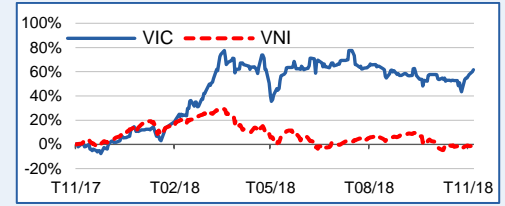


Ngành:	Đa ngành		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	27/11/2018	Tăng trưởng DT	55,1%	27,9%	24,5%	23,7%
Giá hiện tại:	101.500VND	Tăng trưởng EPS	82,9%	-7,7%	27,4%	29,3%
Giá mục tiêu:	111.000VND	Biên LN gộp	29,7%	26,7%	28,4%	28,1%
Giá mục tiêu trước đây:	117.000VND	Biên LN ròng	5,0%	3,6%	3,7%	3,9%
TL tăng:	+9,4%	EV/EBITDA	22,1x	19,3x	14,6x	11,8x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	9,5x	5,6x	5,1x	4,6x
Tổng mức sinh lời:	+9,4%	P/E	67,6x	73,2x	57,5x	44,4x



GT vốn hóa:	13,1 tỷ USD		VIC	VNI
Room KN:	4,6 tỷ USD	P/E (trượt)	82,8x	16,2x
GTGD/ngày (30n):	3,7tr USD	P/B (hiện tại)	5,8x	2,5x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	53,1%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	3,0 tỷ	ROE	9,1%	14,9%
Pha loãng	3,0 tỷ	ROA	2,4%	2,4%
PEG 3 năm	2,5			

Tổng quan về công ty

Vingroup là chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam với lượng quỹ đất 177 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 dược phẩm, ô tô và điện thoại thông minh.

Nguyễn Tuấn Anh

Chuyên viên Cao cấp

Mảng bán BĐS và cho thuê BĐS sẽ hỗ trợ cho phát triển các mảng kinh doanh khác

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị của CTCP Tập đoàn Vingroup (VIC) thành PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG từ KHẢ QUAN, và điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu còn 111.000 đồng/CP chủ yếu do điều chỉnh giảm tổng giá trị bán hàng theo hợp đồng dự báo, trong bối cảnh tiền độ mở bán chậm hơn kỳ vọng trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 32% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2018 còn 4.1 nghìn tỷ đồng (-8% so với cùng kỳ - YoY) do lợi nhuận chia cho CĐTS cao hơn dự kiến do VIC giảm cổ phần sở hữu tại CTCP Vinhomes (VHM) và CTCP Vincom Retail (VRE).
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng 27% cho LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng 2019 đạt 5,3 nghìn tỷ đồng khi lợi nhuận mạnh mẽ từ doanh số bán BĐS và mảng cho thuê bán lẻ thừa bù đắp các khoản lỗ tạm thời từ quá trình tiếp tục mở rộng mảng tiêu dùng bán lẻ/khách sạn - nghỉ dưỡng/dịch vụ y tế và tham gia ngành sản xuất ô tô gần đây.
- Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng bán hàng cao hơn dự kiến của sản phẩm xe máy điện và ô tô VinFast trong giai đoạn 2019-2020 có thể giúp trung hòa chi phí ban đầu cao cho những năm hoạt động đầu tiên của mảng sản xuất ô tô – xe máy.
- Rủi ro: Phí sử dụng đất gia tăng trong trường hợp Nhà nước áp dụng chính sách mới.

Mảng bán BĐS và cho thuê bán lẻ giúp bù đắp cho lỗ hoạt động từ các mảng kinh doanh đang phát triển. Trong năm 2019, chúng tôi dự báo LN từ HĐKD đạt 26 nghìn tỷ đồng (+32% YoY) trong mảng bán BĐS nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng với biên LN cao hơn, và 3 nghìn tỷ đồng (+32% YoY) trong mảng cho thuê bán lẻ do các Trung tâm Thương mại (TTTM) mở mới trong năm 2019 và đóng góp cả năm của các TTTM mở trong năm 2018. Chúng tôi dự phóng khoản lỗ LN từ HĐKD 6,9 nghìn tỷ đồng cho các mảng tiêu dùng bán lẻ và khách sạn - nghỉ dưỡng, với quy mô hoạt động đã tăng trưởng đáng kể trong 4 năm qua, và khoản lỗ 2 nghìn tỷ đồng từ mảng sản xuất ô tô mới.

