



DOANH NGHIỆP: CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (VHM)
<Thị trường bất động sản nhà ở trầm lắng>

Bộ phận phân tích doanh nghiệp

Tel: (+84)24 3573 0073

Email: research@ivs.com.vn

VINHOMES JSC

Sector: Bất động sản nhà ở – Bất động sản

Ngày báo cáo: 31 tháng 5 2021

Khuyến nghị: **Trung lập**

Giá mục tiêu: **VND 102,300**

Upside/Downside: 0%

Giá hiện tại: VND 102,600

Hồ sơ công ty

Được thành lập năm 2008, Vinhomes cung cấp các dịch vụ liên quan đến bất động sản. Công ty bán và cho thuê căn hộ. Vinhomes là công ty lớn nhất trong ngành.

Key figures

Vốn hóa (tỷ VND)	337,504
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	3,289.513
KLGD trung bình 1 tháng (cp)	5,356,260
Sở hữu nước ngoài	22.61%
P/E trailing 4Q	10.8
Cổ tức	-

Diễn biến giá cổ phiếu



Biến động giá:

	3M	YTD	1Y
Absolute (%)	1%	14.6%	34%
Relative to benchmark (%)	-11.1%	-4.7%	-12.8%

Tình hình tài chính	2019A	2020A	Q1/2021
Tổng doanh thu (nghìn tỷ)	52	72	12.9
Tăng trưởng doanh thu	33.5%	38.5%	98%
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ)	27.4	26	6.2
Biên lợi nhuận gộp	53%	36.2%	48%
Lợi nhuận sau thuế (nghìn tỷ)	24	28	5.5
Tăng trưởng LNST	52.2%	25.7%	-29%
EPS (VND)	6,493	8,315	1,640
EPS tăng trưởng	52.5%	28%	-
ROE	44%	38%	-
P/E (x)	13.04	10.7	10.8

Nguồn: Company data

Luận điểm đầu tư:

- VHM có quỹ đất lớn nhất Việt nam, ở các vị trí thuận lợi;
- VHM là thương hiệu uy tín và là doanh nghiệp có biên lợi nhuận lớn trong các chủ đầu tư cùng ngành;
- Nhiều dự án đã được phê duyệt bởi cấp có thẩm quyền, sẵn sàng để phát triển. Đây là yếu tố chính cho tăng trưởng và cạnh tranh với các đối thủ khác trong vài năm tới khi việc chậm cấp phép vẫn chưa được giải quyết ở HCMC.
- Tình hình tài chính lành mạnh và thương hiệu uy tín sẽ giúp VHM dễ dàng huy động vốn ở Việt Nam và nước ngoài.
- Giá đất tăng ở các phân khúc của thị trường bất động sản cũng đồng thời tăng giá trị quỹ đất của VHM.

