

CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (VHM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND105.800

Giá mục tiêu

VND134.300

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 22/02/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: KQ:15 TL:1 KKQ:0

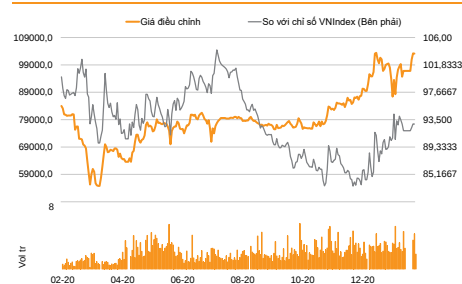
Giá mục tiêu/Consensus: 25,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Điều chỉnh giảm LN ròng 2021 và 2022 xuống lần lượt 20,0% và 15,1%.

➢ LN ròng 2023 tăng 24,1%.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	105.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	54.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	242.557tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	339.149
Free float (%)	18
P/E trượt (x)	12,2
P/B hiện tại (x)	3,9

Cơ cấu sở hữu

Vingroup JSC.	69,7%
Government of Singapore	5,8%
Viking Asia Holdings II Pte. Ltd.	5,5%
Khác	19,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

Doanh số ký bán mới tăng trưởng mạnh trong 2021

- Quý 4/2020 chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu và lợi nhuận ròng Q4/2020 lần lượt tăng 53,8% và 79,1% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán mới sẽ tăng 45% svck, đóng góp chủ yếu từ 3 đại dự án đang triển khai.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu mới tại 134.300 đồng/cp.

KQKD Q4/2020 cho thấy sự tăng trưởng vững chắc

KQKD Q4/20 của VHM duy trì được sự tăng trưởng mạnh mẽ kể từ Q3/20 sau khi giảm nhẹ ở 6T/2020. Trong Q4/20, VHM đã bàn giao tổng cộng 11.600 căn hộ, biệt thự và nhà liền kề, chủ yếu đến từ 3 đại dự án là Vinhomes Ocean Park, Grand Park và Smart City. Qua đó, doanh thu Q4/20 tăng 53,8% svck và LN ròng tăng 79,1% svck. Cho cả năm 2020, doanh thu điều chỉnh sau khi gộp cả phần DT bán buôn ghi nhận trong DT tài chính đạt tổng cộng 93,9 nghìn tỷ đồng (+44% svck). LN ròng 2020 tăng 28,0% svck lên 27.839 tỷ đồng, vượt 11,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

Sự hồi phục của thị trường BĐS nhà ở thúc đẩy tăng trưởng bán hàng trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2021 dựa trên ba yếu tố sau: 1) Sự phục hồi của các yếu tố vĩ mô thúc đẩy thị trường BĐS vào năm 2021; 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 đóng góp một phần đáng kể vào tổng nguồn cung ở cả miền Bắc và miền Nam trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng khối lượng và giá trị ký bán mới năm 2021 của VHM sẽ tăng tương ứng 34% và 45% svck.

Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép 44,7% trong giai đoạn 2020-23

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng của VHM lần lượt tăng 17,4% và 4,6% svck từ việc ghi nhận lượng căn hộ bán lẻ tại Ocean Park, Grand Park và Smart City cùng với việc mở bán 3 dự án mới là Dream City, Cổ Loa và Wonder Park. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng EPS sẽ tăng trưởng kép 44,7% trong giai đoạn 2020-23 nhờ bàn giao các đại dự án đang triển khai. Trong giai đoạn sau 2022, chúng tôi cho rằng Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là những “bom tấn” và động lực tăng trưởng chính cho VHM.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu đạt 134.300 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu dựa trên phương pháp RNAV là 134.300 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu VHM nhờ giá trị ký bán mới 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 là việc trì hoãn trong quá trình xin cấp giấy phép cho các dự án mới.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	51.627	70.890	83.246	145.294
Tăng trưởng DT thuần	33,5%	37,3%	17,4%	74,5%
Biên lợi nhuận gộp	53,2%	36,4%	39,5%	49,0%
Biên EBITDA	62,9%	57,3%	50,6%	47,8%
LN ròng (tỷ)	21.748	27.839	29.133	49.971
Tăng trưởng LN ròng	52,3%	28,0%	4,6%	71,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	52,0%	30,6%	2,6%	71,5%
EPS cơ bản	6.493	8.311	8.698	14.919
EPS điều chỉnh	6.493	8.311	8.698	14.919
BVPS	16.748	25.719	36.074	50.993
ROAE	43,8%	39,1%	28,2%	34,3%

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TÝ

DOANH THU CỦA VHM TRONG GIAI ĐOẠN 2020-21 ĐÓNG GÓP CHỦ YẾU TỪ VIỆC BÀN GIAO 3 ĐẠI DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI

KQKD phục hồi trong Q4/2020 góp phần tăng trưởng LN cả năm 2020

Nửa đầu năm đã chứng kiến sự chậm lại trong việc bàn giao cũng như các hoạt động bán hàng do sự bùng phát của đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rõ ràng sự phục hồi trong KQKD của VHM từ Q3/20, đặc biệt là trong Q4/20. Cụ thể, trong Q4/20, VHM đã bàn giao tổng cộng 11.600 căn hộ, biệt thự và nhà liền kề, chủ yếu đến từ 3 đại dự án là Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Grand Park và Vinhomes Smart City. Qua đó, Q4/20 công bố doanh thu và lợi nhuận ròng tăng mạnh 53,8%/79,1% svck.

