

Bất động sản dân cư & thương mại (Trung tính/Báo cáo cập nhật)

Chờ đợi thời cơ

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Trần Tuấn Long, long.tt@miraesasset.com.vn

Tình hình bất động sản trong Quý 1/2022

Từng bước phục hồi sau đại dịch

- Mảng bất động sản cho thuê với nguồn cung gần như không thay đổi. Giá cho thuê tăng nhẹ 4 – 5% trong quý 1/2022 chủ yếu ở khu vực trung tâm, trong khi giá cho thuê khu vực ngoại thành cũng đang dần trở lại mức giá trước dịch.
- Phân khúc nhà ở chung cư trong quý 1/2022 ghi nhận nguồn cung tiếp tục giảm mạnh ở cả TP HCM và Hà Nội. Do nhu cầu về nhà ở vẫn lớn nên giá nhà giữ đà tăng của những năm trước bất chấp ảnh hưởng kinh tế từ dịch Covid, với giá tăng trung bình 7-8% ở 2 thành phố, riêng tại TP HCM có những nơi tăng đến 10%.
- Một hiện tượng đáng chú ý trong năm 2021 là phân khúc nhà phố và biệt thự có sự tăng giá đáng kể, khoảng 11% tại TP HCM và khoảng 16% tại Hà Nội. Sang đến quý 1/2022, nguồn cung tăng mạnh ở cả Hà Nội và TP HCM cho thấy nhu cầu còn rất lớn.

Điểm nhấn trong 2022

Kiểm soát tín dụng ảnh hưởng không nhỏ đến tiềm năng của ngành trong trung hạn

- Thống kê cơ cấu huy động vốn của 54 doanh nghiệp niêm yết, hiện nguồn vốn từ vay trái phiếu đạt 17% trong tổng cơ cấu vốn, cao hơn cả nguồn vay ngân hàng chỉ đạt 14%. Lượng trái phiếu được phát hành trong các năm qua tăng nhanh tạo ra tăng trưởng vượt bậc cho cả ngành bất động sản, tuy vậy bên cạnh đó cũng mang lại nhiều hệ lụy khó lường. Nhiều doanh nghiệp bất động sản hiện đang chịu tác động kép khi tình hình tín dụng bị kiểm soát và tình hình kinh doanh chung của cả ngành đang chững lại.

Mảng bất động sản cho thuê tăng trưởng tuy còn nhiều thử thách phía trước

- Tình hình dịch bệnh được kiểm soát và việc gỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội tạo động lực phát triển mạnh cho mảng cho thuê. Dư địa tăng trưởng cho mảng này trong ngắn và trung hạn vẫn còn khả quan, nhất là ở các thành phố đô thị loại I. Tuy nhiên vẫn còn rủi ro cạnh tranh từ sự phát triển mạnh mẽ của e-commerce, được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 17% mỗi năm từ 2022 đến 2025.

Nguồn cung dự phóng sẽ cải thiện rõ rệt cho mảng căn hộ chung cư

- Nguồn cung tại TP HCM trong 9 tháng cuối năm 2022 dự kiến đạt hơn 20,000 căn, cao hơn so với 2 năm trước, chủ yếu đến từ việc bàn giao của các dự án đang hiện hữu. Bên cạnh đó, một loạt các dự án ngoại thành TP HCM đang lên kế hoạch mở bán trong năm 2022 cũng sẽ tạo nguồn cung cho các năm tiếp theo.
- Tại Hà Nội nguồn cung dự kiến ở mức 23,000 căn trong năm 2022, chủ yếu nhằm vào phân khúc trung lưu, và hơn ½ tập trung tại các quận Hoàng Mai, Nam Từ Liêm, và Gia Lâm. Bên cạnh đó chúng tôi cũng dự đoán giá nhà sẽ tiếp tục tăng từ 5 – 7% trong năm nay.

Mảng nhà phố kỳ vọng phục hồi trong giai đoạn tới

- Thị trường tại Hà Nội tiếp tục thống lĩnh với hơn 3,000 căn dự kiến được chào bán trong năm 2022, chủ yếu tập trung tại Hoài Đức và Đan Phượng. Dự kiến từ đây đến 2024, Vinhomes sẽ chào bán 2 đại dự án Vinhomes Wonder Park và Vinhomes Cổ Loa, sản phẩm chủ yếu là căn hộ thấp tầng, cũng sẽ mang đến nguồn cung dồi dào cho thị trường trong trung hạn.
- Tại TP HCM, dự kiến sẽ có khoảng 1,500 căn được chào bán trong năm nay, phần lớn đến từ các dự án hiện hữu. Bên cạnh đó, Chính phủ đang khuyến khích phát triển thêm các dự án tại Hóc Môn, Bình Chánh, Củ Chi, Nhà Bè, và Cần Giờ nhằm giải quyết nhu cầu về nhà ở thấp tầng cho thành phố.

Các doanh nghiệp triển vọng trong ngành

Dựa trên tình hình kết quả kinh doanh cũng như triển vọng trong tương lai, chúng tôi đánh giá nhóm cổ phiếu VHM, VRE và VIC có khả năng duy trì động lực tăng trưởng dài hạn.

