

11/07/2018

Tùng Nguyễn – Chuyên viên cao cấp
Nga Phạm – Chuyên viên

Nhu cầu về nhà ở dự kiến ở mức cao

Nhu cầu về nhà ở duy trì ở mức tích cực nhờ những yếu tố về tăng trưởng dân số, tốc độ đô thị hoá cao cũng như sự gia tăng của tầng lớp trung lưu. Nhu cầu về căn hộ giá rẻ và tầm trung ở khu vực phía Tây Hà Nội duy trì ở mức cao, trong khi tại khu vực trung tâm, phân khúc căn hộ cao cấp và nhà đất dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ.

Quỹ đất dồi dào giá rẻ là yếu tố quan trọng để thúc đẩy sự tăng trưởng của công ty

Danh mục đầu tư hiện tại của VPI bao gồm khoảng 18 dự án và một số dự án chưa công bố với tổng diện tích lên tới 230 ha. Quỹ đất này đủ để sử dụng cho sự phát triển của Công ty trong vòng 5 năm tới. Hầu hết các dự án của VPI đều nằm tại khu vực có nhu cầu nhà ở cao của Hà Nội, dễ dàng tiếp cận với hệ thống giao thông, cơ sở hạ tầng công cộng và trung tâm thương mại. VPI có lợi thế để thực hiện các dự án này là nhờ chi phí đất rẻ thông qua việc thực hiện các dự án Xây dựng - Chuyển giao, xây dựng cơ sở hạ tầng để đổi lấy đất.

Doanh thu giữ vững đà tăng trưởng

Chúng tôi ước tính doanh thu của Công ty trong năm 2018 xấp xỉ 2,143 tỷ đồng, tăng 144.8% y-o-y; lợi nhuận sau thuế đạt 593 tỷ đồng, tăng 40.7% y-o-y, chủ yếu đến từ khu nhà thấp tầng của dự án Hào Nam và Giảng Võ. Năm 2019, doanh thu dự báo đạt 3,512 tỷ đồng, tăng 63.9% y-o-y; lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 686 tỷ đồng, tăng 15.7% y-o-y đến từ dự án cao tầng Kiến Hưng, khu nhà thấp tầng của dự án An Hưng và khu nhà cao tầng của dự án Giảng Võ, Hào Nam.

Rủi ro luôn hiện hữu.

Tuy tất cả các số liệu trên đều cho thấy những tín hiệu tích cực từ thị trường bất động sản, song vẫn còn tồn tại những rủi ro. Một số rủi ro chính có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VPI bao gồm diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường bất động sản cùng những thay đổi về các yếu tố vĩ mô và rủi ro pháp lý.

Mua

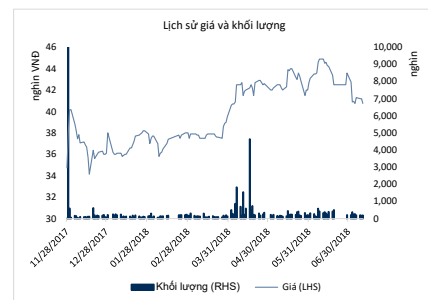
Giá mục tiêu	VND48,330
Tăng/Giảm	18.6%
Giá hiện tại (11/07/2018)	VND40,750
Giá mục tiêu	VND48,330
Vốn hóa thị trường	VND6,520 tỷ

Dữ liệu giao dịch	
Số lượng Cổ phiếu đang lưu hành	160,000,000
Khối lượng TB ngày (3TH)	231,928
% sở hữu nước ngoài	10.17%
Cổ tức/ 1 CP	VND1,100

(%)	1TH	3TH	6TH	12TH
VPI	-8.7%	-1.2%	113.9%	
VNINDEX	-12.0%	-23.4%	-14.4%	

Dự báo lợi nhuận và định giá

FY-End	2017A	2018F	2019F
Doanh thu (VNDbn)	875.5	2142.9	3511.9
Tốc độ tăng trưởng (%)	13.4%	144.8%	63.9%
Lợi nhuận gộp (VNDbn)	456.8	895.3	1091.6
Biên lợi nhuận gộp (%)	52.2%	41.8%	31.1%
Lợi nhuận thuần (VNDbn)	421.7	593.4	687.2
Tốc độ tăng trưởng (%)	2257.3%	40.7%	15.8%
EPS	2635.6	3708.75	4295
Tăng trưởng EPS	285.77%	40.7%	15.8%
P/E	14.42	10.99	9.5



Nguồn: KBSV

MỤC LỤC

Văn Phú – Invest (VPI: HOSE).....	1
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG	3
1. Kinh tế Việt Nam.....	3
2. Thị trường Bất động sản Việt nam	4
Thị trường Hà Nội.....	4
Tin tức cập nhật.....	7
TỔNG QUAN CÔNG TY	8
1. Hồ sơ công ty.....	8
Lịch sử công ty	8
Cấu trúc công ty.....	8
Những dự án đã hoàn thành	9
2. Mô hình Kinh doanh	9
Các dự án đang triển khai và Quỹ đất	9
Phân tích tài chính	11
Rủi ro	12
ĐỊNH GIÁ	12
1. Lợi nhuận dự phóng 2018	12
2. Phương pháp định giá	14
PHỤ LỤC	17
Thông tin tài chính.....	17

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG

Tăng trưởng mạnh mẽ, chậm hơn trong quý 2, chỉ số nửa đầu năm cao nhất kể từ năm 2011.

Lạm phát tăng mạnh với CPI tháng 6 cao nhất kể từ năm 2011, gây sức ép đối với mục tiêu lạm phát 4% của SBV.

Bất động sản thu hút nguồn vốn FDI lớn thứ hai

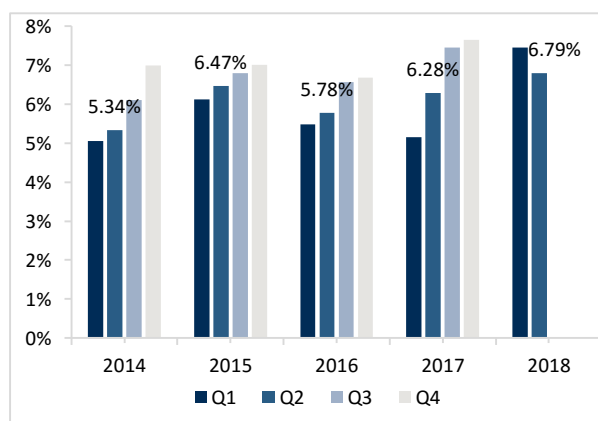
1. Kinh tế Việt Nam

Các thông tin trên thị trường cho thấy đà tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của năm ngoái đã được tiếp nối sang năm nay. Nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng song với tốc độ chậm hơn, đạt 6.79% trong quý II sau khi đạt mức tăng trưởng quý I kỉ lục trong 10 năm qua (7.48%). Việt Nam vẫn là một trong những nền kinh tế phát triển nhanh nhất thế giới nhờ xuất khẩu hưng thịnh, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cao và ngành du lịch phát triển mạnh mẽ (Biểu đồ 1).

Theo TCTK, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 6 tăng 0.61% so với tháng 5, mức tăng cao nhất so với cùng kỳ từ năm 2011. CPI tăng trưởng 2.22% so với tháng 12/2017 và 4.67% YoY khiến chỉ số nửa đầu năm 2018 tăng 3.29% YoY (Biểu đồ 2).

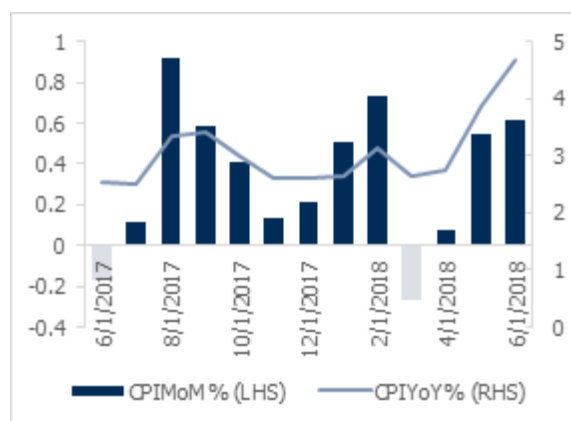
FDI của Việt Nam - bao gồm vốn đăng ký mới, vốn tăng, vốn góp và mua cổ phần - đạt tổng cộng 20.33 tỷ USD trong nửa đầu năm 2018, tăng 5.7% cùng kì. Ngành bất động sản đứng thứ hai khi thu hút được lượng vốn FDI là 5.54 tỷ USD, chiếm 27.3% tổng vốn FDI. Hà Nội dẫn đầu cả nước về tổng vốn FDI được phê duyệt trong nửa đầu năm 2018, với 5.87 tỷ USD. Điểm nổi bật của giai đoạn này chính là việc Tập đoàn Nhật Bản Sumitomo cùng các đối tác địa phương khác như BRG đã được Ủy ban nhân dân thành phố phê duyệt dự án thành phố thông minh trị giá 4.13 tỷ đô la tại huyện Đông Anh (Biểu đồ 3).

Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP theo quý



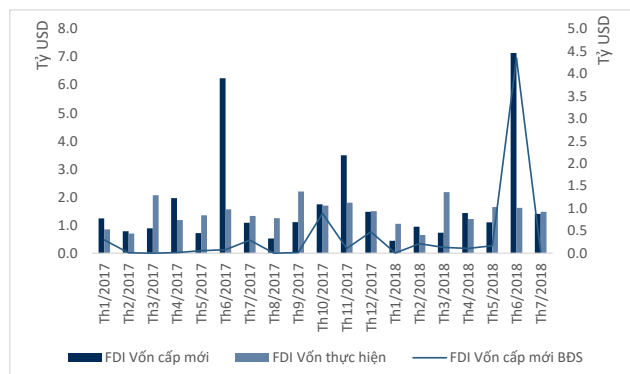
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 2: CPI MoM và YoY



Nguồn: GSO, Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3: Phân bổ FDI



Nguồn: MPI, KBSV

Thị trường Bất động sản Việt Nam tiếp tục tăng trưởng.

Dân số Việt Nam tăng mạnh gần 20.8% trong vòng 17 năm vừa qua.

Tỉ lệ đô thị hóa ước tính đạt 50.7% vào năm 2039

Hơn 50% dân số Việt Nam dự kiến sẽ gia nhập vào tầng lớp trung lưu thế giới vào năm 2035.

Dân số trong độ tuổi lao động tăng trưởng nhanh tác động đến nhu cầu trong nước.

Số lượng căn hộ chào bán tại Hà Nội năm 2018 dự báo sẽ giảm sau 3 năm tăng liên tục.

2. Thị trường bất động sản Việt nam

Thị trường Bất động sản Việt Nam dịch chuyển cùng chiều với nền kinh tế, được hỗ trợ mạnh mẽ bởi một số yếu tố, trong đó bao gồm tăng trưởng GDP, nhân khẩu học cũng như sự phát triển của thị trường tiêu dùng trong nước (nhờ tăng trưởng của tầng lớp thu nhập trung lưu đạt mức cao nhất thế giới). Trong nửa đầu năm 2018, việc ổn định các yếu tố kinh tế vĩ mô và tăng trưởng GDP mạnh mẽ là những yếu tố quan trọng cho sự phát triển của thị trường bất động sản Việt Nam.

Thị trường Bất động sản được hỗ trợ bởi các yếu tố nhân khẩu học.

Dân số Việt Nam đã tăng lên đáng kể qua các năm, từ 77.6 triệu người năm 2000 lên 93.7 triệu người vào năm 2017 và dự kiến sẽ đạt 95 triệu người vào năm 2018 theo ước tính của GOPFP. Hà Nội và TP. HCM là hai thành phố có tốc độ tăng trưởng dân số nhanh nhất Việt Nam. Tổng dân số ở Hà Nội và TP HCM năm 2017 là 15.6 triệu người, chiếm 16.5% dân số Việt Nam (Biểu đồ 4).

Theo nghiên cứu của TCTK, tốc độ đô thị hóa năm 2017 là 33%, mức này là khá thấp, nhưng dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng theo từng năm và có thể đạt mức 50.7% vào năm 2039. Với việc chuyển dịch cơ cấu lao động, người dân di chuyển từ nông thôn ra thành thị làm việc khiến gia tăng nhu cầu về nhà ở, đặc biệt là phân khúc căn hộ bình dân và giá rẻ.

GDP tăng trưởng bền vững làm tăng GDP bình quân đầu người và tăng trưởng của tầng lớp thu nhập trung lưu và giàu có. Số lượng người thuộc tầng lớp trung lưu vào năm 2020 dự kiến là 33 triệu người. Việc tăng thu nhập có thể thúc đẩy sức mua và ảnh hưởng tích cực đến nhu cầu và khả năng chi trả cho các sản phẩm nhà ở. Nhờ sự chuyển dịch cơ cấu lao động từ nông thôn ra thành thị, năng suất lao động nâng cao dẫn tới gia tăng về độ giàu có của tầng lớp trung lưu. Theo số liệu của World Bank, 40% hộ gia đình hàng đầu Việt Nam chiếm 55% tổng thu nhập. Cũng theo dự báo của World Bank, nếu mức tăng trưởng tiêu dùng trung bình hàng năm là 4%, vào năm 2035, hơn một nửa dân số Việt Nam (khoảng 50 triệu) sẽ gia nhập vào tầng lớp trung lưu toàn cầu, so với mức 11% vào năm 2017, và thu nhập của tầng lớp này có thể đạt ít nhất 15,000 đô la Mỹ (Biểu đồ 5).

Nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường bất động sản nói riêng đều được hưởng lợi từ cơ cấu dân số trẻ trong độ tuổi lao động đang gia tăng mạnh mẽ, thúc đẩy nhu cầu trong nước. Theo thống kê của TCTK về cơ cấu dân số, Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn được gọi là “cơ cấu dân số vàng”, nghĩa là cứ 2 người hoặc hơn trong độ tuổi lao động thì chỉ có một người phụ thuộc. Số lượng người trong độ tuổi từ 15 đến 64 chiếm gần 70% tổng dân số, và số lượng người trên 65 tuổi chỉ chiếm dưới 15% cho đến năm 2044 (Biểu đồ 6)

Thị trường Hà Nội

Theo dự báo của CBRE, sẽ có 32,000 căn hộ được mở bán tại Hà Nội vào năm 2018 - giảm 10% so với cùng kỳ năm ngoái. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội đã bắt đầu tăng nhanh từ năm 2015. Tổng số căn hộ chào bán vào năm 2015 là khoảng 34,000, gần gấp đôi so với năm 2014 và vẫn duy trì ở mức cao cho đến năm 2017. Tổng cộng 35,000 căn hộ đã được tung ra vào năm 2017, tăng 12%

Số lượng căn hộ khai trương nửa đầu năm 2018 giảm đáng kể.

so với cùng kỳ. Phân khúc trung cấp chiếm hơn 65% tổng số căn hộ chào bán vào năm 2017 và hơn 50% trong năm 2015 và 2016. Tỷ lệ hấp thụ đạt trên 70% trong 3 năm qua nhờ cải thiện của hệ thống cơ sở hạ tầng tại những khu vực ngoài trung tâm. Những con số này cho thấy mức cung cầu cho từng ngành nằm ở mức khá cân bằng trong vòng 3 năm qua (Biểu đồ 8,9).

Cũng theo CBRE, trong nửa đầu năm 2018, đã có 15,334 căn hộ được tung ra tại Hà Nội, thuộc 23 dự án, trong đó có 6,534 căn được tung ra trong Q1, giảm 20% so với cùng kỳ năm ngoái và 8,800 căn trong Q2. Hầu hết các dự án ra mắt trong giai đoạn này đều nằm ở phía Tây và phía Bắc của thành phố. Ba dự án mới đáng chú ý trong phân khúc cao cấp bao gồm D'Eldorado 2, Starlake và Vinhomes West Point, tất cả đều được đặt tại những vị trí hấp dẫn, thu hút sự chú ý tích cực từ thị trường. Phân khúc cao cấp chiếm tỷ trọng 37% trong quý này. Giá bất động sản chung cư trong nửa đầu năm 2018 được ghi nhận ở mức 1,332 USD/m², giảm 0,4% so với quý trước nhưng tăng 0.4% so với cùng kỳ năm trước, giao động trong khoảng 2%. Ba dự án cao cấp đã tăng giá trung bình của phân khúc cao cấp lên 1.5% so với cùng kỳ.

Giá bất động sản giao động nhẹ, song tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức tích cực.

