



Cập nhật VIC – MUA

Ngày 21/12/2017



Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VIC

Bất động sản

Giá hiện tại (VND) 73.500

Giá mục tiêu (VND) 85.607

Tỷ lệ tăng giá 16,5%

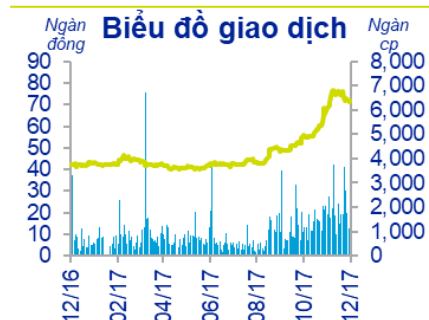
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 16,5%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	75,0	3,6	51,0	74,1
Tương đối	27,9	-4,1	31,8	27,5

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập đoàn Đầu tư VN	33,37%
Phạm Nhật Vượng (Chủ tịch)	27,45%

Thông kê 20/12/17

Mã Bloomberg VIC VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 39.650 – 81.600

SL lưu hành (triệu cp) 2.638

Vốn hóa (tỷ đồng) 193.872

Vốn hóa (triệu USD) 8.522

Room khối ngoại còn lại (%) 19

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 49

KLGD TB 3 tháng (cp) 1.432.820

VND/USD 22.750

Index: VNIndex / HNX 953,51/113,95

TẬP ĐOÀN VINGROUP - CTCP (VIC VN)

Nâng giá mục tiêu do có thêm nhiều dự án Vinhomes và VinCity, giá thị trường của Vincom Retail và định giá của Vinpearl tăng lên. Chúng tôi đánh giá cao Vinhomes, VinCity và Vincom Retail cũng như tin vào sự phục hồi của Vinpearl nhưng vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với Vincommerce và Vinfast.

Tăng trưởng mạnh trong Q3/2017 nhưng KQKD 9T2017 không tốt lắm

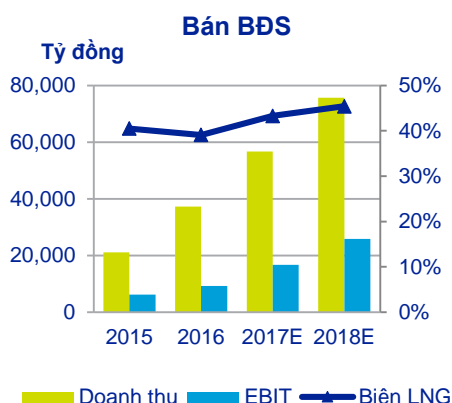
Vingroup tăng trưởng gấp đôi trong Q3/2017 so với cùng kỳ năm trước với doanh thu thuần đạt gần 22.000 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 393 tỷ đồng nhờ doanh thu Vinhomes và Vincommerce tăng mạnh, lãi từ tiền gửi và lợi nhuận từ việc bán các khoản đầu tư tăng.

Trong 9T2017, mặc dù doanh thu thuần tăng 65% n/n đạt hơn 57.000 tỷ đồng nhưng LNST giảm 11% n/n còn 2.800 tỷ đồng chủ yếu do chi phí lãi vay và chi phí hoạt động tăng cao để hỗ trợ cho sự mở rộng của tất cả các phân khúc cũng như thuế suất thực tế cao hơn (44% so với 32%). Nhìn chung, trong 9T2017, VIC hoàn thành 72% kế hoạch doanh thu và 92% kế hoạch lợi nhuận.

Vinhomes: Số lượng bán hàng thấp hơn nhưng giá trị bán hàng cao hơn trong 9T2017

Do Vingroup cần nhiều thời gian trong năm 2017 để chuẩn bị cho việc mở bán dòng sản phẩm VinCity nên chỉ có 3 dự án mới được mở bán trong 9 tháng đầu năm 2017 (Vinhomy The Harmony ở Hà Nội, Vinhomes Imperia ở Hải Phòng và Vinhomes Bắc Ninh ở Bắc Ninh) so với 24 dự án vào năm 2016. Do đó, số lượng bán hàng trong 9T2017 giảm 24% n/n, xuống 9.100 căn với tổng giá trị 50.000 tỷ đồng (+6% n/n), trong đó Vinhomes Green Bay và Vinhomes Skylake là 2 dự án bán tốt nhất, chiếm 46% số lượng và 24% giá trị bán hàng.

