

CTCP VINHOMES (VHM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND53.100

Giá mục tiêu

VND82.000

Tỷ suất cổ tức

3,77%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 30/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung bình**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

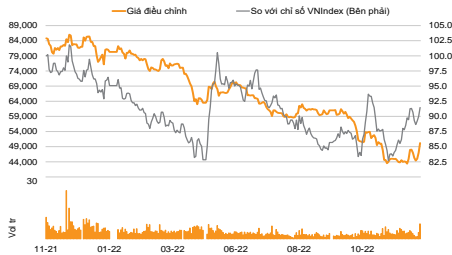
Consensus*: Mua:10 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -10,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm LN ròng 2022/23/24 xuống lần lượt 10,8%/34,6%/42,4% so với dự phóng trước đó.
- Giảm giá mục tiêu 28,7% so với giá cũ.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	86.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	43.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	133.523
Thị giá vốn (tỷ VND)	204.438
Free float (%)	38
P/E trượt (x)	6,9
P/B hiện tại (x)	1,6

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup	66,7%
Government of Singapore	5,7%
Viking Asia Holdings II Pte. Ltd.	5,6%
Khác	22,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Nổi bật giữa khó khăn chung ngành BĐS

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/22 tăng 29,8% svck chủ yếu nhờ bàn giao mới tại Vinhomes The Empire và ghi nhận giao dịch bán buôn. LN ròng 9T22 giảm 27,3% svck, hoàn thành 56,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi hạ dự phóng LN ròng giai đoạn 2022-24 xuống 10,8%-42,4% do hoạt động kí bán mới có thể bị ảnh hưởng bởi những trở ngại vĩ mô.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn tại 82.000 đ/cp.

LN ròng tăng mạnh trong Q3/22 nhờ bàn giao The Empire và bán buôn

VHM công bố doanh thu và LN ròng Q3/22 đạt lần lượt 17,8 nghìn tỷ đồng (-13,9% svck) và 14,5 nghìn tỷ đồng (+29,8% svck). LN ròng tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ bàn giao 1.300 căn hộ tại The Empire do đẩy nhanh tiến độ xây dựng, ngoài ra ghi nhận 8,9 nghìn tỷ đồng từ các giao dịch bán buôn tại The Empire và The Crown, cũng như việc bàn giao tại các dự án đã triển khai. Qua đó, LN ròng lũy kế 9T22 giảm 27,3% svck, hoàn thành 56,5% dự phóng 2022 của chúng tôi; tuy nhiên, việc bàn giao tại The Empire dự kiến sẽ tiếp tục đẩy mạnh trong Q4/22, cùng với việc bàn giao tại các dự án khác sẽ giúp VHM đạt được mục tiêu LN ròng của cả năm 2022.

Khó khăn bao trùm lên triển vọng của thị trường BĐS trong năm 2023

Chúng tôi nhận thấy nhiều khó khăn đối với triển vọng ngành BĐS trong năm 2023, bao gồm: 1) khả năng huy động vốn của nhà phát triển bị hạn chế bởi tín dụng vào BĐS và thị trường trái phiếu không thuận lợi; 2) lãi suất tăng sẽ cản trở quyết định mua nhà; 3) Luật Đất đai sửa đổi 2013 chưa rõ ràng có thể gây tâm lý thận trọng cho cả chủ đầu tư và người mua nhà. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS có thể sẽ trải qua một “mùa đông khắc nghiệt” vào năm 2023 cho đến khi chính sách tiền tệ đảo ngược. Do đó, chúng tôi dự báo doanh số kí bán mới của VHM sẽ giảm 33,8% svck trong năm 2023.

Chúng tôi thận trọng hạ dự phóng kết quả kinh doanh 2023-24

Chúng tôi điều chỉnh doanh thu và LN ròng năm 2022/23/24 của VHM lần lượt giảm 44,7%/28,6%/40,9% và 10,8%/34,6%/42,4% so với dự phóng trước đó, chủ yếu do tăng trưởng doanh thu kí bán mới thấp hơn và trì hoãn tại dự án Cổ Loa và Wonder Park so với dự phóng trước đó.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn tại 82.000 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 28,7% dựa trên việc giảm EPS 2023-24, hoạt động kí bán mới chậm lại và WACC cao hơn. Chúng tôi cho rằng VHM là một trong những nhà phát triển có sức khỏe tài chính tốt và khả năng thanh khoản dồi dào. Mặc dù chúng tôi không lạc quan về triển vọng ngành BĐS trong năm 2023, nhưng chúng tôi cho rằng VHM vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn bởi vị thế, thương hiệu và mức định giá hấp dẫn. Tiềm năng tăng giá là sự đảo ngược của chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS. Rủi ro đến từ sự chậm trễ trong việc xin giấy phép mở bán mới và lãi suất tăng cao hơn có thể ảnh hưởng đến doanh số kí bán mới của VHM.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	84.986	49.948	83.124	93.066
Tăng trưởng DT thuần	18,8%	(41,2%)	66,4%	12,0%
Biên lợi nhuận gộp	57,0%	55,0%	51,3%	55,7%
Biên EBITDA	60,7%	88,8%	59,8%	63,7%
LN ròng (tỷ)	38.825	31.066	32.087	38.394
Tăng trưởng LN ròng	41,9%	(20,0%)	3,3%	19,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	41,9%	(20,0%)	3,3%	19,7%
EPS cơ bản	10.079	7.135	7.369	8.817
EPS điều chỉnh	10.079	7.135	7.369	8.817
BVPS	28.648	35.881	43.250	52.067
ROAE	36,9%	22,1%	18,6%	18,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

NỖI BẬT GIỮA KHÓ KHĂN CHUNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thích Vinhomes (VHM VN, HOSE) vì:

- VHM là nhà phát triển bất động sản (BDS) hàng đầu với tổng quỹ đất tính đến cuối năm 2021 là khoảng 16.800ha với 90% trong số đó chưa được phát triển. VHM có đóng góp lớn trên thị trường BDS Việt Nam với thị phần trung bình giai đoạn 2019-Q3/22 là 44% ở phân khúc căn hộ cao cấp, 43% ở phân khúc căn hộ trung cấp và 31% ở phân khúc bất động sản liền thổ, theo CBRE.
- Trong bối cảnh ngân hàng thắt chặt cho vay vào lĩnh vực BDS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi vẫn cho rằng thanh khoản không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với VHM. Tiền và các khoản tương đương tiền tăng gấp 3 lần từ tháng 12/2021 cho thấy dòng tiền được hỗ trợ bởi các dự án mở bán trong thời gian gần đây. Mặc dù VHM đã tiếp cận thị trường vốn quốc tế, nhưng chúng tôi cho rằng VHM vẫn tiếp tục tập trung vay bằng VND (chiếm 100% tổng dư nợ, điều này cũng hạn chế tác động từ biến động tỷ giá gần đây) và duy trì đòn bẩy thấp với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 17,3% tại cuối Q3/22 để giảm thiểu những rủi ro tiềm ẩn.
- Mặc dù chúng tôi không lạc quan về triển vọng ngành BDS trong năm 2023, nhưng chúng tôi cho rằng VHM vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn bởi vị thế, thương hiệu và mức định giá hấp dẫn. Giá cổ phiếu VHM đã giảm 37% so với đầu năm theo sự điều chỉnh của thị trường. Hiện tại, VHM được giao dịch ở mức P/B 2023 là 1,1 lần, thấp hơn 68% so với mức trung bình 3 năm là 3,4 lần.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 82.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với tỷ suất chiết khấu 13,4% dựa trên WACC đối với mỗi dự án với các kế hoạch thực hiện chi tiết và ký bán mới được VHM công bố để điều chỉnh lại giá trị tài sản đầu tư và hàng tồn kho. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giá trị hiện tại thuần (NPV) khác nhau đối với từng dự án thay vì một mức chung cho RNAV hợp nhất do thiếu dữ liệu quá khứ cho việc xác định mức chiết khấu hợp lý. Các mức chiết khấu khác nhau sẽ được áp dụng cho từng dự án khác nhau tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, và tỷ lệ hấp thụ trong bán hàng, chiết khấu cho toàn bộ RNAV hiện là 30%, phản ánh giai đoạn khó khăn sắp tới của thị trường BDS.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 82.000 đồng/cp do (1) chiết khấu cao hơn cho Vinhomes Galaxy, Vinhomes Gallery, Hạ Long Green và Long Beach Cần Giờ và một số dự án khác so với mô hình dự phóng trước do điều kiện thị trường kém thuận lợi hơn có thể gây ra sự chậm trễ trong triển khai và doanh số kí bán mới thấp hơn dự kiến; và (2) giả định WACC cao hơn đối với ngành BDS nhà ở trong môi trường lãi suất cao hiện nay.

Tiềm năng tăng giá là sự đảo ngược của chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường bất động sản. Rủi ro đến từ sự chậm trễ trong việc xin giấy phép mở bán mới và lãi suất tăng cao hơn có thể ảnh hưởng đến doanh số kí bán mới của VHM.

Hình 1: Định giá (đơn vị: tỷ đồng)

Hàng tồn kho và đầu tư	Giá trị sổ sách		Giá trị hợp lý	Phương pháp
	30/09/2022	tính đến ngày		
BDS nhà ở	114.111	223.194	337.306	DCF
Cho thuê văn phòng			25.505	DCF
BDS KCN			5.380	DCF
Khác	1.272		1.272	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị BDS	115.383		369.462	
Cộng:				
Tiền và tương đương tiền	14.743		14.743	
Đầu tư ngắn hạn	1.172		1.172	
Phải thu khác	6.124		6.124	
Tài sản khác	64.152		64.152	
Trừ:				
Tổng nợ vay (trừ TPCĐ)	40.152		40.152	
Nợ phải trả khác	54.737		54.737	
Lợi ích CĐ thiểu số	4.415		4.415	
RNAV chiết khấu			356.349	
SLCP đang lưu hành (triệu)			4.354	
Giá mục tiêu (đồng/cp)			82.000	
Beta	1,0			
Market premium	11,0%			
Lãi suất phi rủi ro	4,0%			
Chi phí sử dụng vốn vay	10,0%			
Chi phí sử dụng vốn CSH	15,0%			
Tỷ lệ nợ	22,8%			
Tỷ lệ vốn	77,2%			
WACC	13,4%			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 28/11/2022)

Công ty	Mã	Giá hiện tại		P/E (x)		EPS 3 năm		P/B (x)		ROE (%)		Nợ/VCSH tại Q3/22 (%)	
		Vốn hóa		TTM	2022	2023	Tăng trưởng kép (%)	Hiện tại	2022	2023	2022		2023
		Nội tệ	Tr.USD										
Vinhomes	VHM VN	50.200	8.252	6,5	7,0	6,8	(0,4)	1,5	1,4	1,2	22,1	18,6	7,8
Việt Nam													
Novaland	NVL VN	20.450	1.608	14,0	17,2	18,8	11,2	1,1	0,9	0,9	5,6	4,9	103,1
Phát Đạt	PDR VN	12.000	349	4,0	2,5	1,6	38,7	1,0	0,7	0,5	28,3	30,7	35,7
Khang Điền	KDH VN	24.000	649	11,5	9,7	7,3	44,4	1,4	1,4	1,2	25,6	35,6	10,9
Nam Long	NLG VN	26.750	387	20,0	7,9	5,4	58,9	1,1	1,1	0,9	14,6	19,1	(1,8)
Đất Xanh	DXG VN	11.250	259	7,7	3,2	1,5	46,3	0,7	0,6	0,4	21,7	34,6	10,9
DIC Corp	DIG VN	13.900	320	8,2	8,9	8,1	0,1	1,1	N/A	N/A	15,9	12,2	15,2
Trung bình trong nước				11,8	11,0	7,2	23,1	1,5	1,0	2,2	18,7	21,0	39,0
Trung vị trong nước				11,1	8,9	7,1	11,2	1,1	1,0	0,9	18,8	18,9	15,2
Trung Quốc và Hồng Kông													
China Vanke-A	000002 CH	N/A	27.126	8,8	8,3	7,6	1,0	0,8	0,8	0,7	9,8	9,8	39,0
Sun Hung Kai	16 HK	92,4	34.180	10,5	9,0	8,6	N/A	0,4	0,4	0,4	4,7	4,8	17,1
China Overseas Land	688 HK	21,3	28.704	5,7	5,6	5,3	N/A	0,6	0,5	0,5	9,6	9,3	31,6
China Resources Land	1109 HK	29,0	31.245	7,5	7,7	7,1	0,4	1,0	0,9	0,8	12,3	12,4	25,9
China Evergrande	3333 HK	15,6	2.787	1,3	5,9	N/A	N/A	0,1	0,1	0,1	(3,2)	(0,4)	159,8
Country Garden	2007 HK	8,9	10.255	5,1	4,2	4,1	N/A	0,3	0,3	0,3	7,8	7,1	52,4
Indonesia													
Pakuwon Jati	PWON IJ	595,0	1.454	12,3	14,4	12,9	1,1	1,3	1,3	1,2	9,5	9,6	-3,8
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.320,0	1.254	14,6	14,2	10,8	1,1	0,6	0,6	0,5	4,1	4,9	0,0
Ciputra Development	CTRA IJ	1.025,0	1.194	8,3	10,4	10,0	1,2	1,0	1,0	0,9	10,0	9,5	12,3
Summarecon Agung	SMRA IJ	1.097,0	647	21,9	20,6	15,4	1,9	1,1	1,1	1,0	5,4	6,8	38,0
Malaysia													
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	6,9	2.744	40,1	17,6	16,4	0,0	2,4	0,9	0,9	5,5	5,8	9,4
SP Setia	SPSB MK	1,3	577	12,3	10,9	10,0	0,1	0,2	0,2	0,2	1,8	2,0	69,9
Sime Darby Property	SDPR MK	0,8	721	14,8	13,6	11,6	0,1	0,3	0,3	0,3	2,6	3,0	32,0
Singapore													
Keppel Corp	KEP SP	5,2	9.550	11,7	13,9	14,2	N/A	1,1	1,1	1,1	7,5	7,9	67,3
City Developments	CIT SP	8,8	5.372	5,9	8,3	14,1	N/A	0,8	0,8	0,7	10,1	5,7	99,6
UOL Group	UOL SP	6,8	3.990	9,3	15,6	14,6	1,1	0,5	0,5	0,5	3,3	3,5	25,8
Frasers Property	FPL SP	1,7	2.682	4,2	16,5	15,2	0,0	0,4	0,3	0,3	2,4	2,5	69,2
Thái Lan													
Land And Houses	LH TB	7,8	3.123	13,4	13,7	13,0	1,2	2,3	2,1	2,1	15,9	16,2	109,5
WHA Corporation	WHA TB	4,1	1.546	16,0	17,3	13,4	0,6	1,8	1,7	1,6	10,4	12,0	103,5
Prukha Holding	PSH TB	12,7	734	10,2	9,9	9,4	N/A	0,6	0,6	0,6	6,1	6,2	36,9
Supalai	SPALI TB	14,8	1.239	5,0	6,5	6,5	N/A	1,0	1,0	0,9	16,1	14,8	42,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

