



Báo cáo doanh nghiệp: Công ty cổ phần Vinhomes (VHM VN)

Bộ phận phân tích DN

(+84)24 3573 0073

research@gtjas.com.vn

15 tháng 8 năm 2021

Tín hiệu phục hồi trong Q2

Luận điểm đầu tư

- Vinhomes sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam, ở các vị trí chiến lược. Vinhomes là thương hiệu chủ đầu tư uy tín nhất và có biên lợi nhuận cao trong số các chủ đầu tư lớn trong ngành. Tình hình tài chính khoẻ mạnh và thương hiệu mạnh cho phép Vinhomes huy động vốn ở trong nước và nước ngoài dễ dàng.
- Trong Q2 2021, VHM đạt doanh thu là 28.7 nghìn tỷ đồng (+75% y-o-y), lợi nhuận gộp đạt 14.3 nghìn tỷ đồng (+123% y-o-y). LNST đạt 10.23 nghìn tỷ đồng (+202% y-o-y).
- Nhiều dự án được chấp thuận đầu tư và sẵn sàng để triển khai. Đây là động lực chính cho tăng trưởng thời gian tới và là điểm cốt yếu để cạnh tranh với các chủ đầu tư khác trong bối cảnh chậm cấp phép dự án diễn ra ở Tp Hồ Chí Minh.

Rủi ro

- Vấn đề chậm cấp phép sẽ không cải thiện trong năm nay;
- Tính chu kỳ và thắt chặt tín dụng ngăn cản tăng trưởng.
- Tác động của dịch Covid-19 và làn sóng dịch mới từ tháng 5, doanh số bán hàng sẽ bị tác động tiêu cực, bàn giao các căn hộ cho 2021 có thể thấp hơn dự kiến.
- Doanh số bán hàng của 3 đại dự án có thể kéo dài đến 2022 thay vì 2021 như dự kiến.
- Các dự án mới như Wonder Park, Dreamcity, Long Beach Cần Giờ có thể sẽ bị trì hoãn nếu nhu cầu không phục hồi.

Khuyến nghị:

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi định giá cổ phiếu VHM với mức giá **102,300 VND/cổ phiếu** và khuyến nghị **Trung lập** cho cổ phiếu VHM

Rating:

Trung lập

Duy trì

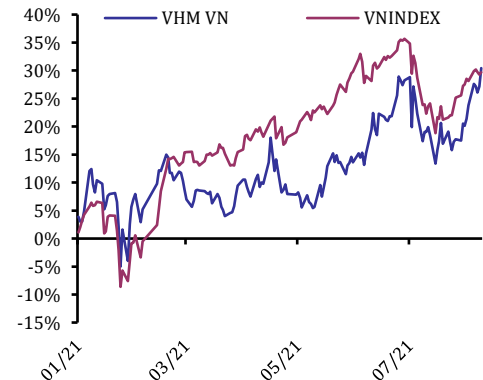
6-18m TP:

VND102,300

Giá cổ phiếu:

VND120,000

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá	1 M	3 M	1 Y
Tuyệt đối %	8%	20%	47%
SS % với VNI index	13%	27%	107%
Giá trung bình (VND)	110,822	109,534	94,204

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (Việt Nam)

Năm tài chính 12/31	DT (VND Bil)	LNST (VND Bil)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (VND)	PBR (x)	DPS (VND)	Yield (%)	ROE (%)
2017A	15,297	1565	2,130	15.6%	16.6	34,521	3.4	4500	211%	13.9
2018A	38,664	14776	1,729	-18.8%	21.6	12,889	7.14	1,000	58%	29.7
2019A	51,627	24,319	6,611	282.4%	4.2	16,599	4.8	0	0%	33.6
2020A	71,547	28,207	8,315	25.8%	8.5	25,719	3.8	0	0%	30.7
Q2021A	28,725	10,303	3,111	-62.6%	15.2	29,111	1.5	-	0%	-

CPLH (m)	3,289.51	Cổ đông lớn	Vingroup	69.66%
Vốn hoá (VNĐ m)	381,583,610	Free float (%)		25.0
KLGD TB 3 tháng (‘000)	4,602.59	FY20 Net gearing (%)		1.12
Giá 52 tuần cao/thấp (VNĐ)	120,400 / 74,900			

Source : the Company, Guotai Junan Vietnam.