Nhờ có sự phục hồi như vậy trong Q4/20, KQKD cả năm 2020 vẫn duy trì được đà tăng trưởng mạnh mẽ. Cụ thể, doanh thu 2020 đạt 70.890 tỷ đồng (+37,3% svck). Nếu tính cả lượng bán buôn ghi nhận trong doanh thu tài chính, doanh thu sau điều chỉnh của VHM đạt 93,9 nghìn tỷ đồng (+44% svck). LN ròng 2020 đạt 27.839 tỷ đồng (+28,0% svck), vượt 11,9% so với dự báo của chúng tôi do lợi ích của cổ đông thiểu số thấp hơn so với kỳ vọng.

Hình 1: Tóm tắt và so sánh KQKD

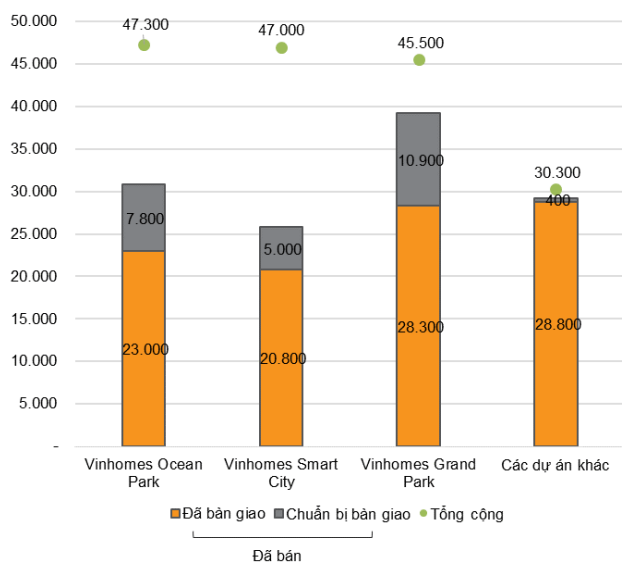
	Q4/2020	Q4/2019	% thay đổi svck	2020	2019	% thay đổi svck	% dự phóng 2020
							Nhận xét
Doanh thu thuần	21.512	13.985	53,8%	70.890	51.627	37,3%	88,9% Bàn giao tổng cộng 31.600 căn hộ, biệt thự, nhà liền kề trong năm 2020, đóng góp chủ yếu đến từ 3 đại dự án đang triển khai.
Chuyển nhượng BĐS	19.915	13.205	50,8%	66.721	48.162	38,5%	
Đóng góp chính:							
VH Ocean Park				19.400	25.200		
VH Grand Park				16.900			
VH Smart City				9.500	10.700		
VH Metropolis				6.800			
VH Green Bay					4.400		
VH Golden River					2.300		
Dịch vụ quản lý BĐS	281	341	-17,5%	1.425	1.325	7,6%	
Cho thuê	471	160	193,6%	1.229	1.192	3,0%	
Khác	845	279	202,8%	1.516	949	59,7%	
LN gộp	7.298	10.114	-27,8%	25.787	27.456	-6,1%	74,5% Về mức trung bình do năm 2019 ghi nhận doanh thu -7.0 từ hoạt động bán buôn của Vinhomes Ocean Park và điểm % Vinhomes Smart City với biên LN gộp cao.
Biên LN gộp	33,9%	72,3%	-38.4 điểm %	36,4%	53,2%	-16.8 điểm %	
Chi phí quản lý và bán hàng	(1.618)	(2.222)	-27,2%	(5.078)	(4.237)	19,8%	
% Chi phí QL&BH trên DT	7,5%	15,9%	-8.4 điểm %	7,2%	8,2%	-1.0 điểm %	-2.3 điểm %
Doanh thu tài chính	10.175	1.388	633,1%	20.718	9.046	129,0%	
Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC)	98	828	-88,2%	682	5.715	-88,1%	Ghi nhận bàn giao ít từ các dự án hợp tác kinh doanh, chủ yếu đóng góp bởi Vinhomes Star City (371 tỷ đồng) và Vinhomes Imperia (213 tỷ đồng). Quý 4/2020 ghi nhận thu nhập đáng kể từ chuyển nhượng các khoản đầu tư đến từ hoạt động bán buôn Vinhomes Grand Park (9.600 tỷ) và Vinhomes Smart City (3.600 tỷ) với biên LN gộp là 70%.
Thu nhập tài chính khác	10.077	560	1699,5%	20.036	3.871	417,6%	
Chi phí tài chính	(1.190)	(595)	99,9%	(3.702)	(2.549)	45,2%	
Thu nhập khác ròng	182	48	279,8%	(678)	30		
LNTT	14.848	8.733	70,0%	37.047	29.746	24,5%	107,4%
LNST	11.560	6.971	65,8%	28.767	24.319	18,3%	104,3%
LNST công ty mẹ	11.502	6.424	79,1%	27.839	21.747	28,0%	111,9% Lợi ích cổ đông thiểu số thấp hơn kỳ vọng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Ba đại dự án đang triển khai sẽ tiếp tục đóng góp chủ yếu vào DT năm 2021