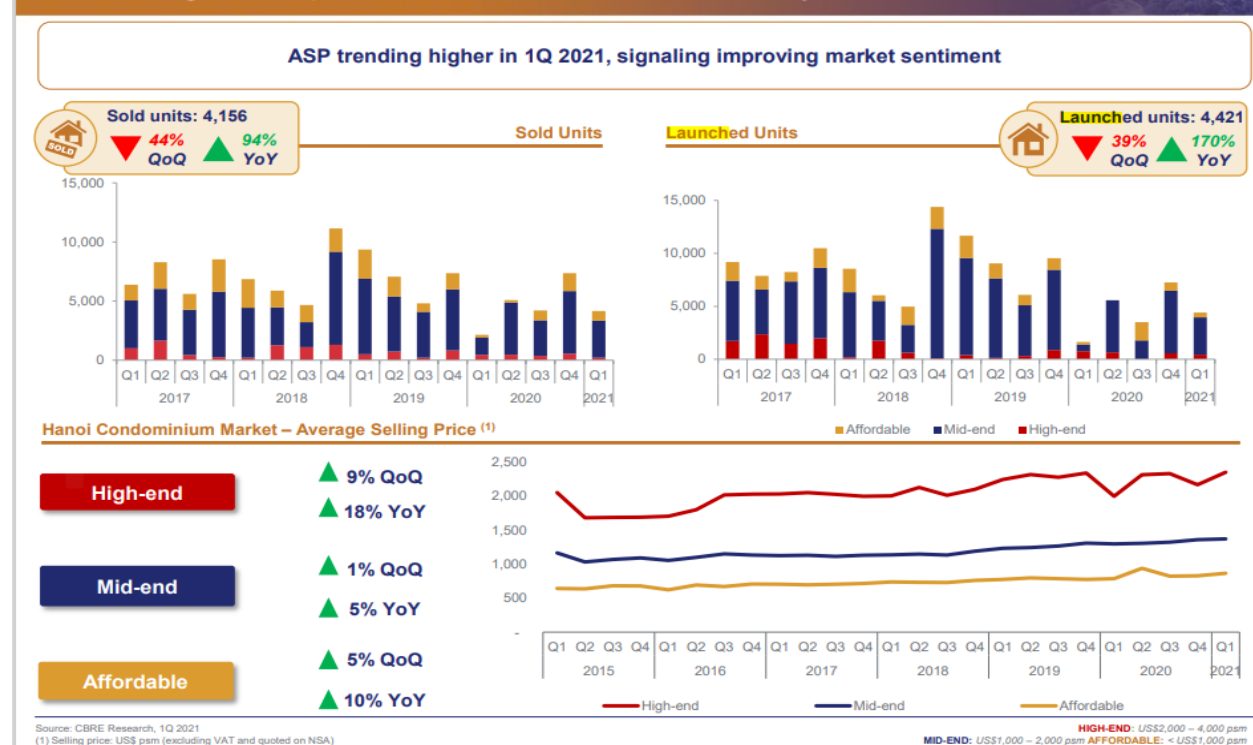
Rủi ro:

- Chậm cấp phép ở HCMC vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn;
- Tính chu kỳ và tín dụng thắt chặt là gánh nặng tăng trưởng;
- Tác động của dịch Covid và làn sóng thứ 4 vào tháng 5 2021, doanh số bán hàng bị ảnh hưởng lớn, dẫn đến doanh thu bán giao 2021 có thể thấp hơn dự kiến.
- Doanh số 3 đại dự án có thể kéo dài hơn đến 2022 thay vì 2021 như dự kiến.
- Các dự án như Wonder Park, Dream City và Long Beach Cần Giờ có thể bị trì hoãn nếu nhu cầu chưa phục hồi.

Thị trường Hà Nội và HCMC

Số căn hộ mở bán và đã bán ở thị trường Hà Nội tốt hơn so với số liệu năm ngoái (+170% y-o-y and +94% y-o-y). Tuy nhiên, giao dịch chậm so với quý 4 2020 do làn sóng Covid thứ 3 tại tỉnh Hải Dương. Tại thành phố HCMC, việc chậm cấp phép cho các dự án tiếp tục là rào cản cho mở bán căn hộ mới, dẫn đến giảm căn hộ bán được và mở bán khắp thị trường. Tuy nhiên, nhu cầu mua nhà cao ở HCMC dẫn đến tỷ lệ hấp thụ cao. Giá trung bình các phân khúc tăng lên. Có một vài tín hiệu tích cực khi thị trường Hà Nội và HCMC khi ghi nhận lượng bán thành công và mở bán cao hơn so với cùng kỳ. Theo hiệp hội môi giới bất động sản, trong Quý 1 2021, hầu hết các căn bán thành công đến từ hàng tồn của kỳ trước, không phải từ dự án mới. Hàng tồn kho lớn hơn từ khi đại dịch hoành hành vào tháng 3 2020, sau đó các chủ đầu tư hạn chế mở bán mới để tiết kiệm dòng tiền.