KQKD Q3/22: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ bàn giao The Empire đúng tiến độ và ghi nhận lợi nhuận bán buôn

VHM công bố KQKD Q3/22 với doanh thu thuần giảm 13,9% svck, đạt 17,8 nghìn tỷ đồng, trong khi LN ròng tăng 29,8% svck lên 14,5 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận ròng tăng trưởng chủ yếu nhờ VHM đã bàn giao hơn 1.300 căn hộ tại dự án The Empire nhờ đẩy nhanh tiến độ xây dựng, ngoài ra còn ghi nhận khoản lãi trước thuế 8,9 nghìn tỷ đồng từ giao dịch bán buôn tại Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown, đồng thời tiếp tục bàn giao các dự án đang triển khai như Ocean Park, Grand Park và Smart City. Qua đó, VHM ghi nhận LN ròng lũy kế 9T22 giảm 27,3% svck, khả quan hơn nhiều so với mức giảm mạnh 68,3% svck của LN ròng trong 6T22 do vấn đề thời điểm khi Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire chỉ bắt đầu bàn giao từ Q3/22.

LN ròng 9T22 của VHM (-27,3% svck) chỉ hoàn thành 56,5% dự phóng cả năm của chúng tôi. Tuy nhiên, việc tiếp tục bàn giao tại dự án The Empire dự kiến sẽ mạnh mẽ hơn trong Q4/22, song song với kế hoạch bàn giao tại Ocean Park, Grand Park và Smart City sẽ giúp thúc đẩy VHM đạt mục tiêu LN ròng cả năm 2022.

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q3/22 và 9T22 (Đơn vị: tỷ đồng)

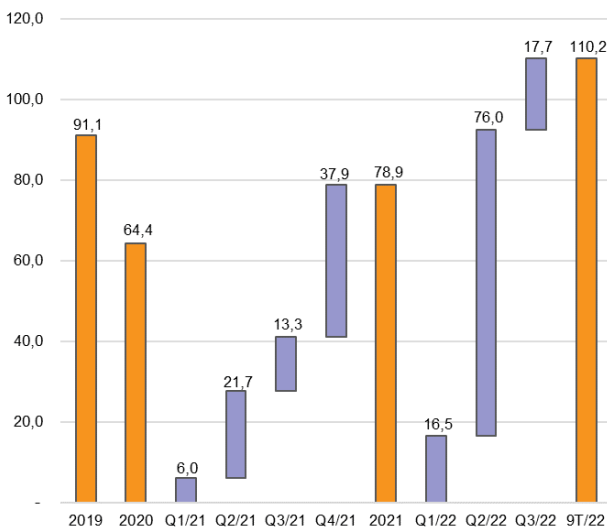
	Q3/2022	Q3/2021	% thay đổi svck	9T/22	9T/21	% thay đổi svck	% dự phóng 2022	Nhận xét
Doanh thu thuần	17.805	20.679	-13,9%	31.199	61.681	-49,4%	34,6%	
Chuyển nhượng BĐS	14.344	17.339	-17,3%	22.332	52.663	-57,6%	29,4%	VHM đã bàn giao hơn 1.300 căn tại dự án Ocean Park 2 - The Empire trong Q3/22, đóng góp 60,5% doanh thu bán BĐS 9T/22. Nếu tính cả các dự án Vinhomes tự phát triển, các dự án hợp tác kinh doanh và doanh thu bán buôn dưới dạng giao dịch chuyển nhượng cổ phần, doanh thu điều chỉnh của VHM đạt 41,0 nghìn tỷ đồng trong 9T/22 (-28,9% svck), hoàn thành 49,7% dự phóng của chúng tôi.
Đóng góp chính:								
VH The Empire				13.200				
VH Ocean Park				4.200	21.600			
VH Smart City				2.200	12.200			
VH Grand Park				2.200	17.100			
VH Symphony					600			
Dịch vụ quản lý BĐS	313	514	-39,1%	1.517	1.605	-5,5%		
Cho thuê	509	280	81,6%	984	1.243	-20,9%		
Dịch vụ thi công	2.116	2.465	-14,1%	4.824	5.691	-15,2%		
Khác	523	82	540,6%	1.600	1.004	59,4%		
LN gộp	9.296	13.648	-31,9%	15.182	34.309	-55,7%	34,5%	Biên lợi nhuận gộp giảm đáng kể do giá trị của các giao dịch bán buôn được ghi nhận là doanh thu trong 9T/21 cao hơn so với trong 9T/22.
Biên LN gộp	52,2%	66,0%	-13,8 điểm %	48,7%	55,6%	-7,0 điểm %	+0,0 điểm %	
Chi phí quản lý và bán hàng	(1.289)	(660)	95,3%	(3.476)	(2.590)	34,2%	95,4%	
% Chi phí QL&BH trên DT	7,2%	3,2%	+4,0 điểm %	11,1%	4,2%	+6,9 điểm %	+1,5 điểm %	
Doanh thu tài chính	10.922	1.394	683,5%	15.658	4.252	268,3%	193,8%	
Chuyển nhượng dự án	8.918	-		12.092	1.746	592,7%		Khoản lãi trước thuế 8,9 nghìn tỷ đồng từ các giao dịch bán buôn tại The Empire và The Crown đã được ghi nhận trong Q3/22.
Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC)	939	900	4,3%	1.345	1.015	32,5%		Đóng góp lợi nhuận từ các dự án BCC chủ yếu bởi Vinhomes Star City (2,3 nghìn tỷ đồng), Vinhomes The Harmony (0,54 nghìn tỷ đồng), Vinhomes Imperia (0,47 nghìn tỷ đồng).
Thu nhập tài chính khác	1.065	494	115,6%	2.221	1.491	48,9%		
Chi phí tài chính	(862)	(512)	68,3%	(2.040)	(1.651)	23,6%	52,9%	
Chi phí lãi vay	(725)	(502)	44,2%	(1.777)	(1.708)	4,0%		
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	4	22	-84,1%	25	53	-53,6%		
Thu nhập khác ròng	879	(80)		844	(31)			
LNTT	18.949	13.812	37,2%	26.194	34.342	-23,7%	58,8%	
LNST	14.575	11.195	30,2%	20.048	27.245	-26,4%	56,3%	Thấp hơn kì vọng của chúng tôi.
LNST công ty mẹ	14.494	11.167	29,8%	19.700	27.084	-27,3%	56,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh số kí bán mới 9T22 tăng mạnh nhờ ra mắt dự án The Empire và The Crown