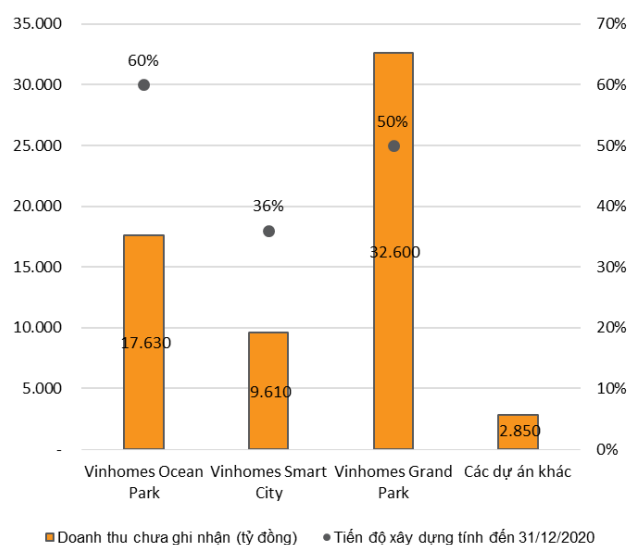
VHM dự kiến sẽ bàn giao 14.000 căn hộ từ bán lẻ 3 dự án lớn (Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park), trong đó khoảng 2.700 căn là nhà thấp tầng, chiếm hơn 50% giá trị bàn giao trong năm 2021.

Hình 2: Số căn lũy kế được bán và bàn giao/chuẩn bị bàn giao tính đến ngày 31/12/2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Còn khoảng 59.840 tỷ đồng DT chưa ghi nhận từ 3 đại dự án (tỷ đồng)



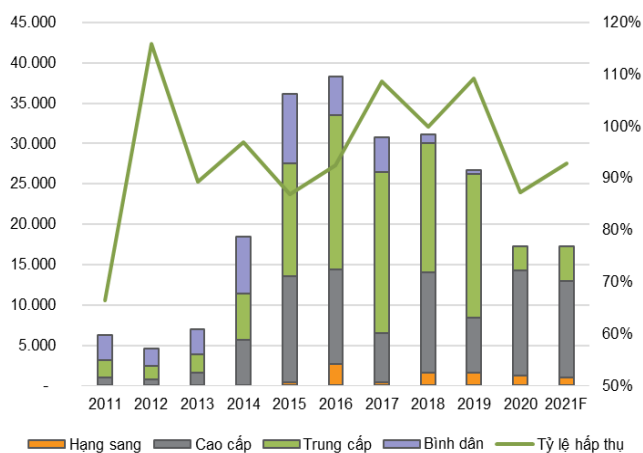
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

XÂY VỊ THẾ TIỀN PHONG VỮNG CHẮC TRONG THỊ TRƯỜNG BĐS NĂM 2021-22 VỚI THỊ PHẦN GIA TĂNG

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam sẽ hồi phục vào năm 2021 dựa trên ba yếu tố: 1) Sự phục hồi trên diện rộng của nền tảng vĩ mô thúc đẩy thị trường BĐS phục hồi theo vào năm 2021; 2) Quyết định mua nhà được hỗ trợ bởi lãi suất ở mức thấp; 3) Nguồn cung mới cải thiện nhờ việc nới lỏng các nút thắt pháp lý. Trong đó, chúng tôi cho rằng VHM sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường và đóng một vai trò quan trọng trong tổng nguồn cung căn hộ/nhà ở cũng như khối lượng giao dịch của thị trường.

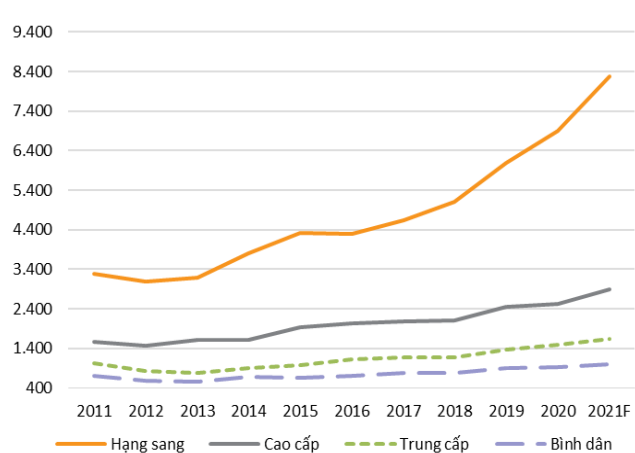
Nguồn cung mới trên thị trường được cải thiện trong năm 2021 với sự hiện diện của các dự án của VHM ở cả miền Bắc và miền Nam

Hình 4: Căn hộ chung cư tại TPHCM; Nguồn cung mới tăng nhờ nới lỏng nút thắt pháp lý



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 5: Giá căn hộ tại TPHCM (USD/m2) – trong khi phân khúc hạng sang và cao cấp sẽ có mức giá cao nhất trong năm, giá các phân khúc khác sẽ ổn định vào năm 2021