Trong Q2 2021, VHM đạt doanh thu là 28.7 nghìn tỷ đồng (+75% y-o-y), lợi nhuận gộp đạt 14.3 nghìn tỷ đồng (+123% y-o-y). LNST đạt 10.23 nghìn tỷ đồng (+202% y-o-y). Cũng trong Q2 2021, Vinhomes bàn giao 11,400 căn hộ, hầu hết từ 3 đại dự án đang triển khai. Tổng doanh thu chuyển đổi và lợi nhuận sau thuế (bao gồm cả dự án BCC) là 26.2 nghìn tỷ đồng và 10.2 nghìn tỷ đồng. Vinhomes Ocean Park đóng góp 12 nghìn tỷ đồng, Vinhomes Grand Park đóng góp 17.7 nghìn tỷ đồng, Vinhomes Smart City đóng góp 4.7 nghìn tỷ đồng, và dự án khác như Vinhomes Symphony và BCC trong doanh thu của 6 tháng 2021. VHM cũng ghi nhận 12,8 nghìn tỷ đồng doanh thu bán buôn trong quý 2.

Bảng-1: cập nhật tình hình bán hàng

	Q1 2021	Q1 2020	Q1/21 vs Q1/20	Q2 2021	Q2 2020	Q2/21 vs Q1/21	Q2/21 vs Q2/20
Doanh số (căn)	1,592	4,826	-67%	14,200	17,200	194%	-17%
Doanh thu (giá trị) (nghìn tỷ)	6	6	-6%	22	31	239%	-30%
Doanh thu chưa thực hiện (nghìn tỷ)	55.4	79.6	-30%	49.4	93	-38%	-47%
Doanh thu đã thực hiện (nghìn tỷ)	10	17.7	-44%	26.2	16.3	48%	61%

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

Trong quý 2 2021, doanh số bán hàng cải thiện so với quý 1, đạt mức tăng trưởng +194%. Tuy nhiên, doanh thu chưa thực hiện giảm mạnh do doanh số bán hàng các kỳ trước giảm sâu (-38%). Có dấu hiệu tích cực của việc phục hồi trong quý 2 với sự đóng góp của doanh số bán buôn. Dịch Covid-19 bùng phát trong tháng 5 tác động rất tiêu cực lên nền kinh tế do giãn cách xã hội trên diện rộng kéo dài, đặc biệt tại Tp Hồ Chí Minh và Tp Hà Nội từ giữa tháng 6, sẽ tác động lên doanh số bán hàng Q3. Căn hộ mở bán và bán được ở thị trường Hà Nội kém hơn cùng kỳ (-37% YoY và -15% YoY), và cũng thấp hơn so với quý 1 2021 do dịch bệnh bùng phát.

Tại Tp Hồ Chí Minh, việc chậm cấp phép xây dựng đã và đang hạn chế nguồn cung dự án. Vì vậy, nhu cầu cao so với nguồn cung nhà ở dẫn đến tỷ lệ hấp thụ cao. Có khoảng 3,968 căn hộ được mở bán trong Q2, tăng gấp đôi so với Q1, cao hơn +50% YoY. Số liệu bán hàng cũng tích cực, với hơn 4,700 căn hộ, +140% YoY và +76% QoQ.

Bảng - 2: Dự án cập nhật

	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 kinh doanh	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 dự án	2018-2022	2018-2022	2019-2022
Sản phẩm	47,000	47,300	45,500
<i>Cao tầng (ước tính)</i>	46,900		44,905
<i>Thấp tầng (ước tính)</i>	100		2,395
<i>Bán buôn (ước tính)</i>	28%		31%
<i>Bán lẻ (ước tính)</i>	72%		69%
Đã bán (%)	57%	67%	89%
Bàn giao	23,500	30,200	38,400
Tiến độ xây dựng	42%	68%	59%
Đã bán trong Q2 2021	7,300	6,500	-