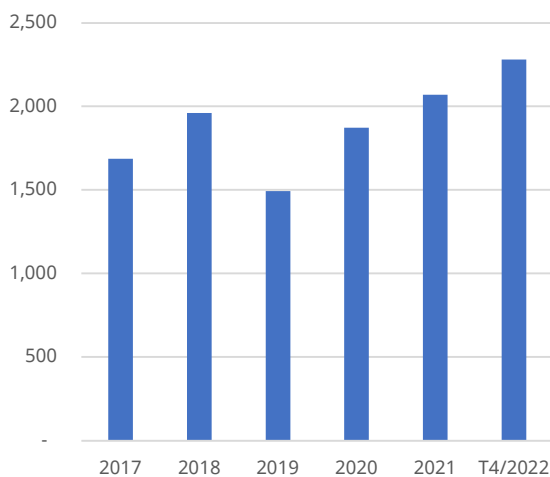
TÌNH HÌNH NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

1. Tình hình trái phiếu khó khăn

Theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), trong giai đoạn từ 2019 đến nay, giá trị trái phiếu được các doanh nghiệp bất động sản phát hành tăng mạnh, chiếm tỷ trọng lớn của toàn thị trường: 38% trong năm 2019, 33% trong năm 2020, và 44% trong năm 2021. Chỉ tính riêng trong năm 2021, các công ty bất động sản đã phát hành hơn 232,000 tỷ đồng trái phiếu, tăng 37% so với năm trước. Bên cạnh đó, lãi suất cũng cao hơn mặt bằng chung, giao động từ 10.3 – 10.6%/năm, thậm chí có nhiều công ty còn chào bán với mức lãi suất 12 – 13%/năm.

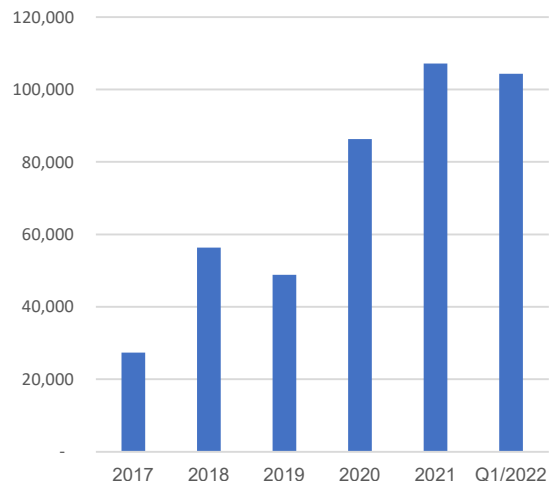
Khi tín dụng cho ngành bất động sản có chiều hướng bị kiểm soát, nhiều doanh nghiệp có thể rơi vào cảnh khó khăn trong các năm tới. Theo thống kê quy mô trái phiếu cả ngành đang ở 104,000 tỷ đồng, phần lớn sẽ đáo hạn trong giai đoạn 2022 – 2024. Điều này tạo áp lực trả nợ lớn lên các doanh nghiệp bất động sản, đặc biệt khi tình hình kinh doanh đang chậm lại đáng kể: người mua trả tiền trước giảm liên tục trong 3 năm trở lại đây chỉ còn 77.8 nghìn tỷ vào cuối năm 2021 (-27% sv năm trước), còn lợi nhuận hoạt động kinh doanh chỉ tăng lần lượt 6.5% và 9.3% trong 2 năm 2020 và 2021.

Hình 1. Số dư nợ tín dụng bất động sản (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

Hình 2. Số lượng trái phiếu phát hành (tỷ đồng)



Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

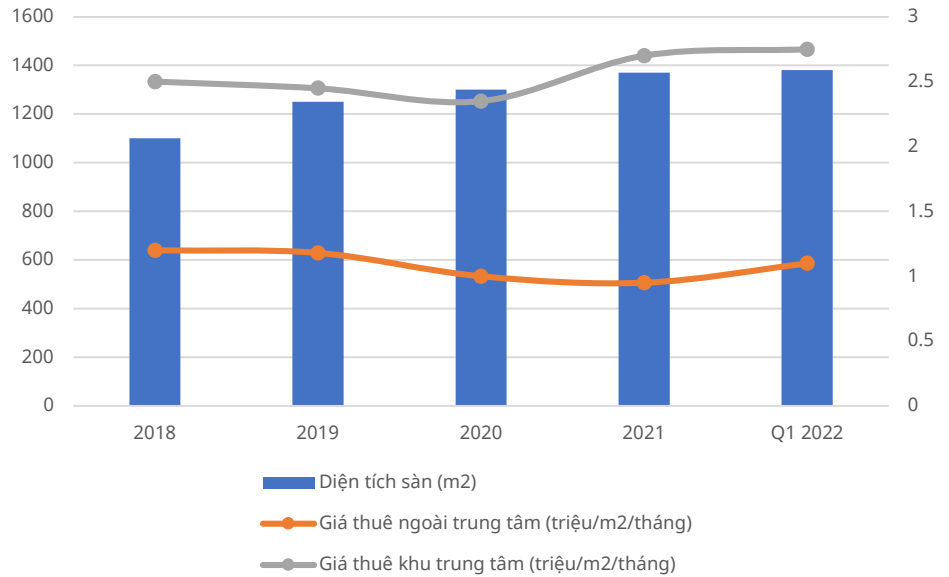
2. Thị trường bất động sản thương mại

Tại Hà Nội, tổng diện tích sàn thương mại chỉ tăng nhẹ 1% so với quý trước và tăng 4% so với cùng kỳ năm trước, đạt hơn 1.38 triệu m². Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng diện tích sàn trong 3 năm trở lại đây rất chậm, chỉ đạt trung bình 1% mỗi năm. Lượng cung thấp dẫn đến giá thuê tăng nhẹ 5% so với quý trước và 4% so với cùng kỳ năm trước, đạt khoảng 42 USD/m²/tháng. Giá thuê tăng mạnh nhất ở khu vực trung tâm và khu đông Hà Nội với tốc độ tăng trưởng trung bình 5% kể từ 2018 đến nay, tiếp đến là khu phía

Tây với tốc độ 4%, các khu còn lại tăng trưởng thấp hơn đáng kể chỉ khoảng 2%.