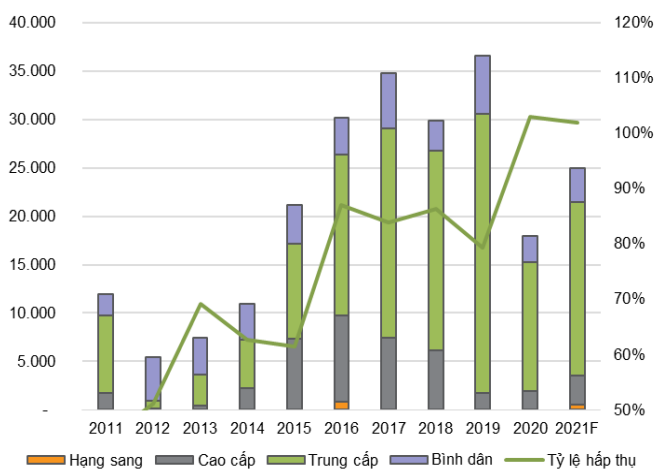
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Thị trường BĐS tại TP.HCM đang trong tình trạng thiếu hụt nguồn cung và dự kiến sẽ đi ngang so với năm 2020. Một số dự án đã chào bán đáng chú ý tại

TP.HCM như: i) Saigon Sport City (hơn 4.300 căn) tại Quận 2; ii) Vinhomes Grand Park (còn 6.200 căn) tại Quận 9; iii) Empire City (còn lại 1.500 căn) tại Quận 2; iv) Grand Manhattan (967 căn) tại Quận 1; v) Sprit of Saigon (214 căn). Như vậy, Vinhomes Grand Park sẽ tiếp tục là nguồn cung căn hộ và nhà ở chính cho thị trường BĐS TP.HCM trong năm 2021.

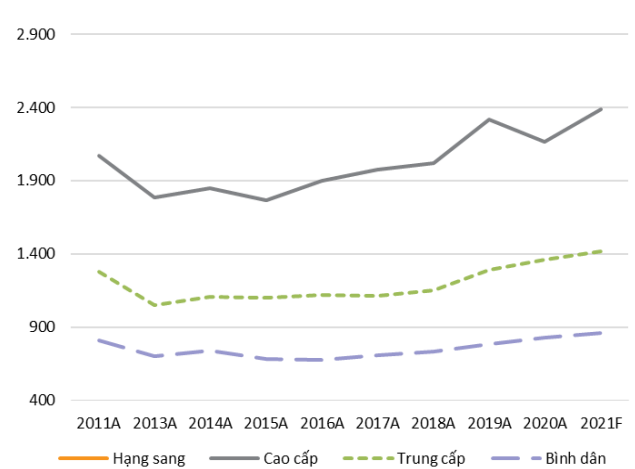
Tình hình tỏ ra khả quan hơn ở thị trường BĐS tại Hà Nội. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới sẽ tăng 40% vào năm 2021 lên 25.000 căn, chủ yếu là các căn hộ ở phía Tây và phía Đông Hà Nội, được thúc đẩy bởi nguồn cung mới ổn định từ các dự án lớn của Vinhomes bao gồm Vinhomes Smart City (còn 21.200 căn) và Vinhomes Ocean Park (còn 16.500 căn), tiếp theo là Sunshine Empire (khoảng 2.200 căn), Gamuda City (khoảng 2.000 căn), The Matrix One (khoảng 1.500 căn) và Lancaster Luminaire (khoảng 126 căn).

Hình 6: SL căn hộ chung cư tại Hà Nội – chúng tôi kỳ vọng nguồn cung mới sẽ tăng đột biến trong năm 2021 do đóng góp ổn định vào các dự án lớn của Vinhomes



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 7: Giá căn hộ tại Hà Nội (USD/m2) – chúng tôi dự báo mức tăng ổn định 3%-4% svck



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 8: Các dự án nổi bật được kỳ vọng sẽ triển khai và mở bán trong giai đoạn 2021-2022

Năm	Tên dự án	Địa điểm	Quy mô đất (ha)	Loại hình	Diện tích sàn KD (nghìn m2)	Số lượng*	Tổng giá trị phát triển ước tính (tỷ đồng)	Tình trạng của dự án
2021	Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội	133	Cao tầng	219	3.650	6.097	Đang xây dựng, dự kiến mở bán vào Q3/2021
				Thấp tầng	891	2.546	16.537	
	Vinhomes Dream City (Ocean Park 2)	Văn Giang, Hưng Yên	460	Cao tầng	8.748	124.971	202.954	Thủ tướng vừa phê duyệt chủ trương đầu tư dự án, triển khai trong Q4/2021.
				Thấp tầng	1.021	2.041	26.046	
	Vinhomes Cổ Loa	Đông Anh, Hà Nội	385	Thấp tầng	2.660	8.867	49.370	Triển khai trong Q4/2021
2022	Vinhomes Long Beach Cần Giờ	Cần Giờ, TP.HCM	2870	Thấp tầng	14.445	48.150	637.072	Đang hoàn thành thủ tục pháp lý.
				Cao tầng	1.173	15.640	24.492	
	Vinhomes Galaxy	Thanh Xuân, Hà Nội	13	Cao tầng	632	8.427	30.791	Dự kiến triển khai trong năm 2022.
	Vinhomes Gallery	Ba Đình, Hà Nội	6,8	Cao tầng	408	5.440	25.557	Dự kiến triển khai trong năm 2022.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY
* Số liệu dựa trên ước tính/ giả định của chúng tôi

