

# BÁO CÁO NGẮN ĐÁNH GIÁ TÍN DỤNG

CTCP ĐẦU TƯ VĂN PHÚ - INVEST | VPI (HSX)

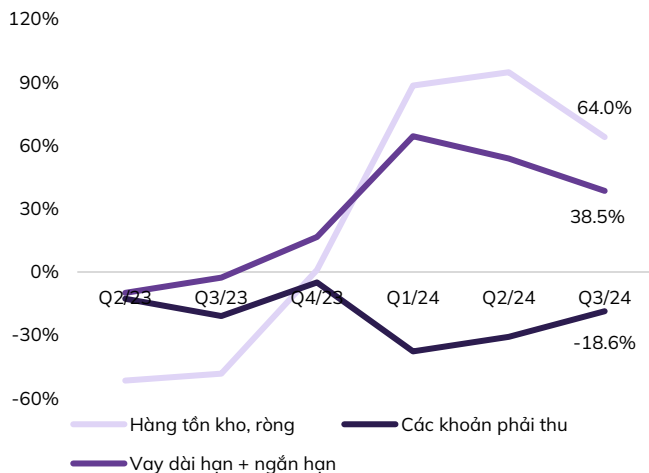
Ngày 31/10/2024

Analyst: Phạm Hồng Trường

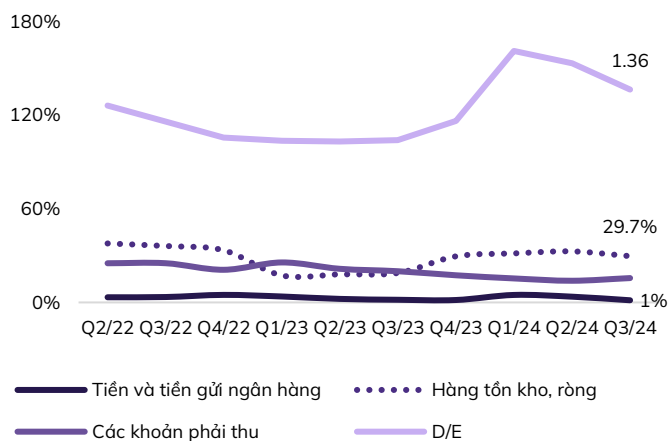
Kết quả kinh doanh tóm tắt	Q3/2024	Q3/2023	%svck	9T2024	9T2023	%svck	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	855	269	217.3%	1,148	1,742	-34.1%	Mặc dù doanh thu 9T/2024 sụt giảm so với 9T/2023 khi không có dự án bàn giao số lượng lớn như Vlasta Sầm Sơn như năm 2023, Q3/2024 thì VPI đã có sự khởi sắc khi doanh thu gấp 3.2 lần svck Q3/2023 đến từ sự tích cực của mảng BĐS - với dự án The Terra Bắc Giang.
- BĐS	786	206	281.1%	932	1,559	-40.2%	Trụ cột doanh thu trong Q3/2024 là bàn giao tại dự án The Terra - Bắc Giang (phần khu thấp tầng). Bên cạnh đó, thị trường BĐS phía Bắc khởi sắc giúp tình hình bán hàng của VPI cũng tích cực hơn
- Dịch vụ lưu trú	45	44	2%	133	128	4.1%	
- Khác	23.8	18.8	27%	82.5	55.3	49.1%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	146.5	152	-3.7%	220	1,162	-81.0%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.1%	56.5%		19.2%	66.7%		
<b>Chi phí bán hàng</b>	(4.1)	(10.4)	-60.5%	(6.9)	(139.5)	-95.1%	Chi phí bán hàng giảm tương đương với doanh thu sụt giảm
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	(24.8)	(52.6)	-52.9%	(72.6)	(164.8)	-56.0%	Chi phí QLDN giảm đến từ việc doanh nghiệp cắt giảm nhân sự - giảm chi phí lương nhân viên, đồng thời hoàn nhập khoản dự phòng nợ phải thu khó đòi.
Chi phí BH&QLDN/DTT	-3%	-23.4%		-6.9%	-17.5%		
<b>Doanh thu hoạt động tài chính</b>	16.1	27.5	-41%	225.4	94.3	138.9%	Doanh thu tài chính tăng mạnh do phát sinh khoản lãi 174 tỷ từ chuyển nhượng công ty con Đầu tư Hùng Sơn (CĐT dự án Vlasta Sầm Sơn) cho BĐS Hưng Phú. BĐS Hưng Phú tuy không nằm trong nhóm công ty liên kết với VPI nhưng đây là đối tác quen thuộc, thường hợp tác kinh doanh với Văn Phú. Hiện tại BĐS Hưng Phú và Đầu tư Hùng Sơn đang vay VPI gần 280 tỷ. Theo đó, khoản doanh thu tài chính từ chuyển nhượng công ty con này của VPI có chất lượng lợi nhuận không cao.
<b>Chi phí tài chính</b>	(24.9)	(80.6)	-69.2%	(179.3)	(360.9)	-50.3%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(24.8)	(78.9)	-68.6%	(175.8)	(356.3)	-50.6%	Mặc dù nợ vay tăng nhưng chi phí lãi vay giảm do các khoản nợ vay phục vụ cho đầu tư dự án BĐS nên chi phí lãi vay được vốn hóa vào giá trị của dự án
<b>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</b>	123.9	43.9	182.4%	225.8	613	-63.1%	
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	123.7	51.2	141.7%	220.3	619	-64.4%	
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	110.0	39.5	178.7%	226.6	469	-51.7%	Lợi nhuận ròng 9T/2024 giảm so với mức nền cao của năm 2023 (bởi sự đóng góp của Vlasta Sầm Sơn). Triển vọng trong thời gian tới có thể khởi sắc hơn nhờ 1 số dự án mới.
Biên lợi nhuận ròng (%)	13%	14.6%		19.7%	26.9%		

