

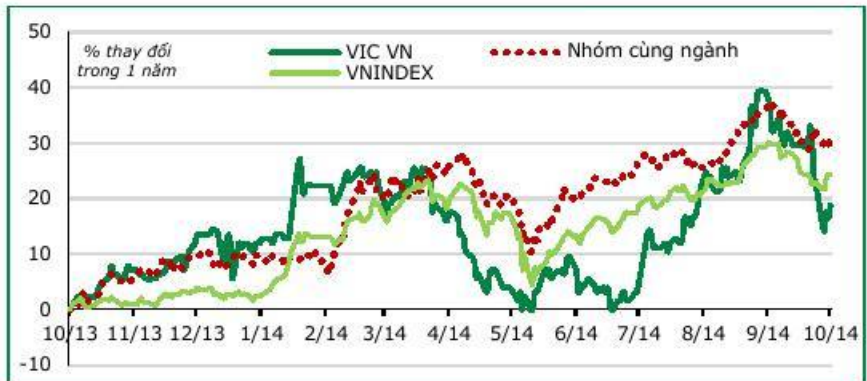
TẬP ĐOÀN VINGROUP (VIC)

Ngày 6 tháng 10 năm 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (6/10/2014):	Đồng	51.000
Giá mục tiêu:	Đồng	60.800
Khuyến nghị ngắn hạn		Nắm giữ
Ngưỡng kháng cự	Đồng	54.000
Ngưỡng hỗ trợ	Đồng	48.000
Mã Bloomberg: VIC VN	Sàn giao dịch:	HSX
Ngành:		Bất động sản
Beta		0,83
Giá cao/thấp nhất 52 tuần		60.000/40.686
KLCP lưu hành (triệu)		1.420
Vốn hóa (tỷ đồng)		72.436
Tỷ lệ Free-float (triệu)		688
KLGDĐQ 6 tháng		1.267.057
Sở hữu nước ngoài (%) *		15,1%
* Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là 29% do chưa room cho trái phiếu chuyển đổi		



Năm	Lợi tức	EPS (đồng)
2014 (VPBS dự báo)	3,5%	2.987
2013		7.896
2012		1.715
2011		1.256

	2010 - 13	2014E	2015E
Doanh thu	CAGR 68%	(tỷ đồng) 24.424	(tỷ đồng) 17.181
EBITDA	28%	9.179	7.537
Lợi nhuận ròng	43%	4.247	2.763
12T gần nhất	VIC	Cùng ngành	VN-Index
PE	13,9	18,7	15,4
P/B	4,0	1,2	2,1
EV/EBITDA	9,9	17,3	10,6
Nợ vay/Vốn CSH	1,4	0,4	1,1
Biên LN ròng	15,9%	13,4%	9,1%
ROA	6,5%	3,6%	2,6%
ROE	28,8%	6,2%	13,5%

Giới thiệu về công ty:

Vingroup được thành lập vào tháng 5/2002 và chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HSX) vào tháng 9/2007. Vingroup với vốn hóa đạt hơn 72 nghìn tỷ đồng (chiếm 5,8% tổng vốn hóa của hai sàn chứng khoán Việt Nam tại thời điểm ngày 6/10/2014), là công ty niêm yết hoạt động trong lĩnh vực phát triển bất động sản, thương mại và khách sạn lớn nhất tại Việt Nam.

Vingroup hiện tập trung phát triển các thương hiệu chiến lược và nổi tiếng như: **Vincom Mega Mall** (trung tâm bán lẻ), **Vinhomes** (nhà chất lượng cao), **Vinpearl** (các khu resort và khách sạn cao cấp), và **Vinpearl Land** (công viên giải trí).

Thêm vào đó, Vingroup tiếp tục mở rộng vào lĩnh vực tiêu dùng với các dự án như **Vinmec** (dịch vụ chăm sóc sức khỏe chất lượng cao), **Vinschool** (dịch vụ giáo dục cao cấp), **VinEcom** (dịch vụ thương mại điện tử toàn diện), **KidsWorld** (trung tâm mua sắm và vui chơi cho trẻ em), và **Vinfashion**.

