

**Bloomberg 최고목표주가 VND 118,000**

현재주가 (19/5/16) VND 116,900

국가	베트남
거래소	HSX
상승여력	0.9%

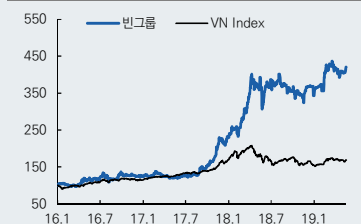
**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
17%	83%	00%

EPS 성장률 (19F,%)	28.6
P/E (19F,x)	71.6
MKT P/E (19F,x)	16.2
배당수익률 (%)	N/A

시가총액 (조VND)	373.1
시가총액 (조원)	19.1
유동주식수 (백만주)	1,837.7
52주 최저가 (VND)	81,818.18
52주 최고가 (VND)	122,500.00

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	29.7	15.0
상대주가	5.9	19.4	21.5



**[아세안]**

박용대 Yongdai Park  
 02-3774-1782  
 yongdai.park@miraesaset.com

# 빙그룹 Vingroup

(VIC VN)

## SK그룹, 빙그룹에 1.2조원 투자

### VIC의 3자배정 유상증자 타임라인

- 지난 3월 14일 VIC는 이사회에서 25조동 규모의 3자배정 유상증자 계획(최대5개 외국 투자기관을 대상)을 결정
- 2.5억주(전체 주식수의 7.83%)를 주당 최소 100,000동으로 발행해 증자규모는 25조동이 될 것으로 밝힘
- 위 자금은 1) 채무 상환, 이자 지급 등에 10조동, 2) 모회사 및 자회사들의 운영자금으로 9조동, 3) 기술 사업(자동차, 스마트폰 등) 투자에 6조동이 쓰일 것으로 밝힘
- 3월 22일 SK그룹이 VIC 유상증자에 참여할 계획을 갖고 있다고 전해짐(Bloomberg)
- 5월 16일 SK그룹은 베트남 하노이에서 VIC의 지분 2.057억주(전체 주식수의 6.15%)를 주당 113,000동에 매입하는 계약을 체결하고 전략적 제휴를 맺기로 함
- 증자규모는 23조동(약 1.2조원)으로 추정되며, 이는 지난 3월 발표했던 25조동보다 작음. 발행가격을 기존 100,000동이 아닌 시장가격과 비슷한 수준으로 조정함으로써 취득 지분 수가 줄어 증자규모가 작아진 것으로 판단
- 매입주체는 지주사인 SK(주)와 SK이노베이션, SK텔레콤, SK E&S, SK하이닉스 등 5개사가 공동 출자해 설립한 SK동남아투자법인. 매입이 완료되면 SK그룹은 VIC의 창업주 팜녓브 영 회장 일가에 이어 사실상 2대 주주로 올라서게 됨

### 성장 잠재력을 고려하면 비싸지 않다

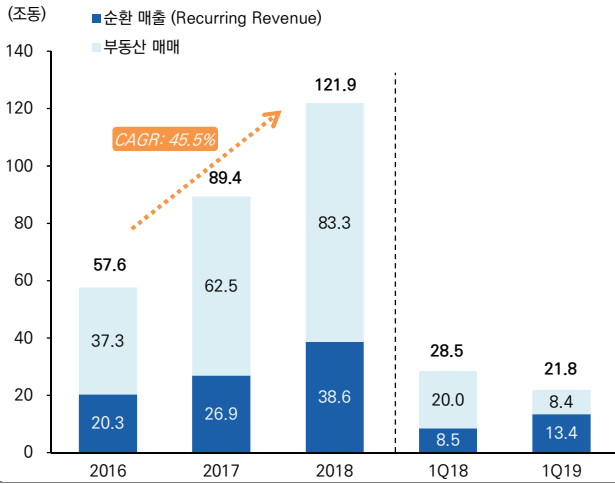
현 주가는 2019년, 2020년 P/E 각각 71.6배, 35.1배에 거래 중이다. 높은 벨류에이션에도 불구하고, SK그룹이 대규모 투자를 결정한 이유는 VIC의 높은 성장 잠재력을 인정했기 때문이다. 사실 동사의 경우, 다양한 사업(부동산 개발업, 임대업, 소매업, 숙박/엔터업, 자동차제 조업, 스마트폰, 약국 등)을 영위하고 있고 각 영역에서 높은 시장 지배력을 갖고 있어, 비교할 수 있는 대상이 없다. 즉 벨류에이션이 높고 낮음을 판단하기가 애매하다. 물론 SK그룹이 시세차익과 배당을 목적으로 하는 단순 재무적 투자자는 아니다. 하지만 금번 투자는 현 주가 수준이 향후 잠재력을 고려할 시 결코 비싸지 않다는 메시지로 받아들여 질 수도 있다.

