

## DUY TRÌ VỊ THẾ DẪN ĐẦU

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu (VND)	<b>51.494</b>
Tiềm năng tăng giá	20,1%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (01/04/2024)	42.900
Biến động 1 năm	38.450 – 63.000
KLGD bình quân 52T (cp)	5.141.846
Vốn hóa (Tỷ đồng)	186.802
P/E	5,63
P/B	1,02
%NN sở hữu	22,38%

### Chuyên viên phân tích

**Phạm Hồng Quân**

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

### Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

### ĐÁNH GIÁ: KHẢ QUAN

Chúng tôi cho rằng VHM sẽ duy trì vị thế dẫn đầu và sở hữu nhiều lợi thế từ môi trường kinh doanh, hành lang pháp lý mới xét đến quỹ đất lớn, nhiều dự án gối đầu và năng lực vượt trội trong việc phát triển, khai thác giá trị gia tăng trên quỹ đất dự án.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM với mức định giá hợp lý là **51.494 VND/ cổ phiếu**.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Ocean Park 2&3 tiếp tục là nguồn đóng góp quan trọng trong KQKD

Phần còn lại tại các dự án trên sẽ mang về hơn 66.000 tỷ đồng doanh thu và tiếp tục là nguồn đóng góp quan trọng đến kết quả kinh doanh của VHM trong giai đoạn 2024 – 2025.

#### Doanh số bán hàng kì vọng xu hướng tăng trưởng mới

Hoạt động bán hàng của VHM sẽ sôi nổi hơn trong năm 2024 nhờ thị trường BĐS dần hồi phục và doanh nghiệp nối lại kế hoạch mở bán các dự án đại đô thị mới. Trong đó, dự án Vinhomes Vũ Yên có thể đem về trên 100.000 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong 3 – 4 năm tới với hiệu quả lợi nhuận tương đối cao.

#### Duy trì vị thế dẫn đầu trong chu kì thị trường mới

VHM duy trì vị thế dẫn đầu trong chu kì thị trường mới xét đến: (1) Giai đoạn khó khăn của thị trường đã thanh lọc nhiều chủ đầu tư có cơ cấu tài chính không bền vững, (2) VHM có vị thế tốt để hưởng lợi từ các Bộ Luật mới (Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh BĐS 2023).

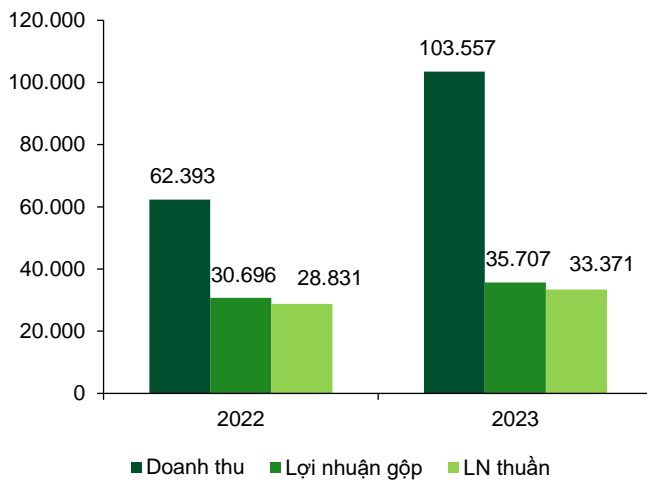
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	62.393	103.557	87.043	68.332
+/- yoy (%)	-26,58%	65,98%	-15,95%	-21,50%
LN thuần (tỷ đồng)	28.831	33.371	37.743	45.939
+/- yoy (%)	-25,74%	15,75%	13,10%	21,72%
TS LN gộp (%)	49,20%	34,48%	46,80%	45,42%
TS LN ròng (%)	46,21%	32,23%	43,36%	67,23%
EPS - TTM (VND)	6.621	7.664	8.668	10.550