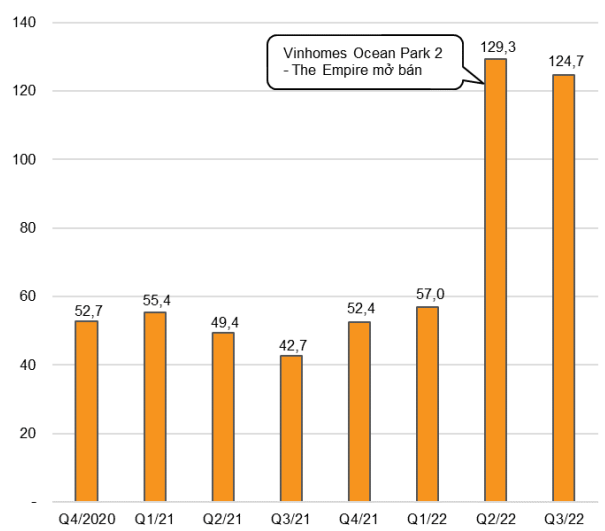
Trong Q3/22, VHM ghi nhận số căn kí bán mới là 15.600 căn (+97% so với Q2/22 và +164% svck) và doanh số kí bán mới là 17,7 nghìn tỷ đồng (-78% so với Q2/22 và +33% svck), bao gồm 11,0 nghìn tỷ đồng từ các giao dịch bán buôn ở phân khu cao tầng tại The Empire và The Crown và 6,7 nghìn tỷ đồng từ hoạt động bán lẻ, chủ yếu từ các căn hộ thấp tầng tại The Empire. Lũy kế, tổng doanh số kí bán mới trong 9T/22 của VHM đạt 110,2 nghìn tỷ đồng (+169% svck) và hoàn thành 90,8% dự phóng về doanh số kí bán mới cho năm 2022 của chúng tôi và 91,8% kế hoạch năm 2022 của VHM đặt ra là 120 nghìn tỷ đồng. VHM đã mở bán dự án Vinhomes Ocean Park 3 - The Crown vào ngày 10/10/2022 với 1.000 căn thấp tầng mở bán lần đầu và đã nhận được 80% lượng đặt cọc trong vòng 3 ngày. Chúng tôi cho rằng đây là một kết quả ấn tượng đối với hoạt động bán hàng của VHM trong bối cảnh lãi suất tăng ảnh hưởng đến nhu cầu đầu tư BĐS.

Hình 4: Diễn biến giá trị doanh số kí bán mới của VHM giai đoạn 2019-9T22 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



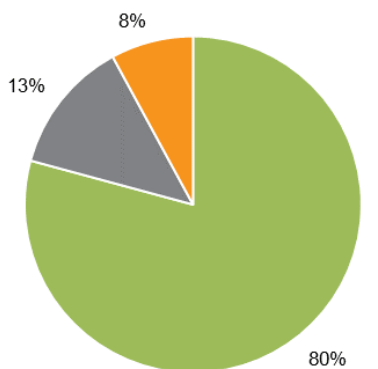
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Doanh thu chưa thực hiện của VHM theo quý trong giai đoạn 2021-Q3/22 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

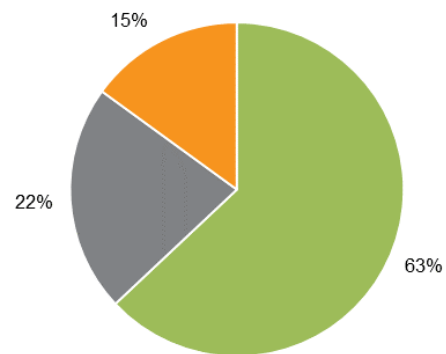
Hình 6: Cơ cấu doanh số kí bán mới của VHM trong 9T22 theo dự án



- Ocean Park 2 - The Empire
- Ocean Park 1, Smart City và Grand Park
- Khác

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Cơ cấu doanh thu chưa thực hiện của VHM cuối Q3/22 theo dự án



- Ocean Park 2 - The Empire
- Ocean Park 1, Smart City và Grand Park
- Khác

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu chưa thực hiện của VHM tại cuối Q3/22 đạt 124,7 nghìn tỷ đồng (-4% so với quý trước), chủ yếu đóng góp bởi các căn bán lẻ tại dự án The Empire, chiếm 63% doanh thu chưa thực hiện. Phần còn lại đến từ Ocean Park 1, Smart City, Grand Park và các dự án khác.

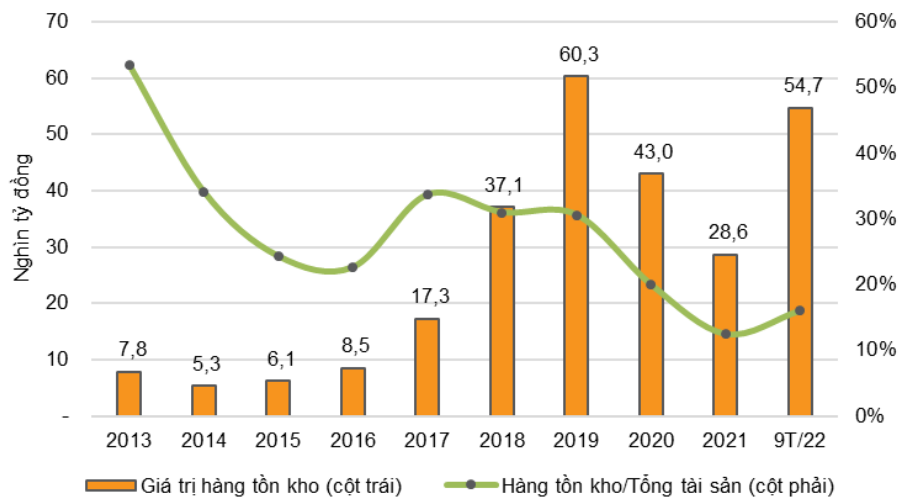
Triển vọng 2023-24: Giá trị kí bán mới có khả năng giảm do những trở ngại từ yếu tố vĩ mô

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh số kí bán mới sẽ đạt 129,5 nghìn tỷ đồng (+64,1% svck), vượt nhẹ so với kế hoạch kí bán mới của VHM. Trong đó, lượng kí bán mới trong Q4/22 sẽ được hỗ trợ bởi sự ra mắt của dự án Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown.

Chúng tôi nhận thấy những khó khăn ngày càng lớn đối với triển vọng ngành BĐS trong năm 2023, bao gồm: 1) thắt chặt các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ hạn chế khả năng huy động vốn của nhà phát triển; 2) lãi suất tăng sẽ cản trở quyết định mua nhà; 3) Luật Đất đai sửa đổi 2013 chưa rõ ràng có thể gây tâm lý thận trọng cho cả chủ đầu tư và người mua nhà. Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường BĐS có thể sẽ trải qua một “mùa đông khác nghiệt” vào năm 2023 cho đến khi chính sách tiền tệ đảo ngược.

Giá trị hàng tồn kho của VHM tính đến cuối Q3/22 tăng mạnh gấp 1,9 lần svck lên gần 54,7 nghìn tỷ đồng, phần lớn là BĐS để bán đang xây dựng. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản duy trì ở mức thấp, chỉ chiếm 16% tổng tài sản vào cuối Q3/22, do đó chúng tôi cho rằng áp lực giải phóng hàng tồn kho của VHM không cao.

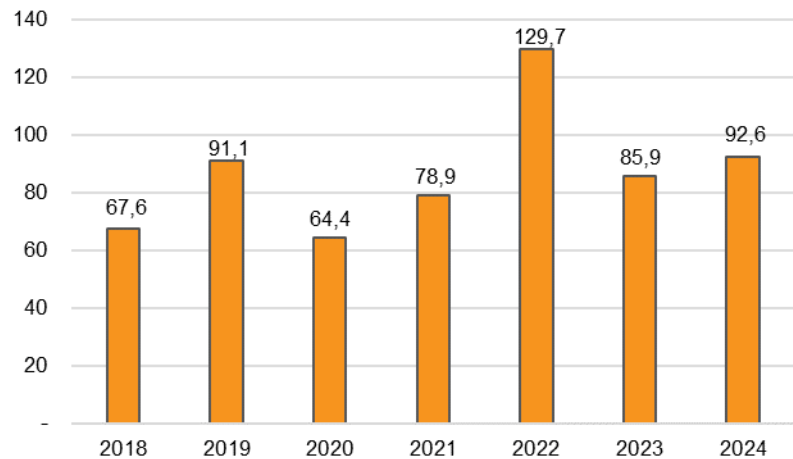
Hình 8: Hàng tồn kho của VHM trong giai đoạn 2013-9T/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối với hoạt động kí bán mới trong năm 2023/24, chúng tôi cho rằng doanh số kí bán mới sẽ giảm 33,8% svck trong năm 2023 do nhu cầu đầu tư BĐS suy yếu trong bối cảnh lãi suất tiếp tục tăng, sau đó phục hồi 7,8% svck trong năm 2024 khi có chính sách hỗ trợ mới. Theo chúng tôi, các sản phẩm của VHM sẽ vẫn được thị trường quan tâm và hỗ trợ bởi dòng vốn nhỏ từ các nhà đầu tư cá nhân thông qua VMI với mức lợi suất hấp dẫn.

Hình 9: Dự phóng doanh số kí bán mới của VHM (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án của VHM sẽ được triển khai trong giai đoạn 2022-23

Hình 10: Vinhomes The Empire



Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire có vị trí thuận lợi bên cạnh Vinhomes Ocean Park.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 460ha.
- Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 2.950.000 m2.
- Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Bệnh viện / Trung tâm mua sắm; 18,1ha Công viên với tổ hợp Wave Pool lớn nhất thế giới.
- Đã mở bán tại Q2/22, nhà liên thổ đang xây dựng, bắt đầu bàn giao cuối Q3/22.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VHM

Hình 11: Vinhomes The Crown



Vinhomes The Crown (tên gọi cũ là Vinhomes Đại An) là giai đoạn 3 của chuỗi dự án Vinhomes Ocean Park, gần sát với Ocean Park và The Empire.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 294ha.
- Thành phần chính: Biệt thự / Nhà phố / Căn hộ / Trường học / Công viên / Bể bơi; Vịnh Paradise rộng 12,3ha bao gồm hồ nước mặn Tropical Lagoon, bể bơi trong nhà Four Seasons, máng trượt nước Aqua Bay, khu vui chơi trẻ em Thủy cung, quảng trường Marina.
- Đã mở bán tại Q3/22, bắt đầu khởi công xây dựng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VHM

Hình 12: Vinhomes Wonder Park



Nằm ở phía Tây Hà Nội và kết nối thuận tiện với khu vực Mỹ Đình, Cầu Giấy, Ba Đình, Hoàn Kiếm bằng tuyến metro. Dự án sẽ bao gồm tổ hợp công viên, nhà ở cao cấp và biệt thự – mô hình đô thị sinh thái.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Đan Phượng, Hà Nội.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 133ha.
- Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 364.000 m².
- Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Bệnh viện / Trung tâm mua sắm; Công viên sinh thái rộng 16ha / Quần thể bể bơi lớn nhất Việt Nam (cả trong nhà và ngoài trời).
- Thời gian ra mắt: 2023.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VHM

Hình 13: Vinhomes Cổ Loa



Vinhomes Cổ Loa là dự án độc đáo với sự kết hợp giữa cộng đồng ngoại thành sôi động với tổ hợp triển lãm và hưởng lợi từ những dự án cầu đường sắp tới kết nối khu vực trung tâm và phía Bắc Hà Nội.

- Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.
- Địa điểm: Cổ Loa, Đông Anh, Hà Nội.
- Tổng diện tích dự án (bao gồm cả cơ sở hạ tầng): 385ha.
- Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 1.724.000 m².
- Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Trung tâm mua sắm / Tổ hợp Triển lãm/Trung tâm Triển lãm Quốc gia 90ha.
- Thời gian ra mắt: 2023.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VHM

Về dài hạn hơn, hai siêu dự án trọng điểm của doanh nghiệp vẫn triển khai đúng tiến độ là Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là “bom tấn” và là động lực tăng trưởng cho VHM từ năm 2024-25 trở đi.

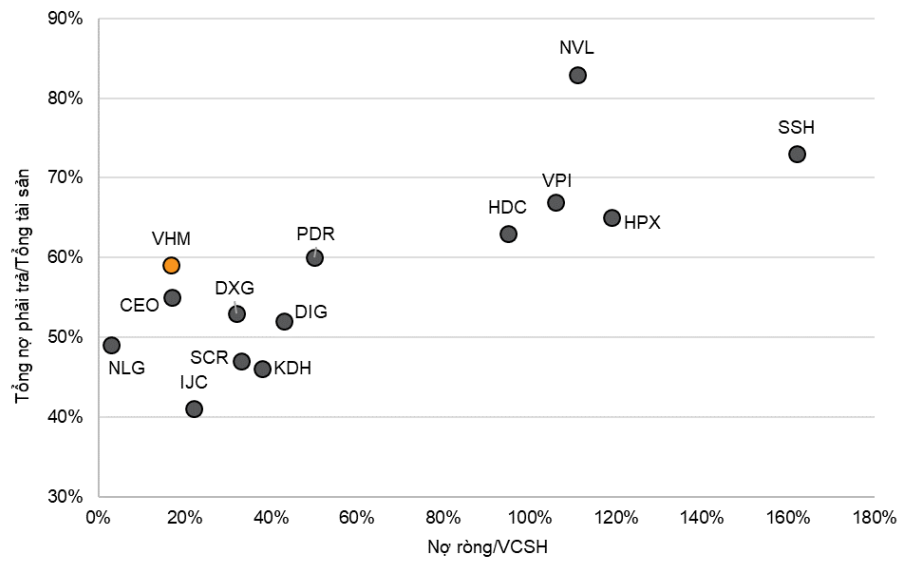
VHM là một trong những nhà phát triển BĐS có bảng cân đối lành mạnh

Tổng tài sản của VHM luôn tăng trong suốt lịch sử hoạt động kinh doanh, đạt 341,6 nghìn tỷ đồng (+48,3% so với đầu năm) tính đến ngày 30/09/2022. Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu (VCSH) của VHM vẫn ở mức thấp so với các công ty cùng ngành mặc dù đã tăng trong 9T22. Tính đến ngày 30/09/2022, tỷ lệ nợ ròng/VCSH của VHM là 17,3%, đây là mức rất an toàn đối với một nhà phát triển BĐS.

Trong cơ cấu nợ (tổng nợ 40,2 nghìn tỷ đồng), 24% đến từ trái phiếu trong nước, 36% đến từ vay ngân hàng, 39% còn lại đến từ vay đối tác và các nguồn khác. VHM tiếp tục tập trung vay VND, chiếm 100% tổng dư nợ, giúp loại bỏ hoàn toàn rủi ro tỷ giá đối với khoản vay của VHM.

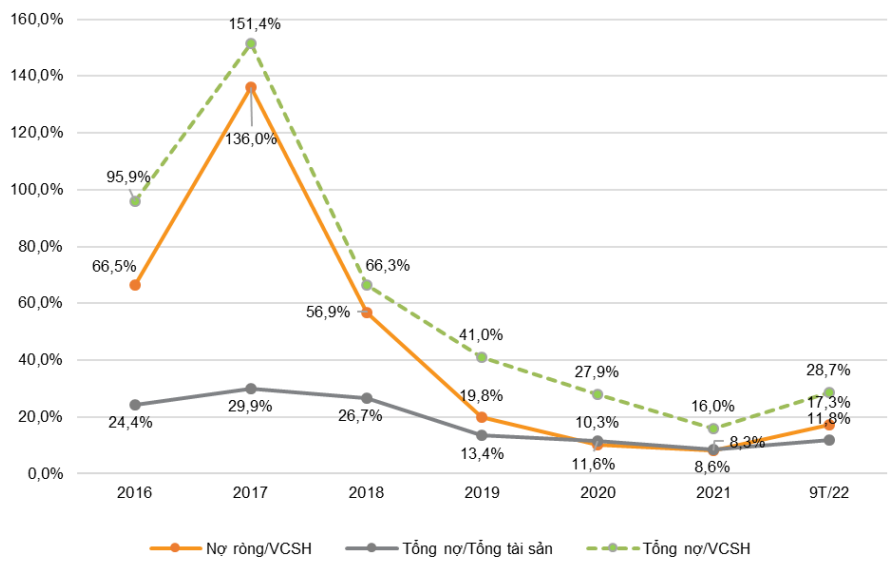
Tại ngày 30/09/2022, VHM có 3.340 tỷ đồng trái phiếu và 18.243 tỷ đồng khoản vay ngân hàng đáo hạn trong vòng 1 năm tới. Các ngân hàng vẫn sẵn sàng cho vay thế chấp đối với những công ty có tài sản chất lượng như VHM, chúng tôi cho rằng áp lực thanh toán nợ ngắn hạn của công ty là không lớn. Do đó, chúng tôi cho rằng thanh khoản nội tại không phải là vấn đề lớn đối với VHM.

Hình 14: VHM có sức khỏe tài chính tốt so với các công ty cùng ngành



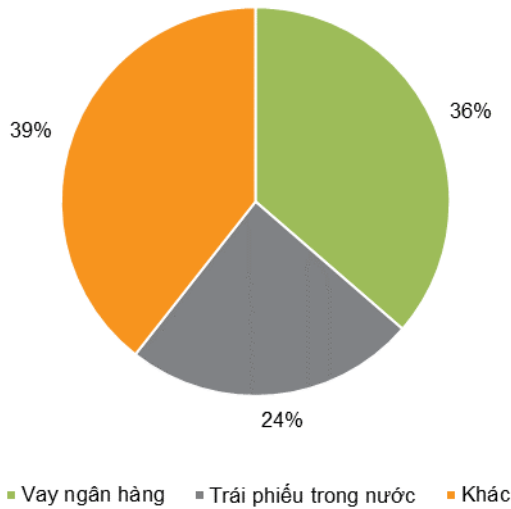
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Các hệ số đòn bẩy của VHM đang có dấu hiệu tăng lên dù vẫn ở mức thấp



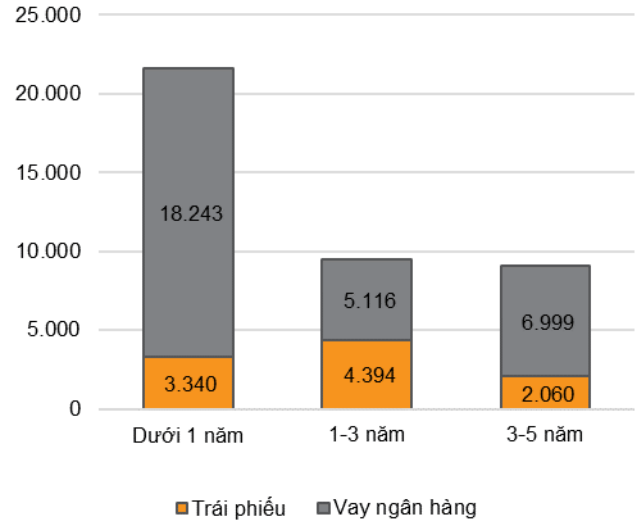
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Cơ cấu nợ vay theo nguồn huy động tại 30/09/2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: Các khoản vay của VHM theo kỳ hạn (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

VMI được thành lập để cung cấp sản phẩm đầu tư mới cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ

Tháng 10/2022, Tập đoàn Vingroup công bố thành lập CTCP Đầu tư và Quản lý Bất động sản VMI (VMI) với vốn điều lệ 783 triệu USD. VMI được thành lập do ông Phạm Nhật Vượng làm cổ đông chính (90% góp vốn bằng cổ phần VIC), cùng với VHM (5% cổ phần) và vợ ông Vượng (5% cổ phần), nhằm giúp cho các nhà đầu tư vốn hóa nhỏ có thể cùng đầu tư vào BĐS VHM với khả năng sinh lời đảm bảo và tạo tính thanh khoản cho sản phẩm Vinhomes cũng như đa dạng hóa kênh đầu tư cho khách hàng. Như đã thông báo, nhà đầu tư có thể được chia lãi từ tiền lãi bán tài sản của Vinhomes với cam kết lợi nhuận tối thiểu trong thời hạn 5 năm.

Mô hình này cho phép các nhà đầu tư có số vốn nhỏ hơn tham gia thị trường mà không cần sử dụng các công cụ tài chính rủi ro. Trong việc này, VMI sẽ mua tài sản của VHM, sau đó ký hợp đồng hợp tác kinh doanh với các nhà đầu tư cá nhân. Mô hình này tuy còn khá mới ở Việt Nam nhưng lại không xa lạ gì với thị trường tài chính toàn cầu. Chúng tôi cho rằng sự có mặt của VMI sẽ phần nào giúp VHM đảm bảo thanh khoản cho hoạt động phát triển dự án trong bối cảnh tín dụng ngân hàng thắt chặt và thị trường trái phiếu không thuận lợi.

Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2022-24 như sau:

Năm 2022:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu khoảng 5 nghìn tỷ đồng từ Vinhomes Wonder Park và Cổ Loa sang năm 2024 do dự án triển khai chậm hơn dự kiến. Ngoài ra, chúng tôi chuyển 20 nghìn tỷ USD doanh thu bán buôn sang thu nhập tài chính với tỷ suất lợi nhuận giả định là 57%. Do đó, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2022 xuống 44,7% so với dự phóng cũ, xuống 49.948 tỷ đồng (-41,2% svck).

- Chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng năm 2022 giảm 10,8% so với dự báo trước đó xuống 31.066 tỷ đồng (-20,0% svck), vượt kế hoạch LN năm 2022 của công ty.

Năm 2023:

- Chúng tôi thận trọng tri hoãn giả định ghi nhận doanh thu từ phân khúc cao tầng tại Vinhomes The Empire (52,4 nghìn tỷ đồng), Vinhomes Cổ Loa (20,4 nghìn tỷ đồng), Wonder Park (9,5 nghìn tỷ đồng) và Tây Tăng Long (5,7 nghìn tỷ đồng) từ dự báo trước đó trong năm 2023 sang năm 2024. Mặt khác, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu khoảng 37,8 nghìn tỷ đồng từ Vinhomes The Empire và The Crown trong năm 2023.

- Nhìn chung, chúng tôi giảm 28,6% dự phóng doanh thu năm 2023 so với dự phóng cũ xuống 83.124 tỷ đồng (+66,4% svck từ mức nền cơ sở thấp trong năm 2022) và giảm LN ròng năm 2023 34,6% xuống 32.087 tỷ đồng (+3,3% svck).

Năm 2024:

- Chúng tôi điều chỉnh tiến độ bàn giao Vinhomes Galaxy, Gallery, Tây Tăng Long, Làng Vân và khu cao tầng The Empire, khiến giá trị bàn giao năm 2024 giảm 37,2% so với dự phóng trước đó.

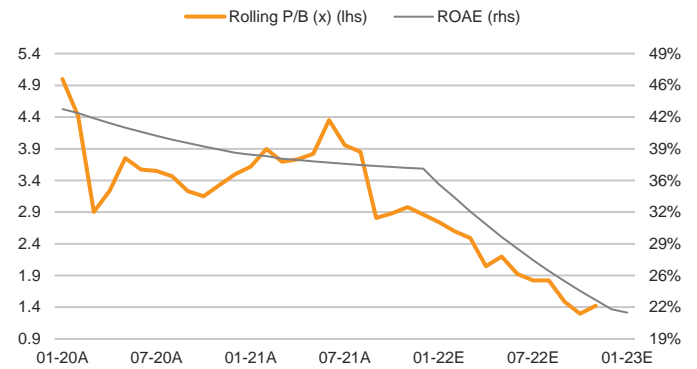
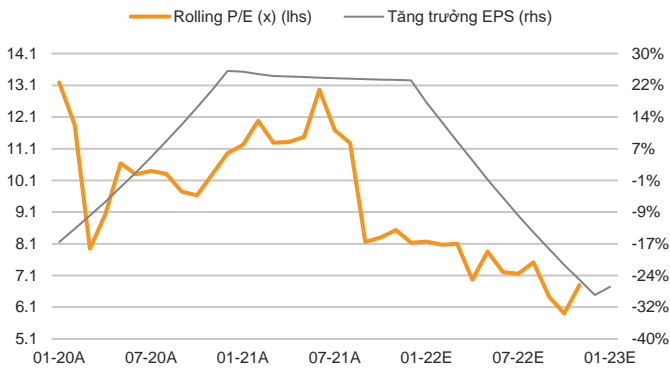
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh giảm KQKD năm 2024 so với dự phóng trước đó: giảm 40,9% doanh thu xuống 93.066 tỷ đồng (+12,0% svck) và giảm 42,4% LN ròng xuống 38.394 tỷ đồng (+19,7% svck).

Hình 18: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-24

(tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	49.948	83.124	93.066	90.292	116.494	157.464	-44,7%	-28,6%	-40,9%
LN gộp	27.447	42.602	51.796	43.960	63.823	84.963	-37,6%	-33,2%	-39,0%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>55,0%</i>	<i>51,3%</i>	<i>55,7%</i>	<i>48,7%</i>	<i>54,8%</i>	<i>54,0%</i>	<i>-6.3 điểm %</i>	<i>-3.5 điểm %</i>	<i>+1.7 điểm %</i>
Chi phí BH&QL	(2.712)	(4.989)	(5.267)	(3.642)	(5.760)	(6.507)	-25,5%	-13,4%	-19,1%
Doanh thu tài chính	17.935	10.299	10.885	8.079	7.975	10.561	122,0%	29,1%	3,1%
Chi phí tài chính	(3.126)	(7.133)	(8.596)	(3.854)	(3.972)	(4.669)	-18,9%	79,6%	84,1%
LNTT	39.544	40.779	48.818	44.543	62.066	84.349	-11,2%	-34,3%	-42,1%
LNST	31.635	32.623	39.055	35.635	49.653	67.479	-11,2%	-34,3%	-42,1%
LNST công ty mẹ	31.066	32.087	38.394	34.839	49.054	66.668	-10,8%	-34,6%	-42,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	49.948	83.124	93.066
Giá vốn hàng bán	(22.501)	(40.522)	(41.270)
Chi phí quản lý DN	(1.528)	(3.333)	(3.463)
Chi phí bán hàng	(1.184)	(1.656)	(1.804)
LN hoạt động thuần	24.735	37.613	46.529
EBITDA thuần	26.398	39.375	48.399
Chi phí khấu hao	(1.663)	(1.762)	(1.870)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	24.735	37.613	46.529
Thu nhập lãi	17.935	10.299	10.885
Chi phí tài chính	(3.126)	(7.133)	(8.596)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	39.544	40.779	48.818
Thuế	(7.909)	(8.156)	(9.764)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(569)	(536)	(660)
LN ròng	31.066	32.087	38.394
Thu nhập trên vốn	31.066	32.087	38.394
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	31.066	32.087	38.394

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	29.067	32.278	58.154
Đầu tư ngắn hạn	3.183	4.139	5.380
Các khoản phải thu ngắn hạn	71.564	104.865	115.321
Hàng tồn kho	62.342	64.765	74.708
Các tài sản ngắn hạn khác	24.668	26.001	26.764
Tổng tài sản ngắn hạn	190.825	232.047	280.328
Tài sản cố định	76.074	88.954	104.512
Tổng đầu tư	10.862	10.862	10.862
Tài sản dài hạn khác	84.825	98.156	101.123
Tổng tài sản	362.586	430.020	496.825
Vay & nợ ngắn hạn	16.323	21.392	33.900
Phải trả người bán	7.704	13.875	14.131
Nợ ngắn hạn khác	154.037	177.470	192.306
Tổng nợ ngắn hạn	178.064	212.737	240.337
Vay & nợ dài hạn	19.668	19.668	19.668
Các khoản phải trả khác	4.166	4.303	4.455
Vốn điều lệ và	43.544	43.544	43.544
LN giữ lại	110.910	142.997	181.391
Vốn chủ sở hữu	156.238	188.325	226.719
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.450	4.986	5.647
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	362.586	430.020	496.825

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	39.544	40.779	48.818
Khấu hao	1.663	1.762	1.870
Thuế đã nộp	(7.909)	(8.156)	(9.764)
Các khoản điều chỉnh khác	18.015	10.305	10.908
Thay đổi VLĐ	5.270	(19.512)	(7.646)
LC tiền thuần HKĐK	56.583	25.179	44.186
Đầu tư TSCĐ	(29.797)	(15.784)	(18.691)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(17.935)	(10.299)	(10.885)
Các khoản khác	(487)	(955)	(1.242)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(48.219)	(27.038)	(30.817)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	16.072	5.069	12.508
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	16.072	5.069	12.508
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4.626	29.067	32.278
LC tiền thuần trong năm	24.435	3.210	25.876
Tiền & tương đương tiền cuối kì	29.061	32.278	58.154

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	62,2%	38,6%	41,3%
Vòng quay TS	0,17	0,21	0,20
ROAA	10,5%	8,1%	8,3%
Đòn bẩy tài chính	2,11	2,30	2,23
ROAE	22,1%	18,6%	18,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	65,9	56,2	43,7
Số ngày nắm giữ HTK	1.011,3	583,4	662,5
Số ngày phải trả tiền bán	125,0	125,0	125,3
Vòng quay TSCĐ	0,78	1,01	0,96
ROIC	15,8%	13,7%	13,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	952,2	514,6	581,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(41,2%)	66,4%	12,0%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(41,7%)	52,1%	23,7%
Tăng trưởng LN ròng	(20,0%)	3,3%	19,7%
Tăng trưởng EPS	(29,2%)	3,3%	19,7%

Nguồn: VND RESEARCH

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 - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@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

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