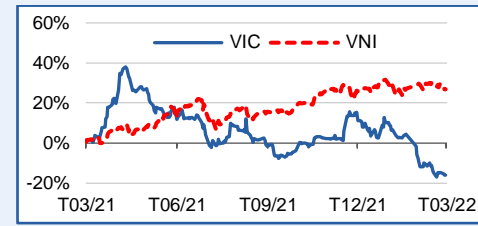




Tập đoàn Vingroup (VIC) [MUA +43,6%]

Cập nhật

Ngành	BDS		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	09/03/2022	Tăng trưởng DT	13,4%	23,9%	7,5%	15,5%
Giá hiện tại	78.000VND	Tăng trưởng EPS*	N.M.	N.M.	157,8%	163,3%
Giá mục tiêu hiện tại	112.000VND	TT LNST sau CĐTS	N.M.	N.M.	157,8%	163,3%
Giá mục tiêu gần nhất	127.000VND	Biên LN gộp	26,9%	26,0%	25,9%	27,9%
TL tăng	+43,6%	Biên LN ròng	-2,2%	0,7%	1,7%	4,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B*	2,9x	2,9x	2,8x	2,6x
Tổng mức sinh lời	+43,6%	P/E*	N.M.	256,0x	99,3x	37,7x



GT vốn hóa*	12,6 tỷ USD		VIC	VNI
Room KN	4,6 tỷ USD	P/E (trượt)	N.M.	16,8x
GTGD/ngày (30n)	15,0tr USD	P/B (hiện tại)	2,9x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	68,5%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành*	3,7 tỷ	ROE	-3,1%	15,6%
Pha loãng*	3,8 tỷ	ROA	-1,8%	2,6%

Tổng quan về công ty
Vingroup là 1 tập đoàn vận hành trong nhiều lĩnh vực, bao gồm đầu tư BĐS nhà ở, cho thuê BĐS bán lẻ, đầu tư và vận hành khách sạn nghỉ dưỡng, sản xuất và nghiên cứu công nghệ ô tô và điện thoại thông minh.

* không bao gồm cổ phiếu VIC sở hữu bởi các công ty con

Phạm Minh Đức

Chuyên viên

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng Cao cấp

Xe điện cạnh tranh thị phần mới trong năm 2022

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho Tập đoàn Vingroup (VIC) thêm 12% còn 112.000 đồng/CP nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA vì giá cổ phiếu của công ty đã điều chỉnh 27% trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do mức điều chỉnh giảm dự báo doanh số xe động cơ xăng dầu (ICE) trong năm 2022 và áp dụng mức EV/Sales mục tiêu thấp hơn là 7,0 lần (thay vì 10,0 lần như trước đây) cho dự báo doanh thu từ mảng xe điện (EV) trong năm 2022 của chúng tôi.
- Chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về việc Vingroup có hưởng lợi mạnh mẽ từ tầng lớp thu nhập trung bình cao vốn đang gia tăng tại Việt Nam - đặc biệt thông qua các công ty bất động sản như Vinhomes (VHM), Vincom Retail (VRE) và Vinpearl. Chúng tôi cũng đánh giá cao tiềm năng của VinFast trong việc trở thành thương hiệu xe điện hàng đầu trong nước cũng như nhà sản xuất xe điện toàn cầu trong dài hạn.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ HĐKD đạt 17,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 - thấp hơn 25% so với dự báo trước đây - nhờ lợi nhuận từ mảng bán bất động sản tăng mạnh và lợi nhuận từ mảng cho thuê bán lẻ phục hồi, bị ảnh hưởng bởi khoản lỗ dự phóng của chúng tôi đối với mảng công nghiệp và khách sạn nghỉ dưỡng. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS đạt 1,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 so với mức lỗ ròng vào năm 2021.
- Phương pháp định giá tổng của từng phần sử dụng thị giá hiện tại của VIC, VHM và VRE cho thấy các tài sản còn lại của VIC là VinFast, Vinpearl, Vinmec và VinSchool có trị giá khoảng 1,0 tỷ USD, chúng tôi cho rằng con số này thấp hơn đáng kể so với định giá của chúng tôi cho những tài sản này là khoảng 2,1 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của VHM và VRE giúp giá cổ phiếu VIC hiện tại ngày càng hấp dẫn.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Các biện pháp giãn cách xã hội kéo dài làm trì hoãn việc mở bán các dự án bất động sản lớn mới và hạn chế hoạt động bán lẻ/khách sạn nghỉ dưỡng cao hơn dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng dự án Dream City sẽ được mở bán trong 6 tháng đầu năm 2022; mảng khách sạn nghỉ dưỡng và cho thuê bán lẻ phục hồi. Theo ghi nhận của chúng tôi, đợt mở bán lẻ đầu tiên gồm khoảng 1.500 căn hộ thấp tầng tại dự án Dream City có thể được triển khai trong 6 tháng đầu năm 2022, đóng góp khoảng 1,0 tỷ USD, tương ứng khoảng 30% dự báo giá trị hợp đồng bán hàng năm 2022 của chúng tôi cho VHM. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng mảng khách sạn nghỉ dưỡng và cho thuê bán lẻ sẽ được thúc đẩy bởi du lịch trong nước sau khi Việt Nam thực hiện chiến dịch tiêm chủng vaccine COVID-19 - đặc biệt trong kỳ nghỉ hè.

