm nhập còn tương đối thấp so với ĐTDD (tỷ lệ thâm nhập của ĐTDD tại Việt Nam là trên 100%).

Hình 23: Tỷ lệ thâm nhập của một số nhóm hàng điện tử tại Việt Nam



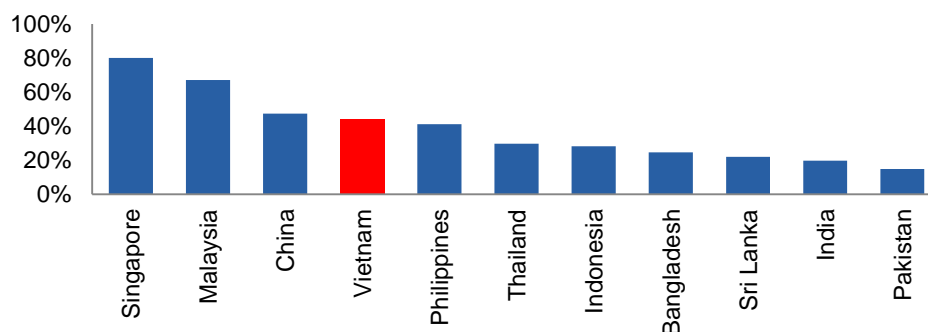
Nguồn: UBS (2015)

Thương mại điện tử - xu hướng tất yếu nhưng cần có thêm thời gian

Dân số trẻ và rành công nghệ của Việt Nam sẽ khiến thương mại điện tử trở thành một phần tất yếu trong hoạt động tiêu dùng trong dài hạn. Theo Cục Thương mại điện tử và Công nghệ thông tin (VECITA), có khoảng 3 tỷ USD hàng hóa và dịch vụ được giao dịch trực tuyến (chỉ tính theo hình thức B2C) tại Việt Nam trong năm 2014, chỉ tương đương 2,1% tổng mức bán lẻ. Các mặt hàng được giao dịch trực tuyến nhiều nhất là điện tử, quần áo, mỹ phẩm, và hàng gia dụng. Mua thực phẩm trực tuyến vẫn còn chưa phổ biến, mà theo chúng tôi là do 1) người lớn tuổi vẫn giữ thói quen mua thực phẩm ở chợ, và 2) chất lượng và độ an toàn thực phẩm tại Việt Nam là một vấn đề chưa được giải quyết triệt để, nên người dân vẫn thích tự đi mua thực phẩm trực tiếp. Việt Nam có dân số trẻ và rành công nghệ nên nếu giải quyết được vấn đề thứ hai thì sẽ khuyến khích được việc mua thực phẩm trực tuyến trong tương lai.

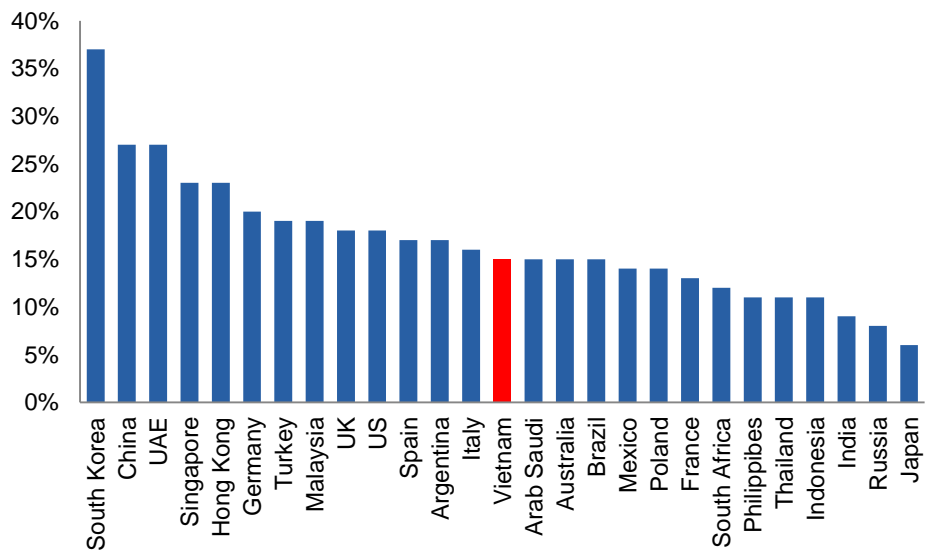
Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng việc kết hợp giữa hai mô hình cửa hàng và thương mại điện tử là sự lựa chọn tốt nhất cho các nhà bán lẻ, vì như vậy các nhà bán lẻ sẽ tiếp cận được nhiều đối tượng khách hàng hơn, đồng thời ở một mức độ nào đó các cửa hàng có thể được tận dụng như là các điểm lưu trữ để giao hàng. Về cơ bản VIC đang tìm cách tránh khỏi sai lầm mà các cửa hàng lớn tại Mỹ và Trung Quốc gặp phải khi xem hoạt động thương mại điện tử chỉ là thứ yếu thay vì xem nó là một phần chính yếu trong chiến lược tăng trưởng.