	2014	2015	2016	2017E	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	27.724	34.048	57.614	88.058	125.238
Tăng trưởng (%)	51%	23%	69%	53%	42%
EBITDA (tỷ đồng)	9.112	7.044	8.586	16.406	23.320
Tăng trưởng (%)	60%	-23%	22%	91%	42%
LN ròng (tỷ đồng)	3.158	1.215	2.439	4.136	6.026
Tăng trưởng LN (%)	-53%	-62%	101%	70%	46%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.447	558	1.178	1.767	2.575
Tăng trưởng (%)	-31%	-71%	111%	50%	46%
ROE (%)	18%	5%	8%	10%	13%
ROIC (%)	6%	2%	4%	4%	5%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,9	2,3	3,4	2,4	2,0
EV/EBITDA (x)	23,1	29,9	23,5	12,8	9,3
PER (lần)	51,4	179,1	62,4	41,6	28,5
PBR (lần)	4,2	5,0	6,4	5,9	5,3
Cổ tức (đồng)	2.149	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3%	0%	0%	0%	0%



Vinhomes đạt mức tăng trưởng tốt trong 9T2017 với doanh thu tăng 95% n/n, đạt hơn 38.000 tỷ đồng nhờ bàn giao dự án Vinhomes Central Park và Times City Park Hill. EBIT của Vinhomes cũng tăng mạnh 80% n/n lên 10.300 tỷ đồng do biên lợi nhuận gộp được giữ ở mức ổn định khoảng 40,5%. Khoản người mua trả tiền trước liên quan đến chuyển nhượng BĐS tăng khá 29% trong 9T2017, đạt 60.300 tỷ đồng.

Chúng tôi ước tính doanh thu của Vinhomes sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng mạnh, cụ thể là 57.000 tỷ đồng (+52% n/n) năm 2017 và 76.000 tỷ đồng (+33% n/n) năm 2018 nhờ bàn giao dự án Vinhomes Central Park, Times City Hill, Gardenia, Golden River, Harmony, Imperia, Metropolis, v.v. EBIT ước tăng nhanh hơn doanh thu nhờ tăng tỷ trọng các sản phẩm thấp tầng, đẩy biên lợi nhuận gộp tăng lên. EBIT năm 2017 ước đạt 17.000 tỷ đồng (+81% n/n) và năm 2018 ước đạt 26.000 tỷ đồng (+55% n/n).

Các dự án đang và sẽ triển khai được trình bày trong bảng dưới đây. Vinhomes #3 là dự án lớn nhất của Vingroup nằm ở huyện Cần Giờ. Giá đất tại huyện này tăng rất cao trong năm 2017 nhờ dự án mới là cầu Cần Giờ 2 và Cao tốc Bến Lức – Long Thành sắp hoàn thành.

