

13/08/2020

# Vinhomes (VHM)

## Tăng trưởng bền bỉ giữa đại dịch COVID-19

- Kết quả 2Q20 thấp hơn kỳ vọng
- Lợi nhuận 2020 có thể dẫn đầu thị trường nhờ bàn giao các dự án khu đô thị lớn và bán buôn
- Duy trì MUA với giá mục tiêu được nâng lên 93,500 đồng

### Kết quả 2Q20 thất vọng

Vinhomes báo cáo LNST công ty mẹ 2Q20 giảm 48.6% n/n đạt 3.7 nghìn tỷ đồng, doanh thu giảm 21.6% n/n đạt 16.3 nghìn tỷ đồng (bàn giao 9,900 căn hộ). Chúng tôi cho rằng tiến độ bàn giao chậm so với kế hoạch của Grand Park (~3,000 căn) trong tháng 6 là lý do doanh thu 2Q20 sụt giảm và 1) biên lãi gộp 2Q20 giảm 4.9 điểm % n.n và 2) khoản tiền phạt trả cho GIC 892 tỷ đồng làm cho LNST công ty mẹ 2Q20 giảm mạnh hơn so với doanh thu. Mặc dù KQKD 2Q20 mờ nhạt, LNST của cổ đông công ty mẹ 6 tháng đầu năm vẫn tăng trưởng ở mức 7.6% n/n nhờ ghi nhận khoản thu nhập 7,508 tỷ đồng từ chuyển nhượng một phần dự án Grand Park ghi nhận trong 1Q20.

### 6 tháng cuối năm 2020 nhiều triển vọng

Xét đến ảnh hưởng của COVID-19 có thể làm chậm tiến độ giao nhà của VHM do người mua không có khả năng thanh toán kịp thời, chúng tôi dự phóng 94% tổng số căn hộ bán lẻ (~31,000 căn) có thể được bàn giao trong năm 2020. Chúng tôi tin rằng tổng ba giao dịch bán buôn trị giá 18.5 nghìn tỷ đồng có thể được ghi nhận vào doanh thu năm 2020. Nhìn chung, doanh thu 2020 của VHM có thể tăng 77.8% n/n lên 91.8 nghìn tỷ đồng và LNST công ty mẹ 2020 có thể tăng 32.9% n/n lên 28.9 nghìn tỷ đồng.

Tuy nhiên, các doanh thu ký bán từ kênh bán lẻ năm 2020 có thể bị ảnh hưởng do 1) quy trình pháp lý kéo dài không tiến triển kể từ năm 2018 2) nhu cầu mua giảm sút bởi COVID-19. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu ký bán từ kênh bán lẻ 2020 đạt 46 nghìn tỷ đồng (-11% n/n) nhờ sự ra mắt của Wonder Park và các đợt mở bán tiếp theo của ba đại đô thị dự án.

### Định giá rẻ bất chấp tăng trưởng vững chắc

Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA nhưng nâng giá mục tiêu dựa trên RNAV lên 93,500 đồng để phản ánh việc nhận tiền nhanh hơn từ ba giao dịch bán buôn. Chiến lược bán hàng linh hoạt trong việc kết hợp bán lẻ và bán buôn giúp công ty chống chọi được với những cơn sóng gió của thị trường, duy trì hoạt động bán hàng liên tục và tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu VHM nhờ vị thế dẫn đầu và thống lĩnh thị trường Việt Nam cả về quỹ đất và năng lực thực hiện.

Đánh giá **MUA**

Giá mục tiêu **93,500**

Lợi nhuận **+19%** (gồm 1.3% cổ tức tiền mặt)

#### Thống kê

VNIIndex (13/08, điểm)	855
Giá cp (13/08, đồng)	79,400
Vốn hóa (tỷ đồng)	263,819
SLCP lưu hành (triệu)	3,290
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	99,500/54,800
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	126
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	23.4/20.1
Cổ đông lớn (%)	
Vingroup	70.9
KIMC	0.8
Norges Bank	0.3

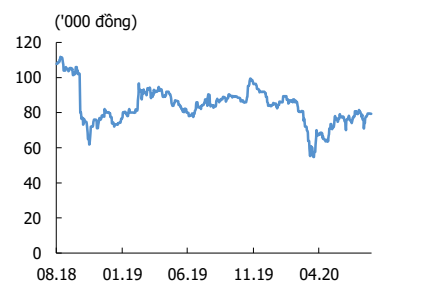
#### Định giá

	2019A	2020F	2021F
PE (x)	12.2	9.2	8.1
PB (x)	4.7	3.1	2.4
ROE (%)	43.8	40.3	32.7
Cổ tức (%)	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA (x)	12.2	8.8	8.8
EPS (đồng)	6,493	8,627	9,770
BPS (đồng)	16,748	26,031	33,756

#### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.4	(7.7)	(4.2)
Tương đối với VNI (%p)	1.6	0.4	5.6

#### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Nhà Lạ

nhan.lt@kisvn.vn

**Bảng 1. Lợi nhuận 2Q20**

(Tỷ đồng, %, điểm %)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	q/q	n/n	Kỳ vọng
Doanh thu	20,883	10,906	13,985	6,519	16,377	151.2	(21.6)	N.A
LN gộp	9,246	6,766	10,115	2,949	6,455	217.9	68.8	N.A
Biên LN gộp	44.3	62.0	72.3	45.2	39.4	(5.8)	(4.9)	N.A
LN hoạt động	8,303	6,121	7,893	2,171	5,613	158.5	(32.4)	N.A
Biên LN hoạt động	39.8	56.1	56.4	33.3	34.3	1.0	(5.5)	N.A
LNTT	10,029	7,626	8,733	10,124	5,030	(50.3)	(49.8)	N.A
LNST	7,313	5,470	6,424	6,844	3,758	(45.1)	(48.6)	N.A

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

**Bảng 2. Dự phóng lợi nhuận**

(Tỷ đồng, đồng, %, điểm %)

	2019				2020		2019	2020F	1Q20		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP			q/q	n/n	Kỳ vọng (BB)
<b>Doanh thu thuần</b>	5,853	20,883	10,906	13,985	6,519	16,377	51,627	76,153	151.2	(21.6)	N.A
Bàn giao BĐS	4,837	20,128	9,992	13,205	5,717	15,608	48,162	71,895	173.0	(22.5)	
Quản lý vận hành	308	397	357	421	366	438	1,483	2,203	19.6	10.3	
Cho thuê	299	275	380	160	278	216	1,114	1,143	(22.3)	(21.4)	
Khác	408	84	177	199	158	116	869	912	(26.9)	37.5	
<b>LN gộp</b>	1,330	9,246	6,766	10,115	2,949	6,455	27,456	31,346	217.9	68.8	N.A
Biên LN gộp	22.7	44.3	62.0	72.3	45.2	39.4	53.2	41.2	(5.8)	(4.9)	
Chi phí BH & QL	427	944	645	2222	778	842	4,237	7,745	8.2	(10.8)	
<b>LN hoạt động</b>	903	8,303	6,121	7,893	2,171	5,613	23,219	23,601	158.5	(32.4)	
Thu nhập tài chính	2,940	2,378	2,340	1,386	8,591	1,007	9,044	16,192	(88.3)	(57.6)	
Chi phí tài chính	507	659	787	595	634	701	2,549	2,242	10.6	6.4	
Thu nhập khác	23	7	-48	48	(4,024)	-888	30	(10)	0.0	0.0	
LN trước thuế	3,358	10,029	7,626	8,733	10,124	5,030	29,746	37,540	(50.3)	(49.8)	
LN ròng	2,687	8,519	6,142	6,971	7,645	3,801	24,319	30,032	(50.3)	(55.4)	
<b>LNST của cty mẹ</b>	2,540	7,313	5,470	6,424	6,844	3,758	21,747	27,025	(45.1)	(48.6)	N.A
EBITDA	890	8,323	6,159	8,199	2,256	5,723	23,570	23,900	153.7	(31.2)	
Biên EBITDA	15.2	39.9	56.5	58.6	34.6	34.9	45.7	31.4	0.3	(5.0)	
Biên LN hoạt động	15.4	39.8	56.1	56.4	33.3	34.3	45.0	31.0	1.0	(5.5)	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

**Bảng 3. Định giá**

(Tỷ đồng, triệu CP, đồng)

Tổng giá trị và đầu tư	Giá trị hợp lý	Phương pháp
BĐS khu dân cư	320,650	DCF
Cho thuê văn phòng	24,093	DCF
Khác	353	BV
<b>Tổng giá trị BĐS</b>	<b>345,095</b>	
<b>Tăng:</b>		
Tiền và tương đương tiền	12,076	BV
Tài sản khác	33,173	BV
<b>Giảm:</b>		
Nợ ròng (không gồm CB)	20,124	BV
Nợ khác	47,498	BV
Lợi ích CĐ thiểu số	9,416	
<b>Chiết khấu RNAV</b>	<b>313,306</b>	
SL cổ phiếu lưu hành	3,350	
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>93,500</b>	
Giá thị trường	79,400	
Suất sinh lợi kỳ vọng	17.7%	

