

Vinhomes (VHM)

Kết quả yếu kém quý 1/2021 chỉ là tạm thời

- LNST 1Q21 của cổ đông công ty mẹ giảm -21.2% n/n xuống còn 5.4 ngàn tỷ đồng, bất chấp doanh thu bán giao ấn tượng.
- Hai dự án mới (Wonder Park, Dream City) tung ra trong Quý 2/21 mang lại giá trị bán hàng khoảng 20 ngàn tỷ đồng.
- Duy trì MUA với giá mục tiêu được không đổi 121,700 đồng

Kết quả Quý 1/21 không rõ ràng với lợi nhuận giảm và doanh thu tăng trưởng tốt

Vinhomes báo cáo doanh thu quý 1/21 tăng trưởng mạnh mẽ 99.2% n/n đạt 12,9 tỷ đồng chủ yếu nhờ doanh thu bất động sản tăng 75.2% n/n lên 10 tỷ đồng, tương ứng với 2,900 căn hộ được bàn giao trong quý 121. Các dự án đóng góp chính vào doanh số bán bất động sản bao gồm 1) Ocean Park (6.1 ngàn tỷ đồng trong đó doanh thu bán buôn là 2.9 ngàn tỷ đồng), Grand Park (1,5 tỷ đồng), Smart City (1.3 ngàn tỷ đồng). Tuy nhiên, lợi nhuận ròng sụt giảm -21,2% n/n xuống còn 5.4 ngàn tỷ đồng do không có khoản thu nhập tài chính 8,3 tỷ đồng từ các giao dịch bán buôn được ghi nhận trong quý 1/20.

Mặc dù lợi nhuận ròng sụt giảm nhưng doanh số bán hàng mới trong Quý 1/21 vẫn sôi động với giá trị bán hàng là 6 ngàn tỷ đồng, cao hơn 2 lần n/n, tương đương với 1,592 căn hộ bán được.

Tính đến cuối Q1/21, giá trị bán hàng chưa ghi nhận vào doanh thu là 55.4 ngàn tỷ đồng, trong đó giá trị bán sỉ là 20 ngàn tỷ đồng. Chúng tôi sẽ xem xét sau khi có thêm thông tin chi tiết

Hai dự án mới sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh số bán hàng

Theo ban lãnh đạo, công ty sẽ tung ra hai đại dự án là Wonder Park và Dream City từ quý 2/21 và kỳ vọng tổng giá trị bán hàng của hai dự án trong năm 2021 là 20 ngàn tỷ đồng. Con số này bổ sung vào ước tính tổng giá trị ước bán của công ty trong cả năm là 91 ngàn tỷ đồng.

Chúng tôi duy trì ước tính doanh thu bán sỉ là 24-27 tỷ đồng trong năm 2021 từ ba đại dự án hiện tại và từ những dự án sắp tới. Dự phóng năm 2021 của chúng tôi không thay đổi cụ thể như sau chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu 21.7% n/n lên 86.2 ngàn tỷ đồng và tăng trưởng lợi nhuận công ty mẹ 17.5% n/n lên 32.7 ngàn tỷ đồng nhờ việc bàn giao tổng cộng 14,000 căn còn lại của Grand Park, Smart City và Ocean Park.

Định giá rẻ bất chấp tăng trưởng vững chắc

Chúng tôi giữ nguyên đánh giá MUA vào ở giá mục tiêu không đổi là 121.700 đồng. Chiến lược bán hàng linh hoạt trong việc kết hợp bán lẻ và bán sỉ dường như đã giúp công ty chống chọi được với những cơn sóng gió của thị trường, duy trì các hoạt động bán hàng liên tục và tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng định giá thấp như hiện nay của VHM là không có cơ sở vì VHM sẽ đạt lợi nhuận cao nhất trên sàn trong năm 2021.

