

## TĂNG TỶ TRỌNG

**Giá mục tiêu** 56,800 VND

**Giá hiện tại** 41,700 VND  
(28.08.2015)

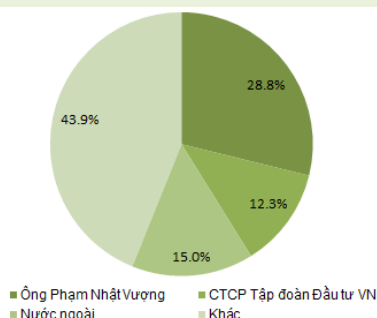
**Nguyễn Hoàng Bảo Châu**  
(+84-8) 5413-5472  
[chaunghuyen@phs.vn](mailto:chaunghuyen@phs.vn)

### Sơ lược công ty

Mã CP	VIC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	14,588
CP đang lưu hành (triệu)	1,459
Vốn hóa (tỷ đồng)	60,832
Biên độ 52 tuần (đồng)	40,100~52,500
KLGD trung bình 3 tháng	1,065,100
Beta	0.93
Sở hữu nước ngoài	15%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/09/2007

### Cổ đông lớn

Ông Phạm Nhật Vượng	29%
CTCP Tập đoàn Đầu tư VN	12%
Cổ đông nội bộ khác	8%
CTCP Đầu tư và Phát triển Sinh Thái	6%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
<b>Tuyệt đối</b>	-7.4	-8.6	-1.5
<b>Phần trăm (%)</b>	-15.2%	-17.2%	-3.5%



## TẬP ĐOÀN BẤT ĐỘNG SẢN HÀNG ĐẦU VIỆT NAM

### Tình hình kinh doanh tăng trưởng mạnh

Tình hình kinh doanh của VIC luôn duy trì tích cực và tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) trong giai đoạn 2011 - 2014 khá ấn tượng, lên đến 128.8%. Năm 2014, doanh thu đạt mức kỷ lục và tăng mạnh 51% so với cùng kỳ năm trước, ghi nhận 27,724 tỷ đồng.

Tất cả các hoạt động kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn gồm Bất động sản (Hệ thống căn hộ Vinhomes) – Du lịch nghỉ dưỡng, vui chơi giải trí (Chuỗi Resort Vinpearl) – Bán lẻ (Chuỗi TTTM Vincom, VinMart) – Y tế (Hệ thống bệnh viện Vinmec) – Giáo dục (Hệ thống trường Vinschool). đều đóng góp lớn vào sự tăng trưởng ấn tượng này. Trong đó, chuyển nhượng bất động sản luôn là mảng chiếm tỷ trọng cao nhất, lên đến 80% trong tổng doanh thu. Trong năm 2014, mảng này đạt mức kỷ lục 21,772 tỷ đồng trong năm, tăng trưởng 49% so với năm 2013 và chủ yếu đến từ những dự án khu đô thị đã được khởi công xây dựng trong các năm trước như Vinhomes Times City, Vinhomes Royal City, Vinhomes Riverside. Mảng cung cấp dịch vụ khách sạn du lịch, vui chơi giải trí vẫn tăng trưởng ổn định, các mảng y tế, giáo dục và hệ thống bán lẻ có mức tăng trưởng mạnh trong năm 2014 khi tổng doanh thu 3 mảng này trong năm 2014 là 1,300 tỷ so với mức 300 tỷ của năm 2013.

6 tháng đầu năm 2015, doanh thu tuy giảm 10% so với cùng kỳ năm 2014 nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng đáng kể tiếp nối đà tăng của 2014 khi VIC ghi nhận doanh thu từ 2 dự án trọng điểm mới là Vinhomes Central Park tại TP. Hồ Chí Minh và Vinhomes Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội. Hơn thế nữa, VIC đang tiếp tục triển khai Giai đoạn 2 dự án Vinhomes Times City– Park Hill. Hứa hẹn mang lại nguồn thu lớn trong tương lai.

Vì kinh doanh ở phân khúc bất động sản cao cấp nên tỷ suất sinh lợi gộp của VIC cũng khá cao so với mặt bằng chung thị trường, đạt 37.7% năm 2014. Bên cạnh đó, nhờ chi phí được duy trì ở mức ổn định nên lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính tăng cao là 7,529 tỷ đồng (+47.2% yoy).