Nguồn: VPI, ABS Research

Bảng tài sản: Tăng trưởng các hạng mục (% svck)

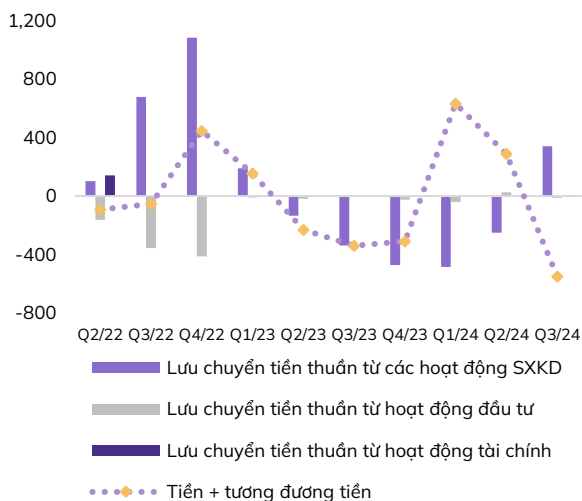


Bảng tài sản: Tỷ trọng các hạng mục so với Tổng tài sản (%)



Nguồn: VPI, ABS Research

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)



Nhận xét

- **Dòng tiền thuần từ HĐ SXKD (CFO):** có sự biến động, sau khi ở mức dương từ năm 2020 – 2022, năm 2023 ở mức âm do HTK tăng mạnh. 9T/2024 ở mức âm do giá trị các khoản phải thu tăng mạnh cũng như tình hình hoạt động kinh doanh kém tích cực hơn so với cùng kỳ. Tuy nhiên với các tài sản của VPI hiện có, chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có thể đảm bảo khả năng thanh khoản để chi trả lãi vay và nợ gốc.