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2023**

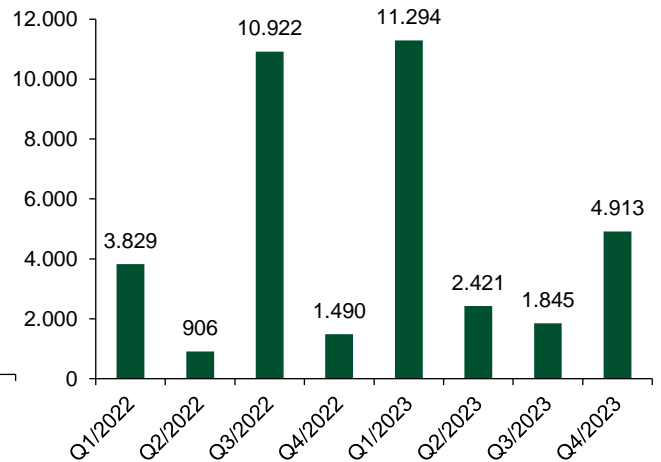
**Trong năm 2023, VHM ghi nhận doanh thu thuần đạt 103.557 tỷ đồng (+65,9% yoy)**, chủ yếu đến từ sự bùng nổ của doanh thu chuyển nhượng bất động sản nhờ: (1) VHM ghi nhận doanh thu tích cực từ các sản phẩm đã bán tại dự án Vinhomes Ocean Park 2&3 (Hưng Yên), (2) Nền doanh thu thấp trong năm 2022 khi dự án Ocean Park 2&3 chưa ghi nhận doanh thu trong nửa đầu năm, trong khi các đại dự án Smart City, Ocean Park 1 và Grand Park về cơ bản đã hoàn thành bàn giao trong giai đoạn trước đó.

**Lợi nhuận thuần đạt 33.371 tỷ đồng, tăng trưởng 15,8% so với cùng kì.** Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng do gia tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu từ các căn bàn giao thuộc hợp đồng hợp tác đầu tư với các nhà phát triển thứ cấp. Tuy vậy, lợi nhuận thuần ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong kì nhờ: (1) Quy mô doanh thu tăng mạnh, (2) VHM tiếp tục ghi nhận doanh thu tài chính lớn từ hoạt động bán lô lớn dự án.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của VHM (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Doanh thu tài chính của VHM (đv: tỷ đồng)**



Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

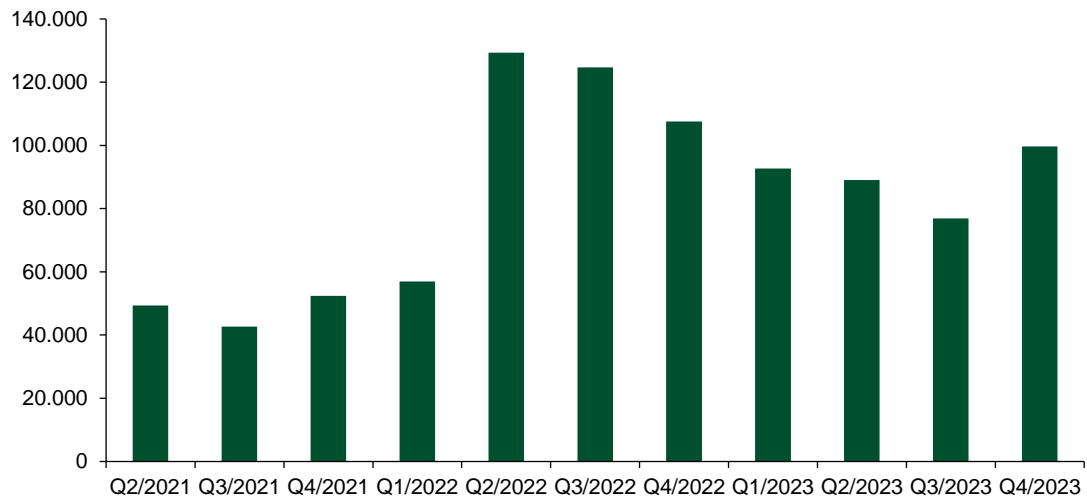
**Ocean Park 2&3 tiếp tục là nguồn đóng góp quan trọng trong KQKD**

