

Phân tích VHM – MUA

Ngày 16/05/2018

Phạm Thái Thanh Trú

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Phân Tích

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VHM

Bất động sản

Giá niêm yết (VND) **92.100**

Giá mục tiêu (VND) **107.152**

Tỷ lệ tăng giá 16,3%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **16,3%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	n/a	n/a	n/a	n/a
Tương đối	n/a	n/a	n/a	n/a

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup - CTCP 69,7%

Chính phủ Singapore 5,7%

Thông kê

16/05/18

Mã Bloomberg

VHM VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) n/a

SL lưu hành (triệu cp) 2.680

Vốn hóa (tỷ đồng) 246.792

Vốn hóa (triệu USD) 10.822

Room khối ngoại còn lại (%) n/a

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) n/a

KLGD TB 3 tháng (cp) n/a

VND/USD 22.805

Index: VNIndex / HNX 1.054,6 / 121,5

CTCP VINHOMES (VHM VN)

Gã khổng lồ trong ngành bất động sản

Vinhomes, trước đây gọi là CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội (NHN), được thành lập từ việc tái cấu trúc của Tập đoàn Vingroup (HSX: VIC), tập trung phát triển các dự án nhà ở hỗn hợp quy mô lớn và kinh doanh văn phòng. Với vốn điều lệ gần 27.000 tỷ đồng, tương đương 1,2 tỷ USD, và quỹ đất rộng 164 triệu m² trải dài trên toàn quốc, VHM là công ty phát triển bất động sản (BDS) niêm yết lớn nhất tại Việt Nam. Khoảng 35% quỹ đất và 55% GFA nằm ở hai thành phố lớn nhất là TP.HCM và Hà Nội.

Đối với mảng phát triển BDS nhà ở, VHM đã hoặc đang trong quá trình nhận chuyển nhượng hầu hết các dự án nhà ở từ VIC và các bên liên quan trong Tập đoàn. VHM hiện có 36 dự án, bao gồm 2 dự án đã hoàn thành, 8 dự án đang triển khai và 26 dự án sẽ phát triển. Trước năm 2018, VHM tập trung vào phân khúc cao cấp với thương hiệu Vinhomes và đã mở bán 10 dự án Vinhomes cho đến nay. Do thị trường đang hướng tới phân khúc trung cấp và vừa túi tiền, phân khúc có triển vọng bền vững hơn và phần lớn quỹ đất tại trung tâm Hà Nội và TP.HCM đã gần lấp đầy nên cuối năm 2016 VHM giới thiệu dòng sản phẩm mới là VinCity - thương hiệu cho dự án nhà ở trung cấp và vừa túi tiền. VHM sẽ triển khai dự án VinCity đầu tiên vào giữa năm 2018.

Đối với mảng kinh doanh văn phòng, VHM đang quản lý VinOffice Đồng Khởi tại TP.HCM và VinOffice Times City tại Hà Nội. Các tòa nhà văn phòng khác đang được phát triển nằm bên trong hoặc bên cạnh các dự án nhà ở Vinhomes và VinCity.

Trước khi tái cấu trúc (phát hành riêng lẻ 12.000 tỷ đồng và sát nhập với CTCP Đầu tư và Xây dựng Tân Liên Phát và CTCP Kinh doanh và Quản lý BĐS Vinhomes vào tháng 2/2018), phần lớn doanh thu của VHM đến từ dự án Vinhomes Times City. Trong giai đoạn 2013-2017, cùng với sự hồi phục của thị trường BĐS, doanh thu thuần của VHM tăng trưởng với CAGR là 21,5%, đạt ~15.300 tỷ đồng, nhưng LNST chỉ tăng với CAGR là 8,9%, lên 1.565 tỷ đồng, chủ yếu do tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN/doanh thu và chi phí lãi vay cao hơn.

Trong Q1/2018, doanh thu thuần của VHM tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm trước (n/n) đạt 10.535 tỷ đồng chủ yếu nhờ bàn giao dự án Vinhomes Central Park và các dự án khác. Nhờ lợi nhuận đầu tư 1.033 tỷ và thu nhập khác 1.815 tỷ đồng (từ hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) liên quan đến 4 dự án: Harmony, Imperia, Dragon Bay và Golden River) nên LNST tăng gấp 5 lần n/n, lên gần 4.000 tỷ đồng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2018 đạt 22.000 tỷ đồng (+44% n/n) và LNST đạt 18.100 tỷ đồng (+1,056% n/n), tương ứng với 90% và 103% kế hoạch. Kết quả ấn tượng này đến từ việc bàn giao dự án Vinhomes Central Park, Vinhomes Metropolis, v.v., 1.033 tỷ lợi nhuận đầu tư, và 14.800 tỷ từ hợp đồng BCC.

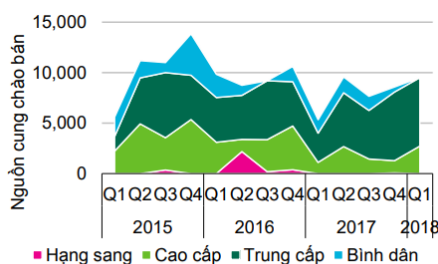
Nhìn chung, VHM là một công ty lớn trên thị trường BĐS Việt Nam với nhiều lợi thế cạnh tranh như thương hiệu mạnh, quỹ đất lớn, sản phẩm đa dạng trên tất cả các phân khúc BĐS, khả năng mua đất/dự án với chi phí thấp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này với giá mục tiêu là 107.152 đ/cp, sử dụng phương pháp RNAV. Với mức giá niêm yết 92.100 đ/cp, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2018 là 14,3x và P/B là 5,6x. Cổ phiếu sẽ chính thức giao dịch trên HSX vào ngày 17/05/2018.