Hình 24: Tỷ lệ người dùng Internet tại một số nước Châu Á



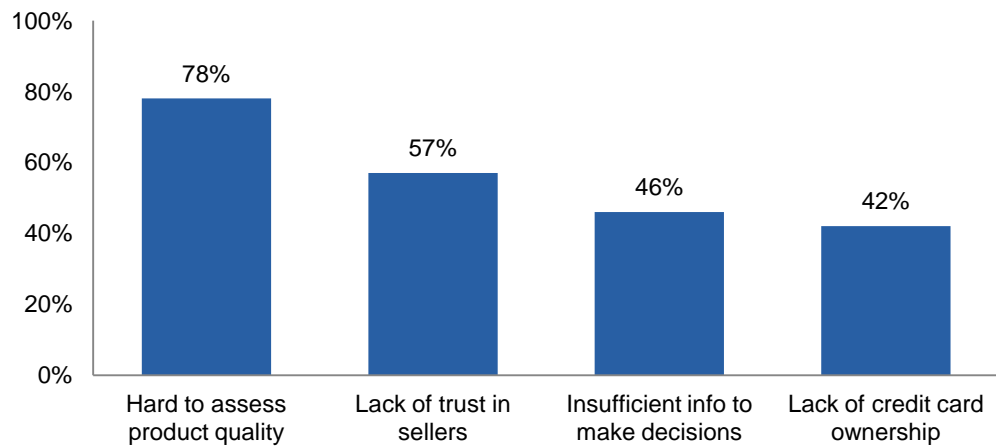
Nguồn: Internet World Stats (2014)

Hình 25: Tỷ lệ dân số mua sắm bằng ĐTDĐ tại một số nước



Nguồn: VECITA (2014)

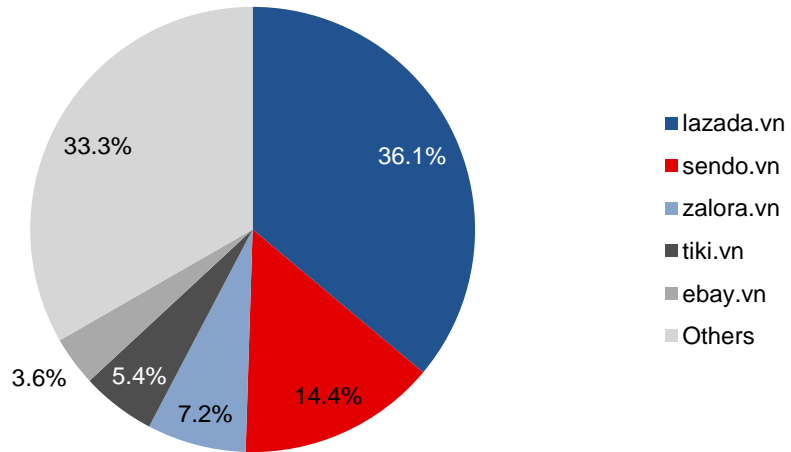
Hình 26: 4 nguyên nhân chính khiến người Việt Nam không muốn mua sắm trực tuyến



Hình: VECITA (2014)

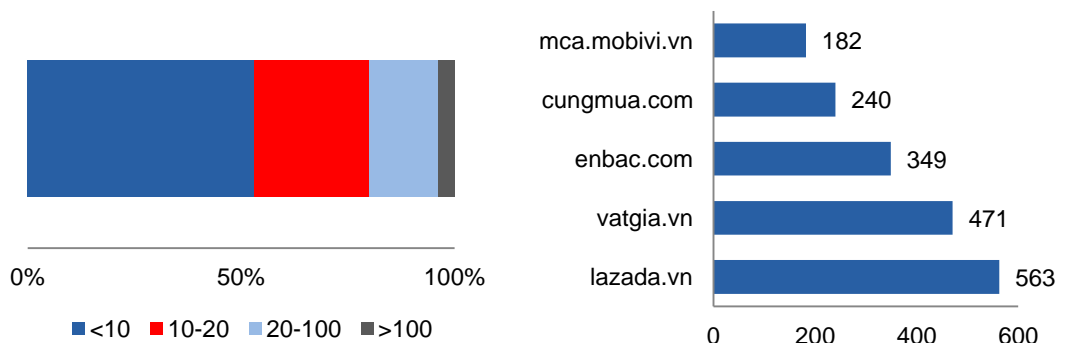
Hiện các doanh nghiệp nước ngoài đang dẫn đầu thị trường thương mại điện tử, dẫn đầu là lazada.vn (do Rocket Internet sở hữu). Các doanh nghiệp thương mại điện tử tại Việt Nam nhìn chung đều nhỏ, trong đó chỉ có một số có quy mô trên 100 nhân viên.

Hình 27: Thị phần các website thương mại điện tử theo doanh thu



Nguồn: VECITA (2014)

Hình 28: Cơ cấu ngành theo quy mô nhân viên và 5 website có số nhân viên lớn nhất



Nguồn: VECITA (2014)

Tổng kết tình hình kinh doanh năm 2014 – Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng đầy ấn tượng

Doanh thu tăng 56% và lợi nhuận từ hoạt động tăng 47% so với năm 2013. Tuy nhiên, LNST giảm 53% so với năm 2013 chủ yếu do thu nhập tài chính bất thường (5.600 tỷ đồng) từ việc chuyển nhượng Vincom Center A năm 2013.

