

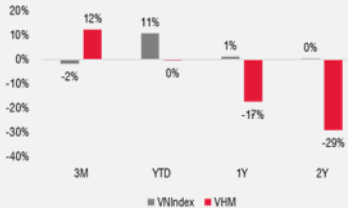
## Công ty Cổ phần Vinhomes (VHM: HOSE)

Ngày báo cáo: 16/09/2024  
 NGÀNH: BẤT ĐỘNG SẢN  
 TPPT: Trịnh Anh Tuấn  
 Email: [tuanta2@ssi.com.vn](mailto:tuanta2@ssi.com.vn)  
 SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8713

**Khuyến nghị: KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y: 55.400 Đồng**  
 Giá CP ngày 13/09/2024: 43.000 Đồng  
 % Tăng giá: **+28,8%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 7.595  
 Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 187.238  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 4.354  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 11.100.888  
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 50,7/34,5  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 432,5  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 13,8  
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Vinhomes (VHM) được thành lập vào năm 2008, là công ty đầu tư bất động sản lớn nhất tại Việt Nam. Tính đến Q2/2024, VHM có quỹ đất với diện tích 30 triệu m<sup>2</sup> đất tại các dự án đã triển khai và 170 triệu m<sup>2</sup> đất tại các dự án sắp triển khai.

## Doanh số kỳ vọng tăng mạnh nhờ thị trường BĐS Hà Nội phục hồi

**Doanh số bán hàng được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ sự thúc đẩy của các dự án mới và thị trường phục hồi rõ ràng hơn.** Sau khi mở bán dự án Royal Island tại Hải Phòng vào cuối tháng 3, VHM đã đạt doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh với 51,7 nghìn tỷ đồng (+27% svck) trong nửa đầu năm 2024. VHM đặt mục tiêu duy trì đà tăng trưởng này bằng cách hoàn tất 2 giao dịch bán lô lớn với tổng trị giá 40 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi dự báo Vinhomes Cổ Loa sẽ được mở bán trong Q4/2024, giúp doanh số bán hàng đạt 142,2 nghìn tỷ đồng (+63,5% svck) cho cả năm 2024, cao hơn đáng kể so với ước tính doanh số bán hàng trước của chúng tôi.

**KQKD Q2/2024 phục hồi với đóng góp lợi nhuận tốt từ dự án Vinhomes Royal Island.** VHM ghi nhận doanh thu thuần đạt 28,4 nghìn tỷ đồng (-13,0% svck; +245,6% so với quý trước) và NPATMI đạt 10,9 nghìn tỷ đồng (+12,4% svck; +11,3x so với quý trước). Trong quý 2, VHM ghi nhận phần lớn doanh thu từ dự án Ocean Park (OCP) 1, 2 và 3, và ghi nhận thu nhập tài chính đạt 6,5 nghìn tỷ đồng từ doanh số bán lô lớn tại dự án Vinhomes Royal Island.

**Triển vọng lợi nhuận tích cực hơn.** Đối với năm 2024, cùng với ghi nhận doanh thu từ dự án Vinhomes OCP 2 và 3, dự án Vinhomes Royal Island dự kiến sẽ bàn giao các căn đầu tiên cho khách hàng trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi dự báo doanh thu của VHM sẽ đạt 81,6 nghìn tỷ đồng (-21,2% svck) và NPATMI đạt 35,2 nghìn tỷ đồng (+5,5% svck) vượt kế hoạch mục tiêu của công ty và ước tính NPATMI trước của chúng tôi là 27,1 nghìn tỷ đồng do ghi nhận lợi nhuận từ dự án Vinhomes Royal Island cao hơn. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu và NPATMI lần lượt đạt 92,4 nghìn tỷ đồng (+13,3% svck) và 40,9 nghìn tỷ đồng (+16,2% svck), với phần lớn nguồn lợi nhuận đến từ 2 dự án Vinhomes Cổ Loa và Vinhomes Royal Island.

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho VHM là **55.400 đồng/cổ phiếu**, thấp hơn so với mức giá trước là 69.400 đồng/cổ phiếu do chúng tôi thay đổi phương pháp định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VHM.

**Rủi ro đầu tư:** i) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn so với dự kiến, và ii) các dự án chậm được cấp phép đầu tư.

