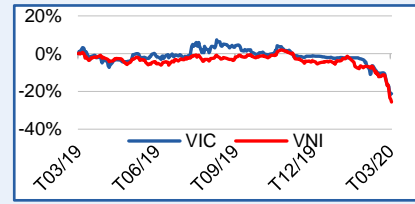


Ngành	Đa ngành		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo	17/03/2020	Tăng trưởng DT	7,3%	17,9%	26,7%	26,3%
Giá hiện tại	92.500VND	Tăng trưởng EPS*	90,6%	5,5%	1,3%	97,4%
Giá mục tiêu hiện tại	119.000VND	TT LNST sau lợi ích CĐTTS	98,7%	9,4%	1,3%	97,4%
Giá mục tiêu trước đây	127.000VND	Biên LN gộp	28,8%	22,6%	24,7%	27,2%
Tỷ lệ tăng	+28,6%	Biên LN ròng	5,7%	5,3%	4,3%	6,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B*	3,9x	3,5x	3,2x	2,7x
Tổng mức sinh lời	+28,6%	P/E*	38,2x	36,2x	35,8x	18,1x



GT vốn hóa*	12,9 tỷ USD		VIC	VNI
Room KN	3,0 tỷ USD	P/E (trượt)	38,2x	11,6x
GTGD/ngày (30n)	3,1tr USD	P/B (hiện tại)	3,9x	1,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	89,9%	NA
SL cổ phiếu lưu hành*	3,2 tỷ	ROE	11,5%	15,1%
Pha loãng*	3,3 tỷ	ROA	2,2%	2,5%
PEG 3 năm	1,4			

**Tổng quan về công ty**  
Vingroup là chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam với lượng quỹ đất 173 triệu m<sup>2</sup>. 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.

Phạm Minh Đức

Chuyên viên

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng Cao cấp

## Doanh số bán xe VinFast tăng tốc; dịch virus corona ảnh hưởng diễn biến kinh doanh của Vinpearl

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu 6% còn 119.000 đồng chủ yếu do định giá thấp hơn của mảng bán lẻ tiêu dùng và khách sạn nghỉ dưỡng, cùng với số dư tiền mặt ròng thấp hơn tính đến cuối năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA khi giá cổ phiếu đã giảm 20% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 thêm 36% đạt 8,2 nghìn tỷ đồng (+9% YoY) chủ yếu đến từ việc chúng tôi bắt đầu ghi nhận tác động của việc thoái vốn khỏi VinCommerce (VCM), giúp bù đắp cho các tác động từ việc chúng tôi cắt giảm dự báo lợi nhuận cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng và công nghiệp.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lợi nhuận từ HĐKD đạt 60% và CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 30% trong giai đoạn 2019-2022 khi lợi nhuận ổn định đến từ mảng bán bất động sản và cho thuê – cùng với cải thiện từ mảng khách sạn nghỉ dưỡng – sẽ bù đắp cho khoản lỗ từ mảng công nghiệp.
- Rủi ro: doanh số xe hơi bán ra thấp hơn dự kiến, chu kỳ bất động sản giảm, các gián đoạn cho mảng khách sạn nghỉ dưỡng và cho thuê do dịch virus corona kéo dài.

**Mảng bán bất động sản duy trì đà tăng trưởng.** Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ HĐKD của mảng này sẽ tăng 19%/21% YoY trong năm 2020/2021, đạt 34/41 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ bàn giao các hợp đồng bán lẻ và bán buôn tại 3 đại dự án bất động sản và mở bán các sản phẩm bất động sản thấp tầng mới tại thị trường miền Bắc. Chúng tôi kỳ vọng giá trị bán theo hợp đồng trong năm 2020 của Vinhomes sẽ duy trì đà tăng trưởng và đạt 104 nghìn tỷ đồng (+14% YoY so với mức cơ sở cao năm 2019 là 91 nghìn tỷ đồng).

**Bùng phát dịch virus corona gia tăng chi phí của mảng cho thuê trong năm 2020, nhưng triển vọng duy trì ổn định trong dài hạn.** Chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ HĐKD của mảng cho thuê trong năm 2020 sẽ tăng 19% YoY đạt 3,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ đóng góp đầy đủ cả năm của các trung tâm thương mại (TTTT) đã mở trong năm 2019. Vincom Retail (VRE) đã công bố gói hỗ trợ lên đến 300 tỷ đồng thông qua hình thức giảm giá tiền thuê cho một số khách thuê và phiếu giảm giá cho khách hàng đến các TTTT của công ty. Theo trao đổi của chúng tôi với VRE, khoản giải ngân ngay lập tức sẽ đạt xấp xỉ 150-170 tỷ đồng thực hiện trong giai đoạn tháng 2 và tháng 3/2020.