VHM ĐẶT CHÂN VÀO LĨNH VỰC PHÁT TRIỂN BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

Vingroup đã công bố kế hoạch đầu tư vào phát triển BĐS khu công nghiệp (KCN) với kỳ vọng hưởng lợi từ làn sóng chuyển dịch sản xuất ra khỏi Trung Quốc. Theo Savills, hai KCN của Vingroup đặt tại Hải Phòng bao gồm 200ha KCN Nam Tràng Cát và 320ha KCN Thủy Nguyên. Cả hai đều được phát triển bởi CTCP Đầu tư Khu công nghiệp Vinhomes (Vinhomes IZ). Vinhomes IZ hiện đang xây dựng các KCN tại thành phố Hải Phòng để tung ra thị trường vào cuối năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng đợt mở bán kho xưởng đầu tiên sẽ có tỷ lệ hấp thụ tốt, với giá thuê khoảng 110-120 USD/m2/chu kỳ thuê.

Hình 9: KCN của VHM hưởng lợi từ phát triển và đầu tư cơ sở hạ tầng trọng điểm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong năm 2021, VHM có kế hoạch mở bán và cho thuê khu công nghiệp phụ trợ mở rộng tại Hải Phòng. Qua đó, chúng tôi dự phóng mảng KCN sẽ đóng góp 2% vào tổng doanh thu của VHM trong năm 2021. Còn trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ KCN sẽ đóng góp 3,4% vào tổng doanh thu nhờ ghi nhận doanh thu bán hàng tại KCN Nam Tràng Cát.

Hình 10: Các dự án BĐS khu công nghiệp sắp tới của VHM

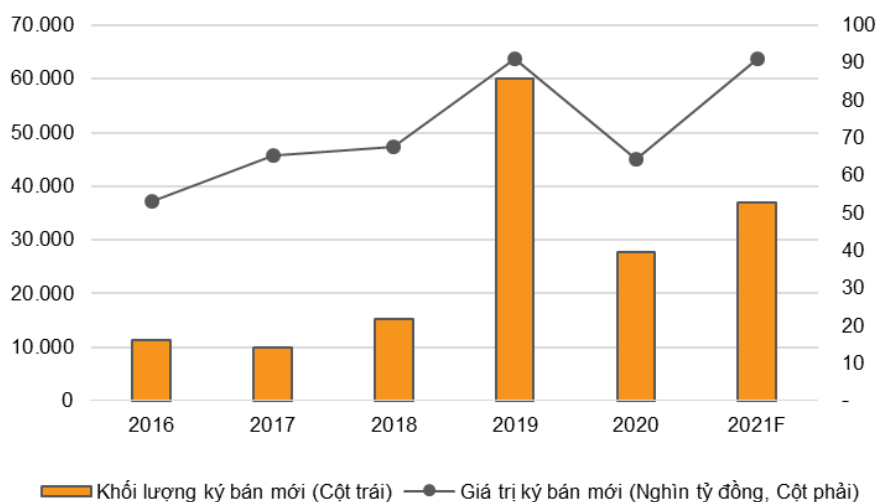
	Khu công nghiệp phụ trợ mở rộng (Hải Phòng)	Nam Tràng Cát (Hải Phòng)	Thủy Nguyên (Hải Phòng)
Tổng diện tích (ha)	48	200	320
Diện tích cho thuê (ha)	25	138	210
Năm dự kiến bắt đầu điều hành cho thuê	2021	2022	2020

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TRIỂN VỌNG 2021: DOANH SỐ KÝ BÁN MỚI TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

Do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 và thiếu hụt nguồn cung, hoạt động bán hàng đã bị trì hoãn trong nửa đầu năm 2020. Do đó trong cả năm 2020, tổng số căn hộ ký bán chỉ đạt 27.700 căn (-54% svck) với tổng giá trị 64,4 nghìn tỷ đồng (-29% svck). Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng hoạt động ký bán mới sẽ hồi phục mạnh mẽ với khối lượng ký bán đạt 37.000 căn (+ 34% svck) và doanh số ký bán đạt 91,5 nghìn tỷ đồng (+41% svck). Theo đó, tổng giá trị lũy kế của các đợt mở bán mới chưa được ghi nhận doanh thu của VHM tính đến 31/12/2020 đạt khoảng 62,7 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng hoạt động ký bán sẽ đạt mức tăng trưởng mạnh mẽ với tỷ lệ hấp thụ cao trên 95% trong năm 2021-22.

Hình 11: Khối lượng/giá trị ký bán mới của VHM kì vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi thay đổi dự phóng năm 2021-23 như sau :

2021:

- Chúng tôi trì hoãn ghi nhận doanh thu khoảng 9,022 tỷ đồng từ Vinhomes Dream City sang năm 2022 và 13,417 tỷ đồng từ Vinhomes Galaxy và Vinhomes Gallery sang năm 2022 do sự chậm trễ trong việc hoàn thiện các thủ tục pháp lý. Tháng 1/2021, Thủ tướng Chính phủ vừa phê duyệt chủ trương đầu tư dự án Vinhomes Dream City.
- Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu tài chính năm 2021 lên 14.038 tỷ đồng (-32,2% svck) từ 6.235 tỷ đồng trong dự phóng cũ nhờ ghi nhận doanh thu bán buôn từ Phân khu III tại Grand Park.
- Kết quả là dự phóng LN ròng năm 2021 giảm 20,0% từ dự phóng cũ xuống 29.133 tỷ đồng (+4,6% svck).