- **Tiền và tương đương tiền:** chiếm 1,4% TTS tại cuối Q3/2024 với giá trị 155 tỷ đồng (-20,7% so với cuối năm 2023). Lượng tiền sụt giảm do dòng tiền kinh doanh giảm, các khoản phải thu tăng, và đến hạn thanh toán khoản phải trả các nhà cung cấp.
- **Hàng tồn kho:** đạt giá trị 3.348 tỷ đồng (-9,6% so với cuối 2023, chiếm 29,7% TTS). Phần lớn là giá trị các chi phí của dự án BĐS như Vlasta Thủy Nguyên 1.891 tỷ, The Terra Bắc Giang 942 tỷ, Song Khê 218 tỷ, ...
- **Các khoản phải thu:** chiếm 15,6% TTS với giá trị 1.760 tỷ cuối Q3/2024, giảm 19,3% so với cuối 2023, tập trung chính (i) cho vay 438 tỷ, lớn nhất là Đầu tư Hùng Sơn và BĐS Hưng Phú 278 tỷ, (ii) phải thu khác bao gồm: tạm ứng thực hiện dự án 384 tỷ, góp vốn hợp tác đầu tư dự án BĐS hơn 900 tỷ.
- **Nợ vay:** cuối Q3/2024, nợ vay ở mức 5.693 tỷ (+23% so với cuối năm 2023, chiếm 50,4% TTS), chủ yếu là vay dài hạn 3.808 tỷ. Hệ số D/E ở mức cao 1,36 lần. Nợ vay trái phiếu là gần 1.800 tỷ, đến hạn trả trong năm 2024 là 997 tỷ, dài hạn là 800 tỷ.
- **Người mua trả tiền trước:** cuối Q3/2024 ở mức 111 tỷ, thấp hơn mức 1.021 tỷ đầu năm (do khoản chuyển nhượng công ty con Hùng Sơn), Terra Bắc Giang giảm đã ghi nhận doanh thu. Ngoài ra có sự xuất hiện mới của dự án nhà ở tại Yên Phong (Bắc Ninh) 22 tỷ khi dự án đã bắt đầu mở bán.

Nguồn: VPI, ABS Research

**Đánh giá và Khuyến nghị**

- Do KQKD 9T/2024 của VPI kém hơn dự phóng trước đây, chúng tôi hạ dự phóng LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2024 xuống 300 tỷ đồng (-40% svck). EPS và BVPS 2024F ước tính là 937 đ/cp và 12.461 đ/cp. Tại mức giá hiện tại 58.000 đ/cp, VPI đang giao dịch với 2024F P/E 56,14 lần và 2024F P/B là 4,22 lần.

PHỤ LỤC: BẢNG KQKD VÀ CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CỦA VPI

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,165</b>	<b>2,611</b>	<b>2,152</b>	<b>1,865</b>
Giá vốn hàng bán	(1,482)	(1,969)	(985)	(566)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>683</b>	<b>642</b>	<b>1,167</b>	<b>1,299</b>
Doanh thu tài chính	107	121	131	110
Chi phí tài chính	(212)	(114)	(332)	(465)
Chi phí bán hàng	(78)	(158)	(120)	(141)
Chi phí QLDN	(123)	(127)	(246)	(219)
<b>Lợi nhuận từ HKKD</b>	<b>385</b>	<b>384</b>	<b>614</b>	<b>616</b>
Lãi/lỗ khác	3	8.3	21.8	3.0
Lợi nhuận trước thuế	387	392	636	618
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>307</b>	<b>344</b>	<b>492</b>	<b>451</b>
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>301</b>	<b>348</b>	<b>540</b>	<b>496</b>

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
LCT thuần từ HKKD	1,710	539	345	(1,434)
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(325)	(1,211)	(1,935)	724
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	(1,005)	764	957	413
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>380</b>	<b>92</b>	<b>(634)</b>	<b>(297)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	651	1,031	1,123	488
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1,031</b>	<b>1,123</b>	<b>488</b>	<b>191</b>

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	1.41	1.90	1.91	1.27
Khả năng thanh toán nhanh	0.92	0.91	1.14	0.47
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.25	0.31	0.19	0.04
Khả năng thanh toán lãi vay	2.36	3.43	2.46	2.05
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.30	0.35	0.34	0.32
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.70	0.65	0.66	0.68
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	1.03	1.11	1.23	1.35
<b>Chỉ số hiệu suất hoạt động</b>				
Số ngày phải thu	277.32	100.88	46.78	26.06
Số ngày phải trả	78.02	59.07	106.11	101.63
Số ngày tồn kho	477.99	487.57	999.39	1,822.80
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31.6%	24.6%	54.2%	69.7%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	17.8%	14.7%	28.5%	33.0%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	13.9%	13.3%	25.1%	26.6%
ROE	11.5%	11.7%	16.1%	13.7%
ROA	3.2%	3.6%	5.2%	4.2%
ROIC	1.8%	0.8%	2.6%	3.0%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>+ Tiền và các khoản tương đương tiền</b>	<b>1,031</b>	<b>1,123</b>	<b>488</b>	<b>191</b>
+ Đầu tư ngắn hạn	4	0	38	5
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2,743	2,112	2,515	2,002
+ Hàng tồn kho	1,803	3,443	1,926	3,697
+ Tài sản ngắn hạn khác	212	95	69	55
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,794</b>	<b>6,773</b>	<b>5,037</b>	<b>5,950</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	1,709	484	517	705
+ Tài sản cố định	592	581	584	560
+ Bất động sản đầu tư	0	0	734	717
+ Tài sản dở dang dài hạn	423	360	2,648	2,704
+ Đầu tư dài hạn	983	1,476	1,439	1,743
+ Tài sản dài hạn khác	203	162	138	152
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,910</b>	<b>3,062</b>	<b>6,059</b>	<b>6,580</b>