Trong năm 2022, dự kiến tổng diện tích sàn sẽ tăng lên thêm 150,000 m² đến từ 11 dự án, nổi bật nhất là VMM Smart City, Hinode City, và Mipec Xuân Thủy.

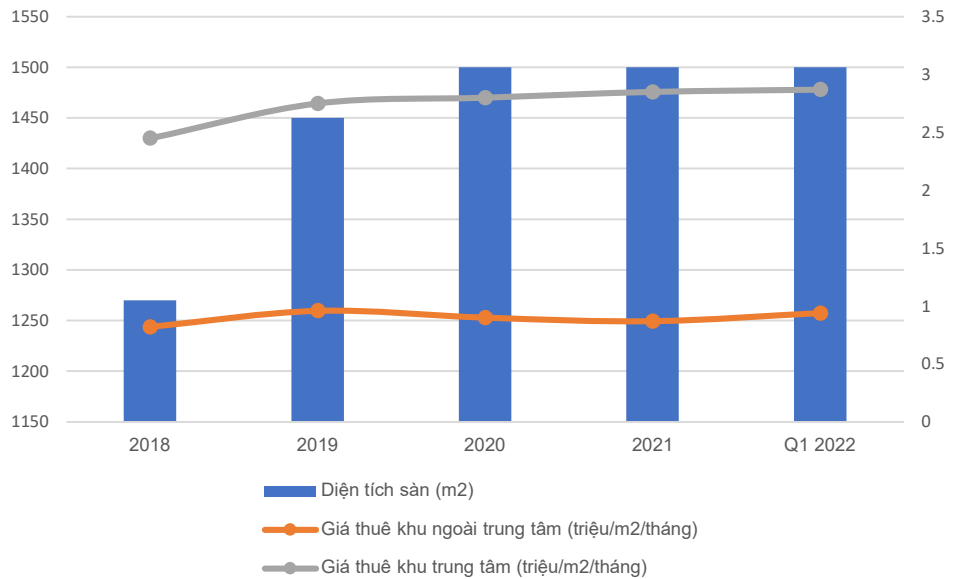
Hình 3: Tình hình bất động sản thương mại tại Hà Nội



Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

Tương tự như tình hình tại Hà Nội, thị trường cho thuê tại TP HCM trong quý 1/2022 tuy chưa ghi nhận thêm dự án mới nhưng cũng kỳ vọng sẽ có thêm 90,000 m² trong 3 quý còn lại của năm, trong đó gần ¾ đến từ khu vực ngoại thành. Từ đây đến năm 2025, thành phố kỳ vọng sẽ đón thêm 400,000 m² từ 24 dự án, đến từ các chuỗi siêu thị lớn như Aeon và Emart. Giá cho thuê khu vực ngoài khu trung tâm của TP HCM nhìn chung không tăng đáng kể như ở Hà Nội và gần như không đổi từ năm 2018 đến nay chỉ khoảng 1 triệu VND/m²/tháng, trong khi giá cho thuê trong trung tâm tăng nhẹ 3 – 4% so với quý trước và gần 5% so với cùng kỳ năm trước, chỉ khoảng 2,8 triệu/m²/tháng.

Hình 4: Tình hình bất động sản thương mại tại TP HCM



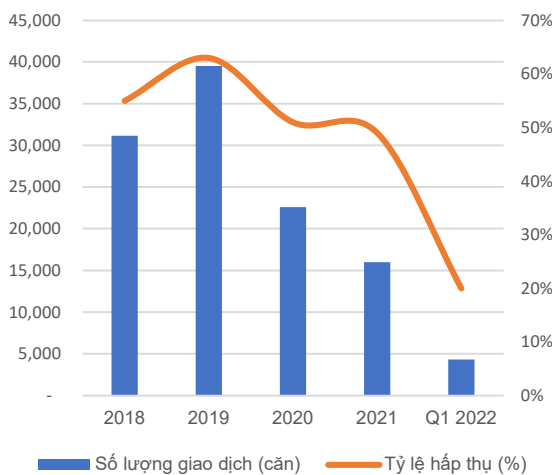
Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

3. Thị trường bất động sản dân cư

Nguồn cung mới giảm mạnh tại Hà Nội với chỉ 2,800 căn hộ được chào bán, giảm 38% so với quý trước và giảm 29% so với cùng kỳ năm trước. Số lượng giao dịch thành công chỉ khoảng 4,000 căn, trong đó số lượng căn hộ mở bán mới chiếm một nửa, tỷ lệ hấp thụ đạt 20% gần như không thay đổi so với quý trước. Với nguồn cung hạn chế, giá nhà cũng tăng nhẹ, trong 5 năm qua phân khúc trung cấp và bình dân tăng nhanh nhất 7 – 8%, còn phân khúc cao cấp chỉ tăng nhẹ 4%.

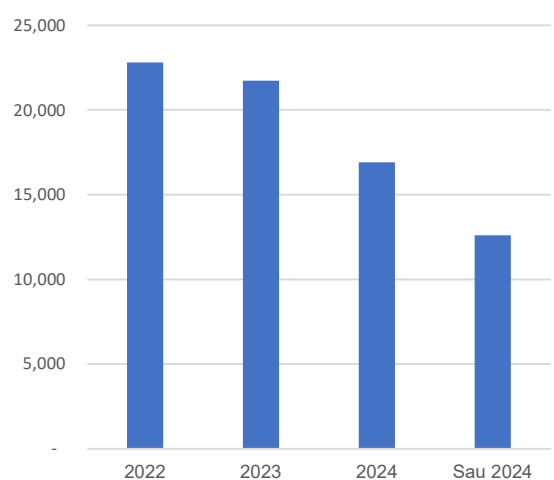
Dự kiến trong 2022 sẽ có tổng cộng gần 23,000 căn hộ được mở bán, chủ yếu nhằm vào phân khúc trung lưu, và tập trung tại các quận Hoàng Mai, Nam Từ Liêm, và Gia Lâm.