Trong những năm trước đây, lợi nhuận hoạt động tài chính đóng góp một phần đáng kể trong tổng lợi nhuận. Năm 2014, mặc dù lợi nhuận tài chính đạt 592 tỷ, khá cao nhưng nhìn chung lại giảm 90.3% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân là do trong năm 2013 lợi nhuận từ hoạt động tài chính lên đến 6,086 tỷ đồng khi VIC thực hiện chuyển nhượng hàng loạt công ty con và công ty liên kết trong đó nổi bật nhất là thương vụ chuyển nhượng công ty TNHH MTV DV TM Tương Lai (đơn vị sở hữu trung tâm thương mại Vincom A - TPHCM) cho một đối tác khác mang lại một khoảng lợi nhuận đột biến khá lớn trong

năm 2013. Vì vậy, dù hoạt động kinh doanh chính khá tích cực nhưng tổng lợi nhuận sau thuế năm 2014 đạt 3,776 tỷ đồng (-47.2% yoy). Nếu loại trừ yếu tố đột biến trong năm 2013 thì kết quả kinh doanh năm 2014 được chúng tôi đánh giá rất tích cực trong bối cảnh thị trường bất động sản còn nhiều khó khăn.

Nửa đầu năm 2015, tình hình có vẻ ảm đạm khi lợi nhuận sau thuế đã giảm khá mạnh (69%) so với cùng kỳ 2014 do chi phí trong kỳ tăng khá cao đặc biệt chi phí thuế. Chúng tôi kỳ vọng tính chung cả năm khi 2 dự án lớn là Vinhomes Central Park, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh bàn giao nhà và doanh thu được ghi nhận sẽ cải thiện đáng kể kết quả kinh doanh của VIC.

### Triển vọng những năm sắp tới

VIC là tập đoàn bất động sản hàng đầu Việt Nam trong phân khúc cao cấp với hệ thống căn hộ và biệt thự dịch vụ đẳng cấp mang thương hiệu Vinhomes bao gồm:

- Vinhomes Royal City (Hà Nội)
- Vinhomes Times City (Hà Nội)
- Vinhomes Riverside (Hà Nội)
- Vinhomes Nguyễn Chí Thanh (Hà Nội)
- Vinhomes Đồng Khởi (TP. Hồ Chí Minh)
- Vinhomes Central Park (TP. Hồ Chí Minh)

Về cho thuê trung tâm thương mại, dự án đầu tiên của VIC là TTTM Vincom Bà Triệu chính thức đi vào hoạt động tháng 11/2004. Nổi tiếp đà phát triển này, Vincom Đồng khởi cuộc được đưa vào hoạt động từ tháng 4/2010 (Vincom Center B). Theo sau đó là các TTTM khác như Vincom Long Biên (Hà Nội), Vincom Hạ Long (Quảng Ninh). Hệ thống TTTM Vincom Mega Mall bao gồm Vincom Mega Mall Royal City, Vincom Mega Mall Times City. Bên cạnh các cơ sở đã đi vào hoạt động, VIC cũng tích cực chuẩn bị cho kế hoạch mở rộng thị trường bán lẻ, tiến tới phát triển hệ thống TTTM Vincom trên toàn quốc với việc xúc tiến hàng loạt dự án TTTM trọng điểm như Vincom Lê Thánh Tông – Hải Phòng, Vincom Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội, Vincom Xuân Khánh – Cần Thơ, Vincom Ngô Quyền – Đà Nẵng, Vincom Hùng Vương – Huế và Vincom Thủ Đức, Vincom Mega Mall Thảo Điền – TP. Hồ Chí Minh,...

Về lĩnh vực bất động sản nghỉ dưỡng, VIC nổi tiếng với hệ thống Khách sạn và Biệt thự Vinpearl ở Nha Trang, Đà Nẵng, Hạ Long, Phú Quốc. Không dừng lại ở đó, công ty đang mở rộng hệ thống khách sạn này và tập trung vào xây dựng Vinpearl Premium Phú Quốc, đặc khu kinh tế trong tương lai của Việt Nam.

Y tế và Giáo Dục là hai lĩnh vực tương đối mới nhưng cũng gặt hái nhiều thành công của VIC. Tập đoàn đầu tư phát triển khá mạnh hệ thống y tế Vinmec bao gồm: Bệnh viện Đa khoa Quốc tế, Phòng khám Quốc tế ở Hà Nội và TP.HCM và hệ thống trường từ mầm non đến trung học mang thương hiệu Vinschool.