- **Doanh thu từ BĐS nhà ở (chiếm 78% tổng doanh thu) tăng mạnh 49% so với năm 2013**, phần lớn nhờ ghi nhận các giao dịch trước đây tại các dự án Vinhomes Riverside (8.000 tỷ đồng), Vinhomes Royal City (8.400 tỷ đồng) và Vinhomes Times City (5.200 tỷ đồng). Biên lợi nhuận gộp xấp xỉ năm 2013 tại mức 37%.
- **Doanh thu từ cho thuê BĐS đầu tư tăng 18% so với năm 2013** nhờ Vincom Mega Mall Royal City và Vincom Mega Mall Times City hoạt động xuyên suốt cả năm. Biên lợi nhuận gộp giảm 3% xuống 58%, bị ảnh hưởng do Vincom Hạ Long đi vào hoạt động trong tháng 10/2014 và tỷ lệ lấp đầy trung bình năm 2014 thấp hơn so với năm 2013.
- **Doanh thu từ mảng khách sạn tăng 32% so với năm 2013** nhờ tỷ lệ lấp đầy tại các dự án Vinpearl đều tăng. Biên lợi nhuận gộp giảm 6% xuống 40% vì Vinpearl Phú Quốc đi vào hoạt động trong Quý 4/2014, và Vinpearl giảm giá phòng cho các đại lý du lịch 10%-15% trong Quý 4/2014 do lượng khách du lịch đến Việt Nam giảm sút, đặc biệt là Nha Trang, trong đó giảm mạnh nhất là khách Nga (do khủng hoảng tiền tệ) và Trung Quốc (tranh chấp giữa Việt Nam và nước này).
- **Mảng dịch vụ y tế đã có lãi**, với biên lợi nhuận từ hoạt động đạt 18,5% và biên EBITDA đạt 37,9% năm 2014, nhờ doanh thu tăng 129% so với năm 2013. Đây là một kết quả đáng khích lệ vì VIC chỉ mới hoạt động trong lĩnh vực này từ năm 2012. Điều này mang lại niềm tin cho VIC cũng như cổ đông khi công ty dự kiến mở thêm 10 bệnh viện trong vòng 5 năm tới từ mức 1 bệnh viện hiện nay.

KQLN Quý 1/2015 phản ánh xu hướng cả năm

Doanh thu tăng 4% và LNST giảm 60% so với cùng kỳ năm ngoái do số căn hộ bàn giao giảm, và chi phí quản lý và bán hàng tăng do việc mở rộng sang lĩnh vực bán lẻ nhưng lượng tiền mặt thu được cho thấy doanh số từ BĐS đạt mức cao.

- **Doanh thu Quý 1/2015 và LNST phù hợp dự báo của chúng tôi**, đạt lần lượt 21% và 17% dự báo cả năm. Chúng tôi cho rằng VIC sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ BĐS nhà ở, đặc biệt từ bán biệt thự, để kích thích lợi nhuận sau thuế trong khi việc mở thêm và mua lại các cửa hàng mới sẽ giúp tăng doanh thu từ dịch vụ bán lẻ.
- **Doanh thu từ BĐS nhà ở (67% doanh thu Quý 1/2015) giảm 12% so với cùng kỳ năm ngoái.** Các dự án Vinhomes Royal City và Vinhomes Times City đóng góp lần lượt 37% và 63% doanh thu BĐS nhà ở quý 1/2015.
- **Doanh thu từ dịch vụ khách sạn tăng 29% so với Quý 1/2014**, nhờ giai đoạn 1 dự án Vinpearl Phú Quốc chính thức đi vào hoạt động.
- **Doanh thu từ hoạt động cho thuê mặt bằng bán lẻ gần như không đổi so với Quý 1/2014.** Các trung tâm thương mại đang trong quá trình xây dựng chỉ đi vào hoạt động vào cuối năm nay và trong năm 2016.
- **Dịch vụ bán lẻ tăng 363% so với mức cơ sở thấp của Quý 1/2014.** Tuy nhiên, lĩnh vực mới này vẫn lỗ trước thuế 88 tỷ đồng trong Quý 1/2015.
- **Y tế và giao dục cũng đạt tăng trưởng ấn tượng**, tổng cộng tăng 53% so với Quý 1/2014.

- Chúng tôi ước tính VIC thu được khoảng 7.100 tỷ đồng từ các dự án BĐS nhà ở trong Quý 1/2015, tương đương 42% cả năm 2014, cho thấy tình hình bán BĐS nhà ở của VIC năm 2015 sẽ khả quan hơn nhiều so với năm 2014.

Năm 2015 – Doanh số BĐS nhà ở dự báo sẽ tăng mạnh, nhưng kết quả chỉ thể hiện trên báo cáo KQKD năm 2016 do thời điểm bàn giao nhà