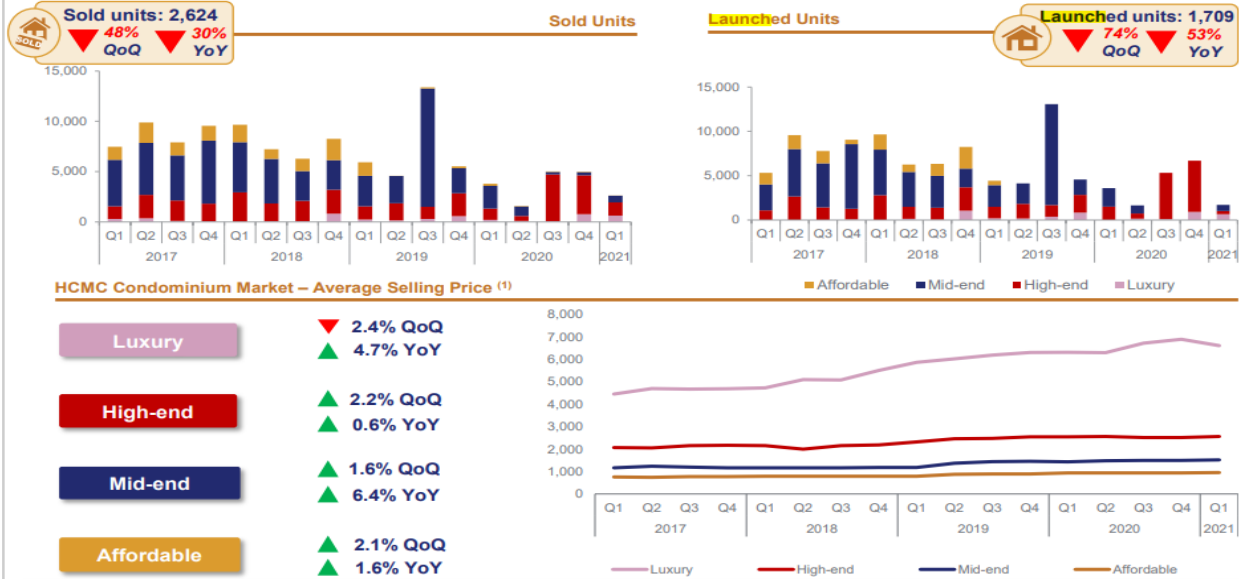
Hanoi – High Absorption Rate Affirms Robust Recovery



Nguồn: CBRE, Vinhomes

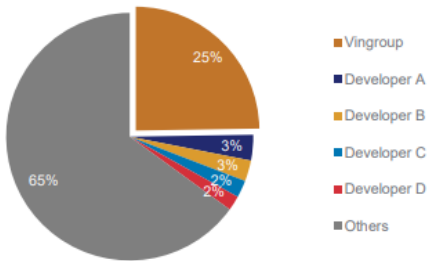
HCMC – Supply Shortage Across All Segments

HCMC Condominium units sold in 1Q2021 outstripped **launched** units, depleting the current market supply

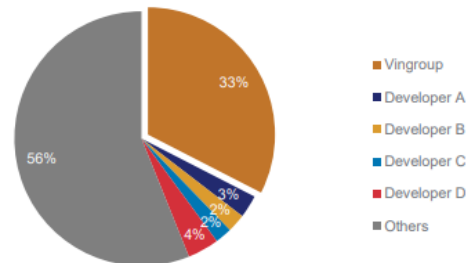


Nguồn: CBRE, Vinhomes

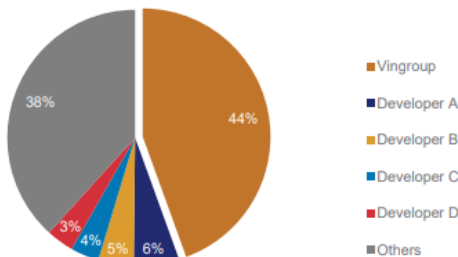
25% Market Share in Vietnam across ALL Condominium Segments (2016 – 1Q 2021)



