CTCP VINHOMES (VHM: HSX)

Nhà phát triển Bất động sản nhà ở hàng đầu Việt Nam

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
25/11/2019

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích
ngaphb@kbsec.com.vn

Vinhomes là nhà phát triển Bất động sản nhà ở hàng đầu Việt Nam với quỹ đất lớn.

Vinhomes - công ty con của Tập đoàn Vingroup – CTCP là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư và phát triển Bất động sản ("BĐS") trung và cao cấp với thị phần lên tới 22% tại Việt Nam. Vinhomes hiện đang sở hữu quỹ đất rộng lớn lên tới hơn 16,500ha trải dài trên khắp cả nước và nằm tại các vị trí đắc địa với hạ tầng đồng bộ tại các thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh, Thành Phố Hồ Chí Minh.

Các đại dự án Vinhomes sẽ là trọng tâm phát triển trong năm 2019-2020.

Trong năm 2018, Vinhomes đã chính thức mở bán hai Đại đô thị Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City. Dự án Vinhomes Grand Park cũng chính thức được mở bán vào tháng 7 năm 2019 sau một thời gian dài chờ hoàn tất thủ tục mở bán. Ba Đại dự án Vinhomes đang triển khai ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tích cực, đảm bảo doanh thu lợi nhuận cho Vinhomes trong năm 2019 và các năm tiếp theo.

Vinhomes tiến hành tái cấu trúc lại các dòng sản phẩm BĐS.

Trong năm 2019, Vinhomes chính thức công bố quy hoạch lại các dòng sản phẩm, với hai thương hiệu Vinhomes và Happy Town, trong đó thương hiệu Vinhomes gồm các dòng sản phẩm Vinhomes Sapphire (trung cấp), Vinhomes Ruby (cao cấp) và Vinhomes Diamond (hạng sang).Việc tái cấu trúc lại các dòng sản phẩm BĐS nhằm đem đến sự lựa chọn đa dạng đáp ứng nhu cầu của nhiều đối tượng khách hàng, đặc biệt với các đại dự án với quỹ đất lớn, có hạ tầng tốt và cảnh quan độc đáo.

Khuyến nghị: MUA

Dựa trên kết quả kinh doanh và định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 110,400/cp, cao hơn 18% so với giá đóng cửa ngày 22/11/2019.

Rủi ro luôn hiện hữu.

Vinhomes có thể gặp phải một số rủi ro như (1) Rủi ro mang tính chu kì của thị trường BĐS (2) Rủi ro từ môi trường pháp lý.

MUA

Giá mục tiêu	110,400VND
Tăng/Giảm	18%
Giá hiện tại (22/11/2019)	93,500
Giá mục tiêu	110,400VND
Vốn hóa thị trường	313,179

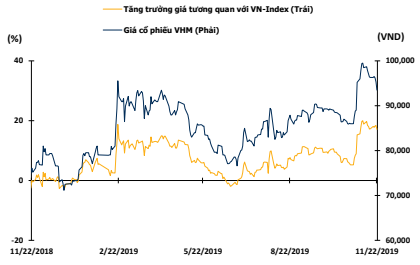
Dữ liệu giao dịch	
KLCP đang lưu hành	3,349,513,918
KLGD khớp lệnh TB 3T	809,956
% sở hữu nước ngoài	15.09%

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
VHM	9%	6%	9%	23%
VN-INDEX	-1%	-2%	-1%	6%

Dự phóng doanh thu và định giá

	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	30,448	38,664	58,910	76,017
Tốc độ tăng trưởng (%)	171%	27%	52%	29%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)		10,061	26,208	35,022
Biên lợi nhuận gộp (%)		34%	44%	46%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	6,817	14,776	21,105	27,299
Tốc độ tăng trưởng (%)	209%	117%	43%	29.4%
EPS(VND)	2,349	4,503	6,091	7,879
Tăng trưởng EPS	-15%	92%	35%	29.4%



Nguồn: Fiinpro, KBSV

CTCP VINHOMES

THÔNG TIN TỔNG QUAN

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của Vinhomes

2002	•Thành lập CTCP Vincom, tiền thân của Tập đoàn Vingroup - CTCP, công ty mẹ của Vinhomes
2008	•CTCP Đô thị BIDV - PP được thành lập với vốn điều lệ 300 tỷ VND
2009	•Đổi tên thành CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội
2010	•Tăng vốn điều lệ lên 2,000 tỷ VND
2011	•Đăng ký giao dịch cổ phiếu trên sàn UPCOM với mã NHN •Khởi công dự án Khu đô thị phức hợp cao cấp Vinhomes Times City, Hà Nội
2013	•Đưa vào vận hành dự án Vinhomes Royal City
2014	•Đưa vào vận hành dự án Vinhomes Riverside, Hà Nội, quy mô 183.5ha
2015	•Hoàn thành dự án Vinhomes Times City, Hà Nội
2016	•Đưa vào vận hành dự án Vinhomes Central Park, TP HCM
2017	•Đưa vào vận hành dự án Vinhomes Golden River, TP HCM
2018	•Đổi tên thành CTCP Vinhomes, tăng vốn điều lệ lên 28,365 tỷ VND, niêm yết trên sàn HOSE với mã chứng khoán VHM •Ra mắt mô hình đại dự án và mở bán 2 dự án Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City. •Khai trương công trình Landmark 81 tại Vinhomes Central Park - tòa nhà cao nhất Việt Nam
2019	•Quy hoạch lại 2 dòng thương hiệu Vinhomes và Happy Town •Mở bán dự án Vinhomes Grand Park, TP HCM

Nguồn: Vinhomé

CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU

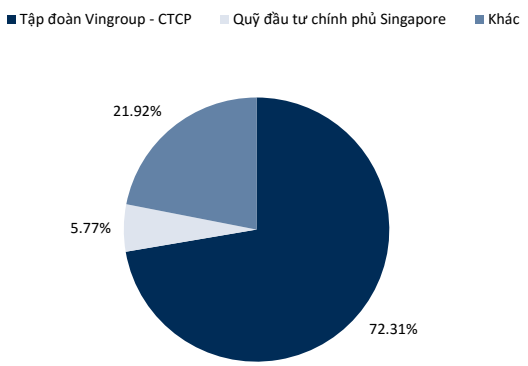
Tính đến ngày 30/09/2019, CTCP Vinhomes hiện đang sở hữu 17 công ty con (Bảng 2). Vinhomes có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 33,495 tỷ VND trong đó Tập đoàn Vingroup – CTCP nắm giữ 72.31%, Quỹ đầu tư chính phủ Singapore nắm giữ 5.77% và các cổ đông khác nắm giữ 21.92% (Biểu đồ 3).

Bảng 2: Danh sách công ty con

Tên công ty	Tỷ lệ lợi ích
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Đô thị Gia Lâm	83.95%
CTCP Đầu tư và Phát triển Sinh Thái	98.76%
CTCP Tư vấn Đầu tư và Đầu tư Việt Nam	68.64%
CTCP Đô thị Du lịch Cần Giờ	98.56%
Công ty TNHH BĐS Tây Tăng Long	90.00%
Công ty TNHH Đô thị Đại học Quốc tế Berjaya	88.17%
CTCP Đầu tư và Phát triển Địa ốc Thành phố Hoàng Gia	57.85%
CTCP Đầu tư và Phát triển Làng Vân	95.82%
Công ty TNHH Metropolis Hà Nội	100.00%
Công ty TNHH Trung tâm Tài chính Việt Nam Berjaya	60.78%
CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn	90.06%
Công ty TNHH Thương mại Đầu tư và Phát triển Thiên Niên Kỷ	100.00%
CTCP GS Củ Chi	99.89%
Công ty TNHH Kinh doanh BĐS Phú Gia	96.79%
CTCP Kinh doanh và Phát triển Thương mại An Thịnh	85.00%
CTCP Phát triển Thành phố Xanh	90.00%
CTCP Delta	99.34%

Nguồn: Vinhomes

Biểu đồ 3: Cơ cấu sở hữu Vinhomes



Nguồn: KBSV tổng hợp

NGÀNH NGHỀ KINH DOANH & VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

Vinhomes là công ty con của Tập đoàn Vingroup – CTCP chuyên mảng đầu tư, phát triển và kinh doanh BĐS nhà ở, văn phòng và các hạng mục liên quan. Công ty mẹ - Tập đoàn Vingroup hiện đang nắm giữ 72.31% cổ phần tại Vinhomes.

Vinhomes là doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực đầu tư và phát triển BĐS nhà ở.