**Quan điểm ngắn hạn: Tích Cực,** được thúc đẩy nhờ dự án Vinhomes Cổ Loa dự kiến mở bán, và việc bàn giao tại dự án Vinhomes Royal Island, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng NPATMI 103% trong nửa cuối năm 2024. Ngoài ra, việc VHM mua lại 370 triệu cổ phiếu vào cuối tháng 9 sẽ thúc đẩy triển vọng tích cực.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	84.986	62.393	103.557	81.613	92.453
Tăng trưởng doanh thu thuần	18,8%	-26,6%	66,0%	-21,2%	13,3%
Lợi nhuận gộp	48.460	30.696	35.707	33.319	41.217
Biên lợi nhuận gộp	57,0%	49,2%	34,5%	40,8%	44,6%
LNTT	48.183	38.643	43.310	43.146	53.370
Lợi nhuận ròng	38.948	29.162	33.533	35.563	41.321
Tăng trưởng LN ròng	38,1%	-25,1%	15,0%	6,1%	16,2%
Biên LN ròng	45,8%	46,7%	32,4%	43,6%	44,7%
EPS (VND)	8.916	6.621	7.664	8.836	10.267
ROA	17,5%	9,8%	8,3%	7,5%	8,0%
ROE	35,3%	20,8%	20,3%	18,5%	18,6%
P/E	9,2	7,2	5,6	4,9	4,2
P/B	2,8	1,4	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA	7,1	5,4	5,2	4,7	4,0

Nguồn: VHM, SSI Research

## KQKD Q2/2024 phục hồi svck nhờ ghi nhận doanh số bán lô lớn từ dự án Vinhomes Royal Island

Tỷ đồng	2Q24	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							2Q24	2Q23	1Q24	2023
Doanh thu thuần	28.375	32.614	-13.0%	8.211	245,6%	30,5%				
Lợi nhuận gộp	8.688	13.108	-33.7%	1.774	389,6%		30,6%	40,2%	21,6%	34,5%
Lợi nhuận hoạt động	12.756	12.293	3.8%	895	1325,1%		45,0%	37,7%	10,9%	42,8%
EBIT	14.385	13.319	8.0%	2.482	479,5%		50,7%	40,8%	30,2%	44,8%
EBITDA	14.385	13.319	8.0%	2.482	479,5%		50,7%	40,8%	30,2%	46,2%
LNTT	12.343	12.640	-2.4%	1.416	771,5%		43,5%	38,8%	17,2%	41,8%
LNST	10.716	9.749	9.9%	904	1085,1%		37,8%	29,9%	11,0%	32,4%
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	10.891	9.688	12.4%	885	1131,0%	33,6%	38,4%	29,7%	10,8%	32,2%