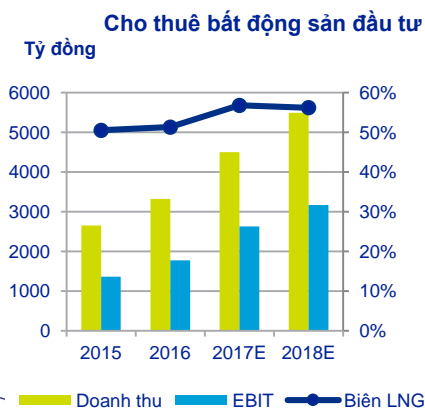
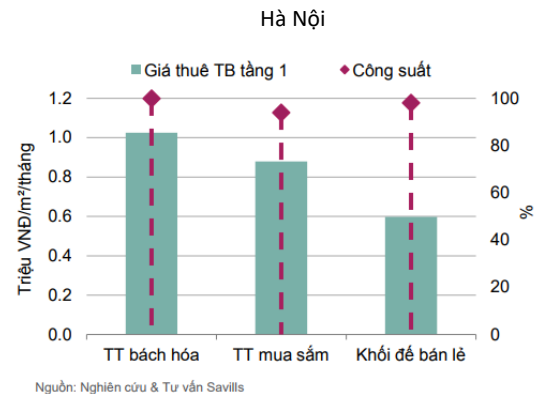
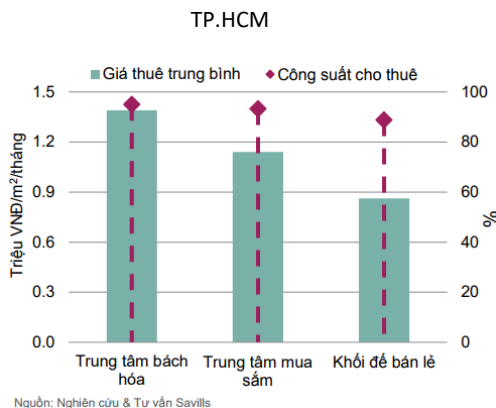
	Vị trí	TLSH	Diện tích (ha)	GFA (m ²)	Thời gian triển khai dự kiến của VIC
Dự án đang triển khai					
Vinhomes Central Park	TP.HCM	95,0%	42,4	1.700.373	2014-2018
Vinhomes Golden River	TP.HCM	63,1%	21,4	594.065	2016-2018
The Harmony	Hà Nội	100,0%	97,6	705.586	2016-2018
Vinhomes Imperia	Hải Phòng	100,0%	78,5	687.785	2016-2018
Vinhomes Green Bay	Hà Nội	98,9%	97,6	705.586	2016-2019
Vinhomes Skylake	Hà Nội	94,0%	2,3	337.958	2016-2019
Vinhomes Metropolis	Hà Nội	49,4%	3,5	478.454	2016-2018
Dự án sẽ triển khai					
Vinhomes #1	Hà Nội	96,4%	11,0	1.213.889	2017-2019
Vinhomes #2	Hà Nội	83,3%	5,9	1.023.335	2017-2020
Vinhomes #3	TP.HCM	94,1%	2,168,0	94.746.902	2018-2024
Vinhomes #4	Hà Nội	83,3%	74,2	908.719	2018-2020
Vinhomes #5	Hà Nội	83,3%	387,5	2.862.121	2019-2024
VinCity #1	Thanh Hóa	100,0%	136,0	1.507.968	2018-2020
VinCity #2	Hà Nội	39,1%	280,7	6.160.000	2018-2022
VinCity #3	TP.HCM	42,2%	312,1	6.326.000	2018-2022
VinCity #4	Hà Nội	100,0%	133,4	2.224.318	2018-2022
VinCity #5	Hà Nội	100,0%	391,5	n/a	2020-2023
VinCity #6	Hà Nội	84,0%	423,8	11.046.471	2018-2022
VinCity #7	Hưng Yên	100,0%	468,7	7.974.918	2019-2022
VinCity #8	Hải Phòng	100,0%	49,8	678.167	2019-2023
VinCity #9	Hà Tĩnh	100,0%	1,9	304.661	2018-2020

Cho thuê bất động sản đầu tư: tăng trưởng hai con số và biên lợi nhuận tăng trong 9T2017

Trong 9T2017, VIC đã khai trương 10 TTTM, đưa tổng số lên 44 với tổng diện tích sàn trên 1,2 triệu m². Tính đến 30/9/2017, tỷ lệ lấp đầy trung bình của Vincom Retail là 86%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy trung bình của Vincom Retail sẽ duy trì ở mức khoảng 90% trong năm 2017-2018 nhờ quá trình nâng cấp các TTTM (thay thế khách thuê kém hiệu quả bằng các thương hiệu thời trang giá rẻ như Zara, H&M, Bull & Bear) cũng như các vị trí tốt để mở TTTM tại Hà Nội và TP.HCM là hữu hạn.

Theo Colliers International, Vincom Retail có thị phần lớn nhất Việt Nam, đạt khoảng 60% tại Hà Nội và TP. HCM, theo sau là Aeon với 14%. Trong tương lai, VIC nhắm tới khoảng 200 TTTM với tổng diện tích sàn khoảng 2,4 triệu m² vào năm 2021, trong đó bao gồm 44 dự án đang hoạt động, 69 dự án sắp triển khai và 86 dự án đang trong quá trình nghiên cứu khả thi.

