

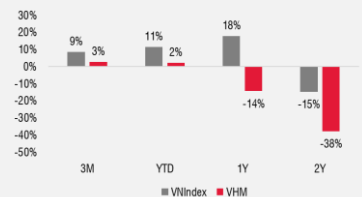
Công ty Cổ phần Vinhomes (VHM: HOSE)

Ngày báo cáo: 15/04/2024
NGÀNH: BẤT ĐỘNG SẢN
TPPT: Trịnh Anh Tuấn
Email: tuanta2@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8713

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **69.400 Đồng**
Giá CP ngày 12/04/2024: 44.500 Đồng
% Tăng giá: **+56%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 7.692
Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 192.245
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 4.354
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 9.027.110
Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 63/38,5
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 389,6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 20,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Vinhomes (VHM) được thành lập vào năm 2008. Với vốn điều lệ là 43,54 nghìn tỷ đồng, VHM đã bán 236.000 căn nhà phố, biệt thự cao cấp và chung cư tại Việt Nam. Tính đến ngày 31/12/2023, VHM có quỹ đất với diện tích 30 triệu m² đất tại các dự án đã triển khai và 166 triệu m² đất tại các dự án sắp triển khai.

Tích cực mở rộng quỹ đất cho tăng trưởng dài hạn

Doanh số bán lẻ lớn giúp giảm thiểu tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của thị trường bất động sản trong năm 2023. Sau khi áp dụng chiến lược bán lẻ lớn vào năm 2019, Vinhomes (VHM: HOSE) đã triển khai thành công chiến lược này để phát triển nhanh các đại dự án. Trong năm 2023, doanh số bán hàng của VHM đạt 87 nghìn tỷ đồng (giảm 32% svck), trong đó doanh số bán lẻ chiếm 51% tổng doanh số bán hàng, tương đương 44,37 nghìn tỷ đồng (giảm 7% svck; 1,8 tỷ USD) trong khi doanh số bán lẻ bị ảnh hưởng của cả ngành bất động sản chỉ đạt 42,63 nghìn tỷ đồng (giảm 47% svck; 1,72 tỷ USD).

Tích cực tham gia đấu thầu dự án: Vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024, Vinhomes và các công ty thành viên đã nộp đơn và nhận được các chấp thuận ban đầu đối với các dự án mới tại các thành phố cấp 2 như Hải Phòng, tỉnh Long An, tỉnh Khánh Hòa cũng như tỉnh Tuyên Quang. Nếu nhận được phê duyệt toàn bộ, Vinhomes sẽ bổ sung thêm khoảng gần 2.200 ha vào quỹ đất của Công ty, bổ sung vào quỹ đất hiện tại tính đến ngày 31/12/2023 là 19.600 ha, qua đó, tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu trên thị trường bất động sản.

Vị thế nợ tăng lên nhưng đòn bẩy vẫn thấp: Nợ ròng trong Q4/2023 đạt 38,7 nghìn tỷ đồng (tăng 9% so với quý trước và 81% svck). Trong Q4/2023, VHM đã thành công trong việc tiếp cận các nguồn tài chính từ nước ngoài khi huy động được 250 triệu USD từ các khoản vay quốc tế cũng như 5,7 nghìn tỷ đồng (230 triệu USD) từ trái phiếu và khoản vay trong nước. Theo đó, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 21,2%, cao hơn so với năm 2022 là 14,4%. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn thấp hơn mức trung bình khi so với các chủ đầu tư bất động sản niêm yết trong nước khác.

KQKD khả quan, mặc dù năm 2023 là một năm khó khăn đối với nền kinh tế và thị trường bất động sản Việt Nam so với các năm trước, VHM vẫn đạt được kết quả kinh doanh năm 2023 tích cực với doanh thu và LNST lần lượt đạt 103,6 nghìn tỷ đồng (tăng 66,0% svck; 4,18 tỷ USD) và 33,4 nghìn tỷ đồng (tăng 15,7% svck; 1,35 tỷ USD), lần lượt vượt 3% và 12% kế hoạch năm của công ty. Ngoài ra, doanh số bán hàng năm 2023 đạt 87 nghìn tỷ đồng (giảm 32% svck; 3,51 tỷ USD) là một mức đáng khích lệ trong bối cảnh thị trường bất động sản Việt Nam chững lại trong năm 2023.

