

**VHM – KHẢ QUAN**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 17/09/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	76.700
KLGD TB 10 phiên	2.536.762
Vốn hoá (tỷ đồng)	252.306
Số lượng CPLH	3.289.513.918
% sở hữu nước ngoài	22,34%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Thiện Toàn  
[nttoan@vcbs.com.vn](mailto:nttoan@vcbs.com.vn)  
+84-24 3936 6990 ext 7191

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page:  
<VCBS><go>

**VHM: Đẩy mạnh bán buôn BĐS nhà ở, phát triển quỹ đất BĐS khu công nghiệp**

**KQKD 1H.2020:** VHM ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 22.896 tỷ đồng (-14,4% yoy), LNST thuộc về công ty mẹ tăng nhẹ +4,3% yoy đạt 10.279 tỷ đồng trong bối cảnh khó khăn của toàn thị trường BĐS. Doanh thu tài chính đã tăng đột biến đạt 9.423 tỷ đồng (+77,2% yoy) với khoản lợi nhuận khoảng 7,5 nghìn tỷ đồng ghi nhận từ giao dịch bán buôn tại VH Grand Park. Theo đó, tổng doanh thu chuyển nhượng BĐS quy đổi là 34.062 tỷ đồng (-1% yoy). Biên LN gộp và biên LNST của VHM tiếp tục duy trì vượt trội so với toàn thị trường, lần lượt đạt 40,9% và 48,3%.

**Triển vọng:** (1) Tiến độ bán hàng duy trì khả quan; việc đẩy mạnh chiến lược bán buôn và ra mắt nền tảng Vinhomes online giúp Tập đoàn thu về dòng tiền sớm hơn, tăng cường hiệu quả hoạt động; (2) Quy mô quỹ đất vượt trội, sở hữu vị trí chiến lược và đang tiếp tục được mở rộng – đây sẽ là “kho dự trữ chiến lược” đảm bảo cho Vinhomes duy trì tốc độ tăng trưởng cao và bền vững trong 10 năm tới, đặc biệt có thể hỗ trợ thanh khoản cho Tập đoàn khi cần thiết; (3) Tận dụng những điều kiện thuận lợi về kinh tế vĩ mô để phát triển động lực tăng trưởng mới: BĐS khu công nghiệp.

**Đánh giá:** Chúng tôi dự phóng KQKD 2020 của VHM tiếp tục đạt tăng trưởng cao với doanh thu thuần đạt 63.230 tỷ đồng (+22,5% yoy), tổng doanh thu thuần quy đổi đạt 92.565 tỷ đồng (+37,6% yoy), trong đó doanh thu chuyển nhượng BĐS quy đổi đạt 89.346 tỷ đồng (+40,4% yoy). LNST ước đạt 26.063 tỷ đồng (+7,2% yoy) và EPS 2020 đạt 6.958 đồng/cổ phiếu (+7,0% yoy). Bổ sung thêm quỹ đất phát triển KCN và dự án Đại An vào mô hình định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VHM với **giá mục tiêu là 94.341 đồng/cổ phiếu** sau khi kết hợp hai phương pháp định giá RNAV và so sánh P/E.

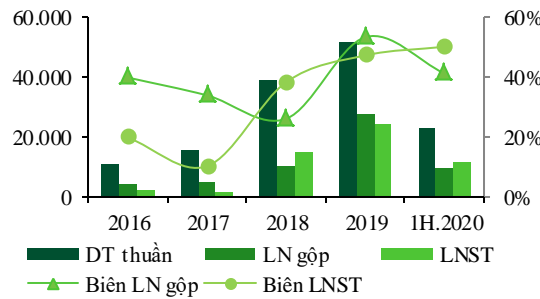
Chỉ tiêu tài chính	2017	2018	2019	2020F
DTT (tỷ đồng)	15.297	38.664	51.627	63.230
+/- yoy (%)	36,4%	153%	34%	22%
LNST (tỷ đồng)	1.410	14.776	24.319	26.063
+/- yoy (%)	-14,5%	948%	65%	7%
VCSH (tỷ đồng)	10.124	48.145	64.715	88.022
+/- yoy (%)	6,0%	376%	34%	36%
Nợ vay/TTS (%)	29,9%	26,7%	13,4%	14,5%
TS LN gộp (%)	33,8%	26,0%	53,2%	34,0%
TS LN ròng (%)	9,2%	36,9%	42,1%	36,9%
ROA (%)	3,1%	12,3%	12,3%	12,7%
ROE (%)	15,5%	30,7%	37,6%	29,6%
EPS (đồng)	1.879	4.503	6.502	6.958