Vinhomes hiện là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư và phát triển BĐS trung và cao cấp mang thương hiệu Vinhomes. Theo số liệu của CBRE, trong giai đoạn 2016-9M2019, Vinhomes chiếm tới 22% thị phần căn hộ đã bán tại HN và TP HCM (Biểu đồ 4). Trong đó, chỉ tính riêng phân khúc cao cấp, Vinhomes chiếm tới 40% thị phần, bỏ xa doanh nghiệp tiếp theo với thị phần xấp xỉ 6% (Biểu đồ 5).

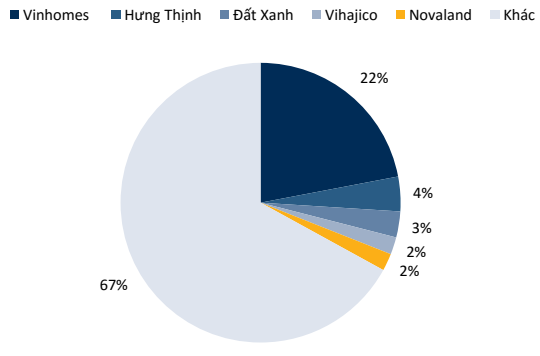
Vinhomes sở hữu quỹ đất lớn nhất trong số các chủ đầu tư BĐS tại Việt Nam.

Vinhomes hiện là chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn nhất tại Việt Nam với tổng diện tích lên tới 16,500ha, tương đương với 89 triệu m^2 sàn xây dựng (bao gồm 10 triệu m^2 đang xây dựng và 155 triệu m^2 sẽ được triển khai) (Biểu đồ 6). Các dự án của Vinhomes trải dài trên khắp cả nước và đều nằm tại các vị trí đắc địa với hạ tầng đồng bộ tại các thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh, Thành Phố Hồ Chí Minh.

CƠ CẤU DOANH THU

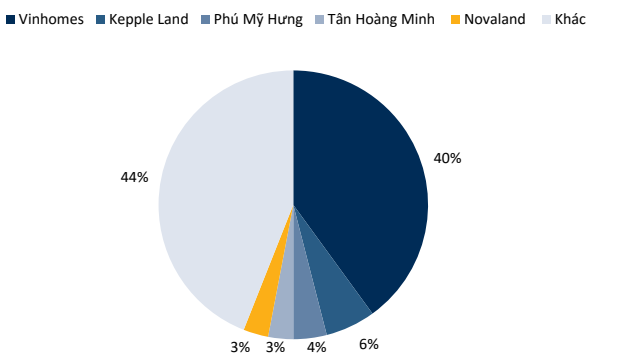
Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS là nguồn doanh thu chính của Vinhomes, chiếm tới 93% trong cơ cấu doanh thu năm 2018 và 9M2019. Các hoạt động kinh doanh khác như cung cấp dịch vụ quản lý BĐS, cho thuê và cung cấp dịch vụ tổng thầu là các sản phẩm bổ trợ cho hoạt động kinh doanh chính và đóng góp tỷ trọng rất nhỏ vào doanh thu (Biểu đồ 7).

Biểu đồ 4: Thị phần BĐS nhà ở tại Việt Nam



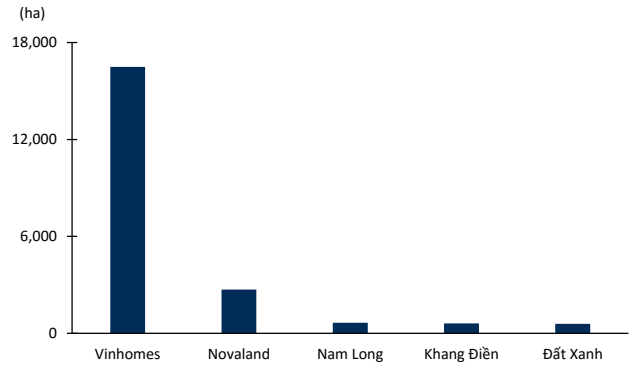
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 5: Thị phần BĐS nhà ở tại Việt Nam trong phân khúc cao cấp



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 6: Quỹ đất của một số doanh nghiệp BĐS



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu Vinhomes

Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Vinhomes hiện đang tập trung vào 3 lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm hoạt động phát triển và chuyển nhượng BĐS, hoạt động cho thuê BĐS và hoạt động quản lý BĐS.

HOẠT ĐỘNG CHUYỂN NHƯỢNG BẤT ĐỘNG SẢN

Trong năm 2019, Vinhomes đã tiến hành quy hoạch lại thương hiệu với các dòng sản phẩm giúp Vinhomes đáp ứng nhu cầu khác biệt của từng nhóm đối tượng khách hàng.

Vào tháng 03 năm 2019, Vinhomes tiến hành chuyển đổi các dự án VinCity thành đại đô thị mang thương hiệu Vinhomes, đồng thời công bố quy hoạch lại các dòng sản phẩm của mình thành 2 dòng thương hiệu bao gồm là Vinhomes và Happy Town (Bảng 8).

❖ Thương hiệu Vinhomes là thương hiệu BĐS trung và cao cấp, bao gồm ba dòng sản phẩm:

Vinhomes Sapphire: Là dòng căn hộ trung cấp, dành cho tập khách hàng có mức thu nhập trung bình khá và khách hàng trẻ tuổi. Các sản phẩm mang thương hiệu Vincity sẽ được chuyển thành Vinhomes Sapphire.

Vinhomes Ruby: Là dòng sản phẩm cao cấp hơn dành cho tập khách hàng có thu nhập cao. Một số dự án thuộc phân khúc Vinhomes Ruby như Vinhomes Times City – Park Hill, Vinhomes Royal City, Vinhomes Skylake, Vinhomes Greenbay, Vinhomes Westpoint, Vinhomes Gardenia, Vinhome Central Park sẽ tương đương với Vinhomes Ruby.

Vinhomes Diamond: Là dòng căn hộ cao cấp nhất tại các dự án của Vinhomes. Những sản phẩm thuộc dòng Diamond sẽ được ra mắt lần đầu tiên trong Quý 4/2019 tại dự án Vinhomes Smart City.

Mỗi dòng sản phẩm sẽ có tiêu chuẩn thiết kế, nội thất và dịch vụ được thiết kế riêng. Tại các đại đô thị, Vinhomes sẽ phát triển cả 3 dòng sản phẩm Vinhomes Sapphire, Vinhomes Ruby và Vinhomes Diamond để gia tăng sự lựa chọn cho khách hàng. Tại các khu đô thị có quy mô nhỏ hơn, Vinhomes sẽ dựa theo vị trí và quy mô dự án và các tiêu chí tương ứng để giới thiệu một trong ba dòng sản phẩm phù hợp với nhu cầu của khách hàng.

❖ Thương hiệu Happy Town là thương hiệu bất động sản dành cho người có thu nhập thấp, nhằm giải quyết vấn đề nhà xã hội cho công nhân các khu công nghiệp.

Bảng 8: Các dòng sản phẩm của Vinhomes

	Happy Town	Vinhomes Sapphire	Vinhomes Ruby	Vinhomes Diamond
Phân khúc	Bình dân	Trung cấp	Cao cấp	Hạng sang
Đối tượng khách hàng	Công nhân các KCN Khách hàng thu nhập thấp	Thu nhập trung bình khá Khách hàng trẻ tuổi	Khách hàng thu nhập cao	Khách hàng thu nhập cao
Giá bán (USD/m2)	Dưới $1000	Từ $1200-1600	Từ $1600-2100	Trên $2100

Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

Hoạt động kinh doanh năm 2018 và 9T2019

Năm 2018 đánh dấu sự tăng trưởng mạnh mẽ trong hoạt động kinh doanh của Vinhomes, đặc biệt là mở bán hai dự án đại đô thị Vinhomes.

Mặc dù trong bối cảnh thị trường BĐS trong năm 2018 gặp nhiều khó khăn liên quan đến pháp lý khiến các dự án chậm mở bán, Vinhomes vẫn đạt kết quả kinh doanh ấn tượng với 6 dự án được giới thiệu thành công ra thị trường. Trong đó, 4 dự án thuộc phân khúc cao cấp được mở bán là Vinhomes West Point - Hà Nội, Vinhomes Star City - Thanh Hóa, Vinhomes New Center - Hà Tĩnh và Vinhomes Marina - Hải Phòng . Các dự án đều ghi nhận kết quả bán hàng tích cực với tỉ lệ khách hàng mua bán và đặt cọc không hoàn lại trên 80% số căn mở bán. Ngoài ra, Vinhomes còn mở bán hai dự án Đại đô thị Vinhomes là Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City tại Hà Nội. Đây là hai dự án Đại đô thị đầu tiên được Vinhomes giới thiệu ra thị trường trong quý 4/2018 với tên ban đầu là VinCity Ocean Park và Vincity Sportia (nay đã được đổi thành Vinhomes). Chỉ trong vòng hai tháng từ khi mở bán, tỷ lệ ký hợp đồng mua bán và hợp đồng đặt cọc không hoàn lại đạt 82% quỹ căn mở bán giai đoạn một của hai dự án tương đương với 11,247 căn (9,641 căn hộ và 1,606 căn biệt thự, nhà phố).

