

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

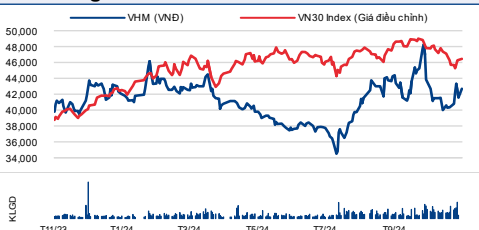
Giá mục tiêu: VNĐ44,600 (từ VNĐ52,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/11/2024)	42,700
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-48,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	42,533
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	175,386
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,900
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,013
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,512
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.2%
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	(2.62)	7.42	9.21
So với chỉ số	(0.09)	9.85	(8.09)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,993	7,466	(6.3)
2025F	7,418	8,686	(14.6)
2026F	6,778	8,867	(23.6)

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

Trưởng phòng, 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

Điều chỉnh HĐ BCC kém hấp dẫn; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 14,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 44.600đ sau khi định giá lại các dự án đang triển khai, tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đa phần không đổi, nhưng chúng tôi giảm lần lượt 11,6% và 21,2% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và 2026, chủ yếu do giảm dự báo lợi nhuận từ dự án Vinhomes Global Gate và Vincity Wonder Park. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -5,9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,6% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 52,3% so với ước tính RNAV, cao hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 50%.

Sự kiện: Cập nhật sau khi có thay đổi liên quan đến hợp đồng BCC

HSC cập nhật dự báo và định giá đối với VHM sau khi (1) Công ty điều chỉnh các điều khoản trong hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với công ty mẹ (VIC; Năm giữ; giá mục tiêu 41.000đ) về việc phát triển các dự án BĐS nhà ở trong thời gian gần đây (2) hoàn tất chương trình mua lại cổ phiếu. Nhìn chung, lợi ích kinh tế của VHM tại Vinhomes Global Gate (261 ha, Hà Nội) và Vinhomes Mễ Trì (75 ha, Hà Nội) giảm trong khi lợi ích kinh tế tại Vincity Wonder Park (133 ha, Hà Nội) vẫn chưa chắc chắn. Do đó, chúng tôi giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận năm 2025-2026.

Tác động: Giảm 12-21% dự báo lợi nhuận thuần cho 2025-2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhờ có doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu 123 nghìn tỷ đồng (tính đến cuối Q3/2024), trong khi giảm lần lượt 11,6% và 21,2% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu do giảm dự báo lợi nhuận từ dự án Vinhomes Global Gate và Vincity Wonder Park. Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 6-24% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy EPS tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là -5,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua (nhưng tăng 7% trong 3 tháng qua), VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 52% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 50%. HSC giảm 6% giá mục tiêu đối với VHM xuống 89.100đ. Tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận tại nhiều dự án nhỏ hơn tác động tích cực từ việc bổ sung thêm nhiều dự án mới và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025). Để có giá mục tiêu 44.600đ (sau khi điều chỉnh giảm 14,6%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% so với RNAV, tăng từ mức 45% trước đó do có thêm lo ngại liên quan đến doanh số bán nhà thấp sau khi điều chỉnh lợi nhuận chia sẻ tại các dự án và để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 50% so với RNAV trong ba năm qua.

Mặc dù thừa nhận rằng VHM vẫn là công ty 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 (liên quan đến hoạt động đầu tư sản xuất xe điện) và sự không chắc chắn về lợi ích kinh tế tại các dự án trong tương lai khiến chúng tôi nhận thấy VHM kém hấp dẫn. HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ với tiềm năng tăng giá 4,4%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	38,382	42,052	35,635	35,727 ▼	34,364 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	28,831	33,371	30,304	30,470 ▼	27,838 ▼
EPS ĐC (đồng)	6,634	7,666	6,993	7,418 ▼	6,778 ▼
DPS (đồng)	2,000	0	0	0	0
BVPS (đồng)	33,349	41,177	48,476	55,895	62,672
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.51	5.43	6.59	6.24	6.50
P/E ĐC (lần)	6.44	5.57	6.11	5.76	6.30
Lợi suất cổ tức (%)	4.68	0	0	0	0
P/B (lần)	1.28	1.04	0.88	0.76	0.68
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(26.6)	15.6	(8.78)	6.08	(8.64)
ROAE (%)	21.4	20.6	16.0	14.2	11.4

