

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

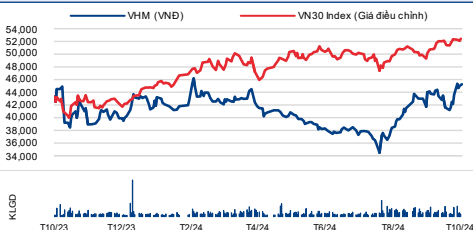
Giá mục tiêu: VNĐ52,200 (từ VNĐ47,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/10/2024)	45,250
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-46,150
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,070
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	197,035
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,830
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,354
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,134
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,524
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.0%
Tỷ lệ freefloat	18.6%
Cổ đông lớn	Vingroup (69.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.08	20.8	4.50
So với chỉ số	(0.84)	15.8	(13.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	7,056	7,730	(8.7)
2025F	7,919	8,821	(10.2)
2026F	8,108	9,094	(10.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vinhomes, một công ty con của Vingroup, là công ty phát triển bất động sản nhà ở lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng 25-32% dự báo lợi nhuận, tăng 10% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VHM nhưng tăng 10% giá mục tiêu lên 52.200đ, chủ yếu là do tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.
- Chúng tôi tăng 25-32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do tăng dự báo doanh số bán nhà (tăng 10-66%) cho năm 2024-2025 (giảm 11% dự báo doanh số bán nhà năm 2026). Dự án Vinhomes Royal Island và Vinhomes Global Gate dự kiến sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh số bán nhà trong giai đoạn này. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 2,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 21% trong 3 tháng qua, VHM vẫn được định giá rẻ và đang giao dịch ở mức chiết khấu 52,3% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 48%. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15%.

Sự kiện: Cập nhật sau chuyến đi thực địa

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận và định giá đối với VHM sau cuộc họp gần đây với BLĐ cũng như chuyến đi thực địa đến dự án Vinhomes Royal Island và Vinhomes Global Gate vào đầu tháng 10/2024. Nhìn chung, doanh số bán nhà và tiến độ xây dựng của 2 dự án đều có triển vọng hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.

Trong khi đó, VHM vừa công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ từ ngày 23/10/2024 đến ngày 21/11/2024.

Tác động: Tăng 25-32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 25-32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do tăng dự báo doanh số bán nhà (tăng 10-66%) cho năm 2024-2025. Dự án Vinhomes Royal Island đang đẩy mạnh công tác bán hàng, xây dựng, và bàn giao nhà, trong khi đó dự án Vinhomes Global Gate đang chuẩn bị mở bán giai đoạn đầu cho khách hàng cá nhân trong quý này. Những dự án này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán nhà trong năm 2024-2025, cũng như lợi nhuận trong giai đoạn 2024-2026.

Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 9-11% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy EPS tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 2,1%.

Định giá và khuyến nghị

HSC điều chỉnh tăng 10% ước tính RNAV và giá mục tiêu đối với VHM lần lượt lên 94.800đ và 52.200đ, chủ yếu do tăng dự báo doanh số bán nhà và dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu so với RNAV giá định là 45%, phù hợp với mức chiết khấu so với RNAV bình quân của VHM ở mức 48% trong 3 năm qua.

