

Việt Nam

**KHẢ QUAN** (Không thay đổi)

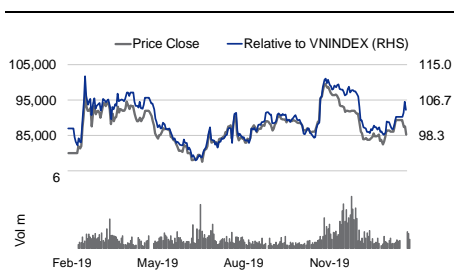
Consensus ratings\*: KQ 10 TL 0 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND86.200
Giá mục tiêu:	VND104.300
Giá mục tiêu gần nhất:	VND104.300
Tỷ lệ tăng/giảm:	21,0%
CGS-CIMB / Consensus:	-2,2%
Reuters:	VHM.HM
Bloomberg:	VHM VN
Vốn hóa:	US\$12.193tr VND283.556.096tr
GTGD bình quân:	US\$4,67tr VND107.545tr
SLCP đang lưu hành:	3.350tr
Free float:	10,4%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trong yếu tố trong báo cáo**

➤ Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

<b>Diễn biến giá</b>	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	2	-12,7	7,9
Tương đối (%)	5,5	-4,6	7

<b>Cổ đông</b>	% năm giữ
Vingroup JSC	69,7
GIC	5,7

**Chuyên viên phân tích**



**Lai Thanh Nhân**

T (84) 914 459 879

E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

# CTCP Vinhomes

## Kỳ vọng viễn cảnh tươi sáng hơn

- Lợi nhuận ròng 2019 đạt 21.305 tỷ đồng, tăng 49,1% sv cùng kỳ, vượt dự báo của chúng tôi là mức 19.400 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ đạt mức tăng trưởng kép 36,7% trong giai đoạn 2018-21 khi các dự án phân khúc trung cấp được bàn giao.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu VND104.000/cp.

### Biên lợi nhuận Q4/2019 tăng trưởng

CTCP Vinhomes (VHM) ghi nhận lợi nhuận ròng Q4/2019 ấn tượng đạt 5.981 tỷ đồng, tăng 132% sv cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp tăng 50,5 điểm % sv cùng kỳ lên mức 70,6% trong Q4/2019. Chúng tôi cho rằng sự gia tăng đáng kể của biên lợi nhuận gộp đến từ 1) biên lợi nhuận gộp mảng bán buôn dự án Smart City cao hơn so với các dự án Times City Park Hill và Green Bay ghi nhận trong Q4/2018 nhờ lợi thế chi phí mua rẻ, và 2) không còn bị ảnh hưởng bởi giá thành cao của dự án Landmark 81 ghi nhận trong Q4/2018. Biên lợi nhuận gộp cải thiện bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu Q4/2019 xuống 14.184 tỷ đồng, thấp hơn 12,8% sv cùng kỳ.

### Lợi nhuận ròng 2019 vượt xa kỳ vọng

VHM đạt quán quân lợi nhuận trong số các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán hiện nay, đạt mức lợi nhuận ròng 21.305 tỷ đồng trong 2019, tăng 49,1% sv cùng kỳ. Kết quả này vượt xa mức kỳ vọng của chúng tôi và của ban lãnh đạo lần lượt là 109,6%/118%. Lý do nằm ở 1) doanh thu tăng trưởng 34% sv cùng kỳ nhờ sự tăng trưởng toàn diện ở tất cả các mảng bao gồm i) doanh thu bán giao BĐS tăng 34,6% sv cùng kỳ, đạt 48.200 tỷ đồng trong đó doanh số bán buôn đóng góp 35.900 tỷ đồng, ii) doanh thu quản lý vận hành BĐS tăng 53,4% sv cùng kỳ, đạt 1.473 tỷ đồng, và iii) doanh thu cho thuê tăng 43,5% sv cùng kỳ, đạt 1.172 tỷ đồng; và 2) biên lợi nhuận gộp 2019 tăng thêm 26,8 điểm % lên 52,8% do sự đóng góp của mảng bán buôn, vốn có biên lợi nhuận cao.