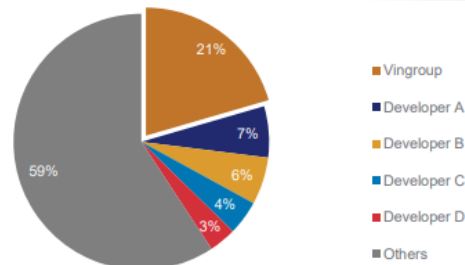
33% Market Share in Vietnam in the MID-END Condominium Segment (2019 – 1Q 2021)



44% Market Share in Vietnam in the HIGH-END Condominium Segment (2016 – 1Q 2021)



21% Market Share in Vietnam in the LANDED PROPERTIES Segment (2016 – 1Q 2021)



Source: CBRE Research, 1Q 2021

VHM vẫn chiếm thị phần lớn nhất ở phân khúc cao cấp và trên toàn thị trường trong khi thị trường bất động sản cũng đang kém hấp dẫn và ảnh hưởng đến hầu hết các chủ đầu tư.

Trong năm 2020, doanh thu VHM đạt 71.5 nghìn tỷ đồng (+39% y-o-y), lợi nhuận gộp đạt 25.9 nghìn tỷ đồng (-5% y-o-y), GPM giảm từ 53% xuống 36%. VHM đã bàn giao 31,600 căn hộ, hầu hết từ 3 đại dự án Vinhomes Ocean Park, Grand Park và Smart City. Tổng doanh thu chuyển đổi (bao gồm các dự án BCC) là 93.9 nghìn tỷ đồng (+44% y-o-y). Lợi nhuận sau thuế đạt 27.8 nghìn tỷ đồng (+31% y-o-y)

Trong quý 1 2021, doanh thu đạt 12.9 nghìn tỷ đồng (+98% y-o-y) trong khi lợi nhuận gộp đạt 6.2 nghìn tỷ đồng (+114% y-o-y). Lợi nhuận sau thuế đạt 5.4 nghìn tỷ đồng (-29% y-o-y). Trong quý 1 2021, VHM bàn giao 2,900 căn hộ hầu hết từ 3 đại dự án. Tổng doanh thu và lợi nhuận chuyển đổi (bao gồm dự án BCC) đạt 15.6 nghìn tỷ đồng và 5.5 nghìn tỷ đồng. Vinhomes Ocean Park đóng góp 6.1 nghìn tỷ đồng, Vinhomes Grand Park đóng góp 1.5 nghìn tỷ đồng, Vinhomes Smart City đóng góp 1.3 nghìn tỷ đồng, and còn lại là từ Vinhomes Symphony và BCC. VHM ghi nhận 2,9 nghìn tỷ đồng từ căn hộ bán buôn trong quý này.

	2020	2019	2020 vs 2019	Q1 2021	Q4 2020	Q1 2020	Q1/21 vs Q1/20	Q1/21 vs Q4/20
Doanh số (căn)	27,700	60,100	-54%	1,592	2,700	4,826	-67%	-41%
Doanh số (nghìn tỷ VND)	64.4	91	-29%	6	17	6	-6%	-64%
Doanh thu chưa thực hiện (nghìn tỷ VND)	63	91	-31%	55.4	62.7	79.6	-30%	-12%
Doanh thu (nghìn tỷ đồng VND)	94	65	44%	10	34	17.7	-44%	-71%

Nguồn: Vinhomes

Doanh số bán hàng giảm mạnh do tác động của dịch Covid và nhu cầu yếu hơn. Trong Q1 2021, doanh số căn hộ giảm -41% q-o-q và -67% y-o-y (doanh số năm ngoái bao gồm cả bán buôn, năm nay không ghi nhận doanh số bán buôn nào). Điều này dẫn đến doanh thu khả năng sẽ giảm trong vài quý tới. Chúng tôi cho rằng VHM chủ động tung ra các kế hoạch mở bán vì nhu cầu khá yếu và đợi tín hiệu phục hồi. VHM đặt mục tiêu doanh thu cho 2021 đạt 90 nghìn tỷ đồng, (+26% y-o-y) và LNST đạt 35 nghìn tỷ đồng (+24% y-o-y).