Triển vọng lợi nhuận: Trong năm 2024, chúng tôi ước tính Vinhomes đạt 92,4 nghìn tỷ đồng doanh thu (giảm 10,8% svck) và 27,1 nghìn tỷ đồng LNST thuộc cổ đông Công ty mẹ (giảm 18,7% svck) do doanh thu chưa chi nhận tính đến tháng 12/2023 thấp hơn so với tháng 12/2022. Đối với dự báo năm 2024, chúng tôi kỳ vọng Vinhomes có thể mở bán hai dự án mới tại Hà Nội (Vinhomes Cổ Loa & Wonder Park), cùng với dự án Vũ Yên tại Hải Phòng đã được mở bán giữa tháng 3/2024. Các dự án này ước tính sẽ đóng góp quan trọng vào doanh số bán hàng sau khi Vinhomes bán hết sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3. Trong năm 2025, một số dự án mới như Vinhomes Hậu Nghĩa tại tỉnh Long An, Vinhomes Dương Kinh tại Hải Phòng, Vinhomes Làng Vân tại Đà Nẵng dự kiến sẽ được mở bán.

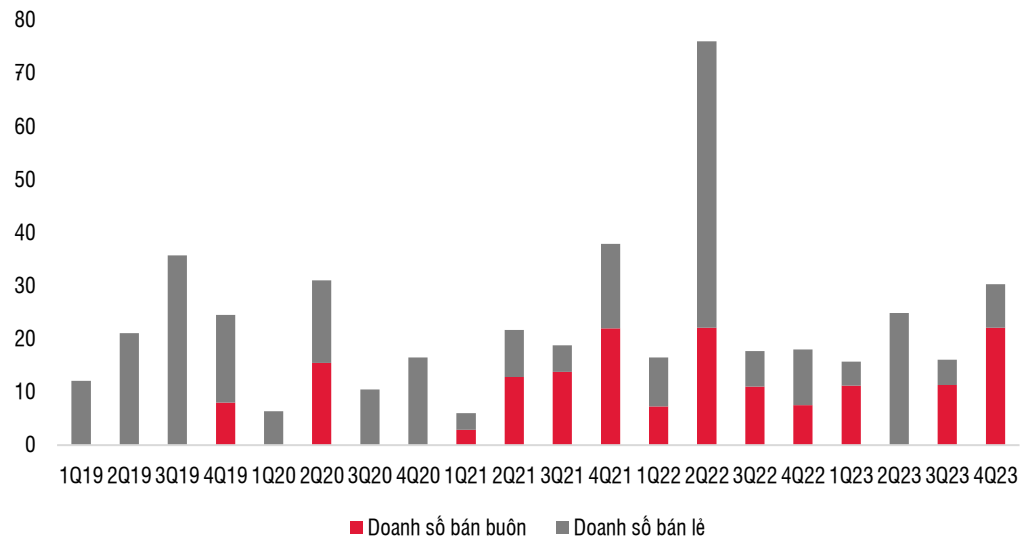
Luận điểm đầu tư: Với mức giá hiện tại là 44.150 đồng/cổ phiếu, VHM giao dịch ở mức P/E 2024 là 7,1x và P/B 2024 là 0,9x - thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành trong khu vực và trong nước. Với vị thế dẫn đầu thị trường bất động sản cả nước, chúng tôi cho rằng Vinhomes hoàn toàn có thể so sánh được với các chủ đầu tư trong khu vực. Với mức P/E trung bình của một số chủ đầu tư trong khu vực là 14,9x và P/B là 1,3x, chúng tôi đưa ra mức định giá đối với cổ phiếu VHM là 63.900 đồng/cổ phiếu và 92.900 đồng/cổ phiếu. Ngoài ra, dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra mức định giá đối với cổ phiếu VHM là 60.400 đồng/cổ phiếu. Kết hợp cả hai phương pháp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho VHM là **69.400 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là 57,2% so với giá thị trường hiện tại.

Rủi ro đầu tư: Với vai trò là công ty dẫn đầu thị trường bất động sản Việt Nam, Vinhomes có thể phải chịu những rủi ro chung của ngành, như chu kỳ đi xuống của ngành bất động sản trong giai đoạn 2022-2023 và chậm cấp phép các dự án mới.