	2014	2015	2016	2017	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	5.949	4.920	11.217	15.297	22.040
Tăng trưởng	-15,3%	-17,3%	128,0%	36,4%	44,1%
EBITDA (tỷ đồng)	1.170	896	2.627	3.539	4.361
Tăng trưởng	-23,8%	-23,4%	193,1%	34,7%	23,2%
LN ròng (tỷ đồng)	433	795	1.649	1.410	17.263
Tăng trưởng LN	-61,1%	83,7%	107,5%	-14,5%	1.124,7%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	721	1.324	2.748	2.349	6.443
Tăng trưởng	-61,1%	83,7%	107,5%	-14,5%	174,2%
ROE	14,8%	26,2%	58,8%	31,0%	46,5%
ROIC	4,6%	4,6%	6,1%	3,8%	21,8%
Nợ ròng/EBITDA (x)	6,1	4,5	2,4	3,9	3,4
EV/EBITDA (x)	222,5	290,5	99,1	73,6	59,7
P/E (lần)	127,7	69,6	33,5	39,2	14,3
P/B (lần)	7,0	5,4	8,4	2,7	5,6
Cổ tức (đồng)	500	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

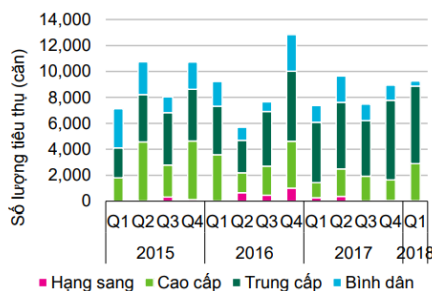
Tâm lý thị trường tích cực trong Q1/2018 với trọng tâm là phân khúc trung cấp

Thị trường chung cư TP.HCM

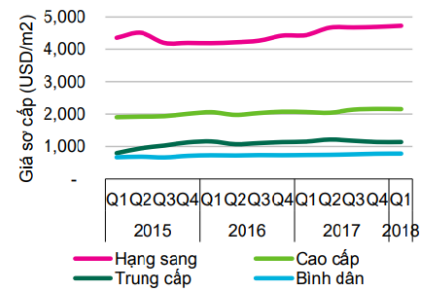
Q1/2018 chứng kiến nguồn cung các dự án chung cư mới tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái, với 9.500 căn hộ được mở bán tại TP.HCM (+11% q/q và +79% n/n), theo CBRE. Việc phân khúc trung cấp chiếm 71% tổng nguồn cung mới đã khẳng định xu hướng trên thị trường là nhắm đến người mua nhà để ở. Tỷ lệ hấp thụ tiếp tục tăng, đặc biệt phân khúc trung cấp chiếm 65% trong tổng số 9.260 căn bán ra trong quý (-5% q/q và +42% n/n) tại TP.HCM. Giá sơ cấp trung bình giảm nhẹ do thị trường nghiêng về phân khúc trung cấp.



Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q1/2018.



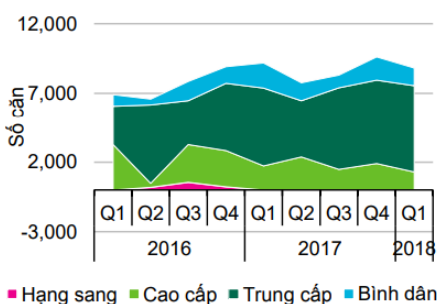
Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q1/2018.



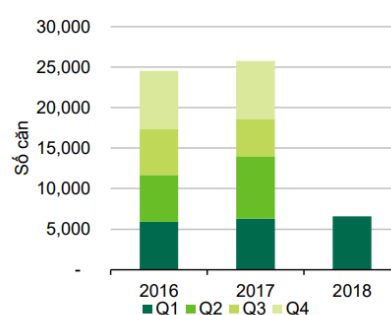
Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q1/2018.

Thị trường chung cư Hà Nội

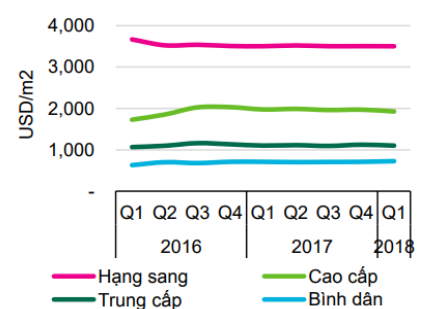
Trong Q1/2018, Hà Nội chào đón 8.800 căn hộ mới được chào bán từ 39 dự án chung cư (-5% q/q và -4% n/n) với phân khúc trung cấp tiếp tục mở rộng, chiếm gần 3/4 tổng nguồn cung mới. Khoảng 6.600 căn hộ đã được bán trong Q1/2018 (-3% q/q và +5% n/n) và giá bán trung bình ổn định ở mức 1.339 USD/m² (-0,4% q/q và +0,6% n/n).



Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q1/2018.



Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q1/2018.