Trong năm 2018, Vinhomes đã hoàn thiện và bắt đầu bàn giao tại một loạt các dự án trọng điểm như Vinhomes Metropolis, Vinhomes Central Park, Vinhomes Greenbay, Vinhomes Imperia, Vinhomes The Harmony (Bảng 9).

Vinhomes tiếp tục tập trung phát triển các dự án đại đô thị và đẩy mạnh bán buôn cho các nhà đầu tư thứ cấp.

Sang đến năm 2019, Vinhomes sẽ tiếp tục bàn giao và ghi nhận doanh thu từ các dự án trên với các sản phẩm bán được chủ yếu sẽ tập trung vào dòng sản phẩm Vinhomes Ruby. Bên cạnh đó, Vinhomes tiếp tục tập trung phát triển 3 dự án Đại đô thị. Công ty kết hợp bán lẻ và bán buôn cho các nhà đầu tư chiến lược tại các dự án này. Việc bán buôn dự án cho các nhà phát triển dự án khác làm giảm áp lực cho việc bán lẻ, giúp công ty thu về dòng tiền sớm hơn để đẩy nhanh tiến độ tại các dự án và rút ngắn thời gian ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Hiện nay, Vinhomes đang tiếp tục đàm phán với các đối tác để tiếp tục bán buôn tại các dự án này.

Trong 9 tháng đầu năm 2019, Vinhomes đã bán được 46,000 căn hộ, nhà phố, biệt thự (+1,384% yoy) với tổng giá trị hợp đồng là 66,552 tỷ VND phần lớn tới từ ba đại dự án Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park.

Cập nhật 3 dự án Đại đô thị

Dự án Vinhomes Ocean Park: Đối với phần thấp tầng, Vinhomes đã ký hợp

Vinhomes (Bảng 10).

đồng bán buôn 100% số căn hộ, 1,700 căn thấp tầng đã được ghi nhận trong quý 2/2019 với giá trị đạt 15.2 nghìn tỷ VND, phần còn lại gồm 700 căn thấp tầng được ghi nhận trong Q3/2019. Cho phần cao tầng, Vinhomes đã bán buôn 6 tòa chung cư cho đối tác và ghi nhận toàn bộ doanh thu trong quý 3/2019. Đối với hoạt động bán lẻ, khoảng 11,000 căn hộ đã ký hợp đồng hoặc thỏa thuận đặt cọc với người mua nhà.

Dự án Vinhomes Smart City: Trong quý 2/2019, Vinhomes đã ký thỏa thuận đặt cọc cho 4 tòa chung cư, tương đương với 2,700 căn hộ, doanh thu từ các căn hộ này đã được Vinhomes ghi nhận toàn bộ trong quý 3/2019. Sang đến quý 3, Vinhomes đã ký hợp đồng đặt cọc bán buôn lô đất tương đương với 5 tòa chung cư, lô đất này sẽ được bàn giao và ghi nhận doanh thu trong quý 4/2019. Đối với hoạt động bán lẻ, khoảng 4,700 căn hộ đã được ký hợp đồng hoặc thỏa thuận đặt cọc. Như vậy, tính đến hết tháng 9/2019, Vinhomes đã kí hợp đồng mua bán và đặt cọc không hoàn lại cho 10,900 căn hộ, tương đương với 76% số căn đã mở bán.

Dự án Grand Park: Trong tháng 6/2019, Vinhomes đã khởi động dự án Grand Park sau thời gian dài chờ đợi. Vinhomes đã tăng tỷ lệ sở hữu tại dự án lên 90% thông qua việc nhận chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Phát triển Thành phố xanh, giá trị giao dịch là 18 nghìn tỷ VND. Trong đợt mở bán đầu tiên, chỉ sau 2 tuần mở bán, Vinhomes đã bán hết toàn bộ 10,007 căn hộ được mở bán cho khách hàng cá nhân với tổng giá trị hợp đồng đạt 18.6 nghìn tỷ VND và bán buôn 10 tòa chung cư tại dự án, tương đương với khoảng 6,900 căn. Trong quý 3/2019, Vinhomes tiếp tục giữ vững tốc độ bán hàng khi 21 tòa chung cư đã được ký hợp đồng bán buôn cho đối tác nước ngoài. Vinhomes dự kiến giao dịch này sẽ hoàn tất trong quý 4/2019.

Kế hoạch kinh doanh cho quý 4/2019

Trong quý 4/2019, Vinhomes dự kiến mở bán 4,000 căn hộ dòng Sapphire và Ruby tại dự án Vinhomes Ocean Park, 5,000 căn hộ dòng Sapphire và Ruby và lần đầu tiên ra mắt dòng sản phẩm cao cấp Vinhomes Diamond tại dự án Vinhomes Smart City và 600 căn nhà phố thương mại tại dự án Vinhomes Grand Park.

Bên cạnh đó, Vinhomes mở bán dự án Vinhomes Symphony (Sài Đồng, Hà Nội) vào cuối tháng 11 và phân khu thấp tầng tại dự án Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng, Hà Nội) trong tháng 12.

Bảng 9: Các dự án đã hoàn thiện và đang triển khai của Vinhomes

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (ha)	Thời gian bắt đầu bàn giao	Tỷ lệ bán hàng (Tính đến cuối năm 2018)	Tỷ lệ bàn giao (Tính đến cuối năm 2018)	Giá bán trung bình (triệu VND/m2)	Số lượng đã bàn giao trong 1H2019 (căn)	Số lượng bàn giao trong 2H2019 (Căn) (Ước tính)
Các dự án đã hoàn thiện									
Vinhomes Central Park	TP HCM	Căn hộ Biệt thự	41.6				40	236	30
Vinhomes The Harmony	Hà Nội	1,404 biệt thự	97.5	Quý 4/2017	96%	85%	40	90	50
Vinhomes Golden River	TP HCM	2,741 căn hộ 63 biệt thự	15.8	Quý 4/2017 Quý 4/2017	97% 87%	94% 40%	60 150	100	10
Vinhomes Metropolis	Hà Nội	1,595 căn hộ và shophouse	3.5	Quý 4/2018	99%	6%	70	167	10
Vinhomes Greenbay	Hà Nội	2,844 căn hộ 391 biệt thự	26.6	Quý 4/2018 Quý 4/2017	100% 96%	0%	40 60	1760	0
Vinhomes Skylake	Hà Nội	1,900 căn hộ	2.3	Quý 2/2019	100%	0%	40	858	1042
Vinhomes Imperia	Hải Phòng	1,529 biệt thự	78.5	Quý 4/2017	90%	56%	20	55	250
Các dự án đang triển khai									
Vinhomes Star City	Thanh Hóa	1,600 biệt thự	147.5	Quý 4/2018			18.6	318	340
Vinhomes Marina	Hải Phòng	1,153 biệt thự	49.2	Quý 4/2018	88%	0%	18	0	300
Vinhomes New Center	Hà Tĩnh	900 căn hộ	1.95	Quý 2/2018			17.4		
Vinhomes Westpoint	Hà Nội	1,400 căn hộ	2.39	Quý 2/2018			50		

