

VINHOMES JSC(VHM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND80.500	VND115.000	1,86%	KHẢ QUAN	BẤT ĐỘNG SẢN

Ngày 22/11/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

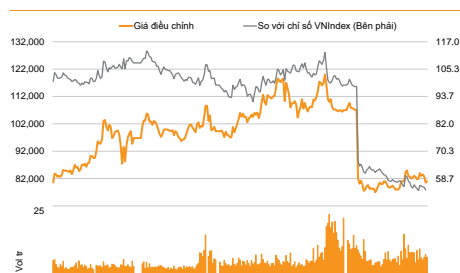
Consensus*: Mua:17 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 13,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh LN ròng 2021/2022/2023 lần lượt +9,2%/-34,3%/-38,0%.
- Nâng giá mục tiêu 12,5% từ giá mục tiêu cũ.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	92.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62.000
GTGD BQ 3 tháng (triệu VND)	834.831
Thị giá vốn (tỷ VND)	365.767
Free float (%)	24
P/E trượt (x)	9,3
P/B hiện tại (x)	2,9

Cơ cấu sở hữu

Vingroup JSC.	66,7%
Government of Singapore	5,8%
Viking Asia Holdings II Pte. Ltd.	5,5%
Khác	22,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

Xứng đáng mức định giá cao hơn

- Doanh thu và lợi nhuận (LN) ròng 9T/21 tăng mạnh lần lượt 24,9% và 65,8% svck, hoàn thành 74,1% và 93,0% kỳ vọng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán mới 2022 sẽ tăng 71,7% svck nhờ mở bán ba đại dự án bao gồm Dream City, Cổ Loa và Wonder Park.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu mới tại 115.000 đồng/cp.

9T21 cho kết quả tăng trưởng vững chắc bất chấp tác động của Covid-19

VHM công bố KQKD Q3/21 với doanh thu thuần đạt 20,7 nghìn tỷ đồng (-21,9% svck) và lợi nhuận (LN) ròng đạt 11,2 nghìn tỷ đồng (+84,3% svck). Kết quả này chủ yếu nhờ vào việc ghi nhận hai giao dịch bán buôn với tổng doanh thu là 13,0 nghìn tỷ đồng cùng với việc bàn giao các căn hộ bán lẻ tại dự án Ocean Park và Smart City. Như vậy, VHM ghi nhận KQKD 9T21 khởi sắc với doanh thu thuần tăng 24,9% svck lên 61,7 nghìn tỷ đồng và LN ròng tăng 65,8% svck lên 27,1 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 74,1% và 93,0% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Thị trường BĐS nhà ở hồi phục thúc đẩy tăng trưởng doanh số ký bán 2022

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2022, dựa trên: 1) sự phục hồi của các yếu tố vĩ mô cơ bản thúc đẩy thị trường BĐS; 2) quyết định mua nhà được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp, và 3) nguồn cung mới cải thiện nhờ nới lỏng các nút thắt pháp lý. Trong đó, VHM sẽ đóng góp một phần đáng kể vào tổng nguồn cung tại thị trường BĐS miền Bắc Việt Nam trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng số lượng/giá trị ký bán mới năm 2022 sẽ tăng tương ứng 27,8%/71,7% svck.

Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép là 18,4% trong giai đoạn 2021-23

Chúng tôi dự phóng DT và LN ròng năm 2021/22/23 của VHM lần lượt tăng 22,6%/7,7%/33,5% và 16,3%/3,2%/59,2% svck từ việc ghi nhận lượng căn hộ bán lẻ tại Ocean Park, Grand Park, Smart City và việc mở bán 3 dự án mới là Dream City, Cổ Loa, và Wonder Park. Chúng tôi kỳ vọng EPS sẽ tăng trưởng kép 18,4% trong giai đoạn 2021-23 nhờ bàn giao các đại dự án lớn. Sau năm 2022, chúng tôi cho rằng Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là những “bom tấn” và là động lực tăng trưởng chính cho VHM.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu đạt 115.000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu cao hơn dựa trên phương pháp RNAV là 115.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu VHM nhờ hoạt động ký bán mới mạnh mẽ và doanh thu chưa ghi nhận cao. Tiềm năng tăng giá đến từ việc doanh thu bán buôn tăng nhanh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đến từ sự chậm trễ trong quá trình xin cấp giấy phép cho các dự án mới và đại dịch kéo dài.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	71.547	87.716	94.461	126.133
Tăng trưởng DT thuần	38,6%	22,6%	7,7%	33,5%
Biên lợi nhuận gộp	36,3%	49,1%	47,0%	59,9%
Biên EBITDA	56,0%	53,6%	51,6%	60,0%
LN ròng (tỷ)	27.351	31.812	32.846	52.301
Tăng trưởng LN ròng	25,8%	16,3%	3,2%	59,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	28,8%	13,7%	3,2%	59,2%
EPS cơ bản	8.166	8.259	7.543	12.011
EPS điều chỉnh	8.166	8.259	7.543	12.011
BVPS	25.586	29.137	36.680	48.691
ROAE	38,6%	29,9%	22,9%	28,1%

Nguồn: VND RESEARCH

XỨNG ĐÁNG MỨC ĐỊNH GIÁ CAO HƠN

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn tại 115.000 đồng/cp

Luận điểm đầu tư

Tổng quỹ đất của Vinhomes (VHM), bao gồm cả quỹ đất đang thu hồi, là 16.800ha tính đến T9/2021, gấp khoảng ba lần so với quỹ đất của công ty niêm yết đứng thứ hai - Novaland (NVL). Điều này chứng tỏ khả năng thu hồi đất và quy hoạch tổng thể của VHM là rất cao, theo quan điểm của chúng tôi. Tính đến T9/2021, 90% tổng quỹ đất của công ty vẫn chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng rất lớn của VHM trong tương lai.

VHM hiện đang trong giai đoạn ký bán cuối cùng với 27.700 căn hộ tại các dự án Vinhomes Grand Park, Ocean Park và Smart City. Từ 2022, VHM dự kiến tung ra thị trường 3 dự án mới là Vinhomes Cổ Loa, Dream City và Wonder Park. Giữa đại dịch Covid-19, VHM vẫn ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan nhờ doanh thu bán lẻ ổn định và hoạt động bán buôn ấn tượng. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng Vinhomes Green Bay Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là những “bom tấn” và động lực tăng trưởng cho VHM.

Chúng tôi đánh giá tích cực về VHM trong ngắn hạn và dài hạn. Cổ phiếu VHM chỉ tăng 20,8% từ đầu năm (so với mức tăng 33,5% của VN-Index) trong khi nhiều cổ phiếu bất động sản nhỏ hơn ghi nhận mức tăng mạnh. Với khả năng sinh lời vượt trội so với ngành (ROE trượt đạt 54,4%), chúng tôi cho rằng VHM xứng đáng được định giá cao hơn nhờ vị thế dẫn đầu và hiệu quả hoạt động vượt trội (ROE trượt 12T đạt 54,4%). Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu VHM.

Hình 1: Giá cổ phiếu VHM có mức tăng thấp hơn VN-Index và ngành BĐS năm 2021



Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 115.000 đồng/cp dựa trên phương pháp định giá giá trị tài sản ròng (RNAV). RNAV tăng lên do hàng tồn kho và tài sản đầu tư tăng lên đi kèm với việc ghi nhận mảng kinh doanh BĐS KCN (với chiết khấu 50% cho RNAV mảng này do phần lớn các dự án trong kế hoạch chưa được thực hiện).

Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh giảm chiết khấu RNAV của dự án Vinhomes Green Bay Hạ Long từ 60% xuống 30% do dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và đang thực hiện giải phóng mặt bằng. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với tỷ suất chiết khấu 12,2% dựa trên WACC đối với mỗi dự án với các kế hoạch thực hiện chi tiết và ký bán mới được VHM công bố để

điều chỉnh lại giá trị tài sản đầu tư và hàng tồn kho. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu NPV khác nhau đối với từng dự án thay vì một mức chung cho RNAV hợp nhất do thiếu dữ liệu quá khứ cho việc xác định mức chiết khấu hợp lý. Các mức chiết khấu khác nhau sẽ được áp dụng cho từng dự án khác nhau tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, và tỷ lệ hấp thụ trong bán hàng, chiết khấu cho toàn bộ RNAV hiện là 22%.

Hình 2: Định giá

Hàng tồn kho và đầu tư	Giá trị sổ sách tính đến ngày		Giá trị hợp lý	Phương pháp
	30/09/2021	Premium		
BDS nhà ở	65.174	352.494	417.669	DCF
Cho thuê văn phòng			38.326	DCF
BDS KCN			5.849	DCF
Khác	1.544		1.544	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị BDS	66.718	396.669	463.387	
Cộng:				
Tiền và tương đương tiền	4.505		4.505	
Đầu tư ngắn hạn	7.098		7.098	
Phải thu khác	25.709		25.709	
Tài sản khác	51.108		51.108	
Trừ:				
Tổng nợ vay (trừ TPCĐ)	21.509		21.509	
Nợ phải trả khác	24.224		24.224	
Lợi ích CĐ thiểu số	5.472		5.472	
RNAV chiết khấu			500.602	
SLCP đang lưu hành (triệu)			4.354	
Giá mục tiêu (đồng/cp)			115.000	
Beta	1,0			
Market premium	10,0%			
Lãi suất phi rủi ro	3,0%			
Chi phí sử dụng vốn vay	9,5%			
Chi phí sử dụng vốn CSH	13,0%			
Tỷ lệ nợ	15,2%			
Tỷ lệ vốn	84,8%			
WACC	12,2%			

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá RNAV của chúng tôi phản ánh nhu cầu về nhà ở tại các trung tâm tập trung dân cư lớn như TP.HCM và Hà Nội, cùng với đó là triển vọng về sự bùng nổ thị trường BDS nhà ở tại các thị trường mới ở các khu vực lân cận. Tiềm năng tăng giá đến từ việc phục hồi tốt hơn kỳ vọng của hoạt động ký bán mới bao gồm cả bán buôn và bán lẻ ở các dự án đang và sắp triển khai. Rủi ro giảm giá là việc trì hoãn trong quá trình xin cấp giấy phép cho các dự án mới và diễn biến kéo dài phức tạp của đại dịch.

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 19/11/2021)

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	CARG EPS 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH
							2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
Vinhomes	VHM VN	80.500	115.000	Khả quan	15.913	18,4	9,7	9,4	2,8	2,2	29,9	22,9	1,9	N/A	14,2
Trung bình trong nước						30,8	17,6	12,8	2,1	1,8	15,6	18,8	2,7	2,9	51,9
Trung vị trong nước						30,8	16,7	13,3	2,2	1,8	16,0	20,1	2,5	2,5	51,9
Trung bình khu vực						15,9	16,7	13,3	0,9	0,9	7,2	7,8	3,7	4,1	56,6
Trung vị khu vực						12,2	16,0	13,8	0,8	0,8	5,3	6,1	3,9	4,5	53,5
Việt Nam															
Novaland	NVL VN	102.700	107.700	Trung lập	6.680	51,4	24,8	15,1	3,4	2,8	14,7	20,1	N/A	N/A	114,7
Khang Dien	KDH VN	47.600	54.800	Khả quan	1.351	42,2	25,3	17,8	2,7	2,7	17,6	25,6	1,7	1,7	22,6
Dat Xanh	DXG VN	27.300	25.000	Trung lập	718	46,3	11,3	7,7	1,9	1,5	18,2	21,7	N/A	N/A	65,1
Nam Long	NLG VN	66.000	61.200	Trung lập	1.006	29,2	20,4	14,2	2,5	2,2	16,0	17,6	2,5	2,5	36,6
Trung Quốc và Hồng Kông															
China Vanke-A	000002 CH	32,8	KKN	KKN	33.607	5,8	5,7	5,4	0,9	0,8	15,9	15,0	6,1	6,3	28,5
Sun Hung Kai	16 HK	139,6	KKN	KKN	37.146	10,8	9,0	8,8	0,5	0,5	5,3	5,4	5,0	5,2	15,6
China Overseas Land	688 HK	30,5	KKN	KKN	25.320	3,7	4,0	3,8	0,5	0,4	12,2	12,0	7,5	8,0	32,3
China Resources Land	1109 HK	34,9	KKN	KKN	30.256	6,2	7,2	6,2	0,9	0,8	13,1	13,3	5,1	5,7	29,7
China Evergrande	3333 HK	26,3	KKN	KKN	4.491	1,8	3,5	3,9	0,2	0,2	(1,2)	0,5	5,9	5,9	159,8
Country Garden	2007 HK	13,3	KKN	KKN	19.971	3,4	3,5	3,1	0,6	0,5	18,8	17,8	8,6	9,4	59,7
Indonesia															
Pakuwon Jati	PWON IJ	740	KKN	KKN	1.859	25,2	19,9	15,6	1,7	1,5	8,3	9,9	0,6	0,8	6,0
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.410	KKN	KKN	1.753	23,6	16,0	13,8	0,7	0,7	4,8	5,3	0,2	0,6	5,6
Ciputra Development	CTRA IJ	1.130	KKN	KKN	1.491	10,1	15,5	16,2	1,3	1,2	8,1	7,0	0,8	0,9	26,3
Summarecon Agung	SMRA IJ	1.134	KKN	KKN	1.103	51,1	49,0	30,7	1,9	1,8	4,0	6,1	0,2	0,3	85,9
Malaysia															
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	7,7	KKN	KKN	2.912	N/A	20,5	18,1	0,9	0,9	4,4	5,0	4,5	5,2	9,8
SP Setia	SPSB MK	2,3	KKN	KKN	1.342	N/A	20,9	13,4	0,4	0,4	1,8	3,1	0,7	1,7	68,8
Sime Darby Property	SDPR MK	1,1	KKN	KKN	1.097	N/A	25,0	15,7	0,5	0,5	2,1	3,1	1,8	2,7	28,1
Singapore															
CapitaLand	CAPL SP	3,4	KKN	KKN	N/A	N/A	17,2	15,5	N/A	N/A	5,1	5,8	N/A	N/A	68,1
Keppel Corp	KEP SP	6,7	KKN	KKN	7.162	29,4	14,2	11,9	0,9	0,8	6,0	7,3	3,9	4,0	89,5
City Developments	CIT SP	9,4	KKN	KKN	4.830	N/A	31,2	14,8	0,8	0,7	2,3	5,1	1,8	2,1	93,7
UOL Group	UOL SP	7,3	KKN	KKN	4.404	32,1	19,7	15,8	0,6	0,6	2,9	3,5	2,4	2,5	29,5
Frasers Property	FPL SP	1,9	KKN	KKN	3.342	5,3	18,4	17,3	0,5	0,4	2,7	2,8	2,8	2,8	78,7
Ascott Residence	ART SP	1,2	KKN	KKN	2.579	15,3	30,6	29,7	0,9	0,9	3,4	2,7	3,8	5,0	48,9
Thái Lan															
Land And Houses	LH TB	10,7	9,1	KKN	3.238	14,3	15,3	13,6	2,1	2,0	13,6	14,9	5,6	6,2	110,6
WHA Corporation	WHA TB	4,2	4,0	KKN	1.648	26,8	18,8	15,6	1,7	1,7	9,6	11,5	2,8	3,4	117,6
Pruksa Holding	PSH TB	18,2	9,7	KKN	911	13,6	11,9	9,7	0,7	0,7	5,7	6,9	6,3	7,1	55,5
Supalai	SPALI TB	20,0	18,9	KKN	1.372	7,4	7,9	7,6	1,2	1,1	15,6	14,5	4,9	5,0	53,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Lợi nhuận ròng 9T21 vượt dự báo của chúng tôi với doanh thu bán buôn cao hơn dự kiến

VHM công bố KQKD Q3/21 với doanh thu thuần đạt 20,7 nghìn tỷ đồng (-21,9% svck) và lợi nhuận ròng tăng 84,3% svck lên 11,2 nghìn tỷ đồng. Kết quả này chủ yếu nhờ vào việc ghi nhận hai giao dịch bán buôn với tổng doanh thu là 13,0 nghìn tỷ đồng cùng với việc bàn giao các căn hộ bán lẻ tại dự án Ocean Park và Smart City. Như vậy, VHM ghi nhận KQKD 9T21 khởi sắc với doanh thu thuần tăng 24,9% svck lên 61,7 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 65,8% svck lên 27,1 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 74,1% và 93,0% như dự phóng cả năm của chúng tôi.

Hình 4: Tóm tắt kết quả kinh doanh

	Q3/2021	Q3/2020	% thay đổi svck	9T/2021	9T/2020	% thay đổi svck	% dự phóng 2021	Nhận xét
Doanh thu thuần	20.679	26.483	-21,9%	61.681	49.378	24,9%	74,1%	
Chuyển nhượng BĐS	17.339	25.458	-31,9%	52.663	46.806	12,5%	68,6%	VHM đã bàn giao tổng cộng khoảng 8.700 căn hộ bán lẻ trong 9T21, chủ yếu từ 3 dự án lớn đang triển khai và ghi nhận: (1) giao dịch bán buôn tại Ocean Park với doanh thu 2,9 nghìn tỷ đồng, (2) giao dịch bán buôn tại Grand Park với doanh thu là 5,6 nghìn tỷ đồng và (3) hai giao dịch bán buôn khác với tổng doanh thu là 13,0 nghìn tỷ đồng trong Q3/21.
Đóng góp chính:								
VH Ocean Park				21.600	13.400			
VH Grand Park				17.100	11.600			
VH Smart City				12.200	4.700			
VH Symphony				600				
VH Marina					5.700			
Dịch vụ quản lý BĐS	514	319	60,9%	1.604	1.144	40,3%		
Cho thuê	471	160	193,6%	910	625	45,7%		
Dịch vụ xây dựng	2.464	254	869,0%	5.691	354	1507,8%		Cao hơn kỳ vọng của chúng tôi do VHM ghi nhận doanh thu đáng kể từ dịch vụ xây dựng tại Vinhomes Grand Park.
Khác	82	157	-48,1%	1.004	317	216,9%		
LN gộp	13.648	9.115	49,7%	34.309	18.488	85,6%	104,3%	Biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể nhờ giao dịch bán buôn tại Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City. Vượt dự phóng của chúng tôi do doanh số bán buôn cao hơn kỳ vọng.
Biên LN gộp	66,0%	34,4%	+31,6 điểm %	55,6%	37,4%	+18,2 điểm %	+16,1 điểm %	
Chi phí quản lý và bán hàng	(660)	(1.577)	-58,1%	(2.590)	(3.460)	-25,1%	44,9%	
% Chi phí QL&BH trên DT	3,2%	6,0%	-2,8 điểm %	4,2%	7,0%	-2,8 điểm %	-2,7 điểm %	
Doanh thu tài chính	1.394	1.119	24,5%	4.252	10.543	-59,7%		
Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC)	992	143	595,6%	1.015	584	73,9%		Phân phối lợi nhuận từ các dự án BCC được đóng góp chủ yếu bởi Vinhomes Star City (939 tỷ đồng), Vinhomes Harmony (75 tỷ đồng) và Vinhomes Imperia (1 tỷ đồng).
Thu nhập tài chính khác	401	977	-58,9%	3.237	9.959	-67,5%		Một giao dịch bán buôn tại Grand Park với khoản LN trước thuế là 1,7 nghìn tỷ đồng được ghi nhận trong Q1/21.
Chi phí tài chính	(512)	(1.204)	-57,5%	(1.651)	(2.512)	-34,3%		
Thu nhập khác ròng	(80)	49	(31)	(860)				
LNNT	13.812	7.502	84,1%	34.342	22.199	54,7%	91,3%	
LNST	11.195	6.146	82,1%	27.245	17.208	58,3%	90,6%	Cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.
LNST công ty mẹ	11.167	6.058	84,3%	27.084	16.337	65,8%	93,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

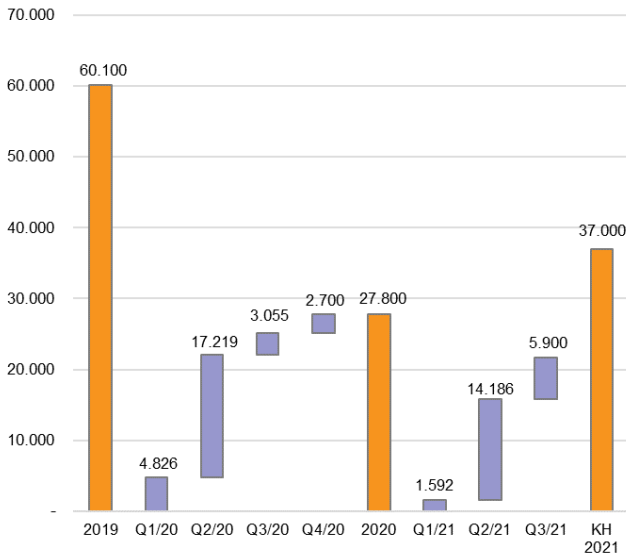
Doanh số ký bán mới tăng trưởng tốt trong Q3/21 nhờ hoạt động bán buôn

Trong Q3/21, VHM ghi nhận mức tăng 96,7% svck về lượng ký bán mới (5.900 căn) và 26,7% về doanh số ký bán mới (13,3 nghìn tỷ đồng), bao gồm giao dịch bán buôn tại một dự án lớn sắp tới có giá trị lên tới 8,0 nghìn tỷ đồng và các hợp đồng bán lẻ căn hộ mới chủ yếu đến từ phân khu The Pavilion của Ocean Park và phân khu The Miami của Smart City.

Tổng giá trị ký bán mới 9T/21 của VHM đạt 41,0 nghìn tỷ đồng và hoàn thành 46% kế hoạch năm 2021 của VHM là 91 nghìn tỷ đồng (+42% svck). Theo ban lãnh đạo (BLĐ), lượng tồn đọng cuối Q3/21 là 42,7 nghìn tỷ đồng với các dự

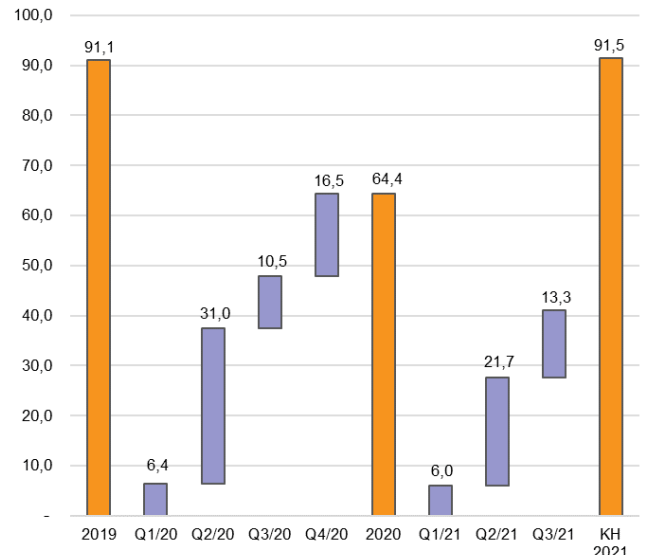
án lớn như Grand Park, Smart City và Ocean Park lần lượt chiếm 33%, 21% và 16%. Do các biện pháp giãn cách xã hội của Việt Nam để ngăn chặn sự lây lan của Covid-19, BLĐ dự kiến sẽ thực hiện được khoảng 75%-80% kế hoạch ký bán mới năm 2021 của công ty, tương đương với hơn 72 nghìn tỷ đồng. Mặc dù tỷ lệ ký bán mới gần đây được đóng góp ngày càng gia tăng bởi doanh số bán buôn, nhưng hoạt động ký bán lẻ dự kiến sẽ phục hồi cùng với việc mở bán ba dự án lớn sắp tới bao gồm Dream City, Wonder Park và Cổ Loa.

Hình 5: Diễn biến khối lượng doanh số ký bán của VHM (căn)



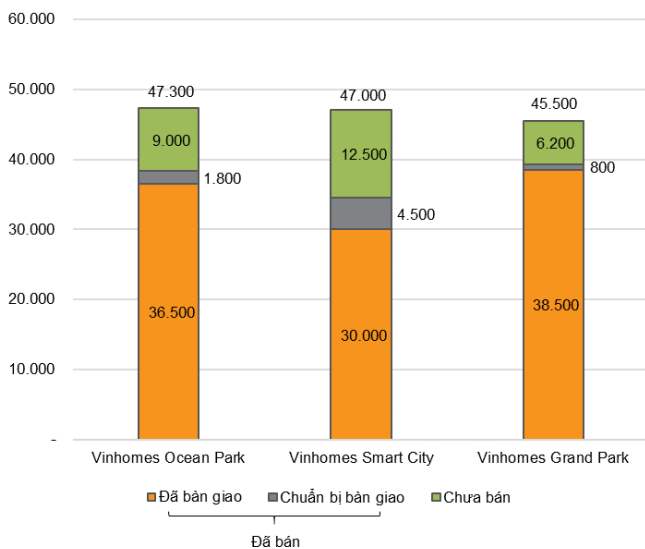
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Diễn biến giá trị doanh số ký bán của VHM (nghìn tỷ đồng)



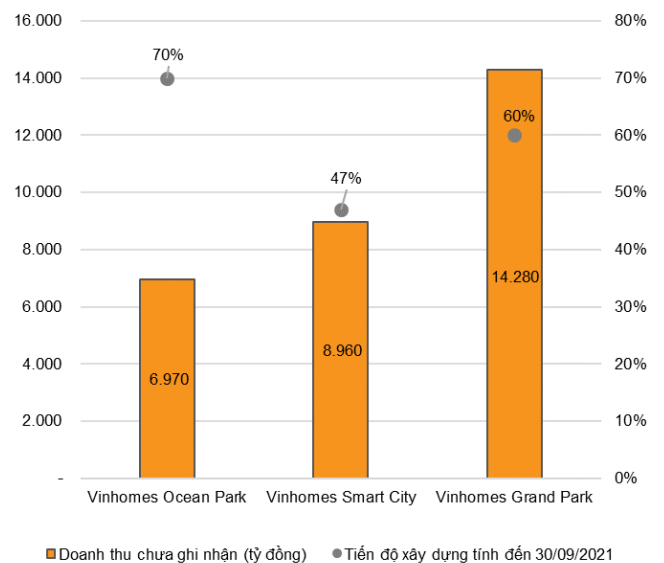
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Số căn lũy kế được bán và bàn giao/chuẩn bị bàn giao tính đến ngày 30/09/2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Còn khoảng 30.030 tỷ đồng DT chưa ghi nhận từ 3 đại dự án (tỷ đồng)



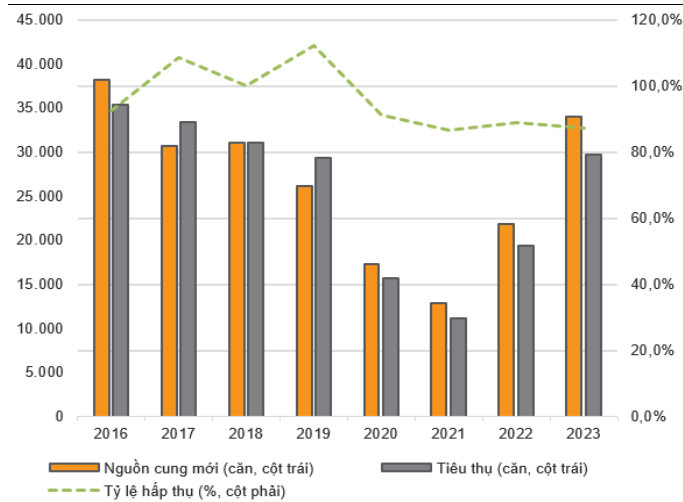
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

VHM thống trị thị trường BĐS miền Bắc Việt Nam trong giai đoạn 2021-23

Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM có khả năng chạm đáy

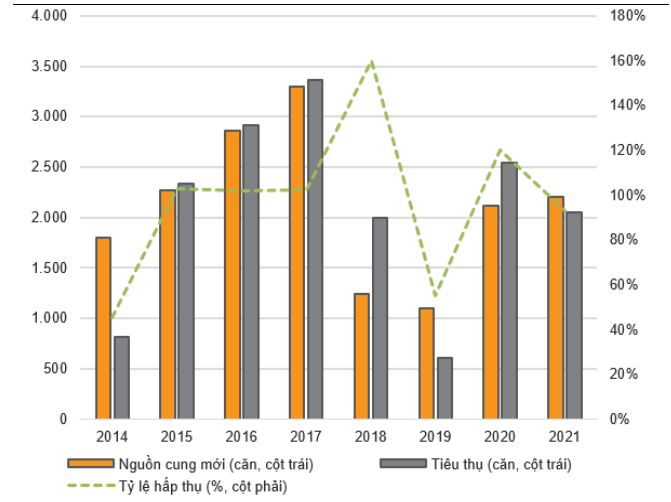
Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM sẽ chạm đáy vào năm 2021 và phục hồi mạnh mẽ 60-70% vào năm 2022-23, được hỗ trợ bởi các quy định mới tháo gỡ các nút thắt pháp lý như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi năm 2020. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM năm 2022 sẽ phục hồi 69,5% svck lên 22.000 căn và tăng 55,7% svck lên 34.000 căn vào năm 2023, trong đó phân khúc trung cấp tăng trở lại chiếm 30-50% tổng nguồn cung căn hộ. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở vùng ven tại TP.HCM như Bình Chánh, Cần Giờ, Nhà Bè, Thủ Đức sẽ thu hút đầu tư vào năm 2022, nhờ sự phát triển cơ sở hạ tầng ở những khu vực này. Trong năm 2022, thị trường BĐS TP.HCM có thể sẽ chứng kiến sự vắng mặt của các dự án của VHM do trong ngắn hạn các dự án đều tập trung ở miền Bắc.

Hình 9: Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý



Nguồn: CBRE, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Nguồn cung nhà liền thổ tại TP HCM trong nửa cuối 2021 sẽ đến từ các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó

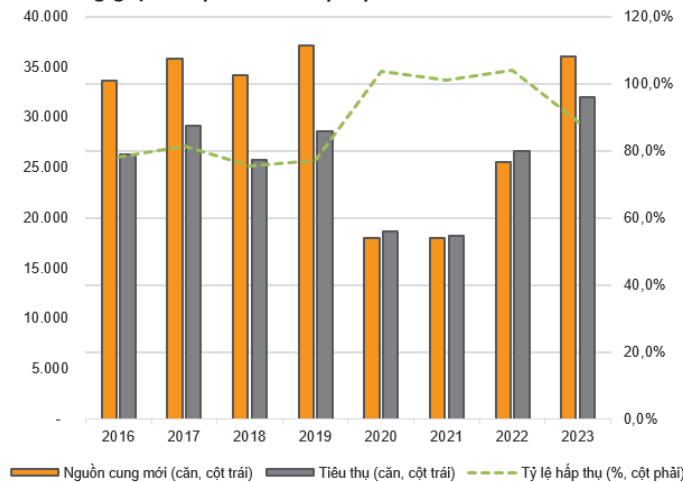


Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung dồi dào cho thị trường BĐS miền Bắc Việt Nam nhờ các đại dự án vào năm 2022

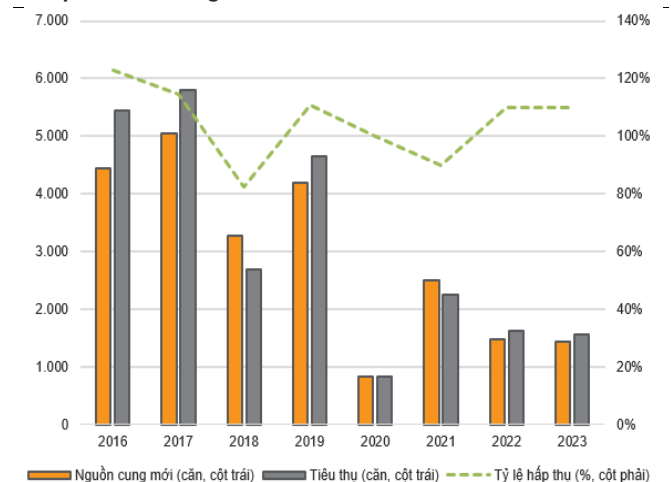
Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng khoảng 40% svck đạt 25.600 căn trong 2022, sau đó sẽ hồi phục về mức 2018-19 với 36.100 căn trong 2023, chủ yếu đến từ phía Tây và phía Đông Hà Nội. Tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ cải thiện lên mức 90%-110% trong 2022-23, cao hơn mức 75%-90% trong 2018-19, tương đương với khoảng 27.000-32.000 căn tiêu thụ mỗi năm.

Hình 11: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2022 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Nguồn cung nhà liền thổ âm đạm tại Hà Nội, các tỉnh lân cận là điểm sáng



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

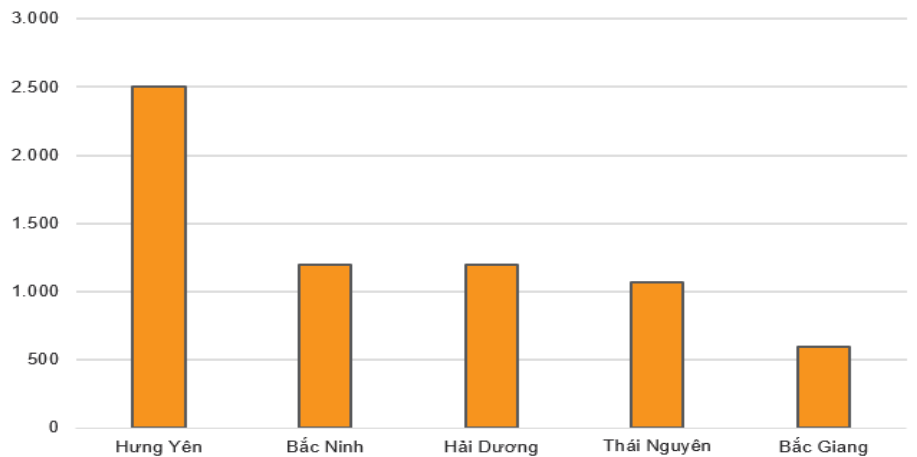
Chúng tôi thấy nguồn cung mới của thị trường BĐS liền thổ sẽ tiếp tục phụ thuộc nhờ vào việc ra mắt các khu đô thị vào năm 2022. Thị trường dự kiến sẽ chào đón các sản phẩm mới từ các đại đô thị mới như Vinhomes Wonder Park tại Đan Phượng, Vinhomes Cổ Loa tại Đông Anh và ra mắt trong giai đoạn tiếp theo là các khu đô thị như EcoPark, Gamuda City.

Hưng Yên sẽ là điểm sáng đáng chú ý trong năm 2022 với sự xuất hiện của Vinhomes Dream City

Chúng tôi cho rằng thị trường nhà đất tại các tỉnh lân cận có vị trí thuận lợi kết nối với Hà Nội như Hưng Yên sẽ là điểm sáng trong 2022. Vinhomes cũng dự kiến mở bán một khu đô thị Vinhomes Dream City (460ha) tại Hưng Yên trong 2022. Chúng tôi cho rằng Hưng Yên là một trong những khu vực đang nổi lên đáng chú ý tại thị trường BĐS miền Bắc, cùng với Bắc Ninh và Quảng Ninh. Hưng Yên nằm tại trung tâm của đồng bằng Bắc Bộ, sở hữu vị trí chiến lược dễ dàng kết nối với Hà Nội, Hải Phòng và Nam Định. Theo CBRE, giá đất tại Hưng Yên tăng 12% svck trong 2020, cao hơn mức tăng trung bình 7,6% svck của Hà Nội.

Nguồn cung nhà đất mới tại Hưng Yên có thể đạt 2.500 căn trong 2021, cao hơn nguồn cung tại Hà Nội 16,8%, nhờ sự đóng góp từ các khu đô thị lớn. Chúng tôi tin rằng những đợt mở bán tại các dự án này sẽ đạt được tỷ lệ hấp thụ cao khoảng 70%-80% trong 2021, được hỗ trợ bởi nhu cầu cao từ các chuyên gia, kĩ sư và công nhân làm việc tại đây.

Hình 13: Lượng lớn sản phẩm nhà liền thổ (khoảng 2.500 căn) từ các dự án lớn mở bán trong 2021 sẽ giúp thị trường BĐS Hưng Yên sôi động



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án được mở bán đáng chú ý ở khu vực phía Bắc trong 2022

Hình 14: VHM tiếp tục khẳng định vị thế với 3 dự án mở bán mới trong 2022

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Dự kiến mở bán
Công ty niêm yết					
Vinhomes Dream City (Ocean Park 2)	VHM	Hưng Yên	Cao tầng, Thấp tầng	460	2022
Vinhomes Cổ Loa	VHM	Đông Anh, Hà Nội	Thấp tầng	385	2022
Vinhomes Wonder Park	VHM	Đan Phượng, Hà Nội	Cao tầng, Thấp tầng	133	2022
Dự án biệt thự biển An Biên	VPI	Quảng Ninh	Thấp tầng	145	2022
Sunshine Empire	SSH	Tây Hồ, Hà Nội	Cao tầng	5,2	2022
FLC Premier Park	FLC	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Cao tầng, Thấp tầng	6,4	2022
Công ty không niêm yết					
BRG Smart City	Sumitomo	Đông Anh, Hà Nội	Cao tầng	272	2022
Himlam Vinh Tuy	Him Lam	Long Biên, Hà Nội	Thấp tầng	16	2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án của VHM sẽ được triển khai từ năm 2022

Hình 15: Vinhomes Dream City (Ocean Park giai đoạn 2)



Vinhomes Dream City có vị trí thuận lợi bên cạnh Vinhomes Ocean Park và sẽ tạo nên một cộng đồng ngoại ô sôi động, được phục vụ bởi một hệ sinh thái hoàn chỉnh cùng các sản phẩm và dịch vụ thiết yếu cho cuộc sống.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 460ha.
- Tổng diện tích sàn xây dựng: 7.853.000 m².
- Thành phần chính: Căn hộ/ Biệt thự/ Shop houses/ Trường học/ Bệnh viện/ Trung tâm mua sắm/ 18,1ha Công viên với tổ hợp Wave Pool lớn nhất thế giới.
- Thời gian ra mắt: 2022.

Nguồn: VND RESEARCH, VHM

Hình 16: Vinhomes Wonder Park



Nằm ở phía Tây Hà Nội và kết nối thuận tiện với khu vực Mỹ Đình, Cầu Giấy, Ba Đình, Hoàn Kiếm bằng tuyến metro. Dự án sẽ bao gồm tổ hợp công viên, nhà ở cao cấp và biệt thự – mô hình đô thị sinh thái.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Đan Phượng, Hà Nội.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 133ha.
- Thành phần chính: Căn hộ/ Biệt thự/ Shop house/ Trường học/ Bệnh viện/ Trung tâm mua sắm/ 16ha Công viên sinh thái với tổ hợp hồ bơi lớn nhất Việt Nam (trong nhà và ngoài trời).
- Thời gian ra mắt: 2022.

Nguồn: VND RESEARCH, VHM

Hình 17: Vinhomes Cổ Loa



Vinhomes Cổ Loa là dự án độc đáo với sự kết hợp giữa cộng đồng ngoại thành sôi động với tổ hợp triển lãm và hưởng lợi từ những dự án cầu đường sắp tới kết nối khu vực trung tâm và phía Bắc Hà Nội.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Cổ Loa, Đông Anh, Hà Nội.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 385ha.
- Thành phần chính: Căn hộ/ Biệt thự/ Shop houses/ Trường học/ Trung tâm thương mại/ Tổ hợp triển lãm.
- Thời gian ra mắt: 2022.

Nguồn: VND RESEARCH, VHM

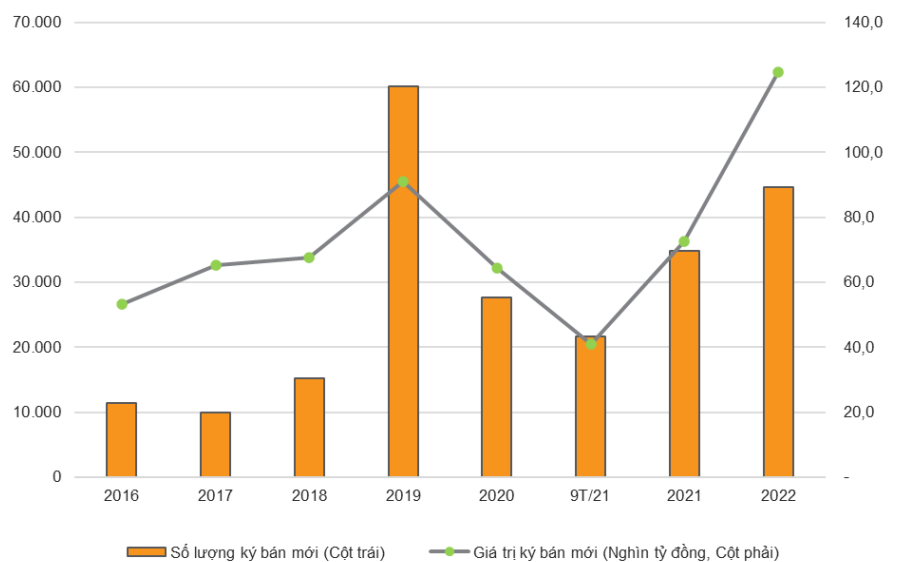
Về dài hạn hơn, VHM cho biết hai dự án trọng điểm của doanh nghiệp vẫn triển khai đúng tiến độ, công ty đã được chấp thuận chủ trương đầu tư cho hai dự án Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Cần Giờ. VHM hiện đang trong quá trình giải toả mặt bằng cho dự án Vinhomes Green Hạ Long và đang quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 cho dự án Vinhomes Cần Giờ. Đây là hai dự án

trọng điểm với tổng vốn đầu tư hơn 10 tỷ USD cho mỗi dự án. Chúng tôi hy vọng rằng Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ trở thành hai dự án “bom tấn” và là động lực tăng trưởng cho VHM trong dài hạn.

Triển vọng năm 2022-23: doanh số ký bán tăng trưởng mạnh mẽ với việc mở bán ba dự án mới

Doanh số ký bán đã bị ảnh hưởng bởi đại dịch, đặc biệt là đối với hoạt động bán lẻ. Cho năm 2021, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ hoàn thành khoảng 80% kế hoạch doanh số ký bán mới cho cả năm về giá trị hợp đồng (72,6 nghìn tỷ đồng so với 90,0 nghìn tỷ đồng như kế hoạch của công ty 2021). Trong năm 2022, chúng tôi hy vọng hoạt động ký bán mới sẽ trở lại quỹ đạo phục hồi với 44.585 căn (+27,8% svck) và 124,7 nghìn tỷ đồng doanh số (+71,7% svck). Theo đó, giá trị chưa ghi nhận tại thời điểm 30/9/2021 đạt 62,7 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng hoạt động mở bán sẽ duy trì tỷ lệ hấp thụ cao trên 95% trong năm 2021-22.

Hình 18: Hoạt động ký bán mới được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2021-23 như sau:

Dự báo năm 2021:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu ghi nhận khoảng 2,5 nghìn tỷ đồng từ Vinhomes Ocean Park sang năm 2022 do chậm trễ trong hoạt động bàn giao bởi ảnh hưởng từ đại dịch Covid-19 và ghi nhận 3,0 nghìn tỷ đồng từ Vinhomes Symphony sang doanh thu BCC.
- Chúng tôi giảm thu nhập tài chính năm 2021 xuống còn 7.202 tỷ đồng (-64,4% svck) từ 14.038 tỷ đồng trong dự phóng trước đó do doanh số buôn được ghi nhận ở doanh thu. Do đó, biên LN gộp tăng 9,9 điểm % lên 49,1% từ 39,5% trong dự phóng trước đó.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng năm 2021 tăng 9,2% so với dự phóng trước đó lên 31.812 tỷ đồng (+16,3% svck).

Dự báo năm 2022:

- Chúng tôi thận trọng trì hoãn giả định ghi nhận doanh thu từ Vinhomes Dream City và Vinhomes Wonder Park sang năm 2023 và 16.950 tỷ đồng bàn giao từ Vinhomes Gallery và Galaxy sang năm 2024.
- Nhìn chung, chúng tôi giảm 35,0% dự phóng doanh thu năm 2022 xuống 94.461 tỷ đồng (+7,7% svck) và giảm 34,3% LN ròng trong năm 2022 xuống còn 32.846 tỷ đồng (+3,2% svck).

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ ghi nhận phần lớn doanh thu từ bán lẻ còn lại ở 3 đại dự án bao gồm Ocean Park, Smart City và Grand Park.

Dự báo năm 2023:

- Chúng tôi điều chỉnh đồng loạt tiến độ bàn giao của các dự án Dream City, Green Hạ Long và Cần Giờ, dẫn đến doanh thu bàn giao giảm 32,6% so với dự phóng trước đó.

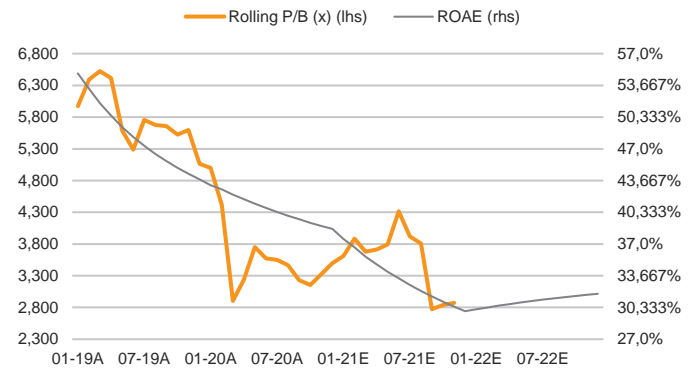
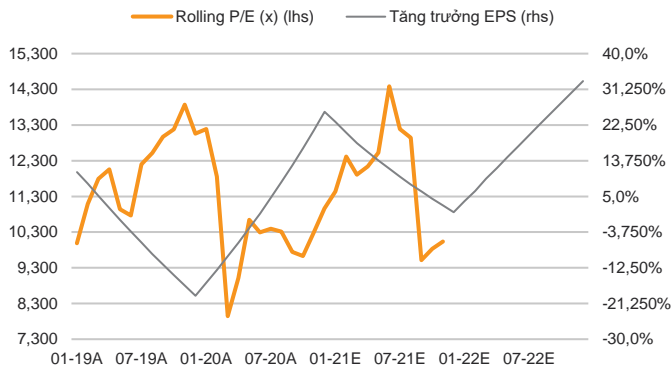
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2023 giảm 48,2% so với dự phóng cũ xuống còn 126.133 tỷ đồng (+33,5% svck) trong khi LN ròng năm 2023 giảm 38,0% so với dự phóng cũ xuống 52.301 tỷ đồng (+59,2% scvk).

Hình 19: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2021-23

(tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	87.716	94.461	126.133	83.246	145.294	243.589	5,4%	-35,0%	-48,2%
LN gộp	43.071	44.353	75.555	32.891	71.226	117.543	31,0%	-37,7%	-35,7%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	49,1%	47,0%	59,9%	39,5%	49,0%	48,3%	+9,6 điểm %	-2,1 điểm %	+11,6 điểm %
Chi phí BH&QL	(4.372)	(4.043)	(6.455)	(5.773)	(8.510)	(13.276)	-24,3%	-52,5%	-51,4%
Doanh thu tài chính	7.202	7.294	5.431	14.038	5.276	6.596	-48,7%	38,2%	-17,7%
Chi phí tài chính	(3.879)	(3.835)	(5.356)	(3.558)	(3.081)	(3.471)	9,0%	24,4%	54,3%
LNTT	42.022	43.769	69.175	37.598	64.910	107.392	11,8%	-32,6%	-35,6%
LNST	33.617	35.016	55.340	30.078	51.928	85.913	11,8%	-32,6%	-35,6%
LNST công ty mẹ	31.812	32.846	52.301	29.133	49.971	84.291	9,2%	-34,3%	-38,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	87.716	94.461	126.133
Giá vốn hàng bán	(44.645)	(50.107)	(50.578)
Chi phí quản lý DN	(2.295)	(1.836)	(3.688)
Chi phí bán hàng	(2.077)	(2.208)	(2.767)
LN hoạt động thuần	38.699	40.310	69.099
EBITDA thuần	39.812	41.454	70.276
Chi phí khấu hao	(1.113)	(1.144)	(1.177)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	38.699	40.310	69.099
Thu nhập lãi	7.202	7.294	5.431
Chi phí tài chính	(3.879)	(3.835)	(5.356)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	42.022	43.769	69.175
Thuế	(8.404)	(8.754)	(13.835)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.805)	(2.170)	(3.039)
LN ròng	31.812	32.846	52.301
Thu nhập trên vốn	31.812	32.846	52.301
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	31.812	32.846	52.301

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	12.584	13.335	26.912
Đầu tư ngắn hạn	7.098	4.540	5.902
Các khoản phải thu ngắn hạn	44.629	52.583	67.554
Hàng tồn kho	34.387	69.078	92.947
Các tài sản ngắn hạn khác	7.471	7.820	8.617
Tổng tài sản ngắn hạn	106.169	147.355	201.933
Tài sản cố định	44.391	51.787	60.719
Tổng đầu tư	10.074	10.074	10.074
Tài sản dài hạn khác	71.417	74.504	92.658
Tổng tài sản	232.051	283.719	365.383
Vay & nợ ngắn hạn	8.209	12.673	16.755
Phải trả người bán	11.160	12.526	12.643
Nợ ngắn hạn khác	56.035	64.956	84.991
Tổng nợ ngắn hạn	75.404	90.155	114.388
Vay & nợ dài hạn	15.354	16.889	18.578
Các khoản phải trả khác	9.186	9.552	9.954
Vốn điều lệ và	43.544	43.544	43.544
LN giữ lại	81.540	114.386	166.687
Vốn chủ sở hữu	126.873	159.719	212.020
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.234	7.404	10.443
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	232.051	283.719	365.383

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	42.022	43.769	69.175
Khấu hao	1.113	1.144	1.177
Thuế đã nộp	(8.404)	(8.754)	(13.835)
Các khoản điều chỉnh khác	6.958	7.325	5.452
Thay đổi VLĐ	(28.222)	(35.922)	(37.724)
LC tiền thuần HKĐK	13.467	7.562	24.244
Đầu tư TSCĐ	(10.237)	(8.075)	(9.644)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(7.202)	(7.294)	(5.431)
Các khoản khác	3.709	2.558	(1.362)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(13.730)	(12.811)	(16.437)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	10.049	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	5.550	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.393)	5.999	5.770
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(15.073)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(867)	5.999	5.770
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13.714	12.584	13.335
LC tiền thuần trong năm	(1.129)	751	13.578
Tiền & tương đương tiền cuối kì	12.584	13.335	26.912

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	36,3%	34,8%	41,5%
Vòng quay TS	0,39	0,37	0,39
ROAA	14,2%	12,7%	16,1%
Đòn bẩy tài chính	2,10	1,80	1,75
ROAE	29,9%	22,9%	28,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	39,5	35,6	31,7
Số ngày nắm giữ HTK	281,1	503,2	670,8
Số ngày phải trả tiền bán	91,2	91,2	91,2
Vòng quay TSCĐ	2,12	1,96	2,24
ROIC	20,4%	16,7%	20,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,6	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,3
Vòng quay tiền	229,4	447,6	611,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	22,6%	7,7%	33,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	83,7%	4,2%	71,4%
Tăng trưởng LN ròng	16,3%	3,2%	59,2%
Tăng trưởng EPS	1,1%	(8,7%)	59,2%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn - Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>