Hình 5. Số lượng giao dịch tại Hà Nội



Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

Hình 6. Nguồn cung tại Hà Nội trong tương lai



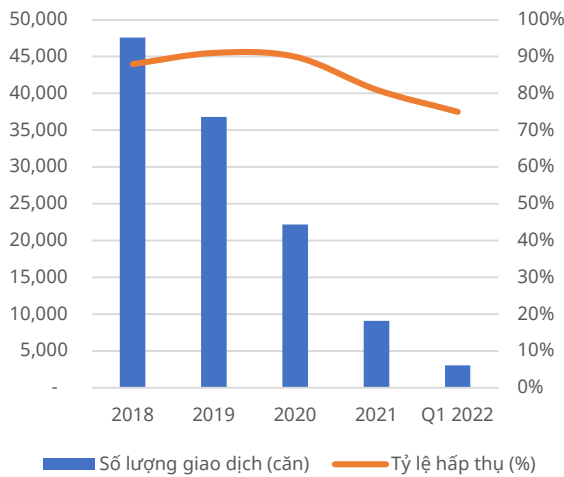
Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

Tương tự như Hà Nội, nguồn cung mới tại TP HCM tiếp tục khan hiếm với chỉ hơn 2,000 căn hộ được mở bán trong Q1/2022, giảm mạnh 62% so với quý trước và 3% so với cùng

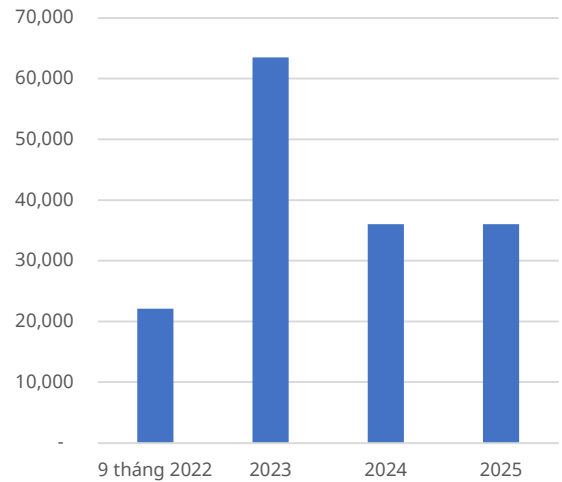
kỳ năm trước. Nguồn cung sơ cấp bị hạn chế với chỉ hơn 4,000 căn hộ được chào bán, giảm mạnh 48% so với quý trước và 18% so với cùng kỳ năm trước. Theo đó, tỷ lệ hấp thụ tăng cao nhất trong 5 quý trở lại đây đạt 75%, trong đó căn hộ mở bán mới có mức hấp thụ đến 83%.

Do nguồn cung khan hiếm, giá nhà nhìn chung tăng đáng kể, với các dự án đang mở bán tăng giá 6% so với các dự án cũ còn những dự án chuẩn bị giới thiệu phân khu mới có mức chào bán cao hơn 10% so với phân khu cũ. Dự kiến giá nhà trung bình có thể còn tăng cao hơn nữa khi một số dự án ở phân khúc cao cấp bắt đầu được chào bán trong 9 tháng còn lại của năm 2022.