**Triển vọng mảng khách sạn nghỉ dưỡng kém tích cực khi dịch virus corona ảnh hưởng ngành du lịch toàn cầu.** Chúng tôi cho rằng bùng phát dịch virus corona sẽ tác động mạnh mẽ đến lợi nhuận của mảng khách sạn nghỉ dưỡng trong ngắn hạn (đặc biệt trong quý 1/2020) khi các khu vực tại Nha Trang, Phú Quốc và Đà Nẵng chiếm khoảng 75% tổng số lượng phòng quản lý bởi Vinpearl. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá định tỷ lệ lấp đầy trung bình trong năm 2020 còn 25% so với mức 54% trước đây, dẫn đến doanh thu đạt 8 nghìn tỷ đồng (-6% YoY) và lỗ từ HĐKD đạt 3,2 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng bùng phát dịch chỉ là 1 vấn đề tạm thời, do đó triển vọng tăng trưởng trong dài hạn của mảng khách

sản nghỉ dưỡng vẫn duy trì ổn định trong khi chúng tôi dự báo EBITDA của mảng này sẽ đạt điểm hòa vốn trong năm 2022 thay vì năm 2021 như chúng tôi đã dự báo trước đây.

**Mảng công nghiệp tiếp tục triển khai mạnh mẽ chiến dịch marketing nhằm gia tăng thị phần.** Theo ước tính của chúng tôi, VinFast chiếm 5% thị phần trong năm 2019 (15.300 xe đã bàn giao trong tổng số 300.000 xe đã bán ra ở Việt Nam). Do doanh số xe hơi bán lẻ thấp tại Việt Nam trong 2 tháng đầu năm 2020, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh số xe hơi VinFast bán ra trong năm 2020 còn 25.100 xe (khoảng 7% thị phần). Chúng tôi cho rằng thị phần của VinFast tăng chủ yếu nhờ triển khai mạnh mẽ chiến dịch khuyến mãi và kế hoạch mở rộng mạng lưới phân phối (40 cửa hàng trưng bày và đại lý ủy quyền tính đến tháng 2/2020). Chúng tôi điều chỉnh dự báo lỗ từ HĐKD của mảng này đạt 12 nghìn tỷ đồng so với mức 11 nghìn tỷ đồng trước đây, chủ yếu do chi phí khấu hao cao hơn và giả định giá bán trung bình thấp hơn.

## Báo cáo Tài chính

P&L (VND bn)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Revenue</b>	<b>130,790</b>	<b>154,228</b>	<b>195,431</b>	<b>246,750</b>
COGS	-93,093	-119,315	-147,214	-179,607
<b>Gross Profit</b>	<b>37,697</b>	<b>34,912</b>	<b>48,217</b>	<b>67,143</b>
Sales & Marketing exp	-14,402	-8,662	-10,001	-12,575
General & Admin exp	-12,611	-7,585	-8,758	-11,011
<b>Operating Profit</b>	<b>10,684</b>	<b>18,666</b>	<b>29,458</b>	<b>43,557</b>
Financial income	13,952	9,757	2,575	1,342
Financial expenses	-8,133	-9,722	-10,732	-10,932
- o/w interest expense	-7,140	-9,222	-10,232	-10,432
Associates	-718	-902	-544	-144
Net other income/(loss)	-146	0	0	0
<b>Profit before Tax</b>	<b>15,639</b>	<b>17,799</b>	<b>20,756</b>	<b>33,822</b>
Income Tax	-7,937	-7,786	-9,668	-11,932
<b>NPAT before MI</b>	<b>7,702</b>	<b>10,013</b>	<b>11,088</b>	<b>21,891</b>
Minority Interest	-196	-1,802	-2,772	-5,473
<b>NPAT less MI, reported</b>	<b>7,506</b>	<b>8,210</b>	<b>8,316</b>	<b>16,418</b>
<b>NPAT less MI, adjusted</b>	<b>7,506</b>	<b>8,210</b>	<b>8,316</b>	<b>16,418</b>
EBITDA	19,462	32,079	43,200	57,564
EPS reported, VND	2,420	2,554	2,587	5,107
EPS adjusted, VND	2,420	2,554	2,587	5,107
EPS fully diluted, VND	2,420	2,554	2,587	5,107
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

RATIOS	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Growth</b>				
Revenue growth	7.3%	17.9%	26.7%	26.3%
Op profit (EBIT) growth	-6.6%	74.7%	57.8%	47.9%
PBT growth	12.9%	13.8%	16.6%	63.0%
EPS growth, adjusted	90.6%	5.5%	1.3%	97.4%

Profitability	2019	2020F	2021F	2022F
Gross Profit Margin	28.8%	22.6%	24.7%	27.2%
Op Profit, (EBIT) Margin	8.2%	12.1%	15.1%	17.7%
EBITDA Margin	14.9%	20.8%	22.1%	23.3%
NPAT-MI Margin, adj,	5.7%	5.3%	4.3%	6.7%
ROE	11.5%	10.2%	9.4%	16.2%
ROA	2.2%	2.4%	2.6%	4.8%