	Tỷ lệ lấp đầy trung bình	Số TTTM
Vincom Center	95%	4
Vincom Mega Mall	81%	3
Vincom Plaza	89%	29
Vincom+	67%	8
Tổng cộng	86%	44



Phân khúc có biên lợi nhuận cao nhất tiếp tục hoạt động tốt trong 9T2017, với doanh thu tăng 35% n/n, đạt 3.346 tỷ đồng và EBIT tăng 53% n/n, đạt 2.000 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp đạt 56% so với 51% của cùng kỳ năm ngoái, nhờ quá trình nâng cấp các dự án TTTM trọng điểm như Vincom Center Đồng Khởi, Vincom Center Bà Triệu và Vincom Mega Mall Royal City.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 là 4.500 tỷ đồng (+35% n/n) và EBIT đạt 2.600 tỷ đồng (+48% n/n). Trong năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 5.500 tỷ đồng (+21% n/n) và EBIT đạt 3.200 tỷ đồng (+20% n/n).

Vincommerce: biên lợi nhuận gộp tăng 1,8 điểm % q/q trong Q3/2017 nhưng chúng tôi dự phóng có thể vẫn bị lỗ đến năm 2021

Tính đến 30/9/2017, VIC có 975 cửa hàng, trong đó có 61 Vinmart, 843 Vinmart+, 32 Vinpro và 39 VinDS. Công ty đặt mục tiêu hơn 5.000 cửa hàng với hơn 3.700 triệu USD doanh thu vào năm 2021. Vingroup hiện giữ thị phần lớn nhất về diện tích các cửa hàng tiện lợi và đứng thứ hai về diện tích siêu thị/đại siêu thị.

Sau 2 năm phát triển thần tốc, Vinmart+ đã hoàn tất quá trình tái cơ trúc về vị trí mở cửa hàng, sắp xếp sản phẩm và nâng cao chất lượng dịch vụ trong năm 2017. Chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực từ việc tái cấu trúc này trong Q3/2017 với biên lợi nhuận gộp tăng 1,8 điểm lên 8,1%. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện dần từ mức đáy trong năm 2017. Tuy nhiên, do chi phí hoạt động cao trong giai đoạn đầu phát triển nên chúng tôi cho rằng Vincommerce vẫn tiếp tục thua lỗ đến năm 2021.

Trong 9T2017, Vincommerce đạt doanh thu 9.150 tỷ đồng (+35% n/n) và EBIT là âm 3.000 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp trong 9T2017 giảm xuống 7,1% từ mức 8,1% của cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu là do bút toán xóa hàng tồn kho ở các siêu thị được mua lại bắt đầu từ Q4/2016 và số khách hàng sử dụng thẻ thành viên VinID được nhận chiết khấu tăng lên. Do lượng khách hàng thân thiết đã tăng lên nên sắp tới chiết khấu dành cho các chủ thẻ VinID có thể sẽ giảm.

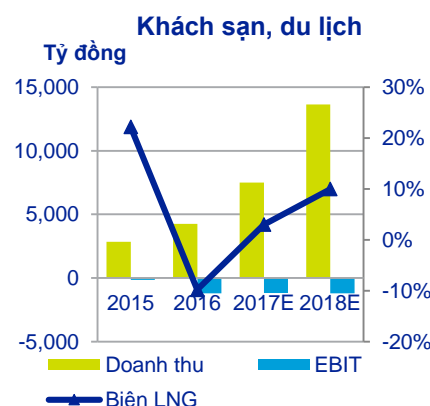
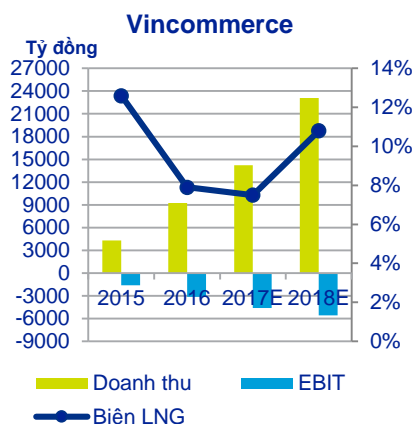
Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 14.200 tỷ đồng (+54% n/n) và EBIT ở mức âm 4.600 tỷ đồng vào năm 2017. Đối với năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 23.000 tỷ đồng (+63% n/n) và EBIT ở mức âm 5.600 tỷ đồng.