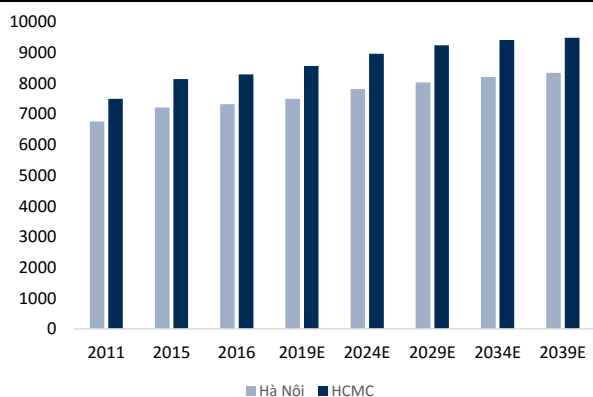
Trong Q2 2018, có tổng cộng 5,900 căn hộ được bán, giảm 22% so với cùng kỳ. Một trong những lý do cho việc giảm này có thể xuất phát từ lo ngại về vấn đề an toàn chung cư xuất hiện trong quý, điều này có thể ảnh hưởng đến tâm lý của một số người mua, tuy nhiên đồng thời lại tạo cơ hội cho các doanh nghiệp phát triển có hồ sơ theo dõi tốt. Tỷ lệ hấp thụ vẫn nằm ở mức tích cực, do quý 2 hàng năm là thời điểm các chủ đầu tư rà soát lại các sản phẩm hiện tại cũng như thực hiện chuẩn bị mở bán sản phẩm mới vào nửa cuối năm. Nguồn cung từ đó cũng giảm theo và thị trường có thêm thời gian để hấp thụ các sản phẩm chưa bán. Hàng tồn kho bất động sản ước tính khoảng 24,473 tỷ đồng (1.07 tỷ USD), giảm 81% so với mức kỉ lục vào thời điểm khủng hoảng bất động sản năm 2013 (128,548 tỷ đồng) và 4.29% từ cuối năm 2017 (25,382 tỷ đồng). Đây là tín hiệu tích cực cho thị trường, cho thấy các doanh nghiệp đã có nhiều kinh nghiệm hơn trong việc phát triển các dự án nhà ở cũng như phân tích các điều kiện thị trường (Hình 7).

Thay đổi lớn trong nội bộ doanh nghiệp làm kéo dài thời gian của chu kỳ.

Đã đến thời kỳ của những doanh nghiệp phát triển có uy tín.

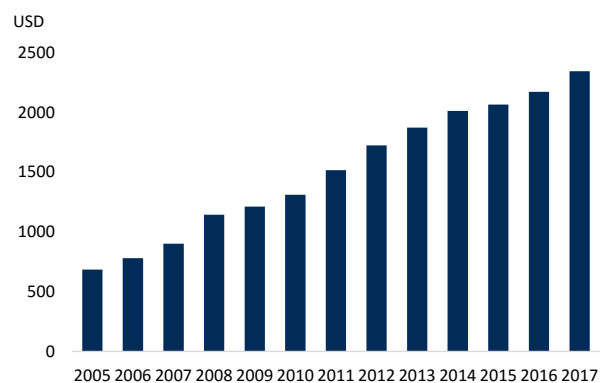
Mặc dù vẫn tồn tại những lo ngại nhất định liên quan tới tính ổn định về tăng trưởng tín dụng, thị trường BĐS dự kiến sẽ tiếp tục đà phát triển trong nửa cuối năm 2018. Điều quan trọng ở đây là phải có cái nhìn dài hạn hơn về những biến động của chu kỳ bất động sản. Thị trường BĐS Việt Nam trải qua 4 giai đoạn: phục hồi, tăng trưởng, suy thoái và khủng hoảng, do đó, nếu nhìn theo dòng thời gian, 2018 sẽ là điểm kết thúc của chu kỳ. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, thị trường BĐS có thể sẽ đạt đỉnh chu kỳ vào năm 2020 rồi bắt đầu suy thoái. Trong giai đoạn 2018-2020, thị trường đòi hỏi sự thay đổi lớn từ nội tại các doanh nghiệp phát triển BĐS để phù hợp hơn với sự phát triển của thị trường. Ngoài ra, thị phần BĐS trong giai đoạn này sẽ tập trung nhiều hơn vào các doanh nghiệp phát triển có uy tín và chất lượng cao. Thêm vào đó, đến năm 2020, ngành Ngân hàng Việt Nam sẽ áp dụng mô hình Basel II, kéo theo việc dòng vốn đổ vào thị trường BĐS có thể giảm.

Bảng 4: Dân số Hà Nội và TP HCM (đơn vị: nghìn)



Nguồn: Bloomberg

Bảng 5: GDP bình quân đầu người



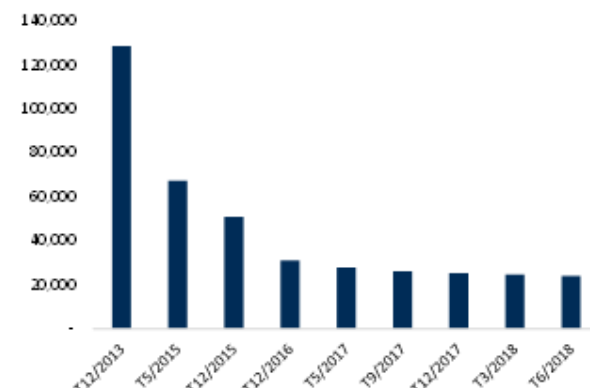
Nguồn: GSO

Bảng 6: Cơ cấu dân số theo độ tuổi



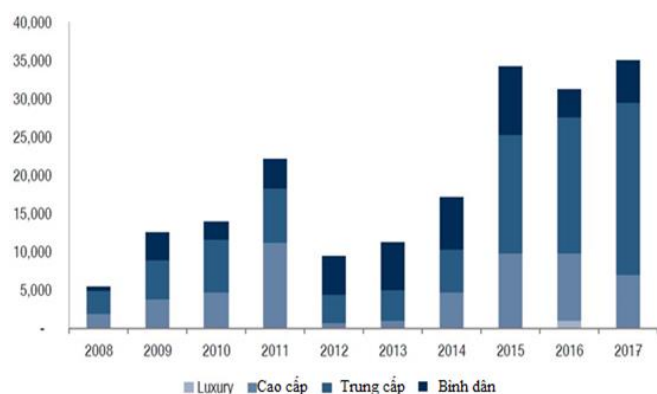
Nguồn: GSO

Bảng 7: Tồn kho bất động sản tại Việt Nam



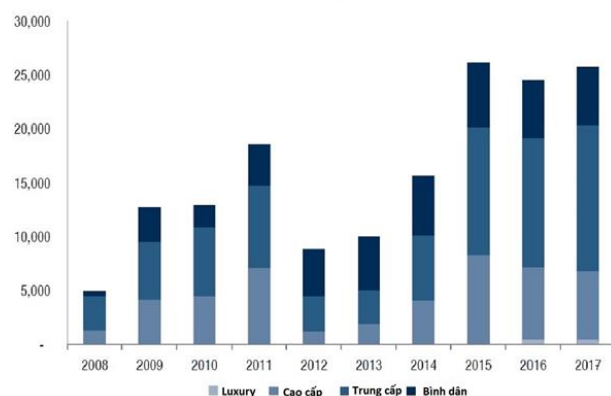
Nguồn: KBSV

Bảng 8: Số lượng căn hộ mở bán tại Hà nội



Nguồn: CBRE

Bảng 9: Số lượng căn hộ được bán tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

Hiệp định CPTPP được kì vọng kích thích đầu tư và thúc đẩy xuất khẩu.

BIM Group hợp tác cùng Aeon xây dựng trung tâm thương mại Aeon Mall thứ hai tại Hà Đông

Ngân hàng nhà nước Việt Nam thắt chặt tín dụng ngân hàng nhằm ngăn chặn sức nóng của thị trường bất động sản.

Phòng cháy chữa cháy trở thành vấn đề nóng hổi đối với các dự án chung cư.

Tin tức cập nhật

Hiệp định CPTPP đem lại những cơ hội lớn cho nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường Bất động sản nói riêng. Quá trình tự do hóa thương mại và hội nhập kinh tế, thông qua CPTPP, giúp cho Việt Nam trở thành một trong những thị trường hấp dẫn, thu hút được dòng vốn FDI với giá trị lớn hơn. Hoạt động rót vốn đầu tư cũng đang diễn ra ở tất cả các lĩnh vực BĐS từ công nghiệp, văn phòng, nhà ở thương mại đến bán lẻ.

Vào tháng 3 năm 2018, BIM Group và AEON Việt Nam Co Ltd, công ty con của tập đoàn bán lẻ và dịch vụ tài chính hàng đầu Nhật Bản AEON, đã ký thỏa thuận hợp tác xây dựng trung tâm thương mại mới ở quận Hà Đông, Hà Nội. Trung tâm thương mại này sẽ là Aeon Mall thứ hai tại Hà Nội và là trung tâm thương mại lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn hơn 200,000m². Dự án đã được khởi công vào năm 2017 và dự kiến hoàn thành vào tháng 4 năm 2019. Dự án này đóng góp một phần rất lớn vào hệ thống cơ sở hạ tầng ở phía Tây Hà Nội cũng như góp phần đẩy giá bất động sản tại khu vực này lên cao.