VinCity khả năng sẽ dẫn dắt tăng trưởng giá trị hợp đồng bán hàng trong bối cảnh việc triển khai các dự án mới của ngành trì trệ. Chúng tôi duy trì giả định doanh số hợp đồng bán dự phóng 2019 đạt 102 nghìn tỷ đồng (+51% so với dự phóng 2018), trong đó 52% sẽ đến từ 3 dự án VinCity triển khai trong quý 4/2018. Do việc triển khai dự án mới trở nên khó khăn hơn cho các chủ đầu tư trong tất cả các phân khúc thị trường do thời gian thực hiện thủ tục pháp lý kéo dài hơn dự kiến, chúng tôi điều chỉnh giảm 7% giả định tổng giá trị hợp đồng bán trong giai đoạn 2020-2021 so với dự phóng trước đây còn 216 nghìn tỷ đồng.

Hoạt động cốt lõi của mảng khách sạn - nghỉ dưỡng sẽ phục hồi nhờ có thêm hành khách. Tăng trưởng ổn định của nhu cầu du lịch (lượng khách du lịch quốc tế +23% YoY trong 9 tháng 2018) và kế hoạch thí điểm cho phép người Việt Nam được vào casino thời gian qua củng cố kỳ vọng của chúng tôi về cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại các phòng khách sạn và villa, dẫn đến khoản lỗ từ HĐKD thấp hơn trong năm 2019 còn 1,9 nghìn tỷ đồng so với 2,8 nghìn tỷ đồng dự phóng trong năm 2018.

Tiếp tục mở các cửa hàng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng tiêu dùng bán lẻ trong khi biên LN từng bước cải thiện. Sau quá trình thâm thụt thời gian qua của VIC đối với chuỗi bán lẻ FiviMart và Viễn Thông A, chúng tôi nâng dự phóng số lượng cửa hàng trong năm 2019 lên 2.565 so

với 2.240 cửa hàng, đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu mảng dự phóng trong năm 2019 lên 87% YoY. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí cố định và logistics giảm nhờ tự động hóa và thuê dịch vụ ngoài đóng góp cho dự báo biên LN từ HĐKD còn -14% cho năm 2019 so với mức -24% năm 2018.

Tiến độ của VinFast đã vượt kỳ vọng, nhưng chúng tôi thận trọng về các thách thức trong trung hạn. VinFast đã trình làng 2 mẫu xe máy điện và 3 mẫu xe ô tô và có vị thế tốt để triển khai mở bán hoàn toàn trong năm 2019. Trên phương diện cạnh tranh, chúng tôi dự báo VinFast sẽ gặp cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu ô tô đang hiện diện và chất lượng đã được chứng tỏ tại thị trường Việt Nam. Khi đây có thể sẽ là một trận chiến kéo dài để VinFast có thể thu hút được khách hàng trong các năm đầu tiên nhằm đạt được sản lượng bán tối ưu, chúng tôi thận trọng dự phóng khoản lỗ LN từ HĐKD là 2,1 nghìn tỷ đồng và 3,3 nghìn tỷ đồng lần lượt cho các năm 2019 và 2020.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	89.350	114.249	142.207
Giá vốn hàng bán	(62.796)	(83.781)	(101.795)
Lợi nhuận gộp	26.554	30.468	40.412
Chi phí bán hàng	(8.150)	(9.311)	(12.004)
Chi phí quản lý DN	(6.852)	(7.828)	(10.093)
LN thuần HĐKD (EBIT)	11.552	13.330	18.315
Thu nhập tài chính	1.637	5.671	2.357
Chi phí tài chính	(3.788)	(5.234)	(5.942)
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	44	(245)	(245)
Lỗ/lãi thuần khác	(331)	100	100
Lợi nhuận trước thuế	9.114	13.621	14.585
Thuế TNDN	(3.459)	(6.129)	(5.834)
LNST trước lợi ích CĐTS	5.655	7.492	8.751
Lợi ích CĐTS	(1.193)	(3.371)	(3.500)
LNST trừ LI CĐTS, báo cáo	4.462	4.120	5.251
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	1.501	1.386	1.766
EPS pha loãng, VND	1.501	1.386	1.766