Khi tính đến những rủi ro lớn mà Vinhomes đang phải đối mặt, bao gồm cả rủi ro ngành, chúng tôi hiện có khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu trong 1 năm nhưng vẫn khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** với kỳ hạn đầu tư 3 năm với mức tiềm năng tăng giá cao là 57,2%.

Nhìn lại năm 2023: Doanh số bán lẻ lớn giúp loại bỏ tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của thị trường bất động sản

- Trong năm 2023, mặc dù thị trường yếu ảnh hưởng đến việc bán hàng, doanh số bán hàng của VHM vẫn đạt giá trị đáng khích lệ với 87 nghìn tỷ đồng (giảm 32% svck). Trong đó, 51% tổng doanh số bán hàng đến từ 2 đại dự án là Vinhomes Ocean Park 2 & 3, tương đương 44,37 nghìn tỷ đồng và 12% đến từ các đại dự án khác như Ocean Park 1, Smart City Hà Nội & Grand Park TP. HCM. Phần doanh số bán hàng còn lại trong năm là 33,06 nghìn tỷ đồng đến từ các dự án khác của Vinhomes.
- Doanh số bán lẻ đạt 42,6 nghìn tỷ đồng (giảm 47% svck) do tâm lý bị ảnh hưởng nặng nề bởi lãi suất cho vay mua nhà cao, tăng trưởng kinh tế yếu, khách hàng mất niềm tin vào thị trường bất động sản... Tuy nhiên, thị trường bất động sản vẫn hấp dẫn đối với chủ đầu tư thứ cấp, khi giá trị bán lẻ lớn đạt 44,4 nghìn tỷ đồng, chỉ giảm 7% svck trong năm 2023.
- Sau khi ghi nhận thành công trong năm 2023 với 89,7 nghìn tỷ đồng doanh thu bất động sản, giá trị doanh số chưa ghi nhận đến cuối năm 2023 đạt 99,7 nghìn tỷ đồng (giảm 7% svck), điều này vẫn có thể giúp VHM đảm bảo các chỉ tiêu kinh doanh ổn định trong năm 2024 trước khi thị trường bất động sản hồi phục.

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

Nguồn: VHM, SSI Research

KQKD Q4/2023

Tỷ đồng	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							4Q23	4Q22	3Q23	2022
Doanh thu thuần	8.698	31.194	-72,1%	32.724	-73,4%					
Lợi nhuận gộp	882	15.514	-94,3%	14.957	-94,1%		10,1%	49,7%	45,7%	49,2%
Lợi nhuận hoạt động	5.029	12.093	-58,4%	15.244	-67,0%		57,8%	38,8%	46,6%	59,7%
EBIT	2.337	12.748	-81,7%	14.923	-84,3%		26,9%	40,9%	45,6%	65,3%
EBITDA	2.337	13.965	-83,3%	14.923	-84,3%		26,9%	44,8%	45,6%	67,2%
LNTT	1.323	12.449	-89,4%	14.206	-90,7%		15,2%	39,9%	43,4%	61,9%
LNST	891	9.113	-90,2%	10.724	-91,7%	112%	10,2%	29,2%	32,8%	46,7%
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	826	9.130	-91,0%	10.695	-92,3%		9,5%	29,3%	32,7%	46,2%

Nguồn: VHM, SSI Research

- Trong Q4/2023, doanh thu thuần hợp nhất đạt 8,7 nghìn tỷ đồng (giảm 72,1% svck & giảm 73,4% so với quý trước) và LNST đạt 891 tỷ đồng (giảm 91,0% svck & giảm 92,3% so với quý trước). Kết quả này là do (i) doanh số bán bất động sản tồn kho trong Q4/2023 thấp hơn với chỉ 3,9 nghìn tỷ đồng so với 28,7 nghìn tỷ đồng trong Q4/2022 và 28,9 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023 do phần lớn diện tích đã bán dự án Vinhomes Ocean Park 2 (OCP 2) được bàn giao trong các quý trước trong khi Vinhomes Ocean Park 3 vẫn đang trong quá trình xây dựng, ii) lợi nhuận gộp thấp hơn do tỷ trọng các căn được bàn giao theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) cao hơn, theo đó VHM chia lợi nhuận cho đối tác BCC và (iii) phân bổ chi phí một lần cho sản phẩm đã bán với 882 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong Q4/2023 (giảm 94,2% svck & giảm 94,1% so với quý trước).

- Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 10,1% trong Q4/2023 so với 48,4% trong Q4/2022. Nguyên nhân chủ yếu là do việc bàn giao căn thấp tầng tại Vinhomes OCP 2 đã bán và thuộc Hợp đồng BCC, theo đó, Vinhomes phải chia sẻ lợi nhuận với các đối tác BCC và phân bổ chi phí một lần cho các sản phẩm đã bán trước đó. Nếu loại trừ việc phân bổ như vậy thì biên lợi nhuận gộp Q4/2023 sẽ đạt 25%.
- Lũy kế cả năm 2023, doanh thu thuần đạt 103,6 nghìn tỷ đồng (tăng 66,0% svck) và LNST đạt 33,4 nghìn tỷ đồng (tăng 15,7% svck), hoàn thành lần lượt 103% và 112% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận ròng cả năm của công ty.

Tích cực mở rộng quỹ đất

- Vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024, Vinhomes và các công ty thành viên đã nộp đơn và nhận được các phê duyệt ban đầu đối với các dự án mới tại các thành phố cấp 2 như Hải Phòng, tỉnh Long An, tỉnh Khánh Hòa cũng như tỉnh Tuyên Quang. Nếu nhận được phê duyệt toàn bộ, Vinhomes sẽ bổ sung thêm hơn 2.180 ha vào quỹ đất, giữ vững vị trí dẫn đầu thị trường bất động sản cả nước.

Bảng 2: Tiềm năng các dự án mới của VHM

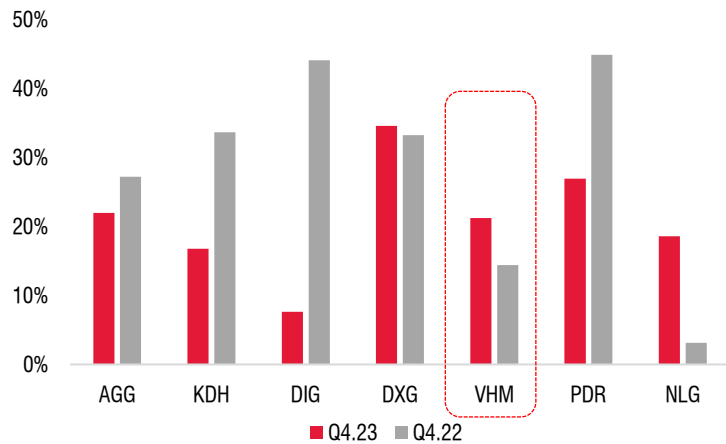
STT	Tên dự án	Tỉnh/TP	Quy mô (nghìn m ²)	Loại hình phát triển	Thời gian dự kiến mở bán
1	Vinhomes Dương Kinh	Hải Phòng	2.406	Biệt thự, Nhà phố, Chung cư, Nhà ở xã hội Happy Home	2025
2	Vinhomes Hậu Nghĩa	Long An	1.972	Biệt thự, Nhà phố, Chung cư, Nhà ở xã hội Happy Home	2025
3	Vinhomes Phước Vĩnh Tây	Long An	10.900	Biệt thự, Nhà phố, Nhà ở xã hội Happy Home	N/A
4	Happy Home Trảng Cát	Hải Phòng	280	Nhà phố, Nhà ở xã hội Happy Home	2024
5	Happy Home Cam Ranh	Khánh Hòa	876	Biệt thự, Nhà phố, Nhà ở xã hội Happy Home	2024
6	Vinhomes Tuyên Quang	Tuyên Quang	5.402	N/A	N/A
Tổng cộng			21.836		

Nguồn: SSI Research tổng hợp

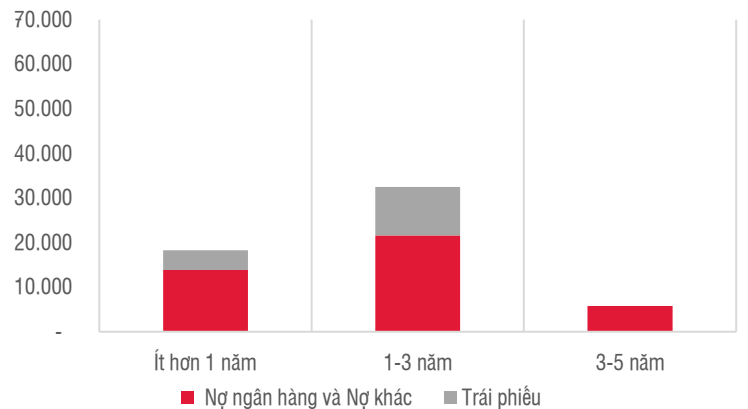
Tình hình tài chính: Vị thế nợ tăng lên nhưng đòn bẩy vẫn thấp

