

KHUYẾN NGHỊ		MUA		CTCP VINHOMES (HSX: VHM)		ÁP LỰC TẠO KIM CƯƠNG	
Giá hiện tại:	41,900	Ngày viết báo cáo:	27/12/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>			
Giá mục tiêu trước:	79,900	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	4,354	Tập đoàn Vingroup	69.3%		
Giá mục tiêu mới:	60,900	Vốn hóa (tỷ VND)	178,529	Government of Singapore	5.2%		
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	217				
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>45.3%</b>	Sở hữu nước ngoài	22.47%				

**Bộ phận Research:**

Lâm Việt  
(Bất động sản, KCN)  
[vietl@bsc.com.vn](mailto:vietl@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

So với *Báo cáo gần nhất (31/07/2023)*, VHM trải qua giai đoạn điều chỉnh sâu -30% do áp lực bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài với khối lượng bán ròng 66.1 triệu cổ phiếu (98.5 triệu cổ phiếu kể từ 23/10/2023-nay).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM nhưng điều chỉnh giá mục tiêu -24% còn 60,900 VND/cp (upside 45.3%), phản ánh:

- Giảm -11.1% định giá tại các dự án đang triển khai khi hạ dự báo doanh số bán lẻ vào các năm tiếp theo bởi các yếu tố chu kỳ (1) tiến độ triển khai kéo dài, (2) biên LN giảm do chính sách bán hàng kích cầu.
- Áp dụng mức chiết khấu vào định giá 20% vì (1) rủi ro giao dịch nội bộ Tập đoàn và (2) các rủi ro về xu hướng ngành khi mà biên LN các DN nhìn chung sẽ co lại do (2.1) nghĩa vụ tài chính cao hơn (chi phí sử dụng đất, chi phí vốn...) và (2.2) giá bán bình ổn và tốc độ hấp thụ chậm hơn giai đoạn trước do nguồn cung sản phẩm trong tương lai cao hơn.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

**BSC điều chỉnh tăng +5% dự báo tổng doanh thu (bao gồm bán buôn và HTĐT) và +10% dự báo LNST-CĐTTS năm 2023**, lần lượt đạt 115,508 tỷ VND (+42% YoY) và 36,684 tỷ VND (+27% YoY) nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại đại dự án Vinhomes OCP 2 & 3 tốt hơn kỳ vọng.

Sang năm 2024, chúng tôi dự báo KQKD sẽ ghi nhận mức tăng trưởng âm do điểm rơi bàn giao tập trung vào 2023-1H2024 trong khi tỷ lệ hấp thụ các dự án mở bán mới thấp. Theo đó, tổng doanh thu đạt 96,408 tỷ VND (-17% YoY) và LNST-CĐTTS đạt 26,240 tỷ VND (-29% YoY), EPS = 5,966 VND, PE fwd = 6.9x, P/B fwd = 0.86x.

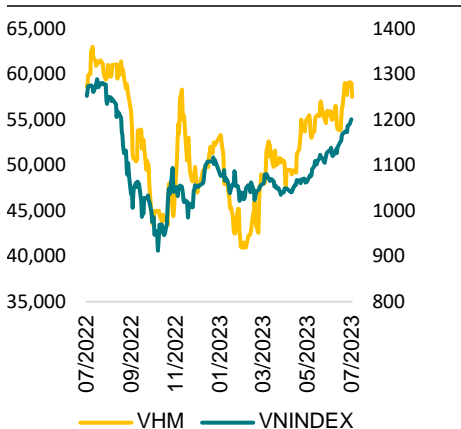
**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- VHM đang giao dịch tại vùng giá thấp nhất kể từ khi niêm yết, tương ứng mức định giá hấp dẫn với PE 2024F=6.9x và P/B 2024F = 0.86x – mức thấp nhất kể từ khi niêm yết.
- Triển vọng lợi nhuận dài hạn được đảm bảo nhờ (1) quỹ đất liên tục được mở rộng, (2) luôn hiện hữu dự án gối đầu và (3) năng lực và sản phẩm đã được chứng minh.

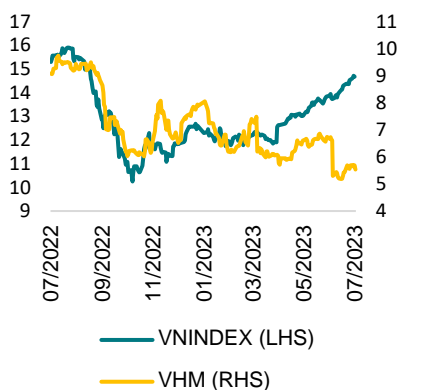
**RỦI RO**

- Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án.
- Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ.

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	4.7	6.3	5.0	7.0
PB (x)	1.46	1.26	1.01	0.88
P/S (x)	2.1	2.9	1.6	1.9
ROE (%)	29.6%	19.6%	19.9%	12.5%
ROA (%)	16.9%	8.1%	8.9%	6.3%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	84,986	62,393	115,508	96,408
Lợi nhuận gộp	48,460	30,696	62,490	48,073
NPATMI	38,825	28,831	36,684	26,240
EPS	8,904	6,611	8,422	5,966
Tăng trưởng EPS	9%	-26%	27%	-29%

## I. CẬP NHẬT KQKD NĂM 3Q2023: Lợi nhuận được dẫn dắt bởi bàn giao các sản phẩm thấp tầng bán lẻ tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3.