Nguồn: VHM, SSI Research

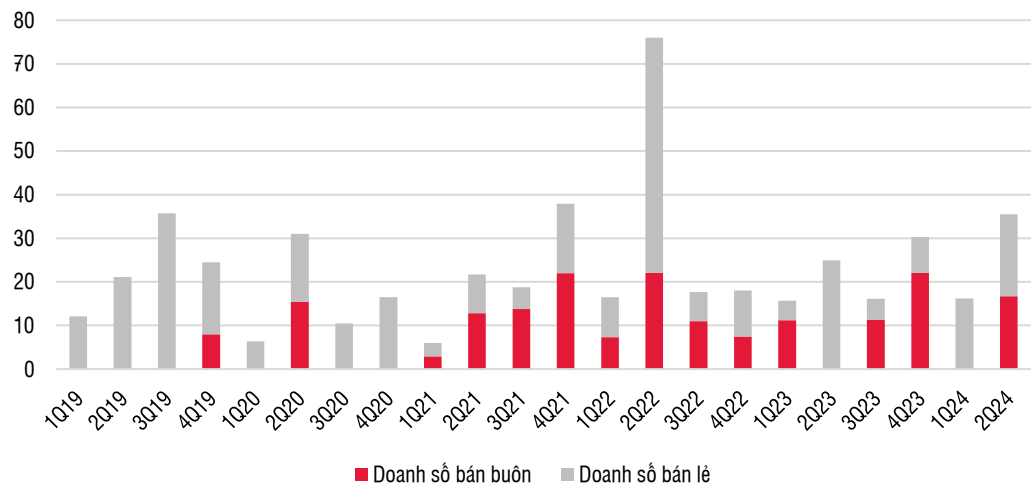
- Trong Q2/2024, doanh thu thuần và NPATMI của VHM lần lượt đạt 28,4 nghìn tỷ đồng (-13,0% svck) và 10,9 nghìn tỷ đồng (+12,4% svck). Sự khác biệt giữa tăng trưởng doanh thu và NPATMI chủ yếu đến từ doanh thu của 2 dự án Vinhomes Royal Island và Vinhomes Star City tại tỉnh Thanh Hóa không được ghi nhận vào doanh thu của Vinhomes. Thay vào đó, VHM hưởng lợi từ 95% lợi nhuận ghi nhận theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Vingroup cho các dự án này. So với quý trước, doanh thu và NPATMI lần lượt tăng 245,6% và 11,3 lần, nhờ ghi nhận doanh thu bất động sản tăng mạnh. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, công ty ghi nhận NPATMI đạt 11,78 nghìn tỷ đồng (-45,5% svck), hoàn thành 33,6% mục tiêu của công ty. Nếu điều chỉnh doanh thu từ các dự án BCC đề cập ở trên, tổng doanh thu điều chỉnh cho nửa đầu năm 2024 sẽ là 48,65 nghìn tỷ đồng, đạt 40,5% kế hoạch doanh thu năm 2024 của công ty.
- Doanh thu kinh doanh bất động sản chiếm 62,7% tổng doanh thu Q2/2024, đạt 17,8 nghìn tỷ đồng, giảm 40,9% svck do số căn bàn giao ít hơn từ dự án Vinhomes OCP 1, 2 và 3. Trong Q2/2024, VHM đã bàn giao một phần tại Vinhomes OCP 1,2 và 3, tạo ra doanh thu 15,7 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, doanh thu từ dự án Vinhomes Grand Park đạt 900 tỷ đồng, và Vinhomes Golden Avenue đạt 1,9 nghìn tỷ đồng. Ngược lại, phần lớn doanh thu bất động sản trong Q2/2023 đến từ dự án Vinhomes OCP 2, với tổng doanh thu kinh doanh bất động sản ghi nhận đạt 27,2 nghìn tỷ đồng.
- Ngoài việc bàn giao tại các dự án khác nhau và ghi nhận doanh thu như đề cập ở trên, VHM cũng ghi nhận lợi nhuận từ ghi nhận doanh thu bán lô lớn tại dự án Vinhomes Royal Island (Vũ Yên) tại Hải Phòng, với thu nhập tài chính đạt 6,5 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024, là một phần từ lợi nhuận hợp đồng BCC với Vingroup trong đó VHM có 95% lợi ích, do Vinhomes Royal Island được phát triển bởi Vingroup.
- Doanh thu khác, bao gồm dịch vụ xây dựng, cho thuê và quản lý, chiếm 37,3% tổng doanh thu trong Q2/2024, hay 8,65 nghìn tỷ đồng, tăng 282,5% svck, do doanh thu dịch vụ xây dựng tăng đáng kể lên 7,56 nghìn tỷ đồng (+539,6% svck). Chúng tôi cho rằng sự gia tăng này chủ yếu nhờ dịch vụ tổng thầu mà Vinhomes cung cấp cho các nhà đầu tư đã mua lô lớn.
- Biên lợi nhuận gộp tăng lên 30,6% trong Q2/2024 từ 21,6% trong Q1/2024. Sự cải thiện này chủ yếu được thúc đẩy nhờ tỷ trọng doanh thu bất động sản cao hơn với mức biên lợi nhuận gộp cao đạt 43,6%. Tuy nhiên, so với cùng kỳ năm trước, biên lợi nhuận gộp trong Q2/2024 thấp hơn so với Q2/2023 do tỷ trọng

doanh thu cao hơn của mảng xây dựng có mức biên lợi nhuận thấp hơn tương đối so với doanh thu kinh doanh bất động sản.

## Doanh số bán hàng Q2/2024: Tăng mạnh svck nhờ doanh số từ dự án Vinhomes Royal Island

- Q2/2024 tiếp tục ghi nhận sự phục hồi của Vinhomes với doanh số bán hàng đạt 35,5 nghìn tỷ đồng, tăng 42,6% svck và 119% so với quý trước. Trong đó, 53% doanh số bán hàng đến từ người mua lẻ và 47% đến từ doanh số bán lô lớn (bán cho các chủ đầu tư thứ cấp). Đáng chú ý, giá trị bán hàng của Vinhomes Royal Island chiếm đến 78% tổng giá trị bán hàng trong Q2/2024, tương đương với 27,7 nghìn tỷ đồng.
- Dự án Vinhomes Royal Island có tổng diện tích là 877 ha trên đảo Vũ Yên tại thành phố Hải Phòng, bao gồm 136 ha đất ở thương phẩm cho 8.324 căn thấp tầng. Kể từ khi mở bán vào cuối tháng 3, VHM đã bán được 4.567 căn hộ (54,9% tổng hàng tồn kho) tính đến cuối Q2/2024, với hơn 41,7 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng. Tốc độ bán hàng nhanh chóng chỉ trong hơn 3 tháng kể từ khi mở bán đã cho thấy dấu hiệu phục hồi của thị trường bất động sản miền Bắc.
- Doanh thu chưa ghi nhận tính đến 30/06/2024 đạt 118,7 nghìn tỷ đồng, tăng 33% svck. Đối với nửa cuối năm 2024, VHM đặt mục tiêu duy trì doanh số bán hàng, như đã đề cập trong cuộc họp kết quả kinh doanh Q2/2024, VHM cho biết họ đang hoàn tất 2 giao dịch bán lô lớn với tổng trị giá 40 nghìn tỷ đồng.