- Tính đến cuối năm 2023, VHM có tổng 56,7 nghìn tỷ đồng nợ vay (tăng 57% svck & tăng 31% so với quý trước), trong đó 18,3 nghìn tỷ đồng là nợ ngắn hạn. Vay ngân hàng chiếm 54,3% tổng nợ, trong đó vay ngắn hạn 11,45 nghìn tỷ đồng chủ yếu được sử dụng để tài trợ chi phí xây dựng, có khả năng vay và trả trong hạn mức tín dụng và được tiếp tục gia hạn liên tục. Kỳ hạn nợ trung bình vào cuối Q4/2023 là 1,7 năm, tương tự như Q4/2022. Lãi suất cho vay trung bình tăng từ 9,11%/năm trong Q4/2022 lên 10,2%/năm trong Q4/2023, cho thấy VHM có dư địa để hạ lãi suất vay ở mức thời điểm lãi suất huy động có xu hướng giảm kể từ nửa cuối năm 2023.
- Mặc dù dư nợ tính đến tháng 12/2023 tăng lên, Vinhomes vẫn giữ được vị thế tốt với tỷ lệ nợ ròng là 21,2% tính đến cuối Q4/2023 khi so sánh với các chủ đầu tư niêm yết khác. Chúng tôi được biết Vinhomes đã đầu tư giải phóng mặt bằng và triển khai cùng Vingroup tại các dự án lớn như Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Long Beach Cần Giờ..., do đó, khi các dự án này được mở bán, công ty cũng sẽ có vị thế nợ tốt hơn.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của các chủ đầu tư niêm yết



Biểu đồ 4: Cơ cấu nợ tính đến ngày 31/12/2023

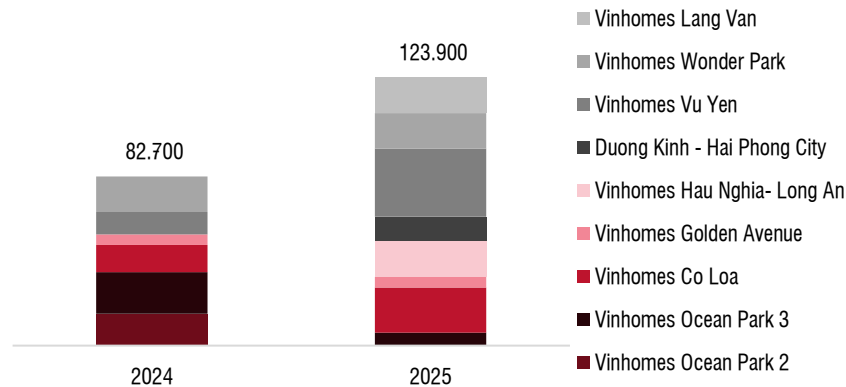


Nguồn: VHM, SSI Research

Triển vọng

Chúng tôi cho rằng với tư cách là chủ đầu tư bất động sản hàng đầu cả nước với năng lực triển khai tốt và quỹ đất đủ để phát triển dài hạn, Vinhomes sẽ tiếp tục là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ các động lực sau:

- (i) Đô thị hóa ngày càng cao;
 - (ii) Cơ sở hạ tầng tiếp tục được cải thiện sẽ có tác động tích cực đến việc giá trị quỹ đất của Công ty;
 - (iii) Nhu cầu nhà ở vẫn rất lớn với ước tính 690.000 căn, vượt quá nguồn cung trong giai đoạn 2023-2025 (theo Savills).
- Do đó, xét về doanh số bán hàng trong các năm tiếp theo, chúng tôi ước tính Vinhomes có thể sẽ mở bán một số dự án và đạt tổng giá trị hợp đồng là 206,6 nghìn tỷ đồng (tương đương 8,4 tỷ USD) cho giai đoạn 2024 – 2025, với giả định kế hoạch mở bán như dưới đây.