### Triển vọng 2020-21 tươi sáng

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2020 của VHM sẽ tiếp tục tăng trưởng 53,8% sv cùng kỳ, và LN ròng tăng 16,8% sv cùng kỳ nhờ bàn giao dự án Ocean Park, Grand Park và Smart City. Về dài hạn chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng kép (CAGR) của lợi nhuận ròng là 36,7% trong giai đoạn 2018-21 nhờ bàn giao các dự án ở phân khúc tầm trung. Chỉ số ROE trong giai đoạn 2019-21 kỳ vọng duy trì ở mức trên 35%, tuy nhiên chúng tôi tin chỉ số này khó có thể vượt qua mốc 57% của năm 2018 do những yếu tố đột biến trong năm.

### Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 104.300 đồng/cp

Chúng tôi cho rằng doanh số ký bán cao và quỹ đất khổng lồ 89 triệu m2 cho thấy triển vọng hứa hẹn của VHM trong giai đoạn 2020-21. Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu theo RNAV là 104.300 đồng/cp. Động lực tăng giá bao gồm doanh số bán buôn tăng nhanh hơn dự kiến và giá bán bình quân tăng cao hơn so với ước tính ở các dự án sắp triển khai như Galaxy, Wonder Park, Dream City. Rủi ro đầu tư là thời gian cấp phép cho dự án lâu hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến quá trình bán hàng của VHM.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	38.664	51.826	79.719	128.113	191.649
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	7.879	23.452	27.035	47.774	76.079
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	14.284	21.305	24.886	36.398	58.855
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.567	6.361	7.430	10.867	17.571
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-19%	39%	17%	46%	62%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	18,87	13,55	11,60	7,93	4,91
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	1,16%	1,16%	1,16%
EV/EBITDA (lần)	38,4	13,5	12,4	7,1	4,5
P/FCFE	NA	22,29	239,87	78,16	54,81
Đòn bẩy	0,59	0,30	0,40	0,28	0,18
P/B (lần)	6,68	5,19	3,57	2,54	1,70
ROE	57,0%	43,1%	36,5%	37,4%	41,6%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,90	1,06	1,62

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Kỳ vọng viễn cảnh tươi sáng hơn

### **KQKD 2019 vượt kỳ vọng nhờ doanh thu bán buôn**

#### **Biên lợi nhuận gộp đạt kỷ lục trong Q4/2019 >**

Trong Q4/2019 biên lợi nhuận gộp của VHM tăng 50,5 điểm % sv cùng kỳ, đạt mức kỷ lục 70,6% do doanh số bán buôn tăng mạnh đến từ hai đại dự án là Smart City và Ocean Park. Hai dự án này có chi phí phát triển thấp hơn so với Times City Park Hill và Green Bay nhưng lại được hưởng lợi từ giá bán tăng bình quân 5-7% hàng năm trong giai đoạn 2017-19. Thêm vào đó biên lợi nhuận của Q4/2018 chỉ đạt mức thấp do gánh khoản chi phí cao của dự án Landmark 81. Vì vậy biên lợi nhuận gộp Q4/2019 đạt đến mức kỷ lục, góp phần bù đắp lại cho khoản sụt giảm 12,8% của doanh thu ở mức 14.184 tỷ đồng.

#### **KQKD 2019 vượt dự đoán >**

VHM ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu đạt 51.800 tỷ đồng, tăng 34% sv cùng kỳ, hoàn thành 103,2% dự báo của chúng tôi. Mức tăng trưởng ấn tượng này chủ yếu đến từ bàn giao BĐS, tăng 34,6% sv cùng kỳ. Các dự án bán buôn được bàn giao chủ yếu là Smart City và Ocean Park. Cùng với đó là sự tăng trưởng ở các mảng khác như: 1) doanh thu mảng quản lý BĐS tăng 53,4% sv cùng kỳ, đạt 1.473 tỷ đồng, và 2) mảng cho thuê tăng 43,5% sv cùng kỳ, đạt 816 tỷ đồng.