Hình 29: Lịch bàn giao nhà tại các dự án chính của VIC theo dự báo của VCSC

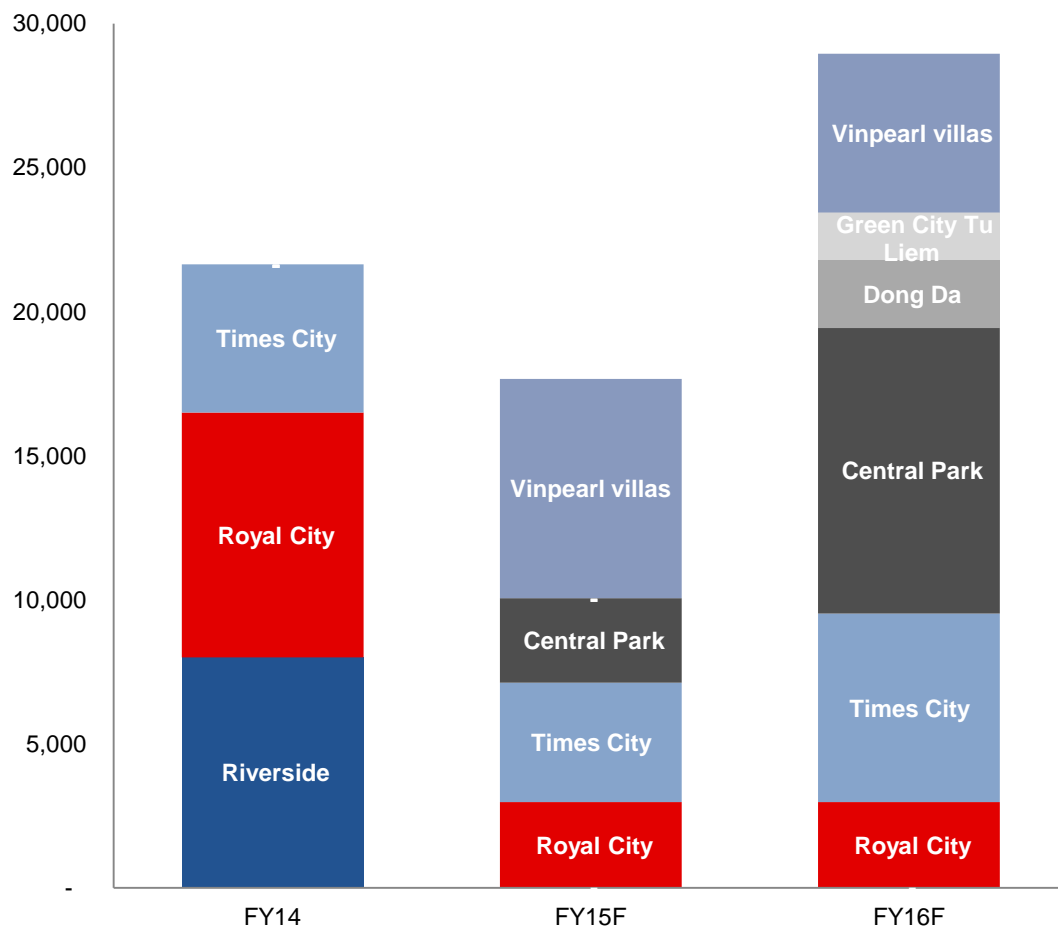
	2015	2016	2017	2018	2019	Tổng GTHĐ (tỷ đồng)
Royal City						20.884
Times City Giai đoạn 1						16.953
Times City Giai đoạn 2 + 3						24.020
Central Park (căn hộ)						34.953
Central Park (biệt thự)						5.856
Vinhomes NCT						2.348
Green City Từ Liêm (căn hộ)						7.931
Green City Từ Liêm (biệt thự)						5.541
Biệt thự VPL Premium Phú Quốc						6.468
Biệt thự VPL Premium Nha Trang Bay						2.514
Biệt thự VPL Premium Golf Land NT						5.565
Biệt thự VPL Premium Đà Nẵng						659

Nguồn: VCSC ước tính

Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 9,7% nhưng LNST giảm 19,3% so với năm 2014, theo đó PER 2015 tương ứng là 25,3 lần. *Vui lòng xem trang 5 để biết thêm chi tiết về dự báo của chúng tôi.*

Doanh thu từ BĐS nhà ở giảm 18,8% so với năm 2014 nhưng bù lại doanh thu từ dịch vụ bán lẻ, cụ thể là VinMart và VinPro, ước đạt 5.554 tỷ đồng. Năm 2014 VIC bàn giao nhiều sản phẩm nên doanh thu từ BĐS nhà ở ghi nhận ở mức cao. Trong khi đó, căn hộ tại các dự án lớn đang triển khai như VCP, Vinhomes NCT, và Giai đoạn 2 dự án Times City (Park Hill) sẽ chỉ được bàn giao từ năm 2016 trở đi. Đối với năm 2015, các căn hộ tại dự án Royal City, các căn hộ đã bán tại dự án Times City Giai đoạn 1, và các biệt thự Vinpearl Premium sẽ là các nguồn đóng góp doanh thu chính cho mảng BĐS nhà ở.

Hình 30: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng) từ BĐS nhà ở năm 2014, 2015 và 2016



Nguồn: VIC và ước tính của VCSC

Khả năng sinh lời của VinMart và VinPro năm 2015 còn thấp so với tiềm năng dài hạn. Tuy mảng này đóng góp doanh thu lớn nhưng chúng tôi ước tính VinMart và Vinpro năm 2015 sẽ lỗ khoảng 931 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh trong năm 2015, vì chúng tôi cho rằng VIC sẽ đẩy mạnh hoạt động quảng cáo và khuyến mãi để tăng cường độ nhận biết thương hiệu, trong khi doanh thu mỗi cửa hàng và biên lợi nhuận gộp còn thấp so với mức ổn định, vì phần lớn cửa hàng còn mới và quy mô của hệ sinh thái còn nhỏ.

Doanh thu từ mảng khách sạn/du lịch ước tính tăng 41,7%, nhờ tỷ lệ lấp đầy tại dự án Vinpearl Phú Quốc giai đoạn 1 tăng, giai đoạn 2 của dự án này đi vào hoạt động trong Quý 3/2015, và dự án Vinpearl Premium Nha Trang Bay đi vào hoạt động trong tháng 05/2015.

Chúng tôi dự báo LNST tăng 101,4% trong năm 2016, chủ yếu nhờ doanh thu từ BĐS nhà ở (tăng 64% so với năm 2015). Cho thuê mặt bằng bán lẻ (tăng 39% so với năm 2015) và khách sạn (tăng 39% so với năm 2015) dự kiến cũng sẽ giúp LNST tăng mạnh. Năm 2016, Vincom Mega Thảo Điền (diện tích sàn xây dựng 120.828m²), Vinpearl Phú Quốc giai đoạn 2 và Vinpearl Premium Nha Trang Bay sẽ hoạt động cả năm. Dự báo của chúng tôi cho mức PER 2016 tương ứng là 12,8 lần.

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi

Lãi vay vốn hóa – Tỷ lệ lãi vay được vốn hóa càng lớn, chi phí lãi vay được ghi nhận trên báo cáo KQKD càng thấp. Trong giai đoạn 2012-2014, tỷ lệ vốn hóa dao động trong khoảng 19%-56% tổng lãi vay, cho thấy sự khó khăn trong việc dự báo khoản mục này. Chúng tôi hiện đang dự phóng 20% tổng lãi vay sẽ được vốn hóa từ năm 2015 đến năm 2017.

