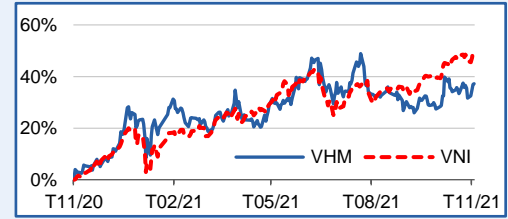




CTCP Vinhomes (VHM) [MUA +28,5%]

Cập nhật

Ngành	BĐS		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	26/11/2021	Tăng trưởng DT	38,6%	15,1%	23,6%	7,7%
Giá hiện tại	83.300VND	Tăng trưởng EPS	28,1%	19,6%	3,6%	9,3%
Giá mục tiêu	107.000VND	TT LNST sau CĐTS	25,8%	20,7%	4,5%	9,3%
Giá mục tiêu gần nhất	104.000VND	Biên LN gộp	36,3%	51,9%	50,3%	50,8%
TL tăng	+28,5%	Biên LN ròng	38,2%	40,1%	33,9%	34,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	4,2x	3,0x	2,3x	1,9x
Tổng mức sinh lời	+28,5%	P/E	13,0x	10,9x	10,5x	9,6x



GT vốn hóa	15,8 tỷ USD		VHM	Peers*	VNI	Tổng quan về Công ty
Room KN	4,2 tỷ USD	P/E (trượt)	9,5x	9,9x	17,8x	CTCP Vinhomes (VHM), một công ty con của Vingroup (VIC), đã tự khẳng định là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn. Chúng tôi ước tính công ty có thị phần 25% giai đoạn 2016-6 tháng đầu năm 2021 trong thị trường nhà ở tại TP HCM và Hà Nội, theo CBRE.
GTGD/ngày (30n)	24,9tr USD	P/B (hiện tại)	3,2x	1,2x	2,8x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	8,3%	55,9%	N/A	
SL cổ phiếu lưu hành	4,35 tỷ	ROE	40,3%	13,6%	15,7%	
Pha loãng	4,35 tỷ	ROA	17,4%	2,8%	2,5%	

* Regional peers

Phạm Minh Đức
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Mở bán các đại dự án mới để thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho CTCP Vinhomes (VHM) khi chúng tôi tiếp tục cho rằng công ty có vị thế tốt để tận dụng câu chuyện tăng trưởng bất động sản nhà ở của Việt Nam trong dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, quỹ đất lớn và phát triển các dự án đa mục đích độc đáo. Chúng tôi tăng giá mục tiêu dựa theo RNAV thêm 3% lên 107.000 đồng/CP chủ yếu do cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2022.
- Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 thêm 11% lên 33 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) khi chúng tôi kỳ vọng dự báo cơ cấu doanh số bán buôn cao hơn trong lợi nhuận năm 2021 sẽ bù đắp cho doanh số bán lẻ thấp hơn dự kiến trong 9 tháng đầu năm 2021 trong bối cảnh làn sóng dịch COVID-19 thứ tư bùng phát tại Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 sẽ đạt 35 nghìn tỷ đồng (+5% so với năm 2021) chủ yếu nhờ đóng góp từ các dự án lớn hiện tại (Ocean Park, Smart City và Grand Park) và doanh thu dự kiến từ các đại dự án sắp tới (Wonder Park và Dream City).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 11% dự báo giá trị hợp đồng bán hàng năm 2021 còn 66 nghìn tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ năm trước) do tiến độ mở bán lẻ tại Wonder Park và Dream City chậm hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Đối với năm 2022, chúng tôi kỳ vọng Smart City sẽ duy trì doanh số bán buôn và bán lẻ trong khi Ocean Park và Grand Park hoàn tất giai đoạn mở bán trước. Chúng tôi cũng kỳ vọng việc mở bán Wonder Park và Dream City sẽ hỗ trợ giá trị hợp đồng bán hàng năm 2022 của VHM đạt 83 nghìn tỷ đồng (+26% so với năm 2021).
- Tại giá mục tiêu của chúng tôi, VHM giao dịch với P/E năm 2021/2022 là 14,0/13,5 lần - tương tự P/E của một số công ty cùng ngành trong khu vực là 14,7/13,5 lần - và P/B năm 2021/2022 là 3,8/3,0 lần với ROE năm 2021/2022 mạnh mẽ là 32,1%/25,1% cùng tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu thấp là 8% tính đến cuối quý 3/2021.
- Yếu tố hỗ trợ chính: Mở bán nhanh hơn dự kiến cho các siêu đại dự án (quy mô quỹ đất lớn hơn 3.000 ha), bao gồm dự án Hạ Long Xanh và Long Beach Cần Giờ.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: việc mở bán lẻ tại các đại dự án mới bị trì hoãn.