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

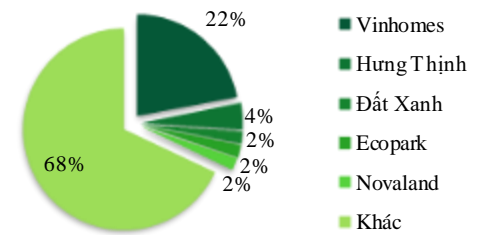
**LNST thuộc về công ty mẹ 1H.2020 tăng nhẹ +4,3% yoy trong bối cảnh khó khăn của toàn thị trường BĐS**

Kết thúc nửa đầu 2020 khó khăn khi đại dịch Covid-19 bùng phát, VHM ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 22.896 tỷ đồng (-14,4% yoy), trong khi đó LNST và LNST thuộc về công ty mẹ lần lượt đạt mức 11.061 tỷ đồng (-1,3% yoy, 35,7% KH năm) và 10.279 tỷ đồng (+4,3% yoy). Hoạt động chuyển nhượng BĐS đóng góp chủ yếu với tỷ lệ 93,2% trong cơ cấu doanh thu 1H.2020, bên cạnh đó là các hoạt động kinh doanh khác như cho thuê, cung cấp dịch vụ quản lý BĐS, dịch vụ tổng thầu. Doanh thu tài chính đã tăng đột biến đạt 9.423 tỷ đồng (+77,2% yoy) với khoản lợi nhuận khoảng 7,6 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong Q1.2020 từ việc bán 80% cổ phần tại công ty con đang phát triển VH Grand Park - Giai đoạn 2 cho các đối tác Nhật Bản. Tổng doanh thu chuyển nhượng BĐS quy đổi (tính cả các dự án BCC và bán buôn dưới dạng chuyển nhượng cổ phần) là 34.062 tỷ đồng (-1% yoy). Khoản tiền phạt 924,5 tỷ đồng cũng đã phản ánh lên KQKD 1H.2020. Biên LN gộp và biên LNST của VHM tiếp tục duy trì vượt trội so với toàn thị trường, lần lượt đạt 40,9% và 48,3%.

**KQKD 2016 – 1H.2020 (Tỷ đồng)**



**Thị phần BĐS nhà ở tại VN 2016 – 1H.2020 (%)**



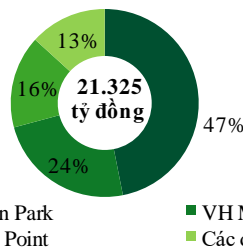
(Nguồn: VHM, CBRE, VCBS tổng hợp)

**Doanh số bán hàng tăng trưởng tích cực cùng với việc ra mắt nền tảng Vinhomes online**

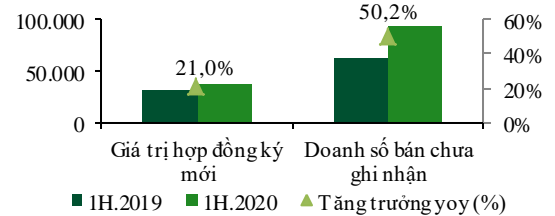
Nền tảng bán hàng trực tuyến Vinhomes online nhanh chóng được VHM cho ra mắt ngày 09/04/2020 nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực từ đại dịch. Tính đến ngày 18/07/2020, nền tảng đã thu hút gần 385.000 lượt khách (tương đương 6.000 khách/ngày) và 3.100 sản phẩm BĐS đã được bán thông qua hệ thống. Theo đó, Vinhomes online đã hỗ trợ hiệu quả kênh bán hàng trực tiếp, nâng cao trải nghiệm khách hàng với hệ thống quản lý kho hàng tập trung, bảng giá niêm yết rõ ràng, tích hợp một số tiện ích như 3D tour, bản đồ tương tác, so sánh cùng phân khúc và đặc biệt đưa ra nhiều chương trình khuyến mãi hấp dẫn.

Số sản phẩm bán nhận đặt cọc không hoàn lại phát sinh trong 1H.2020 đạt 22.045 sản phẩm (+15,3% yoy) với giá trị hợp đồng là 37,4 nghìn tỷ đồng (+21,0% yoy), chủ yếu đến từ ba đại dự án VH Ocean Park, VH Smart City và VH Grand Park. Đáng chú ý trong Q2.2020, VHM đã thực hiện 2 giao dịch bán buôn tại VH Ocean Park (2,9 nghìn tỷ đồng) và VH Grand Park (12,1 nghìn tỷ đồng). So sánh với kế hoạch bán hàng 2020, Tập đoàn đã hoàn thành 45% chỉ tiêu về giá trị hợp đồng và 57% về số lượng sản phẩm bán.