2022:

- Chúng tôi trì hoãn giả định ghi nhận doanh thu khoảng 43.760 tỷ đồng từ khu cao tầng tại Vinhomes Dream City sang năm 2023.
- Nhìn chung, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2022 xuống 24,2%, tương đương 145.294 tỷ đồng (+74,5% svck) và giảm LN ròng năm 2022 xuống 15,1%, tương đương 49.791 tỷ đồng (+71,5% svck).
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ ghi nhận phần doanh thu bán lẻ còn lại cho 3 dự án lớn bao gồm Ocean Park, Smart City và Grand Park.

2023:

- Chúng tôi điều chỉnh tiến độ bàn giao của Dream City, Green Hạ Long và Cần Giờ khiến khối lượng bàn giao tăng 4,7% so với dự phóng cũ.

- Nhìn chung, chúng tôi tăng 6,0% dự phóng doanh thu năm 2023 từ dự phóng cũ lên 243.589 tỷ đồng (+67,7% svck) trong khi tăng lợi nhuận ròng năm 2020 lên 24,1%, tương đương 84,291 tỷ đồng (+68,7% svck).

Hình 12: Thay đổi dự phóng

(tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	83.246	145.294	243.589	128.113	191.649	229.890	-35,0%	-24,2%	6,0%
LN gộp	32.891	71.226	117.543	59.116	90.612	102.200	-44,4%	-21,4%	15,0%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	39,5%	49,0%	48,3%	46,1%	47,3%	44,5%	-6.6% pt	+1.7% pt	+3.8% pt
Chi phí BH&QL	(5.773)	(8.510)	(13.276)	(11.613)	(15.216)	(17.850)	-50,3%	-44,1%	-25,6%
Doanh thu tài chính	14.038	5.276	6.596	6.235	7.558	9.207	125,1%	-30,2%	-28,4%
Chi phí tài chính	(3.558)	(3.081)	(3.471)	(2.660)	(2.712)	(2.755)	33,8%	13,6%	26,0%
LNTT	37.598	64.910	107.392	51.078	80.242	90.802	-26,4%	-19,1%	18,3%
LNST	30.078	51.928	85.913	40.863	64.193	72.642	-26,4%	-19,1%	18,3%
LNST công ty mẹ	29.133	49.971	84.291	36.398	58.855	67.900	-20,0%	-15,1%	24,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu tăng lên 134.300 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 cùng với việc ghi nhận mảng kinh doanh mới là 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 giảm chiết khấu RNAV của dự án Vinhomes Dream City và Cổ Loa từ 40% và 10% xuống còn 0% khi 2 dự án trên đã được phê duyệt và sẽ bắt đầu triển khai từ năm 2021. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với tỷ suất chiết khấu 11,8% 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 29%.

Hình 13: Định giá

Hàng tồn kho và đầu tư	Giá trị sổ sách tính đến ngày 31/12/2020	Premium	Giá trị hợp lý	Phương pháp
BDS nhà ở	74.652	316.912	391.564	DCF
Cho thuê văn phòng			40.805	DCF
BDS KCN			6.015	DCF
Khác	613		613	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị BDS	75.265	363.733	438.997	
Cộng:				
Tiền và tương đương tiền	12.479		12.479	
Đầu tư ngắn hạn	3.295		3.295	
Phải thu ngắn hạn	34.024		34.024	
Tài sản ngắn hạn khác	8.985		8.985	
Tài sản dài hạn	80.927		80.927	
Trừ:				
Nợ ròng (trừ TPCĐ)	24.956		24.956	
Nợ phải trả khác	100.296		100.296	
Lợi ích CĐ thiểu số	3.538		3.538	
RNAV chiết khấu			449.918	
SLCP đang lưu hành (triệu)			3.350	
Giá mục tiêu (đồng/cp)			134.300	
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	21,8%			
Tỷ lệ vốn	78,2%			
WACC	11,8%			