Efficiency	2019	2020F	2021F	2022F
Days Inventory On Hand	271.5	263.1	221.3	201.9
Days Accts, Receivable	164.9	153.1	114.5	90.7
Days Accts, Payable	49.2	55.3	51.6	44.0
Cash Conversion Days	387.2	360.8	284.2	248.6

Liquidity	2019	2020F	2021F	2022F
Current Ratio x	1.1	1.0	1.1	1.2
Quick Ratio x	0.5	0.4	0.4	0.5
Cash Ratio x	0.2	0.1	0.1	0.1
Debt / Assets	31.3%	32.6%	32.4%	30.8%
Debt / Capital	51.4%	51.3%	50.2%	46.6%
Net Debt / Equity	89.9%	96.9%	88.8%	75.1%
Interest Coverage x	1.1	1.6	2.3	3.3

B/S (VND bn)	2019	2020F	2021F	2022F
Cash & equivalents	18,489	10,334	16,139	19,105
ST investment	10,420	880	880	880
Accounts receivables	68,076	61,316	61,316	61,316
Inventories	83,273	88,713	89,779	108,937
Other current assets	21,236	21,660	22,094	22,535
<b>Total Current assets</b>	<b>201,493</b>	<b>182,904</b>	<b>190,208</b>	<b>212,774</b>
Fix assets, gross	209,043	233,283	257,684	270,422
- Depreciation	-18,635	-31,293	-44,372	-57,785
Fix assets, net	190,408	201,990	213,313	212,637
LT investment	4,671	22,884	23,494	24,121
LT assets other	12,000	14,793	14,197	14,028
<b>Total LT assets</b>	<b>207,079</b>	<b>239,667</b>	<b>251,003</b>	<b>250,786</b>
<b>Total Assets</b>	<b>408,573</b>	<b>422,571</b>	<b>441,212</b>	<b>463,560</b>
Accounts payable	17,886	19,947	22,012	25,882
Short-term debt	31,045	31,045	31,045	31,045
Other ST liabilities	134,685	126,610	127,097	123,685
Total current liabilities	183,616	177,601	180,154	180,612
Long term debt	96,740	106,740	111,740	111,740
Other LT liabilities	7,617	7,617	7,617	7,617
<b>Total Liabilities</b>	<b>287,972</b>	<b>291,958</b>	<b>299,510</b>	<b>299,968</b>

Preferred Equity	623	623	623	623
Paid in capital	33,686	34,716	34,716	34,716
Share premium	29,318	29,318	29,318	29,318
Retained earnings	7,758	14,938	23,254	39,672
Other equity	5,043	5,043	5,043	5,043
Minority interest	44,172	45,975	48,747	54,219
<b>Total equity</b>	<b>120,601</b>	<b>130,613</b>	<b>141,701</b>	<b>163,592</b>
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>408,573</b>	<b>422,571</b>	<b>441,212</b>	<b>463,560</b>
Y/E shares out *, mn	3,215	3,215	3,215	3,215

CASH FLOW (VND bn)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Beginning Cash Balance</b>	<b>13,557</b>	<b>18,489</b>	<b>10,334</b>	<b>16,139</b>
Net Income	7,506	8,210	8,316	16,418
Dep, & amortization	8,778	13,413	13,742	14,007
Chge in Working Cap	9,749	-5,118	1,053	-19,142
Other adjustments	-13,413	-8,610	0	0
<b>Cash from Operations</b>	<b>12,620</b>	<b>7,895</b>	<b>23,111</b>	<b>11,283</b>
Capital Expenditures, net	-60,436	-24,240	-24,401	-12,738
Investments, net	-4,896	-3,611	-677	-1,052
<b>Cash from Investments</b>	<b>-65,332</b>	<b>-27,852</b>	<b>-25,078</b>	<b>-13,790</b>
Dividends Paid	-2,189	0	0	0
Δ in Share Capital	24,156	0	0	0
Δ in ST debt	11,929	0	0	0
Δ in LT debt	24,763	10,000	5,000	0
Other financing C/F	-3,205	1,802	2,772	5,473
<b>Cash from Financing</b>	<b>57,643</b>	<b>11,802</b>	<b>7,772</b>	<b>5,473</b>
<b>Net Change in Cash</b>	<b>4,932</b>	<b>-8,155</b>	<b>5,805</b>	<b>2,966</b>
<b>Ending Cash Balance</b>	<b>18,489</b>	<b>10,334</b>	<b>16,139</b>	<b>19,105</b>

Nguồn: Báo cáo Tài chính của VIC và dự báo của VCSC

Ghi chú: (\*) không tính lượng cổ phiếu VIC được sở hữu bởi các công ty con

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Minh Đức, 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 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](http://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

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto: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

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

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

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

## 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.