

Khuyến nghị

MUA

CTCP VINHOMES (HSX: VHM)
XÂY DỰNG TƯƠNG LAI TỪ HÔM NAY

Giá hiện tại	82.600	Ngày viết báo cáo:	30/11/2020	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu cũ	N/A	Số CP lưu hành (Triệu)	3.289	Tập đoàn Vingroup	69,9%
Giá mục tiêu mới:	102.400	Vốn hóa (tỷ đồng)	271.671	Government of Singapore	5,78%
Tỷ suất cổ tức	0%	KLGDBQ 10 phiên	3.300.265	Viking Asia Holdings II	5,65%
Tiềm năng tăng giá	23,9%	Sở hữu nước ngoài	21,95%	Pte.Ltd	

Chuyên viên PTCB

Phan Quốc Bửu
(Bất động sản, Xây Dựng, Bán Lẻ)
buupq@bsc.com.vn

Chuyên viên PTKT

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá mục tiêu
Giá cắt lỗ

ĐỊNH GIÁ [\(Chi tiết tham khảo trang 17\)](#)

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VHM với giá mục tiêu trong 1 năm tới = 102.400 VND (+23,9% so với giá ngày 30/11/2020) dựa theo phương pháp RNAV (phản ánh giá trị tài sản ròng sau khi chiết khấu 155 triệu m2 sàn thương phẩm của VHM và mảng cho thuê văn phòng/thương mại) với WACC= 11,4%, tỷ lệ chiết khấu 5% và g= 1%.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH [\(Chi tiết tham khảo trang 14\)](#)

BSC ước tính doanh thu năm 2020 của VHM đạt 80.868 tỷ đồng (+56,6% yoy), LNST 28.736 tỷ đồng (+32,1% YoY), tương đương với EPS = 8.579 đồng/CP. Trong năm 2021, chúng tôi đánh giá VHM sẽ duy trì đà tăng trưởng tốt sau năm 2020 nhờ vào việc bàn giao ba đại dự án và triển khai các dự án mới, cụ thể doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021 lần lượt đạt 103.699 tỷ (+28,2% YoY) và 32.060 tỷ (+11,6% YoY).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ [\(Chi tiết tham khảo trang 3\)](#)

- (1) Mô hình kinh doanh thành công đã được chứng minh với danh mục dự án đáp ứng nhu cầu phát triển trong giai đoạn 30 năm tiếp theo.
- (2) VHM được đánh giá là cơ hội tiềm năng nhất để đầu tư vào ngành BĐS Việt Nam đối với nhà đầu tư nước ngoài dựa vào (1) quy mô, (2) Khả năng triển khai hiệu quả.
- (3) Chính sách đầu tư công, môi trường lãi suất thấp và yếu tố nhân khẩu học sẽ là đòn bẩy hỗ trợ cho giá trị mở bán của VHM trong dài hạn.
- (4) Hiệu quả hoạt động duy trì mức cao – Cấu trúc tài chính khỏe.
- (5) Định giá VHM đang ở mức tương đối hấp dẫn do đang chịu độ trễ nhất định so với quá khứ và so với sự phục hồi thị trường chung VNI-Index, hưởng lợi khi thị trường Việt Nam được nâng hạng.

RỦI RO [\(Chi tiết tham khảo trang 13\)](#)

- (1) Rủi ro về tiến độ triển khai kế hoạch và hiệu quả kinh doanh dự án
- (2) Rủi ro chu kỳ ngành bất động sản và chính sách pháp lý
- (3) Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ

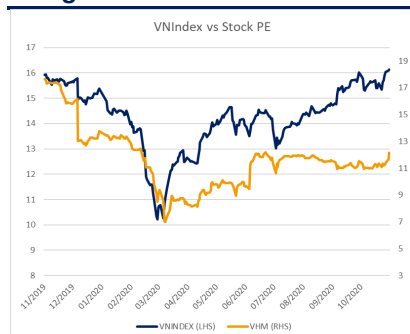
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP [\(Chi tiết tham khảo trang 19\)](#)

- (1) Lũy kế 9T2020, doanh thu đạt 49.378 tỷ đồng (+31,2% YoY), LNST 16.337 tỷ (+7% YoY) tương ứng hoàn thành 50,9% và 52,7% kế hoạch năm, tương ứng hoàn thành 33,5% và 33,4% kế hoạch năm. Ghi nhận bàn giao 10,800 căn hộ, trong đó số lượng sản phẩm đến từ ba đại dự án Vinhomes Grand Park, Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City chiếm tới 96%.
- (2) Trong Q4/2020, công ty dự kiến sẽ tiếp tục bàn giao thêm ít nhất 11.000 căn hộ từ ba đại dự án và triển khai dự án Vinhomes Wonder Park vào 2021.

Bảng so sánh giá CP & VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index

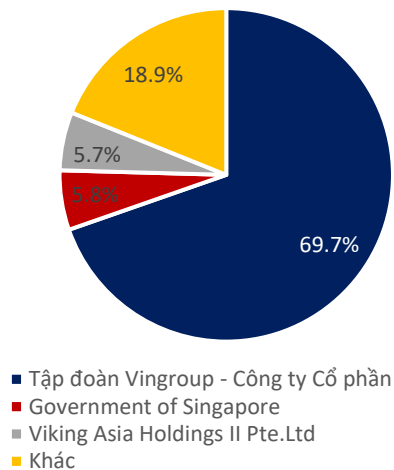


	2019	2020E	Peer	VNIndex		2018	2019	2020E	2021F
PE	12,9	9,8	13,7	14,7	Doanh thu	38.664	51.627	80.868	103.699
PB	5,0	3,5	1,7	2,0	Lợi nhuận gộp	10.061	27.456	31.509	46.384
PS	76,5	48,8	3,6	1,5	LNST	14.284	21.747	28.736	32.060
ROE (%)	38,8%	36,3%	17,8 %	13,3%	EPS	4.265	6.493	8.579	9.572
ROA (%)	11,0%	11,3%	5,5%	2,4%	Tăng trưởng EPS	-43%	52%	32%	12%
EV/EBITDA	2,4	2,1	3,6	14,0	Nợ ròng / VCSH	63%	23%	18%	16%

Tổng quan doanh nghiệp

Vinhomes (VHM) tiền thân là công ty cổ phần phát triển Đô Thị Nam Hà Nội, với vốn điều lệ ban đầu là 500 tỷ đồng (năm 2009). Bắt đầu từ năm 2018, tập đoàn Vingroup thực hiện tái cơ cấu tập đoàn theo hướng chuyên nghiệp hóa và tập trung hóa, các hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản nhà ở, văn phòng và các hạng mục liên quan được tập trung về Nam Hà Nội, và sau đó đổi tên thành Công ty CP Vinhomes. Tính đến Q3/2020, VHM đã tiến hành tăng vốn điều lệ lên mức 33.496 tỷ đồng thông qua việc chào bán cổ phần riêng lẻ, trả cổ tức bằng cổ phiếu và sát nhập hai công ty khác. VHM hiện tại là doanh nghiệp niêm yết đứng đầu ngành bất động sản tại Việt Nam về quy mô doanh thu cũng như quỹ đất sở hữu.

Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu cổ đông cổ đặc. Tập đoàn Vingroup và các bên liên quan hiện đang sở hữu hơn 72% cổ phần tại VHM, các cổ đông ngoại đang chiếm khoảng 21,9% tổng cơ cấu sở hữu.

Trong đó, đáng chú ý ngoài quỹ đầu tư GIC thuộc chính phủ Singapore đang sở hữu 5,78% vốn cổ phần của VHM. Trong ngày 15/06/2020, nhóm nhà đầu tư do KKR đại diện cũng đã thực hiện giao dịch thỏa thuận trị giá khoảng 650 triệu USD để sở hữu 5,65% cổ phần VHM.

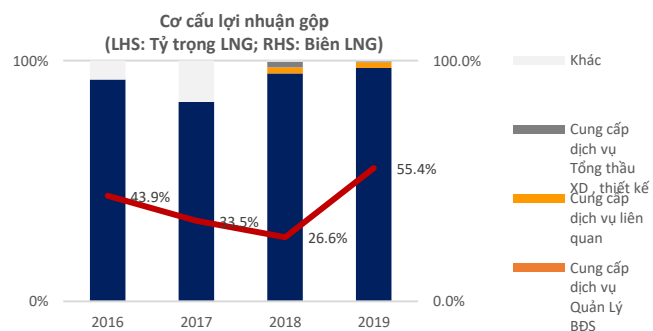
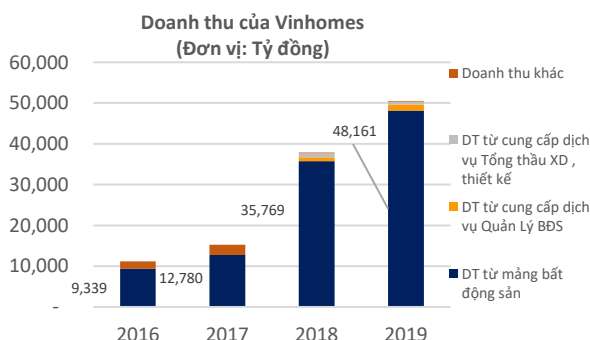
Ngoài những lợi thế về quy mô cũng như tiềm năng phát triển trong dài hạn, VHM cũng là cổ phiếu có mức vốn hoá lớn thứ ba thị trường và vẫn còn “room” cho khối ngoại, dự kiến sẽ được hưởng lợi từ dòng vốn nước ngoài khi thị trường Việt Nam được nâng hạng. Thanh khoản ở mức tốt với Giá trị giao dịch bình quân 30 ngày ở mức tốt khoảng 9.8 triệu USD/ngày.

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hoạt động kinh doanh

Đối với chiến lược chính, BSC cho rằng VHM sẽ tiếp tục duy trì việc triển khai các dự án thuộc mảng bất động sản nhà ở, chiếm đến 93,3% cơ cấu doanh thu năm 2019. Phần còn lại thuộc về các mảng doanh thu khác bao gồm (1) Dịch vụ quản lý bất động sản, (2) Cho thuê và cung cấp các dịch vụ liên quan và (3) Cung cấp các dịch vụ tổng thầu xây dựng thiết kế. So sánh với cơ cấu doanh thu năm 2017 trước giai đoạn niêm yết, cơ cấu doanh thu của VHM đã có tính cô đặc hơn với các mảng doanh thu khác chủ yếu thuộc mảng phụ trợ cho mảng chính, qua đó giúp tối ưu hoá khả năng sinh lời của công ty.

Ngoài ra, công ty đang hướng đến mở rộng danh mục đầu tư trong tương lai thông qua đẩy mạnh phát triển các quỹ đất (1) **Bất động sản Khu Công Nghiệp**, (2) **Cho thuê văn phòng** nhằm tăng tỷ trọng thu nhập ổn định trong tương lai.