Trong kỳ, VHM ghi nhận doanh thu thuần đạt **28,912 tỷ VND (+84% YoY)** và **LNST-CĐTS đạt 10,695 tỷ VND (-26% YoY, +10% QoQ)** nhờ đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm thấp tầng (bán lẻ) tại Vinhomes Ocean Park 3 với hơn 2,400 sản phẩm được bàn giao. Tính chung 9T23, tổng doanh thu đạt 108.4 nghìn tỷ VND (+203% YoY, vượt 8.4% kế hoạch năm) và LNST-CĐTS đạt 32.4 tỷ VND (+62% YoY, vượt 8% kế hoạch năm).

Như đã đề cập, biên LNG của VHM tương đồng với các DN cùng ngành, giảm còn 46% trong 3Q23 so với 52% vào 3Q22 vì (1) một phần lợi nhuận được chia sẻ cho đối tác dưới dạng hợp đồng HTĐT theo chúng tôi là các đại lý môi giới cấp 1 và (2) áp dụng các chương trình hỗ trợ người mua nhà và. Do 3Q22 là thời điểm đẩy mạnh bán buôn các sản phẩm cao tầng tại Vinhomes Ocean Park 2, doanh thu tài chính giảm -83% YoY còn 1,845 tỷ VND.

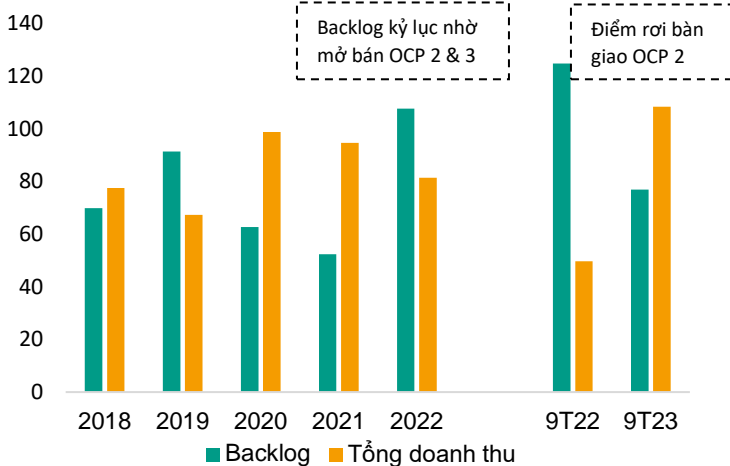
**Về công tác bán hàng:** Trong 3Q23, VHM chỉ mở bán thăm dò 115 sản phẩm tại dự án Golden Avenue (Quảng Ninh), nên doanh thu bán mới (presales) chủ yếu vẫn đến từ các dự án hiện hữu, đạt 16.1 nghìn tỷ VND (-9% YoY, -35% QoQ). Trong đó, 70% đến từ bán buôn tại Hải Phòng và 30% còn lại đến từ bán lẻ các sản phẩm thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park 3. Lũy kế 9T23, doanh thu bán mới vẫn duy trì mức ấn tượng 56.7 nghìn tỷ VND (-49% YoY) và doanh thu chưa ghi nhận tại thời điểm cuối 3Q23 là 76.9 nghìn tỷ VND (-38% YoY).

Tóm tắt KQKD của VHM trong 3Q23

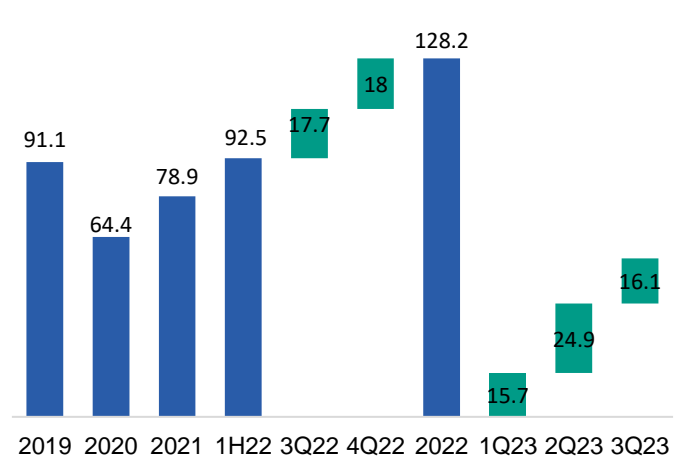
(Tỷ VND)	9T2022	9T2023	%YoY	3Q2022	3Q2023	%YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>31,199</b>	<b>94,636</b>	<b>203.3%</b>	<b>17,805</b>	<b>32,724</b>	<b>83.8%</b>
- Kinh doanh BĐS	22,332	86,023	285.2%	14,344	28,912	101.6%
- Dịch vụ tổng thầu & tư vấn thiết kế	4,824	3,584	-25.7%	2,116	1,732	-18.2%
- Dịch vụ quản lý BĐS	1,517	2,188	44.3%	313	759	142.3%
- Cho thuê BĐS đầu tư	984	804	-18.3%	509	300	-41.1%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15,182</b>	<b>34,708</b>	<b>128.6%</b>	<b>9,296</b>	<b>14,957</b>	<b>60.9%</b>
% Biên LNG	49%	37%		52%	46%	
Chi phí bán hàng	(1,420)	(2,996)	111.0%	(743)	(683)	-8.2%
Chi phí QLDN	(2,056)	(1,762)	-14.3%	(546)	(636)	16.5%
%SG&A/Revenue	11%	5%		7%	4%	
EBIT	11,707	29,950	155.8%	8,007	13,638	70.3%
Doanh thu tài chính	15,658	4,735	-69.8%	10,922	1,845	-83.1%
Chi phí tài chính	(2,040)	(2,238)	9.7%	(862)	(954)	10.6%
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	25	(0)	-101.8%	4	(2)	-158.3%
<b>LNTT</b>	<b>26,194</b>	<b>41,920</b>	<b>60.0%</b>	<b>18,949</b>	<b>14,528</b>	<b>-23.3%</b>
<b>LNST</b>	<b>20,048</b>	<b>32,396</b>	<b>61.6%</b>	<b>14,575</b>	<b>10,724</b>	<b>-26.4%</b>
% Biên LNST	64%	34%		82%	33%	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>19,700</b>	<b>32,300</b>	<b>64.0%</b>	<b>14,494</b>	<b>10,695</b>	<b>-26.2%</b>