Dự án trọng điểm Vinhomes Ocean Park 2&3 (Hưng Yên) được VHM bắt đầu kinh doanh từ đầu năm 2022 và thu được thành công lớn, đặc biệt tại Ocean Park 2 (mở bán từ tháng 04.2022) khi:

- Hoàn thành bán hàng đối với phần lớn các sản phẩm trước khi thị trường BĐS đảo chiều, tại mức giá tương đối cao.
- Tái xác lập mặt bằng giá và tính hấp dẫn của thị trường BĐS trong khu vực, qua đó tạo điều kiện thuận lợi khi dự án Ocean Park 3 đưa vào kinh doanh.

Nhờ kết hợp chiến lược bán lô lớn/ bán lẻ và chủ trương tập trung phát triển các sản phẩm thấp tầng (có thời gian triển khai và bán hàng nhanh), trong khi các phân khu cao tầng được chuyển nhượng cho các chủ đầu tư thứ cấp, OCP 2&3 đạt tốc độ bán hàng và hiệu quả dòng tiền tích cực. VCBS đánh giá dòng tiền dồi dào từ OCP 2&3 giúp VHM duy trì khá tốt vị thế tài chính qua giai đoạn thị trường khó khăn, trong khi vẫn liên tục đẩy mạnh phát triển quỹ đất, chuẩn bị dự án để sẵn sàng ra mắt khi thị trường phục hồi.

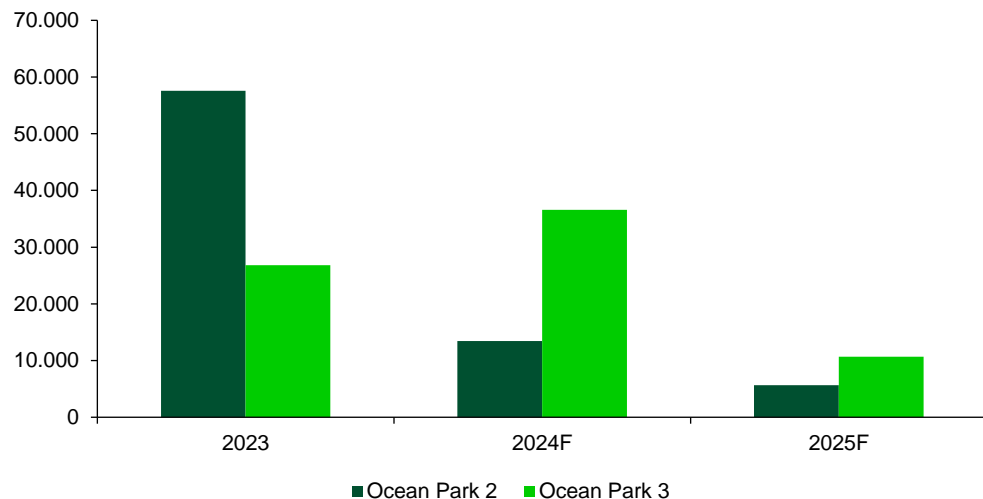
**Hình 3: Doanh số lũy kế chưa ghi nhận của VHM (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp*

Tính đến hiện tại, VHM đã hoàn thành bàn giao đối với 82% số sản phẩm tại OCP 2 và khoảng 56% số sản phẩm tại OCP 3. VCBS ước tính phần còn lại tại các dự án trên sẽ mang về hơn 66.000 tỷ đồng doanh thu và tiếp tục là nguồn đóng góp quan trọng đến kết quả kinh doanh của VHM trong giai đoạn 2024 – 2025.