Đầu năm 2018, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) có văn bản 563/NHNN-TTGSNH yêu cầu các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài hạn chế tập trung vốn cho vay vào lĩnh vực bất động sản, xây dựng. Không chỉ kiểm soát chặt hạn mức tín dụng, các ngân hàng thương mại còn tiến hành tăng lãi suất cho vay mua nhà và sửa chữa nhà cửa 1-2%/năm, lên mức trên 12%/năm còn lãi suất cho vay chủ đầu tư tăng khoảng 0.5%. Tính đến cuối tháng 5/2018, tín dụng Bất động sản tăng trưởng thấp ở mức 2.19% so với cùng kỳ năm 2017. Có thể thấy Nhà Nước đã có động thái quyết liệt trong việc giám sát, quản lý và kiểm soát dòng vốn chảy vào thị trường Bất động sản, do vậy các doanh nghiệp BĐS sẽ phải tìm kiếm các nguồn vốn mới bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng bên cạnh đó, nhu cầu mua nhà cũng có nguy cơ bị ảnh hưởng.

Sau sự kiện cháy tòa nhà Carina, hành vi của người mua nhà có phần thay đổi. Người mua nhà trở nên cẩn trọng và quan tâm hơn đến vấn đề an toàn khi lựa chọn căn hộ. Tại thành phố Hồ Chí Minh, nhu cầu mua căn hộ chững lại trong Q2/2018.

TỔNG QUAN CÔNG TY

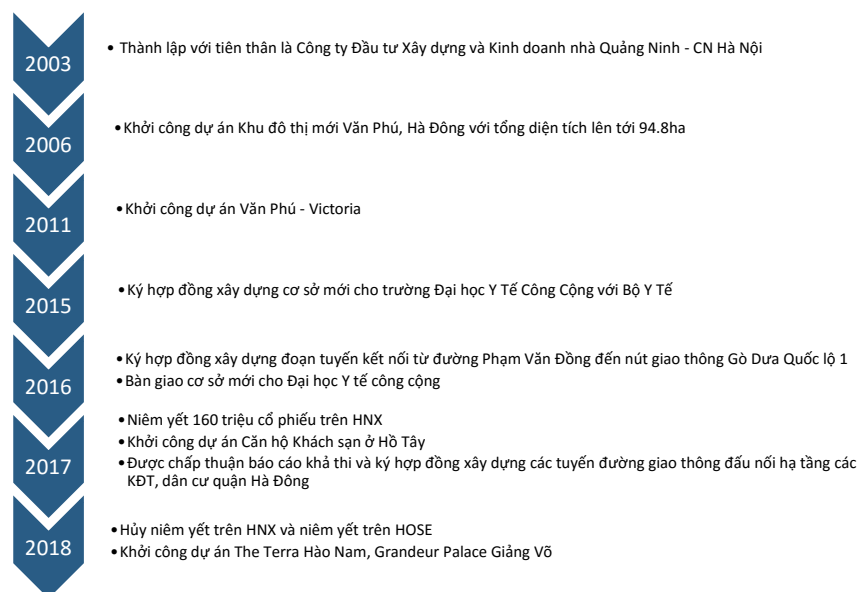
Văn Phú Invest là doanh nghiệp phát triển bất động sản hàng đầu tại khu vực phía Tây Hà Nội.

Hoạt động của VPI bao gồm kinh doanh bất động sản, đầu tư và phát triển nhà đất, tư vấn kiến trúc và kỹ thuật, chủ yếu tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh.

Năm 2017, Văn Phú – Invest trở thành công ty đại chúng.

1. Hồ sơ công ty

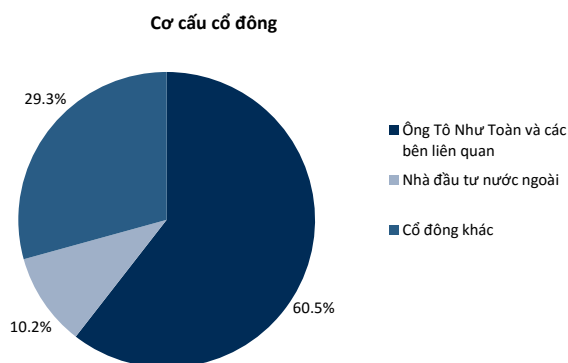
Lịch sử công ty



Cấu trúc công ty

VPI có 6 công ty con và 4 công ty liên kết với tỷ lệ sở hữu như Hình 11.

Bảng 10: Cơ cấu cổ đông

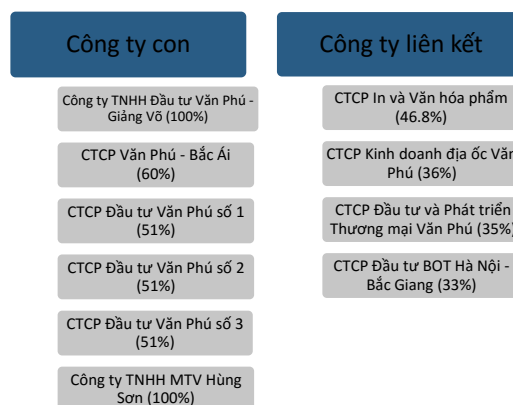


Nguồn: VPI

Danh sách NĐT nước ngoài	Tỷ lệ sở hữu
Dragon Capital	5%
Vietnam Holdings	4%
APS	1%

Nguồn: VPI

Bảng 11: Công ty con và công ty liên kết



Nguồn: VPI

Văn Phú đã cho ra mắt và hoàn thành nhiều dự án xây dựng quy mô lớn, trong đó nổi bật là hai dự án Victoria Shophouse và Văn Phú – Victoria.

VPI có lợi thế cạnh tranh nhờ giá đất rẻ.

Dự án Xây dựng – Chuyển giao (BT): con đường nhanh nhất để tích lũy quỹ đất

- 1. Xây dựng khuôn viên mới của Đại học Y tế Công cộng Hà Nội để đổi lấy quỹ đất 9.031 m2 trên đường Giảng Võ.**
- 2. Xây tuyến đường nối từ Phạm Văn Đồng đến ngã tư Gò Dưa, Thủ Đức, TP Hồ Chí Minh để đổi lấy 6 lô đất tại TP HCM**
- 3. Xây dựng tuyến đường nối từ trung tâm thành phố đến khu dân cư tại quận Hà Đông để đổi lấy 5 lô đất tại khu vực phía Tây Hà Nội**

Những dự án đã hoàn thành

Dự án Victoria Shophouse nằm trong khu đô thị Văn Phú, bao gồm 148 căn shophouse với tổng diện tích 18,430m2 tại đường Văn Phú, quận Hà Đông. Dự án thừa hưởng mạng lưới cơ sở hạ tầng của khu vực. Chủ sở hữu của những căn hộ này có thể sử dụng vừa làm nhà ở và vừa để kinh doanh. Năm 2017, Văn Phú đã bàn giao thành công toàn bộ 148 shophouse cho chủ sở hữu và ghi nhận vào doanh thu năm 2017.

Dự án Văn Phú – Victoria là khu tổ hợp chung cư và dịch vụ cao cấp với 3 tòa nhà, lên đến 1290 căn hộ tại khu đô thị Văn Phú và đã hoàn thành việc bàn giao vào tháng 8/2018 (Bảng 12).

2. Mô hình Kinh doanh

Các dự án đang triển khai và Quỹ đất

VPI hiện đang sở hữu quỹ đất khoảng 230 ha. Quỹ đất này được tích lũy bởi việc thực hiện một số hợp đồng BT, do đó chi phí đất của VPI thường rẻ hơn so với giá thị trường. Chiến lược này được đánh giá rất cao do giúp VPI có thể mở rộng quỹ đất với chi phí thấp để phát triển hoạt động kinh doanh bất động sản của công ty (Bảng 13).