Lợi nhuận gộp (LNG) tăng 172% sv cùng kỳ, đạt 27 nghìn tỷ đồng nhờ vào sự cải thiện biên LNG (tăng 26,8% sv cùng kỳ). Cụ thể là hai dự án Ocean Park và Smart City được phát triển với chi phí rẻ hơn đồng thời vẫn hưởng lợi được từ mức tăng giá bán bình quân của thị trường từ 5-7% hàng năm trong giai đoạn 2017-19, giúp cho biên LNG lên đến 50-75%, cao hơn hẳn so với các dự án Golden River, Central Park, Times City Park Hill hay Green Bay (biên LNG: 35-45%) hoặc dự án Landmark 81. Tuy nhiên doanh thu tài chính giảm 37,9% sv cùng kỳ, đạt mốc 9.046 tỷ đồng do không còn khoản thu nhập bất thường như năm 2018 (khoản thu nhập bất thường nhờ chuyển giao dự án Lotus). Do đó lợi nhuận ròng cuối năm 2019 tăng 49,1% sv cùng kỳ, đạt 21.305 tỷ đồng, tương ứng 109,6% dự báo của chúng tôi.

**Hình 1: Tóm tắt KQKD Q4/2019**

(tỷ đồng)	Q4/2019	Q4/2018	YoY%	2019	2018	YoY%	Dự báo 2019	Nhận xét
Doanh thu thuần	14.184	16.259	-12,8%	51.826	38.664	34,0%		103,2%
Bàn giao dự án	13.199	15.441	-14,5%	48.155	35.769	34,6%		
Ocean Park	3.400	-		25.200	-			VHM ghi nhận doanh thu bán buôn 2 tòa trong Q4/2019
Smart City	8.100	-		10.700	-			VHM ghi nhận doanh thu bán buôn 5 tòa trong Q4/2019
Green Bay		1.600		4.400	6.600			
Golden River		1.300		2.300	4.300			
Central Park		1.200		2.100	5.500			
Metropolis		-		800	-			
Còn lại	1.669	16.875	80,7%	2.655	19.369			Phần lớn là giá trị từ Landmark 81, Times City park hill, Green bays
Quản lý BĐS	411	228	26,3%	1.473	961	53,4%		
Cho thuê	218	173		1.172	816	43,5%		
Khác	355	418		1.025	1.118			
Lợi nhuận gộp	10.018,0	3.278,0	205,6%	27.360,0	10.058,0	172,0%		
Biên lợi nhuận gộp	70,6%	20,2%	50,50%	52,8%	26%	26,80%		Biên LN từ bán buôn dự án Ocean Park và Smart City cao hơn Green Bay, Golden River. Ngoài ra biên LN không còn chịu ảnh hưởng từ dự án Landmark 81.
Chi phí BH&QLDN	(2.233)	(1.076)	107,6%	(4.249)	(2.444)	73,8%		
% chi phí BH&QLDN trên doanh thu	16%	7%		8%	6%			
Doanh thu tài chính	1.388	3.529	-36,5%	9.046	14.565	-37,9%		
BCC	828	2.497		5.175	9.513	-45,6%		
Thu nhập lãi vay	560	567		2.377	1.542			Năm 2018 có thu nhập tài chính bất thường từ chuyển nhượng dự án Lotus.
Khác	1	465		1.493	3.510			
Chi phí tài chính	(589)	(814)	-27,7%	(2.542)	(2.457)	3,5%		
Thu nhập ròng khác	60	(55)		43	(7)			
Lợi nhuận ròng	5.981	2.578	132,0%	21.305	14.284	49,1%		109,6%