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

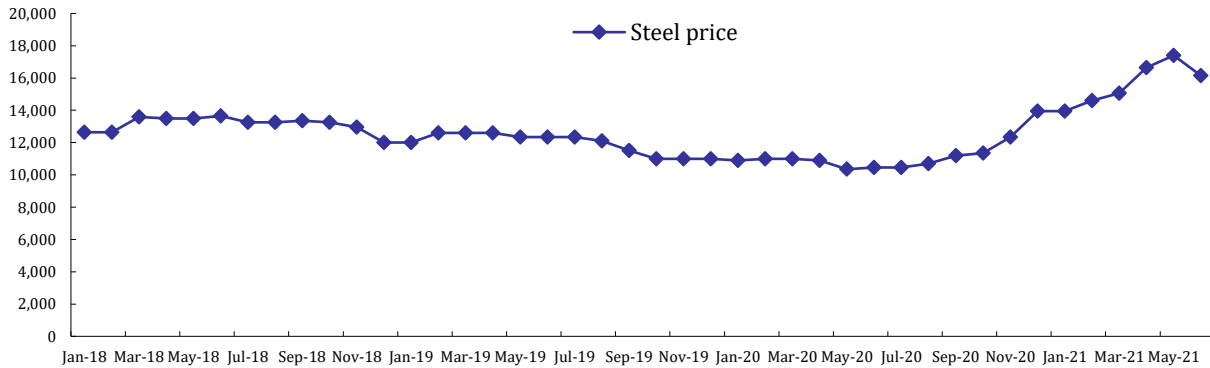
Bảng - 3: Doanh số bán hàng 3 đại dự án

	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
<i>Q1</i>	<i>4,100</i>	<i>300</i>	<i>100</i>
<i>Q2</i>	<i>1,100</i>	<i>5,800</i>	<i>10,000</i>
<i>Q3</i>	<i>1,500</i>	<i>600</i>	<i>500</i>
<i>Q4</i>	<i>891</i>	<i>891</i>	<i>1,918</i>
2021	8,300	7,000	-
<i>Q1</i>	<i>1,000</i>	<i>500</i>	<i>-</i>
<i>Q2</i>	<i>7,300</i>	<i>6,500</i>	<i>-</i>

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

Giá xây dựng. Giá thép và giá vật liệu xây dựng như bê tông, đá, cát... tăng rất mạnh từ đầu năm. Trong Q2, giá thép điều chỉnh giảm mạnh do nhu cầu giảm xuống. Một phần nguyên nhân là do Covid-19 bùng phát dẫn đến trì hoãn các dự án xây dựng và nhu cầu thép giảm xuống. Trong Q2 đặc biệt là tháng 6 và tháng 7, giá thép ghi nhận giảm 15% từ đỉnh. Giá thép giảm sẽ làm cán cân cung cầu cân bằng hơn, đầu tư công và các nhà thầu thi công sẽ giảm áp lực chi phí đè nặng.

Biểu đồ-1: Giá thép



Nguồn: Guotai Junan (Việt Nam)

Các dự án sẽ phát triển thời gian tới

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

Bảng - 4: Các dự án của Vinhomes chuẩn bị triển khai

	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 / TTMM 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: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

Bên cạnh đó, Vinhomes Long Beach Cần Giờ đã được phê duyệt quy hoạch trong tháng 2 2021. Dự án này có diện tích khoảng 2,800 ha, gần Tp Hồ Chí Minh. 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.

Khuyến nghị

Chúng tôi lưu ý rằng do tác động của dịch Covid-19 và làn sóng bùng phát dịch bệnh từ tháng 5 2021, doanh số bán hàng tiếp tục bị ảnh hưởng do cách li xã hội diện rộng và kéo dài, đặc biệt trong Q3 2021. Thị trường Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng. Mặc dù chúng tôi nhận định khả quan về sức hấp dẫn của 3 đại dự án hiện tại, doanh số bán hàng tiếp tục sẽ phải kéo dài sang 2022 thay vì 2021 như kế hoạch. Các dự án khác như Wonder Park, Dreamcity và Long Beach Cần Giờ sẽ có thể sẽ bị trì hoãn nếu nhu cầu không phục hồi.

Chúng tôi duy trì định giá cổ phiếu VHM là **102,300 đồng/cổ phiếu** sử dụng phương pháp định giá RNAV. Chúng tôi khuyến nghị **Trung lập** cho cổ phiếu VHM.