Mặc dù thừa nhận rằng VHM vẫn là nhà phát triển BĐS dẫn đầu của cả nước, với quỹ đất lớn, năng lực triển khai dự án tốt, nhưng rủi ro về dòng tiền liên quan đến công ty mẹ Vingroup (VIC; Nắm giữ, giá mục tiêu: 40.500đ) (liên quan đến hoạt động đầu tư sản xuất xe điện) đòi hỏi mức độ thận trọng cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng cổ phiếu đang được định giá rẻ – giao dịch ở mức chiết khấu 52,3% (so với mức chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 48%). Chúng tôi cho rằng bất kỳ sự cải thiện nào liên quan đến rủi ro của VIC đều có thể giúp VHM được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	38,382	42,052	35,211 ▲	41,047 ▲	43,642 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	28,831	33,371	30,726 ▲	34,483 ▲	35,307 ▲
EPS ĐC (đồng)	6,634	7,666	7,056 ▲	7,919 ▲	8,108 ▲
DPS (đồng)	2,000	0	0	0	0
BVPS (đồng)	33,349	41,177	48,234	56,153 ▲	64,261 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.80	5.70	7.05	5.88	5.46
P/E ĐC (lần)	6.82	5.90	6.41	5.71	5.58
Lợi suất cổ tức (%)	4.42	0	0	0	0
P/B (lần)	1.36	1.10	0.94	0.81	0.70
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(26.6)	15.6	(7.96)	12.2	2.39
ROAE (%)	21.4	20.6	15.8	15.2	13.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng tốc xây dựng và bàn giao; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Doanh số bán nhà từ dự án Royal Island của VHM tăng mạnh trong năm nay (42 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024); chúng tôi kỳ vọng khoản tiền này sẽ được chuyển thành lợi nhuận tích cực trong năm 2024-2025. Trong khi đó, đại dự án Vinhomes Global Gate (385 ha, Hà Nội) của Công ty đang có tiến triển rất tốt và dự kiến sẽ mở bán cho nhà đầu tư cá nhân trong vài tháng tới. Dựa trên những diễn biến tích cực hơn dự báo, HSC tăng 10-66% dự báo doanh số bán nhà năm 2024-2025 (mặc dù giảm 11% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2026) và tăng 25-32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Cổ phiếu VHM đang được định giá rẻ và đang được giao dịch ở mức chiết khấu 52,3% so với RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 48%. Tuy nhiên, rủi ro tiềm ẩn về dòng tiền tại công ty mẹ của VHM cho thấy NĐT cần phải thận trọng hơn mức bình thường. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Đẩy nhanh tiến độ mở bán, xây dựng, bàn giao, và thu tiền tại các dự án trọng điểm

Chúng tôi đã có chuyến tham quan thực địa đến văn phòng của VHM và các dự án trọng điểm vào đầu tháng 10/2024. Chúng tôi tóm tắt tình hình triển khai các dự án trọng điểm như sau:

Vinhomes Royal Island (877 ha, đảo Vũ Yên, Hải Phòng): Dự án có tiến độ phát triển nhanh hơn chúng tôi mong đợi, với doanh số bán nhà cao (41,8 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, đóng góp 81% tổng doanh số bán nhà trong nửa đầu năm 2024) và công tác xây dựng cũng được triển khai nhanh chóng. Cho đến nay, dự án này đã bán được khoảng 75% cả về bán lẻ và bán buôn (thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh).

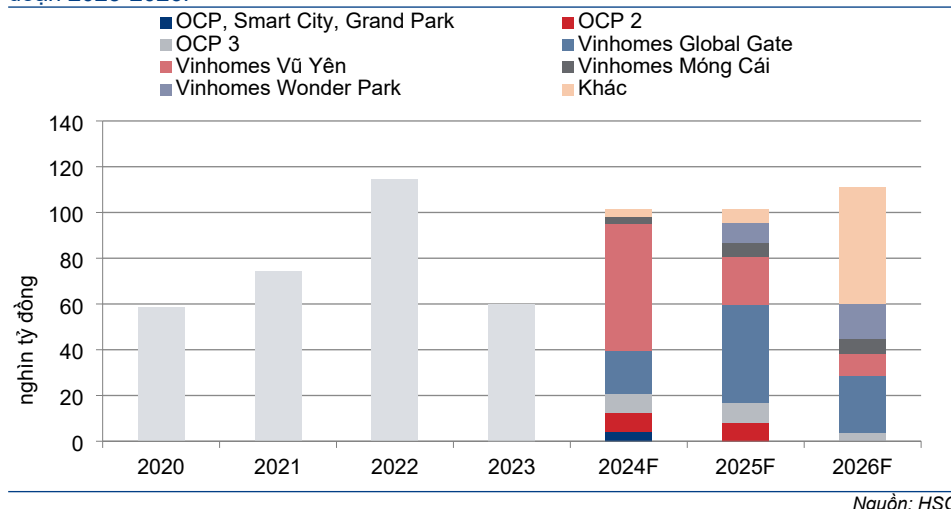
Về mặt lợi nhuận, VHM đã bàn giao một phần trong hợp đồng bán buôn trong nửa đầu năm 2024 (doanh thu 11,1 nghìn tỷ đồng – nhưng không hợp nhất doanh thu này vào BCTC của Công ty, chỉ ghi nhận là lợi nhuận tài chính, nguồn đóng góp chính tạo ra 6,5 nghìn tỷ đồng lợi nhuận tài chính trong nửa đầu năm 2024). VHM đã đẩy mạnh hoạt động bàn giao dự án này từ Q3/2024 và đây sẽ là nguồn đóng góp chính cho dòng tiền và lợi nhuận trong năm 2024-2025.