Chúng tôi thay đổi khuyến nghị dài hạn từ **NẮM GIỮ** sang **MUA** với giá trị tài sản ròng (NAV) trên mỗi cổ phiếu VIC là **60.800 đồng** dựa vào các yếu tố sau:

Tiến độ bán căn hộ tại ba dự án khu đô thị phức hợp nhanh hơn dự kiến. Tính đến tháng 7 năm 2014, Times City (giai đoạn 1) đã bán 5.056 căn hộ (89%) trong đó 3.589 căn (63%) đã bán ở quý 1 năm 2014. Royal City đã bán và cho thuê được 3.928 căn (87%) so với 3.688 căn (82%) bán ở quý 1. Tỷ lệ thanh toán cho dự án Vinhomes Riverside từ năm nhà đầu tư thứ cấp nhanh hơn dự đoán của chúng tôi. Tính đến ngày 30 tháng 6 năm 2014, tổng giá trị hợp đồng của ba dự án trên đạt 2,1 tỷ USD, đã thu 1,88 tỷ USD (bao gồm 222 triệu USD của 1.328 căn hộ thuê lại dài hạn). Chúng tôi dự đoán VIC sẽ ghi nhận 871 triệu USD doanh thu từ dự án trên trong năm 2014 và 466 triệu USD trong năm 2015.

Dòng tiền mới đến từ dự án Vinhomes Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội) và Vinhomes Central Park (TP.HCM) trong 6 tháng tới. VIC dự kiến sẽ bán các căn hộ tại dự án Vinhomes Nguyễn Chí Thanh và các biệt thự tại Vinhomes Central Park vào cuối năm 2014. Vinhomes Central Park là dự án lớn nhất của Vingroup cho đến thời điểm hiện tại với tổng diện tích sàn đạt 1,5 triệu m² và vốn đầu tư là 30.000 tỷ đồng.

Tổng diện tích sàn trong mảng thương mại lớn hơn dự kiến. Hiện nay, VIC đã đưa vào hoạt động năm trung tâm thương mại (không tính dự án Vincom Center A đã bán) và hai trung tâm mua sắm lớn với tổng diện tích sàn lên đến 511.400 m², chiếm lần lượt 46% và 6% diện tích bán lẻ tại Hà Nội và TP.HCM, hầu hết có tỷ lệ lấp đầy dao động trong khoảng 80-95%. Chúng tôi ước tính diện tích bán lẻ của VIC sẽ tăng 40% đạt mức 717.700 m² trong năm 2017, trong đó 174.000 m² đến từ Vinhomes Central Park và Vinhomes Nguyễn Chí Thanh.

Nguồn thu nhập mới đến từ Vinpearl Phú Quốc với công suất tương đương với các dự án du lịch và khách sạn đã đưa vào hoạt động. Chúng tôi đã không tính dòng tiền của dự án này vào mô hình định giá NAV trong báo cáo trước đó. Tuy nhiên, Vinpearl Phú Quốc (giai đoạn 1) sẽ được khánh thành tại khu vực Bãi Dài vào tháng 11 năm 2014 và đăng cai tổ chức Hoa hậu Việt Nam 2014 vào tháng 12. Chúng tôi dự đoán dự án này sẽ giúp doanh thu từ hoạt động du lịch và khách sạn tăng thêm 33% trong năm 2015.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

KẾT QUẢ 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2014

Lĩnh vực	6T2013	6T2014	% tăng so với cùng kỳ	VPBS dự báo cho năm 2014	Kế hoạch năm 2014 của VIC
Bán căn hộ, biệt thự	1.403	11.174	696%	18.472	
Trung tâm thương mại	830	1.061	28%	2.505	
Du lịch, khách sạn	788	1.063	35%	2.251	
Dịch vụ bệnh viện	101	315	212%	630	
Dịch vụ khác	9	253		567	
Doanh thu thuần	3.131	13.867	343%	24.424	25.000
Thu nhập tài chính	5.805	718	-88%	1.437	
Chi phí tài chính	1.058	1.739	64%	3.246	
Lợi nhuận sau thuế	4.039	2.217	-45%	4.470	4.500

Nguồn: VIC, VPBS dự báo

Trong 6 tháng đầu năm 2014 (6T2014), doanh thu thuần của VIC tăng 343% so với cùng kỳ, đạt 13.867 tỷ đồng (653 triệu USD), trong đó hoạt động kinh doanh bất động sản chiếm 81% và tăng 696% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng mạnh do VIC đã bàn giao các căn hộ tại dự án Royal City (1.257 căn), Times City (981 căn), Vinhomes Riverside (105.135 m²) trong khi cùng kỳ năm ngoái chỉ ghi nhận tổng cộng 350 căn từ cả hai dự án Royal City và Times City.

