



Company Report: Công ty cổ phần Vinhomes (VHM VN)

Chuyên viên phân tích
Phí Công Linh

linhpc@gtjas.com.vn - ext: 704

01 tháng 8 2022

Siết chặt thị trường bất động sản

Quan điểm đầu tư

- Vinhomes có quỹ đất lớn nhất Việt Nam, nằm ở những vị trí chiến lược. Vinhomes là thương hiệu nhà ở được tín nhiệm cao nhất và có tỷ suất lợi nhuận lớn nhất trong các chủ đầu tư khác. Điều kiện tài chính vững mạnh cùng với thương hiệu mạnh cho phép VHM huy động vốn ở cả Việt Nam và nước ngoài
- Trong quý 2 năm 2022, doanh thu của VHM là 4,5 nghìn tỷ đồng (-84% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận gộp là 1,39 nghìn tỷ đồng (-90% so với cùng kỳ). LNST đạt 622 tỷ đồng (giảm 94% so với cùng kỳ).
- Vinhomes Ocean Park 2, Cổ Loa và Wonder Park sẽ là dự án tiếp theo được tung ra thị trường vào cuối năm nay.

Rủi ro

- Tính chu kỳ và thắt chặt tín dụng là gánh nặng đối với tăng trưởng.
- Giá nhà ở cao sẽ là rủi ro đáng kể nhất khi chu kỳ thắt chặt bắt đầu.

Recommendation:

- Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi định giá VHM ở mức **81.800 đồng / CP** và khuyến nghị **Trung lập** đối với cổ phiếu VHM.

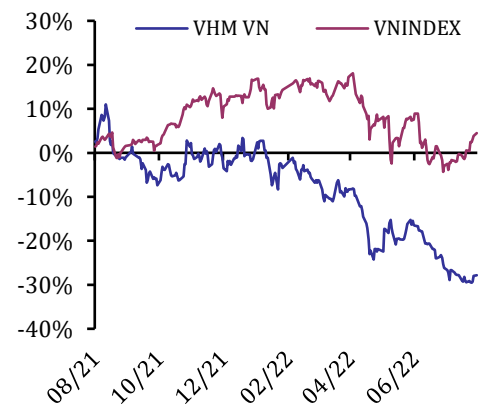
Rating:
Neutral

Maintained

6-18m TP:
81,800
Giá cổ phiếu:

VND60,000

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá	1 M	3 M	1 Y
Tuyệt đối %	-7.4%	-9.5%	-30.3%
SS % với VNI index	-7.8%	2.5%	-37.6%
Giá trung bình (VND)	59,690	64,555	75,970

Source: Bloomberg, Guotai Junan Vietnam

Năm tài chính 12/31	DT (tỷ đồng)	LNST ((tỷ đồng)	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
2021A	84,986	38,825	9,015	8.4%	9.1	28,647	2.9	2,000	2.4%	36.9

CPLH (m)	4,354.3	Cổ đông lớn	Vingroup	66.66%
Vốn hoá. (VNĐ tỷ)	261,262,000	Free float (%)		25.0
KLGD TB 3 tháng. ('000)	3,157.41	FY21 Net gearing (%)		60
Giá 52 tuần cao/thấp (VNĐ)	93,769 / 58,300			

Source : the Company, Guotai Junan Vietnam.

Trong quý 2 năm 2022, doanh thu của VHM là 4,5 nghìn tỷ đồng (-84% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận gộp là 1,39 nghìn tỷ đồng (-90% so với cùng kỳ). LNST đạt 622 tỷ đồng (giảm 94% so với cùng kỳ). Trong quý 2 năm 2022, VHM đã bàn giao được 730 căn chủ yếu từ 3 dự án lớn. Tổng doanh thu quy đổi và LNST (bao gồm cả các dự án BCC) đạt 2,2 nghìn tỷ đồng và 500 tỷ đồng (-95% YoY). Do hầu hết các dự án đang phát triển hiện nay gần như đã được bàn giao trong khi các dự án mới đang được phát triển, điều đó có thể khiến căn hộ bàn giao sụt giảm nghiêm trọng, nhưng doanh thu giảm chỉ là con số hạch toán theo thời điểm.