Vinhomes Global Gate (385 ha, Cổ Loa, Đông Anh, Hà Nội): Vào cuối Q3/2024, VHM đã thanh toán một khoản tiền sử dụng đất lớn (HSC ước tính khoảng 22-25 nghìn tỷ đồng) và đẩy mạnh công tác xây dựng hạ tầng cho dự án. Dự án đã mở đặt chỗ kể từ tháng 9/2024 và kỳ vọng sẽ chính thức mở bán trong vài tháng tới. Trong khi đó, VHM đang đàm phán giai đoạn cuối cho một số thương vụ bán buôn tại dự án này.

Công ty đưa ra giá bán căn hộ thấp tầng ở mức 250-300 triệu đồng/m², thiết lập mặt bằng giá sơ cấp mới tại thị trường Hà Nội. Giá bán này tương đương với mức giá thứ cấp tại dự án Vinhomes Riverside (281 ha, Long Biên, Hà Nội, mở bán năm 2011) và cao hơn 45% so với giá bán thứ cấp tại dự án Vinhomes Ocean Park (420 ha, mở bán năm 2018), và cao hơn 60% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Theo khảo sát của chúng tôi, Công ty có hơn 1.000 lượt đặt chỗ không hoàn lại (500 triệu đồng/suất) cho các căn hộ thấp tầng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán, tăng 60% giả định giá lên bình quân 275 triệu đồng/m².

Biểu đồ 1: Dự báo doanh thu bán nhà, VHM

Doanh thu bán dự án được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 22,8% trong giai đoạn 2023-2026F



Vinhomes Ocean Park 2 và 3 (tổng cộng 734 ha, Hưng Yên) đang trong giai đoạn mở bán và bàn giao (dự án OCP 2 và OCP 3 được bán ra gần 90% và 65% tổng số căn hộ và đã bàn giao 70-80% số căn hộ đã bán). Trong khi đó, dự án Vinhomes Wonder Park lùi thời gian triển khai sang năm 2025-2026 (chúng tôi hiểu rằng quỹ đất này là kết quả của hoạt động đổi hạ tầng lấy đất trong quá khứ và đã bị vướng ở khâu phê duyệt trong một vài năm).

Nhìn chung, tiến độ triển khai của 2 dự án trọng điểm Vinhomes Royal Island and Vinhomes Global Gate nhanh hơn dự báo trước đó của HSC. Chúng tôi tăng 65,5% và 10,4% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2024 và 2025 trong khi giảm 10,9% dự báo cho năm 2026 do đẩy mạnh hoạt động mở bán trong những năm trước đó. Dựa trên cơ sở đẩy nhanh tiến độ bàn giao nhà và tăng doanh số bán nhà trong năm 2024-2025, chúng tôi tăng 25-32% dự báo lợi nhuận cho năm 2026.

Hình 2: Vinhomes Royal Island (tháng 9/2024)

Đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng và giao hàng



Nguồn: HSC

Hình 3: Vinhomes Global Gate (tháng 10/2024)

Đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng cơ sở hạ tầng



Nguồn: HSC

Kế hoạch mua lại cổ phiếu sẽ được triển khai trong vài tuần tới

VHM đã nhận được phê duyệt từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước để tiến hành mua lại 370 triệu cổ phiếu quỹ (khoảng 8,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) vào ngày 11/10/2024 và Công ty đã công bố triển khai kế hoạch mua lại từ ngày 23/10/2024 đến ngày 21/10/2024.