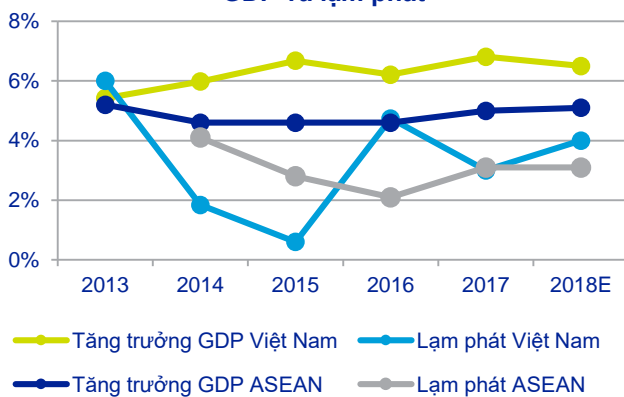


Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q1/2018.

Triển vọng tương lai: tăng trưởng ổn định với cái nhìn thận trọng về lãi suất và các vấn đề về an toàn công trình

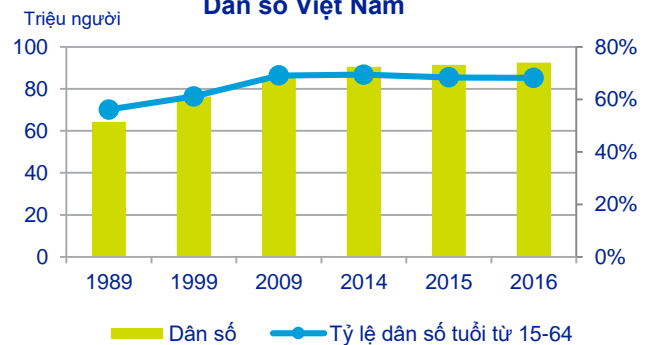
Thị trường BĐS ở Việt Nam có triển vọng tích cực trong dài hạn nhờ các động lực tăng trưởng như môi trường kinh tế vĩ mô ổn định (tốc độ tăng trưởng GDP cao và lạm phát ổn định), dân số trẻ (2016: 68% dân số trong độ tuổi 15-64), tăng trưởng dân số đô thị nhanh nhất trong khu vực ASEAN, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người cao trong khu vực ASEAN và diện tích nhà ở trên đầu người thấp so với trung bình thế giới (2017 ước đạt 23,4 m² so với 25 m²). Ngoài ra, Nghị quyết 42 tập trung giải quyết các khoản nợ xấu được bảo đảm bằng BĐS sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho thị trường M&A.

GDP và lạm phát



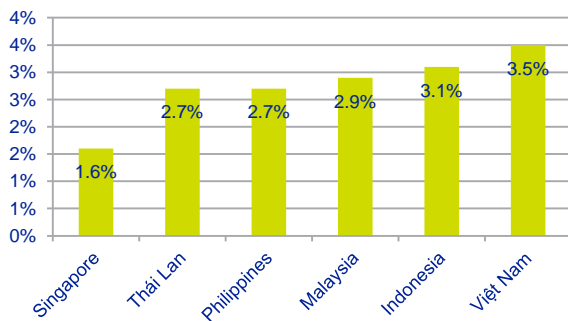
Nguồn: Tổng cục thống kê và Ngân hàng Phát triển Châu Á.

Dân số Việt Nam



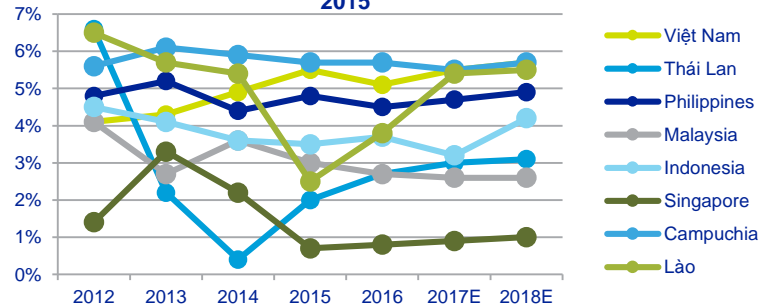
Nguồn: Tổng cục thống kê.

Tăng trưởng dân số đô thị 2018E-2025E



Nguồn: JLL.

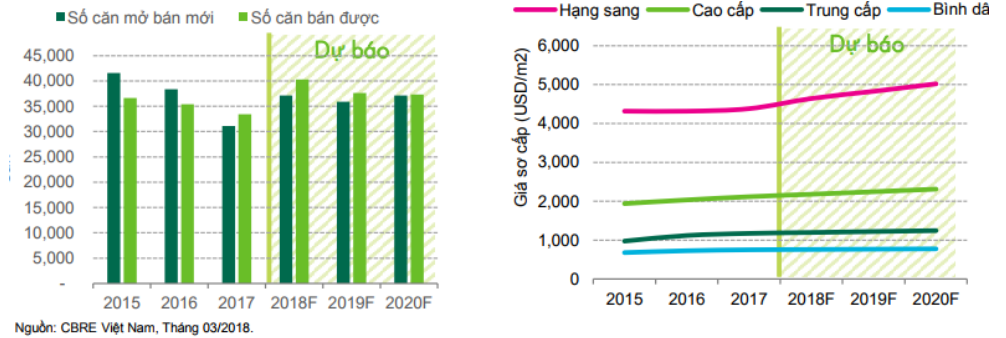
Tăng trưởng GDP bình quân đầu người theo USD năm 2015