Ngừng sản xuất ICE vào cuối năm 2022 để tập trung hoàn toàn vào các mẫu xe điện; tăng vốn bổ sung cho VinFast. Vào tháng 1/2022, VinFast tuyên bố sẽ trở thành công ty sản xuất 100% EV vào cuối năm 2022 và ngừng sản xuất các mẫu xe ICE mặc dù các mẫu xe ICE của công ty đã giành được thị phần trong nước từ các đối thủ cạnh tranh. Trong khi đó, công ty đã có gần 40.000 đơn hàng đặt trước của các mẫu xe EV sau chưa đầy 4 tuần kể từ khi ra mắt các mẫu xe này, theo quan điểm của chúng tôi, thậm chí còn hứa hẹn hơn sự ra mắt của 3 mẫu xe ICE vào năm 2018. Chúng tôi dự báo doanh số xe ICE sẽ chững lại và khoảng 25.000 chiếc EV sẽ được bàn giao vào năm 2022. Chúng tôi

cũng kỳ vọng VIC sẽ tiếp tục đầu tư vào các mẫu xe EV thông qua các kế hoạch tăng vốn bổ sung nhằm thúc đẩy chiến lược trở thành nhà sản xuất xe điện toàn cầu, bao gồm nhà máy sản xuất pin VinES với tổng vốn đầu tư cho Giai đoạn 1 là 4,0 nghìn tỷ đồng dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ quý 4/2022. VIC cũng công bố kế hoạch phát hành 1,5 tỷ USD trái phiếu quốc tế trong 6 tháng đầu năm 2022 với các phương án chuyển đổi thành cổ phiếu của VinFast.

Báo cáo Tài chính

P&L (VND bn)	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	125,306	155,198	166,776	192,563
COGS	-91,627	-114,791	-123,539	-138,765
Gross Profit	33,680	40,407	43,237	53,798
Sales & Marketing exp	-7,052	-12,418	-12,562	-13,873
General & Admin exp	-24,177	-10,158	-10,575	-11,465
Operating Profit	2,451	17,831	20,100	28,460
Financial income	15,794	5,222	6,103	6,104
Financial expenses	-11,298	-15,229	-17,462	-19,735
- o/w interest expense	-10,577	-14,729	-16,962	-19,235
Associates	-44	0	0	0
Net other income/(loss)	-3,560	0	0	0
Profit before Tax	3,346	7,824	8,742	14,830
Income Tax	-10,868	-7,944	-8,477	-9,256
NPAT before MI	-7,523	-121	265	5,573
Minority Interest	4,751	1,251	2,650	2,102
NPAT less MI, reported	-2,771	1,130	2,915	7,675
NPAT less MI, adjusted	-2,771	1,130	2,915	7,675
EBITDA	16,840	31,177	34,075	43,101
EPS reported, VND	-747	305	786	2,069
EPS adjusted, VND	-747	305	786	2,069
EPS fully diluted, VND	-747	299	772	2,033
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%
RATIOS	2021	2022F	2023F	2024F
Growth				
Revenue growth	13.4%	23.9%	7.5%	15.5%
Op profit (EBIT) growth	N/M	627.5%	12.7%	41.6%
PBT growth	-76.0%	133.8%	11.7%	69.6%
EPS growth, adjusted	N/M	N/M	157.8%	163.3%
Profitability				
Gross Profit Margin	26.9%	26.0%	25.9%	27.9%
Op Profit, (EBIT) Margin	2.0%	11.5%	12.1%	14.8%
EBITDA Margin	13.4%	20.1%	20.4%	22.4%
NPAT-MI Margin, adj,	-2.2%	0.7%	1.7%	4.0%
ROE	-3.1%	1.1%	2.9%	7.1%
ROA	-1.8%	0.0%	0.1%	1.2%
Efficiency				
Days Inventory On Hand	225.9	158.2	136.8	110.6
Days Accts, Receivable	184.6	177.2	169.4	150.8
Days Accts, Payable	85.3	61.3	57.9	51.2
Cash Conversion Days	325.2	274.1	248.2	210.2
Liquidity				
Current Ratio x	1.1	1.1	1.1	1.2
Quick Ratio x	0.7	0.7	0.7	0.8
Cash Ratio x	0.2	0.1	0.2	0.2
Debt / Assets	30.8%	34.0%	36.7%	40.0%
Debt / Capital	45.3%	48.9%	51.7%	53.8%
Net Debt / Equity	66.2%	82.9%	93.3%	101.6%
Interest Coverage x	0.2	1.2	1.2	1.5