Nguồn: VHM

Điểm rơi bàn giao các sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3 tập trung 2023-2024 sau giai đoạn mở bán kỷ lục 2022.



Danh số mở bán mới (presales) sụt giảm so với cùng kỳ và đóng góp chính bởi bán sỉ do thị trường không thuận lợi



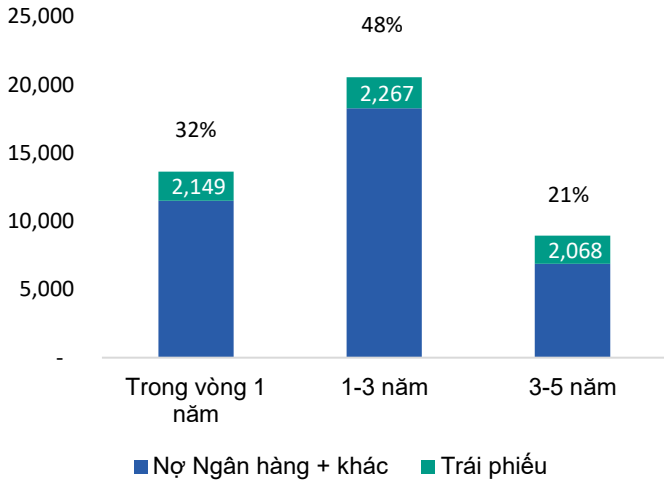
Nguồn: VHM, BSC Research

## 1. Cấu trúc tài chính vẫn duy trì mức an toàn, tuy nhiên tồn tại áp lực nợ vay đáo hạn trong vòng 1 năm tới.

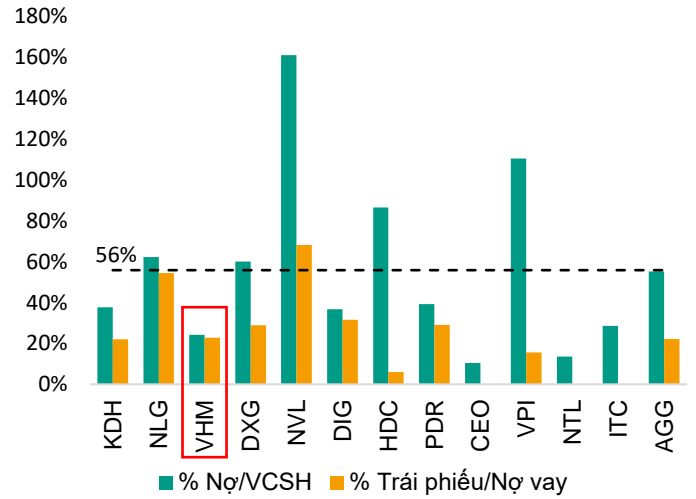
Tại thời điểm cuối Q3/2023, tổng dư nợ của VHM đang ở mức 43,126 tỷ VND với tỷ lệ Nợ/VCSH = 22.7% thấp hơn mức 56% trung bình ngành. Đáng chú ý, 13,638 tỷ VND tương đương 32% tổng dư nợ đáo hạn trong vòng 12 tháng tới sẽ là một thách thức đối với doanh nghiệp. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong 3Q23 tương đối ấn tượng +14,574 tỷ VND nhưng không thể bù đắp được dòng tiền từ hoạt động đầu tư -16,637 tỷ VND (góp vốn vào các công ty khác và tạm ứng theo hợp đồng HTĐT) khiến cho số dư tiền mặt & tiền gửi ngân hàng hiện tại chỉ còn ở mức 7,549 tỷ VND (-49% so với đầu năm).