VIC의 1Q19 실적은 나쁘지 않았다. 특히 순환매출(Recurring revenue)이 13.4조동(+58% YoY)으로 큰 폭 증가했다는 점에 주목해야 한다. 비록 부동산 매매업의 매출은 프로젝트 입주 시기에 따라 감소했지만, 2Q19부터 정상화될 전망이다. 꾸준히 현금창출을 하는 부동산 임대업, 폭발적인 매출 성장과 마진이 개선되고 있는 소매업, 영업효율성 개선이 기대되는 숙박/엔터업 등 향후 실적 성장은 무리 없어 보인다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억VND)	57,614.3	89,350.0	121,894.4	148,207.5	224,952.0	271,564.5
영업이익 (십억VND)	5,275.1	11,550.8	11,443.2	16,377.7	30,466.2	30,721.0
영업이익률 (%)	9.2	12.9	9.4	11.1	13.5	11.3
순이익 (십억VND)	3,384.6	4,462.4	3,776.7	5,370.0	11,454.5	11,561.9
EPS (VND)	1,138.8	1,501.0	1,270.0	1,633.7	3,330.5	3,889.1
ROE (%)	13.3	15.0	8.9	8.7	9.5	16.5
P/E (배)	30.5	42.6	75.0	71.6	35.1	30.1
P/B (배)	3.7	6.0	5.4	5.8	4.9	4.5

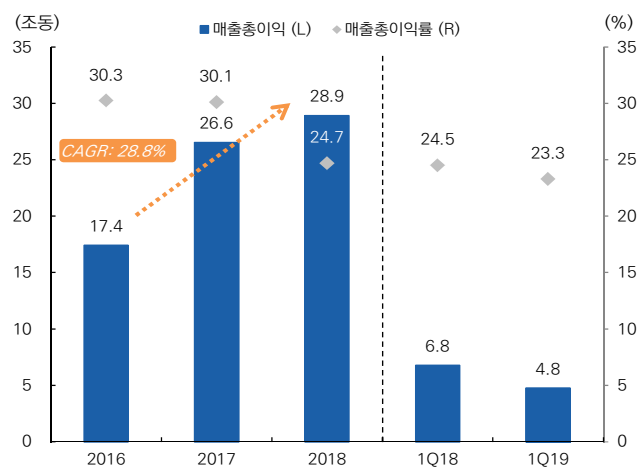
자료: 빙그룹 Vingroup, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. VIC - 매출 추이



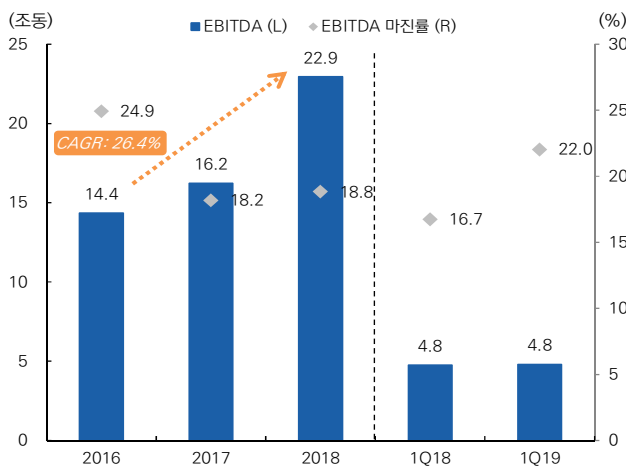
자료: VIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. VIC - 매출총이익 추이