Thu nhập tài chính từ việc chuyển nhượng BĐS thương mại - VIC đã nhận 2.400 tỷ đồng từ đối tác liên quan đến việc chuyển nhượng phần văn phòng tại dự án Vinhomes NCT. Khi hạng mục này được xây dựng xong (năm 2016), VIC có thể chọn cách ghi nhận theo một trong hai hình thức, một là bán tài sản (như Vincom A, qua đó mang lại thu nhập tài chính bất thường), hoặc hai là ghi nhận theo hợp đồng cho thuê dài hạn (như khu văn phòng Vincom B, mang lại thu nhập thường xuyên trong 45 năm). Chúng tôi áp dụng cách thứ hai, vì chúng tôi cho rằng VIC sẽ chọn cách này để giảm thiểu chi phí thuế.

Định giá – tiềm năng tăng giá trị từ quỹ đất của Vinpearl vì chúng tôi thận trọng trong việc định giá các tài sản này

Hình 31: Tóm tắt định giá

Dự án	Phương pháp	GTTS ròng dự án (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị tài sản ròng cho VIC (tỷ đồng)
VINHOMES		79.355		68.453
Royal City	CKDT	2.029	98,4%	1.996
Times City	CKDT	14.241	95,2%	13.559
Central Park	CKDT	18.472	74,4%	13.740
Vinhomes NCT	CKDT	1.406	98,1%	1.380
Vincom Cần Thơ	CKDT	320	98,1%	314
Hải Phòng	CKDT	191	98,1%	187
Riverside 2	CKDT	6.797	100,0%	6.797
Dan Phuong	CKDT	4.905	100,0%	4.905
Soap & Tobacco	CKDT	4.910	96,4%	4.734
Green City Từ Liêm	CKDT	5.416	93,1%	5.040
Green City Sài Gòn	CKDT	6.694	49,0%	3.280
Dream City Hưng Yên	CKDT	6.420	100,0%	6.420
Biệt thự VPL Premium Phú Quốc	CKDT	2.261	51,1%	1.155
Biệt thự VPL Premium Nha Trang Bay	CKDT	769	92,9%	715
Biệt thự VPL Premium Golf Land NT	CKDT	1.631	92,9%	1.515
Biệt thự VPL Premium Đà Nẵng	CKDT	81	92,9%	76
Cho thuê biệt thự Riverside	GTSS	2.810	94,0%	2.641
VINCOM RETAIL		21.026		20.162
Vincom Center DK	CKDT	4.116	98,1%	4.038
Vincom Towers BT	CKDT	2.633	98,1%	2.583
Royal City Mega Mall	CKDT	4.561	98,1%	4.474
Times City Mega Mall	CKDT	3.065	98,1%	3.007
Vincom Center LB	CKDT	895	98,1%	878
Vincom Center CP	CKDT	1.839	74,4%	1.368
Vincom Hạ Long	CKDT	241	98,1%	236
Vincom NCT	CKDT	765	98,1%	750
Vincom Hải Phòng	CKDT	192	98,1%	188
Vincom Thảo Điền	CKDT	1.973	98,1%	1.935
Vincom Cần Thơ	CKDT	62	98,1%	61
Vincom Đà Nẵng	CKDT	87	95,3%	83
Vincom Soap&Tobacco	CKDT	127	96,4%	122
Vincom Thủ Đức	CKDT	262	94,0%	247
Green City Từ Liêm	CKDT	207	93,1%	193

VINPEARL		18.383		14.203
VPL NT + VPL Land	CKDT	6.081	92,9%	5.647
VPL Đà Nẵng	CKDT	810	92,9%	752
VPL Phú Quốc	CKDT	6.927	51,1%	3.537
VPL Nha Trang Bay	CKDT	3.778	92,9%	3.509
Vincom Cần Thơ - Hotel	CKDT	311	98,1%	305
Vincom Đà Nẵng - Hotel	CKDT	476	95,3%	453
VINMEC	Giá/DT	3.173	95,3%	3.022
VINSCHOOL	Giá/DT	431	100,0%	431
RETAIL		3.857		2.758
VinMart	Giá/DT	3.343	70,0%	2.340
VinPro	Giá/DT	193	100,0%	193
Khác	Giá/DT	321	70,0%	225
Giá trị sổ sách các dự án khác		1.480		1.480
Tổng giá trị tài sản ròng dự án				110.509
cộng: Tiền và tương đương tiền				14.942
cộng: Tín dụng dài hạn				940
cộng: Đầu tư vào Vinatex và CTCP Đầu tư Đại Dương Thăng Long				704
trừ: Tổng nợ				(33.336)
Cộng trừ lại phần gốc trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2012				3.488
Giá trị tài sản ròng				97.247
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)				1.353,0
cộng: Cổ phần từ việc chuyển đổi trái phiếu phát hành năm 2012				83,2
Số lượng cổ phiếu sau pha loãng				1.436,3
Giá trị tài sản ròng/cổ phiếu				67.708

Nguồn: VCSC (Vui lòng xem Phụ lục trang 32 để có thông tin chi tiết về các giả định của chúng tôi về tiến độ bán hàng, biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chiết khấu, v.v.)