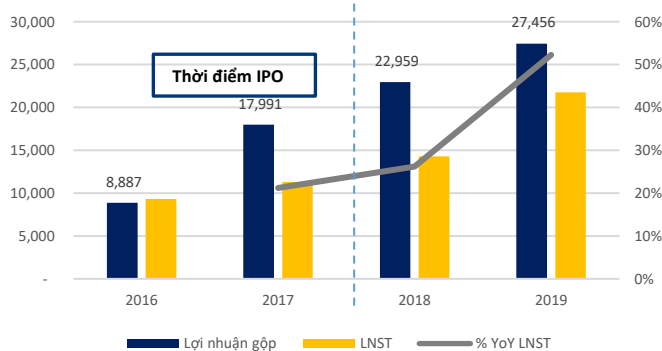
Nguồn: BCTC, BSC Research

Luận điểm đầu tư

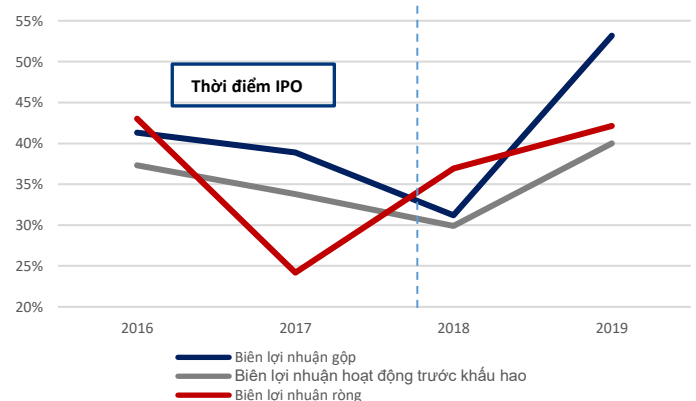
Điểm nhấn 1: Mô hình kinh doanh thành công đã được chứng minh với danh mục dự án đáp ứng nhu cầu phát triển trong giai đoạn 15 năm tiếp theo.

VHM đã chứng minh được hiệu quả thành công của mô hình kinh doanh bất động sản thương mại thông qua tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu đạt 45,6% trong giai đoạn 2016-2019. Doanh thu và lợi nhuận năm 2019 của VHM lần lượt đạt 51.627 tỷ đồng (+33,5% yoy) và 21,747 tỷ đồng (+52% yoy). Quy mô hoạt động kinh doanh của VHM bắt đầu tăng trưởng mạnh từ năm 2018 đến từ việc hợp nhất hai công ty Tân Liên Phát và Quản lý Bất Động Sản Vinhomes chuẩn bị cho thời điểm niêm yết cùng năm. Trong năm 2020, ban lãnh đạo VHM vẫn đặt kế hoạch kinh doanh khả quan với doanh thu 97.000 tỷ đồng (+87,9% YoY) và 31.000 tỷ đồng (+42,5% YoY) với động lực chính từ việc bàn giao và ghi nhận lợi nhuận bán buôn từ ba "đại dự án".

Hoạt động kinh doanh của VHM giai đoạn 2016-2019
(tỷ đồng)



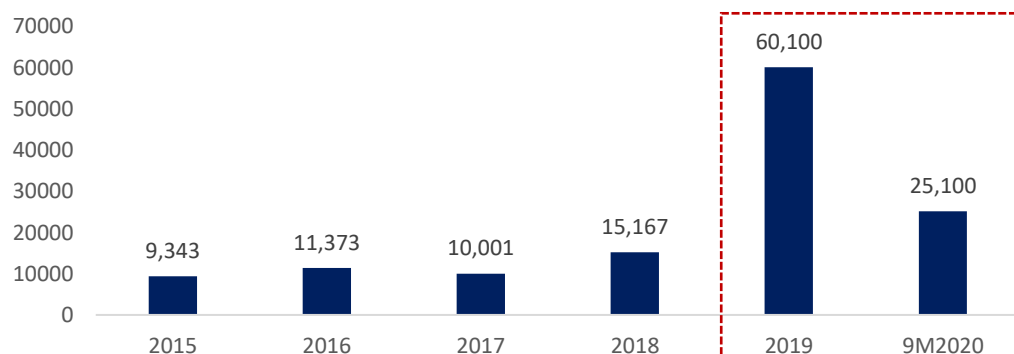
Hiệu quả hoạt động kinh doanh của VHM



Nguồn: Vinhomes, số liệu năm 2016-2017 của VHM được hiệu chỉnh bao gồm các dự án nhà ở đã phát triển với thương hiệu Vinhomes.

Tổng quy mô sản phẩm được VHM bán được trong giai đoạn 2019 - 9M2020 ước tính khoảng 85,200 sản phẩm, cao hơn 1.85 lần so với tổng sản phẩm đã bán giai đoạn 2015-2018. Trong giai đoạn năm 2015-2018, cùng với sự ầm lên của thị trường bất động sản, VHM nhanh chóng tận dụng những lợi thế đó để ghi nhận vị trí số 1 về thị phần bất động sản đô thị phân khúc cao cấp (~45% tại Hồ Chí Minh và Hà Nội). Với nền tảng đó, từ năm 2019, VHM mạnh dạn mở rộng sang các dự án phân khúc trung và cận cao cấp thông qua các đại dự án, trở thành nhà phát triển bất động sản số 1 của Việt Nam.

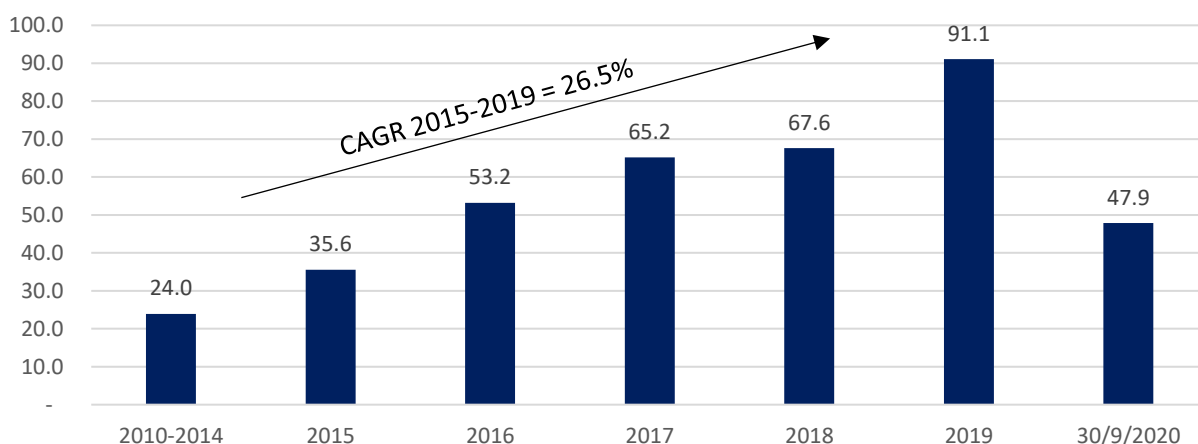
2019 là năm chuyển mình của VHM trong việc triển khai các dự án có quy mô lớn "Đại đô thị"



Nguồn: Vinhomes.

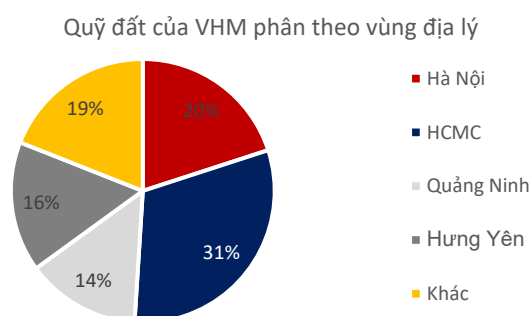
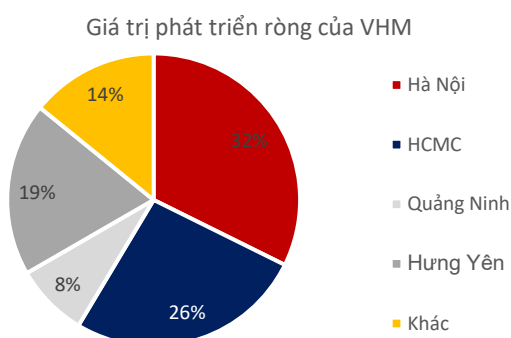
Giá trị lũy kế mở bán mới (pre-sales) CAGR tăng trưởng 26,5% trong giai đoạn 2015-2019 chứng minh được khả năng bán hàng đa kênh của VHM. Cụ thể, trong 9T2020, tổng giá trị pre-sales của VHM ước đạt 47,9 nghìn tỷ đồng. Theo đó, tổng giá trị lũy kế mở bán mới chưa ghi nhận của VHM đến 30/9/2020 đạt khoảng 3,56 tỷ USD, cao hơn 14% so với doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành.

**Giá trị mở bán của VHM giai đoạn 2015- 9T2020
(nghìn tỷ đồng VND)**



Nguồn: Vinhomes, BSC Research

Chuyển dịch mô hình từ dự án bất động sản đô thị sang mô hình “Đại đô thị” tại khu vực ngoại thành và các tỉnh thành cấp 1-2 lân cận. Nhằm (1) Đón đầu xu hướng đô thị hoá và hạ tầng giao thông kết nối được cải thiện và (2) Quỹ đất nội đô đã dần hết. VHM đã dần dịch chuyển sang mô hình “Đại đô thị” với quy mô dự án lên đến khoảng 300-400 ha/dự án, tương đương khoảng 40.000 – 45.000 sản phẩm/dự án. Tổng giá trị phát triển ròng (GDV) và tổng quỹ đất phát triển dự kiến của VHM giai đoạn 2020-2025 ước tính lần lượt khoảng 48,2 tỷ USD và 73 triệu m².

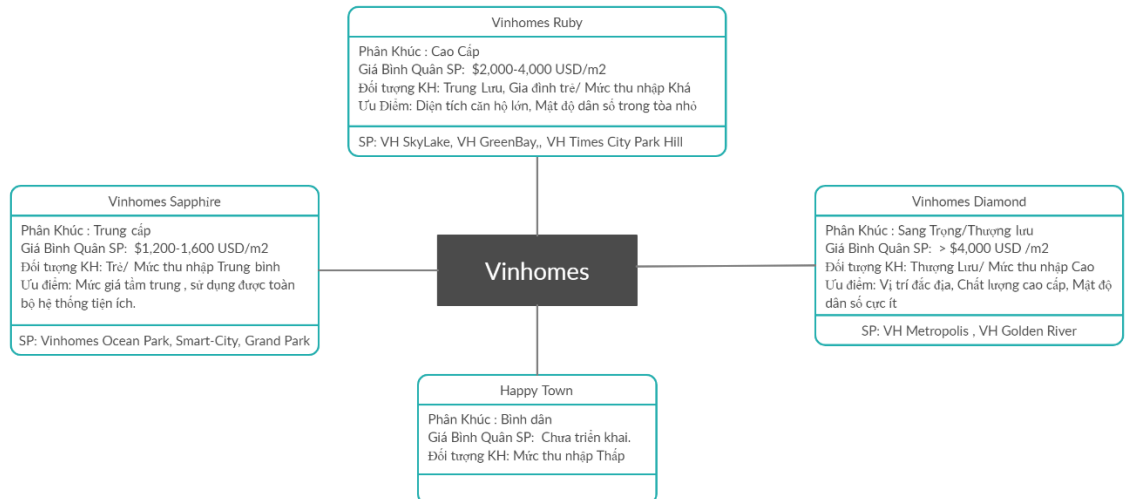


Nguồn: Vinhomes, BSC Research ước tính.

