

CTCP Vinhomes (VHM)

KHẢ QUAN (Duy trì)

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND43.900
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND52.100 VND34.500
Giá mục tiêu	VND52.700
Giá mục tiêu cũ	VND66.400
Giá mục tiêu vs Consensus	-6,7%
Tiềm năng tăng giá	20,0%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	20,0%

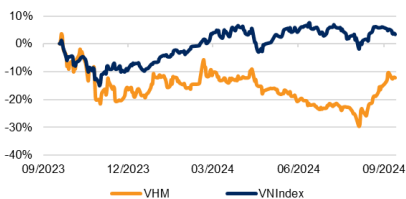
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	7.617,0
GTGD BQ 3 tháng (tr)	14,2
Sở hữu NN (tr USD)	2.756,5
SLCP lưu hành (tr)	4.354,4
SLCP pha loãng (tr)	3.984,4*

	VHM	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T (lần)	8,2	91,6	13,8
P/B hiện tại (lần)	1,0	1,5	1,7
ROA	5,3%	1,3%	2,1%
ROE	13,1%	3,6%	12,3%

*dữ liệu ngày 18/09/2024

Diễn biến giá



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
VHM	14,3	14,6	-10,3
VNINDEX	1,0	-1,1	4,4

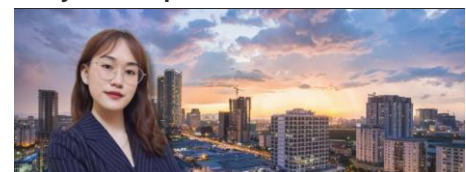
Cơ cấu sở hữu

Vingroup	69,3%
Cổ đông khác	30,7%

Tổng quan doanh nghiệp

VHM là nhà phát triển bất động sản hàng đầu cả nước, dẫn đầu thị phần trên tất cả các phân khúc. Doanh nghiệp hiện đang sở hữu quỹ đất quy mô lên đến 19.980 ha, hầu hết được phân bổ tại những vị trí trung tâm đặc địa hoặc có tiềm năng phát triển du lịch.

Chuyên viên phân tích



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Ngắn hạn còn thách thức nhưng triển vọng dài hạn tích cực

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá là 20,0%. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm giá mục tiêu 20,6% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 1,3% kể từ báo cáo trước (ngày 15/04).
- Giá mục tiêu thấp hơn do định giá RNAV thấp hơn và mức P/B mục tiêu giảm từ 1,4 lần xuống 1,0 lần.
- Do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư, VHM đang được giao dịch với tỷ lệ P/B thấp hơn trung bình ngành, dù có ROE cao hơn sv các công ty cùng ngành.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu 6T24 giảm 41% svck đạt 36.587 tỷ đồng khi chờ các dự án hoàn thiện để bàn giao. LN ròng 6T24 giảm 46% svck còn 11.776 tỷ đồng.
- Biên LN góp mảng bán BĐS đã cải thiện đáng kể, tăng 7,8 điểm % svck trong 6T24, nhờ tỷ lệ thấp hơn của các căn BCC trong kỳ. Biên lợi nhuận góp tổng hợp trong 6T24 giảm 3 điểm % svck, do số lượng căn BCC bàn giao nhiều hơn và tỷ trọng gia tăng của mảng xây dựng.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ đạt 34.176 tỷ đồng trong năm 2024 và 34.974 tỷ đồng trong năm 2025, lần lượt tăng trưởng 2,4% và 2,3% svck.

Luân dòng đầu tư

Doanh số chưa ghi nhận cao đảm bảo tăng trưởng KQKD năm 2024-25

Tổng giá trị doanh số bán hàng chưa ghi nhận lũy kế tại cuối tháng 6/2024 tăng 33,2% svck lên 118.700 tỷ đồng. Ban lãnh đạo dự kiến khoảng 65.000 tỷ đồng từ doanh số bán hàng chưa ghi nhận lũy kế hiện tại sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2024. Nếu Vinhomes thực hiện thành công hai thương vụ bán lô lớn với tổng giá trị 40.000 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2024, công ty sẽ đạt được mục tiêu doanh số bán hàng của cả năm (90.000-110.000 tỷ đồng), tạo nền tảng vững chắc cho đà tăng trưởng doanh thu mảng bất động sản trong năm 2025.