Khách sạn, du lịch và vui chơi giải trí: không còn lỗ gộp trong Q3/2017

Tháng 4/2017, VIC khai trương 7 khu nghỉ dưỡng tại Phú Quốc, Nha Trang, Đà Nẵng, Hội An, Nghệ An và Hà Tĩnh, đưa tổng số cơ sở lên 16 với 5.700 phòng và 3 sân golf. Tỷ lệ lấp đầy trung bình trong 9T2017 là 40%, giảm khoảng 10 điểm % so với 9T2016 do việc mở thêm nhiều cơ sở mới. Trong năm 2018, VIC định mở thêm 13 cơ sở mới với tổng số gần 6.600 phòng và 484 biệt thự, trong đó VinOasis Phu Quoc (GĐ 4&5) dự kiến sẽ cung cấp gần 1.400 phòng.

Mặc dù doanh thu của Vinpearl trong 9T2017 tăng 19% n/n lên 4.200 tỷ đồng nhưng EBIT vẫn bị âm 1.000 tỷ đồng, dẫn đến mức lỗ lũy kế là 2.400 tỷ đồng kể từ năm 2015 do việc mở thêm nhiều cơ sở mới và mức lương tối thiểu tăng lên 5 triệu đồng/tháng từ cuối năm 2016. Biên lợi nhuận gộp đã giảm đáng kể từ mức 22% năm 2015 xuống âm 8% trong 6T2017 chủ yếu do cam kết lợi nhuận 8-10%/năm trả cho chủ sở hữu các biệt thự biển. Tuy nhiên, trong Q3/2017, biên lợi nhuận gộp đã tăng lên 14% như kỳ vọng của chúng tôi.

Trong năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu là 7.500 tỷ đồng (+76% n/n) và EBIT là âm 1.200 tỷ đồng. Trong hai năm tới, chúng tôi ước tính Vinpearl sẽ tăng trưởng ở mức hai con số và sẽ lỗ sẽ giảm xuống từ mức cao ở năm 2017 nhờ vào việc các cơ sở mới cải



thiện tỷ lệ lấp đầy, số lượng khách du lịch quốc tế tăng và các khu nghỉ dưỡng cao cấp có bao gồm khu vui chơi giải trí tại Việt Nam còn khá ít.

Vinfast: Không bao gồm trong định giá do đang ở giai đoạn đầu phát triển

Sau lễ khởi công vào tháng 9 năm nay, Vinfast đã cung cấp thêm thông tin chi tiết về kế hoạch sản xuất và kế hoạch kinh doanh. Đối với xe máy điện, trong năm đầu tiên sản xuất (từ nửa sau năm 2018) sẽ sản xuất tối đa 300.000 chiếc và tăng lên tối đa 1.000.000 chiếc vào năm 2025. Đối với SUV 5 chỗ và SUV 7 chỗ, Vinfast dự kiến sản xuất tối đa 250.000 chiếc trong năm đầu tiên (từ Q4/2019) và tăng gấp đôi lên tối đa 500.000 chiếc vào năm 2025.

Vì Vinfast đang ở giai đoạn phát triển ban đầu nên chúng tôi không đưa vào định giá của Vingroup. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm cẩn trọng đối với phân khúc này do sự cạnh tranh gay gắt trong ngành công nghiệp ô tô, vốn bị thống trị bởi Hoa Kỳ, Nhật Bản và Châu Âu trong hơn 100 năm. Ngoài ra, do thuế nhập khẩu ô tô sẽ giảm xuống 0% vào năm 2018 và 3 nước Indonesia, Malaysia và Thái Lan chiếm ưu thế trong ngành công nghiệp ô tô ở ASEAN nên chúng tôi cho rằng Vinfast sẽ rất khó giành thị phần tại Việt Nam.