**Hình 4: Doanh thu chuyển nhượng BĐS từ dự án Ocean Park 2&3 (đv: tỷ đồng)**



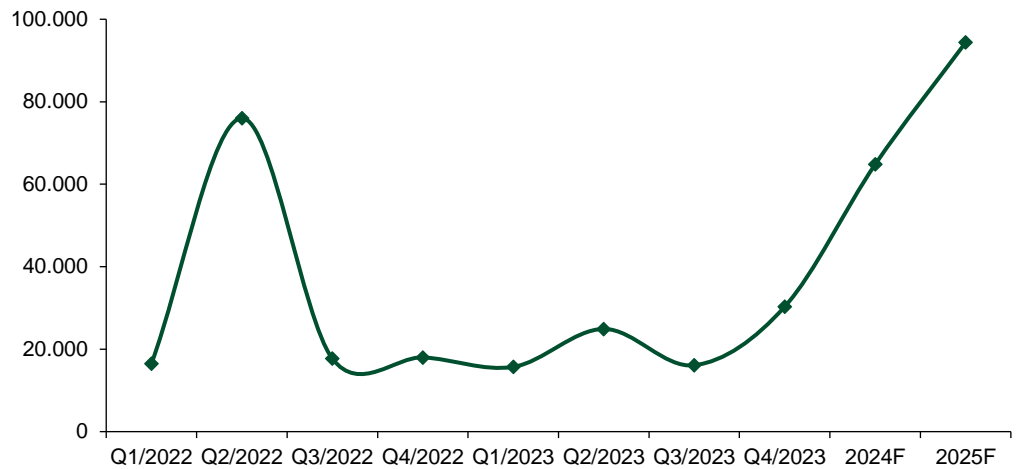
*Nguồn: VHM, VCBS*

**Doanh số bán hàng kì vọng xu hướng tăng trưởng mới**

Sau khi đạt đỉnh vào Q2.2022, hoạt động bán hàng mới và giá trị hợp đồng kí kết có phần chững lại khi: (1) Doanh số bán hàng mới tại Ocean Park 2&3 chậm lại do dự án đã tiêu thụ một phần đáng kể các sản phẩm mở bán, (2) Thị trường BĐS đi vào giai đoạn trầm lắng.

Tuy vậy, doanh số bán hàng mới đã bắt đầu phục hồi từ giữa năm 2023 khi: (1) Nhu cầu tìm kiếm, mua BĐS (cho cả mục đích ở thực và đầu tư) dần phục hồi, (2) VHM bắt đầu mở bán một số dự án có quy mô vừa và nhỏ (Vinhomes Sky Park – Bắc Giang, Vinhomes Golden Avenue – Quảng Ninh,...).

**Hình 5: Doanh số bán hàng mới của VHM (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp*

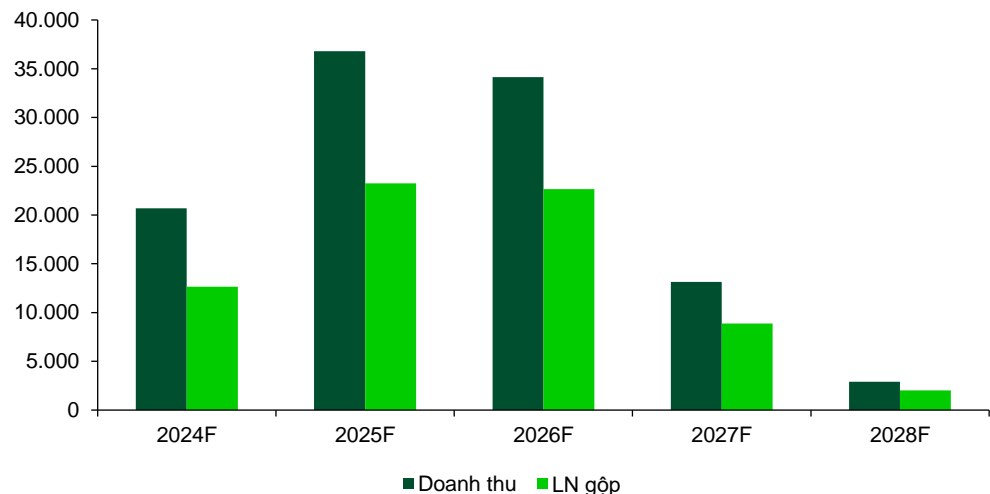
VCBS cho rằng hoạt động bán hàng của VHM sẽ sôi nổi hơn trong năm 2024 xét đến:

- Nền kinh tế dần hồi phục, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp và nhiều dự án hạ tầng giao thông được đẩy mạnh triển khai tiếp tục hỗ trợ đà phục hồi của thị trường BĐS, đặc biệt tại các địa phương có mức độ phát triển kinh tế và áp lực dân số cao.
- Trong năm 2024, VHM bắt đầu mở bán các dự án đại đô thị mới. Trong đó, dự án Vinhomes Royal Island (Vũ Yên, Hải Phòng) được ra mắt vào tháng 03.2024 và thu được nhiều sự quan tâm của thị trường.

Chúng tôi dự báo dự án Vinhomes Royal Island có thể đem về trên 100.000 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong 3 – 4 năm tới với hiệu quả lợi nhuận tương đối cao nhờ:

- Định hình phân khúc sản phẩm cao cấp – hạng sang với giá bán khá cao so với khu vực (khoảng 90 triệu đồng/ m2 đối với biệt thự và trên 130 triệu đồng/ m2 đối với liền kề, shophouse).
- Thị trường BĐS khu vực đảo Vũ Yên hưởng lợi đáng kể từ việc: (1) Huyện Thủy Nguyên dự kiến lên thành phố trong năm 2025, (2) Nhiều dự án cầu kết nối đảo Vũ Yên với nội thành TP.Hải Phòng có kế hoạch triển khai trong vài năm tới.

**Hình 6: KQKD ghi nhận từ Vinhomes Royal Island (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: VCBS*

### Duy trì vị thế dẫn đầu trong chu kỳ thị trường mới

Trong giai đoạn cuối năm 2024 – đầu năm 2025, VHM có kế hoạch tiếp tục đưa vào kinh doanh 2 đại đô thị thuộc vùng ven TP. Hà Nội: Vinhomes Wonder Park – Đan Phượng (133 ha) và Vinhomes Cổ Loa – Đông Anh (385 ha). Chúng tôi cho rằng VHM có thể đạt mức giá bán khá cao tại các dự án trên xét đến nhu cầu nhà ở lớn tại Hà Nội, thực trạng thiếu cung kéo dài tại khu vực nội thành và hưởng lợi từ dự án Vành đai 4 TP.Hà Nội (dự kiến vận hành từ 2025).

Ngoài ra, các đại dự án lấn biển có quy mô trên 1.000 ha (Vinhomes Hạ Long Xanh và Vinhomes Cần Giờ) đã nhận được sự hỗ trợ đáng kể về chính sách khi: (1) Luật Đất Đai 2024 chính thức quy định hành lang pháp lý cho hình thức đô thị lấn biển, (2) Đẩy sớm thời điểm giao đất và xác định tiền sử dụng đất khu vực lấn biển, qua đó giúp giảm chi phí đáng kể cho doanh nghiệp.

**Bảng 1: Các dự án dự kiến được VHM mở bán trong giai đoạn 2024 - 2028**

Dự án	Địa điểm	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Tiến độ
Vinhomes Royal Island	Vũ Yên, H.Thủy Nguyên, Hải Phòng	8.770.000	Bắt đầu nhận đặt cọc giữ chỗ từ tháng 03.2024
Các dự án NOXH Happy Home	Tràng Cát (Hải Phòng) & Cam Ranh (Khánh Hòa)	1.130.000	Đã khởi công đầu năm 2024
Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội	1.330.000	Đã phê duyệt QH 1/500 và hoàn thành GPMB
Vinhomes Cổ Loa	Đông Anh, Hà Nội	3.850.000	Đã phê duyệt QH 1/500 và hoàn thành GPMB
Vinhomes Long Beach Cần Giờ	H.Cần Giờ, TP.HCM	28.700.000	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư
Vinhomes Hạ Long Xanh	TX.Quảng Yên & TP.Hạ Long, Quảng Ninh	55.450.000	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư
Vinhomes Gallery	Giảng Võ, Hà Nội	58.000	Đang hoàn thiện pháp lý

*Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp*

Với quỹ đất lớn và sẵn sàng các dự án gối đầu, năng lực vượt trội trong việc triển khai dự án và tạo giá trị gia tăng cho quỹ đất, VCBS đánh giá VHM sẽ duy trì vị thế dẫn đầu trong chu kỳ thị trường mới, đặc biệt khi:

- Những diễn biến bất lợi của thị trường BĐS và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) trong giai đoạn 2022 – 2023 đã thanh lọc nhiều chủ đầu tư có cơ cấu tài chính và mô hình phát triển dự án không bền vững.
- VHM có vị thế tốt để hưởng lợi từ các Bộ Luật mới khi: (1) Việc phát triển dự án sẽ được ưu tiên cho các doanh nghiệp có năng lực đấu thầu, phát triển dự án hoàn chỉnh, đầy đủ tiện ích; các doanh nghiệp sở hữu năng lực tài chính tốt và không phụ thuộc vào hình thức bán nhà dưới dạng hợp đồng góp vốn khi chưa đủ điều kiện mở bán, (2) Việc phát triển quỹ đất cho các dự án quy mô nhỏ (chưa đủ điều kiện là khu đô thị) tại khu vực thành phố lớn (Hà Nội & TP.HCM)

sẽ tương đối khó khăn trong môi trường pháp lý mới, theo đó thúc đẩy xu hướng các doanh nghiệp BĐS trở thành chủ đầu tư thứ cấp tại các đại đô thị của Vinhomes.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của VHM đạt **87.043 tỷ đồng (-15,9% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **37.743 tỷ đồng (+13,1% yoy)**, tương ứng với EPS là **8.668 VND/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu VHM dựa trên một số phương pháp:

### Định giá RNAV

Chúng tôi định giá các dự án quan trọng kỳ vọng được đưa vào kinh doanh trong vài năm tới, các tài sản sinh lời chính của VHM và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **47.054 VND/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
<b>Các dự án bất động sản &amp; tài sản khác</b>	<b>247.449</b>
(Nợ vay ròng)	(38.746)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(3.810)
<b>Giá trị VCSH ròng hợp lý</b>	<b>204.892</b>
Số cổ phiếu (triệu)	4.354
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>47.054</b>

### Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong giai đoạn trước của VHM, sử dụng mức BVPS được điều chỉnh giảm trừ rủi ro cho các khoản cho vay, góp vốn hợp tác đầu tư. Theo đó, chúng tôi đưa ra mức định giá là **55.933 VND/ cổ phiếu**.

Trung vị P/B quá khứ	1,44
BPVS 2024 – điều chỉnh (VND)	38.966
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>55.933</b>

### Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu VHM là **51.494 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	47.054

Phương pháp định giá tương đối	55.933
<b>Kết hợp 2 phương pháp</b>	<b>51.494</b>

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong năm 2024, doanh số bán hàng và hoạt động triển khai dự án của VHM dự báo sẽ ghi nhận xu hướng tăng trưởng mới nhờ thị trường BĐS dần hồi phục và doanh nghiệp nối lại kế hoạch mở bán các dự án đại đô thị mới.

Chúng tôi cho rằng VHM sẽ duy trì vị thế dẫn đầu và sở hữu nhiều lợi thế từ môi trường kinh doanh, hành lang pháp lý mới xét đến quỹ đất lớn, nhiều dự án gối đầu và năng lực vượt trội trong việc phát triển, khai thác giá trị gia tăng trên quỹ đất dự án. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM với mức định giá hợp lý là **51.494 VND/ cổ phiếu**.

---

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

---

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

---

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

### Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

### Phạm Hồng Quân

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>