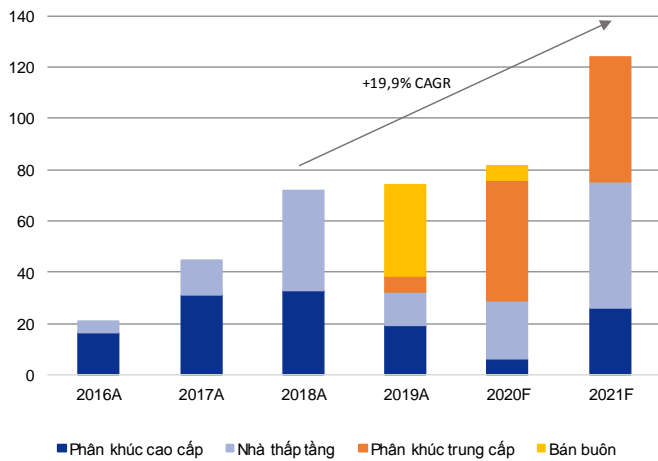
Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2020 hứa hẹn

Trái ngược với sự bùng nổ doanh thu từ bàn giao mảng bán buôn đến 35.900 tỷ đồng, đóng góp 69,3% tổng doanh thu năm 2019, chúng tôi kỳ vọng từ việc bắt đầu bàn giao 3 đại dự án Ocean Park, Smart City và Grand Park sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2020. Doanh thu từ BĐS được dự báo đạt mốc 71.200 tỷ đồng. Bên cạnh đó 1) doanh thu mảng quản lý BĐS được dự báo tăng 22,6% sv cùng kỳ, đạt 1.807 tỷ đồng, và 2) doanh thu mảng cho thuê đạt 1.143 tỷ đồng. Dự kiến tổng doanh thu 2020 đạt 79.700 tỷ đồng.

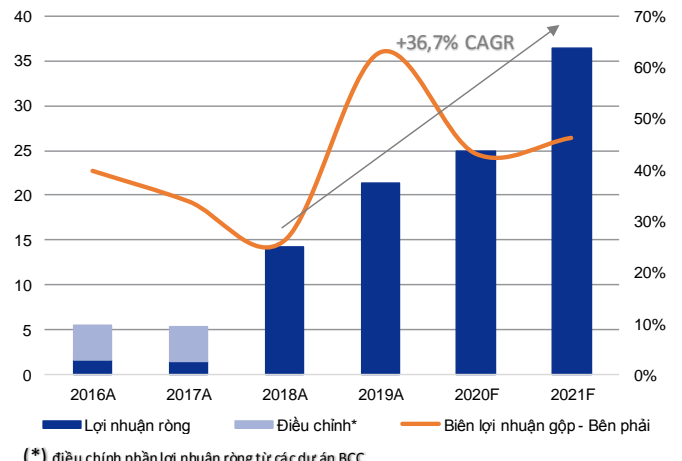
Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp 2020-21 sẽ trên 40%, thấp hơn so với kết quả của 2019 do không còn lợi thế bàn giao các căn hộ thấp tầng. Tăng trưởng kép (CAGR) của lợi nhuận ròng có thể đạt 36,7% trong 2018-21, tương ứng với mức 24.800 tỷ đồng năm 2020 và 36.400 tỷ đồng năm 2021. Dự báo lợi nhuận ròng của chúng tôi giả định có sự đóng góp 50-70% của các siêu dự án trong 2020-21 đã có doanh số ký bán vào khoảng 91.400 tỷ đồng tính đến cuối năm 2019, tăng 31% sv cùng kỳ.

Hình 2: Giá trị bàn giao (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VND RESEARCH DỰ BÁO, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Xu hướng đi lên của lợi nhuận ròng (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VND RESEARCH DỰ BÁO, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu tính theo RNAV là 104.300 đồng/cp dựa vào doanh số ký bán theo sát dự báo và giữ nguyên các giả định trong 2020-21. Mô hình RNAV của chúng tôi phản ánh nhu cầu lớn về nhà ở tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh và sự kỳ vọng thị trường BĐS bùng nổ ở tỉnh mới nhờ động lực tăng trưởng logistic hay du lịch làm đẩy mạnh nhu cầu thuê airbnb. Tuy nhiên, gần 50% tỷ trọng định giá nằm ở những dự án hoàn thiện trước 2021, một vài các dự án có thời gian triển khai lâu như Củ Chi, Green Hạ Long và Long Beach Cần Giờ chỉ đóng góp 32% vào định giá do chúng tôi áp dụng chiết khấu. Đối với những dự án có thời gian triển khai khá dài như vậy, chúng tôi chiết khấu 80% giá trị đối với những dự án triển khai sau 2023. Chúng tôi chưa phản ánh doanh thu bán buôn trong mô hình do tính phức tạp của điều kiện hợp đồng và tập trung vào các giả định rằng công ty sẽ ưu tiên tự phát triển để đạt mức NAV cao nhất. Ngoài ra chúng tôi cũng chưa tính đến mảng khu công nghiệp trong mô hình, vì hiện tại công ty vẫn đang trong quá trình xem xét thời gian triển khai và quy mô vốn đầu tư.