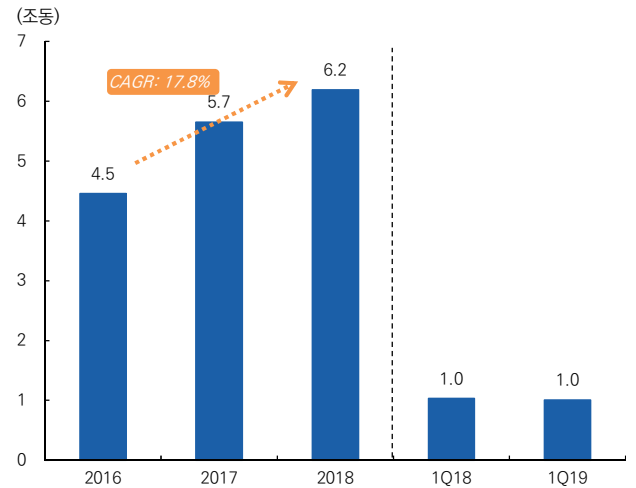
자료: VIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. VIC - EBITDA, EBITDA 마진률 추이



자료: VIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. VIC - 세후이익 추이



자료: VIC, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. VIC - 손익계산서

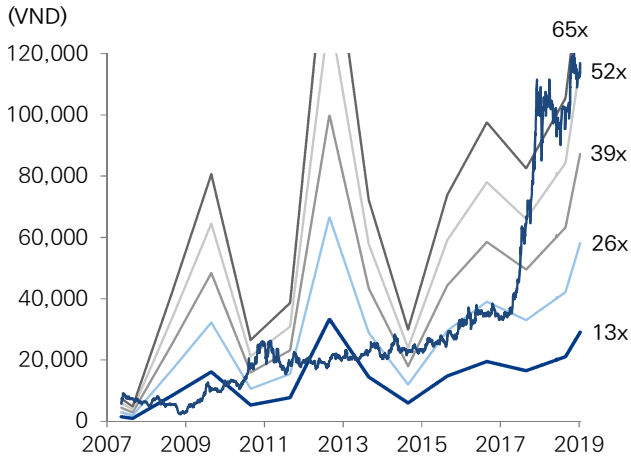
(십억동, %)