Bảng-1: Cập nhật doanh số bán hàng VHM

	Q2 2022	Q2 2021	Q2 2022 vs Q2 2021
Doanh số (căn)	7,900	14,200	-44%
Giá trị HĐ (nghìn tỷ VND)	76	21.7	250%
Unbilled booking (nghìn tỷ VND)	129.3	49.4	162%
Doanh thu từ bán hàng (nghìn tỷ VND)	2.2	25.5	-91%

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Vietnam)

Doanh số bán hàng Q2 / 2022 đã giảm so với năm trước đó là Q2 / 2021, giảm -44% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, lượng đặt chỗ chưa thanh toán tăng do lượng bán mạnh trong quý 2 (+ 127%). Phần lớn số lượng bán hàng đến từ dự án mới ra mắt, Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire. VHM đã bán thành công, mang về 40 nghìn tỷ đồng tiền trả trước của khách hàng trong quý 2. Điều này sẽ hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận đến nửa cuối 2022 khi bàn giao.

Căn hộ chào bán và căn hộ bán được tại thị trường Hà Nội trong nửa đầu năm điều chỉnh nhẹ so với năm ngoái (+ 32% YoY và + 54% YoY).

Tại Tp.HCM, có khoảng 15.528 căn được chào bán trong Quý 2, tăng 170% so với cùng kỳ năm ngoái. Số căn bán được chỉ 11.259 căn, + 140% YoY

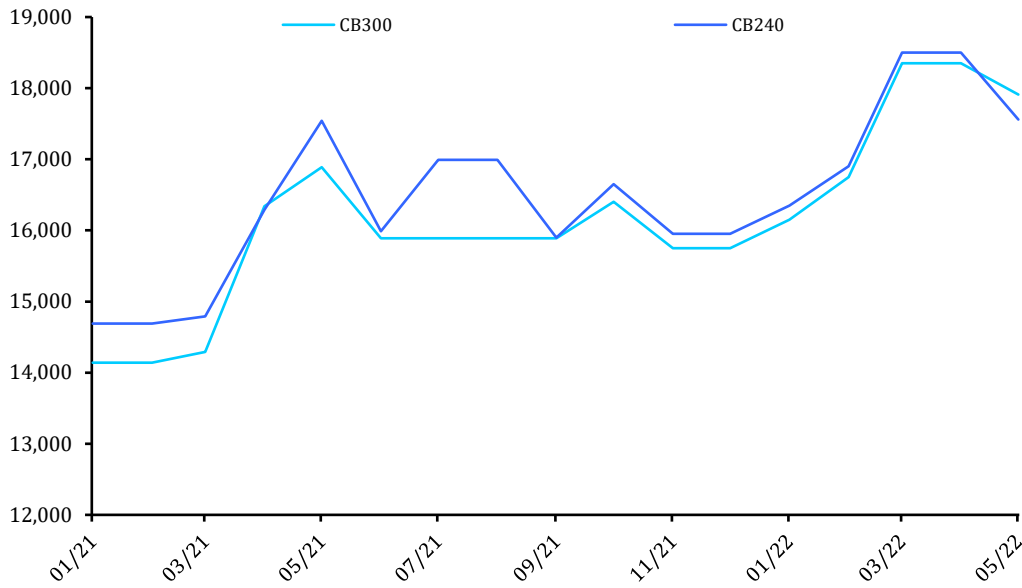
Table-2: VHM 's project update

	Vinhomes Ocean Park 2, the Empire	Vinhomes Wonder Park	Vinhomes Cổ Loa
Vị trí	Văn Giang, Hưng Yên	Đan Phượng, Hà Nội	Đông Anh, Hà Nội
Diện tích	294 ha	133 ha	385 ha
Tổng diện tích kinh doanh	2,123,000	364,000	1,724,000
Tiện ích	Villas / Townhouses / Shophouses / Apartments / Shopping Malls / Schools / Hospitals • 18.1 ha Royal Wave Park • The world's largest Wave Pool complex (5.4 ha) • Laguna Salt lake (9.3 ha) – largest in Asia • 1 ha sandy park • Kingdom Avenue – small “Champs Elysees” in “Ocean District”	Apartments / Villas / Townhouses / Schools / Shopping Malls / Eco-parks / Swimming Complex • 16 ha grand Ecological park • Vietnam’s largest Swimming Pool complex (both indoor and outdoor)	Apartments / Villas / Shophouses / Schools / Shopping Malls / Exhibition Complex • 90 ha National Exhibition Center
Thời gian	2022-2024	2022-2025	2022-2025
Sản phẩm	5,300	2,350 + 2 cao tầng	N/A
Cao tầng)			
Thấp tầng)	5,300	2,350	

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Vietnam)

Chi phí thi công. Giá thép và các loại vật liệu xây dựng khác như bê tông, đá, cát ... đã tăng đáng kể từ đầu năm 2021. Trong quý 2, giá thép giảm đáng kể do nhu cầu thấp. Đây sẽ là một dấu hiệu tốt cho tỷ suất lợi nhuận các dự án của VHM.