<b>Tổng Tài sản</b>	<b>9,704</b>	<b>9,835</b>	<b>11,096</b>	<b>12,531</b>
+ Vay ngắn hạn	1,272	1,794	795	2,096
+ Phải trả người bán	293	344	229	86
+ Nợ ngắn hạn khác	2,532	1,426	1,613	2,492
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,097</b>	<b>3,565</b>	<b>2,636</b>	<b>4,675</b>
+ Vay dài hạn	1,765	1,356	3,172	3,263
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	883	1,520	1,529	627
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>2,648</b>	<b>2,876</b>	<b>4,701</b>	<b>3,890</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>6,745</b>	<b>6,441</b>	<b>7,337</b>	<b>8,564</b>
+ Vốn cổ phần	2,000	2,200	2,420	2,420
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	735	879	1,000	1,223
+ Quỹ khác	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,958</b>	<b>3,394</b>	<b>3,759</b>	<b>3,967</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>9,704</b>	<b>9,835</b>	<b>11,096</b>	<b>12,531</b>

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2020	2021	2022	2023
Tăng trưởng doanh thu	-29.2%	20.6%	-17.6%	-13.3%
Tăng trưởng LNNT	-40.5%	1.3%	62.0%	-2.7%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-40.6%	15.7%	55.0%	-8.1%
Tăng trưởng EPS	-54.6%	10.0%	40.9%	-8.1%
Tăng trưởng VCSH	25.0%	10.0%	10.0%	0.0%
Tăng trưởng Tổng tài sản	8.1%	1.4%	12.8%	12.9%

Định giá (lần)	2020	2021	2022	2023
P/E	40.47	33.62	24.80	28.29
P/B	4.22	3.67	3.81	3.76
EV/EBITDA	27.03	38.57	21.17	19.69
EV/Sales	6.30	5.57	8.26	10.42
EPS (đồng/cp)	1,438	1,582	2,230	2,051
BVPS (đồng/cp)	13,791	14,509	14,524	15,445

Nguồn: FiinPro, ABS Research

## GIỚI HẠN CỦA BÁO CÁO VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

- 1) Các thông tin định giá trong báo cáo này chỉ nhằm tư vấn đánh giá tín dụng cho cổ phiếu và sử dụng cho các mục đích nội bộ của CTCP Chứng khoán An Bình ("Chúng tôi"). Báo cáo này không bao gồm hàm ý định giá giá trị doanh nghiệp và được sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.
- 2) Kết quả đánh giá tín dụng chỉ phản ánh giá trị của tài sản tại thời điểm đánh giá.
- 3) Mặc dù tất cả thông tin trình bày trong báo cáo này được thu thập hoặc phát triển từ nguồn thông tin công khai mà Chúng tôi cho là đáng tin cậy, (các) tác giả của báo cáo này, CTCP Chứng khoán An Bình hay thành viên Hội đồng Quản trị, cán bộ hay nhân viên của CTCP Chứng khoán An Bình không đưa ra bất kỳ tuyên bố, cam đoan hay bảo đảm nào, dù rõ ràng hay ngụ ý, về sự chính xác, tính trung thực hay sự đầy đủ của các thông tin đó.
- 4) Không có bên nào khác được quyền căn cứ vào bất kỳ phần nào của bản báo cáo của Chúng tôi hay các thông tin liên quan trừ khi được cho phép bằng văn bản của Chúng tôi. CTCP Chứng khoán An Bình không chịu bất cứ trách nhiệm nào xảy ra từ việc sử dụng trái phép báo cáo.