Các đại dự án sẽ thúc đẩy doanh số ký bán trong giai đoạn 2024-26

Vinhomes vừa tổ chức lễ giới thiệu dự án Vinhomes Global Gate cho các nhà môi giới bất động sản vào ngày 09/09 và Vinhomes Wonder Park dự kiến sẽ được mở bán trong thời gian tới. Hai dự án này lần lượt nằm ở khu vực Đông Bắc và Tây Bắc Hà Nội. Với sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường BĐS Hà Nội và vị trí chiến lược của các dự án, chúng tôi kỳ vọng phản ứng tích cực từ thị trường đối với hai dự án này, thu hút cả người mua bất động sản để ở và mua cho mục đích đầu tư.

Dịch vụ xây dựng đang gia tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu

Trong 6T24, doanh thu mảng xây dựng đã tăng mạnh 405% svck lên 9.967 tỷ đồng, chiếm 27% tổng doanh thu, nhờ Vincons, một công ty con thuộc sở hữu hoàn toàn của VHM, đóng vai trò là tổng thầu cho các dự án lớn của VHM. Việc sử dụng nhà thầu nội bộ có thể mang lại lợi ích lâu dài như kiểm soát tốt hơn chất lượng dự án, tiến độ thực hiện và linh hoạt trong việc quản lý chi phí vật liệu xây dựng và lao động.

Vinhomes dự kiến mua lại 370 triệu cổ phiếu vào cuối tháng 9

Vinhomes đã nhận được sự chấp thuận từ cổ đông về kế hoạch mua lại cổ phiếu. Việc mua lại 370 triệu cổ phiếu (~8,5% số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại) sẽ dẫn đến việc giảm vốn điều lệ của Vinhomes tương ứng với 3.700 tỷ đồng.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Giá trị hợp đồng ký mới (nghìn tỷ đồng)	87.000	102.203	121.636	136.999
Doanh thu thuần (tỷ)	103.557	114.643	125.992	137.920
Tăng trưởng DT tuần (% svck)	66,0%	10,7%	9,9%	9,5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	34,5%	33,3%	34,3%	34,3%
Tăng trưởng EPS (% svck)	15,7%	11,9%	2,3%	23,3%
P/B (lần)	1,0	1,0	1,2	1,3
Quỹ đất (ha)	16,8	20,0	20,8	21,6
D/E (lần)	31,0%	36,2%	30,6%	25,8%
Hệ số thanh toán lãi vay (lần)	15,2	8,0	9,6	11,2

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

*Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên việc VHM hoàn thành mua lại cổ phiếu như kế hoạch

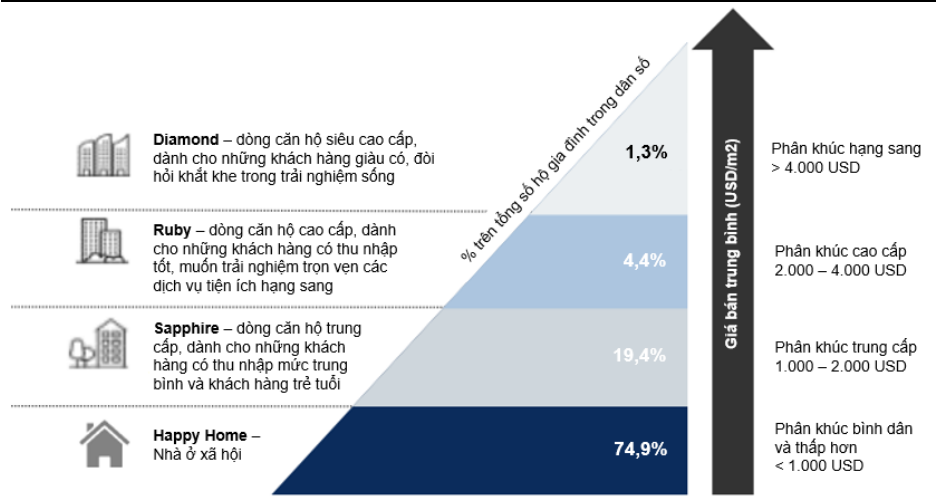
Tổng quan công ty

Nhà phát triển hàng đầu trên thị trường bất động sản nhà ở tại Việt Nam

Vinhomes được thành lập vào năm 2008 và niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào tháng 5/2018. VHM hiện đang là doanh nghiệp bất động sản niêm yết lớn nhất tại Việt Nam về quy mô vốn hóa (đạt 191.592 tỷ đồng tại ngày 18/09/2024).