**Cơ cấu doanh thu chuyển nhượng BĐS 1H.2020**



**Kết quả bán hàng 1H.2020 (tỷ đồng)**



(Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp)

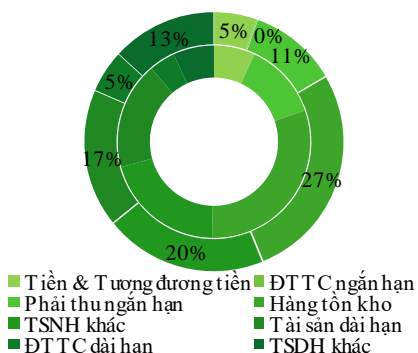
## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Quy mô tài sản dài hạn tiếp tục tăng trưởng mạnh nhằm đáp ứng các kế hoạch phát triển dự án, mở rộng kinh doanh**

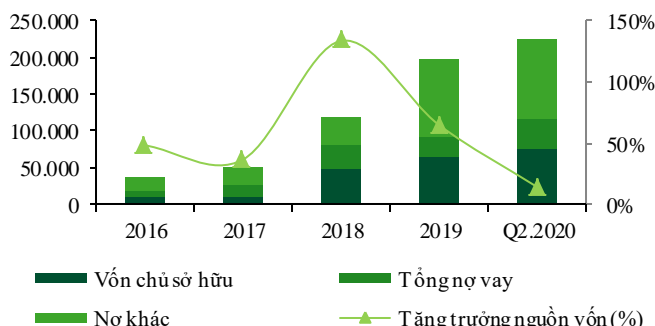
So với thời điểm đầu năm, quy mô tài sản tại ngày 30/06/2020 của Tập đoàn tăng trưởng +14,0% đạt 224.790 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn đạt 141.343 tỷ đồng (+1,3%) và chiếm 62,9% tổng tài sản. Các khoản mục tài sản ngắn hạn phần lớn duy trì ổn định, chỉ có phải thu ngắn hạn khác (ký quỹ, đặt cọc, tạm ứng, lợi nhuận được chia...) tăng mạnh +80,3% đạt 24.283 tỷ đồng. Hàng tồn kho của VHM đạt mức 58.562 tỷ đồng (-2,9%), chiếm 26,1% tổng tài sản. Tài sản dài hạn đã tăng trưởng mạnh +44,7% đạt 83.447 tỷ đồng với sự gia tăng đột biến về tài sản cố định (+311,9%), đầu tư góp vốn vào đơn vị khác (+390,2%) và tài sản dài hạn khác (+87,8%). Đáng chú ý trong kỳ, khoản tiền đặt cọc dài hạn tại Vingroup đã tăng 12.875 tỷ đồng lên mức 21.315 tỷ đồng và mới phát sinh tại Vinfast là 5.900 tỷ đồng.

Về nguồn vốn, VHM cũng đã đẩy mạnh phát hành trái phiếu mới thông qua hai đơn vị tư vấn phát hành là công ty Chứng khoán Techcombank và Chứng khoán KB, đẩy lượng tiền vay nợ ngắn & dài hạn lên mức 41.425 tỷ đồng (+56,3%), trong đó lượng trái phiếu chưa đáo hạn là 28.142 tỷ đồng (+86,6%). Khoản mục người mua trả tiền trước duy trì ở mức tích cực 37.874 tỷ đồng (-5,9%), tương đương 16,8% tổng nguồn vốn. Tập đoàn không có hoạt động phát hành thêm cổ phiếu trong 1H.2020.

**Cơ cấu tài sản 2019 – Q2.2020 (%)**



**Cơ cấu nguồn vốn 2016 – Q2.2020 (tỷ đồng)**

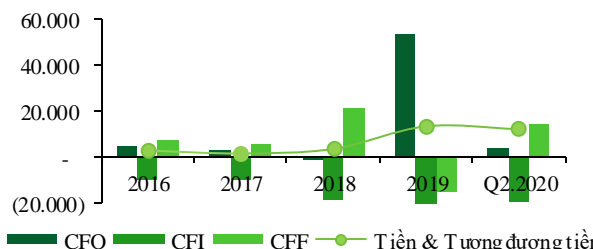


(Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp)