Định giá

Chúng tôi đánh giá cao Vinhomes, VinCity và Vincom Retail cũng như tin vào sự phục hồi của Vinpearl nhờ các yếu tố như thương hiệu mạnh, vị trí dự án tốt, quá trình triển khai nhanh, ... Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng với Vincommerce do cạnh tranh trong ngành này rất cao và với Vinfast do Vingroup còn thiếu lợi thế cạnh tranh và kinh nghiệm trong những lĩnh vực mới mà những yếu tố này không dễ đạt được chỉ trong vài năm. Theo phương pháp định giá từng phần, chúng tôi định giá VIC ở mức 86k đ/cp vào cuối năm 2018 và chuyển khuyến nghị từ Giữ sang Mua đối với cổ phiếu này. Giá mục tiêu này cao hơn 77% so với giá mục tiêu trước đó của chúng tôi, chủ yếu là do thêm một số dự án Vinhomes và VinCity mới, ví dụ như Vinhomes Thanh Hoá, N11 - Gia Lâm, Cầu Rào 2 - Hải Phòng, giá thị trường của Vincom Retail và định giá của Vinpearl tăng lên.

Mục	Định giá lại 2018 (tỷ đồng)	Ghi chú
Bán BĐS (Vinhomes, VinCity, ...)	149.243	
Vinhomes Central Park	2.518	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Golden River	2.861	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Gardenia	720	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Green Bay	5.888	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Metropolis	1.123	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Riverside – The Harmony	5.380	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Skylake	1.979	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Imperia	1.358	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes Melodia	759	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes #1	10.444	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes #2	7.886	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes #3	27.648	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes #4	6.052	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes #5	4.707	Chiết khấu dòng tiền
Vinhomes #6	751	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #1	3.397	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #2	3.131	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #3	2.206	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #4	4.707	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #5	12.350	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #6	9.081	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #7	7.866	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #8	602	Chiết khấu dòng tiền
VinCity #9	1.651	Chiết khấu dòng tiền
Biệt thự biển	12.052	Chiết khấu dòng tiền
Condotel	4.029	Chiết khấu dòng tiền
Làng Hoa Tiền Phong	637	Giá thị trường
Dự án khác	5.150	Giá trị sổ sách
Đầu tư dài hạn (ngoại trừ dự án Vinpearl Phú Quốc)	2.292	Giá trị sổ sách
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	47.711	Giá thị trường = 46.000 đ/cp Tỷ lệ sở hữu = 56,84%
Vinpearl	39.075	Chiết khấu dòng tiền
Vincommerce	9.828	P/S Doanh thu 2018 = 21.168 tỷ đồng Tỷ lệ sở hữu = 53,19%
Nợ ròng	45.518	Dự phóng 2018
NAV	200.338	
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2.340	
NAV trên mỗi cổ phiếu	85.607	