Doanh thu từ mảng thương mại tăng 28% so với cùng kỳ do Mega Mall Royal City đã đưa vào hoạt động vào tháng 7 năm 2013 (tỷ lệ lấp đầy trung bình hiện tại đạt 80% với giá thuê là 25 USD/m²/tháng) và Vincom Mega Mall Times City vào tháng 12 năm 2013 (tỷ lệ lấp đầy trung bình hiện tại đạt 80% với giá thuê là 22 USD/m²/tháng).

Hoạt động du lịch, khách sạn vui chơi giải trí ghi nhận doanh thu tăng 35% so với cùng kỳ nhờ vào kết quả kinh doanh tốt của Vinpearl Land Royal City và Thủy cung Vinpearl Land tại Times City.

Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của VIC giảm 45% so với cùng kỳ, chỉ đạt 2.217 tỷ đồng (105 triệu USD) trong 6T2014. Sự sụt giảm do VIC thu về 4.980 tỷ đồng (237 triệu USD) doanh thu tài chính từ hoạt động chuyển nhượng cổ phần Vincom Center A trong quý 2 năm 2013. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường này thì lợi nhuận trước thuế của VIC tăng 498% so với cùng kỳ. Ngoài ra, chi phí tài chính tăng 64% so với cùng kỳ do tăng nợ vay và lỗ 230 tỷ đồng (10,8 triệu USD) từ thanh lý các khoản đầu tư của công ty con (CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng).

Trong nửa đầu năm 2014, VIC đã hoàn thành 55,5% kế hoạch doanh thu (25.000 tỷ đồng hoặc 1,2 triệu USD) và 49,3% kế hoạch lợi nhuận (4.500 tỷ đồng hoặc 212 triệu USD).

CẬP NHẬT CÁC DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM

Vinhomes Central Park (tên cũ là Vinhomes Tân Cảng)

Vinhomes Central Park tọa lạc trên đường Nguyễn Hữu Cảnh, phường 22, quận Bình Thạnh, thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM). Dự án này có tổng diện tích 43 ha, mật độ xây dựng là 23%, công viên cây xanh trải dài 13,8 ha, có điều kiện giao thông thuận lợi với tuyến đường bộ, tuyến đường sắt đô thị Metro 1 (Cổng số 5) và đường thủy. Quy mô dân số tối đa đạt 16.000 người. Theo thiết kế hiện tại, VIC sẽ xây dựng 20 tòa tháp (bao gồm tòa Landmark Tower cao 81 tầng, cao nhất tại Việt Nam ; với chức năng văn phòng, văn phòng-khách sạn và căn hộ dịch vụ sẽ hoàn thành trong năm 2018-2019). Với hai giải thưởng quan trọng trong năm 2013, "Chủ đầu tư tốt nhất", "Chủ đầu tư biệt thự tốt nhất", Vingroup đã khẳng định vị thế tiên phong trong thị trường bất động sản cao cấp tại Việt Nam.



Loại	Diện tích sàn (m ²)
Căn hộ (10.000 căn)	1.056.360
Biệt thự (119 căn)	109.224
Dịch vụ căn hộ	151.108
Trung tâm, công ty giải trí	123.000
Vinmec	12.611
Vinschool	34.838
Tổng cộng	1.487.141
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	30.000
Chi phí GPMB, đất (tỷ đồng)	7.000-8.000
Tỷ lệ sở hữu của VIC	60%

Nguồn: Dữ liệu công ty

VIC dự tính mở bán các căn hộ và biệt thự vào tháng 12 năm 2014 (thời gian xây dựng và bàn giao là 12-18 tháng cho biệt thự và 2-2,5 năm cho căn hộ). Tổng vốn đầu tư ước tính là 30.000 tỷ đồng. Theo kế hoạch, VIC có thể ghi nhận doanh thu từ khu biệt thự, Vinmec và Vinschool từ quý 4 năm 2015 và căn hộ từ cuối năm 2016.

Để giải quyết vấn đề lớn nhất tại dự án này (ngập lụt), VIC sẽ thực hiện dự án BT (xây dựng-chuyển giao) để nâng cấp mặt đường Nguyễn Hữu Cảnh (cao 1 mét và dài 3 km). VIC cũng sẽ nâng cao 0,3 mét mặt đường tại các khu đất thấp thuộc dự án để đề phòng thủy triều dâng cao.