Biểu đồ-1: Giá thép



Nguồn: Guotai Junan (Vietnam)

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

Tỷ lệ vay dài hạn và ngắn hạn rất thấp (10% tổng tài sản) so với các chủ đầu tư khác, thương hiệu uy tín dẫn đến việc doanh số bán hàng tăng tốt giúp cải thiện tình hình tài chính của VHM. 40 nghìn tỷ đồng từ khách hàng trả trước của Vinhomes Ocean Park 2 góp phần lành mạnh hóa bảng cân đối kế toán, tạo bộ đệm cho dòng tiền trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ của nền kinh tế.

Sóng gió ở phía trước

Như chúng tôi đã đưa ra cảnh báo trước đây, thị trường bất động sản đang đối mặt với rủi ro khi việc thắt chặt tiền tệ bắt đầu diễn ra. Kết quả phát hành trái phiếu kém trong nửa đầu năm (-12% YoY, nhưng tập trung nhiều hơn ở một số công ty lớn) tác động mạnh đến dòng tiền của các chủ đầu tư, từ đó đe dọa đến việc hoàn thành các dự án và nợ xấu ngân hàng. Như chúng ta thấy rằng hầu hết nguồn tài chính cho một dự án nhà ở cụ thể (chủ đầu tư và người mua) là từ ngân hàng (vay nợ và khoản mua nhà thế chấp ngân hàng) và trái phiếu (cũng chủ yếu được tài trợ từ ngân hàng), chiếm 20% tổng tín dụng quốc gia, và trong điều kiện giá nhà cao, điều đó dẫn đến rủi ro bị áp lực bán tháo khi tiền lãi bắt đầu ăn vào thu nhập của người mua hoặc nhà đầu tư. Tâm lý không tốt từ nhà đầu tư sẽ dẫn đến nhu cầu nhà ở thấp và một lần nữa áp lực lên điều kiện tài chính của nhà phát triển. Gần đây, NHNN cũng đã tuyên bố về việc hạn chế giải ngân vốn vào thị trường bất động sản, và hệ thống ngân hàng đã đạt giới hạn room tín dụng, dẫn tới người mua sẽ khó vay tiền mua nhà dài hạn. Lãi suất cao hơn cũng sẽ ảnh hưởng đến các nhà đầu cơ, họ không thể bán nhà khi không có dòng tiền mua mới và thanh khoản. Và chúng tôi nhận thấy áp lực từ lạm phát, chính sách của FED và tỷ giá hối đoái lên lãi suất sẽ khiến lãi suất cho vay tăng cao trong nửa cuối năm và năm 2023.

Khuyến nghị

Do điều kiện thị trường bất động sản rất rủi ro và chu kỳ thắt chặt bắt đầu, với giá nhà ở rất cao và điều kiện tài chính yếu kém của các chủ đầu tư, chúng tôi nhận thấy xu hướng đi xuống của ngành bất động sản ở phía trước. Chúng tôi vẫn thận trọng đối với lĩnh vực này.

Chúng tôi giữ nguyên giá trị của VHM là **81.800 đồng / cổ phiếu** theo phương pháp RNAV. Chúng tôi khuyến nghị **Trung lập** đối với cổ phiếu VHM.



Tóm tắt báo cáo tài chính và chỉ số tài chính

Báo cáo KQKD					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Doanh thu	15,297	38,664	51,627	71,547	85,094
yoy(%)	36.4%	152.8%	33.5%	38.6%	N/A
Giá vốn	(10131)	(28603)	(24171)	(45611)	(36686)
LNG	5,167	10,061	27,456	25,936	48,408
yoy(%)	16.0%	94.7%	172.9%	-5.5%	N/A
Chi phí bán hàng, QLDN	(2038)	(2444)	(4237)	(4874)	(5543)
Thu nhập/chi phí khác, ròng	(243)	(7)	30	(789)	305
Thu nhập tài chính	964	14565	9046	20245	7984
Chi phí tài chính	(1652)	(2457)	(2549)	(4019)	(2738)
Thu nhập từ công ty ldlk	(88)	0	0	19	53
LNTT	2109	19719	29746	36517	48469
yoy(%)	-24.55%	835.08%	50.85%	22.76%	N/A
Chi phí thuế TNDN	(543)	(4942)	(5427)	(8310)	(9237)
LNST	1565	14776	24319	28207	39231
yoy(%)	-29.1%	843.9%	64.6%	16.0%	
CĐ thiếu số	156	492	2572	855	215
LNST thuộc về mẹ	1410	14284	21747	27351	39017
yoy(%)	-14.5%	913.3%	52.2%	25.8%	42.7%
EPS(VND)	7,048	4,265	6,493	8,166	8,960
yoy(%)	-14.5%	-39.5%	52.2%	25.8%	9.7%