	Vinhomes Smart city	Vinhomes Ocean park	Vinhomes Grand Park
Vị trí	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Trâu Quỳ, Gia Lâm, Hà Nội	Quận 9, HCMC
Diện tích	281 ha	420 ha	271 ha
Tổng diện tích bán (m2)	2,601,000	3,500,000	3,241,000
Tiện ích	Vinmec, Vinschool, Vincom Megamall, 2000 sân thể thao	Vinmec, Vinschool, Vinuni, Vincom Megamall, 6.1 ha hồ, 117 ha diện tích mặt nước	36 ha công viên, Vinmec, Vinschool, Vincom Megamall
Thời gian	2018-2022	2018-2022	2019-2022
Sản phẩm	47,000	47,300	45,500
Cao tầng (E)	46,900	44,905	43,900
Thấp tầng (E)	100	2,395	1,600

Bán buôn (E)	28%	31%	37%
Bán lẻ (E)	72%	69%	63%
Đã bán (%)	57%	67%	89%
Bàn giao	21,500	28,700	30,700
Bán Q1 2021	1,000	500	-

Nguồn: IVS tổng hợp, báo cáo Vinhomes

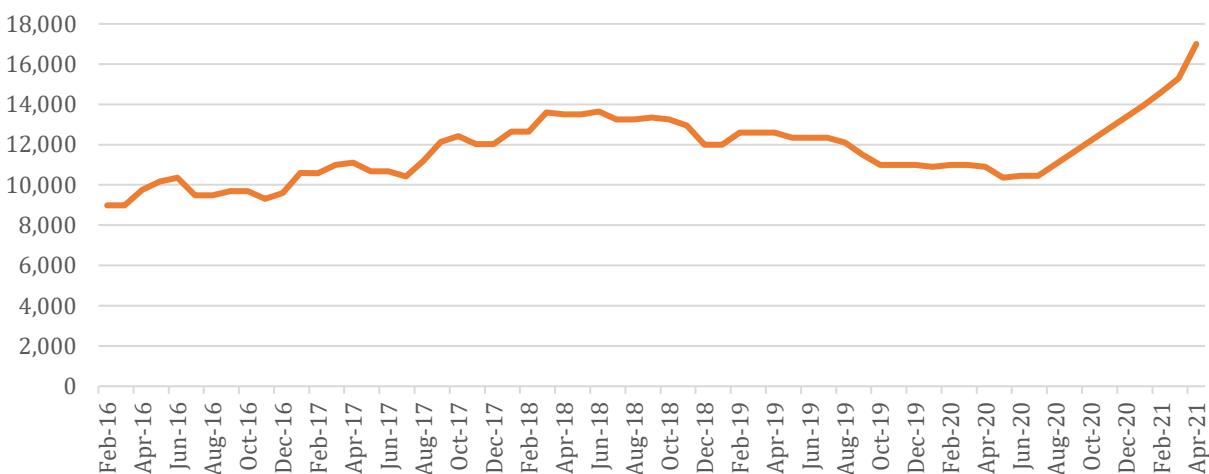
	Vinhomes Smart City	Vinhomes Ocean park	Vinhomes Grand Park
2018	2,776	8,911	-
2019	15,225	14,490	28,100
2020	7,591	7,591	12,518
Q1	4,100	300	100
Q2	1,100	5,800	10,000
Q3	1,500	600	500
Q4	891	891	1,918
2021	1,000	500	-
Q1	1,000	500	-