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

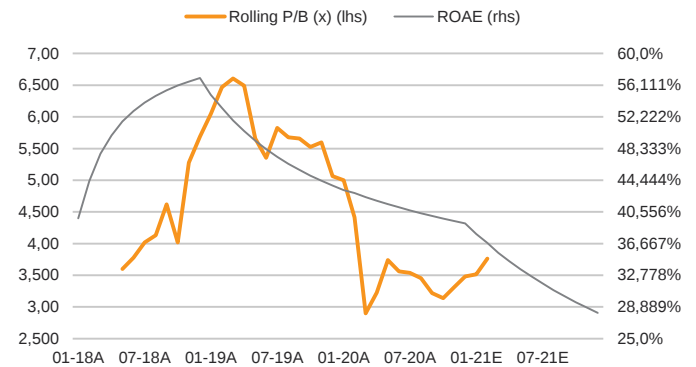
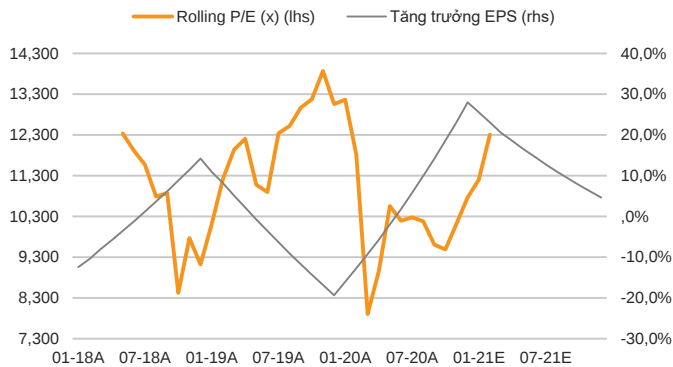
Định giá RNAV của chúng tôi phản ánh nhu cầu về nhà ở tại các trung tâm tập trung dân cư lớn như TP.HCM và Hà Nội, cùng với đó là triển vọng về sự bùng nổ thị trường BĐS nhà ở tại các thị trường mới ở các khu vực lân cận. Tiềm năng tăng giá đến từ việc doanh thu bán buôn tăng nhanh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là việc trì hoãn trong quá trình xin cấp giấy phép cho các dự án mới.

Hình 14: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu tại ngày 22/02/2021)

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
							2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Vinhomes	VHM VN	105.800	134.300	Khả quan	14.744	44,7	12,2	7,1	2,9	2,1	28,2	34,3	0,0	0,0	27,8
Trung bình trong nước						17,9	13,6	10,4	1,9	1,6	15,0	16,9	1,4	1,5	44,3
Trung vị trong nước						17,9	13,0	9,0	1,8	1,6	14,9	17,0	1,8	2,0	31,5
Trung bình khu vực						(12,2)	31,5	13,3	1,0	0,9	7,5	8,8	3,5	4,1	55,3
Trung vị khu vực						(6,3)	18,9	13,2	0,8	0,8	5,2	6,0	3,9	4,4	52,0
Việt Nam															
Novaland	NVL VN	80.800	KKN	KKN	3.712	N/A	19,7	17,7	2,6	2,2	12,1	11,5	0,0	0,0	114,3
Khang Dien	KDH VN	33.900	29.100	Trung lập	823	7,5	15,2	10,3	2,1	1,8	12,9	14,5	1,5	1,9	0,1
Dat Xanh	DXG VN	24.900	KKN	KKN	544	N/A	10,8	7,8	1,6	1,3	17,0	19,6	2,1	2,1	43,4
Nam Long	NLG VN	35.950	38.000	Khả quan	438	28,3	8,8	5,8	1,6	1,3	17,9	22,0	2,1	2,1	19,6
Trung Quốc và Hồng Kông															
China Vanke-A	000002 CH	N/A	KKN	KKN	52.444	11,8	8,0	7,2	1,5	1,3	19,9	19,2	4,0	4,4	45,1
Sun Hung Kai	16 HK	102,5	KKN	KKN	42.570	(9,4)	10,9	10,6	0,6	0,6	5,4	5,5	4,2	4,4	13,6
China Overseas Land	688 HK	23,9	KKN	KKN	26.597	11,9	4,6	4,1	0,6	0,5	13,1	13,2	6,3	7,1	32,8
China Resources Land	1109 HK	31,9	KKN	KKN	30.259	11,9	8,2	7,1	1,0	0,9	13,5	14,1	4,3	5,0	30,9
China Evergrande	3333 HK	15,9	KKN	KKN	28.183	(14,3)	6,9	6,1	1,1	1,0	16,4	17,2	6,4	7,1	181,0
Country Garden	2007 HK	9,7	KKN	KKN	26.374	8,8	4,1	3,6	0,9	0,8	24,0	23,0	7,4	8,3	52,0
Indonesia															
Pakuwon Jati	PWON IJ	600	KKN	KKN	1.896	3,1	24,8	15,5	1,8	1,6	7,0	10,8	1,1	0,7	2,7
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.320	KKN	KKN	1.885	19,0	24,8	16,2	0,8	0,8	3,5	5,2	0,5	0,4	9,5
Ciputra Development	CTRA IJ	1.052	KKN	KKN	1.547	(4,1)	29,8	21,8	1,3	1,3	4,6	6,0	1,0	0,8	27,8
Summarecon Agung	SMRA IJ	1.145	KKN	KKN	941	13,9	113,2	36,0	1,8	1,7	1,7	4,2	0,4	0,3	77,3
Malaysia															
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	7,6	KKN	KKN	3.157	1,4	18,9	18,0	1,0	1,0	5,2	5,4	4,9	5,2	9,8
SP Setia	SPSB MK	1,3	KKN	KKN	918	(14,1)	131,4	11,8	0,3	0,3	0,8	2,6	0,5	2,1	62,3
Sime Darby Property	SDPR MK	0,8	KKN	KKN	967	(226,3)	145,0	13,2	0,4	0,4	0,3	3,1	1,9	2,9	25,7
Singapore															
CapitaLand	CAPL SP	3,3	KKN	KKN	12.200	(17,0)	18,9	14,9	0,7	0,7	3,0	5,5	2,9	3,5	62,9
Keppel Corp	KEP SP	5,7	KKN	KKN	6.900	(9,0)	12,7	10,7	0,8	0,8	4,9	7,6	3,9	4,7	89,5
City Developments	CIT SP	9,4	KKN	KKN	4.885	(10,0)	40,7	14,9	0,6	0,6	1,1	4,1	1,8	2,3	58,2
UOL Group	UOL SP	7,1	KKN	KKN	4.661	(9,7)	26,6	16,4	0,6	0,6	2,5	3,4	2,0	2,2	29,5
Frasers Property	FPL SP	1,7	KKN	KKN	2.615	(17,2)	14,4	14,4	0,4	0,4	3,7	3,3	2,9	3,6	110,6
Ascott Residence	ART SP	1,3	KKN	KKN	2.324	(6,3)	28,8	19,6	0,8	0,8	2,3	3,6	4,4	6,0	55,8
Thái Lan															
Land And Houses	LH TB	8,8	KKN	KKN	3.150	(9,2)	14,5	12,7	1,8	1,8	12,9	14,2	6,0	6,7	85,1
WHA Corporation	WHA TB	4,4	KKN	KKN	1.566	4,4	19,5	16,0	1,5	1,5	7,9	9,2	2,7	3,3	109,7
Pruksa Holding	PSH TB	14,6	KKN	KKN	905	(16,2)	8,7	7,6	0,6	0,6	7,3	7,8	6,9	8,3	67,0
Supalai	SPALI TB	16,7	KKN	KKN	1.306	(3,6)	9,8	7,4	1,1	1,0	11,1	13,7	4,2	5,4	32,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	70.890	83.246	145.294
Giá vốn hàng bán	(45.104)	(50.355)	(74.069)
Chi phí quản lý DN	(2.373)	(2.308)	(2.879)
Chi phí bán hàng	(2.705)	(3.465)	(5.631)
LN hoạt động thuần	20.709	27.118	62.715
EBITDA thuần	21.292	28.081	64.124
Chi phí khấu hao	(583)	(963)	(1.408)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	20.709	27.118	62.715
Thu nhập lãi	20.718	14.038	5.276
Chi phí tài chính	(3.702)	(3.558)	(3.081)
Thu nhập ròng khác	(678)	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	37.047	37.598	64.910
Thuế	(8.280)	(7.520)	(12.982)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(928)	(945)	(1.957)
LN ròng	27.839	29.133	49.971
Thu nhập trên vốn	27.839	29.133	49.971
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	27.839	29.133	49.971