Với tình hình thị trường bất động sản hồi phục khá tốt trong 6 tháng đầu năm 2015 khi số lượng giao dịch thành công ở hai địa bàn lớn nhất nước Hà Nội và TPHCM tăng rất mạnh, đáng chú ý đó là giao dịch thành công ở phân khúc cao cấp đang lấn át bình dân là một tín hiệu tích cực cho các công ty kinh doanh bất động sản cao cấp tại Hà Nội, TPHCM nói chung và cho VIC nói riêng.

Thêm nữa, VIC cũng được hưởng lợi từ Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi) có hiệu lực kể từ ngày 1/7/2015. Với việc mở rộng điều kiện cho người nước ngoài mua và sở hữu bất động sản tại Việt Nam sẽ thúc đẩy doanh số bán nhà đặc biệt là ở phân khúc cao cấp. Và với uy tín bên cạnh tiềm năng tài chính vững mạnh, VIC là một trong những doanh nghiệp hàng đầu sẽ được nhà đầu tư nước ngoài đặt niềm tin trong tương lai.

(Tỷ VND)	2013	2014	KH 2015	2015E
Doanh thu thuần	18,378	27,724	30,000	25,027
<i>Biên LN gộp</i>	38.3%	37.7%		34.3%
<i>Biên LN HĐKD</i>	27.8%	27.2%		17.2%
LN trước thuế	9,740	5,410		2,859
LN sau thuế	7,149	3,776	3,000	2,230
<i>Tăng trưởng so với cùng kỳ</i>	287.1%	-47.2%		-41.0%
EPS (TTM)	8,772	3,168		1,351
Giá trị sổ sách	15,568	14,022		17,230
P/E	7.6	20.1		35.2
P/B	4.3	4.5		2.8

**Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG, với giá mục tiêu là 56,800 VND.**

Giá VIC hiện đang ở mức 41,700 đồng. Chúng tôi định giá cổ phiếu VIC ở mức 56,800 VND dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 50%, P/B ước tính năm 2015 là 4x và BVPS dự phóng cho năm 2015) và P/S (tỷ trọng 50%, P/S ước tính năm 2015 là 3.3x và doanh thu trên mỗi cổ phiếu kỳ vọng năm 2015). Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu này.

### Sơ lược công ty

Công ty cổ phần Vincom tiền thân là Công ty cổ phần Thương mại Tổng hợp Việt Nam, được chính thức thành lập vào ngày 03/05/2002 tại Hà Nội. Vincom hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực đầu tư, xây dựng, kinh doanh các tổ hợp quy mô lớn bao gồm Trung tâm thương mại, văn phòng, căn hộ và biệt thự cao cấp.

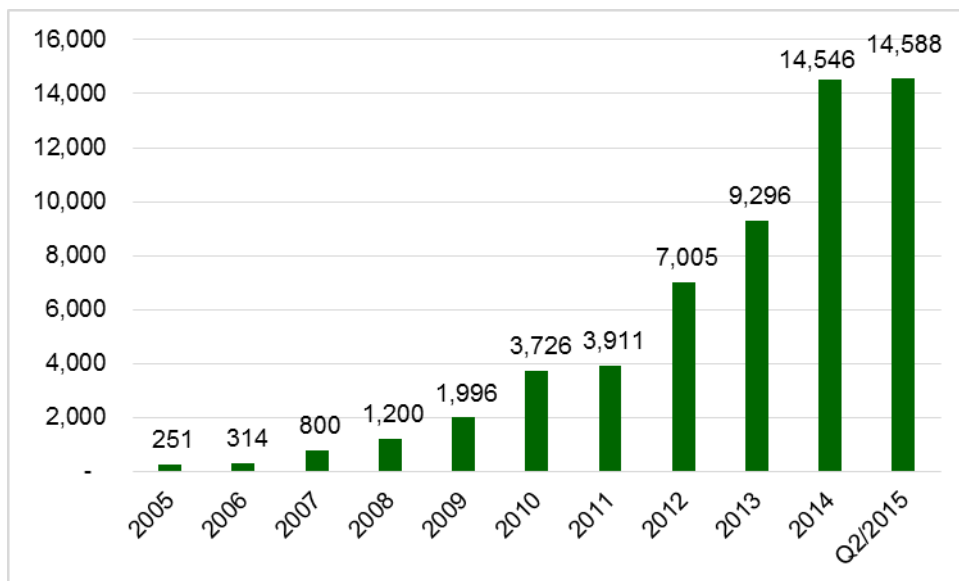
Vào tháng 01/2012, Vicom sáp nhập với Công ty cổ phần Vinpearl là công ty được thành lập ngày 25/07/2001 tại Nha Trang – Khánh Hòa, với hoạt động chủ yếu là đầu tư bất động sản nghỉ dưỡng và kinh doanh dịch vụ du lịch và giải trí, với dự án nổi trội là Vinpearl Land Nha Trang. Sau khi sáp nhập, công ty chính thức hoạt động dưới mô hình Tập đoàn với tên gọi Tập đoàn Vingroup.