Hình 4: Định giá

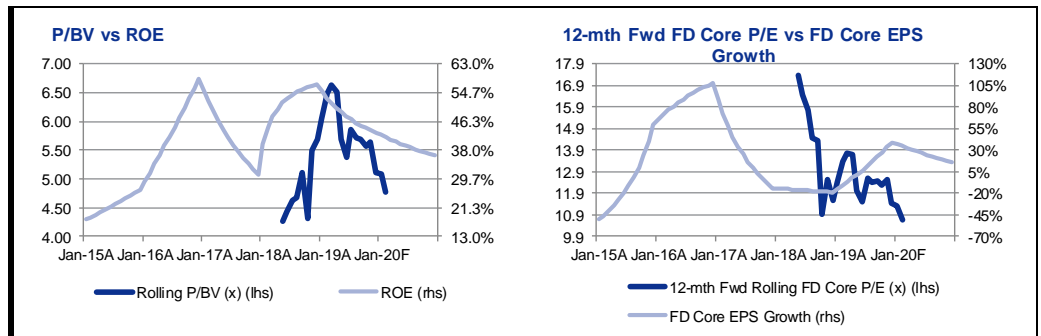
Hàng tồn kho và đầu tư	Giá trị sổ sách tính đến ngày 30/09/2019	Premium	Giá trị hợp lý	Phương pháp
BDS nhà ở	45.848	272.770	318.617	DCF
Cho thuê văn phòng			23.344	DCF
Khác	353		353	Giá trị sổ sách
<b>Tổng giá trị BĐS</b>	<b>46.200</b>	<b>296.113</b>	<b>342.314</b>	
<b>Cộng:</b>				
Tiền và tương đương tiền	14.036		14.036	
Đầu tư ngắn hạn	576		576	
Khoản phải thu ngắn hạn	49.900		49.900	
Tài sản ngắn hạn khác	11.121		11.121	
Tài sản dài hạn	17.102		17.102	
<b>Trừ:</b>				
Nợ ròng (trừ TPChD)	26.062		26.062	
Nợ phải trả khác	53.901		53.901	
Lợi ích CĐ thiểu số	5.830		5.830	
<b>RNAV chiết khấu</b>			<b>349.256</b>	
SLCP đang lưu hành (triệu)	1.921		3.350	
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>			<b>104.300</b>	