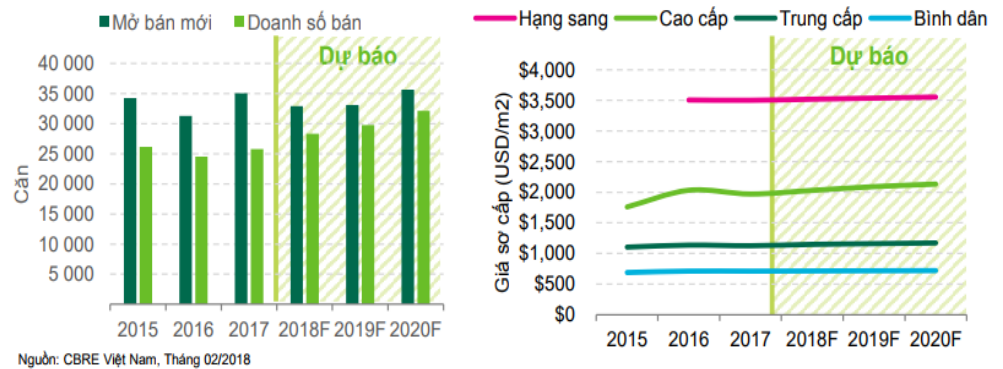
Nguồn: Ngân hàng Phát triển Châu Á.

Do nhiều dự án bị hoãn trong năm 2017 nên chúng tôi cho rằng tổng nguồn cung trong năm 2018 dự kiến sẽ cao hơn năm ngoái. Tỷ lệ hấp thụ có thể không tăng nhiều do nguồn cung cao hơn. Giá sơ cấp trung bình có thể giảm nhẹ do phân khúc trung cấp và vừa túi tiền sẽ tiếp tục mở rộng khi VinCity ra mắt vào giữa năm nay.

Dự phóng thị trường căn hộ TP.HCM của CBRE



Dự phóng thị trường căn hộ Hà Nội của CBRE



Thị trường dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định, nhưng khả năng lãi suất sẽ tăng và các vấn đề về an toàn công trình có thể trở thành thách thức đối với ngành BĐS.

Thứ nhất, chính phủ đã thực hiện nhiều biện pháp để ngăn chặn bong bóng BĐS do có nhiều hoạt động đầu cơ ở một số khu vực như thị trường đất nền ở Q.9, huyện Cần Giờ và Củ Chi của TP.HCM. Đáng chú ý, các ngân hàng đã thắt chặt tín dụng cho vay lĩnh vực BĐS theo Thông tư 19/2007/TT-NHNN là giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 50% trong năm 2017 xuống 45% năm 2018 và 40% năm 2019. Thắt chặt tín dụng cùng với nhu cầu cao về đầu cơ có thể đẩy lãi suất cho vay tăng lên.

Thứ hai, những lo ngại về vấn đề an toàn sau vụ cháy chết người tại dự án Carina Plaza tại TP.HCM vào tháng 3/2018 có thể ảnh hưởng đến tâm lý của người mua căn hộ và có tác động không tốt đến cầu của thị trường.

Mười năm phát triển

VHM được thành lập vào năm 2008 với tiền thân là CTCP Đô thị BIDV-PP và vốn điều lệ ban đầu là 300 tỷ đồng. Công ty đổi tên thành CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội năm 2009 và được niêm yết trên UPCOM với mã là NHN từ năm 2011 đến giữa năm 2017. Một dự án nổi tiếng do NHN phát triển trong giai đoạn này là Vinhomes Times City tại Hà Nội.

Tháng 1/2018, VIC tái cấu trúc Tập đoàn và giao cho NHN, nay là CTCP Vinhomes nắm phần lớn mảng kinh doanh BĐS nhà ở (với thương hiệu Vinhomes dành cho phân khúc cao cấp và VinCity cho phân khúc trung bình và vừa túi tiền) và kinh doanh văn phòng (thương hiệu VinOffice nằm ở phân khúc hạng A & B). Vốn điều lệ của công ty tăng từ 2.000 tỷ đồng lên 28.365 tỷ đồng nhờ phát hành cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 1:2, phát hành riêng lẻ 12.000 tỷ đồng cho VIC và một số cá nhân, và sát nhập với CTCP Đầu tư và Xây dựng Tân Liên Phát và CTCP Kinh doanh và Quản lý BĐS Vinhomes với tổng giá trị 10.365 tỷ đồng. Vào tháng 2/2018, vốn điều lệ đã giảm xuống còn 26.796 tỷ đồng do tách công ty, chuyển một phần vốn điều lệ sang công ty được tách.

Tính đến ngày 20/04/2018, VHM có 13 công ty con và không có công ty liên kết nào.

Về mảng kinh doanh văn phòng, VHM hiện đang nắm giữ 100% và vận hành VinOffice Đồng Khởi tại TP. HCM và VinOffice Times City tại Hà Nội. Các tòa nhà văn phòng khác đang được triển khai nằm bên trong hoặc bên cạnh các dự án nhà ở Vinhomes và VinCity.

Về kinh doanh BĐS nhà ở, VHM đã hoặc đang trong quá trình nhận chuyển nhượng hầu hết các dự án nhà ở từ VIC và các công ty khác trong Tập đoàn. Hiện tại VHM có 36 dự án, trong đó có 2 dự án đã hoàn thành, 8 dự án đang triển khai và 26 dự án sẽ phát triển được tóm tắt trong bảng dưới đây.