Nguồn: IVS tổng hợp, báo cáo Vinhomes

Chi phí xây dựng

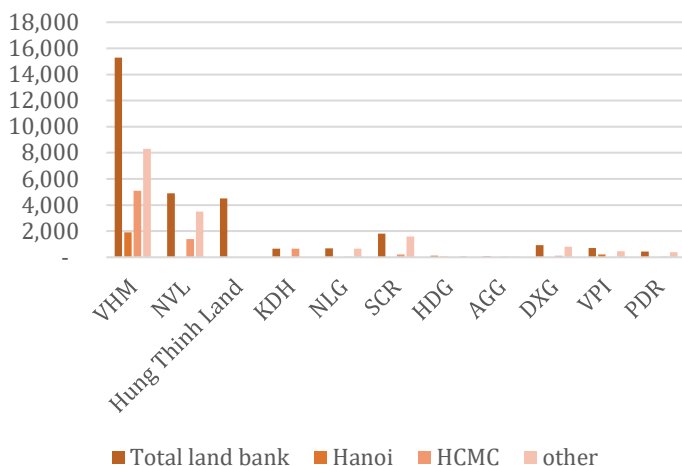
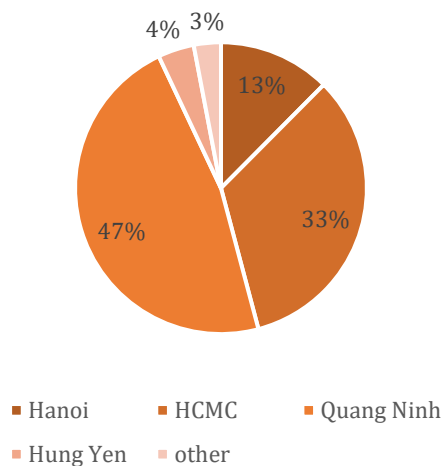
Giá thép và giá các nguyên vật liệu xây dựng khác như bê tông, cát, đá... tăng rất cao. Việc tăng giá các nguyên vật liệu này ảnh hưởng lớn đến giá xây dựng khi các công ty xây dựng thường có biên lợi nhuận mỏng, và họ sẽ phải tăng giá hoặc chịu lỗ. Vì vậy trong tình huống nào, chúng tôi cho rằng Vinhomes cũng sẽ chứng kiến chi phí cao hơn trong tương lai gần, hoặc là phải nâng giá bán để bảo vệ biên lợi nhuận mặc dù sức mạnh về đàm phán giá cả với nhà thầu của họ lớn.

Giá thép (VND/kg)



Quỹ đất

Giá đất tăng cao trong thời gian gần đây. Vinhomes hiện tại sở hữu sắp xỉ 164,000,000 m2 quỹ đất. 47% ở Quảng Ninh, 33% ở HCMC, 13% ở Hà Nội. Theo Vinhomes, Quỹ đất này đủ dùng để phát triển trong 10 năm. Đây là tài sản rất có giá trị của công ty.

Quỹ đất nhà ở (ha)

Quỹ đất của Vinhomes


Nguồn: IVS tổng hợp

Các dự án phát triển

Vinhomes sẽ triển khai 2 dự án mới: Vinhomes Wonder Park ở Đan Phượng, Hà Nội và Vinhomes Dream City ở Hưng Yên. Chi tiết dự án như sau:

	Vinhomes Dream city	Vinhomes Wonder Park
Địa điểm	Hưng Yên, gần Ocean Park	Đan Phượng, Hà Nội
Diện tích	460 ha	133 ha
Tổng diện tích kinh doanh	7,853,000	976,000
Thời gian	2021-2023	2021-2023
Sản phẩm	Chung cư / Biệt thự / Shophouses / Trường học / Bệnh viện / TTTM MII (44,000 units)	Chung cư / Biệt thự / Shophouses / Trường học / Shopping Mall / Eco-parks / Swimming Complex (2,350 thấp tầng, 2 toà cao tầng)

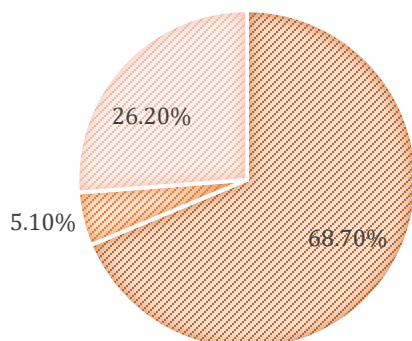
Nguồn: Vinhomes

Bên cạnh đó, Vinhomes Long Beach Cần Giờ đã được phê duyệt quy hoạch trong tháng 2 2021. Dự án này sở hữu diện tích 2,800 ha, gần HCMC. Dự án này chiếm phần lớn khoản tài sản xây dựng dở dang với 12,043 tỷ đồng trong báo cáo tài chính từ 2018, nhưng hiện tại dự án này chưa được mở bán.