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 5: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv nội tệ)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR EPS dự phóng 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	86.200	104.300	21,0%	KHẢ QUAN	12.209	34,7	11,6	7,9	3,6	2,5	38,0	35,5	1,2	1,2	1,4
Trung bình trong nước							17,9	10,0	9,1	1,4	1,3	13,2	17,9	2,6	1,9	31,4
Trung vị trong nước							17,9	8,7	8,7	1,4	1,3	12,6	18,4	1,9	1,9	15,2
Trung bình khu vực							(1,5)	13,4	10,8	1,1	1,0	13,5	13,3	4,2	4,3	50,1
Trung vị khu vực							5,5	12,6	9,9	0,9	0,9	8,9	9,1	4,6	4,6	37,7
<b>Việt Nam</b>																
Novaland	NVL VN	54.200	NR	N/A	NR	2.343	N/A	18,0	16,0	2,1	N/A	12,4	12,1	N/A	N/A	113,1
Khang Điền	KDH VN	25.000	28.300	13,2%	TRUNG LẬP	606	7,5	12,3	13,1	1,7	1,6	12,9	14,5	1,9	1,9	-5,5
Đất Xanh	DXG VN	12.650	NR	N/A	NR	289	N/A	4,4	3,1	0,8	N/A	18,0	22,7	4,0	N/A	35,8
Nam Long	NLG VN	26.100	39.600	51,7%	KHẢ QUAN	297	28,3	5,1	4,2	1,1	0,9	9,7	22,3	1,8	1,8	-17,7
<b>Trung Quốc &amp; Hồng Kông</b>																
China Vanke-A	000002 CH	31,0	32,6	5,2%	KHẢ QUAN	42.478	13,8	6,8	5,8	1,4	1,2	23,1	23,2	5,0	5,5	36,3
Sun Hung Kai	16 HK	117,5	147,0	25,1%	KHẢ QUAN	43.098	(100,0)	9,1	-	0,6	-	6,5	-	4,6	-	12,5
China Overseas Land	688 HK	30,1	33,8	12,3%	KHẢ QUAN	34.728	12,2	6,0	5,5	0,8	0,7	18,1	18,8	4,4	4,9	32,5
China Resources Land	1109 HK	38,1	40,5	6,3%	KHẢ QUAN	29.307	18,3	6,7	5,9	1,3	1,3	28,1	29,2	5,2	5,9	33,0
China Evergrande	3333 HK	21,5	28,0	30,2%	KHẢ QUAN	30.578	2,3	4,8	4,3	1,3	1,1	48,4	46,7	8,3	10,5	175,8
Country Garden	2007 HK	12,4	9,0	-27,4%	M KHẢ QUAN	29.789	11,3	4,7	4,3	1,1	0,9	38,2	35,0	7,3	8,0	50,8
<b>Indonesia</b>																
Pakuwon Jati	PWON IJ	575	750	30,4%	KHẢ QUAN	2.066	7,0	12,9	10,7	2,0	1,7	16,3	17,2	1,6	1,5	7,3
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.275	2.200	72,5%	KHẢ QUAN	1.785	33,9	9,9	8,4	0,8	0,8	8,9	9,7	0,9	1,0	11,4
Ciputra Development	CTRA IJ	1.045	1.600	53,1%	KHẢ QUAN	1.395	11,4	16,2	12,3	1,3	1,0	8,2	9,1	0,8	1,1	31,3
Summarecon Agung	SMRA IJ	990	1.700	71,7%	KHẢ QUAN	1.063	14,0	32,8	27,2	2,3	2,2	7,3	8,3	0,6	0,6	78,1
<b>Malaysia</b>																
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	8,0	8,1	0,7%	TRUNG LẬP	3.530	4,6	18,1	17,7	1,1	1,1	7,0	7,1	6,7	6,9	10,0
SP Setia	SPSB MK	1,6	1,9	18,5%	TRUNG LẬP	1.493	2,1	14,2	7,5	0,4	0,4	2,8	5,1	3,1	5,8	55,8
Sime Darby Property	SDPR MK	0,9	1,3	46,9%	KHẢ QUAN	1.440	21,6	24,3	15,1	0,6	0,6	3,3	5,1	2,9	4,6	27,8
<b>Singapore</b>																
CapitaLand	CAPL SP	3,7	4,1	12,1%	KHẢ QUAN	14.627	(6,7)	12,5	12,4	0,8	0,8	6,1	6,2	3,3	3,6	55,9
Keppel Corp	KEP SP	6,7	8,4	25,6%	KHẢ QUAN	9.204	5,5	10,0	9,9	0,9	0,8	9,1	8,7	4,6	4,6	47,0
City Developments	CIT SP	11,0	10,7	-3,1%	KHẢ QUAN	7.630	(6,5)	20,7	20,7	0,9	0,8	4,3	4,2	1,9	1,9	32,8
UOL Group	UOL SP	8,3	8,5	2,2%	KHẢ QUAN	5.295	(7,3)	16,7	18,1	0,6	0,6	3,8	3,4	2,3	2,3	27,3
Frasers Property	FPL SP	1,7	2,1	22,6%	KHẢ QUAN	3.778	(100,0)	15,0	-	0,5	-	4,3	-	4,9	-	85,9
Ascott Residence	ART SP	N/A	1,3	N/A		3.111	6,9	24,7	23,9	1,0	1,1	4,2	4,4	5,5	5,6	53,6
<b>Thái Lan</b>																
Land And Houses	LH TB	9,8	12,3	25,5%	KHẢ QUAN	4.015	0,9	12,6	11,7	2,4	2,3	19,4	20,3	6,7	7,4	84,4
WHA Corporation	WHA TB	3,9	5,2	33,3%	KHẢ QUAN	1.635	14,2	17,3	16,0	2,4	2,2	14,2	14,1	2,4	2,6	104,5
Pruksa Holding	PSH TB	14,8	21,9	48,0%	KHẢ QUAN	1.103	3,1	6,6	6,4	0,9	0,8	14,0	13,7	8,3	8,6	61,3
Supalai	SPALI TB	18,0	22,7	26,1%	TRUNG LẬP	1.271	3,7	6,1	5,7	0,9	0,9	16,2	15,7	5,8	6,4	37,7