Kể từ đầu 4Q23, VHM đã phát hành thành công 4 lô trái phiếu riêng lẻ với tổng giá trị khoảng 7,000 tỷ VND. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, kế hoạch huy động vốn của doanh nghiệp trong 4Q23 dự kiến 7,000-10,000 tỷ VND bao gồm (1) 5,700 tỷ trái phiếu và nợ vay trong nước và (2) 250 triệu USD nợ vay tại các tổ chức nước ngoài.

Áp lực đáo hạn nợ vay trong giai đoạn 4Q23-3Q24 lớn



Tỷ lệ đòn bẩy của VHM vẫn duy trì mức an toàn

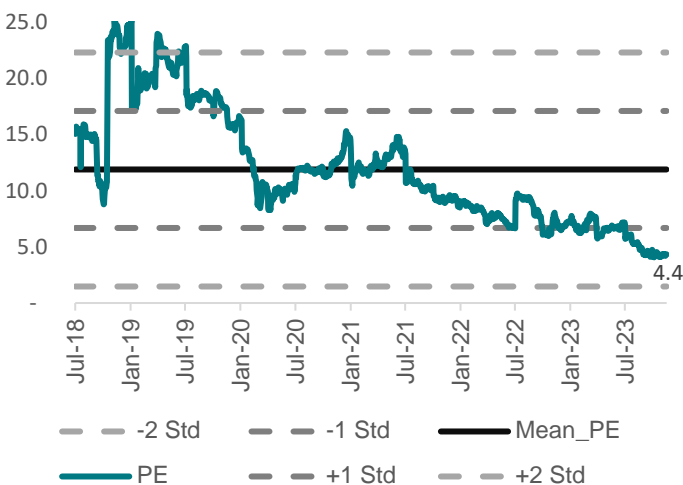


Nguồn: VHM, BSC Research

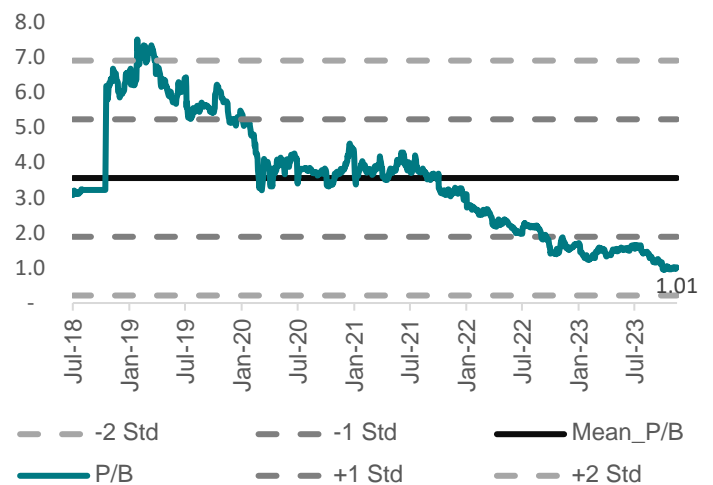
Dựa trên khả năng huy động vốn và lượng backlog còn lại tại các dự án đang triển khai lên đến 76,900 tỷ VND, chúng tôi tin rằng áp lực nợ vay đáo hạn sẽ không quá lớn, đặc biệt là tỷ trọng trái phiếu đáo hạn chỉ chiếm 15%, tương đương 2,149 tỷ VND. Ngoài ra, **chiến lược “bán buôn” dự án cho các nhà đầu tư nước ngoài không chỉ đem lại lợi nhuận nhanh chóng còn giúp dòng tiền VHM duy trì “lành mạnh”, qua đó vòng quay tiền hiệu quả hơn khi triển khai các đại đô thị.**

## 2. Định giá hấp dẫn

Định giá PE kể từ khi niêm yết



Định giá P/B kể từ khi niêm yết



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Như chúng tôi đã đề cập, áp lực bán ròng của khối ngoại và triển vọng kém khả quan hơn đã phản ánh vào giá. So với Báo cáo cập nhật gần nhất (31/07/2023), VHM ghi nhận mức giảm -36.5% cao hơn rất nhiều so với mức chiết khấu của VN-Index -9.8%. VHM hiện đang giao dịch tại PE 2024F = 7.0x và P/B 2024F = 0.88x – thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn 1.9x và thấp nhất kể từ khi niêm yết. Tại mức giá mục tiêu 60,900 VND/cp của chúng tôi, VHM sẽ giao dịch tại mức định giá PE 2024F = 9.8x và P/B 2024F = 1.27x – vẫn thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn. **Chúng tôi tin rằng mức định giá trên là vô cùng hấp dẫn, rủi ro giảm giá thấp và là một điểm mua tốt cho các nhà đầu tư dài hạn đối với một doanh nghiệp đầu ngành về năng lực triển khai cũng như quỹ đất lớn, lợi nhuận luôn duy trì ở mức cao và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt.**

**3. Triển vọng tăng trưởng dài hạn được đảm bảo nhờ quỹ đất liên tục được mở rộng và luôn hiện hữu chiến lược triển khai dự án gối đầu.**