	2016	2017	2018	YoY	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	YoY	QoQ
<b>순매출</b>	<b>57,614</b>	<b>89,350</b>	<b>121,894</b>	<b>36</b>	<b>15,144</b>	<b>20,049</b>	<b>21,972</b>	<b>32,184</b>	<b>28,451</b>	<b>32,241</b>	<b>23,456</b>	<b>37,746</b>	<b>21,823</b>	<b>-23</b>	<b>-42</b>
부동산 매매	37,296	62,482	83,272	33	9,668	14,016	14,388	24,409	19,998	23,651	13,371	26,251	8,430	-58	-68
부동산 임대	3,322	4,410	5,559	26	1,040	1,056	1,250	1,064	1,285	1,435	1,563	1,276	1,689	31	32
숙박/엔터	4,257	5,455	7,366	35	1,216	1,211	1,799	1,230	1,837	1,932	2,280	1,318	1,936	5	47
소매	9,248	13,053	19,326	48	2,596	2,977	3,578	3,903	4,124	4,030	4,736	6,436	7,026	70	9
병원	1,093	1,852	2,631	42	303	418	491	641	556	597	712	765	669	20	-13
교육	713	1,013	1,450	43	226	178	238	370	338	272	374	465	512	51	10
기타	1,687	1,086	1,735	60	95	194	229	568	312	323	421	679	330	6	-51
제조	0	0	556		0	0	0	0	0	0	0	556	1,232		121
<b>매출원가</b>	<b>40,185</b>	<b>62,796</b>	<b>92,971</b>	<b>48</b>	<b>10,022</b>	<b>13,842</b>	<b>14,967</b>	<b>23,966</b>	<b>21,664</b>	<b>24,148</b>	<b>16,883</b>	<b>30,275</b>	<b>17,044</b>	<b>-21</b>	<b>-44</b>
부동산 매매	22,707	38,571	58,123	51	5,483	8,410	8,778	15,900	14,074	16,583	8,675	18,791	5,638	-60	-70
부동산 임대	1,618	2,100	2,720	30	458	472	530	640	611	672	1,000	437	818	34	87
숙박/엔터	4,673	6,575	8,596	31	1,183	1,442	1,551	2,399	2,031	2,245	1,600	2,721	1,932	-5	-29
소매	8,515	12,216	17,276	41	2,393	2,819	3,288	3,716	3,714	3,551	4,183	5,828	6,072	63	4
병원	898	1,745	2,699	55	262	445	480	558	608	581	773	737	680	12	-8
교육	546	808	1,369	70	169	150	168	320	295	250	313	512	395	34	-23
기타	1,228	782	1,358	74	76	103	172	432	331	266	341	419	301	-9	-28
제조	0	0	829		0	0	0	0	0	0	0	829	1,207		45
<b>매출총이익</b>	<b>17,430</b>	<b>26,554</b>	<b>28,923</b>	<b>9</b>	<b>5,122</b>	<b>6,208</b>	<b>7,006</b>	<b>8,218</b>	<b>6,786</b>	<b>8,093</b>	<b>6,573</b>	<b>7,471</b>	<b>4,779</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>
<b>판매비</b>	<b>12,155</b>	<b>15,003</b>	<b>17,480</b>	<b>17</b>	<b>3,489</b>	<b>3,244</b>	<b>4,721</b>	<b>3,549</b>	<b>3,599</b>	<b>3,574</b>	<b>5,031</b>	<b>5,276</b>	<b>4,809</b>	<b>34</b>	<b>-9</b>
판매비	6,673	8,150	10,112	24	1,975	2,098	2,095	1,982	2,214	2,063	2,534	3,302	2,599	17	-21
관리비	5,482	6,852	7,368	8	1,514	1,145	2,626	1,567	1,385	1,511	2,496	1,975	2,210	59	12
<b>EBIT</b>	<b>5,275</b>	<b>11,551</b>	<b>11,443</b>	<b>-1</b>	<b>1,633</b>	<b>2,964</b>	<b>2,285</b>	<b>4,669</b>	<b>3,187</b>	<b>4,519</b>	<b>1,542</b>	<b>2,195</b>	<b>-30</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>
금융이익	1,373	-2,150	2,570	흑전	-408	-909	-506	-327	-519	-875	1,122	2,840	1,986	흑전	-30
금융수익	6,762	1,637	7,479	357	310	380	833	114	533	637	2,428	3,880	3,439	545	-11
금융비용	5,389	3,787	4,909	30	718	1,289	1,339	441	1,052	1,512	1,305	1,040	1,453	38	40
이자비용	4,308	3,402	3,939	16	747	897	1,097	372	994	1,044	1,055	847	1,400	41	65
관계사 지분이익	20	44	-425	적전	-21	36	-1	30	-18	-77	-151	-180	-94	적지	적지
<b>영업이익</b>	<b>6,668</b>	<b>9,445</b>	<b>13,588</b>	<b>44</b>	<b>1,205</b>	<b>2,091</b>	<b>1,778</b>	<b>4,372</b>	<b>2,651</b>	<b>3,568</b>	<b>2,513</b>	<b>4,856</b>	<b>1,862</b>	<b>-30</b>	<b>-62</b>
기타이익	70	-331	266	흑전	42	-65	-122	-185	3	-14	103	173	66	2,065	-62
<b>세전이익<sup>1</sup></b>	<b>6,738</b>	<b>9,114</b>	<b>13,854</b>	<b>52</b>	<b>1,247</b>	<b>2,026</b>	<b>1,655</b>	<b>4,187</b>	<b>2,654</b>	<b>3,554</b>	<b>2,617</b>	<b>5,028</b>	<b>1,928</b>	<b>-27</b>	<b>-62</b>
부동산 매매	9,290	17,360	19,766	14	2,558	4,108	3,637	7,057	4,718	5,808	3,381	5,859	1,957	-59	-67
부동산 임대	1,337	2,554	3,084	21	488	526	982	-111	418	859	489	1,318	873	109	-34
숙박/엔터	-1,172	-2,377	-3,781	적지	-198	-414	-451	-1,294	-642	-709	-778	-1,652	-697	적지	적지
소매	-3,643	-3,798	-5,121	적지	-964	-1,083	-1,028	-825	-959	-1,061	-1,105	-1,996	-1,004	적지	적지
병원	-340	-742	-1,284	적지	-125	-184	-247	-185	-327	-191	-413	-353	-295	적지	적지
교육	85	69	-151	적전	17	14	23	15	-19	-51	-5	-77	33	흑전	흑전
기타	-327	543	190	-65	-138	6	346	-667	-193	-101	-179	663	-214	적지	적전
제조	0	-112	-1,057	적지	0	0	0	0	0	0	0	-1,057	-563		적지
조정 및 제거	1,507	-1,633	-862	적지	-392	-948	-1,606	196	-343	-1,000	1,226	-745	1,838	흑전	흑전
당기법인세	2,534	3,731	7,273	95	661	901	937	1,233	1,603	3,020	918	1,680	899	-44	-46
이연법인세	-254	-272	390	흑전	-29	-252	-54	63	19	-202	172	543	19	-1	-97
<b>세후이익</b>	<b>4,458</b>	<b>5,655</b>	<b>6,191</b>	<b>9</b>	<b>615</b>	<b>1,377</b>	<b>772</b>	<b>2,891</b>	<b>1,032</b>	<b>736</b>	<b>1,527</b>	<b>2,805</b>	<b>1,010</b>	<b>-2</b>	<b>-64</b>
지배주주손이익	3,385	4,462	3,777	-15	886	960	263	2,354	919	174	614	1,638	1,038	13	-37
소수주주손이익	1,074	1,193	2,414	102	-271	417	509	537	113	562	913	1,127	-29	적전	적전