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

Giảm 12-21% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Sau khi điều chỉnh lợi ích kinh tế tại các dự án chính bao gồm Vinhomes Global Gate (Mễ Trì) và Vincity Wonder Park, HSC giảm 11-40% dự báo doanh số bán nhà và 12-21% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 (chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024). Mặc dù có quỹ đất chưa sử dụng lớn, VHM vẫn kém hấp dẫn do có dòng tiền tiềm năng lớn liên quan đến VIC và sự không chắc chắn về lợi ích kinh tế tại nhiều dự án. Cổ phiếu đang được giao dịch ở mức chiết khấu 52% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 50%. HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Nắm giữ với tiềm năng tăng giá 4,4% tại giá mục tiêu mới (sau khi điều chỉnh giảm 15%).

Cập nhật các dự án đang triển khai

Vào đầu tháng 11, VHM và công ty mẹ (VIC; Nắm giữ; giá mục tiêu 41.000đ) bất ngờ công bố điều chỉnh các điều khoản trong hợp đồng hợp tác kinh doanh liên quan đến việc phát triển dự án BĐS nhà ở tại các dự án.

Có 3 dự án bị ảnh hưởng (đóng góp 15,8% định giá trước đó của HSC ở mức 412 nghìn tỷ đồng). Các dự án bao gồm Vinhomes Global Gate (261 ha, Hà Nội) được nắm giữ bởi Công ty Cổ phần Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam (VEF; chưa khuyến nghị; VIC sở hữu 83,3% cổ phần và VHM sở hữu 4,7% cổ phần) mà VEF có kế hoạch chuyển nhượng cho các chủ đầu tư khác, Vinhomes Mễ Trì (75 ha, Hà Nội, cũng do VEF sở hữu) và Vincity Wonder Park (133 ha, Hà Nội, do VIC sở hữu). Trong đó, Vinhomes Global Gate và Vincity Wonder Park dự kiến được mở bán trong Q4/2024 và năm 2025. Chi tiết như sau:

- Theo nội dung buổi trao đổi của chúng tôi với BLĐ VHM, lợi ích kinh tế của Công ty tại dự án Vinhomes Global Gate sẽ là 4,7% (tỷ lệ sở hữu thực tế của VHM tại VEF) và các lợi ích khác bao gồm 5% lợi nhuận chia sẻ từ hợp đồng hợp tác kinh doanh với chủ đầu tư cuối cùng của dự án, 4% phí hoa hồng tính trên doanh thu, 2% phí quản lý tính trên doanh thu và lợi nhuận từ hợp đồng tổng thầu so với 88,6% theo mô hình dự báo trước đó của chúng tôi.

Do đó, HSC không phản ánh dự án Vinhomes Global Gate vào dự báo doanh số bán nhà và doanh thu từ hoạt động bàn giao căn hộ giai đoạn 2024-2026 (so với dự báo trước đó) nhưng chỉ phản ánh những lợi ích kinh tế đã thảo luận bên trên. Tổng lợi nhuận/định giá của VHM từ dự án này ước đạt 15,5 nghìn tỷ đồng/12 nghìn tỷ đồng so với 34,5 nghìn tỷ đồng/33 nghìn tỷ đồng theo dự báo trước đó.

- Lợi ích kinh tế của dự án Vinhomes Mễ Trì được dự báo ở mức 4,7% (so với 83,3% trước đó).
- Lợi ích kinh tế của dự án Vincity Wonder Park cũng đang được xem xét lại (dự báo trước đó là 100%). Do đang được xem xét, lợi ích kinh tế của VHM tại dự án này vẫn chưa chắc chắn, nên chúng tôi không phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Trong khi đó, chúng tôi xem xét lại vài dự án khác và thêm một số dự án mới vào mô hình dự báo lợi nhuận, cụ thể là Vinhomes Tân Mỹ (931 ha, Long An), Phước Vĩnh Tây (1.089 ha, Long An), Mỹ Lâm - Tuyên Quang (455 ha, Tuyên Quang) và Vinhomes Tân Liễu (66 ha, Bắc Giang) vì các dự án này đã có giấy tờ pháp lý như giấy phép đầu tư/quy hoạch tổng thể. Tất cả những dự án này đóng góp 10,9% vào định giá mới của Công ty (366 nghìn tỷ đồng).