Biểu đồ 5: Doanh số bán hàng ước tính trong năm 2024-2025 (tỷ đồng)

Nguồn: SSI Research ước tính

- Giữa tháng 3/2024, VHM đã mở bán dự án Vinhomes Vũ Yên với tên gọi chính thức là Vinhomes Royal Island. Dự án có tổng diện tích đất là 877 ha, trong đó 136,2 ha đất ở thương phẩm và 97,8 ha đất dịch vụ & giải trí.
- Đối với năm 2024, cùng với Vinhomes Vũ Yên vừa mới mở bán vào giữa tháng 3/2024, chúng tôi kỳ vọng Vinhomes có thể mở bán thêm hai dự án mới là Vinhomes Cổ Loa- Hà Nội và Vinhomes Wonder Park- Hà Nội, ước tính sẽ mang lại doanh số bán hàng tiếp nối sau khi bán hết hàng tồn kho tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST thuộc cổ đông Công ty mẹ cho năm 2024 lần lượt là 92,4 nghìn tỷ đồng (giảm 10,8% svck) và 27,1 nghìn tỷ đồng (giảm 18,7% svck) vì doanh số bán hàng năm 2023 thấp hơn nhiều so với năm 2022 (doanh số bán hàng đạt 87 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 so với 128,2 tỷ đồng trong năm 2022).

Định giá và luận điểm đầu tư

Phương pháp RNAV

Chúng tôi cho rằng việc sử dụng RNAV là một phương pháp định giá đáng tin cậy để ước tính giá trị hợp lý cho Vinhomes do phần lớn danh mục đầu tư hiện đang được phát triển.

Theo đó, đối với các dự án để bán hoặc các dự án sẽ mở bán trong 1-3 năm tới, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với WACC là 10,7%, trong đó dòng tiền trả góp của người mua đóng vai trò là dòng tiền vào và dòng tiền ra bao gồm ước tính chi phí đất và xây dựng, chi phí liên quan đến bán hàng và chi phí thuế. Đối với những dự án mà chúng tôi không thể dự báo dòng tiền do dự án không có mốc thời gian phát triển thì chúng tôi sẽ căn cứ vào chi phí trên báo cáo tài chính gần nhất, tức là ngày 31/12/2023.

STT	Tên dự án	PP định giá	NPV	Chiết khấu	NPV điều chỉnh
1	Vinhomes OCP2	DCF	3.191	0%	3.191
2	Vinhomes OCP3	DCF	6.757	0%	6.757
3	Vinhomes Vũ Yên	DCF	51.636	30%	36.145
4	Vinhomes Làng Vân	DCF	37.564	30%	26.295
5	Vinhomes Wonder Park	DCF	20.480	20%	16.384
6	Vinhomes Cổ Loa	DCF	13.341	15%	11.340
7	Vinhomes Hạ Long Xanh	DCF	262.347	50%	131.173
8	Vinhomes Berjaya	BV	17.239	0%	17.239
9	Vinhomes Golden Avenue	DCF	6.623	20%	5.299
10	Vinhomes Long Beach Cần Giờ	BV	13.507	0%	13.507
11	Vinhomes Sky Park	DCF	869	0%	869
12	Vinhomes Hậu Nghĩa - Long An	DCF	13.367	20%	9.357
13	Bất động sản đầu tư	BV	17.932	0%	17.932
Giá trị tài sản gộp		Tỷ đồng	476.928		305.283
	(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ đồng			17.937
	(-) Tổng nợ	Tỷ đồng			56.684
	(-) Lợi nhuận cho cổ đông thiếu số	Tỷ đồng			3.335
RNAV		Tỷ đồng			263.201
SLCP đang lưu hành					4.354.367.500
RNAV/cp					60.400

Phương pháp so sánh

Với việc Công ty Cổ phần Vinhomes được coi là chủ đầu tư bất động sản hàng đầu cả nước, chúng tôi cho rằng Vinhomes có thể sánh ngang với các chủ đầu tư niêm yết trong khối các nước ASEAN và Trung Quốc.