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	12.479	28.179	19.206
Đầu tư ngắn hạn	3.295	3.799	4.179
Các khoản phải thu ngắn hạn	34.024	38.000	49.307
Hàng tồn kho	43.227	53.929	75.391
Các tài sản ngắn hạn khác	8.985	15.518	19.813
Tổng tài sản ngắn hạn	102.010	139.425	167.896
Tài sản cố định	38.249	60.917	76.027
Tổng đầu tư	9.737	9.737	3.913
Tài sản dài hạn khác	64.941	72.548	120.061
Tổng tài sản	214.937	282.626	367.897
Vay & nợ ngắn hạn	10.998	8.209	9.328
Phải trả người bán	10.860	12.124	17.834
Nợ ngắn hạn khác	79.450	93.964	121.234
Tổng nợ ngắn hạn	101.309	114.297	148.396
Vay & nợ dài hạn	13.958	32.700	31.581
Các khoản phải trả khác	9.986	10.315	10.678
Vốn điều lệ và	33.495	33.495	33.495
LN giữ lại	56.509	85.642	135.613
Vốn chủ sở hữu	86.148	120.831	170.802
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.538	4.483	6.440
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	214.937	282.626	367.897

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	37.047	37.598	64.910
Khấu hao	583	963	1.408
Thuế đã nộp	(6.273)	(7.520)	(12.982)
Các khoản điều chỉnh khác	(19.994)	(14.029)	(5.258)
Thay đổi VLĐ	10.910	(12.937)	(43.694)
LC tiền thuần HKKD	22.273	4.076	4.385
Đầu tư TSCĐ	(1.525)	(23.414)	(24.079)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	182	0	0
Các khoản khác	(19.828)	13.535	10.721
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(21.171)	(9.879)	(13.358)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	22	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(843)	5.550	0
Tiền vay ròng nhận được	(976)	15.953	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(158)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(1.955)	21.503	0
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13.332	12.479	28.179
LC tiền thuần trong năm	(853)	15.699	(8.973)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	12.479	28.179	19.206

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	39,3%	35,0%	34,4%
Vòng quay TS	0,34	0,33	0,45
ROAA	13,5%	11,7%	15,4%
Đòn bẩy tài chính	2,90	2,40	2,23
ROAE	39,1%	28,2%	34,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	54,9	42,4	27,2
Số ngày nắm giữ HTK	350,8	390,9	371,5
Số ngày phải trả tiền bán	88,1	87,9	87,9
Vòng quay TSCĐ	2,11	1,68	2,12
ROIC	24,3%	17,5%	22,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,2	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,2
Vòng quay tiền	317,5	345,5	310,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	37,3%	17,4%	74,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(10,8%)	31,0%	131,3%
Tăng trưởng LN ròng	28,0%	4,6%	71,5%
Tăng trưởng EPS	28,0%	4,6%	71,5%

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 - Phó 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>