

TẬP ĐOÀN VINGROUP (VIC)

Tháng 6 năm 2014

BÁO CÁO CÔNG TY CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (4/6/2014)	đồng	64.500
Giá mục tiêu	đồng	77.600

Mã Bloomberg: VIC VN	Sàn niêm yết: HSX
Ngành:	Bất động sản (BDS)
Beta	0,81
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	79.500/ 61.500
Số lượng cổ phiếu (triệu)	894
Vốn hóa (tỷ đồng)	57.679
KLGDĐQ 12 tháng (cp)	549.090
Sở hữu nước ngoài (%)	14,85%

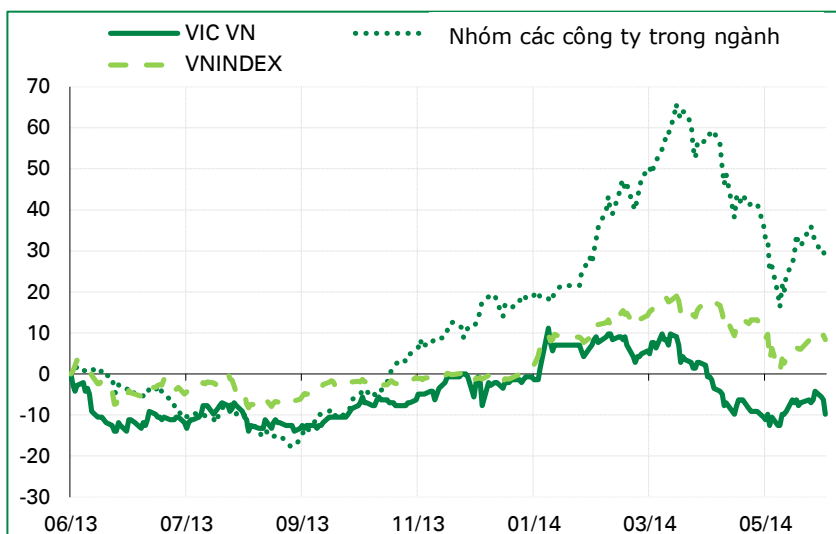
Năm	EPS (đồng)
2013	7.896
2012	1.819
2011	1.137

Chỉ số	VIC	Nhóm ngành	HSX
P/E	7,4	19,2	13,0
P/B	3,8	0,8	1,9
ROA năm 2013	10,9%	1,6%	2,5%
ROE năm 2013	54,2%	3,8%	14,5%

Mô tả công ty

VIC được thành lập vào ngày 3 tháng 5 năm 2002 và chính thức được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào ngày 19 tháng 9 năm 2007. VIC hiện là một công ty tư nhân với vốn điều lệ hiện tại là 9.296 tỷ đồng.

Vingroup hoạt động trong lĩnh vực phát triển, cho thuê, vận hành và kinh doanh BĐS khu dân cư, thương mại, khu nghỉ dưỡng, dịch vụ chăm sóc sức khỏe và BĐS đa chức năng tại các thành phố lớn của Việt Nam và các điểm đến du lịch nổi tiếng, trong đó có Hà Nội, TP.HCM, Nha Trang, Đà Nẵng, Hạ Long và Phú Quốc.



Chúng tôi đã phát hành báo cáo phân tích lần đầu cổ phiếu Tập đoàn Vingroup (VIC) vào ngày 14 tháng 5 năm 2014. Trước những thay đổi của thị trường và việc công bố những thông tin mới trong báo cáo tài chính quý 1 năm 2014 cũng như tại buổi hội nghị trực tuyến qua điện thoại diễn ra vào ngày 30 tháng 5 năm 2014 vừa qua của VIC, chúng tôi đã tiến hành cập nhật đánh giá của mình về cổ phiếu này. Theo đó, sau khi kết hợp những dữ liệu mới vào các mô hình định giá, chúng tôi đưa ra mức giá kỳ vọng mới cho cổ phiếu VIC là 77.600 đồng/ cổ phiếu. Hiện tại, cổ phiếu VIC đang giao dịch ở mức chiết khấu 20% so với mức giá kỳ vọng trên, vì thế chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **MUA** trong dài hạn đối với cổ phiếu này.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/ cp)
Phương pháp NAV	79.400	70%	55.580
Phương pháp P/E	73.362	30%	22.009
Giá trị hợp lý			77,600

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

Những luận cứ cho việc thay đổi các số liệu trong mô hình được diễn giải chi tiết như sau:

PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV)