Năm 2015, VPI ký hợp đồng BT xây dựng khuôn viên mới của Đại học Y tế Công cộng Hà Nội cho Bộ Y tế với tổng vốn đầu tư là 640 tỷ đồng (tương đương 28.21 triệu USD). VPI được cung cấp sử dụng khuôn viên cũ của trường đại học này trên đường Giảng Võ, quận Ba Đình, Hà Nội với tổng diện tích 9,031 mét vuông. Đây là lô đất vàng tại khu vực trung tâm quận Ba Đình. VPI hiện đang cho ra mắt khu tổ hợp dân cư Grandeur Palace - Giảng Võ trên mảnh đất này. Dự án này bao gồm công trình tòa nhà cao 22 tầng với tổng diện tích 2,155 m2 và 32 căn thấp tầng. Dự án nằm trên tuyến phố đông đúc với tiềm năng kinh doanh, nhờ đó thu hút sự chú ý từ người mua.

VPI hiện đang triển khai thêm 3 dự án hạ tầng BT, trong đó 2 dự án tại Hà Nội và 1 tại thành phố Hồ Chí Minh. Năm 2017, VPI ký hợp đồng BT cùng chính quyền TP Hồ Chí Minh để xây dựng tuyến đường nối Phạm Văn Đồng đến nút giao Gò Dưa và chi phí phát triển được trả bằng 6 lô đất tại TP HCM. Quỹ đất hiện tại mà thành phố đang dự định trả cho VPI là chưa đủ và thành phố đang tìm thêm đất để trả cho VPI.

Chính quyền Hà Nội đã phê duyệt báo cáo tiền khả thi của dự án xây dựng tuyến đường nối các khu đô thị và khu dân cư ở quận Hà Đông theo chương trình BT, hiện đang trong giai đoạn chuẩn bị ký hợp đồng. VPI là chủ đầu tư đối lại sẽ nhận được quỹ đất từ thành phố. Hiện tại, VPI đang được giao sử dụng đất tại khu vực Kiến Hưng, Bắc Lãm, Phú Lãm, Hà Cầu và Dương Nội ở quận Hà Đông, trong đó Kiến Hưng và Phú Lãm là những dự án lớn nhất với tổng diện tích lên tới 7.6 ha và 13 ha.

Trong vòng hai năm tới, công ty dự định triển khai 3 dự án là Grandeur Palace - Mỹ Đình, Kiến Hưng và Dương Nội. Năm 2019, công ty sẽ bàn giao các căn hộ tại Grandeur Palace - Giảng Võ và The Terra - An Hưng; và đưa dự án khách sạn Hồ Tây vào hoạt động.

Đa dạng hóa sản phẩm để phù hợp với vị trí dự án và tối đa hóa giá trị dự án.

Hầu hết quỹ đất của VPI tại Hà Nội đều nằm ở khu vực phía Tây thành phố, nơi cơ sở hạ tầng hiện đang được đầu tư mạnh mẽ và phát triển nhanh chóng. Theo kế hoạch phát triển của thành phố Hà Nội vào năm 2030 và tầm nhìn đến năm 2050, phía tây và tây nam Hà Nội sẽ trở thành trung tâm hành chính, dịch vụ và thương mại mới. Việc phát triển cơ sở hạ tầng và mạng lưới giao thông có thể làm nâng cao giá trị các dự án của VPI. Đặc biệt, dự án Kiên Hưng, Bắc Lâm và Phú Lâm có thể hưởng lợi từ việc hoàn thành tuyến đường Chu Văn nối từ đường Nguyễn Xiển đến khu đô thị Xa La. Tuyến đường sắt trên cao Cát Linh - Hà Đông và các tuyến đường nối từ trung tâm thành phố và khu dân cư tại Hà Đông dự kiến sẽ rút ngắn thời gian di chuyển của người dân đến trung tâm thành phố và gia tăng giá trị các dự án của VPI. Tại khu vực này, VPI có kế hoạch xây dựng khu căn hộ giá rẻ/tầm trung.

Tại Hà Nội, VPI có thêm 3 dự án ở trung tâm thành phố bao gồm Giảng Võ, Hào Nam và Mỹ Đình. Các dự án này có vị trí đặc địa nằm tại khu vực đông dân cư, cơ sở hạ tầng và dịch vụ công cộng đầy đủ. Tại khu vực này, VPI có kế hoạch xây dựng khu căn hộ cao cấp đầy đủ tiện nghi.

Bảng 12: Những dự án đã hoàn thành của VPI

Dự án	Diện tích (m2)
Hạ tầng Khu đô thị Văn Phú quận Hà Đông, Hà Nội	948,000
Chung cư Văn Phú - Victoria	1,500
Cơ sở mới Đại học Kỹ thuật Hậu cần Công an Nhân dân	263,000
Đường cao tốc Hà Nội - Bắc Giang	45.8km
Nhà phố thương mại Victoria	18,800
Tuyến đường nối đại lộ Phạm Văn Đồng đến nút giao Gò Dưa, Thủ Đức	2.75km
Cơ sở mới Đại học Y tế công cộng Hà Nội	77,300

Nguồn: VPI

Bảng 13: Danh mục dự án của VPI

Dự án	Nguồn gốc	Thành phố	Diện tích (m2)	Diện tích sàn (m2)
Grandeur Palace - Giang Vo		Hà Nội	9,031	49,770
The Terra - Hào Nam	BT - Đại học Y tế Công Cộng	Hà Nội	6,681	27,852
	Hợp tác với CTCP In và Văn hóa phẩm			
The Terra - An Hưng	Nhận chuyển nhượng	Hà Nội	35,574	288,250
Grandeur Palace - Phạm Hưng	Nhận chuyển nhượng	Hà Nội	22,744	213,825
Cần hộ khách sạn Hồ Tây		Hà Nội	4,632	32,056
Khu nhà ở cao tầng Kiến Hưng	BT - Hà Đông	Hà Nội	9,986	108,849
Khu đô thị mới Kiến Hưng	BT - Hà Đông	Hà Nội	75,684	126,339
Dự án Phú Lâm	BT - Hà Đông	Hà Nội	136,430	257,978
Khu đô thị Bắc Lâm	BT - Hà Đông	Hà Nội	418,422	483,946
Dự án Hà Cầu	BT - Hà Đông	Hà Nội	23,014	133,356
Dự án Dương Nội	BT - Hà Đông	Hà Nội	25,522	39,431
Dự án Hữu Hòa	BT - Hà Đông	Hà Nội	1,560,000	
Lô đất 129 Đinh Tiên Hoàng	BT - HCMC	HCMC	7,200	84,325
Lô đất 234 Lý Tự Trọng	BT - HCMC	HCMC	642	4,187
Lô đất 132 Đào Duy Từ	BT - HCMC	HCMC	10,618	98,747
Lô đất 582 Kinh Dương Vương	BT - HCMC	HCMC	11,463	106,606
12 Kỳ Đồng	BT - HCMC	HCMC	940	
42 Trương Định	BT - HCMC	HCMC	807	

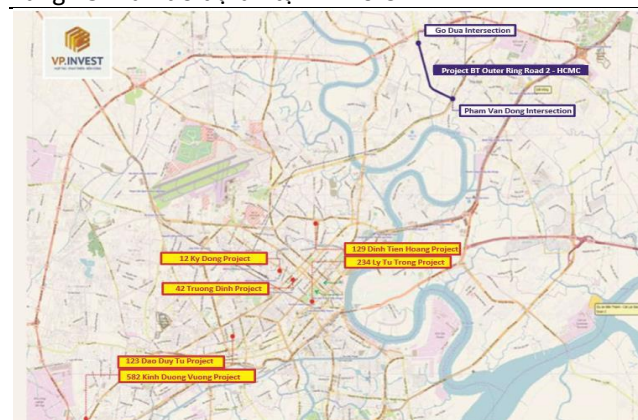
Nguồn: VPI

Bảng 14: Bản đồ dự án tại Hà Nội



Nguồn: VPI

Bảng 15: Bản đồ dự án tại TP Hồ Chí Minh



Nguồn: VPI

Kết quả kinh doanh tích cực năm 2017 và nửa đầu 2018

Tổng tài sản giảm nhẹ do tiền mặt giảm

Cấu trúc vốn nằm ở mức an toàn

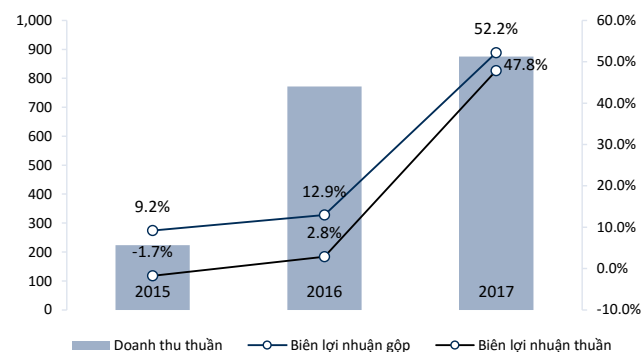
Phân tích tài chính

Doanh thu 2017 tăng 13.4% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu từ 11 căn shophouse của dự án Nhà phố thương mại Victoria V5-V6. Biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể từ 12.9% lên 52.2% nhờ các dự án tạo ra doanh thu vào năm 2017 có chi phí sản xuất thấp. Lợi nhuận sau thuế đạt 421.7 tỷ đồng, tăng 2,257.3% yoy. Doanh thu và Lợi nhuận thuần trong Q1/2018 của VPI chỉ đạt lần lượt là 27.2 tỷ đồng và 6.13 tỷ đồng do doanh thu từ những dự án quy mô lớn như dự án Giảng Võ, Hào Nam chỉ có thể ghi nhận vào cuối năm 2018. Trong Q2/2018, VPI lên kế hoạch ghi nhận 180 tỷ đồng doanh thu từ chuyển nhượng dự án Thảo Điền (Bảng 15).