VHM là nhà phát triển bất động sản hàng đầu cả nước, dẫn đầu thị phần trên tất cả các phân khúc. Doanh nghiệp đang sở hữu quỹ đất quy mô lên đến 19.980 ha (tính đến tháng 8/2024), hầu hết tọa lạc tại những vị trí trung tâm đặc địa hoặc có tiềm năng phát triển du lịch.

Hình 1: Vinhomes cung cấp sản phẩm ở tất cả các phân khúc trên thị trường BĐS nhà ở



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Quần bài chủ lực trong hệ sinh thái tập đoàn Vingroup

VHM là thành viên của Vingroup – tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam (HOSE: VIC), được thừa hưởng tiện ích được phát triển trong hệ sinh thái VIC như bệnh viện, trường học, TTTM ... Vinhomes có vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của Vingroup, đóng góp lên đến khoảng 65-70% doanh thu cả tập đoàn trong vòng 4 năm qua.

Hiện tại, VIC đang nắm giữ 69,3% cổ phần tại VHM. Sau khi VHM thực hiện kế hoạch mua lại cổ phiếu, tỷ lệ sở hữu của VIC dự kiến sẽ tăng lên khoảng 75,7% vào cuối năm 2024.

Hình 2: Vinhomes phụ trách hoạt động phát triển bất động sản trong hệ sinh thái Vingroup



Nguồn: VIC, VNDIRECT RESEARCH

KQKD 6T24 giảm svck, tuy nhiên giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh

Hình 3: Cập nhật KQKD Q2/24

(Tỷ đồng)	Q2/24	% svck	% sv quý trước	6T24	% svck	6T24/ dự phóng 2024
Giá trị hợp đồng ký bán	35.500	42,6%	120,0%	51.700	27,3%	56,9%
Doanh thu bán BĐS chưa thực hiện lũy kế	118.700	33,2%	6,2%	118.700	33,2%	
Doanh thu thuần	28.375	-13,0%	245,6%	36.587	-40,9%	30,5%
Chuyển nhượng bất động sản	17.784	-40,4%	335,4%	21.869	-61,5%	20,8%
Dịch vụ xây dựng	7.566	539,6%	215,0%	9.967	404,6%	102,5%
Lợi nhuận gộp	8.688	-33,7%	389,6%	10.463	-47,0%	24,8%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>30,6%</i>	<i>-9,6 đ %</i>	<i>9,0 đ %</i>	<i>28,6%</i>	<i>-3,3 đ %</i>	
<i>Chuyển nhượng bất động sản (%)</i>	<i>43,6%</i>	<i>1,4 đ %</i>	<i>15,2 đ %</i>	<i>40,8%</i>	<i>7,8 đ %</i>	
<i>Dịch vụ xây dựng (%)</i>	<i>6,8%</i>	<i>-2,5 đ %</i>	<i>-1,9 đ %</i>	<i>7,2%</i>	<i>-4,3 đ %</i>	
Chi phí BH&QLDN	(1.751)	-6,9%	92,0%	(2.662)	-22,6%	11,0%
<i>% Chi phí BH&QLDN/Doanh thu</i>	<i>6,2%</i>	<i>0,4 đ %</i>	<i>-4,9 đ %</i>	<i>7,3%</i>	<i>1,7 đ %</i>	
Doanh thu tài chính	8.082	233,9%	313,2%	10.039	-26,8%	34,0%
Hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh (BCC)	6.294	4405,7%	2624,9%	6.525	561,1%	77,6%
Chi phí tài chính	(2.553)	526,1%	86,5%	(3.922)	205,4%	97,7%
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(2.042)	200,7%	91,6%	(3.109)	128,2%	97,7%
Lợi nhuận trước thuế	12.343	-2,4%	771,5%	13.759	-50,4%	30,8%
Lợi nhuận ròng	10.891	12,4%	1131,0%	11.776	-45,5%	32,2%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>38,4%</i>	<i>8,7 đ %</i>	<i>27,6 đ %</i>	<i>32,2%</i>	<i>-2,7 đ %</i>	

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu phục hồi mạnh từ quý trước trong Q2/24

Doanh thu Q2/24 tăng mạnh 246% sv Q1 lên 28.375 tỷ đồng, mặc dù vẫn ghi nhận giảm 13% svck. Doanh thu lũy kế 6T24 giảm 41% svck, đạt 36.587 tỷ đồng. Doanh thu chuyển nhượng bất động sản đạt 21.869 tỷ đồng trong 6T24, chiếm 60% tổng doanh thu, chủ yếu đến từ việc bàn giao sản phẩm còn lại tại các dự án Vinhomes Ocean Park 1 2 3 và một phần tại dự án Vinhomes Golden Avenue. Mức ghi nhận doanh thu giảm là do lượng bàn giao các căn tại Vinhomes Ocean Park 1 và 2, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park thấp hơn so với giai đoạn 6T23, trong khi chờ hoàn thiện các căn mới bán để bàn giao trong các quý tiếp theo.

Trong 6T24, doanh thu mảng xây dựng đã tăng mạnh 405% svck lên 9.967 tỷ đồng, chiếm 27% tổng doanh thu, nhờ Vincons, một công ty con thuộc sở hữu hoàn toàn của Vinhomes, đóng vai trò là tổng thầu cho các dự án lớn của Vinhomes. Việc sử dụng nhà thầu nội bộ có thể mang lại lợi ích lâu dài như kiểm soát tốt hơn chất lượng dự án, tiến độ thực hiện và tăng tính linh hoạt trong việc quản lý chi phí vật liệu xây dựng và lao động.

Biên LN gộp tổng thể suy giảm tuy nhiên BLNG HĐKD cốt lõi đã cải thiện

Biên LN gộp mảng bán bất động sản đã cải thiện đáng kể, tăng 15,2 điểm % so với quý trước trong Q2/24 và 7,8 điểm % svck trong 6T24, nhờ tỷ lệ đóng góp thấp hơn từ quỹ căn bán dưới hình thức hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC - dưới hình thức này, VHM phải chia sẻ lợi nhuận với đối tác) trong kỳ.

Biên lợi nhuận gộp tổng hợp trong Q2/24 giảm 10 điểm % svck, chủ yếu do sự đóng góp lớn hơn từ lĩnh vực dịch vụ xây dựng, nhưng tăng 9 điểm % so với quý trước nhờ số lượng căn BCC bàn giao thấp hơn trong quý này. Biên lợi nhuận gộp tổng hợp trong 6T24 giảm 3 điểm % svck, do số căn BCC được bàn giao nhiều hơn trong Q1/24 (so với Q1/23) và tỷ trọng ngày càng lớn của mảng xây dựng trong cả hai quý.

Vinhomes Royal Island thúc đẩy DT tài chính, LN ròng tăng mạnh trong Q2

VHM ghi nhận 6.525 tỷ đồng lợi nhuận từ hợp đồng BCC với Vingroup (trong đó Vinhomes Royal Island đóng góp 6.378 tỷ đồng), chủ yếu trong Q2/24. Qua đó, doanh thu tài chính Q2/24 đã tăng 313% so với quý trước và 234% svck. Doanh thu tài chính trong 6T24 giảm 27% svck.

Lợi nhuận ròng Q2 tăng 12% svck lên 10.891 tỷ đồng, gấp 11 lần so với Q1/24. Lợi nhuận ròng 6T24 giảm 46% svck, đạt 11.776 tỷ đồng.

Hình 4: Vinhomes Royal Island



- Vị trí: huyện Thủy Nguyên, tp. Hải Phòng
- Tổng diện tích dự án: 877ha (NSA: 258,9ha)
- Chủ đầu tư: Vingroup (VIC)
- Sản phẩm: Nhà liền kề/Biệt thự/Shophouse
- Cập nhật tiến độ: Bắt đầu mở bán vào tháng 3/2024. Hiện đang xây dựng cơ sở hạ tầng dự án và hoàn thiện sản phẩm để bàn giao cho KH.
- Số căn: 8.300 căn thấp tầng (% căn đã bán = 75%)
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2025-2028

Lưu ý: Thời gian bàn giao dự kiến được chúng tôi ước tính dựa trên kế hoạch công ty công bố và điều kiện thị trường

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Bảng CĐKT phản ánh sự đầu tư mạnh mẽ vào các siêu đại dự án

Hình 5: Một số khoản mục đáng chú ý trong bảng CĐKT

	Q2/24	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23
Bảng CĐKT (Tỷ đồng)					
Tiền và tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn	20.854	13.154	17.936	7.549	9.438
Hàng tồn kho	58.660	58.756	55.318	55.104	55.700
Phải thu ngắn hạn từ khách hàng	20.661	19.156	19.513	19.972	19.146
Xây dựng cơ bản dở dang	73.554	67.386	60.790	62.856	54.892
Trả trước giải phóng mặt bằng	56.518	48.479	39.499	25.824	27.956
Đặt cọc cho VIC và các công ty liên quan để phát triển dự án	77.627	94.671	100.613	85.476	70.610
Người mua trả tiền trước	47.710	43.551	35.137	38.103	49.291
Tiền cọc từ khách hàng mua BĐS	56.858	49.417	50.599	17.057	16.310
Nợ vay	70.501	63.897	56.684	43.126	43.369
Các chỉ tiêu quan trọng					
Số ngày phải thu	93	97	61	57	55
Số ngày tồn kho	268	266	214	159	186
Vòng quay tiền mặt	231	233	180	145	160
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	41,9%	42,2%	41,1%	43,4%	43,5%
Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	24,0%	25,9%	21,2%	19,7%	19,9%

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Khoản xây dựng cơ bản dở dang đã tăng 38% từ đầu năm lên 73.554 tỷ đồng và các khoản tạm ứng để giải phóng mặt bằng đã tăng 43% từ đầu năm lên 56.518 tỷ đồng vào cuối Q2/24, lần lượt cao hơn 34%/102% so với số liệu đã ghi nhận năm ngoái, khi Vinhomes đẩy mạnh việc triển khai các dự án đại đô thị¹. Phần lớn các khoản này đến từ các dự án ở miền Nam, bao gồm Vinhomes International University Town (924ha) và Long Beach Cần Giờ (2.870ha), mà chúng tôi kỳ vọng sẽ được ra mắt vào nửa cuối năm 2025 – nửa đầu năm 2026.

¹: xem chiến lược phát triển các đại đô thị của Vinhomes trong [Báo cáo lần đầu VIC](#), trang 28

Nợ vay cũng tăng lên theo quá trình thực hiện các dự án. Tổng nợ vay đã tăng 24% từ đầu năm lên 70.501 tỷ đồng vào cuối Q2/24. Nợ dài hạn tăng 16% từ đầu năm lên 44.600 tỷ đồng, bao gồm 21.820 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Tính từ đầu năm 2024, VHM đã phát hành 6 lô TPDN với tổng giá trị 12.500 tỷ đồng, đáo hạn vào năm 2026 với lãi suất 12% mỗi năm.

Trong khi đó, Vinhomes có thể tận dụng dòng tiền mặt ổn định từ khách hàng, khi các khoản ứng trước và tiền đặt cọc từ khách hàng đạt tổng cộng 104.569 tỷ đồng vào cuối Q2/24, tăng 22% từ đầu năm và tăng 59% svck.

Sức khỏe tài chính của VHM vẫn ở trên mức trung bình ngành

Tại cuối Q2/24, tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu đạt 24%, thấp hơn mức trung bình của ngành là 48%. Tỷ lệ này đã tăng 2,8% từ đầu năm nhưng cải thiện 1,8% so với Q1, chủ yếu nhờ vào số dư tiền mặt mạnh hơn trong Q2.

Khả năng chi trả lãi vay giảm do chi phí vay tăng trong khi doanh thu vẫn thấp trong các quý gần đây. Tuy nhiên, khả năng chi trả lãi vay trong 12 tháng gần nhất của Vinhomes ở mức gần 9 lần vẫn đảm bảo khả năng thanh toán lãi của công ty.

Hiệu suất vòng quay các khoản phải thu và vòng quay hàng tồn kho có cải thiện nhẹ, lần lượt tăng 0,023 lần /0,014 lần so với Q1 vào cuối Q2/24. Chúng tôi lưu ý rằng Vinhomes có tỷ lệ này thấp hơn so với các chủ đầu tư khác vì tập trung vào các dự án quy mô lớn, vốn thường có chu kỳ chuyển đổi tiền mặt dài hơn.

Hình 6: Một số chỉ số tài chính của 20 công ty BĐS niêm yết lớn nhất (theo vốn hóa thị trường tính đến ngày 10/09/2024) và mức trung bình của 76 công ty niêm yết và công ty đại chúng

	Nợ vay ròng/VCSH (cuối Q2/24, %)	Thay đổi trong 1 năm	Tỷ lệ bao phủ lãi vay (lũy kế 12 tháng, lần)	Thay đổi trong 1 năm	Vòng quay khoản phải thu KH (trượt 12 tháng, lần)	Thay đổi trong 1 năm	Người mua trả tiền trước/tổng nợ phải trả (trung bình 4 quý, %)	Thay đổi trong 1 năm	Vòng quay hàng tồn kho (trượt 12 tháng, lần)	Thay đổi trong 1 năm
VHM	24,0%		7,05		3,92		17,4%		0,90	
KDH	32,6%		Không có lãi vay		16,25		20,5%		0,04	
NVL	125,0%		9,43		1,95		9,7%		0,03	
PDR	27,1%		3,16		0,25		0,0%		0,00	
VPI	142,4%		1,49		5,40		5,8%		0,11	
NLG	26,2%		4,25		1,54		25,8%		0,08	
DIG	17,1%		3,16		1,08		20,3%		0,15	
TCH	-18,8%		46,26		17,36		46,7%		0,35	
DXG	25,4%		2,28		3,32		12,0%		0,18	
HDG	53,8%		3,35		2,90		2,8%		1,15	
KOS	80,4%		1,29		6,61		1,1%		0,48	
CEO	-22,3%		11,38		2,12		36,5%		0,70	
SJS	30,8%		493,15		3,67		3,9%		0,07	
HDC	65,7%		3,43		0,92		7,2%		0,28	
CRE	9,6%		1,32		2,55		1,3%		2,19	
SGR	33,7%		3,05		0,94		1,0%		0,12	
AGG	31,8%		6,62		7,63		20,5%		1,12	
TIG	15,4%		27,24		7,82		5,1%		2,92	
NTL	-82,8%		156,97		18,33		3,6%		1,01	
Trung bình	48,1%		1,69		3,75		9,9%		1,35	
Trung vị	13,9%		1,15		1,10		4,1%		0,15	

Nguồn: BÁO CÁO DOANH NGHIỆP, VNDIRECT RESEARCH

Vinhomes dự kiến mua lại 370 triệu cổ phiếu vào cuối tháng 9

VHM đã được cổ đông phê duyệt kế hoạch mua lại cổ phiếu và đã nộp các tài liệu cần thiết lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Việc mua lại 370 triệu cổ phiếu (~8,5% số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại) sẽ dẫn đến việc giảm vốn điều lệ của Vinhomes tương ứng với 3.700 tỷ đồng.

Kế hoạch này đã tạo ra tác động tích cực lên giá cổ phiếu VHM kể từ khi được công bố (vào ngày 07/08), cùng với tâm lý thị trường tốt hơn đối với cổ phiếu bất động sản nói chung trong thời gian gần đây. Giá cổ phiếu VHM đã tăng 18% tính đến ngày 18/09.

VHM dự kiến sẽ bắt đầu mua lại cổ phiếu vào cuối tháng 9/2024, và sẽ hoàn thành trong Q4. Chúng tôi giả định rằng giá mua trung bình sẽ bằng với giá trị sổ sách bình quân của cổ phiếu trong 6 tháng đầu năm 2024 là 44.733 đồng/cổ phiếu. Theo đó, VHM dự kiến sẽ chi 16.551 tỷ đồng để mua lại cổ phiếu.