Trong 6 tháng tới, chúng tôi tin rằng dòng tiền hoạt động kinh doanh từ các dự án nhà ở, thương mại và du lịch hiện tại sẽ giúp VIC đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án tương lai. Trong dài hạn, chúng tôi lạc quan về khả năng vay vốn của VIC do công ty có năng lực tiếp cận thị trường trái phiếu và trái phiếu chuyển đổi quốc tế.

Vinhomes Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội



Loại	Diện tích sàn (m ²)
Nhà ở	54.509
Văn phòng (đã bán cho Maritime Bank)	64.375
Thương mại	51.243
Đỗ xe	53.950
Khác	2.995
Tổng cộng	223.260
Tỷ lệ sở hữu của VIC	80,4%
Mở bán	Q4/2014
Ghi nhận doanh thu	2016

Nguồn: Dữ liệu công ty

Vinhomes Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội bao gồm hai tòa tháp (một tòa căn hộ, một tòa văn phòng cho thuê) và khu thương mại từ tầng 1 đến tầng 7. Trong quý 2 năm 2014, VIC đã hoàn thành việc thương lượng để bán tòa văn phòng (64.375 m² diện tích sàn) cho bên thứ ba và nhận đặt cọc 2.400 tỷ đồng (37,2 triệu USD) đến thời điểm ngày 30 tháng 6 năm 2014. VIC hiện đã hoàn thành xây dựng 6 tầng hầm và 3 tầng bên trên; và sẽ mở bán dự án vào quý 4 năm 2014. VIC kỳ vọng dự án sẽ được hoàn thành vào năm 2016 và bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ việc chuyển nhượng tòa nhà văn phòng, cũng như phần căn hộ bán được và phần thương mại cho thuê.

Vinpearl Phú Quốc (Giai đoạn 1)



Loại	Diện tích sàn (m ²)
Khách sạn (606 phòng)	90.000
Biệt thự (hơn 30 biệt thự)	341.993
Công viên giải trí	101.700
Sân golf (sân 27 lỗ)	303.339
Tổng cộng	836.972
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	17.000
Giá vé (USD/người)	15-18
Giá thuê khách sạn (USD/đêm)	Trung bình: 177
Tỷ lệ sở hữu của VIC	100%

Nguồn: Dữ liệu công ty, VPBS dự báo

Đây là khu resort 5 sao rộng lớn và lộng lẫy nhất trên đảo Phú Quốc, bao gồm 606 phòng khách sạn, 30 biệt thự, công viên giải trí và sân golf 27 lỗ. Công suất hoạt động của Vinpearl Phú Quốc tương đương với các dự án du lịch, khách sạn và vui chơi giải trí khác đã đưa vào hoạt động (tổng cộng 769 phòng khách sạn, 39 biệt thự và sân golf 18 lỗ).

Theo báo cáo CBRE tháng 6 năm 2014, Phú Quốc với dòng nước xanh ngọc ấm áp và các bãi biển cát trắng tách biệt đã thu hút hơn 622.000 lượt du khách vào năm ngoái, nhưng vẫn chưa có khách sạn 5 sao cũng như công viên giải trí nào hoạt động tại đây. Vào ngày 24 tháng 9 năm 2014, Vietnam Airlines đã khánh thành hai đường bay mới là Phú Quốc-Singapore và Phú Quốc-Siem Reap (Cam-pu-chia), điều này sẽ giúp gia tăng đáng kể cho hoạt động du lịch của Phú Quốc trong các năm tới.



ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2014 nhờ vào thu nhập tốt hơn dự kiến của lĩnh vực thương mại (Vincom Mega Royal City và Vincom Mega Times City) và lĩnh vực du lịch, khách sạn và giải trí (Vinpearl Phú Quốc). Trong năm 2015, VIC sẽ ghi nhận doanh thu còn lại (466 triệu USD) từ ba dự án bất động sản nhà ở. Các dự án khác (Vinhomes Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội, Vinhomes Times City – giai đoạn 2 và Vinhomes Central park) đang trong quá trình xây dựng và được kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu từ năm 2016.