Đánh giá **MUA**

Giá mục tiêu **121,700**

Lợi nhuận **+21.9%** (gồm 1.0% cổ tức tiền mặt)

Thông kê

VNIndex (28/04, điểm)	1,230
Giá cp (28/04, đồng)	100,900
Vốn hóa (tỷ đồng)	14,402
SLCP lưu hành (triệu)	3,290
Caو/ Thấp 52 tuần (đồng)	108,600/63,600
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	12.71
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	20.7/22.5
Cổ đông lớn (%)	
Vingroup	69.66
Chính phủ Singapore	5.78
Viking Asia Holdings II	5.65

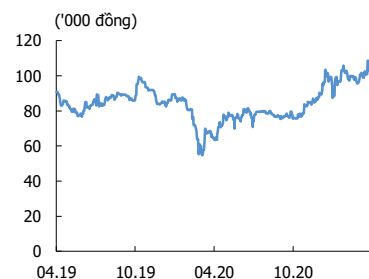
Định giá

	2019A	2020F	2021F
PE (x)	12.1	10.3	9.2
PB (x)	3.9	2.9	2.3
ROE (%)	39.1	32.4	27.8
Cổ tức (%)	0.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	16.6	9.0	6.3
EPS (đồng)	8,311	9,763	10,984
BPS (đồng)	25,719	34,482	44,467

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	5.4	33.5	56.2
Tương đối với VNI (%p)	(0.4)	(0.9)	(6.9)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Nhà Lạ

nhan.lt@kisvn.vn

Tiêu điểm trong buổi họp nhà đầu tư quý 1/21

Công ty hướng tới mục tiêu doanh số bán hàng ở mức 91 ngàn tỷ đồng trong năm 2021, cao hơn nhiều lần so với 2020 (ở mức 64 ngàn tỷ đồng) trong đó các giá trị hợp đồng bán lẻ sẽ đóng góp 60% và bán buôn sẽ là 40% (tổng giá trị bán hàng trong năm 2021 tương đương với 37.000 căn). 60% doanh số bán hàng sẽ đến từ các dự án hiện có (chủ yếu là các siêu dự án). Đồng thời công ty cũng đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận ở mức 15% trong năm 2021, tương ứng với khoảng 31.5 ngàn tỷ, phù hợp với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, con số cuối cùng sẽ phải được thông qua tại đại hội cổ đông sắp tới.

Trong buổi họp báo, VHM chia sẻ công ty đã ký các hợp đồng dài hạn cho giá nguyên vật liệu đầu vào, do đó công ty kỳ vọng KQKD năm 2021 sẽ không bị ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu đầu vào tăng. Tuy nhiên, do thép chiếm 5% tổng giá trị căn hộ, do vậy biên lợi nhuận gộp của công ty có thể sẽ biến động giảm từ 1-2% nếu giá thép vẫn duy trì ở mức cao hiện tại trong hai năm tới.

Trong quý 1/21 VHM chia sẻ doanh thu HĐ tài chính đạt 2.3 ngàn tỷ đồng (giảm 73.1% so với cùng kỳ). Công ty đã ghi nhận 20% lợi nhuận còn lại từ thương vụ bán sỉ dự án với Mitsubishi và Nomura với giá trị là 1.7 nghìn tỷ đồng (80% giá trị thương vụ được ghi nhận vào Q4/2020), sát với dự báo của KIS. Chi phí tài chính là 1.2 nghìn tỷ đồng trong khi chi phí bán hàng & quản lý là 1.1 nghìn tỷ đồng (tăng 44.6% so với cùng kỳ). Đối với dự án Green Hạ Long và dự án Vũ Yên tại thành phố Hải Phòng, VHM dự kiến sẽ nhận được sự chấp thuận của Chính phủ vào cuối năm nay và bán hàng vào năm 2022. Vinhomes Cần Giờ đã được duyệt quy hoạch 1/500 của chính phủ. Hiện nay, công ty vẫn đang trong quá trình đầu tư đất đai hạ tầng, và công ty dự kiến sẽ bắt đầu triển khai vào năm 2022. Hai dự án trên được xem là siêu dự án, là trọng tâm của chiến lược phát triển VHM trong tương lai. Việc mua lại khu công nghiệp Vinfast có thể sẽ hoàn thành vào cuối chậm nhất cuối Q3/21.

Bảng cân đối kế toán: Tổng số dư các khoản mục trên bảng CĐKT liên quan đến Vingroup (gồm các khoản phải thu khác, tài sản khác) không thay đổi nhiều, là 49.6 ngàn tỷ đồng so với thời cuối năm 2020. Theo Công ty, số dư này là tiền đặt cọc chuyển nhượng đất KCN và hạ tầng từ Vinfast sang Vinhomes, cộng với nhiều dự án BĐS gồm Vinhomes Galaxy, Vinhomes Cổ Loa và Vinhomes Gallery. Vingroup vẫn là chủ đầu tư chính thức của một số dự án (trên giấy tờ được phê duyệt) và lợi ích tại các dự án được chuyển sang cho Vinhomes thông qua các hợp đồng hợp tác kinh doanh (hợp đồng BCC); và chúng tôi hiểu rằng những khoản đặt cọc nêu trên phản ánh vốn đầu tư Vinhomes bỏ ra cho các giai đoạn phát triển ban đầu của các dự án trên. Tuy nhiên, KIS cho rằng nếu tăng lên đáng kể, các khoản mục có liên quan đến Vingroup cần được theo dõi sát. Tỷ lệ nợ thuần/vốn chủ sở hữu đã tăng lên 14,3% từ 10,2% tại thời điểm cuối năm 2020 nhưng vẫn ở mức an toàn theo quan điểm của chúng tôi.

Bảng 1. Lợi nhuận 1Q21

(Tỷ đồng, %, điểm %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	QoQ	YoY	Consensus
Doanh thu	6,519.0	16,377.5	26,482.6	21,511.6	12,986.4	(39.6)	99.2	N.A
LN gộp	2,949.0	6,454.6	9,114.8	7,298.2	6,212.3	84.1	209.7	N.A
Biên LN gộp	45.2	39.4	34.4	33.9	47.8	13.9	2.6	N.A
LN hoạt động	2,171.0	5,612.8	7,538.3	5,680.1	5,087.4	(10.4)	134.3	N.A
Biên LN hoạt động	33.3	34.3	28.5	26.4	39.2	12.8	5.9	N.A
LNTT	10,124.0	5,030.4	7,502.5	14,847.7	7,085.0	(52.3)	(30.0)	N.A
LNST	6,844.0	3,758.5	6,058.3	11,502.5	5,396.1	(53.1)	(21.2)	N.A

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

■ Tổng quan về công ty

Vinhomes đang vận hành một mô hình phát triển bất động sản khép kín từ phát triển dự án, lên kế hoạch tổng thể, thiết kế, giải phóng mặt bằng, xây dựng, bán, bàn giao, quản lý và bảo trì sau bán hàng. Ngoài các dự án bất động sản đang triển khai, VHM còn phát triển và kinh doanh các dự án toà nhà văn phòng cho thuê. Các dự án văn phòng VHM nằm cạnh các dự án của Vinhomes và hoạt động như một phần của các dự án khu chức hợp do VHM phát triển. Là một công ty con của Vingroup, VHM có điều kiện thuận lợi để đầu tư và phát triển các dự án BĐS, có mối quan hệ chặt chẽ với các đối tác công ty mẹ và tận dụng lợi thế từ hệ sinh thái Vingroup.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	91,203	139,555	102,010	182,590	326,405
Tiền và tương đương tiền	3,515	13,332	12,479	52,032	109,001
Phải thu	43,356	47,468	34,024	39,134	52,835
Hàng tồn kho	36,743	60,297	43,227	75,138	137,419
Tài sản dài hạn	24,771	36,237	56,248	67,476	97,813
Tài sản cố định	100	625	6,075	5,700	5,306
Đầu tư tài chính	24,670	35,612	50,173	61,776	92,508
Khác	3,716	21,449	56,680	66,134	62,992
Tổng tài sản	119,689	197,241	214,937	316,201	487,210
Người mua trả trước	14,207	40,246	27,310	69,296	203,778
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	2,504	6,078	10,860	10,460	7,355
Khác	22,924	59,697	62,126	67,147	72,671
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	6,403	18,162	10,998	9,814	12,245
Nợ và TP dài hạn	25,506	8,343	13,958	39,094	36,663
Tổng nợ và phải trả	71,544	132,526	125,252	195,812	332,712
VCSH	43,231	56,096	86,148	115,500	148,943
Vốn điều lệ	33,495	33,495	33,495	33,495	33,495
Thặng dư	295	295	295	295	295
Quý khác	1,814	(3,734)	(4,151)	(4,151)	(4,151)
LN giữ lại	7,627	26,040	56,509	85,861	119,304
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,912	8,619	3,538	4,889	5,555
Tổng VCSH	48,143	64,715	89,685	120,388	154,497

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Dòng tiền hoạt động	(1,463)	51,928	22,273	21,674	85,613
LN ròng	14,284	21,747	27,839	32,701	36,793
Khấu hao và khấu trừ	262	352	583	963	1,015
Tăng vốn lưu động ròng	(3,331)	38,178	10,910	(4,389)	53,029
Dòng tiền đầu tư	(17,842)	(27,320)	(21,171)	(2,724)	(25,295)
Tài sản cố định	0	0	0	0	0
Tăng đầu tư tài chính	(17,842)	(27,320)	(21,171)	(2,724)	(25,295)
Dòng tiền tài chính	21,259	(14,792)	(1,955)	20,603	(3,350)
Tăng vốn chủ	12,241	(5,550)	(821)	0	0
Tăng nợ	9,963	(5,555)	(976)	23,953	(0)
Chi trả cổ tức	(945)	(3,687)	(158)	(3,350)	(3,350)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	1,954	9,817	(853)	39,553	56,968

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	38,664	51,627	70,890	86,239	81,122
Giá vốn hàng bán	28,603	24,171	45,104	43,444	30,547
LN gộp	10,061	27,456	25,787	42,795	50,575
Chi phí BH & QLDN	2,444	4,237	5,078	6,174	6,868
LN hoạt động	7,617	23,219	20,709	36,620	43,707
Doanh thu tài chính	9,046	20,718	8,981	5,944	3,844
Thu nhập lãi	1,544	2,379	2,496	8,981	5,944
Chi phí tài chính	2,549	3,702	3,036	2,815	1,863
Chi phí lãi vay	2,378	2,984	3,036	2,815	1,863
LN khác	(7)	30	(678)	0	(10)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	19,719	29,746	37,047	42,565	46,826
Thuế TNDN	4,942	5,427	8,280	8,513	9,367
LN sau thuế	14,776	24,319	28,767	34,052	37,459
LN ròng cho công ty mẹ	14,284	21,747	27,839	32,701	36,793
EBITDA	7,879	23,570	21,292	37,584	44,722

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	4,567	6,493	8,311	9,763	10,984
BPS	12,907	16,748	25,719	34,482	44,467
DPS	0	1,101	47	1,000	1,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	152.8	33.5	37.3	21.7	(5.9)
LN hoạt động	143.5	204.8	(10.8)	76.8	19.4
LN ròng	913.3	52.2	28.0	17.5	12.5
EPS	(19.0)	42.2	28.0	17.5	12.5
EBITDA	122.7	199.2	(9.7)	76.5	19.0
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	19.7	45.0	29.2	42.5	53.9
Biên LN ròng	38.2	47.1	40.6	39.5	46.2
Biên EBITDA	20.4	45.7	30.0	43.6	55.1
ROA	6.0	12.1	7.4	11.0	8.7
ROE	57.0	43.8	39.1	32.4	27.8
Suất sinh lợi cổ tức		1.1	0.0	1.0	1.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0	17.0	0.6	10.2	9.1
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	28,393	13,173	12,477	(3,124)	(60,092)
Nợ ròng/VCSH (%)	59.0	20.4	13.9	(2.6)	(38.9)
Định giá (x)					
PE	22.1	15.5	12.1	10.3	9.2
PB	7.8	6.0	3.9	2.9	2.3
EV/EBITDA	44.3	15.3	16.6	9.0	6.3

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 28/04/2021.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Các chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 28/04/2021.

Người thực hiện: Nhân Lại

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2021 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.