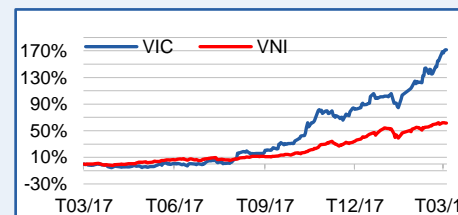


Ngành:	Bất động sản	2017	2018F	2019F	2020F	
Ngày báo cáo:	04/04/2018	Tăng trưởng DT	56,8%	30,7%	20,6%	18,2%
Giá hiện tại:	127.300VND	Tăng trưởng EPS	74,1%	53,2%	33,9%	28,7%
Giá mục tiêu:	160.000VND	Biên LN gộp	30,4%	32,7%	36,4%	34,7%
Giá mục tiêu trước đây:	105.000VND	Biên LN ròng	4,7%	5,5%	6,1%	6,7%
TL tăng:	+25,7%	EV/EBITDA	23,6x	17,6x	12,3x	9,7x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	10,0x	8,3x	6,7x	5,4x
Tổng mức sinh lời:	+25,7%	P/E	73,6x	48,1x	35,9x	27,9x



GT vốn hóa:	13,7 tỷ USD	VIC	Peers	VNI	
Room KN:	2,7 tỷ USD	P/E (trượt)	73,6x	NA	21,5x
GTGD/ngày (30n):	10,4tr USD	P/B (hiện tại)	10,0x	NA	3,3x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/Vốn CSH	81,2%	NA	NA
SL cổ phiếu lưu hành:	2.457,0tr	ROE	14,4%	NA	15,1%
Pha loãng hoàn toàn:	2.457,0tr	ROA	2,7%	NA	2,3%
PEG 3 năm	1,9				

Tổng quan về công ty

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

Nguyễn Tuấn Anh

Chuyên viên cao cấp

Lucy Huynh, CFA

Trưởng phòng cao cấp

Duy trì đà tăng trưởng vững chắc trong nhiều năm tới

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho CTCP Tập đoàn Vingroup (VIC) và nâng giá mục tiêu thêm 52%, đến từ: (1) bổ sung các siêu dự án nhà ở vừa được công ty công bố vào mô hình định giá; (2) Triển vọng cải thiện cho quỹ đất tại dự án Long Beach (huyện Cần Giờ. TP. HCM), sau khi nhận được phê duyệt quy hoạch tổng thể 1:5000 và tiến triển các dự án hạ tầng kết nối huyện Cần Giờ và TP. HCM, (3) Tái tục mô hình DCF, tỷ lệ WACC thấp hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng lượng backlog (hợp đồng đã ký và còn để ghi nhận) cao đạt 100 nghìn tỷ đồng của các dự án đầu tư BĐS đã mở bán tính đến cuối năm 2017 sẽ dẫn dắt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 38% lợi nhuận trong trung hạn.
- VinCity, dòng sản phẩm nhà ở mới phân khúc trung cấp có kế hoạch triển khai trong quý 2/2018, củng cố cho giả định tăng trưởng tổng giá trị hợp đồng ký mới tăng 22% trong năm 2018 so với 2017 đạt 89 nghìn tỷ đồng.
- Vị thế dẫn đầu của VIC trong các ngành khác có tỷ lệ thâm nhập thấp sẽ được hưởng lợi từ xu hướng vĩ mô tích cực và nhân khẩu học thuận lợi, cùng với nhu cầu tiêu dùng ngày càng gia tăng: Vincom Retail (cho thuê mặt bằng bán lẻ), VinCommerce (chuỗi bán lẻ tiêu dùng), và Vinpearl (khách sạn - nghỉ dưỡng).
- Rủi ro: (1) thay đổi các quy định về quyền sở hữu đất và tiền sử dụng đất, (2) những chuyển đổi xu hướng của người tiêu dùng sang e-commerce.
- Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu: giao dịch thành công của Vinhomes (VHO), công ty con mảng đầu tư BĐS của VIC.

Mảng phát triển BĐS và cho thuê mặt bằng bán lẻ sẽ dẫn dắt tăng trưởng. Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng BĐS ký mới đạt 73 nghìn tỷ đồng (-12% so với cùng kỳ năm trước – YoY) trong năm 2017, thấp hơn 20% ước tính trước đây của chúng tôi do việc hoãn triển khai mở bán dự án VinCity. Tuy nhiên, với ước tính lượng backlog 100 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2017 của chúng tôi, chúng tôi dự phóng tăng trưởng LNTT mảng BĐS 2018 sẽ đạt 36% YoY. Chúng tôi cũng dự phóng mức tăng trưởng LN từ HĐKD 27% trong mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ trong năm 2018 nhờ mở rộng thêm 20-30 trung tâm thương mại mới. Những diễn biến này sẽ phần nào bù đắp cho các khó khăn hiện tại trong mảng cho bán lẻ tiêu dùng và khách sạn - nghỉ dưỡng.

VinCity chuẩn bị khai thác phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp. Giai đoạn đầu tiên triển khai các dự án VinCity dự kiến sẽ thực hiện trong quý 2/2018, bao gồm 4 dự án với hàng trăm ha. Chúng tôi kỳ vọng diễn biến này sẽ hỗ trợ cho giá trị hợp đồng bán BĐS 2018 của VIC đạt 89 nghìn tỷ đồng (+22% so với 2017).

Giao dịch của VHO có thể giúp thị trường định giá lại cho VIC. VIC hiện đang cân nhắc các phương án chào bán chiến lược cho VHO, bao gồm chào bán trên thị trường vốn và niêm yết, hoặc các giao dịch khác. Chưa có thông tin chi tiết nào được công bố. VHO hiện đang sở hữu 87% trong số 188 triệu m2 quỹ đất của VIC, cao hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh gần nhất. Ngoài ra, trong

quý 3-quý 4/2017, thương vụ chào bán vốn cổ phần lần đầu (Initial Equity Offering) thành công của VRE cũng đã tạo ra tâm lý thị trường tích cực, dẫn đến đà tăng giá mạnh của cổ phiếu VIC. Theo quan điểm của chúng tôi, thương vụ VHO nhiều khả năng sẽ có tác động tương tự.

Vinfast đang trên đúng lộ trình triển khai mẫu ô tô đầu tiên vào năm 2019-2020. Tỷ lệ sở hữu xe ô tô thấp tại Việt Nam (2%) cùng với tăng trưởng doanh số bán ô tô mạnh (CAGR giai đoạn 2016-2020 là 20%) mang lại cơ hội lớn cho các nhà sản xuất ô tô của Việt Nam. Tính đến hiện tại, VIC đã thành lập trung tâm đào tạo cơ khí – cơ điện tử và đạt được thỏa thuận hợp tác với các nhà thiết kế và cung ứng quốc tế. Tuy nhiên, chúng tôi hiện chỉ đang ghi nhận giá trị sổ sách của mảng kinh doanh này vào mô hình định giá của chúng tôi, do chưa có thêm thông tin chi tiết khác.

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)	(5.467)	(6.248)
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	11	34	35
Lỗ/lãi thuần khác	(192)	-	-
Lợi nhuận trước thuế	8.915	13.120	21.114
Thuế TNDN	(3.475)	(5.641)	(9.501)
LNST trước lợi ích CĐTS	5.440	7.478	11.613
Lợi ích CĐTS	(1.193)	(972)	(2.903)
LNST trừ LI CĐTS, báo cáo	4.247	6.506	8.709
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	1.729	2.648	3.545
EPS pha loãng, VND	1.729	2.648	3.545

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%	47,2%	60,9%
Tăng trưởng EPS	74,1%	53,2%	33,9%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
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%	5,5%	6,1%
ROE	14,4%	18,9%	20,7%
ROA	2,7%	3,2%	4,6%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
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	2017A	2018F	2019F
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%	21,9%	22,5%
Nợ vay/Vốn CSH	48,6%	47,5%	44,7%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	77,6%	76,7%	67,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,5	2,9	3,8

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC

CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	8.610	7.684	8.956
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	121.419	123.102
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	247.112	256.338
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	11.658	20.368
Vốn khác	(2.938)	(2.938)	(2.938)
Lợi ích CĐTS	21.090	22.062	24.965
Vốn chủ sở hữu	52.305	59.783	71.396
Tổng cộng nguồn vốn	214.855	247.112	256.338

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm		8.610	7.684
Lợi nhuận sau thuế		6.506	8.709
Khấu hao		3.445	3.501
Thay đổi vốn lưu động		101	-5.669
Điều chỉnh khác		-528	2.274
Tiền từ HĐKD		9.524	8.815
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		-926	1.272
Tiền cuối năm		7.684	8.956

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. 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
research@vcsc.com.vn

Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô

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

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

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@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

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

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

Dầu khí, Điện và Phân bón

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
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.