Vingroup tập trung đầu tư vào 5 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, mỗi lĩnh vực là một thương hiệu gồm: Bất động sản (Hệ thống căn hộ Vinhomes) – Du lịch nghỉ dưỡng, vui chơi giải trí (Chuỗi Resort Vinpearl) – Bán lẻ (Chuỗi TTTM Vincom, VinMart) – Y tế (Hệ thống bệnh viện Vinmec) – Giáo dục (Hệ thống trường Vinschool).

Vingroup hiện là công ty kinh doanh lĩnh vực Bất động sản có quy mô vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam. Lợi thế của Vingroup là thu mua và sở hữu các khu đất ở vị trí đặc địa, độc nhất tại 2 thành phố lớn Hà Nội, Hồ Chí Minh và 1 số thành phố biển du lịch nổi tiếng như Nha Trang, Đà Nẵng.



### Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: PHS Tổng hợp

## Chỉ số tài chính (tỷ VND)

Kết Quả Kinh Doanh	2012	2013	2014	2015 E	Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014	2015 E
Doanh thu thuần	7,904.5	18,377.6	27,723.6	25,027.2	Lợi nhuận trước thuế	2,655.1	9,740.1	5,409.7	2,858.6
Giá vốn hàng bán	4,092.1	11,347.0	17,284.9	16,440.7	Khoản mục không phải tiền	830.6	-3,662.2	3,210.1	2,485.9
Lợi nhuận gộp	3,812.4	7,030.7	10,438.7	8,586.6	Thay đổi vốn lưu động	-6,537.1	3,206.1	1,277.0	-2,762.0
Chi phí bán hàng	204.7	450.1	739.3	1,399.8	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	-3,051.4	9,284.0	9,896.8	2,582.4
Chi phí QLDN	981.0	1,466.4	2,170.7	2,881.8	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-4,204.0	-8,892.5	-20,399.4	-5,821.3
Lợi nhuận từ HĐKD	2,626.7	5,114.2	7,528.7	4,305.1	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	7,640.5	5,525.6	10,575.6	4,422.3
Lợi nhuận tài chính	1,125.6	6,085.8	592.3	500.5	Tiền trong kỳ	385.1	5,917.2	73.1	1,183.5
Chi phí lãi vay	1,097.3	1,459.9	2,711.3	1,947.0	Tiền mặt đầu năm	1,231.7	1,616.9	7,534.0	7,607.5
Lợi nhuận trước thuế	2,655.1	9,740.1	5,409.7	2,858.6	Tiền mặt cuối năm	1,616.9	7,534.0	7,607.5	8,791.0
Thuế TNDN	808.4	2,590.8	1,633.6	628.9	<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>
Lợi nhuận sau thuế	1,846.7	7,149.3	3,776.0	2,229.7	<b>Cơ cấu vốn</b>				
<b>Cân Đối Kế Toán</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>	TS ngắn hạn/Tổng TS	52%	53%	39%	44%
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>28,796.3</b>	<b>39,844.7</b>	<b>34,875.6</b>	<b>48,685.7</b>	TS dài hạn/Tổng TS	48%	47%	61%	56%
Tiền và tương đương tiền	1,616.9	7,534.0	7,607.5	8,791.0	Tổng Nợ/Tổng TS	81%	75%	70%	71%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,864.8	5,512.8	6,168.2	7,137.6	Tổng Vốn/Tổng TS	19%	19%	23%	29%
Phải thu ngắn hạn	3,809.2	3,791.9	2,863.6	7,095.7	Chỉ số chi trả lãi vay	3.4	7.7	3.0	2.5
Hàng tồn kho	17,784.9	18,913.7	16,598.4	21,580.6	<b>Thanh Khoản</b>				
Tài sản ngắn hạn khác	1,720.5	4,092.2	1,638.0	4,080.8	Thanh khoản hiện thời	1.1	1.5	1.4	1.3