**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh số bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: VHM, SSI Research

## Dự án được mong đợi Vinhomes Global Gate (Vinhomes Cổ Loa) sắp được mở bán

Vào cuối tháng 7/2024, CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam (VEF: Upcom), công ty con của Vingroup và là chủ đầu tư của Vinhomes Global Gate, đã nộp Báo cáo đánh giá tác động môi trường lên Bộ Tài Nguyên và Môi Trường (MONRE) để phê duyệt. Vào ngày 30/08, VEF đã bắt đầu xây dựng Trung tâm Hội chợ và Triển lãm Quốc Gia, liền kề với Vinhomes Cổ Loa, với diện tích lên đến 90 ha.

Vào ngày 6/9, VEF đã tổ chức lễ giới thiệu dự án cho các nhà môi giới bất động sản và trao quyền phân phối chính thức, báo hiệu một đợt mở bán sắp tới. Với diện tích 385 ha, dự án bao gồm hơn 4.100 căn thấp tầng (nhà phố, biệt thự) và 12.600 căn hộ cao tầng, với tổng diện tích đất thương phẩm là 42,5 ha (34,9 ha cho bất động sản nền và 7,59 ha cho căn hộ).

Giữa những tin đồn về giá bán, giá mở bán của các căn thấp tầng của Vinhomes Global Gate được cho là khá cao, dao động từ 10.000 USD đến 15.000 USD/m<sup>2</sup> đất, cao hơn so với giá trị trường. Với thị trường bất động sản Hà Nội đang phục hồi, được thúc đẩy bởi lượng giao dịch mạnh mẽ và giá nhà tăng trong nửa đầu năm 2024, Vinhomes Global Gate dự kiến sẽ tạo ra lợi nhuận đáng kể cho Vinhomes trong những giai đoạn sắp tới.

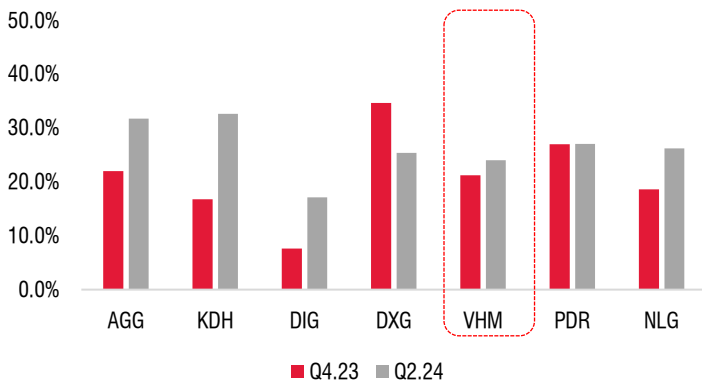
## Kế hoạch mua lại 370 triệu cổ phiếu

Vào ngày 7/8/2024, VHM công bố kế hoạch mua lại tối đa 370 triệu cổ phiếu, tương đương 8,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của Vinhomes. Tổng giá trị mua lại cổ phiếu ước tính đạt 15,91 nghìn tỷ đồng dựa trên giá trị trường đóng cửa ngày 13/9/2024 là 43.000 đồng/cổ phiếu.