STT	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B
1	Ayala Corp	Philippines	7.830	9,9	1,1
2	Asset World Corp PCL	Thái Lan	3.743	45,8	1,5
3	Land & Houses PCL	Thái Lan	2.757	12,7	2
4	Central Pattana PCL	Thái Lan	8.523	19,6	3,4
5	Sunway Bhd	Malaysia	2.796	17,1	1,2
6	Longfor Group Holdings Ltd	Trung Quốc	9.366	3,0	0,4
				14,9	1,3

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Chúng tôi ước tính LNST thuộc cổ đông Công ty mẹ 2024 là 27,1 nghìn tỷ đồng, EPS dự phóng năm 2024 của Vinhomes tương đương 6.234 đồng/cổ phiếu và giá trị sổ sách tương đương 47.411 đồng/cổ phiếu. Áp dụng mức định giá trung bình các chủ đầu tư trong khu vực với P/E là 14,9x và P/B là 1,3x như đã đề cập ở trên, chúng tôi đưa ra mức định giá cho cổ phiếu Vinhomes trong khoảng từ 63.900 đồng/cổ phiếu đến 92.900 đồng/cổ phiếu.

Chỉ tiêu	2024F	PE/PB mục tiêu	Expected price
EPS (VND)	6.234	14,9	92.900
BVPS (VND)	47.411	1,3	63.900

Kết hợp với phương pháp RNAV với tỷ trọng 50% và 50% tỷ trọng còn lại cho phương pháp so sánh, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu VHM là 69.400 đồng/cp:

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị	Giá mục tiêu
RNAV	50%	60.400	30.200
PE	25%	92.900	23.200
PB	25%	63.900	16.000
Giá mục tiêu			69.400

Luận điểm đầu tư

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá VHM có vị thế dẫn đầu trên thị trường bất động sản cả nước, thể hiện qua quỹ đất lớn cũng như thị phần vượt trội. Hơn nữa, với kinh nghiệm chuyên môn trong việc thực hiện gia tăng quỹ đất, phát triển dự án và thực hiện bán hàng cũng đã giúp Công ty rút ngắn thời gian phát triển và dòng tiền hoạt động tích cực. Điều này được thể hiện qua hiệu quả bán hàng mạnh trong vài năm qua.

Gần đây, Quốc hội vừa thông qua 3 Luật mới liên quan đến thị trường bất động sản, theo đó chúng tôi cho rằng Vinhomes sẽ được hưởng lợi từ những Luật mới này nhờ khả năng phát triển mạnh và tình hình tài chính tốt để phát triển các dự án mới theo quy định mới.

Tuy nhiên, với tư cách là chủ đầu tư bất động sản hàng đầu cả nước, Vinhomes có thể bị ảnh hưởng bởi hai rủi ro chính như: i) chu kỳ giảm của ngành bất động sản như trong giai đoạn 2022-2023 và ii) chậm cấp phép dự án mới.

Khi tính đến những rủi ro lớn mà Vinhomes đang phải đối mặt, bao gồm cả rủi ro ngành, chúng tôi hiện có khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu trong 1 năm nhưng vẫn khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** với kỳ hạn đầu tư 3 năm với mức tiềm năng tăng giá cao là 57,2%.