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. Theo CBRE, VHM sở hữu 22% thị phần BĐS dân cư tại Việt Nam, vượt đối thủ đứng thứ hai 4%. 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 toà nhà 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	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	44,421	91,203	139,555	183,977	254,496
Tiền và tương đương tiền	1,562	3,515	13,332	39,374	34,959
Phải thu	24,775	43,356	47,468	57,138	63,992
Hàng tồn kho	16,891	36,743	60,297	68,418	130,121
Tài sản dài hạn	5,677	24,771	36,237	44,169	76,222
Tài sản cố định	1,297	100	625	587	548
Đầu tư tài chính	4,380	24,670	35,612	43,582	75,674
Khác	1,206	3,716	21,449	20,801	17,714
<b>Tổng tài sản</b>	<b>51,304</b>	<b>119,689</b>	<b>197,241</b>	<b>248,948</b>	<b>348,432</b>
Người mua trả trước	16,846	14,207	40,246	29,330	89,767
Doanh thu chưa thực hiện	17	0	0	0	0
Phải trả người bán	925	2,504	6,078	13,164	8,739
Khác	8,065	22,924	59,697	65,301	71,466
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	8,700	6,403	18,162	10,416	10,416
Nợ và TP dài hạn	6,628	25,506	8,343	31,492	41,492
<b>Tổng nợ và phải trả</b>	<b>41,180</b>	<b>71,544</b>	<b>132,526</b>	<b>149,703</b>	<b>221,881</b>
VCSH	6,904	43,231	56,096	87,192	113,066
Vốn điều lệ	2,000	33,495	33,495	33,495	33,495
Thặng dư	0	295	295	295	295
Quý khác	(99)	1,814	(3,734)	1,816	1,816
LN giữ lại	5,003	7,627	26,040	51,585	77,460
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,220	4,912	8,619	12,053	13,485
<b>Tổng VCSH</b>	<b>10,124</b>	<b>48,143</b>	<b>64,715</b>	<b>99,245</b>	<b>126,551</b>

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	2,796	(1,463)	51,928	4,897	15,074
LN ròng	1,410	14,284	21,747	28,895	32,724
Khấu hao và khấu trừ	410	262	352	299	303
Tăng vốn lưu động ròng	337	(3,331)	38,178	(16,055)	(9,774)
Dòng tiền đầu tư	(9,459)	(17,842)	(27,320)	9,091	(26,139)
Tài sản cố định	0	0	0	0	0
Tăng đầu tư tài chính	(9,459)	(17,842)	(27,320)	9,091	(26,139)
Dòng tiền tài chính	5,422	21,259	(14,792)	12,054	6,650
Tăng vốn chủ	28	12,241	(5,550)	0	0
Tăng nợ	5,394	9,963	(5,555)	15,403	10,000
Chi trả cổ tức	0	(945)	(3,687)	(3,350)	(3,350)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
<b>Tăng tiền mặt</b>	<b>(1,241)</b>	<b>1,954</b>	<b>9,817</b>	<b>26,041</b>	<b>(4,415)</b>

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	15,297	38,664	51,627	91,787	75,138
Giá vốn hàng bán	10,131	28,603	24,171	52,347	34,753
LN gộp	5,167	10,061	27,456	39,440	40,385
Chi phí BH & QLDN	2,038	2,444	4,237	7,819	7,095
LN hoạt động	3,128	7,617	23,219	31,621	33,290
Doanh thu tài chính	14,565	9,046	11,678	6,121	3,720
Thu nhập lãi	964	1,544	2,379	2,496	6,121
Chi phí tài chính	2,457	2,549	2,877	1,078	3,798
Chi phí lãi vay	2,383	2,378	2,877	1,078	3,798
LN khác	(243)	(7)	30	(10)	(10)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	(88)	0	0	0	0
LN trước thuế	2,109	19,719	29,746	40,411	41,823
Thuế TNDN	543	4,942	5,427	8,082	7,667
LN sau thuế	1,565	14,776	24,319	32,329	34,156
LN ròng cho công ty mẹ	1,410	14,284	21,747	28,895	32,724
<b>EBITDA</b>	<b>3,539</b>	<b>7,879</b>	<b>23,570</b>	<b>31,920</b>	<b>33,593</b>

**Chỉ số tài chính**

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	5,639	4,567	6,493	8,627	9,770
BPS	27,617	12,907	16,748	26,031	33,756
DPS	0	0	1,101	1,000	1,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	36.4	152.8	33.5	77.8	(18.1)
LN hoạt động	37.7	143.5	204.8	36.2	5.3
LN ròng	(14.5)	913.3	52.2	32.9	13.3
EPS	(14.5)	(19.0)	42.2	32.9	13.3
EBITDA	34.7	122.7	199.2	35.4	5.2
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	20.5	19.7	45.0	34.5	44.3
Biên LN ròng	10.2	38.2	47.1	35.2	45.5
Biên EBITDA	23.1	20.4	45.7	34.8	44.7
ROA	4.8	6.0	12.1	11.3	9.1
ROE	31.0	57.0	43.8	40.3	32.7
Suất sinh lợi cổ tức			1.4	1.3	1.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0	0.0	17.0	11.6	10.2
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	13,765.7	28,393.3	13,173.1	2,534.9	16,949.4
Nợ ròng/VCSH (%)	136.0	59.0	20.4	2.6	13.4
Định giá (x)					
PE	14.1	17.4	12.2	9.2	8.1
PB	2.9	6.2	4.7	3.1	2.4
EV/EBITDA	10.4	35.7	12.2	8.8	8.8

■ **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 13/08/2020.

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 13/08/2020.

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 chụp, 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 © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, 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.