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>27,028.6</b>	<b>35,928.0</b>	<b>55,609.7</b>	<b>61,474.9</b>	Thanh khoản nhanh	0.4	0.8	0.7	0.7
Phải thu dài hạn	-	-	-	1,134.9	Vòng quay tiền mặt (ngày)	1,588.2	637.6	349.0	524.3
Tài sản cố định	5,130.6	6,150.2	11,046.7	27,139.3	Dòng tiền hoạt động/DT	-0.4	0.5	0.4	0.1
Bất động sản đầu tư	6,643.5	13,628.7	15,399.1	17,869.1	Dòng tiền hoạt động/Lãi suất	-2.8	6.4	3.7	1.3
Đầu tư tài chính dài hạn	3,163.6	4,532.4	4,949.1	2,949.1	Dòng tiền hoạt động/Nợ ngắn hạn	-0.1	0.3	0.4	0.1
Tài sản dài hạn khác	6,473.2	6,042.7	12,941.7	12,382.5	Dòng tiền tự do	-6,492.2	1,463.1	-8,610.1	-1,720.2
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>55,824.9</b>	<b>75,772.6</b>	<b>90,485.3</b>	<b>110,160.6</b>	<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>44,951.2</b>	<b>57,156.1</b>	<b>63,200.7</b>	<b>78,352.3</b>	Số ngày tồn kho	1,564.6	600.1	345.7	472.5
Nợ ngắn hạn	25,644.1	26,675.3	24,603.8	38,073.9	Số ngày thu tiền	173.5	74.3	37.2	102.1
Nợ dài hạn	19,307.1	30,480.8	38,596.9	40,278.4	Vòng quay TS ngắn hạn	0.3	0.5	0.8	0.5
Vốn chủ sở hữu	10,556.6	14,471.8	20,396.0	31,808.3	Vòng quay TS cố định	1.5	3.0	2.5	0.9
Vốn điều lệ	7,004.6	9,296.0	14,545.6	18,461.0	Vòng quay tổng TS	0.1	0.2	0.3	0.2
Quỹ khác	3,551.9	5,175.8	5,850.5	13,347.3	<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>55,824.9</b>	<b>75,772.6</b>	<b>90,485.3</b>	<b>110,160.6</b>	Tỷ suất lợi nhuận gộp	48.2%	38.3%	37.7%	34.3%
<b>Chỉ số định giá đầu tư</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>	Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	33.2%	27.8%	27.2%	17.2%
P/S	2.9	1.8	1.8	2.7	Tỷ suất lợi nhuận ròng	23.4%	38.9%	13.6%	8.9%
P/B	5.8	4.3	4.5	2.2	Thuế suất hiệu dụng	30.4%	26.6%	30.2%	22.0%
P/CF (Hoạt động)	-7.5	3.7	5.0	26.6	ROE	21.7%	57.1%	21.7%	8.5%
PEG 1 (PE/Tăng trưởng DT)	n/a	n/a	0.2	0.8	ROA	4.0%	10.9%	4.5%	2.2%
PEG 2 (PE/Tăng trưởng EPS)	n/a	n/a	-6.2	6.8	<b>Phân tích DuPont (ROE = 1x2x3)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015 E</b>
					Biên lợi nhuận ròng (1)	0.2	0.4	0.1	0.1
					Vòng quay Tổng TS (2)	0.1	0.2	0.3	0.2
					Đòn bẩy (3)	5.3	5.2	4.4	3.5

Nguồn: VIC và PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Tăng tỷ trọng** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Trung lập** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Giảm tỷ trọng** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Không đánh giá** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

**Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)**

Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4, 109 Tôn Dật Tiên  
Phường Tân Phú, Quận 7, TPHCM, Việt Nam

**Điện thoại:** (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

**Website:** [www.phs.vn](http://www.phs.vn) | **E-mail:** [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)