Tổng tài sản của VPI trong Q1/2018 đạt 3,595 tỷ giảm 3.78% so với đầu năm 2018 và tăng 32.7% so với năm 2016. Phải thu chiếm tỷ trọng lớn trên tổng tài sản, chiếm gần 41.3% chủ yếu do khoản phải thu từ Bộ Y Tế và đền bù giải phóng mặt bằng. Tiền mặt giảm mạnh 75% do nhu cầu tiền mặt lớn của các dự án BT. Việc thiếu tiền mặt cũng có thể ảnh hưởng đến tiến độ của các dự án đang được thực hiện.

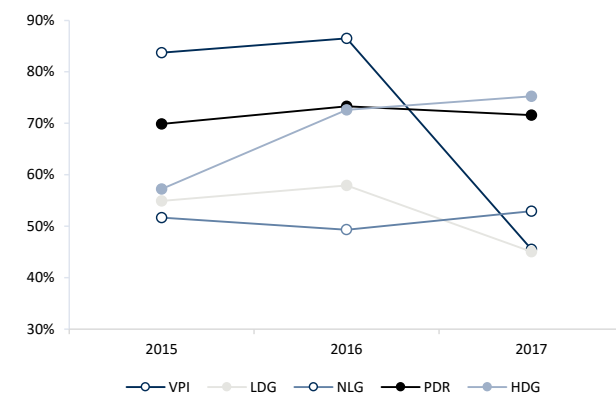
Tỷ lệ nợ/tổng tài sản của VPI ở mức khá thấp so với các doanh nghiệp bất động sản khác, đạt 43.2%. Tổng tiền đầu tư cho các dự án thực hiện trong khoảng thời gian 2018 – 2020 của Văn Phú bao gồm dự án Giảng Võ, Hào Nam, An Hưng, Kiến Hưng và Mỹ Đình chạm mức 8,461 tỷ đồng, chưa bao gồm các dự án không có kế hoạch cụ thể.

Bảng 15 : Tăng trưởng doanh thu



Nguồn: KBSV

Bảng 16: So sánh cấu trúc vốn



Nguồn: KBSV

Chu kỳ 10 năm của thị trường bất động sản – Rủi ro kinh tế.

Vấn đề pháp lý: lo ngại về pháp lý liên quan đến căn hộ khách sạn (condotel) và sổ đỏ cho nhà đầu tư nước ngoài.

Rủi ro liên quan đến lịch triển khai dự án và lịch trình bán.

Rủi ro khác

ĐỊNH GIÁ

Lợi nhuận sau thuế của VPI năm 2018 dự báo đạt 593 tỷ đồng, tăng 40.62% so với cùng kỳ, tương ứng với EPS dự phóng là 3.706 đồng / cổ phiếu.

Rủi ro

Doanh thu của VPI chủ yếu đến từ doanh thu bán nhà ở, do đó những biến động trên thị trường sẽ tác động trực tiếp đến lợi nhuận của công ty.

Rủi ro đến từ biến động của những yếu tố vĩ mô bao gồm tốc độ tăng trưởng, lạm phát, lãi suất, tỷ giá và chính sách của nhà nước để điều chỉnh các yếu tố vĩ mô sẽ gây ra những ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp lên kết quả kinh doanh của toàn ngành. Ví dụ, Thông tư 563/NHNN-TTGSNH có thể làm hạn chế dòng vốn vào thị trường bất động sản, do đó các công ty bất động sản có thể gặp khó khăn khi tăng vốn.

Cùng với những phân khúc truyền thống, các sản phẩm mới cũng được VPI giới thiệu bao gồm mô hình căn hộ khách sạn condotel, mô hình văn phòng đa năng officetel tại Grandeur Palace Mỹ Đình. Tuy nhiên, những vấn đề pháp lý liên quan đến những dự án này, đặc biệt là mô hình condotel hiện vẫn chưa được giải quyết. Các nhà đầu tư Condotel hiện không được cấp sổ hồng để trao quyền sở hữu cho các tòa nhà, tình trạng pháp lý của sổ hồng liên quan đến condotel cũng vẫn chưa được pháp luật xác nhận.

Nhờ xu hướng hội nhập hóa, số lượng người nước ngoài đến sinh sống và làm việc tại Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng. Mặc dù chính phủ đã có những nỗ lực để ban hành văn bản hướng dẫn và cho phép người nước ngoài được quyền sở hữu tài sản, song vẫn còn tồn tại nhiều xung đột gây khó khăn khi tiến hành những thủ tục pháp lý giúp người nước ngoài sở hữu sổ đỏ.

VPI, mang đặc tính của các doanh nghiệp phát triển bất động sản cũng phải đối mặt với nhiều vấn đề đặc trưng của ngành bao gồm vấn đề tiến độ của dự án liên quan tới pháp lý, tốc độ đền bù giải phóng mặt bằng, giải ngân vốn và bán hàng.

Lợi nhuận từ việc bán nhà ở chỉ được ghi nhận sau khi bàn giao công trình, do đó việc khách hàng chậm trả cũng có thể làm tăng hàng tồn kho, khoản phải trả, trong khi nguồn doanh thu lại gặp nhiều biến động. Những rủi ro này có thể ảnh hưởng rất nhiều đến doanh thu của VPI, do đó việc công ty tìm kiếm các nguồn vốn khác để thực hiện các hoạt động kinh doanh là vô cùng cấp thiết.

Rủi ro liên quan tới những yếu tố khách quan như hiện tượng tự nhiên, thiên tai, chiến tranh hoặc hỏa hoạn cũng có thể gây ra những khó khăn và ảnh hưởng lớn đến hoạt động xây dựng và kinh doanh của VPI.

1. Lợi nhuận dự phóng 2018

Năm 2018, tổng doanh thu của VPI dự kiến đạt 2,143 tỷ đồng, tăng 144% yoy, đến từ các dự án: (1) 32 biệt thự thấp tầng của dự án Giàng Vỡ sẽ được bàn giao vào tháng 12/2018. Chúng tôi ước tính giá đất trên cơ sở thận trọng là 220 triệu đồng/m² mặc dù hiện tại giá giao dịch trong khu vực dao động từ 250-300 triệu đồng/m². Các biệt thự thấp tầng hiện đang bắt đầu được xây dựng và khả năng hoàn thành theo kế hoạch là rất cao; (2) 25 biệt thự thấp tầng của dự án Terra Hà Nội sẽ được ra mắt vào tháng 12/2018; (3) VPI dự kiến sẽ chuyển nhượng 49% dự án The Terra An Hưng cho đối tác Nhật Bản. Chúng tôi kỳ vọng VPI sẽ thu được 800 tỷ từ hợp đồng này. (4) 180 tỷ doanh thu có được từ việc chuyển giao dự án Thảo Điền vào năm 2018. Chi tiết các giả định được trình bày trong Bảng 19 và 20.

Lợi nhuận sau thuế của VPI năm 2019 dự báo đạt 686 tỷ đồng, tăng 15.68% so với cùng kỳ, tương ứng EPS dự phóng là 4.289,6 đồng/cổ phiếu.

Biên lợi nhuận gộp ước tính giảm nhẹ từ 52.2% năm 2017 xuống còn 41.8% năm 2018 do các dự án có thể bàn giao trong năm 2018 có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn.

Thu nhập tài chính ước đạt 2 tỷ đồng, giảm mạnh so với năm 2017 do không có lợi nhuận từ việc bán khoản các đầu tư. Chi phí tài chính ước đạt 40.1 tỷ đồng, tăng 50.7%, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng từ các khoản vay mới để tài trợ cho các dự án đầu tư.

Chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu là 5.0%, giảm hơn 1% so với năm 2017 do tăng trưởng doanh thu cao.