Định giá của chúng tôi vẫn còn bỏ ngỏ tiềm năng tăng giá trị từ quỹ đất lớn của Vinpearl vì chúng tôi chỉ định giá lại các dự án hiện đang hoạt động hoặc việc bán hàng đang diễn ra (các dự án này chiếm khoảng 10% tổng diện tích sàn xây dựng của biệt thự để bán và 40% tổng diện tích sàn xây dựng của phần khách sạn của Vinpearl). Các dự án Vinpearl mang lại giá trị theo hai hình thức: xây dựng và hoạt động dịch vụ khách sạn/khu nghỉ dưỡng, tạo thuận lợi cho việc mở bán biệt thự sau này. VIC hiện đang có chính sách bán hàng mà trong đó công ty đảm bảo cho chủ sở hữu biệt thự tại các dự án Vinpearl Premium một tỷ lệ lợi tức từ cho thuê là 8%/năm tính theo USD trong vòng 10 năm, qua đó thu hút nhiều đối tượng khách hàng bao gồm người mua “ngôi nhà thứ hai” cũng như là các nhà đầu tư, theo tin tức thị trường. Tại cuộc gặp gần đây nhất với các chuyên viên phân tích hồi tháng 4/2015, VIC cho biết từ Quý 4/2014 công ty đã bán được hơn 200 biệt thự Vinpearl Premium. Chúng tôi ước tính giá trung bình mỗi biệt thự vào khoảng 1 triệu USD/căn. Xem danh mục đầy đủ các dự án Vinpearl, phần Phụ lục, trang 32.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro từ việc mở rộng hoạt động kinh doanh quá mức

Tin tức mới nhất về việc mở rộng hoạt động kinh doanh của VIC liên quan đến lĩnh vực đường sắt, trong đó VIC bày tỏ mong muốn đầu tư vào ba nhà ga lớn nhất tại Việt Nam, cụ thể là tại Hà Nội, TP. HCM và Đà Nẵng. Tại ĐHCĐ năm nay, ban lãnh đạo đã bày tỏ sự cần thiết của việc chấp nhận rủi ro được tính toán cẩn thận để đầu tư vào các lĩnh vực mới, nhằm mục đích duy trì tăng trưởng dài hạn cũng như gia tăng sự ổn định của hoạt động kinh doanh trong bối cảnh thị trường BĐS hay có biến động mạnh. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng VIC cũng coi các khoản đầu tư này như là cơ hội để sở hữu được các BĐS tiềm năng trong tương lai

như trường hợp của các cảng (ví dụ: ga Đà Nẵng thuộc diện sẽ được di dời). Tuy nhiên, quá trình này sẽ cần nhiều thời gian.

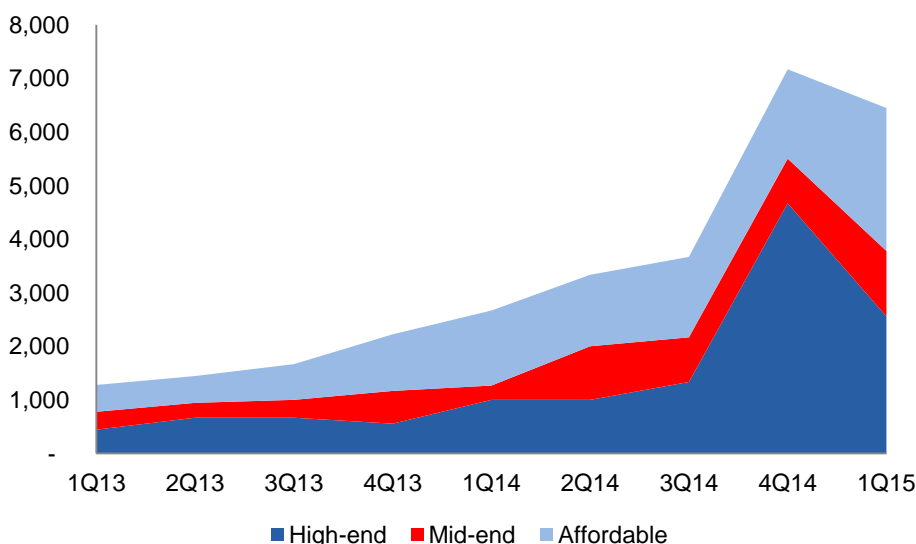
Trồng rau quả để bán thông qua các cửa hàng Vinmart. VIC đã thành lập công ty mà trong đó VIC góp 1.400 tỷ đồng, tương đương 70% tỷ lệ sở hữu. VIC sẽ mở nông trại đầu tiên tại tỉnh Vĩnh Phúc (miền Bắc), diện tích 500ha, với công nghệ tiên tiến của Israel và Nhật Bản. Vốn đầu tư cho nông trại theo ước tính là 500 tỷ đồng. Trong khi đây là một lĩnh vực hoàn toàn mới mẻ đối với VIC và việc ban lãnh đạo bày tỏ mong muốn góp phần thúc đẩy thay đổi ngành nông nghiệp của Việt Nam cho thấy thiện chí của công ty, chúng tôi có lý do để không quá quan ngại về vấn đề này:

- Điều này sẽ giúp đảm bảo nguồn cung cho Vinmart cả về số lượng và chất lượng, vì Việt Nam đang rất cần rau quả chất lượng cao, được trồng bằng hệ thống đạt chuẩn và hiệu quả về mặt chi phí.
- Khoản đầu tư này tương đối nhỏ.
- VIC có khả năng tìm được nhân sự chất lượng cao để điều hành các hoạt động kinh doanh của mình.

