

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 29 tháng 11 năm 2016

Chuyên viên phân tích

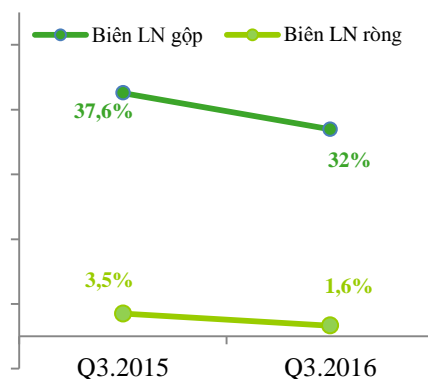
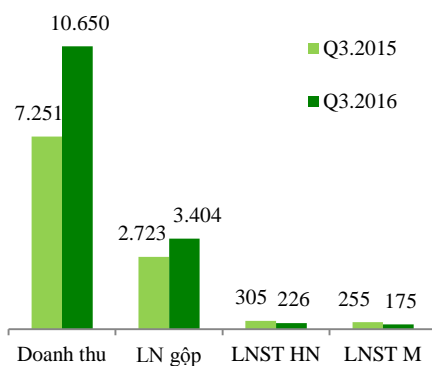
Mạc Đình Tuấn

mdtuan@vcbs.com.vn

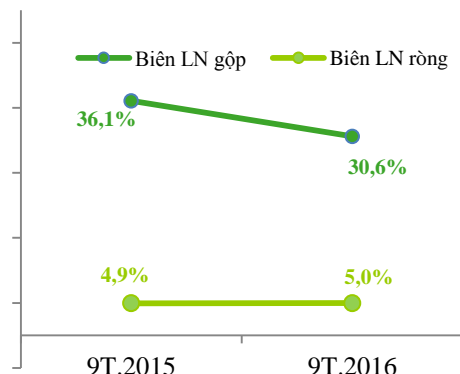
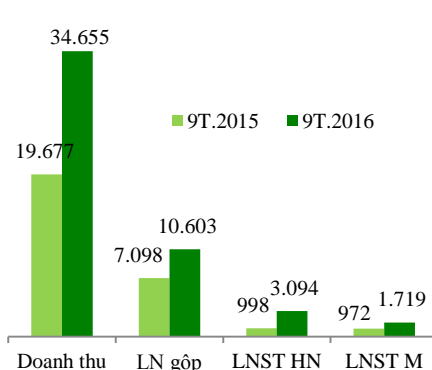
+84-4 3936 6425 ext 121

CẬP NHẬT KQKD Q3.2016 VÀ 9T.2016

Quý 3.2016, VIC có doanh thu thuần tăng lên 10.650 tỷ đồng (+46,9% yoy), nhưng LNST hợp nhất giảm mạnh xuống 226 tỷ đồng (-26% yoy). Một số điểm quan trọng là: (1) Q3 không có ghi nhận khoản lợi nhuận khác từ chuyển nhượng dự án. (2) Biên LNG tăng trở lại so với 6T đầu năm do mảng bất động sản có biên LNG cao hơn. (3) Mảng bất động sản vẫn là mảng đóng góp chính, chiếm tỷ trọng 67,6 % LNG với 2.439 tỷ đồng. (4) Mảng khách sạn giải trí ghi nhận sự tăng trưởng cao nhất khi đạt 1.278 tỷ đồng (+119% yoy) và không còn lỗ gộp như 6T đầu năm.



Lũy kế 9T.2016, VIC có kết quả kinh doanh tăng cao so với cùng kỳ, DTT đạt 34.655 tỷ đồng (+76,1% yoy, hoàn thành 77% KH) và LNST hợp nhất đạt 3.094 tỷ đồng (+210% yoy, hoàn thành 103% KH), LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt mức tăng trưởng thấp với 1.719 tỷ đồng (+76,8% yoy) do phần lớn lợi nhuận đến từ mảng chuyển nhượng bất động sản tại các dự án VIC sở hữu với tỷ lệ thấp (Central Park, Vinpearl Phú Quốc) và lãi chuyển nhượng dự án StarCity trong Quý 2.