Tỷ lệ hấp thụ mở bán các sản phẩm Vinhomes dự kiến đạt mức cao trong tương lai nhờ chiến lược tập trung đầu tư và mở bán các dự án tại thành phố lớn. Với sự thành công của triển khai ba đại dự án đã được khẳng định, chiến lược của VHM trong dài hạn được đánh giá cao khi tiếp tục tập trung vào các thành phố lớn và thành phố cấp 1 có tiềm năng trở thành khu trung tâm kinh tế mới. Điều này phù hợp với xu hướng đô thị hóa tăng nhanh và giúp cho VHM đảm bảo tỷ lệ hấp thụ dự án trong tương lai ở mức cao.

Ví dụ trong năm 2019, VHM ghi nhận mức tỷ lệ hấp thụ đạt 88% cho ba đại dự án Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park (có vị trí cách CBD tầm 15km-20km), tương ứng khoảng gần 45.000 sản phẩm theo ước tính của BSC, chiếm khoảng 80% tổng sản phẩm mới được chào bán năm 2019 theo số liệu CBRE.

Danh mục loại hình sản phẩm đa dạng, VHM có thể linh hoạt điều chỉnh loại hình dự án phù hợp với sự chuyển dịch tình hình thị trường. VHM hiện tại đang có 4 dòng sản phẩm (1) Happy Town và (2) Vinhomes Diamond, (3) Vinhomes Ruby, (4) Vinhomes Sapphire trải đều từ phân khúc bình dân đến phân khúc cao cấp. Tính tới thời điểm hiện tại, VHM chỉ mới đưa vào vận hành ba chuỗi sản phẩm Vinhomes, riêng trong đó mô hình Happy Town vẫn đang chưa được triển khai.



Nguồn: Vinhomes

Khả năng xây dựng được hệ thống hệ sinh thái khép kín là lợi thế cạnh tranh tuyệt đối của Vinhomes so với các đối thủ cùng ngành. Theo chúng tôi nhận thấy, ba yếu tố cần thiết để dự án “Đại đô thị” triển khai thành công được xếp theo thứ tự bao gồm: (1) Vị trí, (2) Giá cả và (3) Hệ thống tiện ích.

Hiện tại, BSC đánh giá Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản duy nhất đang sở hữu hệ sinh thái đáp ứng cả ba yếu tố trên. Cụ thể, hệ sinh thái bao gồm (a) Hệ thống siêu thị và cửa hàng tiện lợi (Vinmart, thuộc liên kết với Masan), (b) Hệ thống trung tâm thương mại Vincom, (c) Hệ thống trường học, bệnh viện (Vinschool, Vinmec) và hệ thống du lịch nghỉ dưỡng giải trí (Vinpearl).



Nguồn: Vinhomes

Điểm nhấn 2: VHM được đánh giá là cơ hội tiềm năng để đầu tư vào ngành BĐS Việt Nam đối với nhà đầu tư nước ngoài.

Dựa trên các quy định pháp luật hiện hành về đầu tư ngành bất động sản của nhà đầu tư nước ngoài, BSC nhận thấy các hoạt động này tương đối hạn chế như:

- (1) Phạm vi kinh doanh bất động sản hạn chế hơn nhà đầu tư trong nước,
- (2) Giới hạn về số lượng nhà ở được sở hữu
- (3) Hạn chế số tiền thu trước khi mua bán bất động sản hình thành trong tương lai
- (4) Khả năng bị thu hồi đất do khó khăn về thủ tục hành chính và giải phóng đền bù.

Trong khi đó ngành bất động sản Việt Nam được đánh giá tương đối hấp dẫn nhờ (1) Cơ cấu dân số trẻ, (2) Tăng trưởng mạnh của nhóm tầng lớp trung lưu và (3) Xu hướng đô thị hoá. Do đó, BSC đánh giá VHM với lợi thế về quỹ đất trong bối cảnh môi trường lãi suất duy trì mức thấp có thể được đánh giá là đại diện tiêu biểu để đầu tư cho ngành bất động sản Việt Nam.

Quy mô danh mục dự án đủ phát triển trong giai đoạn 10 năm tiếp theo. Xét về quy mô quỹ đất, VHM đang sở hữu khoảng 155 triệu m² sàn (đã bao gồm căn hộ, shophouse, villas...), cao gấp 7 lần so với NVL (doanh nghiệp đứng thứ 2 về quỹ đất với khoảng 21.3 triệu m² sàn). Với quỹ đất kể trên, VHM có thể đảm bảo tính “liên tục” trong việc triển khai dự án đến năm 2038

Theo đó, VHM sẽ tiếp tục triển khai tổng cộng khoảng 12 dự án giai đoạn 2020 -2025. Trong đó có các dự án trọng điểm như Vinhomes Wonder Park (~132ha), Vinhomes Green Hạ Long (~4.109 ha) và Vinhomes Long Beach Cần Giờ (~2.870ha).

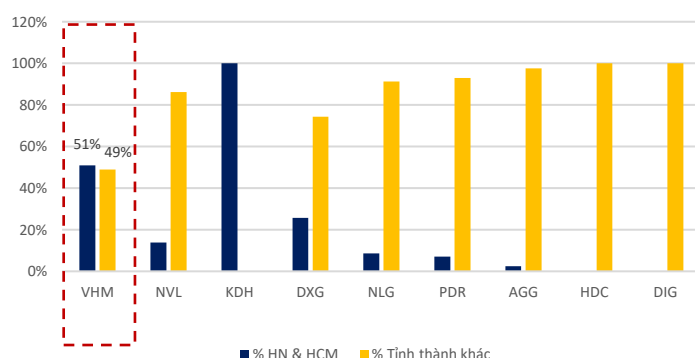
Thời gian triển khai dự kiến các dự án	Vị trí dự án	Diện tích thương phẩm NSA (nghìn m ²)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vinhomes Ocean Park	Hà Nội	2.953						
Vinhomes Smart City	Hà Nội	2.539						
Vinhomes Grand Park	Hồ Chí Minh	3.128						
Vinhomes Symphony	Hà Nội	97						
Vinhomes West Point	Hà Nội	123						
Vinhomes Marina	Hải Phòng	581						
Vinhomes Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	1.492						
Vinhomes Star City	Thanh Hóa	1.022						
Vinhomes Wonder Park	Hà Nội	953						
Vinhomes Galaxy	Hà Nội	596						
Vinhomes Gallery	Hà Nội	360						
Vinhomes Mễ Trì	Hà Nội	708						
Vinhomes Cổ Loa	Hà Nội	3.165						
Vinhomes Làng Vân	Đà Nẵng	758						
Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	4.065						
Vinhomes ĐH Quốc Tế Berjaya GD1	Hồ Chí Minh	5.610						
Vinhomes ĐH Quốc Tế Berjaya GD2	Hồ Chí Minh	8.415						
Vinhomes Long Beach Cần Giờ GD1	Hồ Chí Minh	7.448						
Vinhomes Long Beach Cần Giờ GD2+3+4	Hồ Chí Minh	18.101						
Vinhomes Tây Thăng Long	Hồ Chí Minh	785						
Vinhomes Củ Chi	Hồ Chí Minh	1.432						
Vinhomes Dream City	Hưng Yên	5.875						
Vinhomes Green Hạ Long GD1	Hồ Chí Minh	9.301						
Vinhomes Green Hạ Long GD2+3+4+5	Hồ Chí Minh	59.582						

Nguồn: Vinhomes, BSC Research

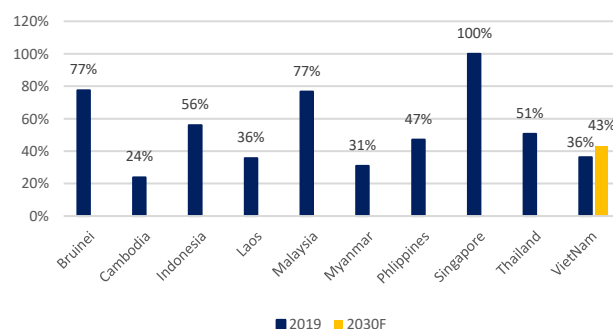
Danh mục dự án được phân bổ đồng đều về mặt tỷ trọng cả ở khu vực thành phố lớn (HN, HCM) và khu vực các tỉnh thành cấp 1 tiềm năng.

- a. Xu hướng dịch chuyển quỹ đất sang khu vực ngoại thành và các tỉnh/thành phố lân cận của nhiều doanh nghiệp bất động sản do (1) Tốc độ đô thị hóa nhanh đi kèm với (2) Quỹ đất trong khu vực trung tâm thành phố ngày càng hạn hẹp và (3) Vấn đề pháp lý tại hai thành phố lớn HCM và HN bị tắc nghẽn dẫn đến nguồn cung tại đây bị thiếu hụt trầm trọng. Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam năm 2019 là 38,4% và dự kiến sẽ vượt mốc 40% vào năm 2020, duy trì tốc độ tăng trưởng CAGR = 2.3% cao nhất khu vực Đông Nam Á (theo JLL). Dựa trên tỷ lệ trên, BSC ước tính mỗi năm, nhu cầu nhà ở mỗi năm sẽ ước tính rơi vào khoảng 80,000-100,000 căn hộ/cả nước/mỗi năm.
- b. VHM sở hữu danh mục phân bổ đồng đều (51% tại HN và HCM và 49% ở ngoài thành), hưởng lợi trực tiếp khi thị trường bất động sản Hồ Chí Minh và Hà Nội hồi phục trở lại. Trong giai đoạn 2018-2019, nguồn cung chung thị trường bất động sản HCM bị siết chặt do các vấn đề liên quan về pháp lý. Trong năm 2020, thị trường BĐS HCM đã có những dấu hiệu tích cực ban đầu trong việc đẩy mạnh công tác phê duyệt pháp lý dự án thông qua việc nhiều dự án đã được phép triển khai hoặc cấp giấy phép xây dựng như (Hilton Saigon, Empire City, Grand Mahattan, The River Thủ Thiêm).

Danh mục dự án của VHM có tính đồng đều giữa việc phát triển tại các thành phố lớn và vệ tinh xung quanh

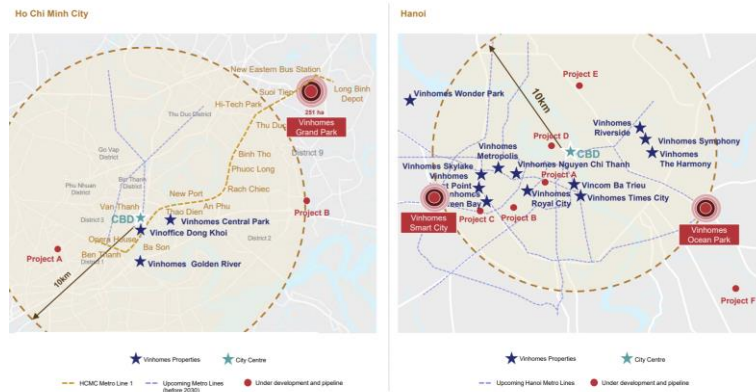


Việt Nam sẽ trải qua quá trình đô thị hóa mạnh mẽ trong giai đoạn 10 năm tiếp theo.