Trong 3Q23, VHM đã mở bán 115 sản phẩm đầu tiên tại dự án Vinhomes Golden Avenue (116ha tại Quảng Ninh) so với 700 sản phẩm thấp tầng đầu tiên theo kế hoạch ban đầu. Theo chúng tôi, việc mở bán thận trọng mang tính thăm dò thị trường phù hợp trong bối cảnh hiện tại khi (1) nhu cầu nhà ở phân khúc cao cấp tại thị trường tier 2 vẫn chưa thực sự hồi phục, (2) mở bán và xây dựng các sản phẩm đầu tiên là một chiến lược marketing giúp người mua nhà/nhà đầu tư định hình được quy mô, tiện ích của dự án. **Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm khả năng hấp thụ của các sản phẩm thấp tầng tại thị trường tier 2 còn khó khăn và kỳ vọng chiến lược “bán buôn” sẽ được đẩy mạnh, mang lại tính hiệu quả hơn về mặt dòng tiền.**

**Thời điểm ra mắt các dự án Nhà ở xã hội được đẩy lùi so với dự định trước đó sang năm 2024.** Theo mục tiêu triển khai của Chính phủ và bối cảnh ngành BĐS hiện tại, phân khúc Nhà ở xã hội – Happy Home sẽ là trọng tâm phát triển của VHM trong thời gian tới song song với các dự án hiện hữu.

**(1) Thời gian triển khai các dự án sẽ kéo dài hơn so với kỳ vọng trước đó, (2) NOXH là trọng tâm phát triển trong 2024**

Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
The Harmony	Hà Nội	97.5	[Bar chart showing development from 2018 to 2023]										
The Imperia	Hải Phòng	78.5	[Bar chart showing development from 2018 to 2023]										
Star City	Thanh Hóa	119		[Bar chart showing development from 2019 to 2027]									
Ocean Park	Hà Nội	420		[Bar chart showing development from 2019 to 2025]									
Smart City	Hà Nội	280		[Bar chart showing development from 2019 to 2025]									
Grand Park	TP HCM	271		[Bar chart showing development from 2019 to 2026]									
Wonder Park	Hà Nội	133		[Bar chart showing development from 2020 to 2026]									
Ocean Park 2	Hưng Yên	458			[Bar chart showing development from 2021 to 2026]								
Ocean Park 3	Hưng Yên	294			[Bar chart showing development from 2021 to 2027]								
Sky Park	Bắc Giang	1.1				[Bar chart showing development from 2022 to 2025]							
Golden Avenue	Quảng Ninh	116				[Bar chart showing development from 2022 to 2027]							
Vũ Yên	Hải Phòng	865					[Bar chart showing development from 2023 to 2028]						
KĐT mới Hải Phòng	Hải Phòng	241					[Bar chart showing development from 2023 to 2028]						
KĐT ven vịnh Cam Ranh	Khánh Hòa	1,254						[Bar chart showing development from 2024 to 2028]					
Tây Tăng Long	TP HCM	1,293						[Bar chart showing development from 2024 to 2028]					
Long Beach Cần Giờ	TP HCM	28,656						[Bar chart showing development from 2024 to 2028]					
KĐT mới Đức Hòa	Long An	197						[Bar chart showing development from 2024 to 2028]					
NOXH Nam Tràng Cát	Hải Phòng	26						[Bar chart showing development from 2024 to 2025]					
NOXH Star City	Thanh Hóa	9						[Bar chart showing development from 2024 to 2025]					
NOXH Đông Hà	Quảng Trị	2						[Bar chart showing development from 2024 to 2025]					
NOXH Muối Cam Ranh	Khánh Hòa	87.6						[Bar chart showing development from 2024 to 2028]					

Nguồn: VHM, BSC Research

**II. RỦI RO**

- Rủi ro biên lợi nhuận giảm** do (1) đẩy mạnh bán buôn, (2) triển khai chính sách bán hàng ưu đãi, (3) giá vốn tăng do quỹ đất mới và chi phí dành cho đất tăng
- Rủi ro về các giao dịch liên quan nội bộ.**
- Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS** ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và tỷ lệ hấp thụ dự án.

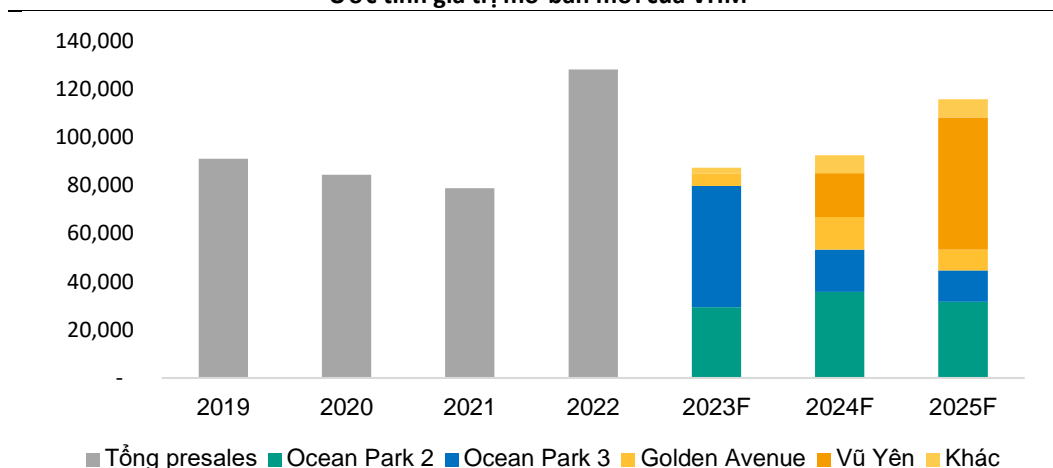
### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đối với năm 2023, nhờ vào tốc độ bàn giao tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi, **BSC điều chỉnh tăng +5% dự báo tổng doanh thu (bao gồm HTĐT, bán buôn) đạt 115.5 nghìn tỷ VND (+42% YoY) và +10% dự báo LNST-CĐTS đạt 36,684 tỷ VND (+27% YoY)** đến từ bàn giao các sản phẩm bán lẻ tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3 đạt 105.8 nghìn tỷ VND và các dự án khác bao gồm OCP 1, Grand Park và Smart City, theo đó, EPS 2023F = 8,422 VND/CP, P/E 2023F = 5.0x, P/B 2023F = 1.01x.