Độ sâu của phân khúc BĐS cao cấp chưa được kiểm chứng

Phân khúc cao cấp đã thay thế phân khúc vừa túi tiền như là phân khúc chính thúc đẩy sự đi lên của thị trường BĐS, đặc biệt tại TP. HCM. Bên cạnh các yếu tố cơ bản là nền tảng cho đà phục hồi hiện nay (lãi suất thấp, nguồn tín dụng dồi dào từ ngân hàng cho ngành BĐS, diện tích sản phẩm được thu nhỏ, lợi suất từ cho thuê cao, v.v.) việc giới đầu tư và đầu cơ quay trở lại thị trường cũng giúp giao dịch tại phân khúc này sôi nổi hơn.

Hình 32: Số căn hộ bán ra tại TP. HCM hàng quý



Nguồn: CBRE và VCSC

Nguồn cung lớn được tung ra thách thức độ sâu thị trường. CBRE ước tính có khoảng 22.000 căn hộ tại TP. HCM và 13.000 căn hộ tại Hà Nội được mở bán trong năm 2015. Theo chúng tôi, phần lớn trong số này là căn hộ cao cấp. Khu vực Đông TP. HCM (khoảng 42% nguồn cung tại thành phố này) đặc biệt sôi động vì các chủ đầu tư và khách hàng mua nhà đặt kỳ vọng vào các tuyến metro mới cũng như Khu đô thị mới Thủ Thiêm. Trong hai quý vừa qua, phân khúc cao cấp (tổng cộng 7,665 units) chiếm 64% lượng căn hộ mới được tung ra. Thị trường trong cùng thời gian hấp thụ mạnh không kém, với khoảng 7.200 căn được tiêu thụ trong

giai đoạn này. Tuy nhiên, do tỷ lệ tham gia của giới đầu tư và đầu cơ là khá đáng kể theo quan điểm của chúng tôi, việc thị trường còn có thể duy trì mức độ giao dịch hiện nay sẽ cần thêm thời gian để kiểm chứng.

Rủi ro từ tỷ giá

Tính đến tháng 12/2014, nợ bằng USD của VIC vào khoảng 530 triệu USD (37% vốn cổ phần), hoặc 368 triệu USD (26% vốn cổ phần) nếu không tính lượng trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2012, mà nhiều khả năng sẽ được chuyển đổi toàn bộ. Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn rủi ro từ tỷ giá là không đáng kể vì các lý do sau:

- Tỷ giá VND/USD ổn định trong thời gian qua và từ năm 2012 đến năm 2014 chỉ điều chỉnh 2%. NHNN cho biết sẽ điều chỉnh tỷ giá không quá 2% trong năm 2015 và trong 6 tháng đầu năm đã đạt đến mức này. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ giữ nguyên mục tiêu này.
- Chúng tôi ước tính doanh thu được điều chỉnh theo USD của VIC năm 2015 đạt khoảng 190 triệu USD, phần lớn nhờ các nguồn thu nhập thường xuyên, trong đó có cho thuê mặt bằng bán lẻ và khách sạn.

Sơ lược về công ty

Vingroup được thành lập cuối năm 2011 trên cơ sở sáp nhập Vinpearl (khách sạn/nghỉ dưỡng) và Vincom (BDS nhà ở và mặt bằng bán lẻ). Tập đoàn mở rộng hoạt động vào các lĩnh vực y tế và giáo dục, hỗ trợ hoạt động kinh doanh cốt lõi của VIC là phát triển BDS nhà ở. Nhằm tiến gần hơn tới sứ mệnh “đáp ứng mọi nhu cầu của người tiêu dùng trung và cao cấp”, đảm bảo tăng trưởng dài hạn và củng cố sự ổn định của hoạt động kinh doanh với các nguồn thu nhập thường xuyên lớn hơn, VIC đã thâm nhập vào lĩnh vực bán lẻ năm 2014 và nông nghiệp (trồng rau quả) năm 2015.

Hình 33: Tổng kết tình hình hoạt động các lĩnh vực của VIC

Vingroup						
	VinHomes	Vincom Retail	Vinpearl	VinMec	VinSchool	Dịch vụ bán lẻ
Lĩnh vực	BDS nhà ở	Mặt bằng bán lẻ	Khách sạn	Y tế	Giáo dục	Bán lẻ
Năm của dự án đầu tiên	2010	2004	2001	2012	2013	2014
Thành tựu tính đến tháng 12/2014	Đã bán được hơn 11.000 căn hộ và 467.000m ² đất nền biệt thự từ năm 2010	7 trung tâm bán lẻ đang hoạt động, tổng diện tích có thể cho thuê trên 350.000m ²	Hoàn tất 1.375 phòng	1 bệnh viện (500 giường) và 3 phòng khám đang hoạt động	Đến nay có hơn 6.300 học sinh	15 siêu thị, 24 cửa hàng tiện lợi, và 6 cửa hàng điện tử

Nguồn: VIC và VCSC

Phụ lục

Hình 34: Danh mục dự án của Vinhomes và Vincom Retail

Dự án	Diện tích dự án (m ²)	Diện tích sàn xây dựng nhà mở (m ²)	Diện tích sàn xây dựng bán lẻ (m ²)	Diện tích sàn xây dựng khác (văn phòng, bãi đỗ xe, v.v.)	Tình trạng
Vincom Bà Triệu	7.042	29.646	42.489	14.342	Đang hoạt động
Vincom Center B	10.843	16.871	50.784	107.605	Đang hoạt động
Vinhomes Riverside	1.823.195	674.021	38.060	51.654	Đã hoàn tất và đang