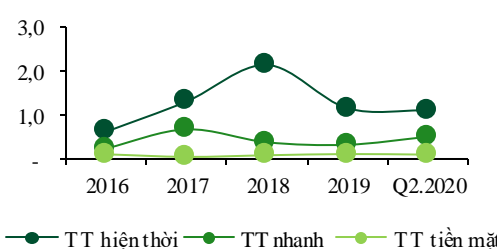
**Dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh và tài chính được sử dụng để tài trợ cho hoạt động đầu tư**

Trong 1H.2020, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đạt +3.048 tỷ đồng, giảm mạnh so với con số +25.203 tỷ đồng cùng kỳ. Dòng tiền ròng từ hoạt động tài chính (đi vay) đạt +14.504 tỷ đồng và được sử dụng để tài trợ cho hoạt động đầu tư (-19.025 tỷ đồng). Tại ngày 30/06/2020, hệ số thanh toán hiện hành, thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt của VHM giữ mức tương đương so với thời điểm đầu năm 2020, lần lượt đạt 1,1, 0,5 và 0,1 lần.

**Phân tích dòng tiền 2016 – 1H.2020 (tỷ đồng)**



**Chỉ tiêu thanh khoản 2016 – Q2.2020 (lần)**



(Nguồn: VHM, Bloomberg, VCBS tổng hợp)

## TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Đẩy mạnh chiến lược bán buôn và nền tảng Vinhomes online với mục tiêu thu về dòng tiền sớm hơn**

Chiến lược bán buôn được VHM đẩy mạnh với các đối tác nước ngoài và các nhà phát triển BĐS trong nước giúp Tập đoàn thu về dòng tiền dự án sớm hơn. Theo đó, chiến lược này sẽ gia tăng tiến độ phát triển dự án, giữ vững tăng trưởng và hiệu quả hoạt động trong bối cảnh quy mô các dự án và quỹ đất của Tập đoàn là rất lớn, vượt trội xa so với thị trường. Nền tảng Vinhomes online như đã được phân tích, cũng sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho kênh bán hàng trực tiếp của Tập đoàn với nhiều chương trình khuyến mãi hấp dẫn.

Tương tự 2019, công tác bán hàng và thi công xây dựng năm nay của VHM vẫn tập trung chủ yếu tại ba đại dự án VH Ocean Park (Gia Lâm, Hà Nội), VH Smart City (Nam Từ Liêm, Hà Nội) và VH Grand Park (Quận 9, TP.HCM):

**Thông tin các dự án Vinhomes đang triển khai tại ngày 30/06/2020**

Dự án	Ocean Park	Smart City	Grand Park	Khác (*)
Diện tích sàn bán ('000 m <sup>2</sup> )	3.500	2.601	3.241	4.160
Tổng số sản phẩm	47.300	47.000	45.500	30.300
Lũy kế số sản phẩm đã bán và đã bàn giao	17.300 (37%)	12.200 (26%)	11.100 (24%)	26.900 (89%)
Lũy kế số sản phẩm đã bán và chưa bàn giao	12.200 (26%)	11.100 (24%)	27.100 (60%)	1.600 (5%)
Doanh số theo hợp đồng chưa ghi nhận (tỷ đồng)	~25.575	~16.275	~44.175	~6.975
Tiến độ xây dựng (%)	38%	32%	45%	

(\*) Các dự án khác bao gồm: VH Central Park, VH Metropolis, VH Green Bay, VH West Point, VH Golden River, VH New Center Hà Tĩnh, VH Symphony, VH Thăng Long, VH Marina, VH Imperia Hải Phòng, VH Star City Thanh Hóa, VH The Harmony, VH Dargon Bay, VH Sky Lake.

(Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp)

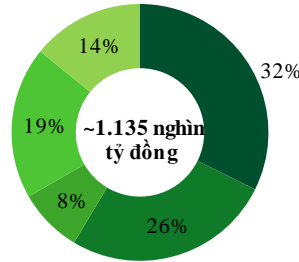
Đại dịch Covid-19 bùng phát khiến thị trường BĐS tiếp tục gặp nhiều khó khăn về thanh khoản. Tuy nhiên, việc thiếu hụt nguồn cung sơ cấp mới đã giữ mặt bằng giá bán không giảm, thậm chí còn tăng so với thời điểm đầu năm. Với vị thế thương hiệu hàng đầu cùng tiêu chuẩn chất lượng đã được khẳng định, các sản phẩm đưa ra thị trường từ VHM nằm trong không nhiều dự án vẫn nhận được sự phản hồi rất tích cực. 1.063 sản phẩm tòa S1.07 và S1.08 tại VH Ocean Park đã hấp thụ hơn 95% sau 1 tháng mở bán kể từ tháng 05.2020. Ngoài ra, 550 căn biệt thự và shophouse tại VH Grand Park Manhattan mở bán tháng 06.2020 cũng đã gần như bán hết vào đầu tháng 07.2020. Tiến độ xây dựng đang được Tập đoàn đẩy mạnh nhằm bù đắp thời gian gián đoạn bởi giãn cách xã hội. Doanh số bán hàng 2H.2020 dự kiến cũng sẽ được đảm bảo sau khi dự án mới VH Wonder Park tại Đan Phượng (~1.100 căn thấp tầng) ra mắt Q4.2020.

**Quy mô quỹ đất vượt trội, có vị trí chiến lược và đang tiếp tục được mở rộng**

Vinhomes thống trị thị trường BĐS với quỹ đất tại ngày 30/06/2020 lên tới 164 triệu m<sup>2</sup> diện tích sàn xây dựng để ở (tương đương với 146 triệu m<sup>2</sup> diện tích sàn bán), bỏ xa doanh nghiệp đứng thứ 2 trên thị trường. Trong Q2.2020, Tập đoàn đã sở hữu thêm 1 dự án mới – Đại An (~300 ha) nằm gần VH Ocean

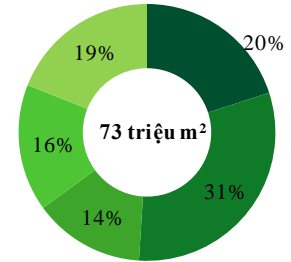
Park với chi phí khoảng 3,4 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, 2 đại dự án nhiều tiềm năng là Green Hạ Long (~4.110 ha) và Long Beach Cần Giờ (2.870 ha) đang được VHM tích cực hoàn thành các thủ tục pháp lý, chuẩn bị đưa vào quỹ đất phát triển thời gian tới. Trước mắt, Vinhomes đang dự kiến triển khai hai đại dự án mới trong năm 2021 bao gồm VH Dream City (Ocean Park 2) – 460 ha tại Văn Giang, Hưng Yên và VH Vũ Yên (Hải Phòng) – 873 ha.

**Tổng giá trị BĐS khi đã được phát triển (GDV) tính đến 2025**



■ Hà Nội ■ Hồ Chí Minh ■ Quảng Ninh ■ Hưng Yên ■ Khác

**Tổng diện tích sàn xây dựng (GFA) để ở tính đến 2025**



■ Hà Nội ■ Hồ Chí Minh ■ Quảng Ninh ■ Hưng Yên ■ Khác

(Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp)

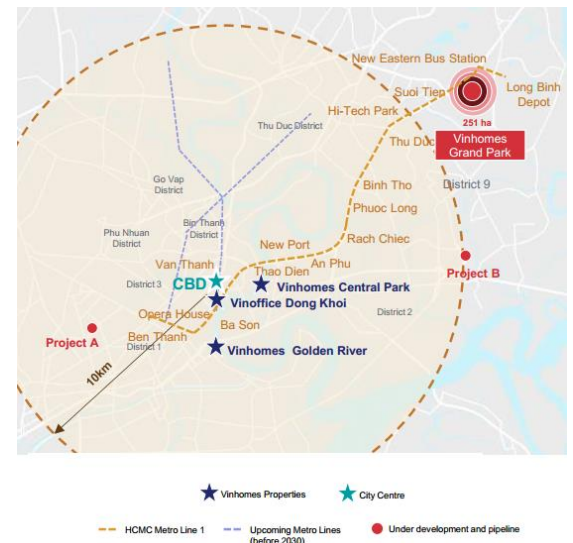
Chúng tôi đánh giá đây sẽ là “kho dự trữ chiến lược” để Vinhomes duy trì tốc độ tăng trưởng cao và bền vững trong 10 năm tới, đặc biệt có thể chuyển nhượng cho đơn vị khác để hỗ trợ thanh khoản cho Tập đoàn khi cần thiết.

Các dự án tiềm năng của Vinhomes đều sở hữu vị trí chiến lược tại các tỉnh thành trọng điểm hoặc có tốc độ đô thị hóa cao trên toàn quốc, các thành phố có nhiều tiềm năng về phát triển du lịch, công nghiệp. Đặc biệt tại Hà Nội và TP.HCM, các dự án được VHM phát triển nhằm đón đầu hệ thống cơ sở hạ tầng, đường cao tốc/ tàu điện ngầm trọng yếu trong tương lai.

**Vị trí các dự án tại Hà Nội**



**Vị trí các dự án tại Hồ Chí Minh**



(Nguồn: VHM, VCBS tổng hợp)



**Tận dụng những điều kiện thuận lợi về kinh tế vĩ mô để phát triển động lực tăng trưởng mới:**

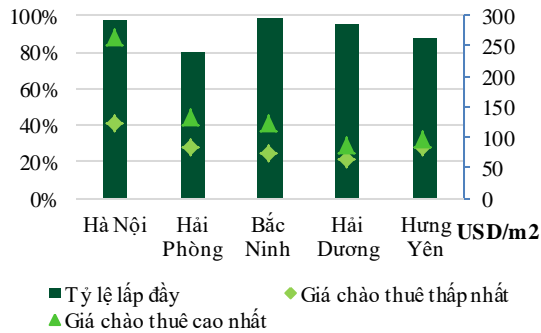
**BDS khu công nghiệp.**

Xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, hướng đến Đông Nam Á của các nhà sản xuất lớn trở nên rõ ràng và sẽ được thúc đẩy nhanh hơn sau Covid-19. Trong bối cảnh đó, Việt Nam là một trong những quốc gia kiểm soát tình hình dịch bệnh tốt nhất trong khu vực và đã thu hút nhiều doanh nghiệp lớn lên kế hoạch dịch chuyển đến như Microsoft, Google, LG, Foxconn, Luxshare ICT... Tác động của đại dịch đã phản ánh tiêu cực lên tình hình giải ngân vốn FDI 8 tháng đầu 2020 khi giảm -5,1% yoy đạt 11,4 tỷ USD. Tuy nhiên, vốn nước ngoài đăng ký mới trong năm đã đạt 9,7 tỷ USD (+6,6% yoy), đánh dấu triển vọng vẫn còn nhiều tích cực. Lũy kế đến ngày 20/08/2020, cả nước có 32.539 dự án còn hiệu lực với tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký là 381,2 tỷ USD, trong đó giá trị thực hiện các dự án FDI ước đạt 223,1 tỷ USD. Bên cạnh đó, Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) bắt đầu có hiệu lực kể từ tháng 08.2020, nâng con số tổng FTA của Việt Nam lên 13. Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho hoạt động sản xuất, xuất khẩu đối với hàng hóa tại Việt Nam trong giai đoạn tiếp theo.

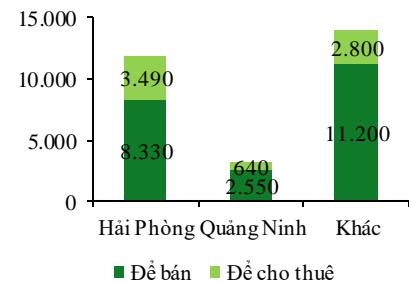
Theo đó, thị trường BDS khu công nghiệp Việt Nam sẽ hưởng nhiều lợi ích từ xu hướng nói trên. Tính đến cuối tháng 06/2020, Việt Nam có 336 khu công nghiệp với tổng diện tích đất công nghiệp đạt gần 66 nghìn ha. Trong đó, 261 khu công nghiệp đã đi vào hoạt động với tỷ lệ lấp đầy 76%. Sự hạn chế nguồn cung đất công nghiệp tại các thị trường truyền thống (các tỉnh, thành phố cấp 1), đã khiến tỷ lệ lấp đầy và giá thuê ở các khu vực xa trung tâm tăng cao. Theo CBRE, vùng công nghiệp miền Bắc hiện có 8.942 ha đất công nghiệp với tỷ lệ lấp đầy cao – 91,4% và giá chào thuê trong khoảng 65 – 260 USD/m<sup>2</sup>.

Vinhomes đã công bố chiến lược phát triển BDS khu công nghiệp vào đầu năm 2020. Mở rộng đầu tư sang mảng BDS khu công nghiệp sẽ tận dụng tối đa bề dày kinh nghiệm của Tập đoàn trong việc phát triển quỹ đất, triển khai và vận hành các dự án BDS quy mô lớn, đồng thời bổ sung vào danh mục tài sản mang lại thu nhập ổn định bên cạnh mảng cho thuê văn phòng và căn hộ/biệt thự. Mặt khác theo chia sẻ của Tập đoàn, chiến lược này cũng sẽ góp phần tạo điều kiện cho nhiều nhà cung cấp thiết bị phụ trợ hàng đầu quốc tế phát triển cơ sở sản xuất đầu tiên tại Việt Nam, phù hợp và tận dụng tốt chiến lược tổng thể của công ty mẹ Vingroup là trở thành Tập đoàn Công nghiệp & Công nghệ số 1 Việt Nam.

**Vùng công nghiệp miền Bắc**



**Diện tích sàn bán / cho thuê ('000 m<sup>2</sup>) quỹ đất phát triển khu công nghiệp của Vinhomes**



(Nguồn: CBRE, VHM, VCBS tổng hợp)

## ĐỊNH GIÁ

### KQKD sẽ tiếp tục đạt tăng trưởng cao trong năm 2020

Dựa trên giả định Việt Nam tiếp tục kiểm soát tốt tác động từ đại dịch Covid-19, chúng tôi dự phóng KQKD của Vinhomes sẽ đạt tăng trưởng cao năm 2020:

- Tổng doanh thu thuần hợp nhất quy đổi, bao gồm doanh thu từ các hoạt động của Vinhomes, các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và hoạt động chuyển nhượng dự án được ghi nhận như một khoản thu nhập tài chính, ước đạt 92.565 tỷ đồng (+37,6% yoy). Doanh thu chuyển nhượng BĐS quy đổi đạt 89.346 tỷ đồng (+40,4% yoy), chiếm 96,5% tổng doanh thu hợp nhất quy đổi của Vinhomes. Số lượng bàn giao bán lẻ ước đạt 27.120 sản phẩm, trong đó 84,4% đến từ ba đại dự án Ocean Park, Smart City và Grand Park. Tình hình bán hàng được dự báo sẽ khả quan trong năm với tổng số lượng bán nhận đặt cọc ước đạt gần 40 nghìn sản phẩm.
- Về ghi nhận kế toán, VCBS ước tính doanh thu thuần VHM 2020 đạt 63.230 tỷ đồng (+22,5% yoy), doanh thu tài chính đạt 19.828 tỷ đồng (+119,2% yoy) và LNST đạt 26.063 tỷ đồng (+7,2% yoy) – tương đương 84,1% so với kế hoạch của Tập đoàn. EPS 2020 ước đạt 6.958 đồng/cổ phiếu (+7,0% yoy), theo đó cổ phiếu VHM đang giao dịch với mức P/E forward 2020 là 11,0x.

### Kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và so sánh P/E, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 94.341 đồng/cổ phiếu.

- (1) Bổ sung thêm quỹ đất phát triển khu công nghiệp và dự án Đại An vào mô hình định giá, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHM theo phương pháp RNAV ở mức 93.020 đồng/cổ phiếu với mức lãi suất chiết khấu 13,4%.
- (2) Mặt khác, chúng tôi cũng tiến hành định giá theo phương pháp so sánh tương đối P/E để phản ánh khả năng tạo lợi nhuận của Tập đoàn:

#### Danh mục các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực BĐS có đặc điểm tương đồng với VHM

STT	Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	EV/EBITDA	P/E	P/B
1	VCG	15.902	18.035	29,01	19,85	2,30
2	SJS	2.773	6.898	20,96	26,38	1,32
3	PDR	13.810	14.319	13,63	15,18	3,32
4	NLG	6.979	11.823	13,25	7,78	1,38
5	KDH	13.635	14.508	8,96	12,51	1,78
6	HPX	6.302	6.451	25,29	15,40	2,11
7	DIG	4.355	8.101	12,61	9,61	1,12
8	NVL	61.842	98.780	147,43	15,90	2,69
9	VPI	6.480	9.294	12,74	12,49	2,59
10	HDG	3.740	13.639	4,98	3,49	1,32
<b>Trung vị</b>					<b>13,84</b>	<b>1,95</b>

(Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp)

Với trung vị P/E là 13,84 lần, và dự phóng EPS forward 2020 của VHM đạt 6.958 đồng/cổ phiếu, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHM theo phương pháp so sánh P/E ở mức 96.323 đồng/cổ phiếu.

⇒ Kết hợp 2 phương pháp định giá, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu VHM là 94.341 đồng/cổ phiếu.

	Định giá 1 cổ phiếu VHM (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp RNAV	93.020	60%
Phương pháp so sánh P/E	96.323	40%
<b>Tổng kết định giá</b>	<b>94.341</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### KHẢ QUAN

Vinhomes là Tập đoàn đứng đầu thị trường với việc sở hữu quỹ đất khổng lồ, chất lượng vượt trội cùng khả năng phát triển các dự án nhanh và hiệu quả cao. Sau khi khó khăn qua đi, Tập đoàn sẽ dẫn dắt thị trường BĐS Việt Nam bước vào chu kỳ phát triển mới cao hơn, vững vàng hơn. Đánh giá Vinhomes trong toàn bộ hệ sinh thái Vingroup, chúng tôi cho rằng thời gian tới, dòng tiền của VHM sẽ cần tiếp tục hỗ trợ rất nhiều cho các mảng sản xuất công nghiệp của Vingroup là Vinfast và Vinsmart. **Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VHM với mức giá mục tiêu 94.341 đồng/cổ phiếu.**



<b>BÁO CÁO KQKD (triệu đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>15.297.312</b>	<b>38.664.328</b>	<b>51.626.931</b>	<b>63.229.778</b>
GVHB	10.130.623	28.603.258	24.171.323	41.725.855
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.166.690</b>	<b>10.061.070</b>	<b>27.455.608</b>	<b>21.503.923</b>
Chi phí bán hàng	1.585.810	1.381.105	2.080.673	2.548.292
Chi phí QLDN	452.513	1.062.826	2.156.421	2.641.064
<b>EBIT</b>	<b>3.010.731</b>	<b>22.101.356</b>	<b>32.123.392</b>	<b>34.864.964</b>
<b>LNTT</b>	<b>2.108.782</b>	<b>19.718.734</b>	<b>29.745.694</b>	<b>32.578.277</b>
Chi phí thuế TNDN	543.293	4.942.415	5.426.594	6.515.655
<b>LNST</b>	<b>1.565.489</b>	<b>14.776.319</b>	<b>24.319.100</b>	<b>26.062.622</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	155.847	491.866	2.571.724	2.756.100
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1.409.642</b>	<b>14.284.453</b>	<b>21.747.376</b>	<b>23.306.522</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (Đồng)	1.879	4.503	6.502	6.958

<b>BẢNG CÂN ĐÓI KẾT TOÁN (triệu đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.561.578	3.515.372	13.332.299	6.270.800
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	1.009.405	360.611	456.672
Các khoản phải thu	21.323.658	11.601.693	25.248.798	22.566.210
Hàng tồn kho	17.006.260	36.858.429	60.296.848	69.937.168
Tài sản ngắn hạn khác	4.529.555	38.217.644	40.316.498	40.316.498
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>44.421.050</b>	<b>91.202.544</b>	<b>139.555.054</b>	<b>139.547.348</b>
Tài sản cố định	3.922.028	24.292.375	35.463.895	39.744.530
Các khoản đầu tư dài hạn	1.748.786	478.312	8.637.212	8.637.212
Tài sản dài hạn khác	1.211.955	3.715.525	13.584.867	16.637.985
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>6.882.769</b>	<b>28.486.213</b>	<b>57.685.974</b>	<b>65.019.727</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>51.303.819</b>	<b>119.688.756</b>	<b>197.241.028</b>	<b>204.567.075</b>
Các khoản phải trả	925.391	2.504.134	6.078.324	7.407.754
Vay nợ ngắn hạn	8.699.590	6.402.913	18.162.354	2.781.008
Nợ ngắn hạn khác	24.598.076	33.965.226	97.316.176	76.248.718
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>34.223.057</b>	<b>42.872.274</b>	<b>121.556.854</b>	<b>86.437.480</b>
Vay nợ dài hạn	6.627.687	25.505.723	8.343.025	26.891.723
Nợ dài hạn khác	329.290	3.165.885	2.626.106	3.216.308
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>6.956.976</b>	<b>28.671.608</b>	<b>10.969.131</b>	<b>30.108.030</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>41.180.034</b>	<b>71.543.881</b>	<b>132.525.985</b>	<b>116.545.510</b>
Vốn cổ phần	2.000.000	33.495.139	33.495.139	33.495.139
Thặng dư vốn cổ phần	0	295.000	295.000	295.000
Lợi nhuận chưa phân phối	4.904.180	9.443.229	22.306.018	45.612.540
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.219.605	4.911.507	8.618.886	8.618.886
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>10.123.785</b>	<b>48.144.875</b>	<b>64.715.043</b>	<b>88.021.565</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>51.303.819</b>	<b>119.688.756</b>	<b>197.241.028</b>	<b>204.567.075</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	3.127.312	-349.487	53.160.470	-5.517.296
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-9.790.223	-18.955.664	-28.551.838	-4.711.556
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	5.422.066	21.258.945	-14.791.705	3.167.352
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>-1.240.845</b>	<b>1.953.795</b>	<b>9.816.927</b>	<b>13.332.299</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2.802.423	1.561.578	3.515.372	-7.061.500
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1.561.578</b>	<b>3.515.372</b>	<b>13.332.299</b>	<b>6.270.800</b>

## 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.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích & Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích Doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thiện Toàn**  
Chuyên viên Phân tích  
nttoan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630