Năm 2019, tổng doanh thu của VPI ước tính đạt 3,512 tỷ đồng, tăng 63.9% so với cùng kỳ nhờ các dự án: (1) Khu cao tầng của dự án Giảng Võ, (2) Khu cao tầng của dự án Hào Nam, (3) dự án biệt thự thấp tầng Terra An Hưng, (4) dự án cao ốc Kiến Hưng.

Bảng 17: Dòng tiền dự án Giảng Võ

	2018F	2019F
Dòng thu	881,120,210,000	1,290,076,832,000
Dòng chi	908,093,824,433	876,993,107,953
Thuế TNDN	41,387,147,941	66,742,490,039
Giá trị hiện tại	(68,360,762,374)	346,341,234,008
Giá trị hiện tại thuộc về	236,785,699,307	
Doanh thu	831,036,290,000	1,340,160,752,000
Giá vốn hàng bán	582,548,735,796	939,440,264,204
Lợi nhuận gộp	248,487,554,204	400,720,487,796
Chi phí bán hàng	41,551,814,500	67,008,037,600
EBIT	206,935,739,704	333,712,450,196
Thuế TNDN	41,387,147,941	66,742,490,039
Lợi nhuận sau thuế	165,548,591,763	266,969,960,157

Bảng 18: Dòng tiền dự án Hào Nam

	2018F	2019F
Dòng thu	673,722,176,000	355,367,232,000
Dòng chi	304,090,535,919	447,651,464,081
Thuế TNDN	29,141,827,875	16,036,759,645
Giá trị hiện tại	340,489,812,206	(108,320,991,726)
Giá trị hiện tại thuộc về VPI	245,052,815,091	
Doanh thu	663,800,000,000	365,289,408,000
Giá vốn hàng bán	484,900,860,626	266,841,139,374
Lợi nhuận gộp	178,899,139,374	98,448,268,626
Chi phí bán hàng	33,190,000,000	18,264,470,400
EBIT	145,709,139,374	80,183,798,226
Thuế TNDN	29,141,827,875	16,036,759,645
Lợi nhuận sau thuế	116,567,311,499	64,147,038,581

Bảng 19: Doanh thu dự án Giảng Võ

	Diện tích (m2)	Đơn giá (VND/m2)	2018F	2019F
Phần thấp tầng			831,036,290,000	
Diện tích xây dựng	3,094			
Giá bán		220,000,000		
GFA	13,909			
Giá xây dựng		10,810,000		
Phần cao tầng			50,083,920,000	1,290,076,832,000
Tiến độ bán hàng			40%	60%
Tiến độ thanh toán			30%	70%
Khu TTMT và Văn Phòng			166,946,400,000	250,419,600,000
Diện tích	7,729		2,782	4,174
Hệ số sử dụng	90%			
Giá bán		60,000,000		
Căn hộ			419,452,160,000	629,178,240,000
Diện tích sàn	19,564		6,260	9,391
Hệ số sử dụng	80%			
Đơn giá		67,000,000		

Nguồn: KBSV

Bảng 20: Revenue Doanh thu Dự án Hào Nam

	Diện tích (m2)	Đơn giá (VND)	2018F	2019F
Phần thấp tầng			663,800,000,000	
Diện tích đất	2144			
Giá đất				
Diện tích sàn	10,510			
Đơn giá xây dựng				
Phần cao tầng			9,922,176,000	355,367,232,000
Tiến độ bán hàng			40%	60%
Tiến độ thanh toán			30%	70%
TTTM và Văn phòng			33,073,920,000	49,610,880,000
Diện tích	2871		1034	1550
Hệ số sử dụng	90%			
Đơn giá		32,000,000		
Khu căn hộ			128,456,640,000	192,684,960,000
Diện tích	8541		2733	4100
Hệ số sử dụng	80%			
Đơn giá		47,000,000		

Nguồn: KBSV

2. Phương pháp định giá

Phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) and phương pháp định giá so sánh theo P/E được áp dụng khi định giá mục tiêu cho VPI.

Phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV)

Là một doanh nghiệp bất động sản, giá trị của VPI phụ thuộc rất nhiều vào giá trị đất và các dự án tương lai. Việc sử dụng phương pháp định giá RNAV là hợp lý để đưa ra đánh giá hợp lý về chất lượng của tài sản công ty.

Phương pháp DCF được áp dụng để đánh giá lại giá trị các dự án có đầy đủ thông tin bao gồm dự án Giảng Võ, Hào Nam, An Hưng và Grandeur Palace Mỹ Đình. Levered Beta được sử dụng là 0.951 tính toán theo các công ty trong cùng ngành; lãi suất phi rủi ro (risk free rate) là 4.84% tương đương lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 13.02%, tương đương lợi nhuận trung bình 8 năm của VNINDEX. Dựa trên những giả định này, chi phí vốn chủ sở hữu áp dụng cho mô hình DCF là 12.6%. Các dự án khác được tính bằng giá đất hiện tại đã được chiết khấu về ngưỡng an toàn.

Phương pháp định giá so sánh theo P/E

VPI hiện đang được giao dịch ở mức P/E trailing khoảng 15.46x. P/E forward năm 2018 dự báo ở mức 10.99x. Đây là giá khá rẻ so với mức trung bình của các doanh nghiệp trong ngành bất động sản và mức trung bình của VNIndex. Văn Phú là doanh nghiệp bất động sản với tiềm năng phát triển to lớn sở hữu quỹ đất rộng lớn từ các dự án BT. Hầu hết các lô đất này đều nằm ở vị trí đắc địa với khả năng sinh lời rất cao. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng trưởng về kết quả kinh doanh của VPI trong vòng ba năm tới. Dựa trên kết quả của phương pháp định giá và các dự án tiềm năng tương lai, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPI. Giá mục tiêu là 48,330/cổ phiếu, cao hơn 18.9% so với mức giá ngày 10/7/2018.

Bảng 21: Dự án RNAV

(tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đánh giá lại
Dự án Grandeur Palace Giảng Võ	100%	239
Dự án The Terra Hào Nam	49.90%	244
Dự án The Terra An Hưng	51%	1,434
Dự án Grandeur Palace Mỹ Đình	100%	820
Dự án khu nhà ở cao tầng Kiến Hưng	100%	294
Dự án Khu đô thị Kiến Hưng	50%	284
Dự án Dương Nội	50%	319
Dự án Hà Cầu	50%	173
Dự án Khu đô thị Bắc Lãm	50%	1,046
Dự án Phú Lãm	50%	341
Dự án 132 Đào Duy Từ	19%	202
Dự án 582 Kinh Dương Vương	19%	65
Dự án 234 Lý Tự Trọng	19%	46
Dự án 129 Đinh Tiên Hoàng	19%	130
Dự án khu đô thị Hữu Hòa	25%	1,287
Tổng		6,924

Nguồn: KBSV

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận 2018

(tỷ VNĐ)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	875	2,143	3,512
138B Giảng Võ		831	1,340
83 Hào Nam		332	365
The Victoria An Hưng		800	706
Thảo Điền		180	
Kiến Hưng			1,100
Giá vốn hàng bán	419	1,248	2,420
138B Giảng Võ		583	939
83 Hào Nam		152	267
The Victoria An Hưng		350	527
Thảo Điền		163	-
Kiến Hưng		-	687
Lợi nhuận gộp	457	895	1,092
Doanh thu hoạt động tài chính	76	2	2
Chi phí tài chính	27	40	51
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	53	107	175
Lợi nhuận trước thuế	523	752	869
Lợi nhuận sau thuế	422	593	686
EPS	2,636	3,709	4,290

Nguồn: KBSV

Bảng 23: So sánh tương quan P/E

	Mã	P/E pha loãng	Vốn điều lệ	Tỷ trọng	P/E theo tỷ trọng
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	9.44	3,425,714,120,000	16.2%	1.53
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	13.69	1,886,716,900,000	8.9%	1.22
CTCP Tập Đoàn Hà Đô	HDG	9.91	759,680,800,000	3.6%	0.36
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR	12.2	2,663,890,070,000	12.6%	1.53
CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín	SCR	6.41	3,170,337,940,000	15.0%	0.96
CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	24.4	2,381,948,190,000	11.2%	2.74
CTCP Đầu tư Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH	18.49	3,878,323,170,000	18.3%	3.38
CTCP Đầu tư LDG	LDG	14.47	1,887,494,540,000	8.9%	1.29
CTCP ĐTPT Đô thị và KCN Sông Đà	SJS	15.47	1,148,555,400,000	5.4%	0.84
P/E Trung bình					13.84