자료: VIC, 미래에셋대우 리서치센터

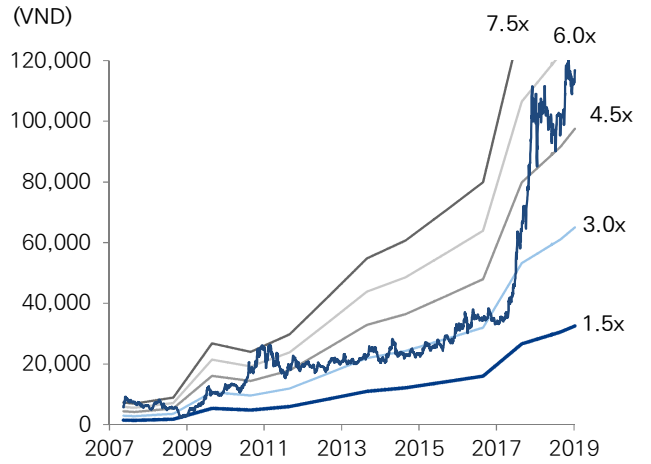
주: 1. 각 사업별 세전이익 수치는 분기보고서의 Segment Information을 참고함. 하지만 이들의 총 합산 수치는 손익계산서의 2017년, 2018년 세전이익과 상이함  
2. 제조업의 순매출, 매출원가는 4Q18부터 발표됨. 2017-2018년 제조업 세전이익 수치는 Segment Information을 참조함

그림 5. VIC - 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. VIC - 12개월 선행 P/B 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. VIC - 12개월 선행 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. VIC - 12개월 선행 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.