Tỷ lệ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	55,1%	27,9%	24,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	120,8%	15,4%	37,4%
Tăng trưởng LN trước thuế	57,3%	49,5%	7,1%
Tăng trưởng EPS	82,9%	(7,7%)	27,4%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
Biên LN gộp	29,7%	26,7%	28,4%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	12,9%	11,7%	12,9%
Biên EBITDA	17,3%	15,5%	16,5%
Biên LN ròng	5,0%	3,6%	3,7%
ROE	15,0%	9,7%	9,3%
ROA	2,8%	3,1%	3,1%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	323	239	235
Số ngày phải thu	93	98	88
Số ngày phải trả	42	40	32
TG luân chuyển tiền	374	297	290

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	0,8	1,2	1,1
CS thanh toán nhanh	0,3	0,6	0,4
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,1
Nợ vay/Tài sản	23,1%	25,6%	24,9%
Nợ vay/Vốn CSH	48,4%	40,6%	40,3%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	77,1%	45,2%	58,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,8	2,4	2,8

CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	8.142	22.776	8.888
Đầu tư TC ngắn hạn	672	672	672
Các khoản phải thu	27.335	34.182	34.182
Hàng tồn kho	56.059	53.481	77.426
TS ngắn hạn khác	8.038	8.842	9.726
Tổng TS ngắn hạn	100.246	119.952	130.895
TS cố định (ròng)	91.340	129.368	146.044
Đầu tư TC dài hạn	6.486	6.559	6.635
TS dài hạn khác	15.720	15.047	14.490
Tổng TS dài hạn	113.546	150.974	167.168
Tổng Tài sản	213.792	270.926	298.063
Phải trả ngắn hạn	8.246	9.701	12.420
Vay nợ ngắn hạn	18.141	12.000	12.000
Nợ ngắn hạn khác	97.237	81.128	91.795
Tổng nợ ngắn hạn	123.624	102.830	116.215
Vay và nợ dài hạn	31.220	57.317	62.317
Phải trả dài hạn khác	6.391	9.391	9.391
Tổng nợ	161.235	169.538	187.923
	-	840	840
Vốn cổ phần	26.377	31.916	31.916
Thặng dư vốn CP	2.651	11.133	11.133
Lợi nhuận giữ lại	5.584	12.646*	17.897
Vốn khác	(2.938)	(2.938)	(2.938)
Lợi ích CĐTS	20.883	47.791	51.292
Vốn chủ sở hữu	52.557	101.389	110.140
Tổng cộng nguồn vốn	213.792	270.926	298.063

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm	9.833	8.142	22.776
Lợi nhuận sau thuế	4.462	4.120	5.251
Khấu hao	3.895	4.423	5.093
Thay đổi vốn lưu động	4.663	-7.726	-6.444
Điều chỉnh khác	3.766	3.000	0
Tiền từ HĐKD	16.786	3.818	3.900
Chi mua sắm TSCĐ	-22.281	-41.570	-20.898
Đầu tư	-4.236	-12.281	-5.389
Tiền từ HĐ đầu tư	-26.517	-53.851	-26.287
Cổ tức đã trả	0	0	0
± Vốn cổ phần	0	0	0
± Nợ vay dài hạn	8.729	26.097	5.000
± Nợ vay ngắn hạn	12.550	-6.141	0
Khác	-13.239	44.711	3.500
Tiền từ hoạt động TC	8.040	64.667	8.500
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.691	14.633	-13.887
Tiền cuối năm	8.142	22.776	8.888

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

Ghi chú: (*) Bao gồm lãi từ giao dịch trong đó Vincommerce (một công ty con của VIC) bán cổ phần tại VHM trong quý 2/2018. Khoản lãi này chưa được ghi nhận vào KQKD của tập đoàn khi VHM vẫn duy trì là một công ty con của VIC.

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 HOÃN	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 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

Nghân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- 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 và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

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

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

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

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

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

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

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

Dầu khí và Điện

Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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

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.