Hình 7. Số lượng giao dịch tại TP HCM



Hình 8. Nguồn cung tại TP HCM trong tương lai



Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

Nguồn: Savills, Mirae Asset Việt Nam Research

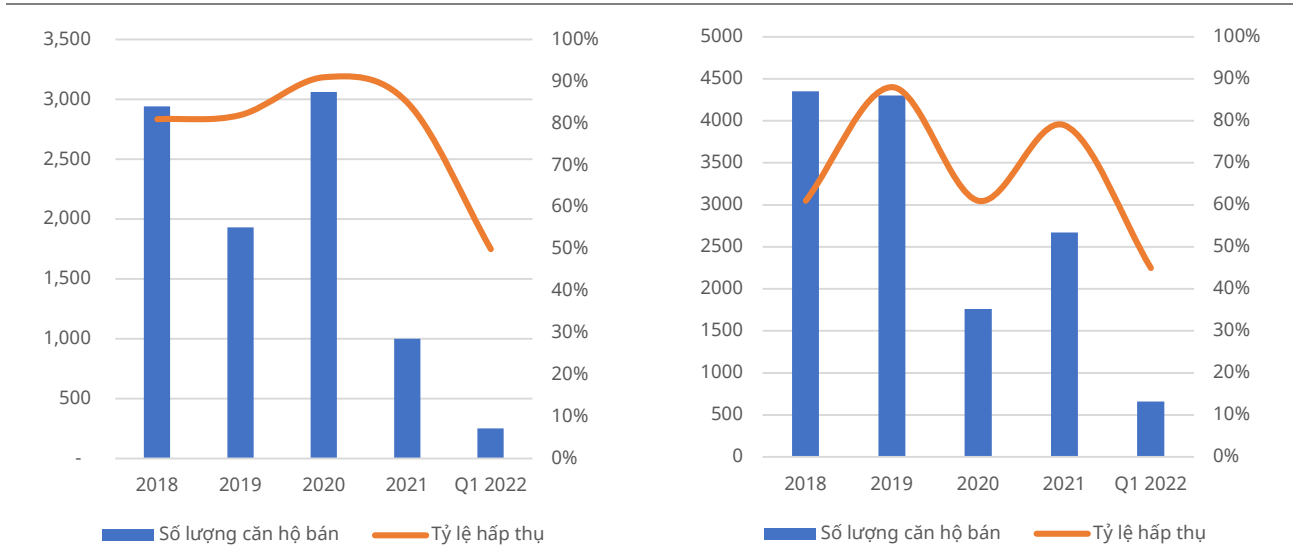
4. Thị trường bất động sản nhà phố

Nguồn cung nhà phố tại Hà Nội tăng mạnh với hơn 800 căn hộ được chào bán lần đầu, tăng hơn 2 lần so với quý trước nhưng vẫn giảm nhẹ 15% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu tập trung tại Gia Lâm, Hoài Đức, Từ Liêm, và Hoàng Mai. Trong Q1/2022 ghi nhận gần 700 giao dịch, tăng hơn 60% so với quý trước nhưng giảm 30% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó phần lớn là nhà phố và nhà phố thương mại. Tỷ lệ hấp thụ đạt 44%, giao động không đáng kể so với trước đây.

Nhìn chung giá trung bình biệt thự giảm mạnh nhất (-25% so với quý trước) còn 134 triệu/m², trong khi đó nhà phố tăng nhẹ khoảng 10% lên 185 triệu/m². Sản phẩm nhà phố thương mại tăng giá cao nhất đến hơn 40% so với quý trước lên đến 323 triệu/m².

Hình 9. Số lượng căn hộ bán tại TP HCM

Hình 10. Số lượng căn hộ bán tại Hà Nội



Nguồn: Savills Vietnam, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

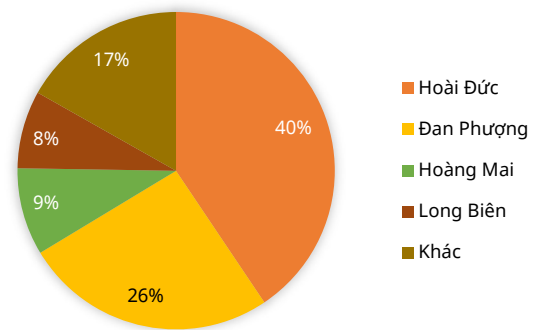
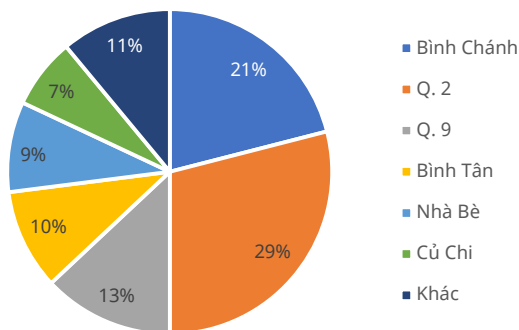
Nguồn: Savills Vietnam, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Tình hình nguồn cung tại TP HCM có dấu hiệu khả quan hơn khi tăng mạnh sau thời gian dài bị kiềm hãm. Trong quý 1/2022 có 490 căn hộ được chào bán mới, tăng 23% so với quý trước và tăng 3% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu đến từ các dự án tại Quận 9, 12, Bình Chánh, Thủ Đức, Tân Phú. Tuy vậy tỷ lệ hấp thụ giảm nhẹ chỉ còn 49% với hơn 240 giao dịch trong quý 1 do chủ yếu các căn hộ mở bán mới nằm ở phân khúc cao cấp. Theo DKRA, giá sơ cấp ở TP HCM có sự tăng mạnh mẽ từ đầu năm trở lại đây với mức tăng trung bình đạt 15-20%.

Trong tương lai, các quận 2, quận Bình Chánh và quận 9 sẽ là những quận tập trung nhiều sản phẩm mới. Các quận này có ưu điểm là quỹ đất còn nhiều, được hưởng lợi từ các dự án hạ tầng, kết nối giao thông thuận lợi và giá vẫn còn ở mức chấp nhận được so với các khu khác.

Hình 11. Nguồn cung đến 2024 tại TP HCM

Hình 12. Nguồn cung đến 2022 tại Hà Nội



07/07/2022

Nguồn: Savills Vietnam, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Nguồn: Savills Vietnam, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH CÁC DOANH NGHIỆP

Các doanh nghiệp bất động sản trong quý 1 năm nay có kết quả kinh doanh âm đậm hơn so với cùng kỳ năm trước khi hầu hết đều ghi nhận giảm doanh thu hoặc lợi nhuận sau thuế. Chỉ có một số ít công ty có kết quả tăng trưởng như Phát Đạt, DIC, Idico, Khải Hoàn Land, Sacomreal, Văn Phú – Invest ...

Bảng 1: Kết quả kinh doanh quý 1/2022 của các doanh nghiệp bất động sản

Mã	Tên công ty	Doanh thu Q1 2022	Tăng / giảm so với	LNST Q1 2022	Tăng / giảm so với
		(tỷ đồng)	Q1 2021	(tỷ đồng)	Q1 2021
AGG	Bất động sản An Gia	563	64.2%	4	-50.1%
API	APEC INVESTMENT	294	22.0%	48	182.7%
BCM	Becamex IDC	1433	2.5%	391	-16.4%
CEO	Tập đoàn CEO	293	106.2%	26	-167.4%
CKG	Xây dựng Kiên Giang	245	-0.8%	32	47.4%
CRE	Bất động sản Thế Kỷ	1942	-4.8%	142	15.6%
D2D	Phát triển Đô thị số 2	22	-75.3%	6	-87.0%
DIG	DIC Corp	519	3.7%	62	43.1%
DXG	Địa ốc Đất Xanh	1792	-39.3%	408	-42.6%
DXS	Dịch vụ BĐS Đất Xanh	863	-17.0%	219	-36.2%
FLC	Tập đoàn FLC	1085	-56.4%	-465	-1193.6%
HDC	Phát triển Nhà BR-VT	400	35.1%	98	25.0%
HDG	Tập đoàn Hà Đô	684	-49.5%	296	-26.3%
HPX	Đầu tư Hải Phát	56	-77.6%	21	-70.0%
HQC	Địa ốc Hoàng Quân	64	-12.1%	5	376.6%
HTN	Hưng Thịnh Incons	1488	28.3%	43	14.3%
IDC	IDICO	1673	60.0%	284	253.8%
IJC	Becamex IJC	528	-62.7%	174	-40.5%
ITA	Đầu tư CN Tân Tạo	64	-64.1%	16	-71.5%
ITC	Đầu tư kinh doanh Nhà	119	-24.8%	1	-95.8%
KBC	TCT Đô thị Kinh Bắc	692	-65.5%	523	-26.8%
KDH	Nhà Khang Điền	143	-82.9%	300	45.0%
KHG	Tập đoàn Khải Hoàn Land	199	148.2%	50	582.0%
LDG	Đầu tư LDG	127	241.9%	2	679.9%
LHG	KCN Long Hậu	114	3.7%	49	49.0%
NBB	577 CORP	76	-53.3%	2	-95.2%
NDN	PT Nhà Đà Nẵng	0	-99.7%	23	-51.3%
NLG	BDS Nam Long	587	149.2%	33	-91.1%
NRC	Tập đoàn Danh Khôi	27	820.0%	17	-171.3%
NTC	KCN Nam Tân Uyên	53	-21.9%	82	-27.7%
NTL	Đô thị Từ Liêm	88	75.6%	36	170.7%
NVL	Đầu tư Địa ốc No Va	1956	-56.6%	1046	49.1%
PDR	BDS Phát Đạt	625	6.7%	279	11.3%
SCR	Sacomreal	395	685.6%	58	56.8%
SIP	Đầu tư Sài Gòn VRG	1476	10.9%	236	12.9%
SJS	SUDICO	192	20.9%	13	-52.6%
SSH	Phát triển Sunshine Homes	88	-76.6%	53	96.1%
SZB	Sonadezi Long Bình	86	1.5%	25	7.1%
SZC	Sonadezi Châu Đức	277	55.6%	75	-5.3%
SZG	Sonadezi Giang Điền	98	53.8%	25	226.6%
SZL	Sonadezi Long Thành	100	7.3%	19	-7.3%
TDC	Becamex TDC	137	-33.0%	-109	-1210.4%
TDH	Thủ Đức House	20	-93.8%	59	112.0%
VHM	Vinhomes	8923	-31.3%	4725	-13.7%
VIC	VinGroup	18229	-21.7%	512	-41.0%
VPI	Đầu tư Văn Phú - Invest	697	415.7%	65	950.4%
VRC	Bất động sản và Đầu tư VRC	1	11.6%	0	344.0%
VRE	Vincom Retail	1369	-38.5%	378	-51.7%

Nguồn: BCTC các công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

CTCP Vincom Retail

(HOSE: VRE)

Mua

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu

VND36,600

Upside +35.6%

Sức bật của thời kỳ mới

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Kết quả quý 1/2022 chưa đạt kỳ vọng

- Trong quý 1/2022, VRE đã đạt 1,369 tỷ đồng doanh thu (xấp xỉ quý 4/2021 nhưng chỉ bằng 62% so với cùng kỳ năm ngoái), và 377 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (giảm 52% so với cùng kỳ nhưng gấp 3 lần so với quý 4). Kết quả kinh doanh của VRE bị ảnh hưởng từ gói 464 tỷ hỗ trợ người thuê trong quý 1/2022 (trong khi đó VRE đã trả 766 tỷ trong quý 4/2021).

Tình hình kinh doanh có nhiều cải thiện sau đại dịch

- Tình hình ở các TTTM đã có nhiều cải thiện khi số lượng khách tăng rõ rệt, đạt trung bình gần 9 triệu lượt trong quý 1/2022, từ đáy giữa năm 2021 chỉ tầm 2 – 5 triệu lượt khách.
- Ngày 28/4/2022, VRE đã khánh thành Vincom Mega Mall Smart City tại Hà Nội với quy mô 68,000 m², và trong tháng 6 VRE đã khai trương Vincom Plaza Trần Huỳnh (tỉnh Bạc Liêu) và Vincom Plaza Mỹ Tho (tỉnh Tiền Giang), nâng tổng số lượng trung tâm thương mại lên 83 và tổng diện tích sàn thương mại lên 1,75 triệu m².

Dự báo tăng trưởng mạnh trong 2022-2023

- Trong giai đoạn 2022 - 2023, chúng tôi dự báo VRE sẽ tăng trưởng mạnh trở lại tương đương so với trước dịch. Phần lớn doanh thu của VRE trong giai đoạn này sẽ đến từ hoạt động cho thuê sàn thương mại, hoạt động bán shophouse tiếp tục chiếm tỷ trọng không đáng kể, dao động trong khoảng 800 – 900 tỷ doanh thu mỗi năm.
- Với rủi ro của Covid qua đi, chúng tôi cho rằng sẽ khó có khả năng phong tỏa trên diện rộng lần nữa. Thay vào đó rủi ro cơ hữu của VRE vẫn là sự trở dậy của các sàn thương mại điện tử hiện đang được đầu tư rất lớn tại Việt Nam.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 36,600 đồng /cổ phiếu

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu VRE. Chúng tôi lưu ý những lo ngại về tình hình chung của thị trường chứng khoán, cũng như những diễn biến khó lường của lạm phát và lãi suất đang có nhiều khả năng sẽ gia tăng trong thời gian tới.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (07/07/2022, VND)	27,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	60,330
LNST (22F, tỷ đồng)	2,312	SL cổ phiếu (triệu)	2,272
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	704	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	23.5
Tăng trưởng EPS (22F, %)	71.6	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	31.1
P/E (22F, x)	40.6	Beta (12M)	1.2
P/E thị trường (x)	13.6	Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,100
VN-Index	1,152	Cao nhất 52 tuần (VND)	37,000

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-11.2	-23.6	-14.1
Tương đối	-0.4	1.0	3.0

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,259	8,329	5,891	8,348	10,238	12,055
LN hoạt động (tỷ đồng)	3,545	2,901	1,757	2,838	3,431	4,021
Biên LN hoạt động (%)	38.3	34.8	29.8	34.0	33.5	33.4
LNST (tỷ đồng)	2,851	2,382	1,315	2,312	2,797	3,277
EPS (VND)	1,226	1,048	578	992	1,201	1,407
ROE (%)	10.6	8.1	4.4	7.0	7.8	8.4
P/E (x)	27.7	30.6	52.0	40.6	33.6	28.6
P/B (x)	2.9	2.5	2.2	2.8	2.6	2.4

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

CTCP Vinhomes

(HOSE: VHM)

Vượt qua giông bão

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn

Mua

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu

VND83,200

Upside +36.5%

Quan điểm đầu tư

Kết quả kinh doanh quý 1 chưa đạt kỳ vọng

- Trong quý 1/2022, Vinhomes báo cáo doanh thu đạt 8,923 tỷ đồng (-31.3% c/k) và lợi nhuận sau thuế đạt 4,540 tỷ đồng (-15.9% c/k). Trong đó, doanh thu từ bất động sản giảm mạnh còn 5,961 tỷ đồng (-40.5% c/k), chủ yếu đến từ 3 đại dự án Vinhomes Grand Park (1.3 nghìn tỷ đồng), Vinhomes Ocean Park (2.6 nghìn tỷ đồng), Vinhomes Smart City (1.7 nghìn tỷ đồng).
- Kết thúc Đại hội cổ đông thường niên 2022, Vinhomes đề ra mục tiêu 75 nghìn tỷ đồng doanh thu và 30 nghìn lợi nhuận sau thuế (giảm lần lượt 12% và 23% so với cùng kỳ). Bên cạnh đó, VHM cũng thông qua kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi suất cổ tức 2.2%.

Tăng trưởng cho năm 2022 tiếp tục đến từ 3 đại dự án

- Chúng tôi dự báo năm 2022 là một năm thách thức cho ngành bất động sản do tác động tiêu cực từ chính sách kiểm soát nguồn tín dụng và trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng VHM sẽ ít chịu ảnh hưởng nhất trong số các doanh nghiệp cùng ngành do khách hàng của Vinhomes chủ yếu ở phân khúc trung và cao cấp, ít chịu ảnh hưởng từ việc siết tín dụng.
- Trong 2022, chúng tôi kỳ vọng Vinhomes sẽ bàn giao nốt phần còn lại của 3 đại dự án Vinhomes Grand Park (phần khu The Beverly), Vinhomes Ocean Park (The Pavilion), Vinhomes Smart City (The Tolkien); và mở bán 4 dự án mới: Vinhomes Đại An (Hưng Yên), Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire (Hưng Yên), Vinhomes Wonder Park (Hà Nội), Vinhomes Cổ Loa (Hà Nội).
- Trong tháng 4/2022, VHM đã bắt đầu mở bán Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire gồm hơn 5,800 sản phẩm thấp tầng. Chúng tôi cho rằng dự án này sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao nhờ tiện ích đầy đủ, vị trí thuận lợi để vào Hà Nội, và ảnh hưởng từ thành công của Vinhomes Ocean Park. Bên cạnh đó, trong tháng 7 vừa qua, VHM đã chuyển nhượng toàn bộ cổ phần gồm hơn 1.200 tỷ đồng tại Công ty CP Vinpearl Landmark 81 cho Vinpearl.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của Vinhomes trong 2022 đạt lần lượt 78,572 nghìn tỷ đồng (-7.5% c/k) và 29,584 tỷ đồng (-24% c/k), chủ yếu đến từ 3 đại dự án kể trên. Sang đến năm 2023 - 2024, doanh thu sẽ đến từ các dự án khác như Wonder Park, Galaxy, Cổ Loa, Long Beach, Dream City, và dự phóng tăng trưởng trung bình trong giai đoạn này đạt khoảng 20% mỗi năm, đạt doanh thu 94.9 nghìn tỷ trong năm 2023 và 111.7 nghìn tỷ trong năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua, với giá mục tiêu là 83,200 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh giảm 16% giá mục tiêu từ 107,000 về 83,200 đồng/CP. Lợi nhuận sau thuế dự phóng giai đoạn 2022-2023 điều chỉnh giảm bình quân 6% và tăng chiết khấu thị trường lên 12% để phản ánh lo ngại về rủi ro chu kỳ ngành bất động sản. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng rủi ro đối với Vinhomes bao gồm chi phí vật liệu xây dựng tăng giá, và những thay đổi chính sách bất động sản của Chính phủ nếu có trong tương lai.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (07/07/2022, VND)	61,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	257,343
LNST (22F, tỷ đồng)	29,584	SL cổ phiếu (triệu)	4,354
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	10,193	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	23.7
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-29.3	Tỷ lệ số hữu NĐTNN (%)	23.3
P/E (22F, x)	13.9	Beta (12M)	0.9
P/E thị trường (x)	13.6	Thấp nhất 52 tuần (VND)	58,300
VN-Index	1,152	Cao nhất 52 tuần (VND)	93,769

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-13.7	-30.8	-34.3
Tương đối	-2.9	-6.1	-17.3

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm (31/12)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	51,627	71,547	84,986	78,572	94,944	111,715
LN hoạt động (tỷ đồng)	23,219	21,062	47,665	37,400	47,262	51,515
Biên LN hoạt động (%)	45.0	29.4	56.1	47.6%	49.8%	46.1%
LNST (tỷ đồng)	21,747	27,351	38,948	29,584	37,476	40,791
EPS (VND)	5,002	6,396	9,015	6,479	8,377	9,130
ROE (%)	43.8	38.6	29.6	19.3%	20.6%	19.1%
P/E (x)	13.0	10.8	9.1	13.9	10.8	9.9
P/B (x)	5.0	3.4	2.7	2.6	2.2	1.8

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

Tập đoàn Vingroup - CTCP

(HOSE: VIC)

Mua

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu

VND97,700

Upside +40%

Người khổng lồ thức giấc

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Doanh thu giảm mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế tăng trưởng

- Trong quý 1/2022, Vingroup báo cáo 18,2 nghìn tỷ đồng doanh thu (-21.7% sv ck), nhưng lại ghi nhận 2,5 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+17.2% sv ck) chủ yếu từ các khoản lợi nhuận tài chính từ việc bán cổ phần của công ty con. Trong đó mảng lớn nhất là bất động sản có doanh thu giảm -37.3% so với cùng kỳ đạt 6.7 nghìn tỷ đồng.
- Mảng cho thuê mặt bằng có sự tăng trưởng rõ rệt khi ghi nhận doanh thu đạt 1.5 nghìn tỷ đồng (+43.8% sv quý trước nhưng -22% sv ck). Lướt khách đến tham quan mua sắm cũng tạo đà tăng rõ rệt đạt trung bình khoảng 8.8 triệu trong 3 tháng đầu năm 2022 (tăng 29% sv quý trước).
- Mảng du lịch cũng có sự cải thiện khi được mở cửa trở lại sau thời gian dài. Trong đó Nha Trang và Phú Quốc là 2 địa phương có tăng trưởng mạnh nhất. Trong quý 1/2022, doanh thu mảng này đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+88% sv quý trước và +44% sv ck), số lượng khách lưu trú cũng tăng mạnh với 214 nghìn phòng đêm được bán ra (+30% sv quý trước và 24% sv ck).
- Đối với mảng công nghiệp, Vinfast vừa qua cũng có một quý thành công khi bàn giao hơn 6,700 xe hơi các loại, gần bằng với mức bán hàng cùng kỳ năm trước (hơn 6,800 xe). Bên cạnh đó Vinfast cũng bán hơn 15,000 xe máy điện, tăng 1,5 lần so với cùng kỳ. Các mẫu xe của Vinfast đều đứng đầu trong phân khúc của mình cho thấy nhu cầu cho các sản phẩm của Vinfast là rất lớn. Doanh thu 3 tháng đầu năm của mảng này đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (-30.9% sv ck), đẩy khoản lỗ lũy kế của hoạt động kinh doanh lên 6 nghìn tỷ đồng (+26% sv ck). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tình hình sẽ cải thiện khi Vinfast bắt đầu bàn giao các mẫu xe điện mới, vốn đã có hơn 60,000 đơn đặt hàng tính đến tháng 4.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua, với giá mục tiêu là 97.700 đồng/cổ phiếu

Việc thâm nhập vào thị trường xe hơi Mỹ mang nhiều rủi ro nhưng sẽ tạo động lực tăng trưởng lớn nếu thành công. Chúng tôi cho rằng rủi ro lớn nhất đối với Vingroup là dư nợ vay tăng cao lên 130 nghìn tỷ đồng trong quý 1/2022 (+23.6% sv quý trước), đẩy tỷ lệ nợ/vốn chủ lên gần 1 lần (so với chỉ 0.66 lần cuối năm trước).

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (07/07/2022,VND)	69,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	255,152
LNST (22F, tỷ đồng)	1,732	SL cổ phiếu (triệu)	3,814
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	7,698	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	24.7
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-	Tỷ lệ số hữu NĐTNN(%)	12.2
P/E (22F, x)	310.6	Beta (12M)	0.7
P/E thị trường (x)	13.6	Thấp nhất 52 tuần (VND)	66,500
VN-Index	1,152	Cao nhất 52 tuần (VND)	109,600

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-14.2	-34.5	-34.0
Tương đối	-3.4	-9.9	-16.9

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm ()	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	89,350	121,894	130,036	110,490	125,688	146,783
LN hoạt động (tỷ đồng)	11,551	11,471	10,625	(3,344)	3,120	9,334
Biên LN hoạt động (%)	12.9	9.4	8.2	(3.0)	2.5	6.4
LNST (tỷ đồng)	4,462	3,824	7,546	5,465	(2,514)	1,732
EPS (VND)	1,334	1,143	2,084	1,503	(685)	375
ROE (%)	15.0	9.1	11.7	7.1	(2.8)	1.2
P/E (x)	42.6	74.1	49.0	64.0	-	310.6
P/B (x)	6.0	5.5	4.9	4.5	3.5	3.0

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or HT1 roving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (▬), Not covered (▭), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be affected by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Co., JSC. ("Mirae Asset") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset makes no guarantee, representation or warranty, express, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other

persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as “Relevant Persons”). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336