Nhìn chung, HSC giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà năm 2024 ở mức 105,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 21,2%, trong khi giảm 39,9% dự báo cho năm 2025 xuống 63,4 nghìn tỷ đồng, giảm 39,8% so với cùng kỳ, và giảm 11% dự báo cho năm 2026 xuống 99,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 57,3%. Chúng tôi cũng giảm 12-21% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 (giữ nguyên dự báo cho năm 2024), đa phần do giảm dự báo lợi nhuận tại dự án Vinhomes Global Gate và Vincity Wonder Park.

Doanh số bán nhà năm 2024 dự báo được dẫn dắt bởi dự án Vinhomes Vũ Yên, OCP 2,3, Smart City, OCP. Trong khi đó, dự án Vinhomes Hậu Nghĩa Long An (195 ha, Long An) và Vinhomes Hạ Long Xanh (Quảng Ninh) dự kiến mở bán trong năm 2025 và sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà trong năm 2025-2026.

HSC cập nhật tiến độ của các dự án VHM đang triển khai trong Bảng 1 bên dưới.

Bảng 1: Các dự án trọng điểm của, VHM

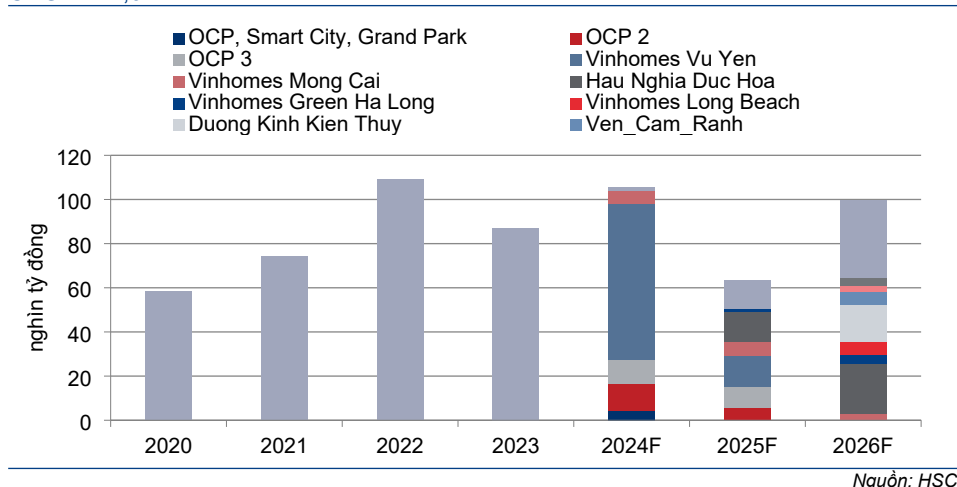
Lợi ích kinh tế của VHM tại Vinhomes Global Gate và Mễ Trì giảm trong khi Vincity Wonder Park đang được xem xét lại

STT	Dự án	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Vị trí	Lợi ích kinh tế của VHM	Tiến độ
1	Vinhomes Royal Island	877	Thấp tầng	Hải Phòng	95.0%	Đang bán và bàn giao
2	Vinhomes OCP2	458	Thấp tầng, cao tầng	Hưng Yên	100.0%	Đang bán và bàn giao
3	Vinhomes OCP3	294	Thấp tầng, cao tầng	Hưng Yên	100.0%	Đang bán và bàn giao
4	Vinhomes Grand Park	216	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	67.0%	Đang bán và bàn giao
5	Vinhomes Ocean Park	420	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	99.0%	Đang bán và bàn giao
6	Vinhomes smart city	208	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	66.5%	Đang bán và bàn giao
7	Vinhomes Golden Avenue	116	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	100.0%	Đang bán và bàn giao
8	Vinhomes Green Ha Long	5,540	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	79.0%	Dăng trong giai đoạn xây dựng hạ tầng
9	Hau Nghia Duc Hoa	197	Thấp tầng, cao tầng	Long An	76.9%	đang triển khai 2025
10	Le man Golf	200	Thấp tầng, thương mại	TP.HCM	100.0%	đang triển khai 2025
11	Vinhomes Long Beach	2,870	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	100.0%	Đang triển khai
12	Vinhomes IUT	864	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	99.9%	Đang triển khai
13	Duong Kinh Kien Thuy	241	Thấp tầng, cao tầng	Hải Phòng	100.0%	Đang triển khai
14	Ven Vinh Cam Ranh	1,302	Thấp tầng, cao tầng	Khánh Hòa	89.5%	Đang triển khai
15	Quang Hanh QN	167	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	99.0%	Dự án BCC, đang triển khai
16	My Lam Tuyen Quang	455	Thấp tầng	Tuyên Quang	76.2%	Đang triển khai
17	Tan Lieu	66	Thấp tầng	Bắc Giang	99.0%	Đang triển khai
18	Tan My Long An	931	Thấp tầng, cao tầng	Long An	83.3%	Đang triển khai
19	Phuoc Vinh Tay	1,089	Thấp tầng, cao tầng	Long An	79.0%	Đang triển khai
21	Vinhomes Me Tri	75	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	4.7%	Đang triển khai
22	Vinhomes Global Gate	261	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	4.7% + tỷ lệ khác *	Đang xây dựng hạ tầng, chuẩn bị mở bán
23	Trung Tam Trien Lam	90	Dự án BT	Hà Nội	4.7%	Đang xây dựng
24	Gallery Giang Vo	6	Thương mại	Hà Nội	4.7%	Đang triển khai
25	Vincity Wonder Park	133	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	Đang xem xét	Vingroup mới đây đã nhận quyết định nhận giao đất cho 122 ha

Ghi chú: (*) lợi ích khác: 5% tỷ lệ lợi nhuận từ Business Cooperation Contract (BCC) với nhà phát triển cuối cùng của dự án, 4% phí hoa hồng doanh thu, 2% phí quản lý trên doanh thu và lợi nhuận từ General Contractor Contract
 Nguồn VHM, HSC

Biểu đồ 2: Dự báo doanh số bán nhà, VHM

Doanh số bán nhà trong giai đoạn 2023-2026 được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 4,6%



Hoàn tất mua lại 5,7% cổ phiếu đang lưu hành

VHM đã hoàn tất chương trình mua lại cổ phiếu vào ngày 21/11/2024 với tổng cộng 247 triệu cổ phiếu từ ngày 23/10 đến ngày 11/11, tương đương 66,7% tổng số cổ phiếu đăng ký (370 triệu cổ phiếu) và 5,7% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. 123 triệu

cổ phiếu đăng ký nhưng không được mua sẽ bị hủy. HSC ước tính VHM đã chi 10,5 nghìn tỷ đồng để mua lại số cổ phiếu này (với giá bình quân là 42.500đ).

Sau thương vụ này, chúng tôi giảm 10,5 nghìn tỷ đồng tiền mặt và tương đương tiền và giảm 5,7% vốn điều lệ và số lượng cổ phiếu đang lưu hành của VHM xuống lần lượt 41,1 nghìn tỷ đồng và 4.107 cổ phiếu.

Dự báo lợi nhuận: Giảm 12-21% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC đã phân giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2024 giảm 9,2%/10,1% so với năm 2023. Doanh thu mảng kinh doanh BĐS năm 2024 đến từ các dự án OCP2,3, OCP, Smart City và Golden Avenue. Trong khi đó, lợi nhuận của dự án Vinhomes Royal Island sẽ được phản ánh trong doanh thu HĐ tài chính do VHM phát triển dự án này thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Cho năm 2025-2026, HSC giảm lần lượt 11,6% và 21,2% dự báo lợi nhuận thuần, xuống 30,5 nghìn tỷ đồng và 27,8 nghìn tỷ đồng do đóng góp từ dự án Vinhomes Global Gate được dự báo giảm sau khi điều chỉnh hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC. Chúng tôi cũng loại dự án Vincity Wonder Park ra khỏi mô hình dự báo do dự án này do VIC sở hữu và đang được tính toán phân lợi ích kinh tế của VHM. Tác động tiêu cực của các dự án Vinhomes Global Gate và Vincity Wonder Park sẽ lớn hơn tác động tích cực từ sự đóng góp mới của dự án Vinhomes Hạ Long Xanh Giai đoạn 1 và Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa trong năm 2025-2026.

Dự án Vinhomes Royal Island, OCP 2, 3 dự kiến sẽ là nguồn đóng góp lợi nhuận chính cho năm 2024-2025, cùng với hoạt động bàn giao nhà đang được triển khai tại các dự án khác như OCP, Smart City, Golden Avenue. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng dự án Vinhomes Hạ Long Xanh Giai đoạn 1 và Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2026.

Nhìn chung, dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là -5,9%. Thông tin chi tiết được trình bày bên dưới.

Bảng 3: Dự báo mới lợi nhuận, VHM

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm với CAGR là -5,9% trong giai đoạn 2023-2026

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	Điều chỉnh so với dự báo cũ	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh so với dự báo cũ	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh so với dự báo cũ
Tổng doanh thu	103,557	99,384	-4.0%	-4.4%	72,965	-26.6%	-28.4%	92,200	26.4%	-20.0%
Lợi nhuận gộp	35,707	32,115	-10.1%	-20.1%	29,954	-6.7%	-37.2%	34,298	14.5%	-37.3%
Lợi nhuận HĐ	44,045	40,343	-8.4%	0.2%	39,352	-2.5%	-12.5%	37,543	-4.6%	-20.3%
Thu nhập tài chính	19,954	21,599	8.2%	49.6%	22,245	3.0%	72.1%	16,629	-25.2%	78.2%
Lợi nhuận thuần	33,371	30,307	-9.2%	-1.4%	30,470	0.5%	-11.6%	27,838	-8.6%	-21.2%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(588)	(223)	-62.0%	N/m	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận "cốt lõi"	33,960	30,530	-10.1%	-0.6%	30,470	-0.2%	-11.6%	27,838	-8.6%	-21.2%

Nguồn: HSC

Định giá: Giảm 14,6% giá mục tiêu; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 6% ước tính RNAV của VHM xuống 89.100đ do tác động trái chiều của một số yếu tố sau:

- Giả định WACC của VHM là 12,9% (gần như không đổi). Cụ thể, lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9% (giảm từ 10%), sau khi phần bù rủi ro CSH tiêu chuẩn nội bộ giảm 100 điểm cơ bản xuống 7,5% (chúng tôi tiếp tục cộng thêm phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm). Hệ số beta cũng cao hơn ở mức 1,15, theo dữ liệu của Bloomberg (so với trước đó là 1,95).
- Chúng tôi phản ánh sự sụt giảm của lợi ích kinh tế tại dự án Vinhomes Global Gate, Mỹ Trì và Wonder Park vào mô hình dự báo lợi nhuận.

- Chúng tôi bổ sung một số dự án mới vào mô hình dự báo lợi nhuận, cụ thể là Vinhomes Tân Mỹ (931 ha, Long An), Phước Vĩnh Tây (1.089 ha, Long An), Mỹ Lâm Tuyên Quang (455 ha, Tuyên Quang) và Vinhomes Tân Liễu (66 ha, Bắc Giang).
- Dự báo mới dựa trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành mới là 4,107 tỷ cổ phiếu, giảm 5,7% từ mức 4,354 tỷ cổ phiếu.
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).

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).

Để có giá mục tiêu 44.600đ (sau khi điều chỉnh giảm 14,6%), HSC áp dụng mức chiết khấu 50% so với RNAV, tăng từ mức 45% trước đó do có thêm lo ngại liên quan đến doanh số bán nhà thấp sau khi điều chỉnh lợi nhuận chia sẻ tại các dự án và để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 50% so với RNAV trong ba năm qua.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 4: Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phân bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 5 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 6.

Bảng 4: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ trọng vốn hóa	NAV (tỷ đồng)
Cho thuê	NOI/cap rate	8.0%	14,440
BĐS khu dân cư	DCF		271,355
Tài sản thuần khác	BV		123,955
Tổng giá trị tài sản			409,750
Nợ thuần			(43,854)
Giá trị tài sản thuần			365,896
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			4,107
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)			89,100
Chiết khấu			50.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			44,600

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giá mục tiêu (đồng), VHM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9%

		Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		7%	8%	9%	10%	11%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	52,600	49,800	46,600	44,300	41,600
	3.5%	51,200	48,500	45,500	43,200	40,900
	4.0%	49,800	47,300	44,600	42,200	39,900
	4.5%	48,800	46,000	43,500	41,100	39,000
	5.0%	47,600	44,900	42,400	40,200	38,100

Nguồn: HSC

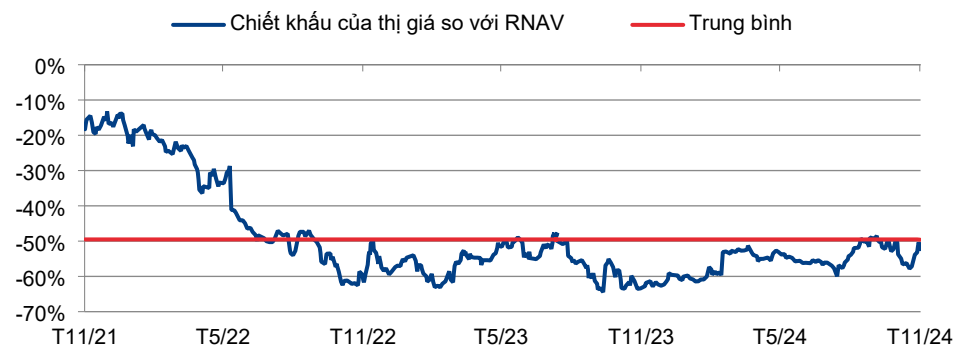
Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	40%	45%	50%	55%	60%
Giá mục tiêu	53,500	49,000	44,600	40,100	35,700
Tiềm năng tăng giá	25.7%	25.3%	14.8%	4.4%	-6.1%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

VHM đang giao dịch với chiết khấu 52,3% so với RNAV, so với bình quân 3 năm là 50%



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,6% trong vòng 1 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn VN Index 1%, cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 52,3% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 50%.

VHM vẫn là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với năng lực phát triển dự án khá tốt và quỹ đất lớn trên khắp cả nước. Công ty sẽ hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa cũng như sự mở rộng của tầng lớp trung lưu. 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. Tuy nhiên, rủi ro dòng tiền tiềm ẩn cao liên quan đến VIC và cơ cấu sở hữu phức tạp tại chuỗi dự án của Công ty khiến chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn.

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 lớn nhất 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	99,384	72,965	92,200
Lợi nhuận gộp	30,696	35,707	32,115	29,954	34,298
Chi phí BH&QL	(5,076)	(7,756)	(7,454)	(6,717)	(7,524)
Thu nhập khác	13,807	13,472	14,793	16,120	10,564
Chi phí khác	(2,319)	(817)	(5,919)	(6,129)	(5,860)
EBIT	37,109	40,605	33,534	33,227	31,479
Lãi vay thuần	808	3,429	6,806	6,126	6,064
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	56.4	10.7	2.30	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	670	(735)	(279)	0	0
LNTT	38,643	43,310	40,064	39,352	37,543
Chi phí thuế TNDN	(9,481)	(9,777)	(8,013)	(7,870)	(7,509)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(331)	(161)	(1,746)	(1,012)	(2,197)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	28,831	33,371	30,304	30,470	27,838
Lợi nhuận thuần ĐC	28,887	33,382	30,307	30,470	27,838
EBITDA ĐC	38,382	42,052	35,635	35,727	34,364
EPS (đồng)	6,621	7,664	6,993	7,418	6,778
EPS ĐC (đồng)	6,634	7,666	6,993	7,418	6,778
DPS (đồng)	2,000	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	4,354	4,354	4,334	4,107	4,107
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,354	4,107	4,107	4,107
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,354	4,107	4,107	4,107

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	13,030	14,878	16,466
Đầu tư ngắn hạn	6,297	3,834	3,834	3,834	3,834
Phải thu khách hàng	96,209	132,871	158,142	151,356	170,914
Hàng tồn kho	64,362	55,318	46,273	73,028	86,385
Các tài sản ngắn hạn khác	18,851	36,215	37,827	37,265	39,465
Tổng tài sản ngắn hạn	196,535	242,341	259,106	280,361	317,064
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	177,458	179,670	184,678
Tổng tài sản dài hạn	165,277	202,290	219,002	224,579	233,027
Tổng cộng tài sản	361,813	444,631	478,108	504,940	550,091
Nợ ngắn hạn	15,330	18,290	31,211	25,743	28,739
Phả trả người bán	15,031	20,452	23,928	26,760	27,332
Nợ ngắn hạn khác	77,117	121,494	109,432	100,890	115,082
Tổng nợ ngắn hạn	187,762	211,073	220,062	219,915	236,202
Nợ dài hạn	20,876	38,394	41,326	36,823	35,652
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	51,476	46,973	45,802
Tổng nợ phải trả	213,291	261,994	273,915	269,265	284,381
Vốn chủ sở hữu	145,213	179,302	199,112	229,582	257,420
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,309	3,335	5,081	6,093	8,290
Tổng vốn chủ sở hữu	148,522	182,636	204,193	235,675	265,709
Tổng nợ phải trả và VCSH	361,813	444,631	478,108	504,940	550,091
BVPS (đ)	33,349	41,177	48,476	55,895	62,672
Nợ thuần*/(tiền mặt)	25,390	42,580	59,508	47,688	47,925

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	37,109	40,605	33,534	33,227	31,479
Khấu hao	(1,217)	(1,436)	(2,098)	(2,500)	(2,885)
Lãi vay thuần	808	3,429	6,806	6,126	6,064
Thuế TNDN đã nộp	(4,135)	(5,812)	(8,013)	(7,870)	(7,509)
Thay đổi vốn lưu động	9,598	(21,951)	(21,772)	(14,085)	(21,825)
Khác	(14,861)	(15,815)	(11,024)	(2,215)	(4,804)
LCT thuần từ HKKD	31,004	1,517	742	17,686	6,087
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	0	0	0
Khác	7,826	8,821	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(26,829)	(18,632)	(7,173)	(5,866)	(6,324)
Cổ tức trả cho CSH	(9,384)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	5.70	(10,496)	0	0
Tăng/giảm nợ	11,400	20,396	15,854	(9,972)	1,826
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,016	20,401	5,358	(9,972)	1,826
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,626	10,817	14,103	13,030	14,878
LCT thuần trong kỳ	6,191	3,286	(1,074)	1,848	1,588
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	10,817	14,103	13,030	14,878	16,466
Dòng tiền tự do	12,704	(8,471)	(6,431)	11,820	(237)

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	32.3	41.1	37.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	61.5	40.6	35.9	49.0	37.3
Tỷ suất LNT (%)	46.2	32.2	30.5	41.8	30.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	24.5	22.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.6)	66.0	(4.03)	(26.6)	26.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(22.3)	9.56	(15.3)	0.26	(3.82)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(25.7)	15.6	(9.21)	0.54	(8.64)
Tăng trưởng EPS (%)	(26.7)	15.7	(8.76)	6.09	(8.64)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(26.6)	15.6	(8.78)	6.08	(8.64)
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	16.0	14.2	11.4
ROACE (%)	22.5	19.9	13.6	12.2	10.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.21	0.26	0.22	0.15	0.17
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.84	0.04	0.02	0.53	0.19
Số ngày tồn kho	741	298	251	620	545
Số ngày phải thu	1,108	715	858	1,284	1,077
Số ngày phải trả	173	110	130	227	172
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	60.2	43.3	50.5	43.5	38.6
Nợ/tài sản (%)	27.1	20.7	23.7	22.7	21.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.56	2.18	3.19	3.21	3.37
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	1.15	1.18	1.27	1.34
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.39	2.21	2.36	3.06	2.42
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.51	5.43	6.59	6.24	6.50
P/E (lần)	6.45	5.57	6.11	5.76	6.30
P/E ĐC (lần)	6.44	5.57	6.11	5.76	6.30
P/B (lần)	1.28	1.04	0.88	0.76	0.68
Lợi suất cổ tức (%)	4.68	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