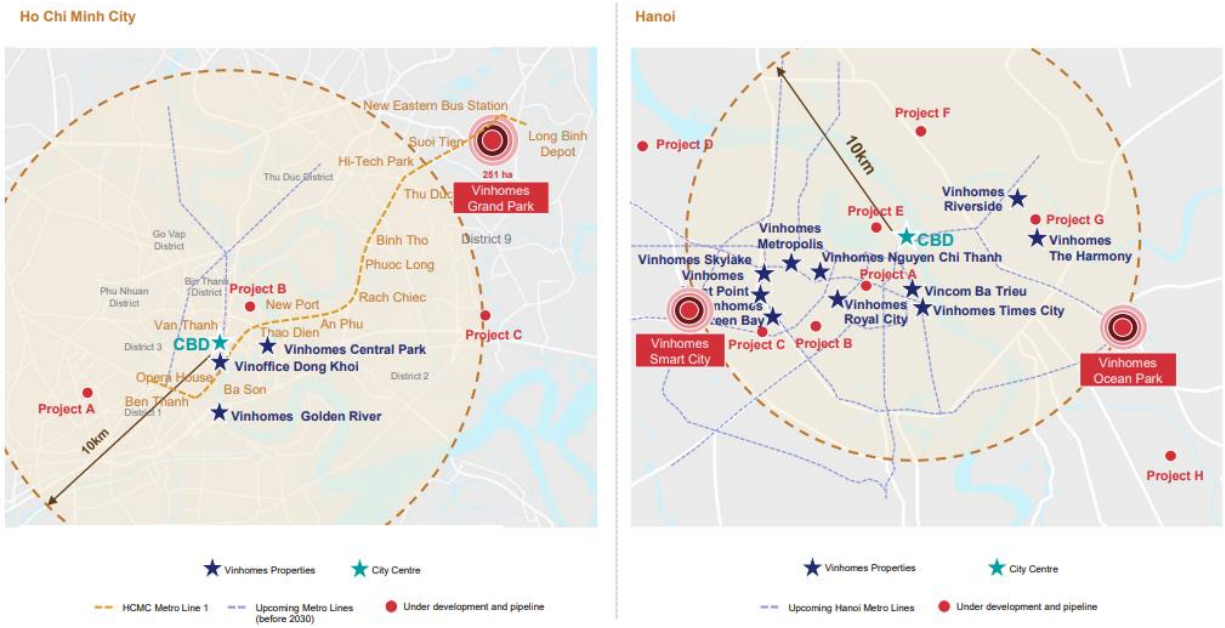
Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp (Tỷ lệ bán hàng tính trên số căn đã mở bán tính đến cuối năm 2018)

Bảng 10: Các dự án Đại đô thị của Vinhomes

	Vinhomes Ocean Park	Vinhomes Smart City	Vinhomes Grandpark
Vị trí	Trâu Quỳ, Gia Lâm, Hà Nội	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Quận 9, TP HCM
Diện tích đất	420ha	281ha	272ha
Tiện ích chính	6.1 ha hồ nước mặn 117ha diện tích mặt nước và cây xanh Bệnh viện Vinmec, Vinschool và Đại học Vinuni, Vincom Megamall	Hơn 200 sân tập thể thao Bệnh viện Vinmec, Vinschool và Vincom Megamall	Công viên cây xanh 36ha Bệnh viện Vinmec, Vinschool và Vincom Megamall
Thời gian triển khai	2018-2022	2018-2022	2019-2022
Sản phẩm cao tầng * (ước tính)	44,000 căn hộ/66 tòa	45,000 căn hộ/58 tòa	43,500 căn hộ/71 tòa
Sản phẩm thấp tầng *	2,400	100	1,600
Tiến độ xây dựng	26%	19%	32%
Thời gian bắt đầu mở bán - Căn hộ - Biệt thự	 Tháng 10/2018 Tháng 10/2018	 Tháng 12/2018 Tháng 1/2019	Tháng 7/2019 Tháng 10/2019
% tòa tháp đã mở bán và bán (Bán lẻ)	53%	19%	24%
% tòa tháp đã bán (bán buôn)	10%	16%	44%
% tòa tháp sẽ mở bán	37%	66%	32%
Tỷ lệ bán hàng căn hộ (bao gồm bán buôn và bán lẻ)	80%	76%	100%
Tỷ lệ bán hàng (villa)	100%	90%	n/a

Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp (tính đến ngày 30/09/2019)
Note: * Số làm tròn đến hàng trăm

Hình 11 : Vị trí các dự án của Vinhomes



Nguồn: Vingroup

Hoạt động cho thuê căn hộ dịch vụ và cho thuê văn phòng đem đến nguồn thu nhập định kỳ ổn định cho Vinhomes.

HOẠT ĐỘNG CHO THUÊ BẤT ĐỘNG SẢN

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chủ chốt là phát triển và chuyển nhượng Bất động sản, Vinhomes còn quản lý hoạt động cho thuê BĐS dưới thương hiệu Vinhomes Serviced Residences và quản lý và cho thuê các khu văn phòng cao cấp dưới thương hiệu VinOffice.

- Vinhomes Serviced Residences

Vinhomes Serviced Residences là các căn hộ, biệt thự tại những dự án của Vinhomes. Khách hàng khi thuê các căn hộ này được cung cấp dịch vụ tiêu chuẩn cũng như thụ hưởng toàn bộ tiện ích, cảnh quan trong suốt thời gian thuê căn hộ.

- VinOffice

VinOffice là sản phẩm văn phòng cho thuê nằm trong hoặc liền kề các dự án Vinhomes, tập trung tại các khu vực trung tâm thành phố.

Hiện nay, Vinhomes Serviced Residences và VinOffice đã có mặt tại hai Thành phố lớn là Hà Nội (tại các dự án Vinhomes Times City & Park Hill, Vinhomes Royal City, Vinhomes Metropolis) và Thành phố Hồ Chí Minh (tại các dự án Vinhomes Central Park, Vinhomes Golden River, Vinhomes Đồng Khởi).

Hoạt động cho thuê văn phòng đem đến nguồn thu nhập định kỳ ổn định, giúp đa dạng hóa các nguồn thu nhập của Vinhomes. Tuy nhiên, hiện tại, doanh thu từ mảng hoạt động này chỉ đóng góp tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu của Vinhomes với biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 28%.

HOẠT ĐỘNG QUẢN LÝ BẤT ĐỘNG SẢN

Vinhomes là thương hiệu quản lý BĐS hàng đầu tại Việt Nam.

Vinhomes cung cấp đồng bộ dịch vụ quản lý BĐS trong tất cả các KĐT của Vinhomes như trung tâm dịch vụ khách hàng 24/7, dịch vụ lễ tân, bảo vệ, dọn dẹp khu đô thị, kỹ thuật, chăm sóc cây xanh,… nhằm đảm bảo duy trì các tiêu chuẩn chất lượng tại các KĐT. Hiện nay, công ty đang vận hành 19 khu đô thị, với 47,600 căn hộ, biệt thự dưới thương hiệu Vinhomes.

Hoạt động quản lý BĐS bắt đầu đóng góp vào doanh thu của Vinhomes từ năm 2018 với tỷ trọng chỉ khoảng 2.5%. Hoạt động này góp phần gìn giữ và duy trì hình ảnh dịch vụ đẳng cấp, khác biệt với các chủ đầu tư khác, đem lại giá trị gia tăng cho các dự án của Vinhomes trong hiện tại và cả tương lai.

Trong quý cuối năm 2019 và các năm tới, Công ty sẽ tiếp tục mở rộng lĩnh vực cho thuê căn hộ dịch vụ dưới thương hiệu Vinhomes Serviced Residences và cho thuê văn phòng trong các dự án khu đô thị phức hợp Vinhomes và các Đại đô thị Vinhomes. Đây là hai lĩnh vực mang lại dòng tiền ổn định cũng như gia tăng giá trị cho các sản phẩm bất động sản Vinhomes.

KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Trong năm 2018, Vinhomes đã bán thành công 15,167 căn hộ, biệt thự và nhà phố thương mại (+44% yoy) với tổng giá trị hợp đồng khoảng 67.6 nghìn tỷ VND (+3.7% yoy).

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ nhờ bàn giao tại một loạt dự án trọng điểm.

Doanh thu tăng trưởng liên tục trong những năm gần đây với tốc độ tăng trưởng CAGR của DTT từ năm 2015 - 2018 đạt 98.8%. Doanh thu năm 2018 tăng trưởng tích cực đạt 38,664 tỷ VND, tăng 27% yoy [1] (Biểu đồ 12). Mức tăng trưởng này là nhờ sự đóng góp từ bàn giao 10,980 căn hộ, biệt thự, nhà phố thương mại (+11% yoy) các dự án chính là Vinhomes Metropolis, Vinhomes Central Park, Vinhomes Greenbay và Vinhomes Golden River.

Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt mức tăng trưởng kép 161% trong giai đoạn 2015-2018. LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2018 đạt 14,285 tỷ VND, tăng 80% cùng kỳ năm 2017 (Biểu đồ 12). Bên cạnh các dự án của công ty, đóng góp vào mức tăng trưởng này còn có lợi nhuận được chia từ các dự án hợp tác kinh doanh với Tập đoàn Vingroup (BCC) như Vinhomes The Harmony, Vinhomes Dragon Bay, Vinhomes Star City và Vinhomes Imperia được ghi nhận vào doanh thu doanh thu hoạt động tài chính theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (Bảng 14).

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do bàn giao tại các dự án có biên lợi nhuận thấp.

Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 26% (-7,700bps yoy) do biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS giảm từ 33.4% trong năm 2017 xuống còn 26.6% trong năm 2018. Cụ thể, trong năm 2018, Vinhomes đã bàn giao các dự án có biên lợi nhuận thấp như dự án Vinhome Thăng Long (dự án bán sản phẩm hoàn thiện, không phát triển từ đầu) và dự án Landmark 81. Dự án Landmark 81 có chi phí xây dựng cao do đây là công trình cao nhất tại Việt Nam, do vậy Vinhomes đã hi sinh lợi nhuận để tạo điểm nhấn cho dự án. Nếu tách riêng các dự án này ra, biên lợi nhuận gộp của tất cả các dự án của Vinhomes (bao gồm cả các dự án BCC) trong năm 2018 đạt 34%.