Giá cổ phiếu mua lại và khối lượng giao dịch sẽ được thực hiện theo Thông tư 120/2020:

Giá mua lại $\leq$ giá tham chiếu + (giá tham chiếu $\times$ 50% giới hạn biến động giá của cổ phiếu)

Khối lượng cổ phiếu được mua lại: Trong mỗi ngày giao dịch, tổng khối lượng cổ phiếu được mua tối thiểu là 3% nhưng không vượt quá 10% khối lượng giao dịch đã đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Sử dụng mức giá đóng cửa ngày 16/10/2024, HSC ước tính tổng số tiền cần thiết để mua lại toàn bộ số cổ phiếu trên là 16,7 nghìn tỷ đồng. Nguồn tiền để thực hiện giao dịch trên có thể đến từ tiền mặt và các khoản tương đương tiền hiện tại là 21 nghìn tỷ đồng (cuối Q2/2024) và tiền thu được từ việc bán giao dự án OCP 2 & 3 và các căn hộ Vinhomes Royal Island trong Q3/2024 và các hợp đồng bán sỉ.

Nếu VHM mua lại thành công 370 triệu cổ phiếu, chúng tôi sẽ tăng 8,5% dự báo EPS mỗi năm cho năm 2024-2025. Trong khi đó, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của VHM sẽ tăng/giảm nếu giá mua lại thấp hơn/cao hơn giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu hiện tại (44.155đ/cp tại thời điểm cuối Q2/2024). Chúng tôi nhận thấy rằng việc mua lại cổ phiếu quỹ, nếu được triển khai thành công, sẽ cải thiện đáng kể tâm lý nhà đầu tư đối với cổ phiếu.

Dự báo lợi nhuận: Tăng 25-32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 26,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 30,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do tăng giả định bàn giao nhà tại dự án Vinhomes Royal Island. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giảm 7,9% và 9,9% so với cùng kỳ năm 2023. Chúng tôi dự báo mức tăng lợi nhuận không thường xuyên trong nửa đầu năm 2024 sẽ bù trừ cho các khoản lỗ thuần không thường xuyên 159 tỷ đồng được ghi nhận trong nửa đầu năm 2024. Chúng tôi dự báo không có khoản mục không thường xuyên nào trong năm 2025-2026.

Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 8,6% dự báo doanh thu năm 2024 xuống còn 104 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 0,4%, do chúng tôi điều chỉnh phương pháp ghi nhận doanh thu bán sỉ tại dự án Vinhomes Royal Island (chỉ ghi nhận doanh thu HĐ tài chính).

Chúng tôi cũng tăng lần lượt 32,1% và 25,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 34,5 nghìn tỷ đồng và 35,3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà cho năm 2024-2025. Dự án Vinhomes Royal Island và Vinhomes Global Gate dự kiến sẽ là nguồn đóng góp lợi nhuận chính cho năm 2025-2026, cùng với việc bàn giao nhà đang được triển khai tại các dự án khác như OCP 2, 3, Smart City. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng dự án Vinhomes Wonder Park sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận chung từ năm 2026.

Nhìn chung, dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 2,1%. Thông tin chi tiết được trình bày bên dưới.

Bảng 4: Dự báo mới lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 2,1% trong giai đoạn 2023-2026

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	Thay đổi so với dự báo cũ	2025F	Tăng trưởng	Thay đổi so với dự báo cũ	2026F	Tăng trưởng	Thay đổi so với dự báo cũ
Doanh thu	103,557	103,992	0.4%	-8.6%	101,890	-2.0%	-7.1%	115,307	13.2%	-3.0%
Lợi nhuận gộp	35,707	40,208	12.6%	6.0%	47,732	18.7%	15.0%	54,693	14.6%	17.4%
Lợi nhuận HĐ	44,045	40,243	-8.6%	25.9%	44,964	11.7%	32.3%	47,110	4.8%	26.4%
Thu nhập tài chính	19,954	14,436	-27.7%	66.7%	12,929	-10.4%	60.4%	9,331	-27.8%	29.3%
Lợi nhuận thuần	33,371	30,726	-7.9%	26.8%	34,483	12.2%	32.1%	35,307	2.4%	25.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(735)	-	N/m	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần KĐKD "cốt lõi"	34,107	30,726	-9.9%	26.8%	34,483	12.2%	32.1%	35,307	2.4%	25.3%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận đến cuối năm 2024, VHM

Lợi nhuận dự báo sẽ khiêm tốn trong Q3/2024 và tăng mạnh trong Q4/2024 do VHM đẩy nhanh tiến độ bàn giao Vinhomes Royal Island

Tỷ đồng	6T2024	Q3/2024	So với cùng kỳ	So với quý trước	Q4/2024	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T cuối năm 2024	So với cùng kỳ	So với nửa năm trước
Doanh thu	36,586	22,000	-32.8%	-22.5%	45,406	409.0%	106.4%	67,406	61.9%	84.2%
Lợi nhuận thuần	11,776	6,000	-43.9%	-44.9%	12,950	1108.7%	115.8%	18,950	61.1%	60.9%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(159)	80	-124.7%	-163.7%	80	-87.8%	0.0%	159	-52.1%	-200.0%
Lợi nhuận thuần KQKD "cốt lõi"	11,935	5,921	-46.3%	-46.3%	12,871	2982.5%	117.4%	18,791	64.3%	57.4%

Nguồn: HSC

Dự báo cho nửa cuối năm 2024 và Q3/2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần của VHM trong nửa cuối năm 2024 sẽ đạt 18,8 nghìn tỷ đồng, tăng 64,3% so với cùng kỳ và 57,4% so với 6T24, nhờ doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu 118,7 nghìn tỷ đồng tính đến Q2/2024.

Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo KQKD Q3/2024 khiêm tốn, với lợi nhuận thuần chỉ đạt 6 nghìn tỷ đồng (giảm 43,9% so với cùng kỳ và 44,9% so với quý trước), nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án OCP 2, 3, Smart City. Sang Q4/2024, lợi nhuận thuần tăng mạnh hơn nhiều, đạt 12,9 nghìn tỷ đồng (tăng gần 30 lần so với cùng kỳ và 117,4% so với quý trước) khi VHM đẩy mạnh hoạt động bàn giao căn hộ tại dự án Vinhomes Royal Island, chưa kể đến các dự án khác đang trong giai đoạn triển khai như OCP 2, 3, Smart City.

Định giá: Tăng 10% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 10% ước tính RNAV và giá mục tiêu đối với VHM lần lượt lên 94.800đ và 52.200đ, chủ yếu do tăng dự báo doanh số bán nhà và dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu so với RNAV giả định là 45% (không đổi), phù hợp với mức chiết khấu so với RNAV bình quân của Công ty ở mức 48% trong 3 năm qua.

Các giả định khác trong phương pháp định giá của HSC gồm:

- Đối với mảng BĐS, giá trị tài sản gộp (GAV) được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền tương lai của tất cả các dự án đang triển khai cũng như các dự án chưa triển khai.
- Đối với mảng cho thuê văn phòng, chúng tôi tính lợi nhuận thuần HĐKD của mảng này, sau đó xác định giá trị tài sản bằng cách chia lợi nhuận thuần HĐKD cho tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần. Tỷ suất chiết khấu LN thuần của chúng tôi được tính toán dựa trên các giao dịch trong quá khứ có tham khảo tỷ suất chiết khấu LN thuần bình quân trong khu vực ASEAN do CBRE tính toán. Tỷ suất chiết khấu LN thuần chúng tôi sử dụng là 8% (không đổi).
- Giả định WACC của VHM là 12,8% (không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 6: Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 7 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 8.

Bảng 6: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ lệ vốn hóa	Tỷ đồng	NAV
Cho thuê		NOI/Tỷ lệ vốn hóa	8.0%	12,029
BĐS khu dân cư		DCF		290,738
Tài sản thuần khác				157,458
Tổng giá trị tài sản				302,767
Nợ thuần				(47,700)
Giá trị tài sản thuần				255,067
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)				4,354.4
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)				94,800
Chiết khấu				45.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)				52,200

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VHM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8%	9%	10%	11%	12%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	59,100	56,600	54,000	52,200	50,200
	3.5%	57,900	55,500	53,000	51,100	49,200
	4.0%	56,600	54,300	52,200	50,200	48,300
	4.5%	55,500	53,200	51,100	49,200	47,400
	5.0%	54,300	52,200	50,200	48,300	46,600

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

Đồng					
Chiết khấu RNAV	35%	40%	45%	50%	55%
Giá mục tiêu	61,600	56,900	52,200	47,400	42,700
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	36.1%	25.8%	15.4%	4.8%	-5.6%

Nguồn: HSC

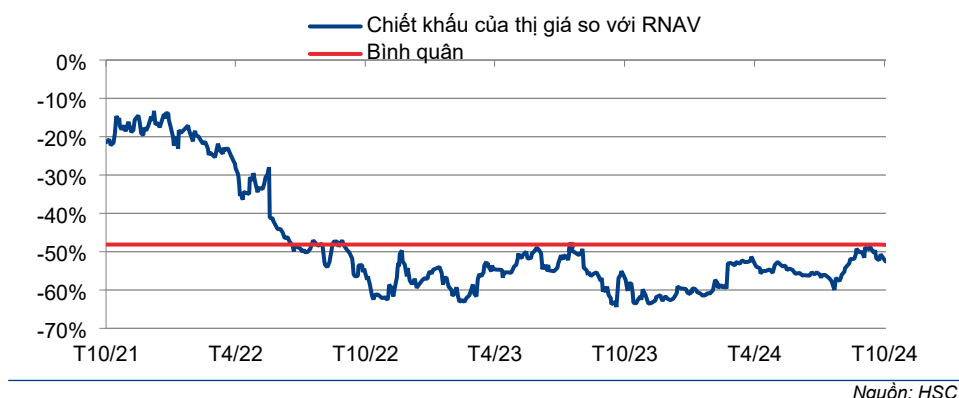
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 21% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 16%, chủ yếu nhờ tâm lý tích cực của thị trường sau khi Công ty công bố kế hoạch mua lại 370 triệu cổ phiếu quỹ (khoảng 8,5% cổ phiếu đang lưu hành) và luồng thông tin tích cực liên quan đến dự án Vinhomes Royal Island (doanh số bán nhà cao) và khởi công dự án Vinhomes Global Gate. Bất chấp những thông tin tích cực trên, giá cổ phiếu vẫn đang được định giá rẻ và đang giao dịch ở mức chiết khấu 52,3% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 48%.

VHM vẫn là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với năng lực phát triển dự án xuất sắc và quỹ đất lớn trên khắp cả nước. HSC tin rằng Công ty sẽ hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa cũng như sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam. Các yếu tố trên khiến nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng tăng trong trung và dài hạn. Chúng tôi cho rằng bất kỳ sự cải thiện nào liên quan đến rủi ro của VIC đều có thể giúp VHM được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Biểu đồ 9: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

VHM hiện giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 52,3%, so với mức bình quân 3 năm là 48%

**Rủi ro đối với luận điểm đầu tư của chúng tôi**

Rủi ro kinh doanh: Là một phần của tập đoàn của Vingroup, Vinhomes có thể chịu những rủi ro ở cấp độ tập đoàn. Chúng tôi ghi nhận có nhiều giao dịch nội bộ giữa Vinhomes và Vingroup cũng như các giao dịch với các công ty khác trong Tập đoàn. Nếu các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn gặp khó khăn về tài chính, việc trả nợ cho Vinhomes sẽ chậm trễ. Từ đó, tình hình tài chính của VHM có thể gặp khó khăn. Tuy nhiên, Vinhomes có thể trực tiếp giám sát và quản lý rủi ro này, đồng thời hằng tháng gửi báo cáo liên quan đến giao dịch nội bộ cho các thành viên HĐQT độc lập.

Đàm phán bán sỉ: Không giống như bán lẻ cho cá nhân, để có được giao dịch bán sỉ thành công, công tác đàm phán giữa các bên đóng vai trò rất quan trọng. Quá trình đàm phán kéo dài hoặc việc không đạt được thỏa thuận có thể làm giảm đáng kể dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Mặt khác, việc tăng cường bán sỉ sau khi mở bán nhiều dự án mới có thể làm tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025.