	VPBS dự phóng trong báo cáo lần đầu		Thay đổi dự phóng	
	2014E	2015E	2014E	2015E
LNTT (tỷ đồng)	5.359	4.082	5.731	3.728
LNST (tỷ đồng)	4.180	3.184	4.470	2.908
EPS (đồng)	2.793	2.127	2.987	1.943

Nguồn: VPBS dự đoán

Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi chỉ sử dụng mô hình giá trị tài sản ròng (NAV) để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu VIC, trong khi chỉ số P/E của các doanh nghiệp cùng ngành là quá cao và không phù hợp để sử dụng phương pháp so sánh. Mô hình NAV cho kết quả 60.800 đồng trên một cổ phiếu VIC trong 12 tháng tới dựa vào những lý do sau:

- 1) **WACC thấp hơn:** WACC của VIC giảm từ 12,1% xuống 11,7% nhờ vào sự sụt giảm mạnh của lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm (từ 7,25% xuống 5,25%) và lãi suất nợ dài hạn giảm xuống 11% từ 12%, chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ tiếp

tục giảm thêm 1% trong các tháng tới do lạm phát thấp. Ngoài ra, beta của VIC cũng như tỷ lệ nợ vay (trái chủ đã chuyển đổi 90 triệu USD, cập nhật đến ngày 26 tháng 9 năm 2014), và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng vốn đã thay đổi theo biến động của thị trường.

- 2) Dự phóng giá trị hiện tại thuần (NPV) cho Vinpearl Phú Quốc: Chúng tôi đã dự phóng giá trị NPV cho Vinpearl Phú Quốc, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội và Vincom Center Hạ Long do các dự án này bắt đầu đem về nguồn tiền cho VIC trong 12 tháng tới. Bên cạnh đó, chúng tôi thay đổi giá trị còn lại của ba dự án phức hợp (Royal City, Times City, Vinhomes Riverside) theo cập nhật tiến độ bán hàng đến tháng 7 năm 2014.
- 3) Điều chỉnh mức thặng dư cho các dự án đang triển khai: Từ năm 2004 đến nay, chúng tôi nhận thấy các hoạt động chuyển nhượng dự án của VIC thường tạo ra ít nhất 100% lợi nhuận. Tiêu biểu là Vincom Center A (trung tâm thương mại - đã bán 98.057 m²) với tỷ suất lợi nhuận 100%, Vincom Center Đồng Khởi (văn phòng - đã bán 77.694 m²) sinh lời 200% trong năm 2013. Gần đây nhất, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội (văn phòng - đã bán 65.328 m²) đã bán cho Maritime Bank trong quý 2 năm 2014 (dự kiến ghi nhận doanh thu trong năm 2016); chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ tiếp tục mang về cho VIC hơn 100% lợi nhuận cho dù dự án này vẫn đang trong quá trình xây dựng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh mức thặng dư cho các dự án đang triển khai của VIC (những dự án sẽ gia tăng dòng tiền cho VIC trong 24 tháng tới), từ 5% đến 30% tùy thuộc vào vị trí, yếu tố pháp lý và tiến độ xây dựng của từng dự án.

Trong báo cáo trước, chúng tôi chưa tính mức thặng dư cho dự án Vinhomes Central Park do thiếu thông tin. Hiện tại, dự án này đã hoàn thiện vấn đề pháp lý và đang được triển khai xây dựng. VIC dự tính mở bán các biệt thự và căn hộ tại dự án này vào quý 4 năm 2014, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ dự án này sẽ đến từ quý 2 năm 2015. Dựa trên tiến độ hiện tại, chúng tôi cộng thêm mức thặng dư 30% cho dự án này trong mô hình NAV. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng mức thặng dư là 15% cho Vincom Cần Thơ và 5% cho các dự án còn lại.

Dự án		Phương pháp định giá	NAV (triệu đồng)
Đang hoạt động	% VIC		75.447.217
Nhà ở			10.453.438
Vinhomes Royal City	98,4%	Giá trị còn lại	4.435.479
Vinhomes Times City (Giai đoạn I)	88,5%	Giá trị còn lại	3.549.259
Vinhomes Riverside (Giai đoạn I)	74,0%	Giá trị còn lại	2.468.700
Thương mại			26.738.776
Vincom Center Bà Triệu – Tháp B	99,2%	NPV	3.072.041
Vincom Center Bà Triệu – Tháp C	99,2%	NPV	1.750.396
Vincom Center Đồng Khởi	99,2%	NPV	8.115.545
Vincom Center Long Biên	99,2%	NPV	1.216.633
Vincom Mega Mall Royal City	99,2%	NPV	7.901.580
Vincom Mega Mall Times City	88,5%	NPV	3.980.510
Vincom Center Hạ Long	99,2%	NPV	702.070

Du lịch, khách sạn			31.746.522
Vinpearl Resort Nha Trang	99,9%	NPV	5.513.074
Vinpearl Luxury Nha Trang	99,9%	NPV	1.775.956
Vinpearl Luxury Đà Nẵng	99,9%	NPV	2.854.118
Vinpearl Resort Phú Quốc	99,9%	NPV	2.721.132
Vinpearl Phú Quốc	99,9%	NPV	4.559.566
Vinpearl Land & Golf Nha Trang	100,0%	NPV	6.882.419
Vinpearl Royal City	99,9%	NPV	5.258.647
Vinpearl Times City	99,2%	NPV	2.181.609
Khác			6.508.481
Vinschool	100,0%	NPV	905.861
Vinmec	86,3%	NPV	5.602.619
Đang thực hiện			35.249.261
Nhà ở và Thương mại			24.856.842
Vinhomes Times City (Giai đoạn II)	88,5%	Giá trị còn lại	9.180.261
Vinhomes Riverside (Giai đoạn II)	94,0%	Chi phí+Thặng dư	676.495
Vinhomes Central Park (Tân Cảng)	60,0%	Chi phí+Thặng dư	7.136.782
Vincom Nguyễn Chí Thanh	80,4%	NPV	3.639.775
Vincom Green City	49,0%	Chi phí+Thặng dư	1.927.573
Vincom Hưng Yên	100,0%	Chi phí+Thặng dư	1.148.171
Vincom Cần Thơ	100,0%	Chi phí+Thặng dư	575.562
Vincom Soap - Tobacco (Xavinco)	96,4%	Chi phí+Thặng dư	463.252
Vincom Hồ Tây	70,0%	Chi phí	75.966
Vincom Hải Phòng	99,2%	Chi phí	33.005
Du lịch, khách sạn			1.129.565
Vinpearl Quy Nhơn	97,9%	Chi phí	391.286
Làng Vân	100,0%	Chi phí	231.266
Vinpearl Hòn Một	83,6%	Chi phí	174.819
Tây Hồ View	69,9%	Chi phí	137.146
Vinpearl Villas Ngũ Hành Sơn (FPI)	99,9%	Chi phí	89.908
Vinpearl Resort Hội An	100,0%	Chi phí	77.885
Vinpearl Villas Hòn Tre	90,0%	Chi phí	27.256
Các dự án khác		Chi phí	9.262.854
Giá trị tài sản gộp			110.696.478
Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn (30/6/2014)			13.064.598
Nợ vay (không bao gồm trái phiếu đã chuyển đổi)			30.863.511
Lợi ích cổ đông thiểu số (30/6/2014)			6.517.739
NAV			86.379.827
Số lượng cổ phiếu			1.421.651.001
NAV (đồng/cổ phiếu)			60.800

Diễn biến giá

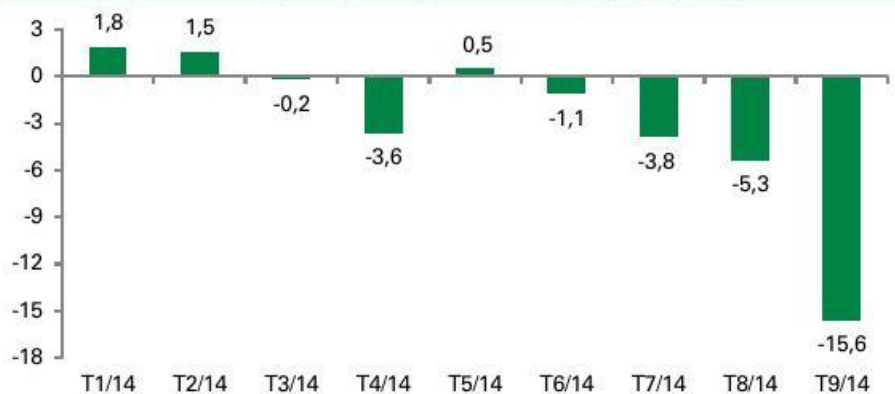


Trong báo cáo cập nhật ngày 4/6/2014, chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 52.200 đồng/cổ phiếu (sau khi pha loãng), nhưng trong tháng 7/2014, giá cổ phiếu VIC gần đạt giá mục tiêu trên nên chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang NẪM GIỮ. Giá cổ phiếu tiếp tục tăng nhẹ lên mức giá đóng cửa 58.500 đồng vào ngày 29/8/2014 (tăng 39% so với giá đóng cửa ngày 4/6/2014). VIC giảm xuống mức 48.000 đồng vào ngày 30/9/2014 do ảnh hưởng của việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi. Cho đến nay, hơn 90 triệu USD trái phiếu đã được chuyển đổi với mức giá chuyển đổi là 39.000 đồng.