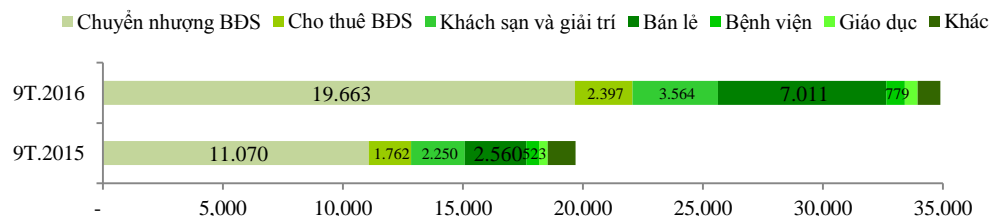


Biên LN gộp chung giảm mạnh xuống 30,6% (9T.2015 đạt mức 36,1%), nguyên nhân do (1) tỷ trọng doanh thu mảng bán lẻ tăng gấp đôi so với cùng kỳ với 20,2% tổng doanh thu - trong khi mảng này có biên LN gộp thấp nhất trong các mảng kinh doanh với 9,9% trong

9T.2016 và (2) mảng khách sạn giải trí có kết quả kém với LNG 13,7 tỷ đồng, tương đương biên LN gộp 0,4% (9T.2015 đạt mức 27,9%) do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc tạm thời đóng cửa để sửa chữa của Vinpearl Nha Trang trong Q2 và các dự án mới đưa vào vận hành có công suất sử dụng chưa cao kèm theo chi phí khuyến mại và vận hành lớn trong gian đoạn đầu (Hạ Long, Phú Quốc, Nha Trang).

Xét theo từng mảng kinh doanh trong 9T.2016, mảng bất động sản duy trì vị thế dẫn đầu với 19.663 tỷ đồng (chiếm 77,6% tổng DT) với biên LNG 41,3%. VIC đồng thời ghi nhận kết quả bán hàng khả quan so với cùng kỳ năm trước khi có doanh số bán ra trong 9T là hơn 11.000 căn hộ, shophouse, nhà liền kề và villas.

Mảng Bán lẻ có mức tăng trưởng nhanh nhất với DT 7.011 tỷ đồng (+174% yoy) và đạt tỷ trọng 20,2% tổng doanh thu, tốc độ tăng trưởng của mảng kinh doanh này có dấu hiệu chậm lại trong Q3.2016 khi VIC điều chỉnh chính sách vận hành khi đã đóng cửa một số cửa hàng Vinmart+ và Vinpro+ không hiệu quả. Tính đến cuối Q3.2016, hệ thống bán lẻ của VIC đã đạt tổng 924 cửa hàng, bao gồm: 50 siêu thị Vinmart, 802 cửa hàng Vinmart+, 19 cửa hàng Vinpro và 53 cửa hàng VinDS. Mảng kinh doanh này mặc dù có biên LNG 9,9% nhưng vẫn tiếp tục ghi nhận khoản lỗ trước thuế lên đến 1.917 tỷ đồng cho thấy các chi phí liên quan của mảng kinh doanh này vẫn chưa đạt hiệu quả.



Trong 9T.2016, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của VIC vẫn tích cực do dòng tiền từ người mua nhà trả trước vẫn tiếp tục tăng mạnh. Cuối Q3.2016, Hệ số nợ/TTS tăng nhẹ lên mức 75,8%, tuy nhiên Tỷ lệ nợ vay chịu lãi/TTS chỉ ở mức 25,8% do một phần lớn nợ phải trả là các khoản người mua nhà trả tiền trước (59 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, trong tổng nợ vay chịu lãi gần 45 nghìn tỷ đồng thì nợ vay dài hạn chiếm tỷ trọng chủ yếu với 40 nghìn tỷ đồng với phần lớn là trái phiếu phát hành cho các ngân hàng thương mại trong nước, trái phiếu quốc tế (25 nghìn tỷ đồng) và khoản vay hợp vốn quốc tế 300 triệu USD mới phát sinh trong đầu năm 2016 (tương đương 6,46 nghìn tỷ đồng).

TRIỂN VỌNG 2016 VÀ 2017

Năm 2016

Chúng tôi lặp lại dự báo DTT 2016 ước đạt 47.910 tỷ đồng (+41% yoy), LNST hợp nhất 4.000 tỷ đồng (+167% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.500 tỷ đồng (+106% yoy), tương đương EPS forward 2016 là 948 đồng/cp (*Năm 2016, VIC đặt kế hoạch kinh doanh với 45.000 tỷ đồng DT và 3.000 tỷ đồng LNST hợp nhất*). Trong đó, mảng chuyển nhượng bất động sản đóng góp chủ yếu và có hiệu quả nhất, mặc dù mảng bán lẻ và khách sạn có mức lỗ làm giảm hiệu quả kinh doanh chung, cụ thể như sau:

Mảng chuyển nhượng BĐS có thể đạt DT 26.264 tỷ đồng (+24% yoy). Các dự án có triển vọng bàn giao và hạch toán doanh thu nhiều nhất là Vinpearl Villas, Central Park, Park Hill (Times City), Nguyễn Chí Thanh, Gardenia và Shophouse Hải Phòng, Cần Thơ.

Mảng cho thuê BĐS đạt tổng diện tích lên đến gần 100 nghìn m2 (+11,7% yoy) cùng với 27 TTTM tại thời điểm cuối Q3.2016, doanh thu ước đạt 3.168 tỷ đồng (+19,3% yoy).