Lưu chuyển tiền tệ					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
LNTT	2109	19719	29746	36517	48469
Điều chỉnh Thay đổi vốn lưu động	(1096)	(9318)	28767	4095	(33186)
Tiền từ HĐKD	2796	(1463)	51928	24882	13278
Chi đầu tư mua sắm TSCĐ	(2405)	(751)	(3847)	(3500)	(15399)
Tiền từ HĐĐT	(9459)	(17842)	(27320)	(22420)	(18463)
Phát hành (mua lại) cổ phiếu	28	12241	0	62	6515
Khác	5394	9018	(14792)	(2143)	(10220)
Tiền từ HĐ TC	5422	21259	(14792)	(2081)	(3705)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2802	1562	3515	13332	13714
Thay đổi tiền ròng	(1241)	1954	9817	381	(8890)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1562	3515	13332	13714	4824

Source: the Company, Guotai Junan (Vietnam).

Cân đối kế toán					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Tài sản ngắn hạn	44,421	91,203	139,555	102,312	91,217
Tiền tương đương tiền	1,562	3,515	13,332	13,714	4,824
Đầu tư ngắn hạn	-	1,009	361	2,054	4,781
Phải thu ngắn hạn	24,775	43,356	47,468	34,592	37,929
Hàng tồn kho	17,006	36,858	60,297	42,984	28,543
Tài sản dài hạn	6,883	28,486	57,686	113,014	139,201
Tài sản cố định hữu hình	1,297	100	625	5,683	6,706
Tài sản cố định vô hình	59	28	66	223	750
Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang	2,462	18,363	28,213	32,361	44,697
Trả trước và phải thu khác	1,059	3,474	13,268	45,206	49,169
Đầu tư vào công ty LDLC	59	478	773	9,756	10,952
Đầu tư khác	1,696	379	559	3,969	7,264
Tổng tài sản	51,304	119,689	197,241	215,326	230,418
Nợ ngắn hạn	34,223	42,872	121,557	103,385	75,082
Phải trả ngắn hạn	16,846	14,207	40,246	26,969	8,916
Vay ngắn hạn	8,700	6,403	18,162	10,998	251
Phải trả dài hạn	6,957	28,672	10,969	22,811	23,637
vay dài hạn	6,628	25,506	8,343	13,958	19,668
Nợ phải trả	41,180	71,544	132,526	126,196	98,719
Cổ đông thiếu số	3,220	4,912	8,619	3,429	3,316
Vốn góp	2,000	33,495	33,495	33,495	43,544
Các quỹ và lợi nhuận chưa phân phối	4,904	9,738	22,601	52,205	84,839
Vốn chủ sở hữu	10,124	48,145	64,715	89,130	131,699
yoy (%)	6.0%	375.6%	34.4%	37.7%	47.8%

Chỉ số tài chính					
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
BLNG (%)	34	26	53	36	57
Biên LN hoạt động (%)	14	51	58	51	57
BLN ròng (%)	9.2	36.9	42.1	38.2	45.9
ROA (%)	2.7	11.9	11.0	12.7	N/A
ROE (%)	15.5	30.7	37.6	31.6	N/A
Net gearing ratio (%)	151.4	66.3	41.0	28.0	15.1
Current ratio(x)	1.3	2.1	1.1	1.0	1.2

XẾP HẠNG CỔ PHIẾUChỉ 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 NGÀNHChỉ 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 chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới 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 của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư 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 tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia 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. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản 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 có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

Phí Công Linh

Equity Analyst- Real estate sector

linhpc@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:704

Võ Thế Vinh

Head of Research

vinhvt@gtjas.com.vn - ext:701

01 tháng 8 2022



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

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: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

Vinhomes (VHM VN)

Company Report