Chúng tôi nghĩ rằng cơ cấu nợ vay của VHM khá an toàn. Phát hành trái phiếu chiếm 68.7% tổng dư nợ, trong khi vay ngân hàng chỉ chiếm 26.2%. Thời điểm đáo hạn hầu hết là trung hạn, chỉ 40% tổng dư nợ đến hạn trong vòng 1 năm tới. Mặc dù doanh số bán hàng giảm mạnh, bảng cân đối kế toán của Vinhomes không bị ảnh hưởng quá lớn.

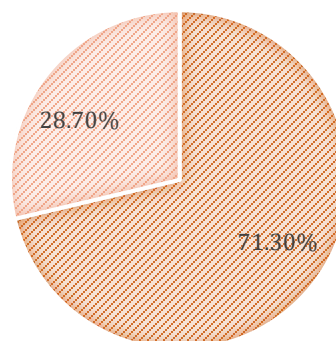
CƠ CẤU NỢ

■ Domestic bond ■ Bank loans ■ Other



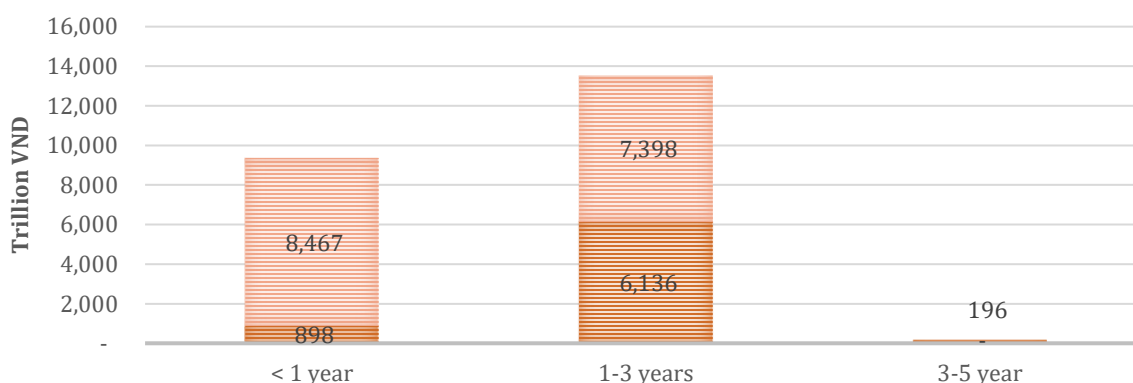
LÃI SUẤT

■ Floating rate ■ Fixed rate



ĐÁO HẠN

■ Bond ■ Bank loan and other



Nguồn: Vinhomes

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi ước tính doanh thu cho 3 đại dự án và LNST của năm 2020, 2021, 2022 như sau:

Tỷ VND	2020 (A)	2021F	2022F
Doanh thu 3 dự án	95,140	97,726	61,825
Giá vốn	52,045	55,704	35,240
Lợi nhuận gộp	43,095	42,022	26,585
LNTT	37,047	31,023	18,988
LNST	27,351	24,818	15,190
EPS (VND)	8,165	7,410	4,535

Đỉnh doanh thu theo kế hoạch sẽ là 2021 khi hầu hết các căn hộ bán lẻ trong 2020 và nửa cuối 2019 sẽ được bàn giao. Chúng tôi lưu ý rằng do tác động của dịch Covid 19 và làn sóng thứ 4 vào tháng

5/2021, doanh số sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng, và bàn giao cho 2021 có thể thấp hơn dự kiến. Giá đất trong hầu hết các phân khúc của thị trường bất động sản đều tăng cao, do đó giá trị quỹ đất của VHM cũng tăng. Mặc dù chúng tôi có quan điểm tích cực về tiềm năng của 3 dự án hiện tại, tuy nhiên doanh số có thể kéo dài sang 2022 thay vì 2021 như kế hoạch. Các dự án khác như Wonder Park, Dream City và Long Beach Cần Giờ có thể trì hoãn nếu nhu cầu chưa phục hồi. Chúng tôi định giá VHM ở mức 102,300 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 0.3% giá đóng cửa vào ngày 31 tháng 5 năm 2021 là 102,600 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **Trung Lập** cho VHM.