**Do đã đẩy mạnh bàn giao trong năm 2023, BSC điều chỉnh giảm dự báo KQKD năm 2024.** Tổng doanh thu giảm -23% so với dự phóng trước đạt 96.4 nghìn tỷ VND (-17% YoY) đến từ (1) bàn giao các sản phẩm thấp tầng đã bán lẻ tại Ocean Park 3, Golden Avenue và (2) tiếp tục đẩy mạnh bán sỉ các sản phẩm cao tầng tại Ocean Park 2, Ocean Park 3. Theo đó, LNST-CĐTS đạt 26.2 nghìn tỷ VND (-28% YoY, giảm -29% so với dự báo trước đó)

**Về công tác bán hàng: BSC ước tính giá trị mở bán mới (presales) của VHM trong năm 2023 đạt 87.3 nghìn tỷ VND (-32% YoY không bao gồm NOXH)** chủ yếu đến từ mở bán các sản phẩm còn lại tại OCP2, OCP3 và một phần Golden Avenue. Sang năm 2024, **giá trị mở bán mới của VHM sẽ đạt 92.5 nghìn tỷ VND (+5.9% YoY)** đóng góp chính từ bán sỉ các lô sản phẩm cao tầng OCP 2&3 và ghi nhận đáng kể đóng góp từ các dự án Golden Avenue (Quảng Ninh), Vinhomes Vũ Yên (Hải Phòng) từ 2H24.

Ước tính giá trị mở bán mới của VHM



BSC ước tính KQKD

	FY22	FY23 cũ	FY23 mới	% điều chỉnh	% YoY	FY24 cũ	FY24 mới	% điều chỉnh	% YoY
<b>Doanh thu</b>	<b>62,393</b>	<b>110,466</b>	<b>115,508</b>	5%	85%	<b>124,659</b>	<b>96,408</b>	-23%	-17%
- Chuyển nhượng BĐS	51,202	100,927	105,969	5%	107%	115,692	87,441	-24%	-17%
- Dịch vụ tổng thầu, tư vấn thiết kế	5,235	3,665	3,665	0%	-30%	2,565	2,565	0%	-30%
- Dịch vụ QL BĐS	2,464	3,080	3,080	0%	25%	3,387	3,387	0%	10%
Giá vốn hàng bán	(31,696)	(52,100)	(53,018)	2%	67%	(61,743)	(48,335)	-22%	-9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>30,696</b>	<b>58,366</b>	<b>62,490</b>	7%	104%	<b>62,916</b>	<b>48,073</b>	-24%	-23%
Chi phí bán hàng	(2,432)	(5,432)	(5,481)	1%	125%	(5,646)	(4,260)	-25%	-22%
Chi phí QLDN	(2,644)	(8,943)	(9,024)	1%	241%	(9,296)	(7,013)	-25%	-22%
<b>EBIT</b>	<b>25,621</b>	<b>43,991</b>	<b>47,985</b>	9%	87%	<b>47,974</b>	<b>36,800</b>	-23%	-23%
Doanh thu tài chính	16,690	1,092	1,343	23%	-92%	809	1,174	45%	-13%
Chi phí tài chính	(4,394)	(2,986)	(3,174)	6%	-28%	(2,668)	(5,130)	92%	62%
<b>LN trước thuế</b>	<b>38,643</b>	<b>41,999</b>	<b>46,056</b>	10%	19%	<b>46,169</b>	<b>32,898</b>	-29%	-29%
Thuế TNDN	(9,481)	(8,400)	(9,211)	10%	-3%	(9,234)	(6,580)	-29%	-29%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>29,162</b>	<b>33,599</b>	<b>36,845</b>	10%	26%	<b>36,935</b>	<b>26,319</b>	-29%	-29%
Lợi ích cổ đông thiểu số	331	154	161	4%	-51%	107	79	-26%	-51%
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>28,831</b>	<b>33,445</b>	<b>36,684</b>	10%	27%	<b>36,828</b>	<b>26,240</b>	-29%	-28%
<b>EPS cơ bản (đồng)</b>	<b>6,611</b>	<b>7,678</b>	<b>8,422</b>	10%	27%	<b>8,373</b>	<b>5,966</b>	-29%	-29%
<b>Biên LNG</b>	49%	53%	54%			50%	50%		
<b>Biên LN ròng</b>	47%	30%	32%			30%	27%		
<b>ROE</b>	20%	18%	20%			17%	12%		