Số lượng cổ phiếu (tính đến 29/9/2014)

Trước pha loãng (tính đến 31/12/2013)	929.638.512
Trái phiếu chuyển đổi (từ 1/1/2014 đến 29/9/2014)	39.281.266
Cổ tức bằng cổ phiếu (48,7% mệnh giá, 28/8/2014)	452.731.223
Tổng cộng (cp)	1.421.651.001

Khối lượng mua ròng hàng tháng từ khối ngoại (triệu cp)



Nguồn: Dữ liệu công ty, HSX, Bloomberg

Rủi ro

- Rủi ro pha loãng (cổ đông hiện tại chốt lời và các trái chủ chuyển đổi sang cổ phiếu nhiều hơn).
- Warburg Pincus and Credit Suisse sẽ chuyển đổi cổ phần tại Vincom Retail (20%) sang cổ phiếu của VIC nhưng không vượt quá 6% cổ phần của Vingroup.
- Chi phí xây dựng cao hơn dự kiến do các vùng đất thấp và vấn đề ngập lụt.
- Chi phí vốn cao hơn dự kiến cho các dự án tương lai.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Giá cổ phiếu VIC bắt đầu giảm từ ngày 27/8 sau khi đạt đỉnh 60.000 đồng/cổ phiếu. VIC đang được giao dịch trong xu hướng giảm kể từ khi phá vỡ mức hỗ trợ của MA50 tại 52.500.

Sau khi kiểm tra ngưỡng hỗ trợ dài hạn tạo bởi đường MA100 và MA200 ngày tại mức giá 47.500-48.000 đồng, giá cổ phiếu VIC đã phục hồi trở lại trong năm phiên gần đây. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng cổ phiếu VIC sẽ tiếp tục tăng điểm vượt qua đường MA50 ngày, nằm tại 52.500 và hướng tới vùng 55.000.

Do đó, chúng tôi đề nghị **NĂM GIỮ** đối với VIC tại thời điểm phát hành báo cáo.

Tại ngày 6/10/2014	VIC (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3-6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	60.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	41.200
MA50 ngày hiện tại	52.500
MA100 ngày hiện tại	48.000
Kháng cự trung hạn	54.000
Hỗ trợ trung hạn	48.000
Khuyến nghị	NĂM GIỮ



BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
Doanh thu	3.873	2.314	7.904	18.378	24.424	17.181
<i>% tăng trưởng</i>	96,2%	-40,3%	241,6%	132,5%	32,9%	-29,7%
Giá vốn hàng bán	927	1.306	4.092	11.347	14.933	10.093
Lợi nhuận gộp	2.946	1.008	3.812	7.031	9.491	7.088
Chi phí bán hàng	269	544	1.186	1.916	2.040	1.551
EBIT	2.677	463	2.627	5.114	7.451	5.537
Khấu hao	71	199	474	590	1.728	2.000
EBITDA	2.748	663	3.101	5.704	9.179	7.537
Doanh thu tài chính	1.280	1.687	1.178	6.436	1.437	1.437
Chi phí tài chính	987	905	1.241	1.944	3.246	3.246
Lợi nhuận khác	108	29	74	79	89	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	66	197	17	55	-	-
EBT	3.143	1.471	2.655	9.740	5.731	3.728
Thuế	711	398	808	2.591	1.261	820
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	22,6%	27,0%	30,4%	26,6%	22,0%	22,0%
Lợi nhuận sau thuế	2.432	1.074	1.847	7.149	4.470	2.908
Lợi ích của cổ đông thiểu số	125	252	275	370	224	145
LNST cổ đông công ty mẹ	2.307	821	1.571	6.780	4.247	2.763
<i>Biên LN ròng</i>	59,6%	35,5%	19,9%	36,9%	17,4%	16,1%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.819	1.256	1.715	7.896	2.987	1.943