STT	Tên dự án	Vị trí	TLSH của VHM	Loại	Diện tích đất (ha)	Mở bán	Bắt đầu bàn giao*	Kết thúc bàn giao**	Tỷ lệ bán tính đến 31/12/2017
Dự án đã hoàn thành					48,5				
1	Vinhomes Royal City	Hà Nội	57,9%	Căn hộ	12,1	10/2010	12/2012	12/2015	100%
2	Vinhomes Times City (GD 1)	Hà Nội	100,0%	Căn hộ	36,4	07/2011	06/2013	06/2015	100%
	Vinhomes Times City ParkHill (GD 2)	Hà Nội				03/2015	11/2016	09/2017	100%
Dự án đang triển khai					286,4				
3	Vinhomes Central Park	TP.HCM	100,0%	Căn hộ	41,6	01/2015	08/2016	12/2018	99%
				Villa		01/2015	12/2015	12/2017	82%
4	Vinhomes Dragon Bay	Quảng Ninh	99,0%	Villa	20,6	06/2016	12/2016	03/2018	80%
5	Vinhomes Golden River	TP.HCM	99,0%	Căn hộ	15,8	06/2016	12/2017	08/2018	88%
				Villa		12/2016	10/2017	08/2018	56%
6	Vinhomes Metropolis	Hà Nội	68,6%	Căn hộ	3,5	11/2016	10/2018	01/2019	92%
7	Vinhomes The Harmony	Hà Nội	87,1%	Villa	97,5	03/2017	10/2017	10/2018	76%
8	Vinhomes Skylake	Hà Nội	100,0%	Căn hộ	2,3	04/2017	04/2019	06/2019	99%
9	Vinhomes Imperia Hải Phòng	Hải Phòng	99,0%	Villa	78,5	06/2017	12/2017	08/2018	81%
10	Vinhomes Greenbay	Hà Nội	100,0%	Căn hộ	26,6	02/2017	12/2017	08/2018	95%
				Villa		09/2017	01/2019	03/2019	96%
Dự án sẽ phát triển					16.075,9				
11	Vinhomes Melodia	Hà Nội	100,0%	Căn hộ	2,4	2018			
12	Vinhomes Galaxy	Hà Nội	95,4%	Căn hộ	11,0	2018			
13	Vinhomes Sài Đồng	Hà Nội	100,0%	Căn hộ	4,4	2018			
14	Vinhomes Lotus	Hà Nội	100,0%	Căn hộ	4,0	2018			
15	Vinhomes Gallery	Hà Nội	83,3%	Căn hộ	6,8	2019			
16	Vinhomes Mê Linh	Hà Nội	92,4%	Villa	34,8	2019			
17	Vinhomes Mễ Trì	Hà Nội	83,3%	Căn hộ & Villa	74,0	2019			
18	Vinhomes Cổ Loa	Hà Nội	83,3%	Villa	317,3	2019			
19	Vinhomes Landmark Service Apartment	TP.HCM	100,0%	Căn hộ	0,6	2018			
20	Vinhomes Đình Tiên Hoàng	TP.HCM	78,0%	Căn hộ	0,5	2018			
21	Vinhomes Kỳ Hòa	TP.HCM	67,5%	Căn hộ	6,6	2019			
22	Leman Golf Course	TP.HCM	100,0%	Villa	200,0	2020			
23	Vinhomes Long Beach Cần Giờ	TP.HCM	99,1%	Căn hộ & Villa	2.865,6	2021			

24	Vinhomes Cầu Rào	Hải Phòng	100,0%	Căn hộ & Villa	49,8	2018
25	Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	100,0%	Villa	864,9	2019
26	Vinhomes Thanh Hóa	Thanh Hóa	100,0%	Căn hộ & Villa	118,5	2018
27	Vinhomes Làng Vân	Đà Nẵng		Villa	1.044,7	2019
28	Vinhomes Green Hạ Long	Quảng Ninh	95,8%	Căn hộ & Villa	7.946,6	2020
29	VinCity Gia Lâm	Hà Nội	83,4%	Căn hộ & Villa	364,1	2018
30	VinCity Park	Hà Nội	81,3%	Căn hộ & Villa	259,8	2018
31	VinCity Đan Phượng	Hà Nội	100,0%	Căn hộ & Villa	126,0	2019
32	VinCity New Saigon	TP.HCM	42,0%	Căn hộ & Villa	251,1	2018
33	VinCity Củ Chi	TP.HCM	97,9%	Căn hộ & Villa	923,9	2020
34	VinCity Tây Tăng Long	TP.HCM	90,0%	Căn hộ	129,3	2020
35	VinCity Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	100,0%	Căn hộ & Villa	64,2	2018
36	VinCity Dream City	Hưng Yên	100,0%	Căn hộ & Villa	405,0	2019

Nguồn: Vinhomes.

Ghi chú: *tính từ khi căn đầu tiên được bàn giao.

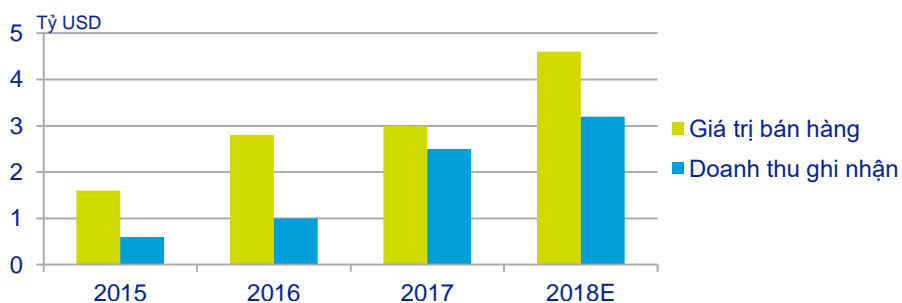
** tính khi trên 80% căn hộ được bàn giao.

Dẫn đầu thị trường nhà ở

Do mất nhiều thời gian để chuẩn bị cho các dự án VinCity nên trong năm 2017 VHM chỉ mở bán 4 dự án Vinhomes mới (Vinhomes The Harmony, Vinhomes Skylake, Vinhomes Green Bay và Vinhomes Imperia) và bán được khoảng 10.000 căn trị giá khoảng 3 tỷ USD.

Trong giai đoạn 2010-2017, VHM bán được khoảng 42.000 căn với tổng diện tích thương phẩm là 4,4 triệu m² và tổng giá trị phát triển là 8,6 tỷ USD. Tính đến ngày 31/12/2017, Vinhomes có khoảng 3,5 tỷ USD giá trị hợp đồng chưa ghi nhận doanh thu.

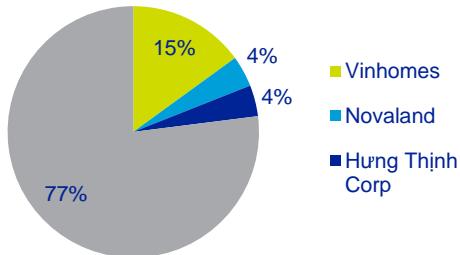
Năm 2018, VHM dự kiến sẽ bán khoảng 42.000 căn hộ, trong đó có 10.000 căn Vinhomes và 32.000 căn VinCity, với doanh thu ước tính là 4,6 tỷ USD.



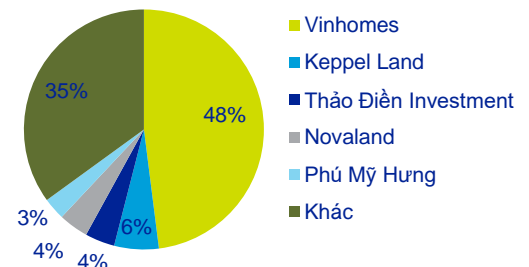
Nguồn: ACBS tổng hợp.

Công ty giữ vị trí dẫn đầu trong thị trường căn hộ với thị phần ~15% trên tất cả các phân khúc và 48% trên phân khúc cao cấp và sang trọng, dựa trên số căn bán được lũy kế tại Hà Nội và TP.HCM trong 3 năm 2015-2017 và dữ liệu của CBRE.

Thị phần căn hộ trên tất cả phân khúc ở Hà Nội và TP.HCM



Thị phần căn hộ thuộc phân khúc cao cấp và sang trọng ở Hà Nội và TP.HCM

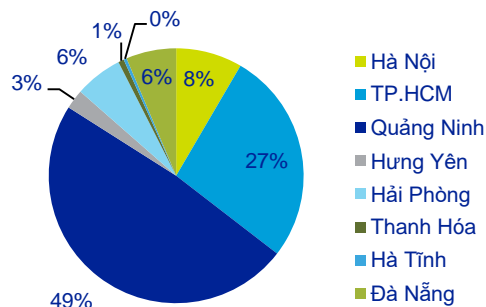


Nguồn: VHM và CBRE.

Quỹ đất lớn

Tính đến ngày 31/12/2017, VHM có quỹ đất rộng 164 triệu m² (bao gồm 4 triệu m² đang xây dựng và 160 triệu m² đang và sẽ triển khai, nhưng không bao gồm 35 triệu m² đất tiềm năng) với tổng diện tích sàn (GFA) là 95 triệu m². Khoảng 35% quỹ đất và 55% GFA nằm ở hai thành phố lớn nhất Việt Nam là TP.HCM và Hà Nội.

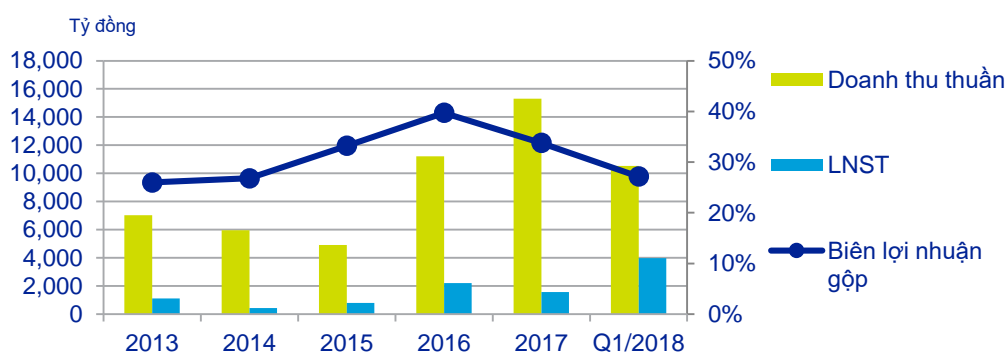
Quỹ đất theo tỉnh/TP



Nguồn: Vinhomes.

Doanh thu tăng nhanh hơn lợi nhuận trong giai đoạn 2013-2017

Trong giai đoạn 2013-2017, cùng với sự phục hồi của thị trường BĐS, VHM ghi nhận mức tăng trưởng CAGR doanh thu là 21,5%, đạt gần 15.300 tỷ đồng trong năm 2017, chủ yếu nhờ bàn giao dự án Vinhomes Times City. Mặc dù biên lợi nhuận gộp tăng từ 26% năm 2013 lên 34% năm 2017, LNST chỉ tăng với CAGR là 8,9%, lên 1.565 tỷ đồng trong năm 2017 chủ yếu do tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu cao hơn (2013 là 6% và 2017 là 13%) và chi phí lãi vay cao hơn (2013 là 1 tỷ và 2017 là 902 tỷ).



Nguồn: Báo cáo tài chính của VHM và NHN.

Kết quả kinh doanh ấn tượng sau khi tái cấu trúc

Sau khi tái cấu trúc vào tháng 2/2018 để nhận chuyển nhượng các dự án BĐS từ VIC, doanh thu thuần của VHM trong Q1/2018 tăng gấp ba lần n/n, đạt 10.535 tỷ đồng chủ yếu nhờ bàn giao dự án Vinhomes Central Park và các dự án nhà ở khác. Biên lợi nhuận gộp trong Q1/2018 ở mức thấp 27%, so với mức 42% trong Q1/2017 do các căn hộ Vinhomes Central Park bàn giao trong Q1/2018 có vị trí không tốt bằng các căn được bàn giao trong năm 2016-2017 nên những căn hộ này có giá bán thấp hơn.

Trong Q1/2018, nhờ có lợi nhuận đầu tư 1.033 tỷ đồng (chuyển nhượng Vincom Retail (HSX: VRE) và thanh lý các khoản đầu tư dài hạn khác) và thu nhập khác 1.815 tỷ đồng nên LNST tăng gấp 5 lần n/n, đạt gần 4.000 tỷ đồng. Khoản thu nhập 1.815 tỷ đồng nhận được từ hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC và một công ty trong Tập đoàn Vingroup đối với 4 dự án nhà ở: The Harmony, Imperia, Dragon Bay và Golden River. Thu nhập bất thường này sẽ xuất hiện trên báo cáo tài chính của VHM trong giai đoạn 2018-2019 khi 4 dự án này được bàn giao.

Các chỉ số tài chính tương đối tốt

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, không có công ty BĐS niêm yết nào tương đồng với VHM về giá trị tài sản, quỹ đất và độ đa dạng sản phẩm, do đó so sánh VHM với Novaland và Khang Điền chỉ mang tính chất tương đối. Trong số 3 công ty được so sánh trong bảng dưới đây, VHM có hệ số thanh toán hiện hành thấp nhất, hệ số thanh toán nhanh ở mức trung bình, tỷ lệ nợ trung bình và tỷ suất sinh lời cao.

Mục	VHM	Novaland (NVL)	Khang Điền (KDH)
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	1,7	5,0
Hệ số thanh toán nhanh	0,8	0,6	2,2
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu	35,6%	87,8%	-3,8%
LNST của cổ đông công ty mẹ/Doanh thu thuần*	20,4%	15,1%	17,6%
ROE*	25,0%	13,8%	8,7%

Nguồn: BCTC Q1/2017, Q1/2018, 2017 của VHM, NVL và KDH.

Ghi chú: *12 tháng gần nhất.

Kế hoạch 2018-2019

Sau khi nhận chuyển nhượng nhiều dự án nhà ở từ Vingroup và các bên khác vào đầu năm 2018, VHM đặt kế hoạch kinh doanh tăng mạnh trong hai năm tới với doanh thu tăng 61% n/n trong năm 2018 và 226% n/n trong năm 2019. Kế hoạch LNST tăng 1.023% n/n trong năm 2018 chủ yếu nhờ thu nhập nhận được từ hợp đồng BCC.

Mục	2018P	2019P
Doanh thu thuần	24.614	80.338
LNTT từ kinh doanh BĐS (a)	6.826	26.003
LNST từ kinh doanh BĐS (b)	5.461	20.803
LNTT từ hợp đồng BCC với VIC và 1 công ty (c)	15.145	7.577
LNST từ hợp đồng BCC với VIC và 1 công ty (d)	12.116	6.062
Tổng LNTT ((a) + (c))	21.971	33.581
Tổng LNST ((b) + (d))	17.576	26.864
Vốn chủ sở hữu	49.117	75.982
ROE	42%*	43%
Cổ tức	0%	20-30%

Nguồn: Vinhomes.

Ghi chú: *tính theo trung bình vốn chủ sở hữu tại ngày 31/12/2018 và ngày 23/2/2018 để phản ánh đúng hơn hoạt động của công ty sau sát nhập.

Dự phóng 2018

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2018 đạt 22.000 tỷ đồng (+44% n/n) và LNST đạt 18.100 tỷ đồng (+1.056% n/n), tương ứng với 90% và 103% kế hoạch. Kết quả ấn tượng này đến từ việc bàn giao Vinhomes Central Park, Vinhomes Metropolis, v.v., 1.033 tỷ lợi nhuận đầu tư, và 14.800 tỷ từ hợp đồng BCC.

Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi định giá VHM ở mức 107.152 đ/cp, cao hơn 16% so với giá niêm yết và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này. Với giá niêm yết 92.100 đồng thì cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng 2018 là 14,3x và P/B là 5,6x.