Quan điểm ngắn hạn: TRUNG LẬP

- Việc nhận được phê duyệt một số dự án lớn tại Hà Nội như Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Wonder Park có thể hỗ trợ doanh số bán hàng của VHM vào năm 2024.
- Tăng trưởng lợi nhuận trong nửa đầu năm 2024 so với cùng kỳ có thể chậm lại do kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2023 có mức nền so sánh cao nhờ ghi nhận doanh số bán hàng của hai đại dự án tại Hà Nội là Vinhomes Ocean Park 2 và 3.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	4.824	10.817	14.103	3.734
+ Đầu tư ngắn hạn	4.781	6.297	3.834	3.834
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	37.929	96.209	132.871	125.945
+ Hàng tồn kho	28.543	64.362	55.318	56.984
+ Tài sản ngắn hạn khác	15.140	18.851	36.215	36.690
Tổng tài sản ngắn hạn	91.217	196.535	242.341	227.187
+ Các khoản phải thu dài hạn	14.955	22.797	33.800	38.932
+ GTCL Tài sản cố định	7.456	9.340	11.671	11.725
+ Bất động sản đầu tư	11.973	15.524	17.037	16.919
+ Tài sản dài hạn dở dang	44.697	50.683	60.790	60.790
+ Đầu tư dài hạn	10.952	7.491	7.760	7.760
+ Tài sản dài hạn khác	49.169	59.442	71.231	69.368
Tổng tài sản dài hạn	139.201	165.277	202.290	205.495
Tổng tài sản	230.418	361.813	444.631	432.682
+ Nợ ngắn hạn	75.082	187.762	211.073	179.435
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>251</i>	<i>15.330</i>	<i>18.290</i>	<i>16.743</i>
+ Nợ dài hạn	23.637	25.528	50.921	45.728
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>19.668</i>	<i>20.876</i>	<i>38.394</i>	<i>38.076</i>
Tổng nợ phải trả	98.719	213.291	261.994	225.163
+ Vốn góp	43.544	43.544	43.544	43.544
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.260	1.260	1.260	1.260
+ Lợi nhuận chưa phân phối	83.050	99.934	133.392	160.537
+ Quỹ khác	3.845	3.785	4.441	4.715
Vốn chủ sở hữu	131.699	148.522	182.636	210.056
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	230.418	361.813	444.631	432.682
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	13.278	31.520	1.517	-5.005
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-18.463	-26.829	-18.632	-3.500
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-3.705	1.500	20.401	-1.864
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-8.890	6.191	3.286	-10.369
Tiền đầu kỳ	13.714	4.626	10.817	14.103
Tiền cuối kỳ	4.824	10.817	14.103	3.734
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,21	1,05	1,15	1,27
Hệ số thanh toán nhanh	0,63	0,6	0,71	0,74
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,13	0,09	0,08	0,04
Nợ ròng / EBITDA	0,26	0,48	0,71	1,19
Khả năng thanh toán lãi vay	21,52	19,62	15,19	13
Ngày phải thu	55,6	88,5	60,9	76,4
Ngày phải trả	120	159,2	95,4	132,6
Ngày tồn kho	357,4	534,9	321,9	396
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,57	0,41	0,41	0,48
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,43	0,59	0,59	0,52
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,75	1,44	1,43	1,07
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,15	0,24	0,31	0,26
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0	0,1	0,1	0,08

Nguồn: VHM, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	84.986	62.393	103.557	92.417
Giá vốn hàng bán	-36.526	-31.696	-67.850	-51.761
Lợi nhuận gộp	48.460	30.696	35.707	40.657
Doanh thu hoạt động tài chính	7.995	16.690	19.954	7.165
Chi phí tài chính	-2.786	-4.394	-3.870	-2.952
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.289	-2.432	-3.663	-4.621
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-3.769	-2.644	-4.093	-4.159
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	47.665	37.973	44.045	36.100
Thu nhập khác	518	670	-735	-686
Lợi nhuận trước thuế	48.183	38.643	43.310	35.414
Lợi nhuận ròng	38.948	29.162	33.533	27.419
Lợi nhuận chia cho cổ đông	38.825	28.831	33.371	27.145
Lợi ích của cổ đông thiểu số	124	331	161	274
EPS cơ bản (VND)	8.916	6.621	7.664	6.234
Giá trị sổ sách (VND)	29.484	33.349	41.177	47.411
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.500	0	0	0
EBIT	50.531	40.718	46.363	38.366
EBITDA	51.602	41.935	47.799	39.394
Tăng trưởng				
Doanh thu	18,8%	-26,6%	66,0%	-10,8%
EBITDA	28,8%	-18,7%	14,0%	-17,6%
EBIT	27,9%	-19,4%	13,9%	-17,2%
Lợi nhuận ròng	38,1%	-25,1%	15,0%	-18,2%
Vốn chủ sở hữu	47,8%	12,8%	23,0%	15,0%
Vốn điều lệ	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	7,0%	57,0%	22,9%	-2,7%
Định giá				
PE	9,2	7,2	5,6	7,1
PB	2,8	1,4	1	0,9
Giá/Doanh thu	4,2	3,3	1,8	2,1
Tỷ suất cổ tức	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	7,1	5,4	5,2	5,9
EV/Doanh thu	4,3	3,7	2,4	2,5
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	57,0%	49,2%	34,5%	44,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	56,8%	59,7%	42,8%	40,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	45,8%	46,7%	32,4%	29,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,7%	3,9%	3,5%	5,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,4%	4,2%	4,0%	4,5%
ROE	35,3%	20,8%	20,3%	14,0%
ROA	17,5%	9,8%	8,3%	6,3%
ROIC	30,7%	18,3%	16,9%	11,8%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

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

KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

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

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

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

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành bất động sản

Trịnh Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích

tuanta2@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8701

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baongq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043