Mảng khách sạn giải trí tăng trưởng mạnh lên 5.024 tỷ đồng (+76,4% yoy) với số phòng tăng lên trên 5.000 phòng tại 8 khu nghỉ dưỡng. Biên LN gộp giảm mạnh do các dự án mới đưa vào vận hành có công suất sử dụng chưa cao (tỷ lệ lấp đầy 50%).

Mảng bán lẻ có tốc độ tăng trưởng chậm lại khi VIC chuyển chiến lược mở rộng sang tăng cường hiệu quả hoạt động của hệ thống hiện tại. DTT 2016 ước đạt 10.000 tỷ đồng (+131,9% yoy), mảng này nhiều khả năng ghi nhận lỗ trước thuế khoảng 2.500 tỷ đồng.

Dịch vụ y tế và giáo dục: Vinmec sẽ có 5 bệnh viện, 2 phòng khám tại Hà Nội, HCM, Phú Quốc, Nha Trang và Hạ Long. Vinschool đã trở thành hệ thống giáo dục tư nhân lớn nhất nước với hơn 13.000 học sinh. DTT 2016 của dịch vụ y tế và giáo dục có thể lần lượt đạt 1.000 tỷ đồng và 750 tỷ đồng.

Năm 2017

Đối với triển vọng kinh doanh năm 2017, chúng tôi dự báo DTT 2016 ước đạt 60.018 tỷ đồng (+25,27% yoy), LNST hợp nhất 4.500 tỷ đồng (+12,5% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 3.000 tỷ đồng (+20% yoy), tương đương EPS cơ bản 1.137 đồng/cp, dựa trên các giả định như sau: (1) tăng trưởng 25% đối với các mảng chuyển nhượng BĐS, cho thuê BĐS, Y tế và giáo dục do các dịch vụ này có mối quan hệ liên kết với nhau; (2) tăng trưởng 30% đối với mảng khách sạn giải trí và mảng bán lẻ khi Vingroup thay đổi chiến lược từ mở rộng nhanh sang tăng cường hiệu quả vận hành, cụ thể như sau:

Mảng chuyển nhượng BĐS có thể đạt 32.830 tỷ đồng (+25% yoy). Các dự án có triển vọng bàn giao và hạch toán doanh thu nhiều nhất là Central Park, Park Hill (Times City), Vinpearl Villas, Gardenia. Biên LN có khả năng sẽ duy trì trong khoảng 35-40%.

Mảng cho thuê BĐS: tại thời điểm cuối Q3.2016 có tổng 27 TTTM, cuối năm 2017 VIC có thể đạt tổng diện tích lên đến 115 nghìn m2 (+15% yoy) với 5-7 TTTM khai trương mới tại các thành phố lớn để đạt mục tiêu 42 TTTM vào năm 2018. Năm 2017, DTT ước tính đạt 3.960 tỷ đồng (+25% yoy). Biên LNG dự kiến sẽ ổn định do tỷ lệ lấp đầy tại các dự án tại thành phố lớn là trên 90% và tại các tỉnh là trên mức 80%.

Mảng khách sạn giải trí giữ vững vị thế đầu ngành và có triển vọng đạt doanh thu tăng trưởng mạnh với 6.532 tỷ đồng (+30% yoy) với số lượng phòng đưa vào khai thác mới có thể tăng lên 6.000 phòng với 11 khu nghỉ dưỡng và biệt thự biển cuối năm 2017. Biên LNG được kỳ vọng hồi phục khi tỷ lệ lấp đầy sẽ đạt mức trên 55% (so với 50% năm 2016). Do vậy, mảng hoạt động này dự kiến sẽ đạt điểm hòa vốn vào năm 2017 và sẽ có lãi trở lại từ năm 2018.

Mảng bán lẻ có tốc độ tăng trưởng chậm lại do VIC điều chỉnh chiến lược từ tăng quy mô mở mới sang tăng cường hiệu quả hoạt động của hệ thống hiện tại. DTT 2017 ước tính đạt 13.000 tỷ đồng (+30% yoy). Biên LN có thể duy trì quanh mức 11%, chúng tôi kỳ vọng hiệu quả kinh doanh được cải thiện và khoản lỗ trước thuế có thể giảm xuống dưới 2.000 tỷ đồng.