Tóm tắt tình hình tài chính

Đơn vị: nghìn tỷ đồng

CĐKT	2019	2020	Q1/2021
TÀI SẢN NGẮN HẠN	139.6	102.3	94
Tiền và tương đương tiền	13.3	13.7	8
Phải thu	47.5	34.6	34
Hàng tồn kho	60.3	43.0	42
TÀI SẢN DÀI HẠN	57.7	113.0	114
Tài sản cố định	0.7	5.9	6
BĐS đầu tư	6.6	8.7	9
TS dở dang dài hạn	28.2	32.4	33
Đầu tư dài hạn	0.8	9.8	10
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	197.2	215.3	208
NỢ PHẢI TRẢ	132.5	126.2	113
Phải trả người bán	6.1	11.4	11
Người mua trả tiền trước	40.2	27.0	25
Thuế và các khoản phải trả Nhà nước	2.1	5.0	2
Vay ngắn hạn	18.2	11.0	9
Vay dài hạn	8.3	14.0	14
VỐN CHỦ SỞ HỮU	64.7	89.1	95

KQKD	2019	2020	Q1/2021
Doanh số thuần	52	72	12.9
Giá vốn hàng bán	-24	-46	-6.8
Lãi gộp	27	26	6.2
Thu nhập tài chính	9	20	2.3
Chi phí tài chính	-3	-4	-0.4
Chi phí bán hàng	-2	-3	-0.5
Chi phí QLDN	-2	-2	-0.7
Thu nhập khác	0.19	0.22	0.04
Chi phí khác	-0.16	-1.01	-0.013
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	30	37	7.1
	24	28	5.5
Lãi/(lỗ) ròng sau thuế			

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2019	2020	Q1/2021
ROE	57%	44%	38.5%
ROA	16.7%	13.7%	13.2%
ROIC	10.5%	21.5%	215.3%
TL thanh toán hiện hành	2.13	1.15	0.99
EPS	3,626	6,144	4,435
Tăng trưởng DT	152%	33.5%	38.5%
Tăng trưởng LN	913%	52.2%	25.7%
P/E	16.3	13.04	10.7
P/B	5.7	4.9	3.4

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index.**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Nắm giữ/ Theo dõi	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Khả quan	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém khả quan	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của người viết về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. IVS Securities không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này. Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu tổng thể của công ty, bao gồm doanh thu từ/trong số các đơn vị kinh doanh khác. IVS và cán bộ, giám đốc, nhân viên có thể có mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong tài liệu này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan). Báo cáo này đã được chuẩn bị trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. IVS không tuyên bố hay bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tổ chức và khách hàng cá nhân của IVS tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng cho quốc gia nơi báo cáo này được phân phối không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện ủy quyền của IVS. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

IVS RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

Thành viên	Vị trí	Phụ trách	Email	Ext.
Võ Thế Vinh	Trưởng phòng	Phân tích & Chiến lược Đầu tư	vinhvt@ivs.com.vn	704
Đỗ Trung Nguyên	Phó phòng	Chiến lược đầu tư	nguyendt@ivs.com.vn	703
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Ngân hàng	nhungtth@ivs.com.vn	706
Đinh Quang Đạt	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Tiêu dùng	datdq@ivs.com.vn	
Phí Công Linh	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Bất Động sản	linhpc@ivs.com.vn	709

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ VIỆT NAM	LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
 VIETNAM INVESTMENT SECURITIES COMPANY	Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073 Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999 Email: ivs@ivs.com.vn Website: www.ivs.com.vn	P9-10, tầng 1, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hung, Hà Nội Điện thoại: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Điện thoại: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696