Nguồn: VND RESEARCH, CIMB RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY (DỮ LIỆU NGÀY 11/02)

**THÔNG TIN TÀI CHÍNH**

**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>38.664</b>	<b>51.826</b>	<b>79.719</b>	<b>128.113</b>	<b>191.649</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.061</b>	<b>27.360</b>	<b>34.348</b>	<b>59.116</b>	<b>90.612</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>7.879</b>	<b>23.452</b>	<b>27.035</b>	<b>47.774</b>	<b>76.079</b>
Chi phí khấu hao	(262)	(341)	(269)	(272)	(683)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>7.617</b>	<b>23.111</b>	<b>26.766</b>	<b>47.503</b>	<b>75.396</b>
TN từ hoạt động tài chính	12.108	6.504	7.718	3.576	4.846
TN từ các Cty LK & LD	0	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(7)	43	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>19.719</b>	<b>29.658</b>	<b>34.484</b>	<b>51.078</b>	<b>80.242</b>
Các khoản đặc biệt					
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>19.719</b>	<b>29.658</b>	<b>34.484</b>	<b>51.078</b>	<b>80.242</b>
Thuế	(4.942)	(5.451)	(6.897)	(10.216)	(16.048)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>14.776</b>	<b>24.206</b>	<b>27.588</b>	<b>40.863</b>	<b>64.193</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(492)	(2.901)	(2.702)	(4.465)	(5.339)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Lãi lỗ ngoại tệ	-	-	-	-	-
Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>14.284</b>	<b>21.305</b>	<b>24.886</b>	<b>36.398</b>	<b>58.855</b>
Lợi nhuận thường xuyên	14.284	21.305	24.886	36.398	58.855
<b>Lợi nhuận ròng sau pha loãng</b>	<b>14.284</b>	<b>21.305</b>	<b>24.886</b>	<b>36.398</b>	<b>58.855</b>

**Dòng tiền**

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>EBITDA</b>	<b>7.879</b>	<b>23.452</b>	<b>27.035</b>	<b>47.774</b>	<b>76.079</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.331)	2.207	(1.401)	(11.194)	(39.621)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	-	-	-	-	-
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	262	341	510	498	867
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(29)	(244)	(10.327)	(6.235)	(7.558)
Dòng tiền hoạt động khác	(453)	4.278	10.058	5.964	6.874
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(2.383)	(2.306)	(2.609)	(2.660)	(2.712)
Thuế đã trả	(3.408)	(6.188)	(6.897)	(10.216)	(16.048)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>(1.463)</b>	<b>21.540</b>	<b>16.368</b>	<b>23.931</b>	<b>17.881</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	-	-	-	-	-
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1.619	456	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	26.398	37.349	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	(52.277)	(40.836)	(20.165)	(20.237)	(12.614)
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	6.419	-	-	-	-
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(17.842)</b>	<b>(3.032)</b>	<b>(20.165)</b>	<b>(20.237)</b>	<b>(12.614)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	9.963	(5.555)	5.000	-	0
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	12.241	(5.550)	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(945)	(3.687)	(3.350)	(3.350)	(3.350)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>21.259</b>	<b>(14.792)</b>	<b>1.650</b>	<b>(3.350)</b>	<b>(3.350)</b>