Nguồn: KBSV

Bảng 24: Định giá VPI

Phương pháp	2017A	2018F	2019F	Giá ước tính	Tỷ trọng	Giá ước tính theo tỷ trọng
P/E	15.46	10.987	9.499	49,296.06	30%	14,788.82
RNAV				47,916.4	70%	33,541.51
Giá mục tiêu						48,330.32

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

TỶ VNĐ	2015	2016	2017
Doanh số	246.97	773.73	875.45
Các khoản giảm trừ	-23.64	-1.63	0.00
Doanh số thuần	223.33	772.10	875.45
Giá vốn hàng bán	-202.85	-672.18	-418.69
Lãi gộp	20.48	99.93	456.76
Thu nhập tài chính	2.52	2.06	75.63
Chi phí tài chính	-9.20	-19.26	-26.60
Trong đó: Chi phí lãi vay	-9.20	-19.26	-26.60
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	-15.66	20.36
Chi phí bán hàng	-2.99	-2.28	0.00
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-10.69	-31.90	-52.99
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	0.12	32.89	473.16
Thu nhập khác	0.06	1.66	80.72
Chi phí khác	-3.20	-5.37	-31.11
Thu nhập khác, ròng	-3.14	-3.71	49.61
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	-3.02	29.17	522.77
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-0.84	-7.22	-103.89
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-0.84	-7.22	-103.89
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	-3.86	21.95	418.88
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-0.35	4.06	-2.84
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	-3.50	17.90	421.72

Báo cáo dòng tiền

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2015	2016	2017
Lãi trước thuế	-3.02	29.17	522.77
Khấu hao TSCĐ	1.27	2.32	1.78
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2.52	-2.41	-75.35
Chi phí lãi vay	9.20	19.26	26.60
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	4.93	48.34	475.79
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-143.01	-566.52	-510.17
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-581.23	-10.22	-7.75
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	181.57	329.57	-271.09
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	1.72	2.04	0.91
Chi phí lãi vay đã trả	-12.67	-31.25	-26.60
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	-6.16	-2.34	-73.30
Tiền chi khác từ các hoạt động kinh doanh	0.00	0.00	-1.68
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-554.85	-230.38	-413.89
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-4.45	-8.36	-23.03
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0.53	0.63	0.53
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0.00	-12.75	-23.20
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0.00	2.55	1.83
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-117.69	-177.05	-279.41
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	478.58	309.51	164.07
Cổ tức và tiền lãi nhận được	2.52	2.06	3.95
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	359.49	116.59	-155.27
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	0.00	975.74
Tiền thu được các khoản đi vay	682.70	975.64	1,469.51
Tiền trả các khoản đi vay	-508.25	-774.49	-1,412.63
Cổ tức đã trả	0.00	0.00	-244.17
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	174.45	201.15	788.45
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-20.91	87.36	219.29
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	39.94	19.03	106.38
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	19.03	106.38	325.68

Nguồn: KBSV

Chỉ số tài chính

	Đơn vị	2015	2016	2017
EBIT	TỶ VNĐ	6.80	65.75	403.77
EBITDA	TỶ VNĐ	8.07	68.07	405.55
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	9.17%	12.94%	52.17%
Tỷ suất EBITDA	%	3.61%	8.82%	46.32%
Tỷ suất EBIT	%	3.04%	8.52%	46.12%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	-1.35%	3.78%	59.71%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	0.05%	4.26%	54.05%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	-1.73%	2.84%	47.85%
Hệ số quay vòng tài sản		0.11	0.32	0.27
Hệ số quay vòng vốn CSH		0.65	2.18	0.73
ROE%	%	-1.02%	5.06%	35.14%
ROA%	%	-0.17%	0.75%	13.12%
P/E		-318.34	62.34	16.14
P/E pha loãng		-318.34	62.34	16.14
P/B		3.38	3.29	3.69

Nguồn: KBSV

Bảng cân đối kế toán

TỶ VNĐ	2015	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,620.26	2,319.12	2,587.15
Tiền và tương đương tiền	19.03	106.38	325.68
Tiền	19.03	38.38	225.68
Các khoản tương đương tiền	0.00	68.00	100.00
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0.00	0.00	22.20
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	0.00	0.00	22.20
Các khoản phải thu	374.66	1,002.52	1,052.14
Phải thu khách hàng	77.94	893.31	801.44
Trả trước người bán	166.52	38.87	31.51
Phải thu về cho vay ngắn hạn	0.00	10.20	4.00
Phải thu khác	130.45	60.39	215.44
Dự phòng nợ khó đòi	-0.25	-0.25	-0.25
Hàng tồn kho, ròng	1,136.03	1,146.25	1,139.16
Hàng tồn kho	1,136.03	1,146.25	1,139.16
Tài sản lưu động khác	90.54	63.96	47.98
Trả trước ngắn hạn	0.00	0.00	0.08
Thuế VAT phải thu	89.36	63.88	47.64
Phải thu thuế khác	1.18	0.09	0.26
TÀI SẢN DÀI HẠN	490.22	374.39	1,150.32
Phải thu dài hạn	84.75	114.75	490.00
Phải thu về cho vay dài hạn	1.83	1.83	0.00
Phải thu dài hạn khác	82.93	112.93	490.00
Tài sản cố định	5.70	13.07	8.73
GTCL TSCĐ hữu hình	5.70	13.07	8.73
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	14.72	20.46	13.55
Khấu hao lũy kế TSCĐ hữu hình	-9.02	-7.38	-4.82
Nguyên giá TSCĐ vô hình	0.17	0.17	0.00
Khấu hao lũy kế TSCĐ vô hình	-0.17	-0.17	0.00
Tài sản dở dang dài hạn	39.05	39.58	143.55
Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang dài hạn	0.00	0.00	45.30
Xây dựng cơ bản dở dang	39.05	39.58	98.25
Đầu tư dài hạn	357.29	205.61	504.62
Đầu tư vào các công ty liên kết	129.79	189.05	488.06
Đầu tư dài hạn khác	227.50	16.57	16.57
Tài sản dài hạn khác	3.44	1.38	2.92
Trả trước dài hạn	3.44	1.38	2.92
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2,110.48	2,693.51	3,737.47
NỢ PHẢI TRẢ	1,766.58	2,330.01	1,700.67
Nợ ngắn hạn	1,237.61	1,882.66	1,380.23
Phải trả người bán	73.81	232.16	132.27
Người mua trả tiền trước	75.19	1.97	1.26
Thuế và các khoản phải trả Nhà nước	0.59	12.93	77.16
Phải trả người lao động	2.04	1.57	7.60
Chi phí phải trả	763.31	688.07	491.85
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0.00	301.45	0.00
Phải trả khác	88.16	96.81	336.57
Vay ngắn hạn	234.04	547.52	333.92
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0.48	0.19	-0.41
Nợ dài hạn	528.97	447.34	320.44
Phải trả dài hạn khác	357.21	387.92	41.43
Vay dài hạn	171.76	59.42	279.01
VỐN CHỦ SỞ HỮU	343.90	363.51	2,036.80
Vốn và các quỹ	343.90	363.51	2,036.80
Vốn góp	262.20	262.20	1,600.00
Cổ phiếu phổ thông	262.20	262.20	1,600.00
Quỹ đầu tư và phát triển	15.18	15.18	15.18
Quỹ khác	7.61	7.61	7.59
Lãi chưa phân phối	45.17	54.42	221.42
LNST chưa phân phối lũy kế đến cuối kỳ trước	48.76	36.53	-12.48
LNST chưa phân phối kỳ này	-3.60	17.90	233.90
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	13.74	24.09	192.61
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2,110.48	2,693.51	3,737.47

Investment Rating for Company

Buy: +15% or beyond

Hold: between +15% and -15%

Sell: -15% or beyond

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung tâm nghiên cứu – Công ty Cổ phần Chứng khoán KB Việt Nam

Nguyễn Xuân Bình

Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Phòng Nghiên cứu ngành HN

Nguyễn Anh Tùng

Chuyên viên cao cấp

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga

Chuyên viên

ngaphb@kbsec.com.vn

Phòng Nghiên cứu ngành HCM

Võ Văn Cường

Trưởng phòng

cuongvv@kbsec.com.vn

Trần Văn Thảo

Chuyên viên

thaotv@kbsec.com.vn

Lê Ngọc Hân

Chuyên viên

hanln@kbsec.com.vn

Phòng Vĩ mô và Thị trường

Đặng Thanh Thế

Trưởng nhóm chiến lược

thedt@kbsec.com.vn

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên vĩ mô

trinhtt@kbsec.com.vn