B/S (VND bn)	2021	2022F	2023F	2024F
Cash & equivalents	19,653	16,777	18,342	20,688
ST investment	6,758	3,605	3,606	3,607
Accounts receivables	74,343	76,340	78,437	80,640
Inventories	50,910	48,587	44,034	40,048
Other current assets	11,686	8,502	8,672	8,845
Total Current assets	163,351	153,811	153,091	153,828
Fix assets, gross	288,058	330,718	361,960	389,838
- Depreciation	-42,171	-54,740	-67,934	-81,786
Fix assets, net	245,888	275,978	294,026	308,052
LT investment	9,152	9,152	9,152	9,152
LT assets other	8,934	8,783	8,721	8,759
Total LT assets	263,973	293,913	311,899	325,963
Total Assets	427,324	447,724	464,990	479,791
Accounts payable	18,890	18,890	18,890	18,890
Short-term debt	20,035	20,035	20,035	20,035
Other ST liabilities	105,520	105,591	104,200	92,276
Total current liabilities	144,445	144,516	143,125	131,201
Long term debt	111,730	132,166	150,559	171,710
Other LT liabilities	12,002	12,002	12,002	12,002
Total Liabilities	268,177	288,685	305,686	314,913
Preferred Equity	623	549	549	549
Paid in capital	38,052	38,139	38,139	38,139
Share premium	40,063	40,063	40,063	40,063
Retained earnings	3,897	5,028	7,942	15,618
Other equity	17,011	17,011	17,011	17,012
Minority interest	59,500	58,249	55,599	53,497
Total equity	159,147	159,039	159,304	164,878
Liabilities & equity	427,324	447,724	464,990	479,791
Y/E shares out *, mn	3,710	3,710	3,710	3,710
CASH FLOW (VND bn)	2021	2022F	2023F	2024F
Beginning Cash Balance	29,404	19,653	16,777	18,342
Net Income	-2,771	1,130	2,915	7,675
Dep, & amortization	14,389	13,345	13,975	14,640
Chge in Working Cap	-29,584	3,582	895	-10,314
Other adjustments	9,370	0	0	0
Cash from Operations	-8,597	18,058	17,784	12,001
Capital Expenditures, net	-40,938	-42,659	-31,243	-27,878
Investments, net	20,236	2,527	-719	-828
Cash from Investments	-20,701	-40,132	-31,962	-28,706
Dividends Paid	-1,718	0	0	0
Δ in Share Capital	13,893	13	0	0
Δ in ST debt	-5,937	0	0	0
Δ in LT debt	7,915	20,436	18,392	21,151
Other financing C/F	5,398	-1,251	-2,650	-2,102
Cash from Financing	19,548	19,198	15,743	19,050
Net Change in Cash	-9,750	-2,876	1,565	2,346
Ending Cash Balance	19,653	16,777	18,342	20,688

Nguồn: Báo cáo tài chính của VIC và dự báo của VCSC. Ghi chú: (*) không tính cổ phiếu VIC được sở hữu bởi công ty con.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đình Thị Thủy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.