Báo cáo tài chính tóm tắt và chỉ số tài chính

Báo cáo KQKD					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020A	Q2/2021A
Doanh thu	15,297	38,664	51,627	71,547	28,725
yoy(%)	36.4%	152.8%	33.5%	38.6%	-
Giá vốn	(10131)	(28603)	(24171)	(45611)	(14369)
LNG	5,167	10,061	27,456	25,936	14,356
yoy(%)	16.0%	94.7%	172.9%	-5.5%	-
Chi phí bán hàng, QLDN	(2038)	(2444)	(4237)	(4874)	(1095)
Thu nhập/chi phí khác, ròng	(243)	(7)	30	(789)	18
Thu nhập tài chính	876	14565	9046	20263	587
Chi phí tài chính	(1652)	(2457)	(2549)	(4019)	(614)
Thu nhập từ công ty lđk	(88)	0	0	19	11
LNTT	2109	19719	29746	36517	13251
yoy(%)	-24.55%	835.08%	50.85%	22.76%	-
Chi phí thuế TNDN	(543)	(4942)	(5427)	(8310)	(2948)
LNST	1565	14776	24319	28207	10303
yoy(%)	-29.1%	843.9%	64.6%	16.0%	-
CĐ thiếu số	(156)	(492)	(2572)	(855)	(70)
LNST thuộc về mẹ	1410	14284	21747	27351	10232
yoy(%)	-14.5%	913.3%	52.2%	25.8%	-
EPS(VND)	2,130	1,729	6,611	8,315	3,111
yoy(%)	15.6%	-18.8%	282.4%	25.8%	-

Lưu chuyển tiền tệ					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020A	Q2/2021A
LNTT	2109	19719	29746	36517	13251
Điều chỉnh Thay đổi vốn lưu động	1783	(11864)	(6584)	(15730)	422
Tiền từ HĐKD	(1096)	(9318)	28767	4095	(7679)
Chi đầu tư mua sắm TSCĐ	2796	(1463)	51928	24882	5994
Tiền từ HĐĐT	(2405)	(751)	(3847)	(3500)	(413)
Phát hành (mua lại) cổ phiếu	(9459)	(17842)	(27320)	(22420)	(4253)
Khác	28	12241	0	62	0
Tiền từ HĐ TC	5422	22204	(11105)	(1863)	(267)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5422	21259	(14792)	(2081)	(370)
Thay đổi tiền ròng	2802	1562	3515	13332	7746
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	(1241)	1954	9817	381	1372
	1562	3515	13332	13714	9118

Cân đối kế toán					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020A	Q2/2021A
Tài sản ngắn hạn	44421	91203	139555	102312	99005
Tiền tương đương tiền	1562	3515	13332	13714	9118
Đầu tư ngắn hạn	0	1009	361	2054	4930
Phải thu ngắn hạn	24775	43356	47468	34592	42358
Hàng tồn kho	17006	36858	60297	42984	34703
Tài sản dài hạn	6883	28486	57686	113014	110995
Tài sản cố định hữu hình	1297	100	625	5683	5855
Tài sản cố định vô hình	59	28	66	223	232
Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang	2462	18363	28213	32361	32573
Trả trước và phải thu khác	1059	3474	13268	45206	44659
Đầu tư vào công ty LDLK	9	0	0	5838	3457
Đầu tư khác	1746	478	773	4154	6603
Tổng tài sản	51304	119689	197241	215326	210000
Nợ ngắn hạn	34223	42872	121557	103385	94891
Phải trả ngắn hạn	925	2504	6078	11401	12394
Vay ngắn hạn	8700	6403	18162	10998	10591
Phải trả dài hạn	6957	28672	10969	22811	15939
vay dài hạn	6628	25506	8343	13958	12271
Nợ phải trả	41180	71544	132526	126196	110830
Cổ đông thiểu số	3220	4912	8619	3429	3410
Vốn góp	2000	33495	33495	33495	33495
Các quỹ và lợi nhuận chưa phân phối	4904	9738	22601	52205	62265
Vốn chủ sở hữu	10124	48145	64715	89130	99170
yoy (%)	6.0%	375.6%	34.4%	37.7%	11.3%

Chỉ số tài chính					
	2017A	2018A	2019A	2020A	Q2/2021A
BLNG (%)	34	26	53	36	50
Biên LN hoạt động (%)	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
BLN ròng (%)	9.2	36.9	42.1	38.2	35.6
ROA (%)	2.7	11.9	11.0	12.7	4.9
ROE (%)	15.5	30.7	37.6	31.6	10.4
Net gearing ratio (%)	151.4	66.3	41.0	28.0	23.1
Current ratio(x)	1.3	2.1	1.1	1.0	1.0

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam).

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
Trung lập	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
Vượt trội	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 hiệu quả	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. Guotai Junan Việt Nam 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. Guotai Junan Việt Nam 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. Guotai Junan Việt Nam 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 Guotai Junan Việt Nam 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 Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

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



LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	4 th Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: ivs@gtjas.com.vn Website: www.ivs.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696