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
Tài sản ngắn hạn						
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.515	1.232	1.617	7.534	6.407	5.204
Các khoản đầu tư ngắn hạn	3.819	4.175	3.865	5.513	6.113	6.113
Các khoản phải thu	2.606	1.095	1.215	876	1.204	1.325
Hàng tồn kho	2.264	9.282	17.785	18.914	14.185	15.604
Tài sản ngắn hạn khác	3.123	4.256	4.315	7.008	12.010	12.010
Tổng tài sản ngắn hạn	13.326	20.039	28.796	39.845	39.919	40.255
Tài sản dài hạn						
Tài sản cố định	4.714	6.509	10.748	11.724	18.388	18.477
Các khoản đầu tư dài hạn	3.855	2.069	3.164	4.532	5.439	5.439
Lợi thế thương mại	243	2.265	5.323	4.804	4.804	4.804
Tài sản dài hạn khác	4.008	4.630	7.794	14.868	17.841	18.733
Tổng tài sản dài hạn	12.820	15.473	27.029	35.928	46.471	47.453
Tổng tài sản	26.147	35.513	55.825	75.773	86.391	87.709
Nợ ngắn hạn						
Các khoản phải trả	113	539	1.704	1.159	1.473	1.106
Vay nợ ngắn hạn	294	4.625	3.066	3.023	4.885	3.436
Nợ ngắn hạn khác	4.843	16.466	20.874	22.493	19.119	18.163
Tổng nợ ngắn hạn	5.250	21.630	25.644	26.675	25.477	22.705
Nợ dài hạn						
Vay nợ dài hạn	11.190	5.409	18.763	24.360	28.067	28.067
Nợ dài hạn khác	153	221	545	6.121	6.121	6.121
Tổng nợ dài hạn	11.343	5.630	19.307	30.481	34.187	34.187
Tổng nợ phải trả	16.593	27.260	44.951	57.156	59.664	56.893
Vốn chủ sở hữu						
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	5.249	6.307	10.979	11.078	15.608	15.608
Lợi nhuận chưa phân phối	2.310	907	962	7.728	7.445	10.207
Cổ phiếu quỹ	(720)	(720)	(1.398)	(4.352)	(2.975)	(2.975)
Vốn khác	5	8	13	18	18	18
Tổng vốn chủ sở hữu	6.843	6.501	10.557	14.472	20.095	22.858
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.711	1.751	317	4.145	6.632	7.958
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.147	35.513	55.825	75.773	86.391	87.709

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(39)	3.298	(3.051)	9.284	2.964	1.925
LCTT từ hoạt động đầu tư	(5.567)	(1.392)	(4.204)	(8.892)	(17.000)	(9.079)
LCTT từ hoạt động tài chính	5.694	(2.189)	7.640	5.526	12.595	6.236
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	88	(283)	385	5.917	(1.440)	(918)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	(548)	1.515	1.232	1.617	7.534	6.094
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	(459)	1.232	1.617	7.534	6.094	5.176

Phân tích các chỉ số	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
Chỉ số sinh lời						
Biên LN gộp	76,1%	43,5%	48,2%	38,3%	38,9%	41,3%
Biên EBITDA	71,0%	28,6%	39,2%	31,0%	37,6%	43,9%
Biên LN hoạt động	69,1%	20,0%	33,2%	27,8%	30,5%	32,2%
Biên LN ròng	59,6%	35,5%	19,9%	36,9%	17,4%	16,1%
Tỷ số LN/tổng tài sản	9,3%	3,5%	4,0%	10,9%	5,5%	3,3%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	33,7%	12,3%	18,4%	54,2%	24,6%	12,9%
Chỉ số đòn bẩy						
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	2,7x	0,5x	2,1x	2,6x	2,3x	1,7x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA (EBITDA / (I + capex))	0,4x	0,3x	0,6x	0,5x	0,5x	0,6x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	62,7%	60,7%	67,4%	65,4%	62,1%	58,0%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	167,8%	154,3%	206,8%	189,2%	164,0%	137,8%
Chỉ số thanh khoản						
Hệ số vòng quay tài sản	0,1x	0,1x	0,2x	0,3x	0,3x	0,2x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	1,5	1,3	6,8	17,6	23,5	13,6
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	8,2	4,0	3,6	7,9	11,3	7,8
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	1,3	0,2	0,3	0,4	0,6	0,5
Hệ số thanh toán hiện hành	2,5x	0,9x	1,1x	1,5x	1,6x	1,8x
Hệ số thanh toán nhanh	2,1x	0,5x	0,4x	0,8x	1,0x	1,1x

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Quang Minh

Chuyên viên phân tích
minhmq@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418