Rủi ro pháp lý: Đối với hầu hết các dự án BĐS, vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro kinh doanh chính. Bất kỳ trở ngại pháp lý nào cũng có thể kéo dài đáng kể quá trình phê duyệt và thời gian chuẩn bị cho việc mở bán dự án, từ đó ảnh hưởng đến tình trạng dòng tiền của nhà phát triển. Không có gì đáng ngạc nhiên, quy trình phê duyệt các dự án lớn thường phức tạp và tốn thời gian hơn nhiều so với các dự án nhỏ. Với quy mô của các dự án VHM, sự chậm trễ do các vấn đề pháp lý gây ra rủi ro không nhỏ đối với dự báo thu nhập của chúng tôi. Ngược lại, khi một dự án lớn được phê duyệt, hoạt động phát triển sẽ thúc đẩy tăng trưởng ổn định trong nhiều năm.

Rủi ro trong quá trình triển khai dự án: Các dự án VHM sẽ triển khai chủ yếu là các dự án lớn, trong đó có hai dự án lấn biển lớn ở Quảng Ninh và Cần Giờ. Việc phát triển các dự án lớn đòi hỏi chuyên môn cao và về bản chất những dự án này thường tiềm ẩn nhiều rủi ro khi triển khai hơn. Bất kỳ vấn đề gì xảy ra ngoài dự kiến làm gián đoạn quá trình thi công có thể dẫn đến tình trạng một lượng vốn lớn bị tắc nghẽn trong một thời gian dài. Điều này có thể ảnh hưởng xấu đến dòng tiền của Công ty. Tuy nhiên, nếu so sánh với các đối thủ cạnh tranh, VHM có chuyên môn cao hơn trong công tác quản lý các dự án lớn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	62,393	103,557	103,992	101,890	115,307
Lợi nhuận gộp	30,696	35,707	40,208	47,732	54,693
Chi phí BH&QL	(5,076)	(7,756)	(8,345)	(8,996)	(10,281)
Thu nhập khác	13,807	13,472	7,306	6,512	2,978
Chi phí khác	(2,319)	(817)	(6,055)	(6,701)	(6,633)
EBIT	37,109	40,605	33,113	38,546	40,757
Lãi vay thuần	808	3,429	7,130	6,417	6,353
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	56.4	10.7	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	670	(735)	0	0	0
LN TT	38,643	43,310	40,243	44,964	47,110
Chi phí thuế TNDN	(9,481)	(9,777)	(7,713)	(8,617)	(9,029)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(331)	(161)	(1,804)	(1,863)	(2,774)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	28,831	33,371	30,726	34,483	35,307
Lợi nhuận thuần ĐC	28,887	33,382	30,726	34,483	35,307
EBITDA ĐC	38,382	42,052	35,211	41,047	43,642
EPS (đồng)	6,621	7,664	7,056	7,919	8,108
EPS ĐC (đồng)	6,634	7,666	7,056	7,919	8,108
DPS (đồng)	2,000	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	4,354	4,354	4,354	4,354	4,354
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,354	4,354	4,354	4,354
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,354	4,354	4,354	4,354

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	10,817	14,103	24,183	28,147	30,478
Đầu tư ngắn hạn	6,297	3,834	7,668	9,201	11,042
Phải thu khách hàng	96,209	132,871	144,334	147,942	158,770
Hàng tồn kho	64,362	55,318	75,362	101,698	127,382
Các tài sản ngắn hạn khác	18,851	36,215	39,284	42,944	45,272
Tổng tài sản ngắn hạn	196,535	242,341	290,832	329,933	372,943
TSCĐ hữu hình	8,225	10,619	11,974	13,136	14,158
TSCĐ vô hình	1,115	1,052	1,096	1,107	1,126
Bất động sản đầu tư	15,524	17,037	20,714	22,906	25,304
Đầu tư dài hạn	7,344	7,573	7,573	7,573	7,573
Đầu tư vào Cty LD,LK	147	187	187	187	187
Tài sản dài hạn khác	132,923	165,822	184,623	192,146	200,557
Tổng tài sản dài hạn	165,277	202,290	226,167	237,056	248,906
Tổng cộng tài sản	361,813	444,631	516,999	566,989	621,849
Nợ ngắn hạn	15,330	18,290	31,970	30,350	32,760
Phải trả người bán	15,031	20,452	34,450	30,874	33,101
Nợ ngắn hạn khác	77,117	121,494	110,830	111,013	123,170
Tổng nợ ngắn hạn	187,762	211,073	245,864	260,980	280,661
Nợ dài hạn	20,876	38,394	43,441	41,969	39,067
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	926	1,169	1,169	1,169	1,169
Nợ dài hạn khác	1,600	8,981	8,981	8,981	8,981
Tổng nợ dài hạn	23,402	48,544	53,590	52,119	49,216
Tổng nợ phải trả	213,291	261,994	301,832	315,476	332,255
Vốn chủ sở hữu	145,213	179,302	210,028	244,511	279,818
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,309	3,335	5,139	7,002	9,776
Tổng vốn chủ sở hữu	148,522	182,636	215,167	251,513	289,594
Tổng nợ phải trả và VCSH	361,813	444,631	516,999	566,989	621,849
BVPS (đ)	33,349	41,177	48,234	56,153	64,261
Nợ thuần/(tiền mặt)	25,390	42,580	51,228	44,172	41,348