[1] Với giả định Vinhomes đã hoàn thành việc tái cấu trúc từ đầu năm 2017

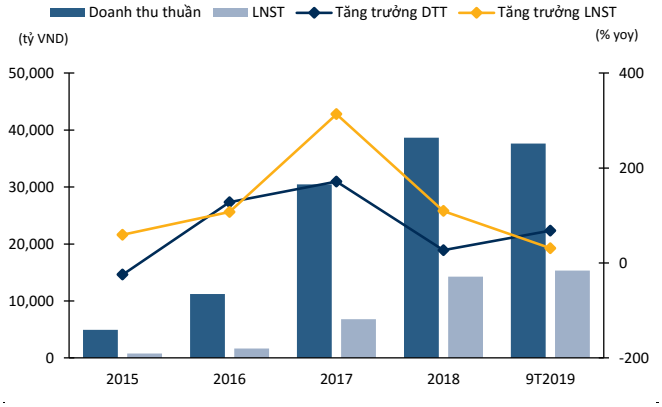
Tỷ lệ SG&A giảm cho thấy hiệu quả của việc tái cơ cấu doanh nghiệp.

Tỷ lệ SG&A có xu hướng giảm trong những năm gần đây, chỉ dao động quanh mức 5-6% trong năm 2018 và 9T2019, giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận EBIT. Chi phí bán hàng giảm do sau khi sáp nhập CTCP Kinh doanh và Quản lý BĐS Vinhomes, Vinhomes không phải trả phí tư vấn quản lý bán hàng và phí thương hiệu Vinhomes từ năm 2018 (Biểu đồ 13).

Lợi nhuận 9 tháng năm 2019 vượt kế hoạch năm nhờ kết quả bán hàng tích cực từ hoạt động bán buôn tại dự án Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City.

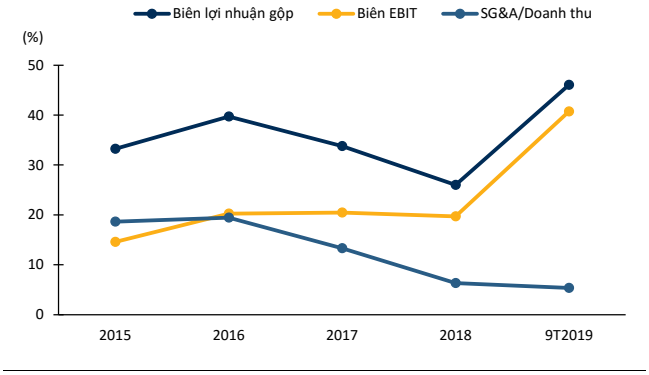
Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 37,642 tỷ VND, tăng 68% so với cùng kỳ năm 2018 và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 15,323 tỷ VND, tăng 31% yoy. Biên lợi nhuận đạt 46.1% (+1,508bps yoy), nhờ bán buôn tại dự án Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City với biên lợi nhuận cao. Trong đó, doanh thu hoạt động chuyển nhượng Bất động sản đạt 34,957 tỷ VND, tăng 72% yoy, chiếm 93% tổng doanh thu. Doanh thu chuyển nhượng BĐS đến từ dự án Vinhomes Green Bay, Vinhomes Golden River, Vinhomes Central Park và doanh thu bán buôn tại dự án Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City. Các dự án hợp tác kinh doanh với tập đoàn Vingroup (BCC) đóng góp 4,347 tỷ VND vào doanh thu hoạt động tài chính của Vinhomes, bao gồm Dự án Vinhomes Skylake, Vinhomes Star City (Thanh Hóa), Vinhomes Imperia (Hải Phòng) và Vinhomes The Harmony.

Biểu đồ 12: Doanh thu và LNST của Vinhomes



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 13: Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ SG&A/Doanh thu



Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp

Bảng 14: Doanh thu các dự án của Vinhomes năm 2018 và 9T2019

	2018	9T2019
Doanh thu từ các dự án của VHM	Vinhomes Greenbay: 8,900 tỷ VND Vinhomes Metropolis: 8,500 tỷ VND Vinhomes Central Park: 7,700 tỷ VND Vinhomes Golden River: 7,000 tỷ VND	Vinhomes Greenbay: 4,400 tỷ VND Vinhomes Smart City : 2,600 tỷ VND Vinhomes Ocean Park: 21,800 tỷ VND Vinhomes Golden River: 2,300 tỷ VND
Doanh thu từ các dự án BCC	Vinhomes Golden River: 14,200 tỷ VND Vinhomes The Harmony: 12,800 tỷ VND Vinhomes Imperia: 7,500 tỷ VND	Vinhomes Skylake: 7,200 tỷ VND Vinhomes Star City: 2,800 tỷ VND Vinhomes The Harmony: 1,900 tỷ VND

Nguồn: Vinhomes

Tổng tài sản của Vinhomes tăng trưởng mạnh qua các năm.

Tổng tài sản của Vinhomes tăng trưởng mạnh qua các năm với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2015-2018 đạt 68%.

Tại ngày 30/09/2019, tổng tài sản của Vinhomes đạt 161,661 tỷ VND, tăng 35% so với đầu năm. Trong đó, khoản phải thu, hàng tồn kho và chi phí xây dựng cơ bản dở dang vẫn là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất, chiếm lần lượt 26%, 31% và 17% trong tổng tài sản. Cụ thể:

- Các khoản phải thu ngắn hạn của Vinhomes là 42,174 tỷ VND chủ yếu đến từ các khoản đặt cọc cho hoạt động hợp tác phát triển các dự án BĐS.
- Hàng tồn kho của Vinhomes là 49,772 tỷ đồng, bao gồm tiền sử dụng đất, chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí xây dựng và phát triển các dự án Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City, Vinhomes West Point, Vinhomes Green Bay, Vinhomes New Center Hà Tĩnh, Vinhomes Golden River và Vinhomes Central Park.
- Chi phí xây dựng cơ bản dở dang là 26,832 tỷ VND, trong đó phần lớn là chi phí xây dựng tại dự án Khu đô thị du lịch Cần Giờ.

Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu thuộc top trung bình trong nhóm ngành BĐS.

Tính đến ngày 30/9/2019, tổng nợ vay của Vinhomes là 29,425 tỷ VND, trong đó có 15,078 tỷ VND đến từ phát hành trái phiếu. Nguồn vốn huy động được dùng để đầu tư cho các dự án đang phát triển và đầu tư mua các dự án BĐS mới. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của Vinhomes là 0.46 lần, trung bình trong nhóm ngành BĐS.

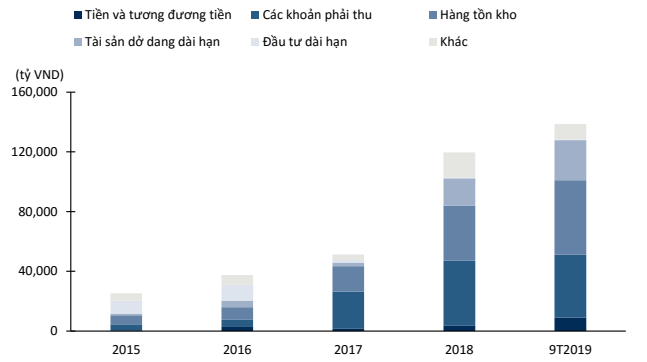
Tỷ lệ người mua trả tiền trước cao phản ánh kết quả bán hàng tích cực tại các dự án.

Tỷ lệ người mua trả tiền trước chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu nợ phải trả của Vinhomes, chiếm khoảng 30% trong 9T2019. Khoản mục này phản ánh phần nào kết quả bán hàng khả quan tại các dự án của Vinhomes và sẽ được chuyển thành doanh thu bán hàng khi Vinhomes bàn giao sản phẩm cho khách hàng (Biểu đồ 16).

Tỷ số ROE cải thiện trong năm 2018

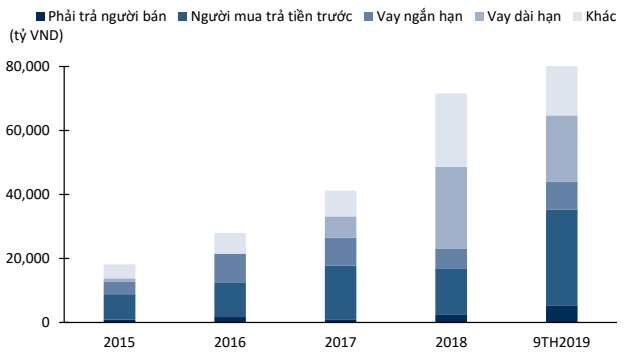
Tỷ số ROE trong năm 2018 đạt mức cao 49% nhờ hệ số vòng quay tổng tài sản và biên lợi nhuận thuần được cải thiện (Bảng 17).