Nguồn: BSC Research, Cập nhật số liệu công bố các doanh nghiệp, 2030F: Dự báo của Euromonitor International

Theo thống kê của BSC, xu hướng chung của các doanh nghiệp bất động sản trong vòng 5 năm trở lại đây đang dần mở rộng quỹ đất ra ngoài khu vực HN và TPHCM. Cụ thể, tỷ trọng quy mô dự án xét theo vị trí ngoại thành của một số doanh nghiệp niêm yết bao gồm NVL (75%), KDH (0%), PDR (93%), AGG (98%), DXG (82%), NLG (91%) và phần còn lại thuộc thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Riêng đối với VHM, ngoài duy trì tổng quỹ đất ở khu vực ngoại thành, Hồ Chí Minh và Hà Nội đang chiếm khoảng 51% tổng quỹ đất.



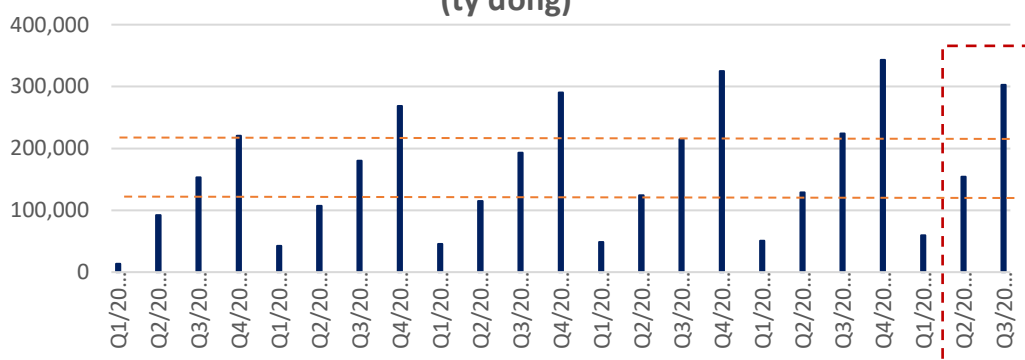
VHM mang đến chuỗi giá trị ngành bất động sản có tính hiệu quả cao từ đầu đến cuối. Xét trong các doanh nghiệp bất động sản của Việt Nam, BSC đánh giá mô hình kinh doanh của VHM có độ tối ưu tốt nhất nhờ vào:

- (1)** Thời gian giải quyết giải phóng mặt bằng nhanh từ 9-12 tháng so với mức bình quân ngành khoảng 2-3 năm.
- (2)** Theo quan sát của chúng tôi, người mua sẵn sàng mua với mức giá “cao hơn” thị trường từ 10-15% nhờ vào thương hiệu – hệ sinh thái và dịch vụ, việc đảm bảo chất lượng cũng như tiến độ bàn giao dự án theo cam kết.
- (3)** Giá vốn các quỹ đất của VHM phát triển ở mức cạnh tranh, quản lý chi phí phát triển (xây dựng) tốt, giúp VHM duy trì được mức biên lợi nhuận gộp ổn định bình quân từ 40%-45%.
- (4)** Uy tín và chính sách bán hàng tốt, kết hợp với ngân hàng tạo ra các sản phẩm hỗ trợ vay cho người mua nhà lên đến 70% giá trị căn hộ và thời gian vay tối đa 35 năm. Điều này sẽ giúp VHM giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng

Điểm nhấn 3: Chính sách đầu tư công, môi trường lãi suất thấp và yếu tố nhân khẩu học sẽ là đòn bẩy hỗ trợ cho giá trị mở bán của VHM trong dài hạn.

- Ngành bất động sản sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ việc hạ tầng được cải thiện thông qua đẩy mạnh đầu tư công.** Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 là nguyên nhân chính khiến triển vọng tăng trưởng kinh tế kém đi, chính phủ đã có những động thái rõ rệt đẩy mạnh thúc đẩy đầu tư công nói nhằm hỗ trợ tăng trưởng nền kinh tế. Riêng trong Q2 và Q3/2020, giải ngân vốn đầu tư công tăng lần lượt 19,7% và 30,2% so với giai đoạn cùng kỳ. Các dự án bất động sản sẽ cải thiện khả năng kết nối giữa các thành phố lớn, qua đó giúp ngành BĐS sôi động hơn. BSC đánh giá cao vị trí các dự án cao tốc mới tương đối tương đồng với định hướng phát triển quỹ đất dài của VHM trong dài hạn.

**Giải ngân vốn đầu tư tăng rõ rệt trong từ Q2/2020)
(tỷ đồng)**



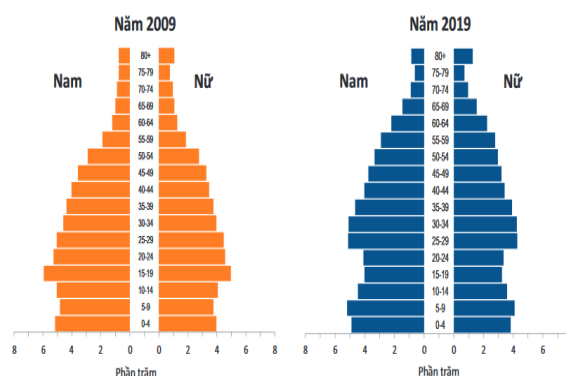
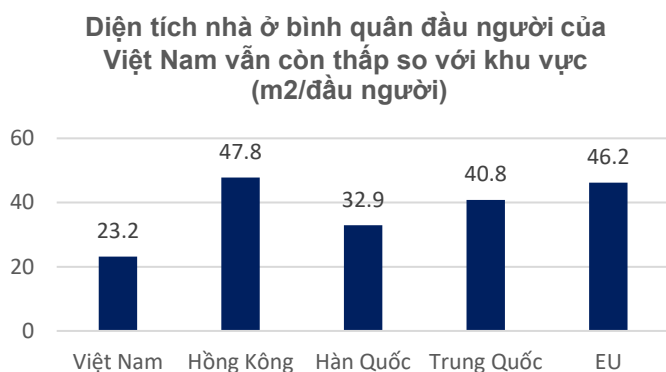
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Dự án	Tổng vốn đầu tư (VND bn)	Dự kiến khởi công	Dự kiến hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43,757	2012	Q4/2021
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47,800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24,150		2021-25
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10,668	2021	2026
Đường song song cho tuyến đường 50	3,816		2021-25
Vành đai 2 (HCM)	6,500		2021-25
Vành đai 3 (HCM)	19,871		2022-25
Dự án Nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 2)	8,977		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước (Giai đoạn 2)	11,282	2015	2021
Sân bay quốc tế Long Thành	114,451	2021	2025
11 dự án khác thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam	101,218	2020	2021-25

Nguồn: BSC Research

- Tăng trưởng của tầng lớp trung lưu và môi trường lãi suất thấp sẽ là nền tảng chính cho tăng trưởng ngành bất động sản trong dài hạn**

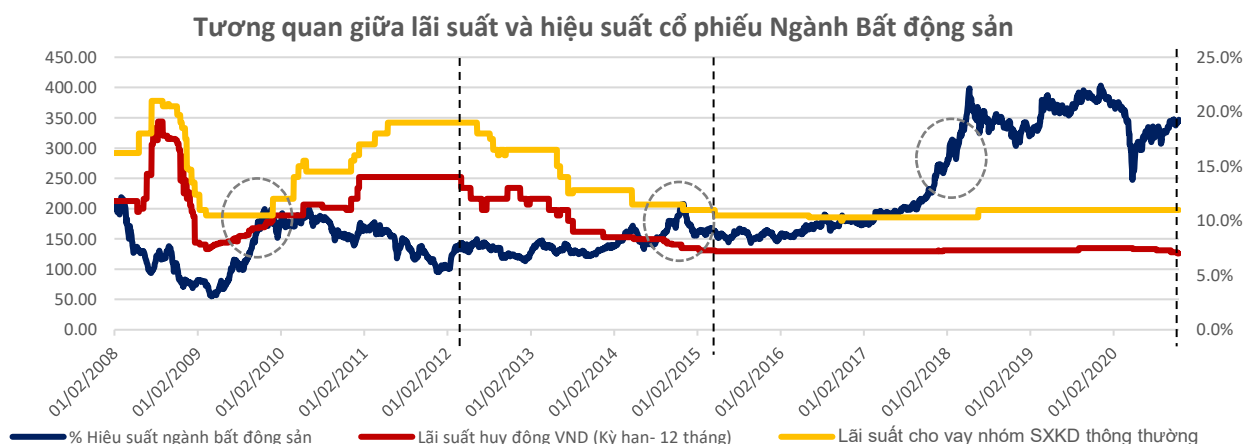
BSC đánh giá dư địa tăng trưởng ngành BĐS còn lớn trong tương lai nhờ vào nguồn cầu tiềm năng từ tầng lớp trung lưu tăng nhanh. Theo thống kê của Tổng Cục Thống Kê năm 2019, diện tích nhà ở bình quân đầu người của Việt Nam là 23,2 m²/người, trong đó vẫn còn khoảng 7,7 triệu người đang sống trong các ngôi nhà dưới 8m²/người. Mức này vẫn thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Hong-Kong 47,8m²/ người, Hàn Quốc 32,9m²/người, Trung Quốc 40,8m²/người, EU 42,6m²/người. Đi kèm với cơ cấu dân số vàng, tốc độ tăng trưởng nhóm tầng lớp trung lưu của Việt Nam được dự báo tăng mạnh nhất khu vực Đông Nam Á đạt mức 17,2%.



Nguồn: BSC Research, Kết quả Tổng điều tra dân số & nhà ở năm 2019

Ngoài ra, môi trường lãi suất thấp dự kiến cũng sẽ gián tiếp hỗ trợ tích cực đến ngành bất động sản. Xét trong ngắn hạn, dưới ảnh hưởng của Covid-19, BSC đánh giá nguồn lãi suất thấp khó có thể có ảnh hưởng tích cực tới ngành bất động sản khi thu nhập có phần sụt giảm đi kèm với đó là nguồn cung vẫn còn hạn chế. Tuy nhiên nếu nhìn lại trong quá khứ, chúng ta có thể thấy hiệu suất của cổ phiếu ngành bất động sản có phản ứng ngược chiều với lãi suất và có độ trễ từ 1-2 năm sau quá trình thắt chặt hay nới lỏng nền kinh tế thông qua công cụ lãi suất.

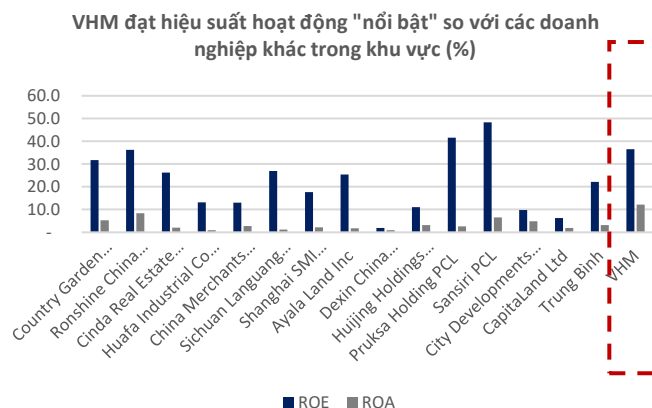
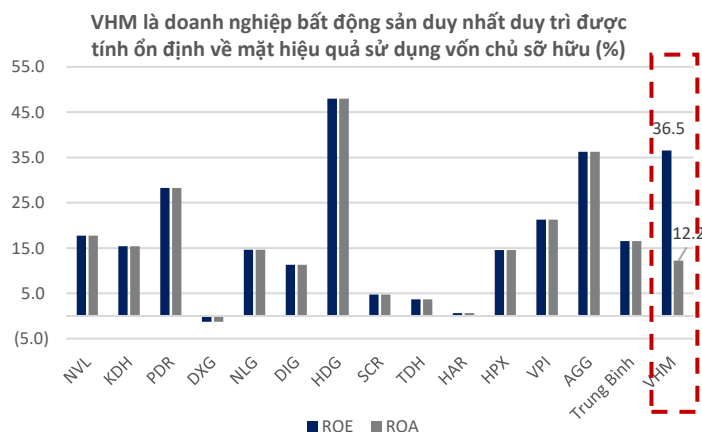
Trong trường hợp kinh tế phục hồi sau dịch, môi trường lãi suất thấp duy trì kéo dài sẽ giúp (1) Hỗ trợ cho người mua có nhu cầu thực, (2) Thúc đẩy dòng vốn luân chuyển từ tiết kiệm sang đầu tư. Đi kèm theo đó, nguồn cung sản phẩm kỳ vọng phục hồi trong giai đoạn tới sẽ giải quyết nút thắt của ngành bất động sản trong vài năm trở lại đây.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Điểm nhấn 3: Hiệu quả hoạt động duy trì mức cao – Cấu trúc tài chính khỏe nhờ khả năng “bán buôn” dự án cho các nhà đầu tư nước ngoài.

VHM nằm trong nhóm doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động cao. Nhờ những điểm mạnh đã đề cập ở điểm nhấn 2, BSC đánh giá VHM là một trong số ít nhóm doanh nghiệp BĐS có thể duy trì hiệu quả hoạt động ở mức cao, với mức biên gộp dao động bình quân 38,2% trong giai đoạn 2016-2019, ROE đạt mức bình quân 31,2%.



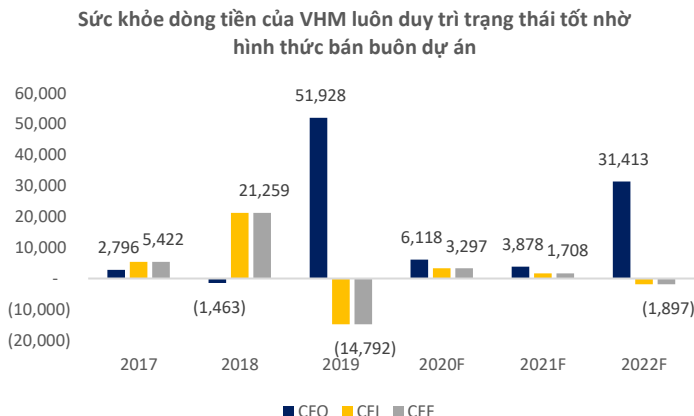
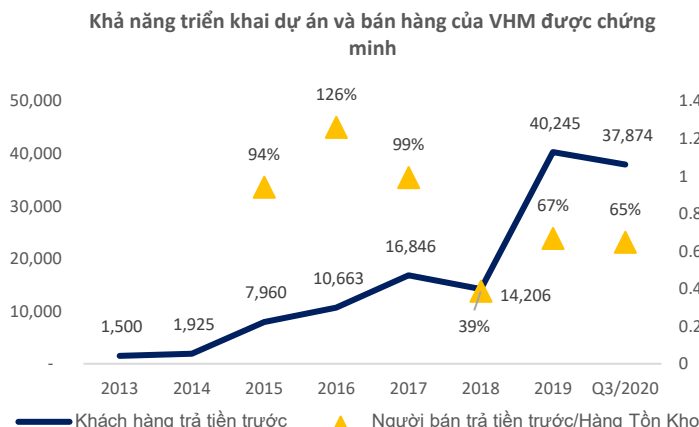
Nguồn: BSC Research, *Chưa loại trừ các mảng kinh doanh khác của một số DN như DXG, HDG..

Chiến lược bán buôn của VHM ngoài đem lại mức biên lợi nhuận gộp cao còn giúp dòng tiền VHM ở mức “lành mạnh”. Biên lợi nhuận gộp bình quân các dự án bán buôn của VHM duy trì trên mức 60%, cao hơn so với biên lợi nhuận gộp triển khai bán lẻ, quanh mức 35%-40%.

Khu vực Châu Á	Biên lợi nhuận gộp (%)	Biên lợi nhuận ròng (%)	Việt Nam	Biên lợi nhuận gộp (%)	Biên lợi nhuận ròng (%)
Country Garden Holdings Co Ltd	26,1	8,1	NVL	28,8	31,4
Cinda Real Estate Co Ltd	30,4	11,9	KDH	53,3	32,5
Huafa Industrial Co Ltd Zhuhai	29,6	8,4	PDR	38,8	25,7
China Merchants Shekou Industr	34,6	16,4	DXG	53,0	20,9
Sichuan Languang Development Co	28,3	8,8	NLG	41,9	37,7
Shanghai SMI Holding Co Ltd	17,1	16,6	DIG	30,3	18,5
Ayala Land Inc	40,0	21,0	HDG	42,1	21,5
Dexin China Holdings Co Ltd	32,2	16,4	SCR	41,0	26,6
Huijing Holdings Co Ltd	45,6	17,1	TDH	3,9	3,5
Pruksa Holding PCL	35,4	13,4	HAR	22,4	4,1
Sansiri PCL	25,3	9,8	HPX	14,9	13,0
City Developments Ltd	47,8	16,5	VPI	27,3	16,6
CapitaLand Ltd	48,1	34,3	AGG	73,0	84,9
Trung Bình	33,2	14,6	Trung Bình	36,2	25,9
VHM	53,2	42,1			

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

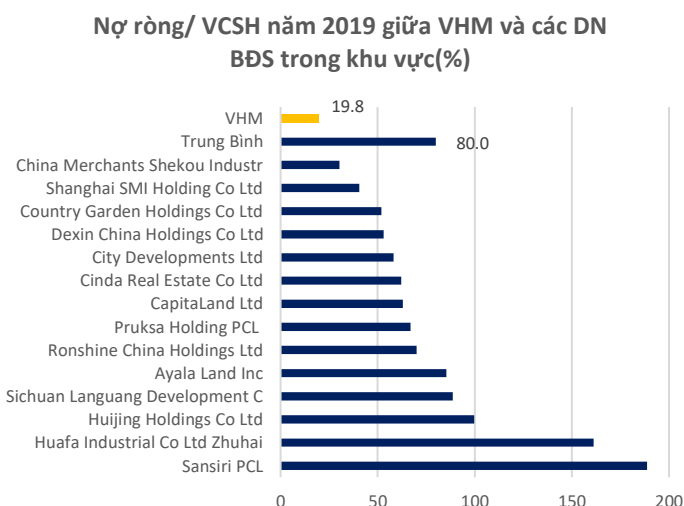
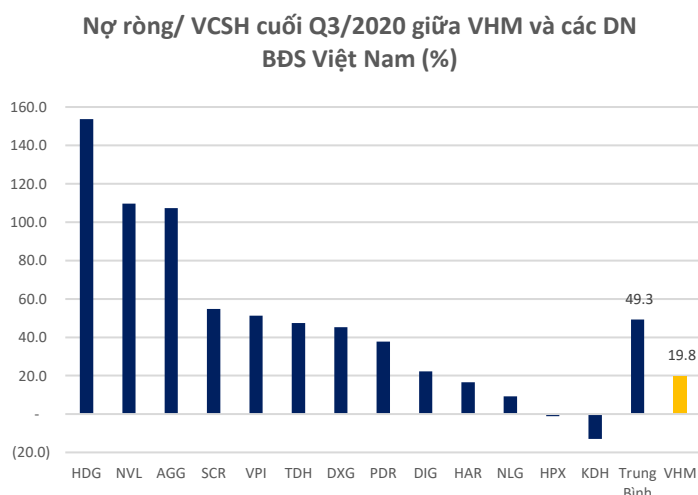
Hiệu quả của chiến lược bán buôn còn đem tới dòng tiền “khỏe mạnh” cho VHM. Khoản mục khách hàng trả tiền trước liên tục tăng trưởng theo từng năm, đạt mức 37.874 vào Q3/2020. Tỷ lệ khách hàng trả tiền trước / hàng tồn kho của VHM tính tới Q3/2020 đạt mức 70%. Điều này chứng minh được khả năng triển khai dự án và năng lực bán hàng của VHM, qua đó giúp cho VHM duy trì được sức khỏe dòng tiền khỏe mạnh. Tỷ lệ CFO/Tổng nợ vay đạt mức 73%.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tỷ lệ vay nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (Gearing-ratio) ở mức an toàn so với các doanh nghiệp cùng ngành. VHM ghi nhận mức tỷ lệ này tương đối thấp và ở mức an toàn so với trong ngành, đạt 20,1% vào cuối Q3/2020 so với mức bình quân ngành 49,3% ở Việt Nam và mức 80% ở khu vực cuối 2019. Tỷ số khả năng trả lãi vay tại Q3/2020 của VHM đạt 10,3 lần.

Khả năng huy động trái phiếu cũng là một trong những điểm mạnh của VHM so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Trong 9T2020, VHM dẫn đầu trong nhóm ngành BĐS về huy động vốn vay thông qua trái phiếu với tổng giá trị là 12,000 tỷ đồng, theo sau đó là NVL với 9.426,7 tỷ đồng. **Từ các yếu tố trên, BSC đánh giá VHM có sức đề kháng tốt hơn đối với các doanh nghiệp BĐS cùng ngành trong trường hợp rơi vào chu kỳ kinh tế suy giảm.**

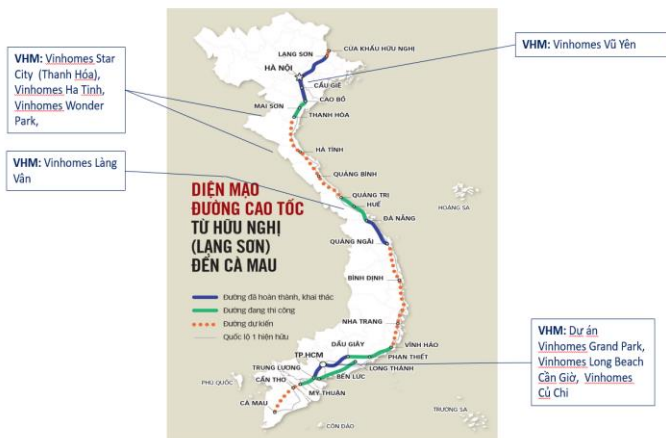


Nguồn: VHM, BSC Research

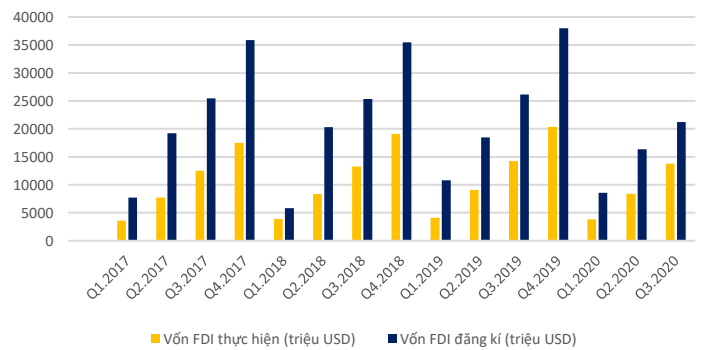
Điểm nhấn 4: Triển vọng dài hạn từ mảng khu công nghiệp và việc chuyển đổi mô hình số hóa thị trường bất động sản.

Mở rộng danh mục đầu tư sang mảng bất động sản khu công nghiệp, ngành đang hưởng lợi trực tiếp từ (1) triển khai đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và (2) làn sóng dịch chuyển nhà máy ra khỏi Trung Quốc. Với lợi thế sẵn có và việc tích lũy kinh nghiệm từ triển khai khu công nghiệp VinFast, mảng KCN sẽ là triển vọng tương lai của VHM. Tổng quỹ đất khu công nghiệp dự kiến triển khai của VHM ước tính khoảng 2.901ha tập trung chính tại Hải Phòng và Quảng Ninh, đủ duy trì hoạt động cho đến năm 2023.

Triển khai mảng khu công nghiệp tại Hải Phòng vào năm 2021. Theo chia sẻ kế hoạch từ ban lãnh đạo, mảng khu công nghiệp dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu của VHM từ năm 2021, khu công nghiệp chế xuất VinFast và khu công nghiệp chế biến phụ tùng mở rộng (25ha) sẽ bắt đầu được đưa vào triển khai. Chi phí đầu tư cho mảng này trong năm 2021 dự kiến khoảng 3.000 tỷ đồng. Ngoài ra, VHM cũng có 2 khu công nghiệp tại Hải Phòng với tổng diện tích cho thuê ước tính 348 ha dự kiến sẽ được đưa vào triển khai từ năm 2022.

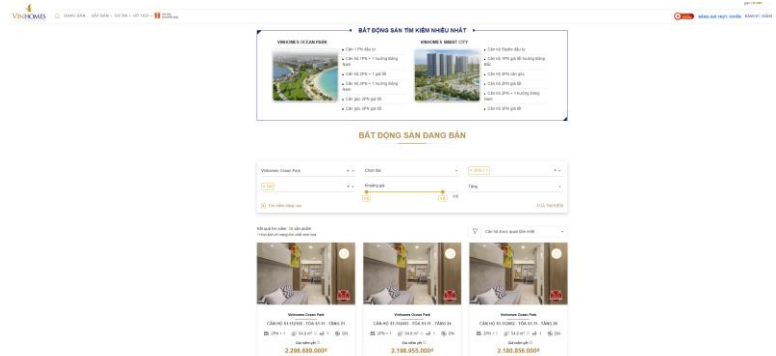
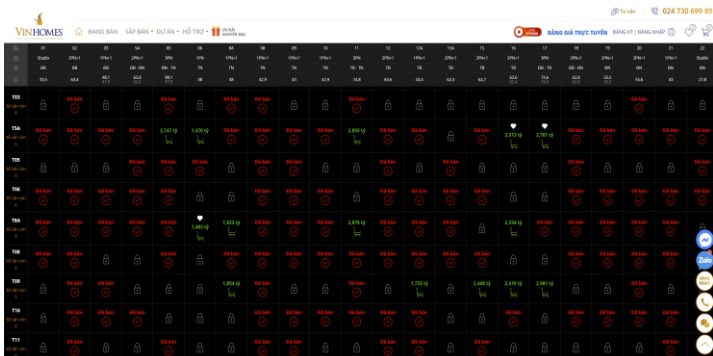


Vốn FDI đổ vào Việt Nam sẽ là động lực tăng trưởng chính cho nhóm ngành KCN



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Sàn giao dịch bất động sản online sẽ là xu hướng chủ đạo trong tương lai. Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 ảnh hưởng trực tiếp đến khâu tổ chức sự kiện bán hàng, VHM cũng đã linh hoạt triển khai mô hình sàn bất động sản online bước đầu cũng đã mang về những tín hiệu tích cực. Trong 30/09/2020, VHM ghi nhận hơn 7.600 sản phẩm được bán thông qua kênh bán hàng trực tiếp (Trực tuyến và đội ngũ bán hàng của Vinhomes), ngoài ra, nền tảng Vinhomes trực tuyến cũng ghi nhận hơn 6.000 lượt xem/ngày. Chúng tôi đánh giá có hai yếu tố cốt lõi giúp một nền tảng bán hàng trực tuyến thành công đến từ (1) Hệ thống công nghệ thông tin hỗ trợ và (2) Danh mục sản phẩm đa dạng. Với danh mục dự án đủ lớn, rõ ràng phong phú và Tập đoàn Vingroup chú trọng phát triển mảng công nghệ thông qua nhóm công ty VinTech. Nền tảng trực tuyến sẽ hướng tới giải quyết các vấn đề về tính minh bạch về thông tin dự án và chính sách bán hàng, giảm chi phí trung gian, nâng cao khả năng trải nghiệm.



Nguồn: online.vinhomes.vn

Rủi ro

Rủi ro về tiến độ triển khai kế hoạch và hiệu quả kinh doanh dự án

Rủi ro về khả năng việc kế hoạch triển khai dự án bị chậm lại do các yếu tố khách quan. BSC lưu ý nhắc lại, giả định quan trọng của chúng tôi VHM có thể triển khai và thực hiện các dự theo đúng kế hoạch đề ra. Do đó, bất kỳ ảnh hưởng khiến việc triển khai và thi công chậm lại có thể dẫn tới những thay đổi về mặt định giá (Do ảnh hưởng từ chiết khấu dòng tiền dự án). Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên theo dõi kỹ về tiến độ mở bán cũng như thi công dự án. Ngoài ra, chúng tôi cũng đưa ra rủi ro về việc chi phí đất và chi phí xây dựng có thể vượt dự báo của chúng tôi.

Rủi ro chu kỳ ngành bất động sản và các vấn đề liên quan đến chính sách và pháp lý

Rủi ro về chu kỳ ngành bất động sản. Sức khỏe của ngành bất động sản có tính liên kết cực kì chặt chẽ với sức khỏe nền kinh tế nói chung. Do đó, bất kỳ ảnh hưởng nào tác động lên triển vọng tăng trưởng hoặc làm suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế như dịch Covid-19 có thể tác động tiêu cực đến triển vọng ngành bất động sản. Ngoài ra, ngành bất động sản cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các chính sách và pháp lý liên quan, điển hình nguồn cung bất động sản đang bị thắt chặt trong vòng 1-2 năm trở lại đây hoặc các chính sách liên quan đến sản phẩm condotel.

Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ

VHM là một trong các thành viên nằm trong hệ thống của tập đoàn Vingroup, do đó VHM đang có những khoản giao dịch cho vay với bên liên quan nội bộ như công ty mẹ tập đoàn Vingroup, Vinpearl. BSC nhận thấy các khoản giao dịch trên tương đối minh bạch với mức lãi suất cho vay ở mức 10%/năm. Trong bối cảnh thị trường đầu tư Việt Nam chưa nhiều công cụ để doanh nghiệp sử dụng hiệu quả nguồn vốn nhàn rỗi ngắn hạn, thì mức lãi suất trên (có tài sản đảm bảo) tương đối hợp lý. Vinhomes cũng đã chủ động thiết lập chính sách, quy định và điều khoản về giao dịch giữa các bên liên quan rõ ràng và minh bạch theo quan sát của chúng tôi. Ngoài ra, các khoản mục tài sản khác giữa VHM và công ty mẹ là Vingroup hoặc các công ty thành viên chiếm khoảng 16.6% trong tổng tài sản của VHM. Mục đích chính của khoản mục trên là đặt cọc để mua cổ phần/vốn góp và nhận chuyển nhượng/hợp tác phát triển các dự án bất động sản.

Dự báo KQKD và định giá

Mảng bán buôn sẽ tiếp tục là động lực hỗ trợ cho tăng trưởng doanh số pre-sales trong giai đoạn 2021-2023, BSC dự báo CAGR presales GĐ 2020 - 2024 = 17%.

BSC ước tính giá trị mở bán mới của VHM năm 2021 phục hồi hai chữ số 36% hậu dịch Covid-19. Trong năm 2020, dưới ảnh hưởng Covid-19 ảnh hưởng tiêu cực lên ngành bất động sản nói chung, BSC dự báo giá trị mở bán mới giảm -10.3% YoY, tuy nhiên sẽ chứng kiến mức hồi phục 36% trong năm 2021.

Dưới ảnh hưởng của dịch Covid-19, kế hoạch triển khai một số dự án bị chậm lại điển hình như Vinhomes Dream City – Vinhomes Wonder Park và Vinhomes Mễ Trì được lần lượt chuyển sang năm 2021 và năm 2022 so với dự báo năm 2020 và năm 2021 ít nhiều ảnh hưởng đến giá trị mở bán mới. Tuy nhiên, BSC cho rằng với khả năng duy trì thành công trong việc bán buôn (chiếm khoảng 30% tổng giá trị pre-sales) có thể giúp loại trừ yếu tố tiêu cực kể trên. **Ngoài ra, VHM cũng định hướng mảng bán buôn sẽ đóng vai trò chiến lược trong vài năm tới đặc biệt ở các dự án Vinhomes Dream City và Vinhomes Wonder Park.**

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Giá trị -pre-sales lũy kế qua các năm (sản phẩm)	35.594	53.150	65.184	67.600	91.100	81.708	110.879	139.797	159.380	172.291
% YoY		49%	23%	4%	35%	-10.3%	36%	26%	14%	8%

Nguồn: BSC Research ước tính.

Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2020

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020 của VHM đạt 80.868 tỷ đồng (+56,6% yoy) với giả định sau:

Cấu trúc doanh thu của VHM	2020F*	2021F**	2022F**
Vinhomes Ocean Park	21.545	14.916	7.458
Vinhomes Smart City	20.438	11.225	8.419
Vinhomes Grand Park	20.019	35.034	15.014
Vinhomes Wonder Park	-	15.233	10.663
Vinhomes Symphony	-	4.365	-
Vinhomes Westpoint	5.412	-	-
Vinhomes Vũ Yên	-	8.194	16.388
Vinhomes Dream City	-	2.928	27.331
Vinhomes Galaxy	-	-	4.185
Khác	6.800	4.800	5.080

Lưu ý:

*Doanh thu 2020, BSC dự phóng chưa bao gồm doanh thu chuyển đổi từ hợp đồng bán buôn cho Mitsubishi theo hình thức chuyển nhượng vốn cổ phần.

**Doanh thu 2021F-2022F dự phóng bao gồm doanh thu bán lẻ và doanh thu chuyển đổi từ hình thức bán buôn.

Biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 53,2% về mức 39,0% trong năm 2020 do (1) Phần bán buôn có mức biên LNG cao (~50%-60%) được ghi nhận thông qua doanh thu tài chính so với hình thức ghi nhận như doanh thu 2019, (2) BNLG phần bán lẻ cho ba đại dự án ước tính khoảng 40% và (2) Biên lợi nhuận gộp thấp từ việc bàn giao khối văn phòng của dự án Vinhomes Metropolis trong Q3/2020 (~30% theo chia sẻ của BLD).

Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp / Doanh thu thuần giảm từ mức 8,2% năm 2019 xuống còn mức 7,0% năm 2020. BSC thấy được nỗ lực của ban lãnh đạo trong việc cắt giảm các chi phí hoạt động và quản lý cùng với việc tỷ trọng đóng góp lợi nhuận đến từ mảng bán buôn tăng lên giúp cho chi phí bán hàng dự kiến thấp hơn so với việc triển khai bán lẻ. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ trên sẽ tiếp tục được duy trì trong giai đoạn 2021-2023.

Doanh thu tài chính ròng được hỗ trợ nhờ ghi nhận phần chuyển nhượng phần bán buôn dự án Vinhomes Grand Park, ước tính đạt 12.577 tỷ đồng (+94% YoY). Ngoài ra, VHM cũng ghi nhận khoản phạt bất thường là 930 tỷ đồng

liên quan đến hợp đồng hợp tác dự án Vinhomes Galaxy và Vinhomes Gallery, tuy nhiên VHM sẽ nhận lại 100% giá trị phát triển hai dự án này trong tương lai.

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2020 ước tính đạt 28.736 tỷ đồng (+32,1% YoY), tương đương với EPS = 8.579 đồng/CP.

Năm 2021 và 2022

Triển vọng giai đoạn 2021-2025 sẽ đến từ việc triển khai các dự án kế tiếp thông qua cả hình thức bán lẻ và bán buôn. Cụ thể, một số dự án đã được Vinhomes công bố dự kiến triển khai như Vinhomes Dream City (460ha tại Văn Giang, Hưng Yên), Vinhomes Vũ Yên (873ha tại Hải Phòng), Vinhomes Green Hạ Long (4.109 ha tại Hạ Long và Quảng Yên), Vinhomes Cần Giờ (2.870 ha tại Cần Giờ - HCM). Chúng tôi tin rằng với (1) việc đầu tư hạ tầng giao thông kết nối được đẩy mạnh, (2) Quỹ đất trung tâm còn ít trong bối cảnh tốc độ đô thị hóa tăng nhanh và (3) Khả năng bán buôn thành công đã được minh chứng sẽ là yếu tố cốt lõi giúp VHM có thể duy trì được tỷ lệ hấp thụ cao khi triển khai dự án.

BSC dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2021- 2022 sẽ tiếp tục duy trì mức đà tăng trưởng nhẹ, CAGR lợi nhuận 2020-2022 = 6,5%. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021F lần lượt là 103.699 tỷ đồng (+28,2% YoY) và 32.060 tỷ đồng (+11,6% YoY). Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2022F lần lượt ghi nhận ở mức là 103.189 tỷ đồng (-0,5% YoY) và 32.621 tỷ đồng (+2% YoY)

Bảng: Dự báo doanh thu 2020F - 2022

Năm	2018A	2019A	2020E	2021F	2022F
Đơn vị: Tỷ đồng	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Tổng doanh thu	38.664	51.626	80.868	103.699	103.189
% YoY	152,8%	33,5%	60,5%	28,1%	-0,5%
% GPM	26,0%	53,2%	39,2%	44,7%	45,6%
Doanh thu bất động sản	35.769	48.161	75,267	96,695	96,122
% YoY	180%	35%	56%	28%	-1%
% GPM	26,6%	55,4%	40,3%	47,2%	48,1%
DT cho thuê và cung cấp các dịch vụ liên quan	816	1.114	1,632	2,229	2,212
% YoY	2%	2%	2%	2%	2%
% GPM	30%	54%	15%	15%	15%
DT từ cung cấp dịch vụ Tổng thầu XD, thiết kế	986	708	1,501	1,733	1,877
% YoY	3%	1%	2%	2%	2%
% GPM	24%	18%	15%	16%	16%
DT từ cung cấp dịch vụ Quản Lý BĐS	961	1.483	2,047	2,882	2,818
% YoY	3%	3%	3%	3%	3%
% GPM	1%	0%	0%	0%	0%

***Lưu ý:** Doanh thu 2021F-2022F dự phóng bao gồm doanh thu bán lẻ và doanh thu chuyển đổi từ hình thức bán buôn

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2018-2022F

Năm	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>	<i>12/31/18</i>	<i>12/31/19</i>	<i>12/31/20</i>	<i>12/31/21</i>	<i>12/31/22</i>
Doanh thu	38.664	51.627	80,868	103,699	103,189
Giá vốn hàng bán	28.603	24.171	49,359	57,316	56,143
Lợi nhuận gộp	10.061	27.456	31,509	46,384	47,046
CP bán hàng	-1.381	-2.081	-3,396	-3,629	-3,612
CP QLDN	-1.063	-2.156	-2,264	-3,629	-3,612
EBIT	7.617	23.219	25,848	39,125	39,823
Doanh thu tài chính	14.565	9.046	15,415	4,785	4,937
Chi phí tài chính	-2.457	-2.549	-2,889	-2,175	-2,283
Lợi nhuận trước thuế	19.719	29.746	38,374	41,734	42,477
Thuế TNDN	-4.942	-5.427	-7,675	-8,347	-8,495
Lợi nhuận sau thuế mẹ	14.284	21.747	28,736	32,060	32,621
EPS	4.265	6.493	8,579	9,572	9,739

Nguồn: BSC Research dự báo

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để định giá cổ phiếu Vinhomes với tỷ lệ chiết khấu 5% cho toàn bộ giá trị định giá. Giá mục tiêu cho 1 năm tới của chúng tôi với cổ phiếu VHM là **102,400 đồng/CP**. Tại giá mục tiêu này của chúng tôi, VHM được giao dịch tại P/E fw 2021 là 10.7 lần. BSC lưu ý do mảng khu công nghiệp hiện tại mới ở giai đoạn đầu tiên trong việc đưa vào hoạt động kinh doanh và khó có thể đánh giá hiệu quả, do đó chúng tôi thận trọng không đưa mảng này vào mô hình định giá của VHM.

Mảng bất động sản thương mại: Định giá của chúng tôi phản ánh khoảng 155 triệu m2 sản thương mại của các dự án VHM đã xác định quỹ đất và đang triển khai hoặc dự kiến triển khai bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) đến cuối năm 2020.

Mảng cho thuê thương mại. Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF từ năm 2038 về cuối năm 2020 với giả định các dự án thương mại cho thuê được triển khai như dự kiến kế hoạch của Vinhomes.

Tỷ lệ chi phí vốn bình quân WACC chúng tôi sử dụng ước tính cho cả mảng bất động sản thương mại và mảng cho thuê là 11,4% và mức tăng trưởng dài hạn là 1%.

Tổng hợp định giá

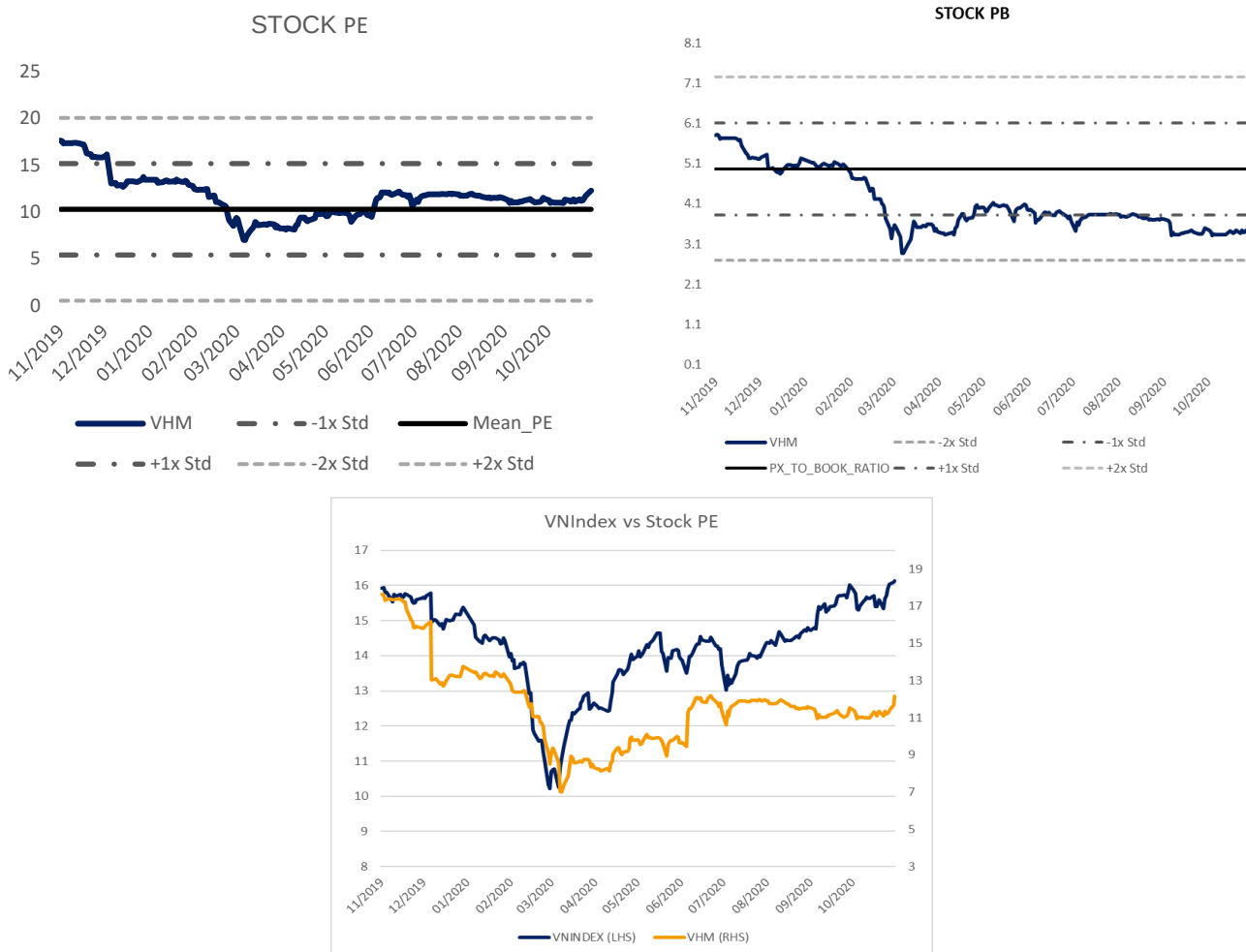
Giá định mô hình DCF	
Hệ số beta	1,11
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù rủi ro thị trường	10,5%
Chi phí sử dụng vốn chủ Ke	14,7%
Chi phí sử dụng vốn vay Kd	5,5%
Chi phí vốn bình quân WACC	11,4%
Tăng trưởng dài hạn (sau 2026)	1,0%

Nguồn: BSC Research

Tỷ VND	Phương pháp định giá	Giá trị NAV ròng	% tỷ lệ sở hữu	Giá trị NAV
Bất động sản thương mại	DCF	366.005	83%-100%	346.865
Cho thuê văn phòng và thương mại	DCF		58%-100%	22.065
(+) Tiền mặt				21.882
(-) Nợ ròng				36.170
Tổng giá trị tài sản ròng				354.642
Số lượng cổ phiếu lưu hành				3,3
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)				102.400
Tỷ lệ chiết khấu				5%
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)				82.600
Tiềm năng tăng giá				23,9%

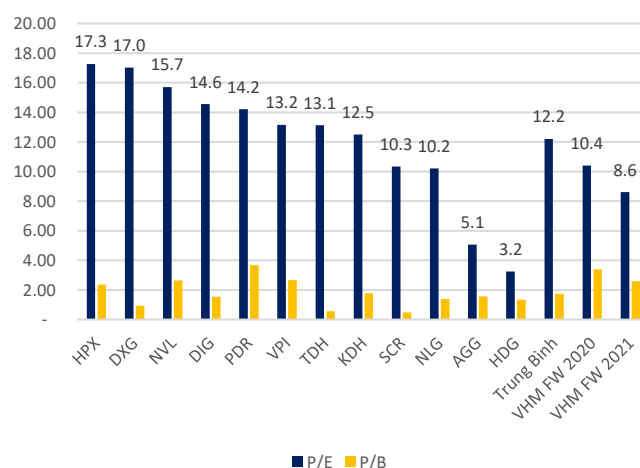
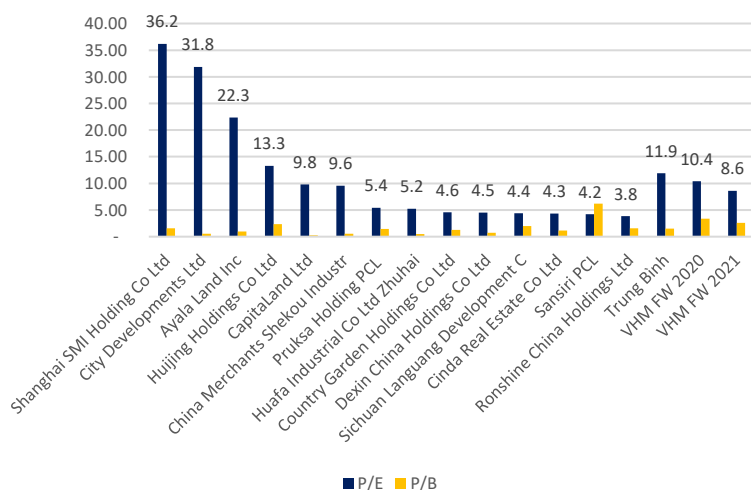
Nguồn: BSC research

Duy trì tốc độ tăng trưởng về mặt lợi nhuận, tuy nhiên định giá VHM đang có độ trễ nhất định so với thị trường chung VNI-Index



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Định giá của VHM ở mức hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 ảnh hưởng tiêu cực đến nhiều doanh nghiệp trong việc triển khai mở bán và (2) Nguồn cung bị hạn chế trong vài năm trở lại đây do vấn đề phê duyệt pháp lý kéo dài, khiến cho tốc độ tăng trưởng nhiều doanh nghiệp BĐS trong nước bị ảnh hưởng, BSC đánh giá VHM vẫn là doanh nghiệp hiếm hoi có thể duy trì tốt tốc độ tăng trưởng về quy mô doanh thu và lợi nhuận trong vài năm trở lại đây như các luận điểm trên. Dựa trên tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2020-2021, VHM đang được định giá ở mức tương đối hấp dẫn với PE FW 2020 và 2021 lần lượt là 8.8 lần và 8.6 lần thấp hơn mức bình quân ngành và khu vực lần lượt là 11.9 lần và 12.2 lần. Dựa trên thị giá hiện tại, VHM đang giao dịch ở mức PE trailing là 12.5 lần.



Nguồn: BloomBerg, BSC Research

Cập nhật doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh Q3/2020:

Lũy kế 9T2020, doanh thu đạt 49.378 tỷ đồng (+31,2% YoY), LNST 16.337 tỷ (+7% YoY) tương ứng hoàn thành 50,9% và 52,7% kế hoạch năm.

Mảng bất động sản bàn giao các sản phẩm của ba đại dự án như kỳ vọng. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo trong Q3/2020, VHM đã bàn giao hơn 10,800 căn hộ, trong đó số lượng sản phẩm đến từ ba đại dự án Vinhomes Grand Park, Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City chiếm tới 96%. Điều này giúp cho doanh thu mảng này ghi nhận mức tăng trưởng 154,8% so với cùng kỳ 9T2019. Trong Q4/2020, VHM sẽ tiếp tục bàn giao thêm 11.000 căn hộ chủ yếu cũng đến từ ba đại dự án.

Biên lợi nhuận gộp suy giảm từ mức 46,1% 9T2019 xuống còn mức 37,4% 9T2020 chủ yếu do (1) 9T2019 ghi nhận tỷ trọng lớn các khoản bán buôn và (2) Ảnh hưởng one-off từ việc ghi nhận bàn giao khối văn phòng của dự án Vinhomes Metropolis trong Q3/2020 với mức biên lợi nhuận gộp thấp (~30% theo chia sẻ của BLD). Theo đó, biên lợi nhuận của VHM trong Q4/2020 dự kiến sẽ phục hồi dần về mức ~40%.

Đà phục hồi tích cực hơn từ doanh thu mở bán mới sau ảnh hưởng tiêu cực từ dịch Covid-19. Dưới ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến cho hoạt động tổ chức sự kiện mở bán bị hoãn lại, VHM đẩy mạnh triển khai bán hàng trực tuyến bước đầu ghi nhận được những tín hiệu khả quan nhất định với khoảng 6% sản phẩm được bán trực tuyến trong Q3/2020. Trong Q3.2020, VHM ghi nhận bán khoảng hơn 3,000 sản phẩm theo hình thức bán lẻ với tổng giá trị ước tính khoảng 10.500 tỷ đồng (-71% YoY, do Q3/2019 ghi nhận phần lớn các khoản bán buôn). Theo đó, lũy kế 9T2020, tổng giá trị mở bán của VHM đạt 47,9 nghìn tỷ đồng (-28% YoY). Tổng giá trị doanh thu mở bán chưa ghi nhận lũy kế đến thời điểm cuối Q3/2020 của VHM đạt 82.800 tỷ đồng (+1% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy với việc dự án Vinhomes Wonder Park dự kiến được mở bán trong năm 2021 thay vì 2020 trước đó làm cho doanh thu mở bán dự án mới trong năm 2020 có khả năng sụt giảm so với cùng kỳ theo dự báo của BSC.

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020E	2021F
Doanh thu thuần	38,664	51,627	80,868	103,699
Giá vốn hàng bán	28,603	24,171	49,359	57,316
Lợi nhuận gộp	10,061	27,456	31,509	46,384
Chi phí bán hàng	(1,381)	(2,081)	(3,396)	(3,629)
Chi phí QLDN	(1,063)	(2,156)	(2,264)	(3,629)
Lãi/lỗ HĐKD	7,617	23,219	25,848	39,125
Doanh thu tài chính	14,565	9,046	15,415	4,785
Chi phí tài chính	(2,457)	(2,549)	(2,889)	(2,175)
Chi phí lãi vay	(2,383)	(2,378)	(1,989)	(2,175)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(7)	30	-	-
Lợi nhuận trước thuế	19,719	29,746	38,374	41,734
Thuế thu nhập DN	(4,942)	(5,427)	(7,675)	(8,347)
LN sau thuế	14,776	24,319	30,699	33,387
CĐTS	492	2,572	1,964	1,327
LNST - CĐTS	14,284	21,747	28,736	32,060
EBITDA	7,879	23,570	27,170	40,965
EPS	4,265	6,493	8,579	9,572

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Lãi trước thuế	14,284	21,747	28,736	32,060
Khấu hao và phân bổ	262	352	1,322	1,840
Thay đổi vốn lưu động	(15,981)	30,026	(20,108)	(25,911)
Điều chỉnh khác	16,470	12,619	-	-
LCTT từ HĐ KD	(1,463)	51,928	9,949	7,989
Tiền chi mua TSCĐ				
Đầu tư khác	(751)	(3,847)	(4,043)	(5,185)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(18,710)	(23,679)	(1,327)	-
	(17,842)	(27,320)	(5,370)	(5,185)
Tiền chi trả cổ tức				
Tiền từ vay ròng	(945)	(3,687)	(5,694)	(5,694)
Tiền thu khác	9,963	(5,555)	9,665	7,336
LCTT từ HĐ Tài chính	12,241	(5,550)	-	-
	262	352	1,322	1,840
Tiền đầu kỳ	14,284	21,747	28,736	32,060
Dòng tiền trong kì	1,954	9,817	8,549	4,446
Tiền cuối kỳ	14,284	21,747	28,736	32,060

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	3,516	13,332	21,882	26,328
Đầu tư ngắn hạn	1,009	361	361	361
Phải thu ngắn hạn	43,356	47,468	62,036	71,027
Tồn kho	36,858	60,297	67,510	92,833
TS ngắn hạn khác	6,463	18,097	28,347	36,351
TS ngắn hạn	91,203	139,555	180,135	226,899
TS hữu hình	128	690	3,412	6,757
Khấu hao	262	352	1,322	1,840
TS dở dang dài hạn	18,363	28,213	28,213	28,213
ĐT dài hạn	478	773	2,100	2,100
TS dài hạn khác	3,474	13,268	20,783	26,651
TS dài hạn	28,486	57,686	74,984	84,197
Tổng TS	119,689	197,241	255,119	311,096
Nợ phải trả	2,504	6,078	5,170	7,552
Vay ngắn hạn	6,403	18,162	13,564	16,841
Nợ ngắn hạn khác	33,965	97,316	123,397	143,289
Tổng Nợ ngắn hạn	42,872	121,557	142,130	167,683
Vay dài hạn	25,506	8,343	22,606	26,665
Nợ dài hạn khác	3,166	2,626	2,626	2,626
Tổng Nợ dài hạn	28,672	10,969	25,232	29,291
Tổng Nợ	71,544	132,526	167,363	196,974
Vốn góp	33,495	33,495	33,495	33,495
Thặng dư vốn cổ phần	295	295	295	295
LN chưa phân phối	7,627	26,040	49,081	75,447
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	4,912	8,619	8,619	8,619
Tổng Vốn chủ sở hữu	43,233	56,096	79,138	105,503
Tổng nguồn vốn	119,689	197,241	255,119	311,096
Số lượng cổ phiếu lưu hành	3,350	3,350	3,350	3,350

Nguồn: BSC Research

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	2.13	1.15	1.27	1.35
Hố TT nhanh	1.27	0.65	0.79	0.80
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTTS	74%	47%	46%	41%
Hố Nợ/VCSH	63%	23%	18%	16%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	459	344	734	473
Số ngày phải thu	322	321	247	234
Số ngày phải trả	16	33	36	28
CCC	765	632	944	679
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	26.0%	53.2%	39.0%	44.7%
Lợi nhuận LNST	36.9%	42.1%	35.5%	30.9%
ROE	33.0%	38.8%	36.3%	30.4%
ROA	11.9%	11.0%	11.3%	10.3%
Định Giá				
PE	19.7	12.9	9.8	8.8
PB	6.5	5.0	3.5	2.7
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	152.8%	33.5%	56.6%	28.2%
Tăng trưởng EBIT	143.5%	204.8%	11.3%	51.4%
Tăng trưởng LNTT	797.5%	50.9%	29.0%	8.8%
Tăng trưởng EPS	-43.1%	52.2%	32.1%	11.6%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel:+84439352722
Fax:+84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:+84838218885
Fax:+84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