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	37,109	40,605	33,113	38,546	40,757
Khấu hao	(1,217)	(1,436)	(2,098)	(2,500)	(2,885)
Lãi vay thuần	808	3,429	7,130	6,417	6,353
Thuế TNDN đã nộp	(4,135)	(5,812)	(7,713)	(8,617)	(9,029)
Thay đổi vốn lưu động	9,598	(21,951)	(13,467)	(16,868)	(21,567)
Khác	(14,861)	(15,815)	(17,727)	(7,807)	(8,690)
LCT thuần từ HĐKD	31,004	1,517	2,360	14,455	10,988
Đầu tư TS dài hạn	(18,299)	(9,988)	(7,173)	(5,866)	(6,324)
Góp vốn & đầu tư	(54,767)	(46,176)	0	0	0
Thanh lý	38,411	28,711	(3,834)	(1,534)	(1,840)
Khác	7,826	8,821	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(26,829)	(18,632)	(11,007)	(7,400)	(8,164)
Cổ tức trả cho CSH	(9,384)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	5.70	0	0	0
Tăng/giảm nợ	11,400	20,396	18,727	(3,092)	(493)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,016	20,401	18,727	(3,092)	(493)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,626	10,817	14,103	24,183	28,147
LCT thuần trong kỳ	6,191	3,286	10,080	3,964	2,330
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	10,817	14,103	24,183	28,147	30,478
Dòng tiền tự do	12,704	(8,471)	(4,814)	8,589	4,664

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	49.2	34.5	38.7	46.8	47.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	40.6	33.9	40.3	37.8
Tỷ suất LNT (%)	46.2	32.2	29.5	33.8	30.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	24.5	22.6	19.2	19.2	19.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.6)	66.0	0.42	(2.02)	13.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(22.3)	9.56	(16.3)	16.6	6.32
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(25.7)	15.6	(7.96)	12.2	2.39
Tăng trưởng EPS (%)	(26.7)	15.7	(7.93)	12.2	2.39
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(26.6)	15.6	(7.96)	12.2	2.39
Tăng trưởng DPS (%)	33.3	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.2	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.4	20.6	15.8	15.2	13.5
ROACE (%)	22.5	19.9	13.1	13.4	12.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.21	0.26	0.22	0.19	0.19
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.84	0.04	0.07	0.38	0.27
Số ngày tồn kho	741	298	431	685	767
Số ngày phải thu	1,108	715	826	997	956
Số ngày phải trả	173	110	197	208	199
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	60.2	43.3	50.1	47.7	41.4
Nợ/tài sản (%)	27.1	20.7	25.0	25.5	23.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.56	2.18	3.68	3.53	3.35
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	1.15	1.18	1.26	1.33
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.56	2.31	2.39	2.37	2.07
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.80	5.70	7.05	5.88	5.46
P/E (lần)	6.83	5.90	6.41	5.71	5.58
P/E ĐC (lần)	6.82	5.90	6.41	5.71	5.58
P/B (lần)	1.36	1.10	0.94	0.81	0.70
Lợi suất cổ tức (%)	4.42	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn