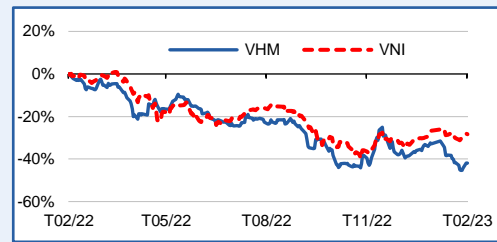


CTCP Vinhomes (VHM) [MUA +77,9%]

Cập nhật

Ngành	BDS		2022A	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo	21/02/2023	TT DT	-26,6%	59,6%	-13,5%	29,8%
Giá hiện tại	45,200VND	TT EPS	-27,1%	15,3%	-13,7%	34,4%
Giá mục tiêu	80,400VND	TT LNST-CĐTTS	-26,3%	15,3%	-13,7%	34,4%
Giá mục tiêu gần nhất	82,900VND	Biên LN gộp	48,5%	47,2%	46,5%	50,3%
TL tăng	+77,9%	Biên LN ròng	45,9%	33,2%	33,1%	34,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	1,4x	1,1x	1,0x	0,8x
Tổng mức sinh lời	+77,9%	P/E	6,9x	6,0x	6,9x	5,1x



			VHM	Peers*	VNI
GT vốn hóa	8,3 tỷ USD		6,9x	8,3x	14,1x
Room KN	2,2 tỷ USD	P/E (trượt)	1,4x	1,0x	1,7x
GTGD/ngày (30n)	4,1tr USD	P/B (hiện tại)	14,4%	51,9%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	21,3%	11,4%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành	4,35 tỷ	ROE	9,8%	4,5%	2,2%
Pha loãng	4,35 tỷ	ROA			

* các CT cùng ngành trong khu vực

Tổng quan về Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 69%, là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn. Thị phần của VHM tại Việt Nam là 43% trong phân khúc căn hộ cao cấp, 33% trong phân khúc bất động sản liền thổ (2016-2022) và 43% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-2022), theo CBRE.

Thân Như Đoàn Thực
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

Bàn giao theo kế hoạch hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2023

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Vinhomes nhưng điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu xuống còn 80.400 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do dư nợ ròng tính đến cuối năm 2022 cao hơn và chúng tôi điều chỉnh giảm 10% giả định tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2023-2024. Chúng tôi tiếp tục cho rằng VHM có vị thế tốt để tận dụng câu chuyện tăng trưởng ngành BDS nhà ở của Việt Nam trong dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, quỹ đất lớn và các dự án phức hợp riêng biệt.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2023 đạt 33,0 nghìn tỷ đồng (+15% YoY), chủ yếu nhờ bàn giao tại các dự án The Empire và The Crown. Dự báo này thấp hơn 4% so với dự báo trước đây của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) và chi phí tài chính cao hơn.
- Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2023 đạt 78,0 nghìn tỷ đồng (-39% YoY), với sự đóng góp từ 5 đại dự án hiện tại của VHM và không bao gồm giá trị hợp đồng dịch vụ xây dựng. Giá trị hợp đồng bán hàng này thấp hơn 5% so với dự phóng trước đây của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi giả định tiến độ bán hàng tại dự án The Crown chậm hơn. Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ tiếp tục mở bán các dự án mới trong năm 2024, hỗ trợ cho giả định tăng trưởng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2024 của chúng tôi là 4% so với năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng VHM hiện có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng 2023/2024 lần lượt là 6,0 lần/6,9 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi và P/E dự phóng 2023/2024 của trung vị các công ty cùng ngành là 8,9 lần/8,2 lần) và P/B dự phóng 2023 là 1,1 lần với ROE năm 2023 cao là 20,5%.
- Yếu tố hỗ trợ: Các giao dịch bán buôn tại các dự án mới hỗ trợ định giá cao hơn.
- Rủi ro: Các đợt mở bán lẻ chậm hơn dự kiến tại các đại dự án mới.

Doanh số bán hàng chưa ghi nhận cao hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng trong năm 2023. Tính đến cuối năm 2022, doanh số bán hàng chưa ghi nhận của VHM đạt 107,6 nghìn tỷ đồng (+105% YoY) – với The Empire và The Crown chiếm 71%. Dự án The Empire khởi công xây dựng từ đầu năm 2022 và bàn giao cho khách hàng từ tháng 9/2022. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng The Crown sẽ đẩy nhanh tiến độ xây dựng với việc bàn giao từ quý 3/2023. Chúng tôi dự báo The Empire và The Crown sẽ đóng góp chính vào tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2023-2024 của chúng tôi là 61,5 nghìn tỷ đồng.

Triển vọng doanh số bán hàng năm 2023 kém tích cực hơn, nhưng vị thế tài chính vẫn được duy trì. Theo ban lãnh đạo, tồn kho tại các dự án hiện tại của VHM chủ yếu bao gồm các căn thấp tầng (nhà phố, shophouse và biệt thự). Do đây là những sản phẩm cao cấp với giá bán trung bình khoảng 10 tỷ đồng/căn, chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn về tỷ lệ hấp thụ của những căn này trong năm 2023 trong bối cảnh lãi suất cao. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 5% giá trị hợp đồng bán hàng trong năm 2023 xuống còn 78 nghìn tỷ đồng (-39% YoY), được đóng góp từ 5 đại dự án hiện tại của VHM. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, vị thế tài chính của VHM vẫn lành mạnh với sự hỗ trợ từ dòng tiền thu về từ doanh số bán hàng chưa ghi nhận và các giao dịch bán buôn tiềm năng trong năm 2023. Tính đến cuối năm 2022, các khoản khách hàng đã thanh toán đạt 94,4 nghìn tỷ đồng – +2,7 lần so với cuối năm 2021.

Báo cáo Tài chính

P&L (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue	62,392	99,558	86,167	111,842
COGS	-32,125	-52,557	-46,093	-55,559
Gross Profit	30,267	47,001	40,074	56,282
Sales & Marketing exp	-2,538	-3,701	-3,221	-4,286
General & Admin exp	-2,658	-3,876	-2,479	-3,298
Operating Profit	25,072	39,423	34,373	48,698
Financial income	17,148	4,332	4,271	3,594
Financial expenses	-4,453	-3,095	-3,448	-3,847
- o/w interest expense	-2,219	-3,095	-3,448	-3,847
Associates	57	0	0	0
Net other income/(loss)	838	678	678	678
Profit before Tax	38,661	41,339	35,873	49,123
Income Tax	-9,660	-8,268	-7,175	-9,825
NPAT before MI	29,001	33,071	28,699	39,298
Minority Interest	-373	-49	-193	-997
NPAT less MI, reported	28,628	33,022	28,506	38,301
NPAT less MI, adjusted	28,628	33,022	28,506	38,301
EBITDA	26,382	42,246	37,436	51,959
EPS reported, VND	6,575	7,584	6,546	8,796
EPS adjusted, VND	6,575	7,584	6,546	8,796
EPS fully diluted, VND	6,575	7,584	6,546	8,796
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%
RATIOS	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth				
Revenue growth	-26.6%	59.6%	-13.5%	29.8%
Op profit (EBIT) growth	-40.9%	57.2%	-12.8%	41.7%
PBT growth	-19.8%	6.9%	-13.2%	36.9%
EPS growth, adjusted	-27.1%	15.3%	-13.7%	34.4%
Profitability				
Gross Profit Margin	48.5%	47.2%	46.5%	50.3%
Op Profit, (EBIT) Margin	40.2%	39.6%	39.9%	43.5%
EBITDA Margin	42.3%	42.4%	43.4%	46.5%
NPAT-MI Margin, adj,	45.9%	33.2%	33.1%	34.2%
ROE	21.3%	20.5%	14.9%	17.0%
ROA	9.8%	8.7%	6.9%	8.6%
Efficiency				
Days Inventory On Hand	536.3	453.3	612.5	763.1
Days Accts, Receivable	336.6	331.9	447.3	358.0
Days Accts, Payable	166.8	117.1	133.5	110.7
Cash Conversion Days	706.1	668.2	926.4	1,010.3
Liquidity				
Current Ratio x	1.0	1.1	1.2	1.5
Quick Ratio x	0.5	0.6	0.7	0.6
Cash Ratio x	0.1	0.1	0.1	0.1
Debt / Assets	10.0%	7.7%	6.3%	7.7%
Debt / Capital	19.6%	14.4%	11.4%	12.9%
Net Debt / Equity	14.4%	4.8%	0.0%	7.3%
Interest Coverage x	11.3	12.7	10.0	12.7

Nguồn: VHM, dự báo của VCSC

B/S (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Cash & equivalents	10,813	17,727	23,230	15,020
ST investment	3,928	3,928	3,928	3,928
Accounts receivables	77,326	103,745	107,464	111,928
Inventories	65,816	64,738	89,958	142,345
Other current assets	27,314	27,314	27,314	27,314
Total Current assets	185,196	217,452	251,895	300,535
Fixed assets, gross	10,549	17,901	21,362	24,857
- Depreciation	-1,303	-5,799	-8,220	-10,848
Fixed assets, net	9,246	12,102	13,142	14,009
LT investment	7,492	7,492	7,492	7,492
LT assets other	159,269	156,997	156,452	155,907
Total LT assets	176,007	176,591	177,086	177,408
Total Assets	361,204	396,370	431,308	480,270
Accounts payable	16,855	16,855	16,855	16,855
Short-term debt	15,171	14,412	13,692	13,007
Other ST liabilities	155,103	162,969	172,553	172,217
Total current liabilities	187,128	194,236	203,099	202,078
Long term debt	21,006	15,994	13,371	24,055
Other LT liabilities	4,665	4,665	4,665	4,665
Total Liabilities	212,800	214,895	221,135	230,799
Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	43,544	43,544	43,544	43,544
Share premium	1,260	1,260	1,260	1,260
Retained earnings	99,343	132,365	160,870	199,172
Other equity	476	476	476	476
Minority interest	3,782	3,830	4,023	5,020
Total equity	148,404	181,475	210,174	249,472
Liabilities & equity	361,204	396,370	431,308	480,270
Y/E shares out, mn	4,354	4,354	4,354	4,354
CASH FLOW (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Beginning Cash Balance	4,626	10,813	17,727	23,230
Net Income	28,628	33,022	28,506	38,301
Dep, & amortization	1,310	2,822	3,063	3,261
Chge in Working Cap	20,691	-12,475	-14,356	-52,186
Other adjustments	-8,511	0	0	0
Cash from Operations	42,118	23,369	17,213	-10,624
Capital Expenditures, net	-29,509	-7,352	-3,461	-3,495
Investments, net	-9,050	-3,381	-5,098	-5,088
Cash from Investments	-38,559	-10,733	-8,558	-8,583
Dividends Paid	-9,384	0	0	0
Δ in Share Capital	0	0	0	0
Δ in ST debt	14,920	-759	-721	-685
Δ in LT debt	12,012	-5,012	-2,624	10,685
Other financing C/F	-14,920	49	193	997
Cash from Financing	2,628	-5,722	-3,151	10,997
Net Change in Cash	6,187	6,914	5,503	-8,210
Ending Cash Balance	10,813	17,727	23,230	15,020

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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

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

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, 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

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

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 tự vẫn 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.