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b> (tỷ đồng)	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tiền và tương đương tiền	3.515	7.231	5.086	5.430	7.349
Xây dựng cơ bản dở dang	36.743	60.075	99.674	129.288	153.347
Các khoản phải thu ngắn hạn	43.356	53.875	31.696	44.964	56.895
Hàng tồn kho	116				
Tài sản ngắn hạn khác	7.473	12.640	10.215	14.053	13.019
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>91.203</b>	<b>133.822</b>	<b>146.671</b>	<b>193.735</b>	<b>230.610</b>
Tài sản cố định	100	216	323	297	270
Tổng đầu tư	24.670	35.565	96.075	122.391	141.995
Tài sản vô hình	1.109	1.020	868	779	690
Tài sản dài hạn khác	2.607	26.547	3.796	5.532	7.761
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>28.486</b>	<b>63.348</b>	<b>101.062</b>	<b>128.999</b>	<b>150.716</b>
Vay & nợ ngắn hạn	6.403	18.162	8.209	8.209	9.683
Nợ dài hạn đến hạn phải trả	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	2.504	5.875	3.353	5.099	7.466
Nợ ngắn hạn khác	33.965	97.016	109.073	144.576	139.694
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>42.872</b>	<b>121.053</b>	<b>120.635</b>	<b>157.884</b>	<b>156.844</b>
Vay & nợ dài hạn	25.506	8.343	32.700	32.700	31.225
Nợ hỗn hợp	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	3.166	3.018	3.836	4.075	4.337
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>28.672</b>	<b>11.361</b>	<b>36.536</b>	<b>36.774</b>	<b>35.562</b>
Dự phòng	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>71.544</b>	<b>132.414</b>	<b>157.171</b>	<b>194.658</b>	<b>192.406</b>
Vốn chủ sở hữu	43.231	55.597	80.804	113.852	169.358
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.912	9.159	9.758	14.223	19.562
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>48.143</b>	<b>64.756</b>	<b>90.562</b>	<b>128.076</b>	<b>188.920</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng doanh thu	152,8%	34,0%	53,8%	60,7%	49,6%
Tăng trưởng LNHKDK	123%	198%	15%	77%	59%
Biên LNHKDK	20,4%	45,3%	33,9%	37,3%	39,7%
LN trên cổ phiếu	(8.477)	(5.754)	(10.695)	(10.592)	(10.019)
Giá trị sổ sách/cp	12.907	16.599	24.124	33.991	50.562
Khả năng thanh toán lãi vay	3,20	10,02	10,26	17,86	27,80
Thuế suất hiệu dụng	25,1%	18,4%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	13,5%	9,2%	5,7%
Số ngày phải thu	321,6	342,4	196,4	109,2	97,0
Số ngày tồn kho	1,48	0,86	-	-	-
Số ngày phải trả	21,88	62,50	37,22	22,35	22,70
ROIC	30,7%	33,6%	41,6%	111,3%	133,3%
ROCE	42,1%	37,5%	33,3%	35,8%	41,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,95%	11,99%	9,63%	13,32%	17,13%

<b>Giá định chính</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Doanh số ký bán (triệu VND)	68.900	101.830	142.756	197.273	176.383
Diện tích ký bán (triệu m <sup>2</sup> )	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng căn hộ ký bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Quỹ đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp	26%	53%	43%	46%	47%
Giá bán bình quân (VND/ m <sup>2</sup> )	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	96%	95%	96%	97%	94%
Biên sinh lời từ bất động sản đầu tư	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu	-6%	-8%	-10%	-9%	-8%

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## 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 Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Lại Thanh Nhân – Chuyên viên Phân tích**

Email: [nhan.laithanh@vndirect.com.vn](mailto:nhan.laithanh@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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