Biểu đồ 15: Cơ cấu tài sản Vinhomes



Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 16: Cơ cấu nợ phải trả của Vinhomes



Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp

Bảng 17: ROE của Vinhomes

	2015	2016	2017	2018
ROE	16.24%	19.77%	14.33%	49.03%
Biên lợi nhuận thuần	16%	15%	9%	37%
Tỷ lệ đòn bẩy	4.17	3.77	4.52	2.93
Hệ số vòng quay TTS	0.24	0.36	0.34	0.45

Nguồn: Vinhomes, KBSV tổng hợp

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quỹ đất rộng lớn nằm tại các vị trí thuận lợi đem lại lợi thế cho công ty.

Tổng diện tích quỹ đất mà Vinhomes đang sở hữu lớn nhất trong các chủ đầu tư BĐS với gần 16,500ha, bỏ xa quỹ đất của doanh nghiệp đứng thứ 2. Khoảng 50% quỹ đất (tính theo diện tích sàn) của Vinhomes nằm ở 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP HCM. Các quỹ đất này đều nằm ở những khu vực có cơ sở hạ tầng hoàn thiện hoặc đang được đầu tư triển khai như các tuyến Metro, các tuyến đường cao tốc hoặc đường vành đai. Khi khả năng kết nối trong khu vực trở nên dễ dàng hơn, các dự án của Vinhomes với vị trí gần các tuyến metro và đường sắt trên cao sẽ thu hút khách hàng và sở hữu tiềm năng tăng giá trong tương lai. Công ty vẫn tiếp tục gia tăng thêm quỹ đất ở các vị trí chiến lược của TP.HCM, Hà Nội và các tỉnh/thành phố lớn với chi phí đất hợp lý và tình trạng pháp lý, quy trình thủ tục rõ ràng. Vinhomes hiện đang có 3 triệu m^2 quỹ đất tiềm năng có thể bổ sung vào quỹ đất của doanh nghiệp. Như vậy, tổng diện tích quỹ đất mà công ty sở hữu có thể lên tới 168 triệu m^2, lớn hơn rất nhiều so với doanh nghiệp đứng thứ 2.

Quỹ đất hiện có đủ cho Vinhomes triển khai các dự án và đảm bảo doanh thu và lợi nhuận trong nhiều năm tới.

Trong giai đoạn 10-15 năm tới, Vinhomes có kế hoạch triển khai khoảng 20 dự án mới tại Hà Nội, TP.HCM, các thành phố du lịch trọng điểm và các khu vực có tiềm năng tăng trưởng như Hải Phòng, Quảng Ninh và Thanh Hóa (Bảng 18). Các dự án mới liên tục được triển khai giúp Vinhomes giữ vững được thị phần và đảm bảo tăng trưởng doanh thu lợi nhuận cho công ty.

Bảng 18: Danh mục các dự án sẽ triển khai trong thời gian tới

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ lợi ích	Diện tích đất (ha)
Vinhomes Melodia	Hà Nội	100%	2.4
Vinhomes Galaxy	Hà Nội	91%	11
Vinhomes Sài Đồng	Hà Nội	100%	4.4
Vinhomes Gallery	Hà Nội	83%	6.8
Vinhomes Mễ Trì	Hà Nội	83%	74
Vinhomes Cổ Loa	Hà Nội	83%	317.3
Vinhomes Landmark Service Apartment	TP HCM	100%	0.6
Vinhomes Kỳ Hòa	TP HCM	68%	6.6
Leman Golf Course	TP HCM	100%	200
Vinhomes Long Beach Cần Giờ	TP HCM	99%	2865.6
Vinhomes Hóc Môn	TP HCM	99%	200
Vinhomes Làng Vân	Đà Nẵng	96%	1044.7
Vinhomes Green Hạ Long	Hạ Long	100%	7950
Vinhomes Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	100%	42
Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	100%	864.9
Các đại dự án (Vincity cũ)			
Vinhomes Đan Phượng	Hà Nội	100%	126
Vinhomes Củ Chi	TP HCM	98%	923.9
Vinhomes Tây Tăng Long	TP HCM	90%	129.3
Vinhome Dream City	Hưng Yên	100%	405

Nguồn: Vinhomes

Các đại dự án sẽ đóng góp lớn vào doanh thu và lợi nhuận của Vinhomes.

Vinhomes hiện đang tập trung phát triển 3 dự án Đại đô thị, có quy mô rất lớn với nhiều dòng sản phẩm khác nhau. Đặc biệt trong đó, dòng sản phẩm Vinhomes Sapphire được Vinhomes phát triển đáp ứng nhu cầu mua nhà ở ngày càng tăng cao của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam. Các đại dự án của Vinhomes có mật độ xây dựng thấp, đi kèm nhiều tiện ích như cây xanh, hồ lớn 24.5ha, hồ nước mặn (Vinhomes Ocean Park), công viên lớn, vườn Nhật (Vinhomes Smart City), vườn cây ánh sáng (Vinhomes Grand Park) và được thừa hưởng đầy đủ hệ sinh thái của Vingroup. Tính đến thời điểm hiện tại, các dự án đều có kết quả bán hàng tích cực từ các đợt mở bán với tỷ lệ hấp thụ ổn định, cụ thể dự án Ocean Park đã bán hơn 80% số căn đã mở bán và dự án Smart City đã bán 76% số căn đã mở bán, dự án Grand Park đã bán được 17,000 căn hộ chỉ trong vòng 2 tuần sau khi mở bán, tỷ lệ bán hàng của dự án đến thời điểm này là 100%.

Dự án Vinhomes Grand Park được mở bán trong bối cánh thị trường BĐS đang thiếu nguồn cung do các dự án chậm tiến độ bắt nguồn từ quá trình rà soát pháp lý kéo dài, đặc biệt là tại TP HCM. Theo số liệu từ JLL, trong quý 3/2019, lượng bán căn hộ tại TP HCM đạt 17,248 căn thì riêng dự án Vinhomes Grand Park chiếm hơn 60% lượng bán cả quý với hơn 10,000 căn từ phân khu Rainbow. Các số liệu này đã cho thấy Vinhomes đang sở hữu lợi thế rất lớn khi ba đại dự án đang được mở bán cung cấp số lượng lớn các căn hộ ra thị trường, đặc biệt là tại thị trường TP HCM.

Kết quả kinh doanh trong năm 2019 và 2020 dự kiến tăng trưởng so với các năm trước nhờ ghi nhận doanh thu bán từ ba đại dự án Vinhomes, trong đó

có doanh thu từ hoạt động bán buôn cho các nhà phát triển BĐS trong và ngoài nước. Theo như kế hoạch bán buôn của doanh nghiệp, trong quý 4 năm 2019, công ty sẽ bàn giao 5 tòa chung cư bán buôn tại tại dự án Vinhomes Smart City. Theo ước tính của chúng tôi, tổng giá trị hợp đồng đạt khoảng 3,400 tỷ VND. Ngoài ra, 21 tòa chung cư tại dự án Vinhomes Grand Park đã được ký hợp đồng đặt cọc có thể sẽ được ghi nhận trong quý này, đóng góp khoảng hơn 11,000 tỷ đồng vào doanh thu của VHM. Như vậy, trong năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu bán buôn từ 3 đại dự án sẽ đóng góp hơn 42 nghìn tỷ VND vào doanh thu của VHM.

Đối với hoạt động bán lẻ, doanh thu sẽ sẽ bắt đầu được ghi nhận từ năm 2020. Chúng tôi ước tính doanh thu từ bán lẻ các căn hộ sẽ đóng góp khoảng 25.2 nghìn tỷ VND, chiếm khoảng 40% tổng doanh thu của 3 đại dự án trong năm 2020 (Bảng 19).

Bảng 19: Doanh thu các đại dự án Vinhomes

(triệu VND)	Tổng doanh thu của dự án	Doanh thu năm 2019	Doanh thu năm 2020	Doanh thu các năm còn lại
Vinhomes Ocean Park	103,012,275	25,163,171	12,599,485	65,249,619
Vinhomes Smart City	90,303,770	6,023,700	16,744,000	67,536,070
Vinhomes Grandpark	70,584,982	11,000,100	31,339,142	28,245,741
Tổng	263,901,028	42,186,971	60,682,627	161,031,430

Nguồn: KBSV ước tính

Vinhomes sở hữu lợi thế cạnh tranh nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ từ hệ sinh thái của Tập đoàn mẹ Vingroup.

Vinhomes hiện là công ty con chịu trách nhiệm hoạt động phát triển BĐS nhà ở và văn phòng cho thuê của Tập đoàn Vingroup – tập đoàn kinh tế tư nhân lớn nhất Việt Nam. Vingroup đã xây dựng được hệ sinh thái trong lĩnh vực Thương mại – Dịch vụ bao gồm: thương hiệu BĐS nhà ở trung và cao cấp Vinhomes; hệ thống TTTM Vincom với 70 TTTM tại 39 tỉnh/thành; hệ thống siêu thị bán lẻ với 120 siêu thị VinMart, 2,287 cửa hàng tiện ích VinMart+, 242 cửa hàng điện máy Vinpro và trang thương mại điện tử Adayroi; chuỗi khách sạn khu nghỉ dưỡng 5 sao tiêu chuẩn quốc tế Vinpearl với 16,700 phòng khách sạn; chuỗi bệnh viện đa khoa quốc tế với 7 bệnh viện đa khoa Vinmec và gần 1,650 giường bệnh; hệ thống trường học VinSchool với 26 cơ sở; và hệ thống trang trại trồng rau sạch công nghệ cao VinEco.

Các dự án BĐS dân cư và văn phòng của Vinhomes liên tục gia tăng giá trị theo thời gian và có lợi thế cạnh tranh lớn nhờ được thừa hưởng từ các sản phẩm và dịch vụ của hệ sinh thái Vingroup. Các dự án đều đảm bảo tiến độ, chất lượng xây dựng, hệ thống hạ tầng và có đầy đủ các tiện ích ngay trong khuôn viên dự án như siêu thị, trường học, bệnh viện, trung tâm thương mại, các cửa hàng tiện lợi, điển hình như hai dự án Khu đô thị Vinhomes Central Park và Vinhomes Time City (Hình 20). Bên cạnh đó, song song với các dự án cao cấp, Vinhomes đã phát triển phân khúc trung cấp , hướng tới nhu cầu của người mua nhà để ở, do vậy các dự án đều ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tích cực.

Vinhomes là thương hiệu BĐS hàng đầu Việt Nam.

Vinhomes tiếp tục củng cố vị trí số một thị trường, giữ vững uy tín về chất lượng và tiến độ, góp phần đáp ứng nhu cầu sở hữu nhà ở của người dân cũng như cải thiện chất lượng sống tại Việt Nam

Hình 20: Các tiện ích đi kèm tại dự án Khu đô thị của Vinhomes

	BĐS dân cư	Bán lẻ	TTTM và Văn phòng cho thuê	Y tế	Giáo dục	Giải trí - Nghỉ dưỡng
Vinhomes Times City	Vinhomes Times City và Times City - Park Hill	6 cửa hàng Vinmart+	Vincom Mega Mall Times City	Bệnh viện đa khoa quốc tế Vinmec Times City	5 trường mầm non Vinschool	Vinpearl Land - Thủy cung Vinpeal Aquarium Times City
	13,000 sản phẩm	1 siêu thị Vinmart	Văn phòng cho thuê Times City		Hệ thống giáo dục liên cấp Vinschool	
Vinhomes Central Park	Vinhomes Central Park	7 cửa hàng Vinmart+	TTTM Vincom Central Park	Bệnh viện đa khoa quốc tế Vinmec Central Park	Hệ thống giáo dục liên cấp Vinschool	Khách sạn 5 sao Vinpearl Hotel Landmark 81 với 223 phòng khách sạn
	- Khu căn hộ The Central	1 siêu thị Vinmart	Landmark 81 Commercial Space			
	- Khu căn hộ The Park					
	- Khu căn hộ The Landmark					
	- Landmark 81					
	11,000 sản phẩm					

Nguồn: Vingroup
Số lượng căn hộ làm tròn đến hàng nghìn

RỦI RO

Rủi ro mang tính chu kì của thị trường BĐS.

Doanh thu và lợi nhuận của Vinhomes phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh BĐS thương mại và nhà ở, do vậy diễn biến mang tính chu kì của thị trường BĐS, đặc biệt trong giai đoạn thị trường suy thoái sẽ ảnh hưởng tới quá trình phát triển các dự án BĐS qua đó ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của Vinhomes.

Rủi ro đến từ môi trường pháp lý.

Thị trường BĐS tại TP HCM đang gặp khó khăn chủ yếu liên quan đến việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất, thủ tục hành chính kéo dài, cách tính tiền sử dụng đất không rõ ràng, nhiều dự án đang bị rà soát pháp lý khiến cho các doanh nghiệp không thể triển khai dự án. Các vướng mắc này tiếp tục kéo dài có thể ảnh hưởng tới tiến độ phát triển các dự án trong tương lai của công ty, đặc biệt là khi thị trường TP HCM vẫn là thị trường trọng điểm mà công ty hướng đến.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

DỰ PHÓNG KQKD 2019 & 2020

KBSV dự báo doanh thu năm 2019 của VHM đạt 58,910 tỷ VND, tăng 52% yoy và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 20,402 tỷ VND, tăng 43% yoy.

Trong đó:

- Doanh thu bán chuyển nhượng BĐS đạt 54,754 tỷ VND, tăng 53% yoy đến từ các doanh thu bán lẻ tại các dự án Vinhomes Central Park, Vinhomes Golden River, Vinhomes Metropolis, Vinhome Greenbay và doanh thu bán buôn tại hai dự án Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City.

- Lợi nhuận được chia từ các hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh với tập đoàn Vingroup – CTCP (Hợp đồng BBC) tại các dự án Vinhomes The Harmony, Vinhomes Imperia, Vinhomes Dragon Bay, Vinhomes Skylake và Vinhomes Star City đạt 9,081 tỷ VND, giảm 37.6% yoy. Lợi nhuận được chia từ các hợp đồng BCC được hạch toán vào Doanh thu từ hoạt động tài chính.

Theo đó, biên lợi nhuận gộp năm 2019 đạt 44.5%, tăng 1,846bps so với năm 2018.

KBSV dự báo doanh thu năm 2020 của VHM đạt 76,017 tỷ VND, tăng 29% yoy và LNST của cổ đông công ty

Trong đó:

- Doanh thu bán chuyển nhượng BĐS đạt 71,058 tỷ VND, tăng 30% yoy đến

mẹ đạt 26,390 tỷ VND, tăng 29.4% yoy.

chủ yếu đến từ ba đại đô thị Vinhomes.

- Lợi nhuận được chia từ các hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh với tập đoàn Vingroup – CTCP (Hợp đồng BBC) tại các dự án Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Marina và Vinhomes Star City đạt 10,789 tỷ VND, tăng 19% yoy. Lợi nhuận được chia từ các hợp đồng BCC được hạch toán vào Doanh thu từ hoạt động tài chính.

- Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 26,390 tỷ VND, tăng 29.4% yoy.

Theo đó, Biên lợi nhuận gộp năm 2020 đạt 46%, tăng 150bps so với năm 2019.

Bảng 21: Kết quả kinh doanh của Vinhomes

(tỷ VND)	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	**38,664**	**58,910**	**76,017**
Chuyển nhượng BĐS	35,769	54,754	71,058
Dịch vụ tổng thầu xây dựng	986	1,231	1,358
Dịch vụ quản lý BĐS	961	1,508	1,762
Dịch vụ liên quan	816	1,254	1,627
Bán hàng hóa	8	6	8
Khác	124	157	204
Giá vốn hàng bán	**28,603**	**32,702**	**40,995**
Chuyển nhượng BĐS	26,243	30,036	37,923
Dịch vụ tổng thầu xây dựng	751	756	812
Dịch vụ quản lý BĐS	955	1,194	1,357
Dịch vụ liên quan	572	641	809
Bán hàng hóa	13	7	9
Khác	69	68	86
Lợi nhuận gộp	**10,061**	**26,208**	**35,022**
Doanh thu hoạt động tài chính	14,565	9,081	10,789
Chi phí tài chính	2,457	4,520	5,875
Chi phí bán hàng và QLDN	2,444	3,724	4,805
Lợi nhuận thuần	19,719	27,160	30,217
Lợi nhuận sau thuế	**14,776**	**21,105**	**27,299**
LNST của cổ đông công ty mẹ	**14,284**	**20,402**	**26,390**
EPS (VND)	**4,500**	**6,090**	**7,870**
Tăng trưởng EPS	92%	35%	29%

Nguồn: KBSV

PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu Vinhomes, chúng tôi sử dụng mô hình RNAV (giá trị tài sản ròng) và mô hình định giá so sánh chỉ số P/E với các doanh nghiệp cùng ngành. Với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, giá trị của Vinhomes phụ thuộc rất nhiều vào giá trị của quỹ đất và các dự án trong tương lai, do vậy KBSV cho rằng phương pháp RNAV là phù hợp để định giá chất lượng tài sản của Vinhomes.

Chúng tôi đã thực hiện đánh giá lại các dự án có đủ thông tin và có thể triển khai trong giai đoạn tới. Với những dự án chưa có đầy đủ thông tin về kế hoạch phát triển hoặc chưa tiến hành xây dựng, chúng tôi đánh giá lại dự án dựa trên

giá trị đất. Những dự án chưa có kế hoạch phát triển, chúng tôi giữ nguyên giá trị sổ sách của dự án.

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu Vinhomes theo phương pháp này là 110,400VND/cổ phiếu.

Vinhomes là chủ đầu tư BĐS nhà ở hàng đầu Việt Nam với các quỹ đất lớn tại các vị trí đặc địa ở các thành phố lớn trải dài trên khắp cả nước cùng với khả năng phát triển dự án nhanh và hiệu quả. Bên cạnh đó, Vinhomes đã tạo dựng được thương hiệu Bất động sản uy tín với những lợi thế được cộng hưởng từ Tập đoàn mẹ Vingroup. Dựa trên kết quả kinh doanh và định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 110,400VND/cp, cao hơn 18% so với giá đóng cửa ngày 22/11/2019.

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	9TH/2019
Doanh số thuần	11,217.38	15,297.31	38,664.33	37,641.84
Giá vốn hàng bán	6,763.56	10,130.62	28,603.26	20,300.25
Lãi gộp	4,453.82	5,166.69	10,061.07	17,341.59
Thu nhập tài chính	822.03	964.27	14,565.05	7,657.76
Chi phí tài chính	946.66	1,652.42	2,456.95	1,953.48
Trong đó: Chi phí lãi vay	384.72	901.95	2,382.62	1,721.88
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	504.83	-88.15	0.19	0.00
Chi phí bán hàng	1,298.34	1,585.81	1,381.10	920.00
Chi phí quản lý doanh nghiệp	883.87	452.51	1,062.83	1,095.23
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,651.81	2,352.07	19,725.42	21,030.64
Thu nhập khác	181.55	91.81	100.93	112.17
Chi phí khác	38.45	335.09	107.62	129.87
Thu nhập khác, ròng	-143.09	-243.28	-6.69	-17.70
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,794.91	2,108.78	19,718.73	21,012.94
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	587.61	543.29	4,942.41	3,665.25
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,207.30	1,565.49	14,776.32	17,347.69
Lợi ích của cổ đông thiểu số	558.75	155.85	491.87	2,024.28
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,648.55	1,409.64	14,284.45	15,323.41

Tỷ suất lợi nhuận

	2016	2017	2018	TTM Q3/2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39.70%	33.78%	26.02%	37.15%
Tỷ suất EBITDA	23.42%	23.13%	20.38%	32.11%
Tỷ suất EBIT	20.25%	20.45%	19.70%	31.64%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	24.92%	13.79%	51.00%	47.22%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	23.64%	15.38%	51.02%	47.38%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.68%	10.23%	38.22%	36.83%

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	9TH/2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	16,491.88	44,421.05	91,202.54	112,763.37
Tiền và tương đương tiền	2,802.42	1,561.58	3,515.37	9,038.09
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0.00	0.00	1,009.40	319.07
Các khoản phải thu	4,615.64	24,774.72	43,356.14	42,174.18
Hàng tồn kho, ròng	8,475.03	17,006.26	36,858.43	49,772.22
TÀI SẢN DÀI HẠN	21,028.86	6,882.77	28,486.21	48,898.16
Phải thu dài hạn	100.39	87.74	213.79	2,035.25
Tài sản cố định	3,642.55	1,355.89	128.19	378.00
Giá trị ròng tài sản đầu tư	1,538.05	163.04	5,828.91	6,166.49
Tài sản dở dang dài hạn	4,453.58	2,462.06	18,363.03	26,832.77
Đầu tư dài hạn	10,541.69	1,754.97	478.31	478.31
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	37,520.75	51,303.82	119,688.76	161,661.53
NỢ PHẢI TRẢ	27,971.80	41,180.03	71,543.88	98,178.20
Nợ ngắn hạn	26,828.48	34,223.06	42,872.27	74,441.77
Phải trả người bán	1,666.27	925.39	2,504.13	5,364.63
Người mua trả tiền trước	10,663.04	16,845.74	14,206.62	29,906.82
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	40.53	16.62	458.12	490.46
Vay ngắn hạn	9,156.63	8,699.59	6,402.91	8,745.48
Nợ dài hạn	1,143.32	6,956.98	28,671.61	23,736.43
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Doanh thu chưa thực hiên	1,101.72	268.02	1,718.39	1,651.62
Vay dài hạn	0.00	6,627.69	25,505.72	20,679.97
VỐN CHỦ SỞ HỮU	9,548.94	10,123.79	48,144.87	63,483.33
Vốn góp	2,000.00	2,000.00	33,495.14	33,495.14
Thặng dư vốn cổ phần	0.00	0.00	295.00	295.00
Lãi chưa phân phối	2,970.81	5,003.30	7,626.96	18,094.59
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	7,346.76	3,219.61	4,911.51	9,782.33

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017	2018	9TH/2019
Lãi trước thuế	2,794.91	2,108.78	19,718.73	21,012.94
Khấu hao TSCĐ	355.23	410.15	261.53	258.85
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-746.69	176.97	-14,478.40	-3,328.50
Chi phí lãi vay	384.72	901.95	2,382.62	1,721.88
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,808.96	3,891.98	7,855.08	19,450.89
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	1,638.89	-2,625.64	5,329.60	20,015.63
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	955.82	250.40	11,297.37	-12,760.31
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-272.90	3,408.88	-20,385.22	-3,342.21
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	95.35	-696.80	427.51	-2,196.91
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	4,741.36	2,796.05	-1,463.20	10,951.01
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,222.13	-2,405.31	-750.55	-3,202.08
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	75.08	33.94	1,618.54	0.00
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-489.20	-10,670.00	-13,939.64	-5,460.61
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	2,604.90	4,692.36	19,995.49	28,910.21
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-15,923.86	-3,469.30	-52,277.28	-34,545.32
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp	5,637.41	2,028.09	26,397.78	14,208.92
Cổ tức và tiền lãi nhận được	197.07	331.26	1,113.71	926.59
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-10,120.73	-9,458.96	-17,841.95	837.69
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	3,393.21	28.11	12,240.98	0.00
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0.00	0.00	0.00	0.00
Tiền thu được các khoản đi vay	11,161.42	31,231.83	100,191.08	6,782.25
Tiền trả các khoản đi vay	-6,589.87	-25,837.88	-90,227.83	-9,396.79
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ tức đã trả	-339.70	0.00	-945.28	-3,651.45
Tiền lãi đã nhận	0.00	0.00	0.00	0.00
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	7,625.07	5,422.07	21,258.95	-6,265.99
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,245.70	-1,240.84	1,953.79	5,522.72
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	556.71	2,802.42	1,561.58	3,515.37
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,802.42	1,561.58	3,515.37	9,038.09

Chỉ số chính

	2016	2017	2018	TTM Q3/2019
Chỉ số định giá				
P/E	10.07	11.78	19.46	16.87
P/E pha loãng	10.07	11.78	19.46	16.87
P/B	7.54	2.40	6.43	5.55
P/S	1.48	1.09	7.19	5.52
P/Tangible Book	1.75	1.65	5.78	4.70
P/Cash Flow	3.50	5.94	-190.00	28.61
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	8.74	8.58	38.89	18.92
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	10.10	9.71	40.23	19.20
Khả năng sinh lời				
ROE%	19.77	14.33	49.03	31.94
ROA%	5.25	3.17	16.71	12.92
ROIC%	12.14	12.29	9.52	13.42
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.10	0.05	0.08	0.12
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.28	0.77	1.09	0.85
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.61	1.30	2.13	1.51
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.00	0.65	0.53	0.33
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.00	0.13	0.21	0.13
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.96	1.51	0.66	0.46
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.24	0.30	0.27	0.18
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	2.81	3.38	0.89	1.17
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.72	0.67	0.36	0.46
Tổng công nợ/Vốn CSH	2.93	4.07	1.49	1.55
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.75	0.80	0.60	0.61
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	41.30	2.47	4.05	6.78
Hệ số quay vòng HTK	0.92	0.79	1.05	0.96
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	5.42	7.82	16.68	10.07

Source: Fiinpro

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn