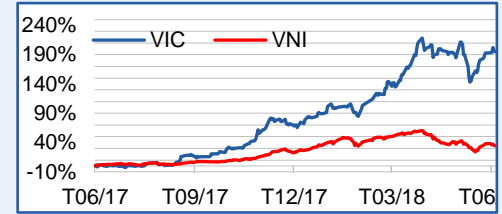


| Ngành: | BDS | | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------------------|------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Ngày báo cáo: | 14/06/2018 | Tăng trưởng DT | 56,8% | 30,7% | 20,6% | 18,2% |
| Giá hiện tại: | 126.000VND | Tăng trưởng EPS | 74,1% | 42,1% | 37,3% | 38,9% |
| Giá mục tiêu: | 142.000VND | Biên LN gộp | 30,4% | 32,7% | 36,4% | 34,7% |
| Giá mục tiêu gần nhất: | 160.000VND | Biên LN ròng | 4,7% | 5,1% | 5,8% | 6,8% |
| TL tăng: | +12,7% | EV/EBITDA | 23,3x | 17,5x | 12,2x | 9,6x |
| Lợi suất cổ tức: | 0,0% | P/B | 9,9x | 8,3x | 6,8x | 5,4x |
| Tổng mức sinh lời: | +12,7% | P/E | 72,9x | 51,3x | 37,4x | 26,9x |



| | | VIC | Peers | VNI |
|----------------------|-------------|----------------|-------|-----|
| GT vốn hóa: | 13,6 tỷ USD | | | |
| Room KN: | 2,7 tỷ USD | P/E (trượt) | 72,9x | NA |
| GTGD/ngày (30n): | 10,5tr USD | P/B (hiện tại) | 9,4x | NA |
| Cổ phần Nhà nước: | 0,0% | Nợ ròng/CSH | 78,4% | NA |
| SL cổ phiếu lưu hành | 2.457,0tr | ROE | 14,4% | NA |
| Pha loãng hoàn toàn: | 2.457,0tr | ROA | 2,8% | NA |
| PEG 3 năm | 1,9 | | | |

Tổng quan về công ty

Vingroup là chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam với lượng quỹ đất 188 triệu m2. VIC đầu tư và điều hành toàn bộ chuỗi giá trị BĐS như nhà ở, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê, và khách sạn. VIC vừa tham gia vào phân khúc bán lẻ và gần đây đã công bố kế hoạch đầu tư vào sản xuất ô tô và dược phẩm.

Nguyễn Tuấn Anh
Chuyên viên cao cấp

Kỳ vọng bàn giao các BĐS biên lợi nhuận cao trở lại trong Quý 2-4

Lucy Huynh, CFA
Trưởng phòng cao cấp

- Chúng tôi hạ khuyến nghị dành cho Tập đoàn Vingroup (VIC) từ MUA xuống KHẢ QUAN, đồng thời điều chỉnh giảm giá mục tiêu 11% để phản ánh tỷ lệ sở hữu thấp hơn tại các dự án nhà ở sau đợt chào bán cổ phần lần đầu của Vinhomes (VHM).
- Tuy lợi nhuận Quý 1/2018 đi ngang nhưng chúng tôi cho rằng việc bàn giao các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn tại các dự án nhà phố như Imperia và Harmonia sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong các quý tới, qua đó thúc đẩy LNST sau lợi ích CĐTTS 2018 tăng 42% lên 6.000 tỷ đồng.
- VinCity, dòng sản phẩm BĐS mới thuộc phân khúc trung cấp dự kiến sẽ được tung ra thị trường trong Quý 2 và 3 năm nay cũng cố giả định tổng giá trị bán hàng 2018 là 89.000 tỷ đồng, tăng 22% so với năm 2017 và do đó EPS 2018-2020 dự báo đạt tăng trưởng kép hàng năm là 35%.
- Yếu tố hỗ trợ: Thí điểm casino dành cho người Việt Nam tại Phú Quốc, qua đó thúc đẩy tỷ lệ lấp đầy tại tổ hợp khách sạn – khu nghỉ dưỡng lớn nhất của VIC (3.000 phòng).
- Rủi ro: Khung giá tiền sử dụng đất tăng nếu Chính phủ áp dụng chính sách mới.

Mảng nhà ở dự báo sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận sau Quý 1 giảm tốc. Lợi nhuận trong Quý 1/2018 đi ngang so với cùng kỳ năm ngoái vì (1) tỷ lệ lợi nhuận chia cổ đông thiểu số tăng do cổ phần tại VRE giảm từ 100% xuống 57% và một số dự án nhà ở như Central Park và Greenbay, cùng với việc VIC tăng cổ phần tại Vincommerce từ dưới 50% lên 65% và (2) biên lợi nhuận mảng bán BĐS giảm tạm thời do chiết khấu cho các căn vị trí ít đặc địa hơn tại dự án Central Park. Chúng tôi cho rằng đây không phải là tín hiệu cho thấy giá bán trung bình sẽ giảm tại các dự án lớn khác của VIC như Vincy vì nhu cầu căn hộ trung cấp còn rất mạnh. Giá trị backlog của VIC tính đến Quý 1/2018 đạt 74.000 tỷ đồng, phù hợp với giả định doanh thu từ nhà ở cả năm sẽ đạt 79.000 tỷ đồng, tăng 26% so với năm 2017 do chúng tôi đưa ra.

Việc giảm cổ phần tại VHM ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mảng bán BĐS. Sau đợt chào bán cổ phần lần đầu của VHM, cổ phần của VIC tại công ty này giảm từ 100% xuống 72%. Chúng tôi cho rằng để VHM thành một pháp nhân trong Quý 1/2018, cổ phiếu VHM đã được chuyển đổi để đổi lấy cổ phần tại các dự án được chuyển nhượng và sát nhập vào VHM.

Vincy sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn. Hiện gần như tất cả các thủ tục pháp lý cần thiết đã được hoàn tất nên chúng tôi cho rằng Vincy sẽ được mở bán trong Quý 2 hoặc 3 năm nay. Ban lãnh đạo cho biết thị trường ngay từ đầu đã rất quan tâm đến Vincy khi có hơn 65.000 căn được giữ chỗ, với giá trị ước đạt 70.000 tỷ đồng, qua đó hỗ trợ triển vọng bán hàng trung hạn của VIC. Vì vậy, chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng ký mới 2017-2020 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 20%.

Báo cáo Tài chính

| KQLN (tỷ đồng) | 2017A | 2018F | 2019F |
|----------------------------------|---------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần | 90.354 | 118.085 | 142.463 |
| Giá vốn hàng bán | (62.854) | (79.490) | (90.579) |
| Lợi nhuận gộp | 27.500 | 38.595 | 51.883 |
| Chi phí bán hàng | (8.606) | (12.657) | (15.492) |
| Chi phí quản lý DN | (7.375) | (8.805) | (10.485) |
| LN thuần HĐKD (EBIT) | 11.519 | 17.132 | 25.907 |
| Thu nhập tài chính | 1.647 | 1.420 | 1.420 |
| Chi phí tài chính | (4.070) | (4.270) | (4.186) |
| Lỗ/lãi từ công ty liên kết | 11 | 34 | 35 |
| Lỗ/lãi thuần khác | (192) | - | - |
| Lợi nhuận trước thuế | 8.915 | 14.316 | 23.176 |
| Thuế TNDN | (3.475) | (5.440) | (10.429) |
| LNST trước lợi ích CĐTS | 5.440 | 8.876 | 12.747 |
| Lợi ích CĐTS | (1.193) | (2.840) | (4.461) |
| LNST trừ LI CĐTS, báo cáo | 4.247 | 6.036 | 8.285 |
| EPS cơ bản theo báo cáo, VND | 1.729 | 2.457 | 3.373 |
| EPS pha loãng, VND | 1.729 | 2.457 | 3.373 |

| Tỷ lệ | 2017A | 2018F | 2019F |
|---------------------------|--------|-------|-------|
| Tăng trưởng | | | |
| Tăng trưởng doanh thu | 56,8% | 30,7% | 20,6% |
| Tăng trưởng LN HĐKD | 120,2% | 48,7% | 51,2% |
| Tăng trưởng LN trước thuế | 53,9% | 60,6% | 61,9% |
| Tăng trưởng EPS | 74,1% | 42,1% | 37,3% |

Khả năng sinh lời

| | | | |
|------------------------|-------|-------|-------|
| Biên LN gộp | 30,4% | 32,7% | 36,4% |
| Biên LN từ HĐKD (EBIT) | 12,7% | 14,5% | 18,2% |
| Biên EBITDA | 17,0% | 17,4% | 20,6% |
| Biên LN ròng | 4,7% | 5,1% | 5,8% |
| ROE | 14,4% | 17,6% | 20,0% |
| ROA | 2,7% | 3,8% | 5,0% |

Chỉ số hiệu quả vận hành

| | | | |
|---------------------|-----|-----|-----|
| Số ngày tồn kho | 298 | 261 | 258 |
| Số ngày phải thu | 95 | 94 | 82 |
| Số ngày phải trả | 51 | 37 | 42 |
| TG luân chuyển tiền | 343 | 318 | 297 |

Thanh khoản

| | | | |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| CS thanh toán hiện hành | 0,8 | 0,8 | 0,9 |
| CS thanh toán nhanh | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Nợ vay/Tài sản | 23,0% | 21,8% | 22,3% |
| Nợ vay/Vốn CSH | 48,6% | 47,0% | 43,8% |
| Nợ vay ròng/Vốn CSH | 77,6% | 72,7% | 61,6% |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 2,5 | 3,5 | 5,6 |

| CĐKT (tỷ đồng) | 2017A | 2018F | 2019F |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền và tương đương | 8.610 | 9.081 | 11.488 |
| Đầu tư TC ngắn hạn | 204 | 642 | 642 |
| Các khoản phải thu | 28.978 | 31.876 | 31.876 |
| Hàng tồn kho | 48.615 | 64.977 | 62.952 |
| TS ngắn hạn khác | 14.122 | 16.240 | 18.676 |
| Tổng TS ngắn hạn | 100.529 | 122.817 | 125.634 |
| TS cố định (ròng) | 98.436 | 107.767 | 116.966 |
| Đầu tư TC dài hạn | 6.528 | 6.854 | 7.197 |
| TS dài hạn khác | 9.362 | 11.072 | 9.072 |
| Tổng TS dài hạn | 114.326 | 125.693 | 133.235 |
| Tổng Tài sản | 214.855 | 248.509 | 258.869 |
| Phải trả ngắn hạn | 9.470 | 9.912 | 10.668 |
| Vay nợ ngắn hạn | 17.925 | 17.726 | 17.226 |
| Nợ ngắn hạn khác | 97.502 | 118.539 | 112.525 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 124.897 | 146.177 | 140.420 |
| Vay và nợ dài hạn | 31.457 | 36.456 | 40.456 |
| Phải trả dài hạn khác | 6.195 | 4.695 | 4.066 |
| Tổng nợ | 162.549 | 187.329 | 184.942 |

| | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|
| Vốn cổ phần | 26.377 | 26.377 | 26.377 |
| Thặng dư vốn CP | 2.624 | 2.624 | 2.624 |
| Lợi nhuận giữ lại | 5.152 | 11.188 | 19.473 |
| Vốn khác | (2.938) | (2.938) | (2.938) |
| Lợi ích CĐTS | 21.090 | 23.930 | 28.392 |
| Vốn chủ sở hữu | 52.305 | 61.181 | 73.928 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 214.855 | 248.509 | 258.870 |

| Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng) | 2017A | 2018F | 2019F |
|--------------------------------|----------------|----------------|---------|
| Tiền đầu năm | 8.610 | 9.081 | |
| Lợi nhuận sau thuế | | 6.036 | 8.285 |
| Khấu hao | | 3.445 | 3.501 |
| Thay đổi vốn lưu động | | 101 | -5.669 |
| Điều chỉnh khác | | 1.340 | 3.832 |
| Tiền từ HĐKD | 10.921 | 9.949 | |
| Chi mua sắm TSCĐ | | -10.776 | -10.700 |
| Đầu tư | | -4.474 | -343 |
| Tiền từ HĐ đầu tư | -15.250 | -11.043 | |
| Cổ tức đã trả | | 0 | 0 |
| ± Vốn cổ phần | | 0 | 0 |
| ± Nợ vay dài hạn | | 4.999 | 4.000 |
| ± Nợ vay ngắn hạn | | -199 | -500 |
| Khác | | 0 | 0 |
| Tiền từ hoạt động TC | 4.800 | 3.500 | |
| Tổng lưu chuyển tiền tệ | 471 | 2.406 | |
| Tiền cuối năm | 9.081 | 11.488 | |

Nguồn: Báo cáo tài chính của VIC và ước tính của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Ví mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

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.