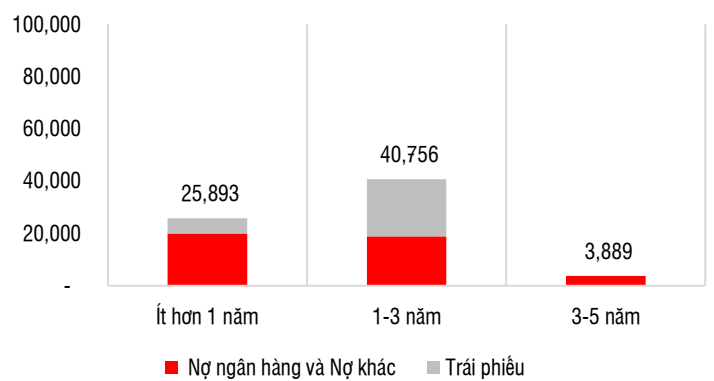
Theo VHM, việc mua lại cổ phiếu nhằm bảo vệ lợi ích của cổ đông và của công ty sau khi xem xét biến động thị trường gần đây đã khiến giá trị thị trường của cổ phiếu giảm xuống thấp hơn giá trị nội tại. Tính đến ngày 30/06/2024, VHM có gần 19,15 nghìn tỷ đồng tiền mặt, đủ để mua lại tối đa 370 triệu cổ phiếu như đã thông báo. Trong khi vốn điều lệ sẽ giảm sau khi thực hiện mua lại cổ phiếu, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của VHM vẫn được duy trì khá tốt với tỷ lệ nợ ròng/VCSH thấp khoảng 24% tính đến cuối Q2/2024. Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán của VHM cho thấy công ty đang có 26,5 nghìn tỷ đồng nợ ngắn hạn và 47,7 nghìn tỷ đồng nợ dài hạn vào cuối Q2/2024, điều này có thể sẽ là thách thức đối với dòng tiền của công ty sau khi mua lại cổ phiếu.

Vào ngày 6/9/2024, cổ đông của VHM đã phê duyệt kế hoạch mua lại, và đang chờ phê duyệt từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Việc mua lại dự kiến sẽ diễn ra vào cuối tháng 9, vì quá trình phê duyệt có thể cần thêm thời gian do giá trị giao dịch cao.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của các chủ đầu tư niêm yết



Biểu đồ 3: Cơ cấu nợ tính đến ngày 30/06/2024



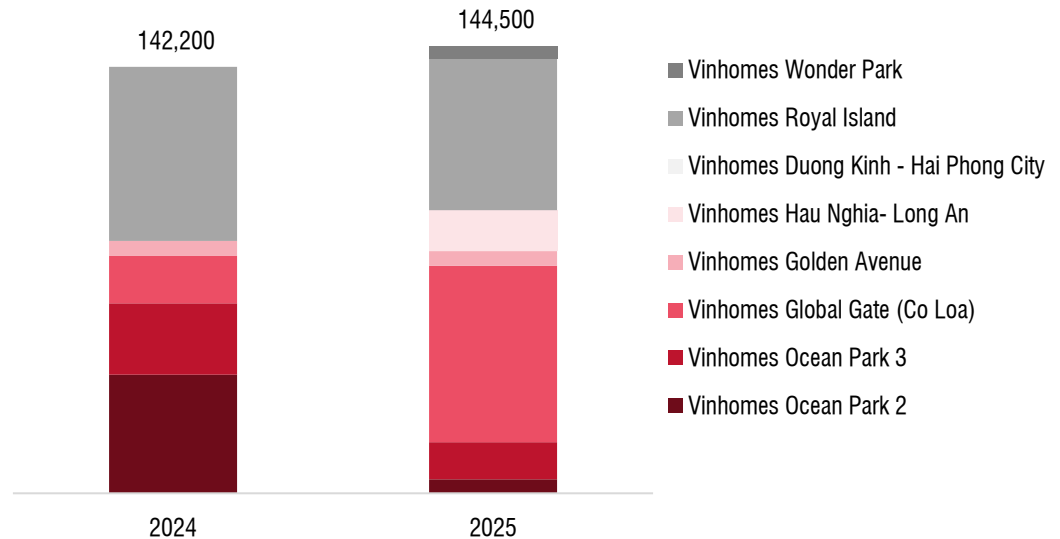
Nguồn: VHM, SSI Research

## Triển vọng

Trong Q2/2024, doanh số chưa ghi nhận đạt 118,7 nghìn tỷ đồng, cao thứ 2 chỉ sau lần VHM mở bán OCP 2 vào năm 2022 (129,3 nghìn tỷ đồng), cho thấy KQKD sẽ cải thiện trong vài quý tới khi VHM ghi nhận doanh thu từ doanh số chưa ghi nhận hiện tại. Trong đó, Vinhomes Royal Island chiếm phần lớn với 35% tổng doanh thu chưa ghi nhận, đạt 41,7 nghìn tỷ đồng. Theo sau là Vinhomes OCP 2 và OCP 3 với lần lượt 15% và 14% tổng doanh thu chưa ghi nhận. Các khoản doanh thu chưa ghi nhận còn lại đến từ các dự án khác như OCP 1, Grand Park và Smart City.

Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự báo doanh số bán hàng của VHM sẽ tăng mạnh nhờ sự thúc đẩy của 3 yếu tố sau: i) hoàn tất 2 giao dịch bán lô lớn tổng trị giá 40 nghìn tỷ đồng; ii) dự án Vinhomes Royal Island tiếp tục được bán; và iii) dự án Vinhomes Global Gate tại Hà Nội mở bán. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị bán hàng nửa cuối năm 2024 sẽ đạt 90,5 nghìn tỷ đồng, tăng 95% so với nửa cuối năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng năm 2024 của VHM sẽ đạt 142,2 nghìn tỷ đồng, tăng 63,5% svck, cao hơn đáng kể so với dự báo trước của chúng tôi nhờ doanh số bán hàng tại Vinhomes Royal Island tăng mạnh, giá mở bán của Vinhomes Cổ Loa cao hơn so với dự báo trước đây và việc hoàn thành 2 giao dịch bán lô lớn như đã đề cập ở trên.

Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ tiếp tục đạt doanh số bán hàng khả quan với những dự án mở bán trong năm 2024. Điều này sẽ được thúc đẩy nhờ doanh số bán hàng liên tục tại Vinhomes Royal Island, Vinhomes Global Gate và OCP 1,2 và 3, cùng với tiềm năng ra mắt dự án mới tại tỉnh Long An. Chúng tôi dự báo giá trị bán hàng trong năm 2025 sẽ đạt 144,5 nghìn tỷ đồng, phản ánh mức tăng thấp khoảng 1,6% svck do năm 2024 đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động bán bất động sản.

**Biểu đồ 4: Doanh số bán hàng ước tính trong năm 2024-2025 (tỷ đồng)**

*Nguồn: SSI Research ước tính*

Đối với dự báo lợi nhuận năm 2024, cùng với việc ghi nhận doanh thu từ Vinhomes OCP 2 và 3, Vinhomes Royal Island được dự kiến sẽ bàn giao lại những căn đầu tiên cho khách hàng bán lẻ trong nửa cuối năm 2024. Vinhomes Global Gate (Cổ Loa) và Vinhomes Royal Island là các dự án BCC, trong đó VHM sẽ hưởng lợi từ thu nhập tài chính, do đó các dự án này sẽ đóng góp một phần đáng kể vào lợi nhuận ròng thay vì doanh thu của công ty. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh thu chính trong giai đoạn 2024-2025 sẽ đến từ Vinhomes OCP 2 và 3.

Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và NPATMI của VHM sẽ lần lượt đạt 81,6 nghìn tỷ đồng (-21,2% svck) và 35,2 nghìn tỷ đồng (+5,5% svck), vượt kế hoạch năm 2024 của công ty và cao hơn so với dự báo trước của chúng tôi do ghi nhận doanh thu tại dự án Vinhomes Royal Island cao hơn, dự án này mới được mở bán từ cuối tháng 3/2024. Cụ thể, trong nửa cuối năm 2024, VHM dự kiến sẽ đạt KQKD khả quan hơn với doanh thu là 45 nghìn tỷ đồng (+9% svck) và NPATMI là 23,4 nghìn tỷ đồng (+103% svck).

Chúng tôi ước tính doanh thu và NPATMI năm 2025 sẽ lần lượt đạt 92,4 nghìn tỷ đồng (+13,3% svck) và 40,9 nghìn tỷ đồng (+16,2% svck), với phần lớn nguồn lợi nhuận đến từ 2 dự án Vinhomes Cổ Loa và Royal Island.

## Định giá & Luận điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng phương pháp RNAV là một phương pháp định giá tin cậy để ước tính giá trị hợp lý cho Vinhomes, do phần lớn danh mục đầu tư hiện đang được phát triển. Do đó, chúng tôi không kết hợp phương pháp RNAV với phương pháp so sánh như định giá trước. Điều này là do kết quả kinh doanh của VHM phụ thuộc nhiều vào phát triển các dự án, làm cho phương pháp so sánh thay đổi phụ thuộc vào việc bàn giao sản phẩm tại các dự án.

Sau năm 2025, chúng tôi dự báo rằng VHM có thể dựa vào các dự án quy mô lớn ở các thành phố cấp 2 như Long An, Hải Phòng, Khánh Hòa, và tỉnh Quảng Ninh. Nhu cầu của các dự án mới này không được kỳ vọng sẽ cao như các dự án tại Hà Nội và TP.HCM, dẫn đến tỷ lệ hấp thụ thấp hơn và cho thấy khả năng lợi nhuận sẽ thấp hơn trong tương lai.

Chi tiết bảng định giá theo phương pháp RNAV như sau:

STT	Tên dự án	PP định giá	NPV	Chiết khấu	NPV điều chỉnh
1	Vinhomes OCP2	DCF	19.230	0%	19.230
2	Vinhomes OCP3	DCF	14.365	0%	14.365
3	Vinhomes Royal Island	DCF	45.922	0%	45.922
4	Vinhomes Wonder Park	DCF	25.406	20%	20.325
5	Vinhomes Global Gate	DCF	29.550	15%	25.118
6	Vinhomes Green Hạ Long	DCF	258.646	50%	129.323
7	Vinhomes IUT	BV	18.845	10%	16.961
8	Vinhomes Long Beach Cần Giờ	BV	13.528	10%	12.175
9	Investment properties	BV	21.928	0%	21.928
<b>Giá trị tài sản gộp</b>		<b>Tỷ đồng</b>	<b>452.686</b>		<b>305.347</b>
(+)		Tiền và tương đương tiền	Tỷ đồng		20.854
(-)		Tổng nợ	Tỷ đồng		70.501
(-)		Lợi nhuận cho cổ đông thiểu số	Tỷ đồng		14.666
<b>RNAV</b>		Tỷ đồng			<b>241.034</b>
SLCP đang lưu hành					4.354.367.500
<b>RNAV/cp</b>					<b>55.400</b>

Tại mức giá 43.000 đồng/cổ phiếu, VHM hiện đang giao dịch tại P/E và P/B 2024 lần lượt là 4,9x và 0,9x, và P/E và P/B 2025 lần lượt là 4,2x và 0,7x, rẻ hơn nhiều so với các chủ đầu tư bất động sản và các đối thủ nội địa khác.

STT	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B
1	Ayala Corp	Philippines	6.892,9	7,8	0,9
2	Oberoi Realty Ltd	Ấn Độ	7.462,8	24,9	4,5
3	Central Pattana PCL	Thái Lan	7.888,2	15,6	2,9
4	China Vanke Co Ltd	Trung Quốc	9.539,6	7,6	0,2
5	Longfor Group Holdings Ltd	Hongkong, Trung Quốc	7.412,8	4,7	0,3
<b>Trung bình</b>				<b>12,1</b>	<b>1,8</b>

Nguồn: SSI Research

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VHM với giá mục tiêu 1 năm mới là **55.400 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là 28,8%. Giá mục tiêu trước đây của chúng tôi là 69.300 đồng/cổ phiếu. Sự điều chỉnh này phản ánh thay đổi về phương pháp định giá, khi trước đây chúng tôi kết hợp 2 phương pháp RNAV và phương pháp so sánh.

**Rủi ro giảm bao gồm:** i) thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến, và ii) chậm cấp phép các dự án.

**Quan điểm ngắn hạn: Tích Cực**

- Mở bán thành công dự án Vinhomes Global Gate và tiếp tục bán dự án Vinhomes Royal Island sẽ hỗ trợ doanh số bán hàng của VHM trong nửa cuối năm 2024.
- Lợi nhuận svck trong nửa cuối năm có thể tăng trưởng mạnh mẽ với ước tính tăng trưởng NPATMI đạt 103% svck, với sự hỗ trợ từ bàn giao dự án Vinhomes Royal Island.
- Khối lượng mua lại cổ phiếu lớn (tối đa 370 triệu cổ phiếu), tương đương 8,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của VHM.



## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	10.817	14.103	9.901	13.654
+ Đầu tư ngắn hạn	6.297	3.834	3.834	3.834
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	96.209	132.871	153.666	174.076
+ Hàng tồn kho	64.362	55.318	53.168	62.051
+ Tài sản ngắn hạn khác	18.851	36.215	36.465	37.299
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>196.535</b>	<b>242.341</b>	<b>257.034</b>	<b>290.914</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	22.797	33.800	63.213	54.270
+ GTCL Tài sản cố định	9.340	11.671	12.624	12.076
+ Bất động sản đầu tư	15.524	17.037	20.344	19.869
+ Tài sản dài hạn dở dang	50.683	60.790	77.113	83.903
+ Đầu tư dài hạn	7.491	7.760	7.760	7.760
+ Tài sản dài hạn khác	59.442	71.231	65.422	59.307
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>165.277</b>	<b>202.290</b>	<b>246.476</b>	<b>237.186</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>361.813</b>	<b>444.631</b>	<b>503.510</b>	<b>528.100</b>
+ Nợ ngắn hạn	187.762	211.073	237.513	223.283
Trong đó: vay ngắn hạn	15.330	18.290	26.036	23.479
+ Nợ dài hạn	25.528	50.921	63.707	61.138
Trong đó: vay dài hạn	20.876	38.394	49.190	46.967
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>213.291</b>	<b>261.994</b>	<b>301.221</b>	<b>284.420</b>
+ Vốn góp	43.544	43.544	43.544	43.544
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.260	1.260	1.260	1.260
+ Lợi nhuận chưa phân phối	99.934	133.392	168.599	209.576
+ Quỹ khác	3.785	4.441	-11.114	-10.700
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>148.522</b>	<b>182.636</b>	<b>202.289</b>	<b>243.680</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>361.813</b>	<b>444.631</b>	<b>503.510</b>	<b>528.100</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	31.520	1.517	-1.553	8.534
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-26.829	-18.632	-5.282	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.500	20.401	2.633	-4.781
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>6.191</b>	<b>3.286</b>	<b>-4.202</b>	<b>3.753</b>
Tiền đầu kỳ	4.626	10.817	14.103	9.901
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>10.817</b>	<b>14.103</b>	<b>9.901</b>	<b>13.654</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,05	1,15	1,08	1,30
Hệ số thanh toán nhanh	0,60	0,71	0,70	0,86
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,09	0,08	0,06	0,08
Nợ ròng / EBITDA	0,48	0,71	1,08	1,02
Khả năng thanh toán lãi vay	19,62	15,19	8,51	10,94
Ngày phải thu	88,5	60,9	84,9	77,7
Ngày phải trả	159,2	95,4	148,8	117,5
Ngày tồn kho	534,9	321,9	410,0	410,4
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,41	0,41	0,40	0,46
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,59	0,59	0,60	0,54
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,44	1,43	1,49	1,17
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,24	0,31	0,37	0,29
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,10	0,10	0,13	0,10

Nguồn: VHM, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>62.393</b>	<b>103.557</b>	<b>81.613</b>	<b>92.453</b>
Giá vốn hàng bán	-31.696	-67.850	-48.294	-51.235
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>30.696</b>	<b>35.707</b>	<b>33.319</b>	<b>41.217</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	16.690	19.954	24.328	26.801
Chi phí tài chính	-4.394	-3.870	-5.744	-5.379
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.432	-3.663	-4.081	-4.623
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-2.644	-4.093	-4.081	-4.623
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>37.973</b>	<b>44.045</b>	<b>43.752</b>	<b>53.405</b>
Thu nhập khác	670	-735	-606	53
Lợi nhuận trước thuế	38.643	43.310	43.146	53.459
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>29.162</b>	<b>33.533</b>	<b>35.563</b>	<b>41.390</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>28.831</b>	<b>33.371</b>	<b>35.208</b>	<b>40.976</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	331	161	356	414
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	6.621	7.664	8.836	10.284
Giá trị sổ sách (VND)	33.349	41.177	49.845	60.129
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	40.718	46.363	48.890	58.838
EBITDA	41.935	47.799	49.913	59.860
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-26,6%	66,0%	-21,2%	13,3%
EBITDA	-18,7%	14,0%	4,4%	19,9%
EBIT	-19,4%	13,9%	5,5%	20,3%
Lợi nhuận ròng	-25,1%	15,0%	6,1%	16,4%
Vốn chủ sở hữu	12,8%	23,0%	10,8%	20,5%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	57,0%	22,9%	13,2%	4,9%
<b>Định giá</b>				
P/E	7,2	5,6	4,9	4,2
P/B	1,4	1,0	0,9	0,7
Giá/Doanh thu	3,3	1,8	2,1	1,9
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	5,4	5,2	4,7	4,0
EV/Doanh thu	3,7	2,4	2,9	2,6
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	49,2%	34,5%	40,8%	44,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	59,7%	42,8%	58,1%	62,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	46,7%	32,4%	43,6%	44,8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,9%	3,5%	5,0%	5,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,1%	3,9%	5,3%	5,3%
ROE	47,8%	10,5%	18,9%	16,4%
ROA	34,2%	7,4%	12,8%	11,5%
ROIC	46,1%	10,2%	18,2%	16,4%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Ngành Bất động sản

#### Trịnh Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích cổ phiếu

Tuanta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84– 28) 3936 6321 ext. 8713

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6737