Dịch vụ y tế và giáo dục gắn liền với các dự án mới đi vào hoạt động sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định. DTT 2016 của dịch vụ y tế và giáo dục ước tính lần lượt đạt 1.343 tỷ đồng (+25% yoy) và 929 tỷ đồng (+25% yoy). Từ năm 2017, Vinmec và Vinschool chuyển sang mô hình phi lợi nhuận khi cam kết tái đầu tư 100% lợi nhuận và không thu hồi hơn 4.000 tỷ VND đã đầu tư. Chúng tôi đánh giá việc chuyển đổi mô hình phi lợi nhuận sẽ góp phần đẩy mạnh hơn tốc độ phát triển của 2 mảng này do vậy sẽ góp phần tăng giá trị các sản phẩm và dịch vụ khác (đặc biệt đối với sản phẩm Vinhomes) trong cùng hệ sinh thái. Ngoài ra, việc chuyển đổi này sẽ ảnh hưởng không nhiều đến lợi ích của cổ đông khi hai hoạt động này vẫn trong quá trình đầu tư mới và chưa có nhiều lợi nhuận, kết quả theo mảng kinh doanh cho thấy tổng thu nhập trước thuế của 2 mảng này trong năm 2015 lỗ 2,8 tỷ đồng và 9T.2016 lỗ 78,8 tỷ đồng.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Vingroup là doanh nghiệp đầu ngành trong hầu hết các mảng kinh doanh chính như: chuyển nhượng bất động sản, cho thuê bất động sản và khách sạn giải trí. Triển vọng phát triển dài hạn được đảm bảo khi VIC liên tục phát triển và tích lũy được các dự án bất động sản mới có quy mô lớn với vị trí đẹp tại các thành phố lớn. VIC cũng có kết quả bán hàng ấn tượng sẽ là cơ sở VIC hạch toán doanh thu trong những năm tới, cụ thể: năm 2015 đã bán 14.000 căn hộ, biệt thự và nhà phố, trong 9T.2016 doanh số bán hàng là hơn 11.000 căn hộ, biệt thự và nhà phố.

Năm 2016 VIC sẽ vượt kế hoạch kinh doanh do đóng góp lớn của mảng bất động sản mặc dù mảng bán lẻ chưa đạt hiệu quả và bào mòn một phần lớn kết quả lợi nhuận. Chúng tôi lập lại dự báo DTT 2016 ước đạt 47.910 tỷ đồng (+41% yoy), LNST hợp nhất 4.000 tỷ đồng (+167% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.500 tỷ đồng (+106% yoy), tương đương EPS forward 2016 là 948 đồng/cp

Đối với triển vọng kinh doanh năm 2017, chúng tôi dự báo DTT 2016 ước đạt 60.018 tỷ đồng (+25,27% yoy), LNST hợp nhất 4.500 tỷ đồng (+12,5% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 3.000 tỷ đồng (+20% yoy), tương đương EPS cơ bản 1.137 đồng/cp, dựa trên các giả định như sau: (1) tăng trưởng 25% đối với các mảng chuyển nhượng BĐS, cho thuê BĐS, Y tế và giáo dục do các dịch vụ này có mối quan hệ liên kết với nhau; (2) tăng trưởng 30% đối với mảng khách sạn giải trí và mảng bán lẻ khi Vingroup thay đổi chiến lược từ mở rộng nhanh sang tăng cường hiệu quả vận hành.

Với EPS forward 2017 là 1.137 đồng/CP, tương ứng P/E forward là 36,9 lần, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành và toàn thị trường. Tuy nhiên, theo phương pháp NAV, giá trị hợp lý ước tính của VIC đạt khoảng 44.897 đồng/CP (tương đương với giá trị định giá 55.000 đồng/CP trước khi chia thưởng cổ phiếu 22,5%). Trên cơ sở VIC là doanh nghiệp đầu ngành tại nhiều mảng kinh doanh có triển vọng tăng trưởng ổn định cùng với quỹ đất lớn cho mục tiêu phát triển dài hạn, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VIC.

Chia sẻ cơ hội đầu tư

TRÁI PHIẾU CTCP MASAN

Đặc điểm của Trái phiếu

- Tổng giá trị bán thứ cấp: 70 tỷ đồng
- Kỳ hạn: 2 năm (09/2016 - 09/2018)
- Lãi suất cố định: 9,0%/năm
- Kỳ trả lãi: 6 tháng/lần

Tính hấp dẫn của Trái phiếu

- VCBS là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu: luôn đảm bảo mua lại tối đa 40 tỷ đồng trái phiếu đang lưu hành tại bất kỳ thời điểm nào sau ngày phát hành
- Cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn hàng đầu Việt Nam mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.
- Hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm nhưng giảm thiểu rủi ro.

Tài sản bảo đảm của Trái phiếu

- TSBĐ luôn phải bảo đảm duy trì = 200% tổng giá trị Trái phiếu lưu hành
- TSBĐ là hơn 6 triệu cổ phiếu MSN niêm yết, có thanh khoản tốt, được phong tỏa 2 lần tại VCBS và VSD
- Đại lý quản lý TSBĐ: Vietcombank CN Thăng Long
- TSBĐ bổ sung (nếu có): bằng cổ phiếu MSN và bằng tiền

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Chuyên viên Phân tích cao cấp

mdtuan@vcbs.com.vn