					hoạt động
Vinhomes Royal City	120.945	654.269	229.604	227.829	Đã hoàn tất và đang hoạt động
Vinhomes Times City	360.367	1.383.204	221.800	462.563	Giai đoạn 2 đang thi công
Vinhomes Central Park	313.880	1.165.403	99.219	626.471	Đang thi công
Vinhomes NCT	422.000	53.525	52.097	118.601	Đang thi công
Vincom Hạ Long	15.645	-	30.777	8.975	Đang hoạt động
Vincom LTT Hải Phòng	19.852	39.720	25.935	14.670	Đang thi công
Vincom Thủ Đức	913	-	5.538	1.839	Đang hoạt động
Vincom Thảo Điền	31.072	-	120.828	39.335	Đang thi công
Vincom Cần Thơ	30.128	18.396	22.050	26.650	Đang thi công
Vincom Đà Nẵng	20.707	86.322	31.498	8.331	Đang thi công
Vinhomes Riverside 2	975.560	552.694	NA	NA	Phát triển
Vincom Đàng Phượng	1.469.630	519.323	28.931	59.397	Phát triển
Vinhomes Soap & Tobacco	129.653	711.370	33.656	197.375	Phát triển
Green City Từ Liêm	176.300	393.315	21.483	56.952	Phát triển
Green City Saigon	2.788.400	1.022.175	37.000	254.530	Phát triển
Dream City Hưng Yên	4.543.062	4.457.631	201.177	241.009	Phát triển
Tổng cộng	13.259.194	11.777.885	1.292.926	2.518.128	

Nguồn: VIC

Hình 35: Kế hoạch phát triển các dự án nhà ở từ năm 2015 trở đi

	2015	2016	2017	2018	2019
Royal City					
Times City					
Central Park					
Vinhomes NCT					
Riverside 2					
Đan Phượng					
Soap & Tobacco					
Green City – Từ Liêm					
Green City Sài Gòn					
Dream City – Hưng Yên					
Biệt thự - VPL Phú Quốc					
Biệt thự VPL Premium Nha Trang Bay					
Biệt thự VPL Premium Golf Land NT					
VPL Premium Đà Nẵng					

Nguồn: VCSC

Hình 36: Giả định tiến độ bán hàng tại các dự án chính đang triển khai của VIC theo dự báo của VCSC

	Đến 2014	2015	2016	2017	2018	Biên LN gộp	GTHĐ (tỷ đồng)
Royal City	85%	7%	7%			40%	20.884
Times City Giai đoạn 1	91%	9%				36%	16.953
Times City Giai đoạn 2		50%	50%			36%	12.768
Times City Giai đoạn 3				50%	50%	36%	11.253
Central Park (căn hộ)	9%	26%	35%	30%		37%	34.953
Central Park (villas)	0%	100%				40%	5.856
Vinhomes NCT	63%	37%				43%	2.348
Green City Từ Liêm (căn hộ)	0%	0%	60%	40%		42%	7.931
Green City Từ Liêm (biệt thự)	0%	0%	50%	50%		60%	5.541
Biệt thự – VPL Premium Phú	0%	60%	40%			51%	6.468

Quốc						
Biệt thự VPL Premium Nha Trang Bay	0%	50%	50%		51%	2.514
Biệt thự VPL Premium Golf Land NT		40%	30%	30%	51%	5.565
VPL Premium Đà Nẵng	62%	38%			51%	254

Nguồn: VCSC

Hình 37: Các dự án đang/chuẩn bị hoạt động của Vinpearl

Dự án Vinpearl	Diện tích (m2)	Số phòng	Tỷ lệ lấp đầy 2014	TB giá phòng/đêm (USD)
Vinpearl Nha Trang	2.011.856	485	80%	155
Vinpearl Luxury Nha Trang	431.102	84	67%	258
Vinpearl Land Nha Trang	540.134	NA	Khu vui chơi giải trí	NA
Vinpearl Premium Đà Nẵng	155.087	200	60%	121
Vinpearl Premium Phú Quốc GD1	1.188.670	606	60%	150
Vinpearl Premium Phú Quốc GD2	1.851.290	407	Đang thi công	150
Vinpearl Premium Nha Trang Bay	475.703	504	NA	150

Nguồn: VIC và ước tính của VCSC

Hình 38: Các dự án Vinpearl khác

	Diện tích (m2)	Diện tích sàn xây dựng biệt thự (m2)	Diện tích sàn XD khách sạn (m2)	Khác
Vinpearl Hạ Long	78.235	-	59.580	9.229
FPI Đà Nẵng	153.072	49.580		6.100
Làng Vân	18.655.000	953.817	165.900	153.583
Vinpearl Resort Hội An	69.458	10.692	21.090	
Vinpearl Quy Nhơn	6.688.970	57.341	89.738	73.878
Vinpearl Resort & Villas Phú Quốc	13.454	16.145		
Vinpearl Luxury Nha Trang – còn lại	54.937	41.203		
Vinpearl Premium Goff Land	1.355.530	158.993	71.483	7.138
Vinpearl Villas Hòn Tre NT	15.554.327	574.717	87.508	168.042
Vinpearl Hòn Một	1.126.678	48.899		11.840
Vinpearl Bãi Dài	261.948	81.399		25.328
Vinpearl Cam Ranh	12.508.026	3.454.440		5.040.190
Vinpearl Đà Lạt	2.516.856	83.944	29.761	8.834
Tổng cộng	65.214.630	5.879.580	760.845	5.961.566

Nguồn: VIC

Hình 39: Ước tính WACC

	2015	2016	2017 trở đi
Lãi suất phi rủi ro	6,0%	6,5%	7,0%
Hệ số beta	1,2	1,2	1,2
Phần bù rủi ro	7,0%	7,0%	7,0%
Chi phí nợ sau thuế	7,0%	7,6%	8,0%
Dự báo Nợ/Vốn	50%	50%	50%
WACC	10,7%	11,3%	11,7%

Nguồn: VCSC

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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 diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.