Thứ nhất, WACC của VIC đã giảm từ mức 13,1% xuống còn 12,1% chủ yếu do việc chúng tôi điều chỉnh giảm mức lãi suất vay dài hạn đối với các khoản nợ từ mức 15% xuống còn 12%. Nguyên nhân của sự điều chỉnh này là do chúng tôi thấy có cơ sở để cho rằng VIC có khả năng lớn trong việc (1) gia tăng tỷ trọng nợ với mức giá rẻ (2) tránh những chi phí ngấm trong quá trình huy động các khoản vay nợ. Vì thế, trên cơ sở cân nhắc, chúng tôi cho rằng không cần thiết phải cộng thêm phần trăm thặng dư nhất định vào chi phí nợ trước thuế của VIC. Mức chi phí này được chúng tôi tính toán hiện đang ở mức 12% căn cứ trên dữ liệu được cung cấp tại thuyết minh trong báo cáo tài chính gần đây nhất của công ty. Thêm vào đó, các tiêu chí đi kèm theo mô hình như lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm, beta, và tỷ lệ nợ cũng như vốn trên tổng vốn hóa cũng thay đổi theo biến động thị trường.

Thứ hai, chúng tôi đã thêm vào một khoản trị giá 3.792 tỷ đồng vào tổng giá trị các dự án bất động sản thuộc phân khúc nhà ở của VIC do công ty đã công bố mức chi phí đầu tư dở dang cho dự án Tân Cảng, đây là thông tin mà chúng tôi không được VIC tiết lộ tại thời điểm tiến hành định giá trong báo cáo phân tích lần đầu. Bên cạnh đó, theo thông tin tại buổi hội nghị trực tuyến qua điện thoại của VIC vào thứ sáu vừa qua, dự án Tân Cảng vẫn đang trong giai đoạn hoàn tất giấy tờ pháp lý và Vingroup không cung cấp thêm thông tin chi tiết về tổng vốn đầu tư của dự án cũng như thiết kế, thời gian dự kiến triển khai và hoàn thành, vì thế chúng tôi cho rằng sử dụng phương pháp giá vốn để tính giá trị dự án này là hợp lý.

Hai yếu tố mẫu chốt được chúng tôi nêu trên đã đưa tổng giá trị tài sản của VIC (sau khi cộng mức thặng dư 5%) lên mức 88.882 tỷ đồng. Theo đó, mức giá cổ phiếu VIC được tính toán dựa trên phương pháp NAV là 79.400 đồng/cổ phiếu.

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	7,25%
Beta	0,81
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,0%
Chi phí vốn	13,52%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	12,00%
Thuế suất hiệu dụng	22,00%
Chi phí lãi vay sau thuế	9,36%
WACC	
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng)	64.500
KLCP lưu hành (cp)	894.240.405
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	57.679
Nợ (tỷ đồng) *	30.731
WACC	12,07%

Phương pháp NAV	Tỷ đồng
Các dự án nhà ở	33.376
Các dự án thương mại	31.852
Các dự án khách sạn, nghỉ dưỡng	16.402
Khác	3.019
Giá trị tài sản gộp	84.650
Thặng dư NAV (5%)	88.882
Tiền và khoản đầu tư ngắn hạn *	12.868
Nợ *	30.731
Lợi ích của cổ đông thiểu số *	7
Tổng	71.013
KLCP lưu hành (cp)	894.240.405
NAV (đồng/cp)	79.400

(*) dữ liệu tại ngày 31/3/2014, theo BCTC quý 1
Nguồn: VPBS ước tính

PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E

Trên cơ sở cập nhật các chỉ số P/E, mức giá kỳ vọng mới của cổ phiếu VIC theo phương pháp so sánh P/E hiện ở mức là 73.362 đồng/cổ phiếu, được tính toán dựa trên mức P/E của nhóm ngành được chọn là 17,78 lần và lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) dự phóng năm 2014 của VIC là 4.125 đồng.

Công ty	Mã cp	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/E
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	IJC	3.290	20,00
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	2.073	38,70
CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh	BCI	1.359	12,76
CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	NTL	829	8,79
CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	TDH	562	18,59
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG	1.492	11,52
CTCP Đầu tư Năm Bẩy Bẩy	NBB	800	14,13
Trung bình			17,78

Nguồn: Bloomberg, BCTC của các công ty, dữ liệu tại ngày 4/6/2014

**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

Võ Thu Thủy

Chuyên viên phân tích
thuyvt@vpbs.com.vn

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



Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối thấp hơn -10%

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 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 gần 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.