Hàng loạt dự án lớn mới sắp tới sẽ góp phần thúc đẩy triển vọng trung hạn của VHM. Kể từ năm 2019, 3 đại dự án lớn đầu tiên của Vinhomes đã báo cáo lượng bán hàng lũy kế là khoảng 110.000 căn và tổng giá trị đầu tư gộp (GDV) ước tính hoặc doanh thu cốt lõi là khoảng 260 nghìn tỷ đồng. Vào cuối quý 3/2021, còn lại khoảng 20% căn hộ chưa bán được tại 3 dự án này. Chúng tôi dự báo loạt đại dự án mới sắp tới (Dream City, Wonder Park và Cổ Loa) sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung hạn của VHM cho đến năm 2027. Dự án Dream City & Wonder Park sẽ đóng góp gần một

nửa vào giá trị doanh số bán hàng của chúng tôi và dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 với các đại dự án hiện tại chiếm phần còn lại.

Các KCN có thể hỗ trợ thêm cho triển vọng lợi nhuận của VHM. Theo ban lãnh đạo, các cụm khu công nghiệp (KCN) ở Quảng Ninh và Hải Phòng dự kiến sẽ nhận được phê duyệt về nguyên tắc trong những tháng tới trong khi các chương trình marketing cho các khách hàng thuê công nghiệp tiềm năng sẽ được triển khai vào đầu năm 2022. Hiện chúng tôi chưa tính đến tiềm năng phát triển KCN vào dự báo lợi nhuận của chúng tôi khi (1) kế hoạch thuê tóm các KCN chưa được công bố và (2) có một khoảng đóng góp nhỏ từ các KCN vào lợi nhuận dự báo năm 2022 (dưới 5%, theo ban lãnh đạo).

Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	71,547	82,336	101,727	109,592
COGS	-45,611	-38,824	-50,558	-53,878
Gross Profit	25,936	42,732	51,168	55,714
Sales & Marketing exp	-2,681	-2,226	-3,108	-3,470
General & Admin exp	-2,193	-1,713	-2,392	-2,671
Operating Profit	21,062	38,793	45,304	49,573
Financial income	20,245	5,672	1,965	1,965
Financial expenses	-4,019	-3,051	-3,323	-3,547
- o/w interest expense	-3,002	-2,542	-2,814	-3,038
Associates	19	19	19	19
Net other income/(loss)	-789	50	50	50
Profit before Tax	36,517	41,464	43,996	48,041
Income Tax	-8,310	-8,293	-8,799	-9,608
NPAT before MI	28,207	33,171	35,197	38,433
Minority Interest	-855	-150	-687	-712
NPAT less MI, reported	27,351	33,021	34,510	37,721
NPAT less MI, adjusted	27,351	33,021	34,510	37,721

EBITDA	21,604	40,488	47,481	52,121
EPS reported, VND	6,396	7,652	7,925	8,663
EPS adjusted, VND	6,396	7,652	7,925	8,663
EPS fully diluted, VND	6,396	7,652	7,925	8,663
DPS, VND	1,500	0	0	0
DPS/EPS (%)	23%	0%	0%	0%

RATIOS	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth				
Revenue growth	38.6%	15.1%	23.6%	7.7%
Op profit (EBIT) growth	-9.3%	84.2%	16.8%	9.4%
PBT growth	22.8%	13.5%	6.1%	9.2%
EPS growth, adjusted	28.1%	19.6%	3.6%	9.3%

Profitability	2020A	2021F	2022F	2023F
Gross Profit Margin	36.3%	51.9%	50.3%	50.8%
Op Profit, (EBIT) Margin	29.4%	47.1%	44.5%	45.2%
EBITDA Margin	30.2%	49.2%	46.7%	47.6%
NPAT-MI Margin, adj,	38.2%	40.1%	33.9%	34.4%
ROE	38.6%	32.1%	25.1%	21.7%
ROA	13.7%	15.0%	14.4%	14.0%

Efficiency	2020A	2021F	2022F	2023F
Days Inventory On Hand	413.3	430.2	393.6	481.7
Days Accts, Receivable	209.3	189.4	204.4	214.3
Days Accts, Payable	69.9	101.8	70.4	59.4
Cash Conversion Days	552.6	517.8	527.6	636.6

Liquidity	2020A	2021F	2022F	2023F
Current Ratio x	1.0	1.7	2.1	2.9
Quick Ratio x	0.5	0.9	1.2	1.5
Cash Ratio x	0.2	0.3	0.3	0.4
Debt / Assets	11.6%	11.9%	11.4%	11.1%
Debt / Capital	21.9%	17.6%	15.6%	13.9%
Net Debt / Equity	10.3%	5.8%	2.7%	3.3%
Interest Coverage x	7.0	15.3	16.1	16.3

Nguồn: Dữ liệu của công ty, VCSC

B/S (VND bn)	2020A	2021F	2022F	2023F
Cash & equivalents	13,714	12,983	18,771	18,816
ST investment	2,054	6,686	6,686	6,686
Accounts receivables	34,592	50,876	63,052	65,640
Inventories	42,984	48,531	60,513	81,704
Other current assets	8,968	8,968	8,968	8,968
Total Current assets	102,311	128,045	157,990	181,815
Fix assets, gross	6,186	9,092	12,026	14,990
- Depreciation	-279	-1,461	-2,987	-4,795
Fix assets, net	5,907	7,631	9,039	10,196
LT investment	9,756	9,756	9,756	9,756
LT assets other	97,352	80,276	84,668	87,468
Total LT assets	113,014	97,663	103,463	107,420
Total Assets	215,326	225,708	261,453	289,235
Accounts payable	11,401	10,261	9,235	8,312
Short-term debt	10,998	11,548	12,125	12,731
Other ST liabilities	80,986	54,103	52,796	40,696
Total current liabilities	103,385	75,912	74,156	61,739
Long term debt	13,958	15,353	17,656	19,422
Other LT liabilities	8,853	8,853	8,853	8,853
Total Liabilities	126,196	100,119	100,666	90,015
Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	33,495	43,544	43,544	43,544
Share premium	295	1,260	1,260	1,260
Retained earnings	56,259	74,105	108,615	146,336
Other equity	-4,349	1,201	1,201	1,202
Minority interest	3,429	5,480	6,167	6,879
Total equity	89,130	125,589	160,787	199,220
Liabilities & equity	215,326	225,708	261,453	289,235
Y/E shares out, mn	4,276	4,354	4,354	4,354

CASH FLOW (VND bn)	2020A	2021F	2022F	2023F
Beginning Cash Balance	13,332	13,714	12,983	18,771
Net Income	27,351	33,021	34,510	37,721
Dep, & amortization	542	1,695	2,177	2,548
Chge in Working Cap	12,776	-19,855	-11,490	-21,803
Other adjustments	-15,787	0	0	0
Cash from Operations	24,882	14,861	25,197	18,466
Capital Expenditures, net	-3,069	-2,906	-2,935	-2,964
Investments, net	-19,350	-18,070	-20,042	-18,541
Cash from Investments	-22,420	-20,976	-22,977	-21,505
Dividends Paid	-218	-5,127	0	0
Δ in Share Capital	62	0	0	0
Δ in ST debt	-7,165	550	577	606
Δ in LT debt	-1,077	1,396	2,303	1,766
Other financing C/F	6,317	8,566	687	712
Cash from Financing	-2,081	5,384	3,568	3,084
Net Change in Cash	382	-731	5,788	45
Ending Cash Balance	13,714	12,983	18,771	18,816

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.