Nguồn: BSC Research

#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VHM** nhưng điều chỉnh giảm -24% giá mục tiêu còn **60,900 VNĐ/CP** (upside +48.5%) dựa trên phương pháp RNAV. Mức định giá được điều chỉnh giảm phản ánh tác động của việc:

- Giảm -11.1% định giá tại các dự án đang triển khai khi hạ dự báo doanh số bán lẻ vào các năm tiếp theo bởi các yếu tố chu kỳ (1) tiến độ triển khai kéo dài, (2) biên LN giảm do chính sách bán hàng kích cầu.
- Áp dụng mức chiết khấu vào định giá 20% vì (1) rủi ro giao dịch nội bộ Tập đoàn và (2) các rủi ro về xu hướng ngành khi mà biên LN các DN nhìn chung sẽ co lại do (2.1) nghĩa vụ tài chính cao hơn (chi phí sử dụng đất, chi phí vốn...) và (2.2) giá bán bình ổn và tốc độ hấp thụ chậm hơn giai đoạn trước do nguồn cung sản phẩm trong tương lai cao hơn.

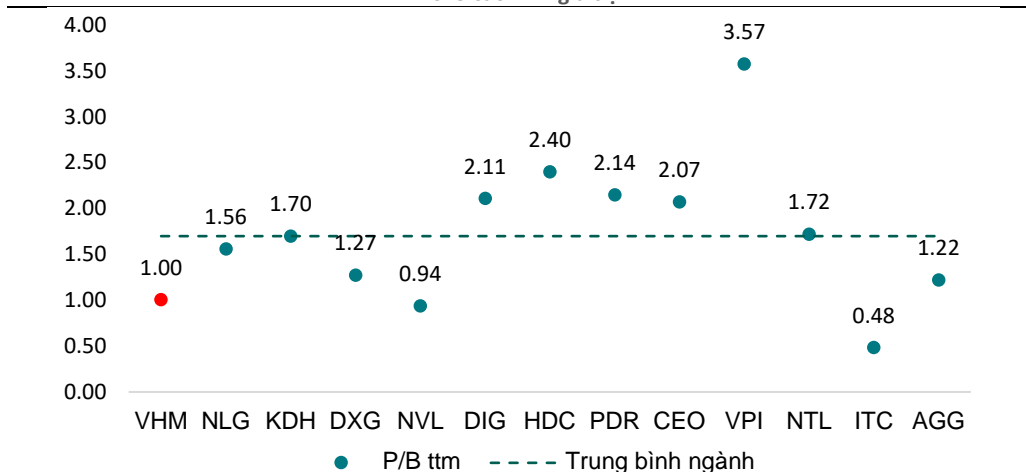
Hiện tại, VHM đang giao dịch tại vùng giá thấp nhất kể từ khi niêm yết, với mức P/B 2024F = 0.88x và PE 2024F = 7.0x. Tại mức giá mục tiêu 60,900 VNĐ/cp của chúng tôi, VHM sẽ giao dịch tại mức định giá PE 2024F = 10.2x và P/B 2024F = 1.28x – vẫn thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn. Chúng tôi tin rằng, VHM đã về vùng định giá tương đối an toàn và tiềm năng tăng giá hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn.

##### Định giá cổ phiếu

Tỷ VND	Phương pháp	VHM
<b>Các dự án đang triển khai</b>	<b>RNAV</b>	<b>182,858</b>
- Vinhomes Ocean Park 2		94,170
- Vinhomes Ocean Park 3		50,409
- Vinhomes Vũ Yên		30,203
- Vinhomes Golden Avenue		8,076
<b>Các dự án chưa triển khai</b>	<b>RNAV</b>	<b>132,385</b>
<b>Khác</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>50,683</b>
<b>BĐS dân dụng</b>	<b>RNAV</b>	<b>365,926</b>
<b>Chiết khấu vào giá trị</b>	<b>20%</b>	<b>(73,185)</b>
<b>Tổng giá trị đánh giá lại</b>		<b>292,741</b>
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn		13,857
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng		(41,220)
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>		<b>265,378</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)		4,354.4
Giá hiện tại		41,000
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>60,900</b>
<b>Tiềm năng tăng giá</b>		<b>48.5%</b>
<b>Lợi suất cổ tức</b>		<b>0.1%</b>
<b>WACC</b>		<b>13%</b>

Nguồn: BSC Research

Áp lực bán từ khối ngoại trong thời gian gần đây mang lại mức định giá hấp dẫn và điểm mua tốt cho các NĐT giá trị





## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>84,986</b>	<b>62,393</b>	<b>115,508</b>	<b>96,408</b>
Giá vốn hàng bán	(36,526)	(31,696)	(53,018)	(48,335)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>48,460</b>	<b>30,696</b>	<b>62,490</b>	<b>48,073</b>
Chi phí bán hàng	(2,289)	(2,432)	(5,481)	(4,260)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(3,769)	(2,644)	(9,024)	(7,013)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	<b>42,402</b>	<b>25,621</b>	<b>47,985</b>	<b>36,800</b>
Doanh thu tài chính	7,995	16,690	1,343	1,174
Chi phí tài chính	(438)	(2,319)	-	-
Chi phí lãi vay	(2,348)	(2,076)	(3,174)	(5,130)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	54	56	-	-
Lãi/lỗ khác	518	670	(98)	54
<b>LN trước thuế</b>	<b>48,183</b>	<b>38,643</b>	<b>46,056</b>	<b>32,898</b>
Thuế thu nhập DN	(9,234)	(9,481)	(9,211)	(6,580)
<b>LN sau thuế</b>	<b>38,948</b>	<b>29,162</b>	<b>36,845</b>	<b>26,319</b>
CĐTS	124	331	161	79
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>38,825</b>	<b>28,831</b>	<b>36,684</b>	<b>26,240</b>
EBITDA	43,490	26,837	48,625	37,334
EPS	8,904	6,611	8,422	5,966

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
(lỗ)/LNST	48,183	38,643	46,056	32,898
Khấu hao và phân bổ	1,088	1,217	640	534
Thay đổi vốn lưu động	(13,193)	9,598	(22,165)	(48)
Điều chỉnh khác	(19,004)	(18,454)	(23,271)	(21,458)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>17,074</b>	<b>31,004</b>	<b>1,260</b>	<b>11,926</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(17,898)	(18,299)	(1,000)	(15,000)
Đầu tư khác	(4,098)	(8,530)	(8,453)	(17,618)
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(21,996)</b>	<b>(26,829)</b>	<b>(9,453)</b>	<b>(32,618)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(5,199)	(9,384)	(77)	(192)
Tiền từ vay ròng	(5,481)	11,400	5,013	17,073
Tiền thu khác	6,515	-	(0)	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>(4,165)</b>	<b>2,016</b>	<b>4,936</b>	<b>16,881</b>
Dòng tiền đầu kỳ	13,714	4,626	10,817	7,560
Tiền trong kỳ	(9,088)	6,191	(3,257)	(3,812)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>4,626</b>	<b>10,817</b>	<b>7,560</b>	<b>3,748</b>

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>94,437</b>	<b>196,535</b>	<b>220,272</b>	<b>179,288</b>
Tiền và tương đương tiền	4,626	10,817	7,560	3,748
Đầu tư ngắn hạn	4,979	6,297	6,297	6,297
Phải thu ngắn hạn	37,750	96,209	108,372	79,887
Hàng tồn kho	28,579	64,362	79,044	70,356
TS ngắn hạn khác	18,503	18,851	19,000	19,000
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>136,079</b>	<b>165,277</b>	<b>194,154</b>	<b>239,198</b>
Tài sản hữu hình	7,498	9,340	9,855	10,285
Tài sản dở dang dài hạn	45,033	50,683	50,683	50,683
Đầu tư dài hạn	12,079	15,524	17,076	17,076
Tài sản dài hạn khác	71,470	89,731	116,540	161,154
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>230,516</b>	<b>361,813</b>	<b>414,426</b>	<b>418,486</b>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>75,401</b>	<b>187,762</b>	<b>196,625</b>	<b>158,235</b>
Nợ phải trả	12,507	15,031	13,437	14,071
Vay ngắn hạn	251	15,330	9,459	10,400
Nợ ngắn hạn khác	62,643	157,401	173,730	133,764
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>23,708</b>	<b>25,528</b>	<b>32,910</b>	<b>49,041</b>
Vay dài hạn	19,668	20,876	31,761	47,892
Nợ dài hạn khác	1,251	917	-	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>99,109</b>	<b>213,291</b>	<b>229,535</b>	<b>207,276</b>
Vốn góp	43,544	43,544	43,544	43,544
Thặng dư vốn cổ phần	1,260	1,260	1,260	1,260
LN chưa phân phối	79,413	99,934	136,618	162,857
Vốn chủ khác	524	476	-	-
Cổ đông thiểu số	6,666	3,309	3,469	3,549
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>131,407</b>	<b>148,522</b>	<b>184,891</b>	<b>211,210</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>230,516</b>	<b>361,813</b>	<b>414,426</b>	<b>418,486</b>
SLCP lưu hành (triệu)	4,354	4,354	4,354	4,354

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hệ số TT ngắn hạn	1.3	1.0	1.1	1.1
Hệ số TT nhanh	0.9	0.7	0.7	0.7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	9%	10%	10%	14%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	16%	25%	23%	28%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	286	742	544	531
Số ngày phải thu	162	563	342	302
Số ngày phải trả	444	766	582	531
CCC	5	539	304	302
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Biên Lợi nhuận gộp	57%	49%	54%	50%
Biên Lợi nhuận ròng	46%	47%	32%	27%
ROE	29.6%	19.6%	19.9%	12.5%
ROA	16.9%	8.1%	8.9%	6.3%
<b>Định giá</b>				
PE	4.7	6.3	5.0	7.0
PB	1.46	1.26	1.01	0.88
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	19%	-27%	85%	-17%
Tăng trưởng EBIT	101%	-40%	87%	-23%
Tăng trưởng LNTT	38%	-25%	26%	-29%
Tăng trưởng EPS	9%	-26%	27%	-29%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