Đơn vị: Tỷ đồng, ngoại trừ ghi chú khác	RNAV theo tỷ lệ sở hữu
Vinhomes Central Park	2.651
Vinhomes Golden River	1.498
Vinhomes Metropolis	1.617
Vinhomes The Harmony	4.666
Vinhomes Skylake	2.123
Vinhomes Imperia Hải Phòng	1.325
Vinhomes Greenbay	6.043
Vinhomes Melodia	1.744
Vinhomes Galaxy	7.317
Vinhomes Sài Đồng	901
Vinhomes Lotus	2.413
Vinhomes Gallery	8.169
Vinhomes Mê Linh	853
Vinhomes Mễ Trì	6.986
Vinhomes Cổ Loa	5.927
Vinhomes Landmark Service Apartment	815
Vinhomes Đình Tiên Hoàng	186
Vinhomes Kỳ Hòa	491
Vinhomes Long Beach Cần Giờ	51.047
Vinhomes Cầu Rào	1.793
Vinhomes Vũ Yên	5.879
Vinhomes Thanh Hóa	3.575
Vinhomes Làng Vân	5.947
Vinhomes Green Hạ Long	59.196
VinCity Gia Lâm	13.061
VinCity Park	21.701
VinCity Đan Phượng	4.878
VinCity New Saigon	19.066
VinCity Củ Chi	20.465
VinCity Tây Tăng Long	650
VinCity Hà Tĩnh	325
VinCity Dream City	20.190
Tổng các dự án nhà ở	295.731
Tài sản cố định hữu hình	2.720
Bất động sản đầu tư	2.280
Nợ ròng	13.604
RNAV	287.127
Số lượng cổ phiếu (triệu)	2.680
RNAV trên mỗi cổ phiếu (đồng)	107.152

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VHM	Giá niêm yết (VNĐ):	92.100	Giá mục tiêu (VNĐ):	107.152	Vốn hóa (Tỷ đồng):	246.792
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2014	2015	2016	2017	2018E	
Doanh thu thuần	5.949	4.920	11.217	15.297	22.040	
Trong đó: Chuyển nhượng BĐS	4.862	3.929	9.339	12.780	21.494	
Cho thuê BĐS đầu tư	394	161	133	263	457	
Dịch vụ bệnh viện	693	785	987	0	0	
Bán hàng hóa	0	29	539	875	56	
Vui chơi giải trí	0	0	191	1.334	0	
Khác	0	16	28	44	33	
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>-15,3%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>128,0%</i>	<i>36,4%</i>	<i>44,1%</i>	
GVHB trừ khấu hao	4.196	3.107	6.408	9.720	14.449	
Lợi nhuận gộp	1.595	1.634	4.454	5.167	7.367	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>26,8%</i>	<i>33,2%</i>	<i>39,7%</i>	<i>33,8%</i>	<i>33,4%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	582	916	2.182	2.038	3.230	
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>9,8%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,5%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,7%</i>	
EBITDA	1.170	896	2.627	3.539	4.361	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>19,7%</i>	<i>18,2%</i>	<i>23,4%</i>	<i>23,1%</i>	<i>19,8%</i>	
Khấu hao	157	179	355	410	224	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.013	717	2.272	3.128	4.137	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>17,0%</i>	<i>14,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,5%</i>	<i>18,8%</i>	
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	-36	161	505	-88	0	
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi)	25	1	773	422	1.034	
Chi phí tài chính (trừ chi phí lãi vay)	2	-1	562	750	1	
Chi phí lãi vay ròng	334	177	336	360	1.156	
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>11,4%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,6%</i>	<i>4,7%</i>	<i>13,8%</i>	
Lợi nhuận khác	-105	274	143	-243	14.887	
Thuế	129	187	588	543	803	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>23,0%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,0%</i>	<i>25,8%</i>	<i>4,2%</i>	
Lợi nhuận sau thuế	432	791	2.207	1.565	18.097	
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	-3	559	156	834	
Lợi nhuận ròng	433	795	1.649	1.410	17.263	
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>7,3%</i>	<i>16,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>78,3%</i>	
Tiền mặt đạt được	590	973	2.004	1.820	17.487	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	200	200	200	200	2.680	
EPS (VNĐ)	2.163	3.973	8.243	7.048	6.443	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)	721	1.324	2.748	2.349	6.443	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-61,1%</i>	<i>83,7%</i>	<i>107,5%</i>	<i>-14,5%</i>	<i>174,2%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016	2017	2018E
Thay đổi vốn lưu động	-1.896	-4.370	-1.491	20.839	12.000
Capex	600	-8.469	2.297	2.439	805
Các khoản mục dòng tiền khác	-4.091	-13.637	-6.608	14.019	-17.000
Dòng tiền tự do	-2.205	176	-5.410	-7.440	-12.318
Phát hành cp	12	3.361	3.393	28	12.000
Cổ tức đã trả	21	340	340	-	907
Thay đổi nợ ròng	2214	-3197	2357	7411	1.225
Nợ ròng cuối năm	7.194	3.997	6.354	13.766	14.991
Vốn CSH	2.660	7.129	9.549	10.124	48.480
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13.242	17.026	11.011	34.521	16.366
Nợ ròng / VCSH (%)	270,4%	56,1%	66,5%	136,0%	30,9%
Nợ ròng / EBITDA (x)	6,1	4,5	2,4	3,9	3,4
Tổng tài sản	15.487	25.307	37.521	51.304	115.385

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017	2018E
ROE	14,8%	26,2%	58,8%	31,0%	46,5%
ROA	2,9%	4,3%	6,4%	3,6%	17,4%
ROIC	4,6%	4,6%	6,1%	3,8%	21,8%
EVA	-5,7%	-7,0%	-5,0%	-4,7%	7,7%
PER (x)	127,7	69,6	33,5	39,2	14,3
EV/EBITDA (x)	222,5	290,5	99,1	73,6	59,7
EV/FCF (x)	-118,1	1480,9	-48,1	-35,0	-21,1
PBR (x)	7,0	5,4	8,4	2,7	5,6
PSR (x)	41,5	50,2	22,0	16,1	11,2
EV/sales (x)	43,8	52,9	23,2	17,0	11,8
Suất sinh lợi cổ tức	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chilkt@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 218)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô
Trần Vi Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 28) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84 28) 3823 4160
hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 5404 6626
thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 5404 6630
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.