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VIC	Giá hiện tại (VNĐ):	73.500	Giá mục tiêu (VNĐ):	85.607	Vốn hóa (Tỷ đồng):	193.872
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần	18.378	27.724	34.048	57.614	88.058	125.238
Trong đó: Bán bất động sản	14.658	21.772	21.179	37.296	56.719	75.673
Cho thuê bất động sản đầu tư	1.799	2.129	2.655	3.322	4.499	5.495
Khách sạn, du lịch, vui chơi giải trí	1.599	2.114	2.848	4.257	7.500	13.651
Vinmec	287	657	771	1.093	1.631	2.389
Vinschool	4	230	514	713	927	1.205
Vincommerce	2	423	4.306	9.248	14.207	23.096
Vinfast	-	-	-	-	-	68
Khác	30	401	1.556	1.685	2.575	3.661
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>132,5%</i>	<i>50,9%</i>	<i>22,8%</i>	<i>69,2%</i>	<i>52,8%</i>	<i>42,2%</i>
GVHB trừ khấu hao	10.757	15.702	20.123	36.829	52.752	75.095
Lợi nhuận gộp	7.031	10.439	11.709	17.429	30.719	43.898
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>38,3%</i>	<i>37,7%</i>	<i>34,4%</i>	<i>30,3%</i>	<i>34,9%</i>	<i>35,1%</i>
Chi phí bán hàng và QLDN	1.916	2.910	6.881	12.199	18.901	26.823
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,5%</i>	<i>20,2%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,5%</i>	<i>21,4%</i>
EBITDA	5.705	9.112	7.044	8.586	16.406	23.320
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>31,0%</i>	<i>32,9%</i>	<i>20,7%</i>	<i>14,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>
Khấu hao	590	1.583	2.216	3.356	4.587	6.244
Lợi nhuận từ HĐKD	5.115	7.529	4.828	5.230	11.819	17.075
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,2%</i>	<i>14,2%</i>	<i>9,1%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,6%</i>
Chi phí lãi vay ròng (bao gồm lãi vay vốn hóa)	707	1.575	1.085	2.910	2.805	4.455
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,0%</i>
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	55	-9	39	20	30	30
Doanh thu tài chính (trừ doanh thu từ lãi tiền gửi)	5.683	210	295	4.464	400	400
Financial expenses (trừ chi phí lãi vay)	484	780	560	1.081	1.081	1.081
Lợi nhuận khác	79	35	-665	70	70	70
Thuế	2.591	1.634	1.351	2.280	3.697	5.013
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>26,8%</i>	<i>30,2%</i>	<i>48,0%</i>	<i>39,5%</i>	<i>44,0%</i>	<i>41,7%</i>
Lợi nhuận sau thuế	7.150	3.776	1.501	3.513	4.736	7.026
Lợi ích cổ đông thiểu số	370	618	286	1.074	600	1.000
Lợi nhuận ròng	6.780	3.158	1.215	2.439	4.136	6.026
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>36,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>3,6%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,6%</i>
Tiền mặt đạt được	7.740	5.359	3.717	6.869	9.323	13.270
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	494	1.157	1.571	2.340	2.340	2.340
EPS (VNĐ)	5.310	2.447	558	1.178	1.767	2.575
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,4	0,6	0,7	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)	2.088	1.431	410	1.178	1.767	2.575
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>286,8%</i>	<i>-31,5%</i>	<i>-71,3%</i>	<i>111,1%</i>	<i>50,0%</i>	<i>45,7%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Thay đổi vốn lưu động	39	-994	-19.661	-2.399	-3.566	-3.399
Capex	8.629	13.313	14.554	14.369	16.000	17.000
Các khoản mục dòng tiền khác	2.924	1.601	-14.157	-7.836	-8.000	-9.998
Dòng tiền tự do	1.996	-5.359	-5.333	-12.937	-8.849	-6.927
Phát hành cp	303	4.360	7.544	1.310	0	0
Cổ tức đã trả	289	2.367	974	1.340	309	0
Thay đổi nợ ròng	-2.010	3.366	-1.237	12.967	9.158	6.927
Nợ ròng cuối năm	14.337	17.703	16.466	29.433	38.591	45.518
Vốn CSH	14.472	27.463	37.585	45.266	53.093	58.892
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.145	7.067	14.480	18.384	23.899	26.289
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20.888	17.627	14.710	11.487	12.475	13.931
Nợ ròng / VCSH (%)	99,1%	64,5%	43,8%	65,0%	72,7%	77,3%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2,5	1,9	2,3	3,4	2,4	2,0
Tổng tài sản	75.773	90.070	145.554	180.451	214.035	227.988

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
ROE (%)	57,1%	18,0%	4,6%	8,5%	9,6%	12,5%
ROA (%)	7,8%	9,1%	4,1%	3,2%	6,0%	7,7%
ROIC (%)	11,7%	6,0%	2,0%	3,6%	3,5%	4,8%
WACC (%)	12,9%	13,3%	14,0%	14,6%	14,6%	14,7%
EVA (%)	-1,2%	-7,3%	-12,0%	-11,0%	-11,0%	-9,9%
PER (x)	35,2	51,4	179,1	62,4	41,6	28,5
EV/EBITDA (x)	37,0	23,1	29,9	23,5	12,8	9,3
EV/FCF (x)	105,7	-39,4	-39,6	-15,6	-23,8	-31,4
PBR (x)	3,5	4,2	5,0	6,4	5,9	5,3
PSR (x)	9,4	6,2	5,1	3,0	2,0	1,4
EV/sales (x)	11,5	7,6	6,2	3,5	2,4	1,7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM

Tel: (+84 8) 3823 4159

Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (+84 4) 3942 9395

Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản

Trần Thị Hải Yến

(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

Trần Vi Phúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 8) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 8) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 8) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 8) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84-8) 38234160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84-8) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.