Chúng tôi cho rằng việc mua lại cổ phiếu sẽ không có tác động đáng kể đến sức khỏe tài chính của VHM. Mặc dù chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng từ 31,0% vào cuối năm 2023 lên 36,2% vào cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ giảm trong các năm tiếp theo xuống còn 30,6%/25,8% vào cuối năm 2025-2026 nhờ vào: 1) giảm mức vay nợ, khi VHM có thể sử dụng dòng tiền tăng lên từ khách hàng khi thị trường bất động sản phục hồi; và 2) sự tăng trưởng liên tục của vốn chủ sở hữu nhờ lợi nhuận giữ lại tăng cao hơn.

Dự án khu công nghiệp được chấp thuận đầu tư

Vào tháng 7/2024, dự án khu công nghiệp của Vinhomes tại Khu kinh tế Vũng Áng, tỉnh Hà Tĩnh đã được chấp thuận chủ trương đầu tư. Dự án có tổng diện tích 964,84 ha, với tổng giá trị đầu tư là 13.200 tỷ đồng (vốn góp của chủ sở hữu là 1.991,4 tỷ đồng). Dự án có thời hạn hoạt động 70 năm kể từ ngày được chấp thuận chủ trương đầu tư và chấp thuận nhà đầu tư.

Triển vọng 2024-25: Các đại dự án phức hợp thúc đẩy doanh số bán trước

Thay đổi dự phóng KQKD giai đoạn 2024-25

Hình 7: Thay đổi dự phóng KQKD giai đoạn 2024-25

(Tỷ đồng)	Cũ		Mới				Ghi chú về thay đổi dự báo KQKD	
	2023	2024	2025	2024	% svck	2025		% svck
Doanh thu	103.557	120.042	136.006	114.643	10,7%	125.992	9,9%	Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu năm 2024-25 lần lượt 4,5%/7,4% sv dự báo trước đó, do: (1) Chúng tôi giảm doanh thu từ bán BĐS 12,7% do kéo dài thời gian ước tính về việc bàn giao các sản phẩm trong năm 2024. Chúng tôi giảm doanh thu năm 2025 15,4% do kỳ vọng doanh thu ghi nhận từ các căn bán lẻ thấp hơn, dựa trên tốc độ bán hàng chậm hơn dự kiến trong các quý gần đây. (2) Chúng tôi tăng doanh thu từ dịch vụ xây dựng lần lượt 104,8%/95,5% trong năm 2024-25, dựa vào đà mở rộng hiện tại của mảng kinh doanh này.
Chuyển nhượng bất động sản	89.669	105.189	120.227	91.842	2,4%	101.719	10,8%	
Dịch vụ xây dựng	6.707	7.378	8.116	15.108	125,3%	15.864	5,0%	
Lợi nhuận gộp	35.707	42.154	49.197	38.191	7,0%	43.257	13,3%	Biên LN gộp được điều chỉnh giảm 1,8 điểm % trong các năm 2024-25, chủ yếu do tỷ trọng đóng góp cao hơn từ hoạt động xây dựng.
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>34,5%</i>	<i>35,1%</i>	<i>36,2%</i>	<i>33,3%</i>	<i>-1,2 đ %</i>	<i>34,3%</i>	<i>1,0 đ %</i>	
<i>Biên LN gộp bán BĐS (%)</i>	<i>37,7%</i>	<i>39,5%</i>	<i>41,6%</i>	<i>39,6%</i>	<i>1,9 đ %</i>	<i>42,5%</i>	<i>2,9 đ %</i>	
Chi phí BH&QLDN	(7.756)	(24.141)	(25.947)	(20.523)	-15,0%	(23.008)	12,1%	
Doanh thu tài chính	19.954	29.568	38.238	36.717	84,0%	36.093	-1,7%	Chúng tôi tăng doanh thu tài chính 24,2% trong năm 2024, do tăng ước tính các khoản ghi nhận từ giao dịch bán lẻ lớn trong năm 2024, chủ yếu từ các dự án hợp tác kinh doanh (BCC) bao gồm Vinhomes Royal Island, Vinhomes Global Gate và Vinhomes Wonder Park. Chúng tôi giảm dự báo năm 2025 5,6% do thu nhập từ lãi giảm sau khi số dư tiền mặt giảm sau đợt mua lại cổ phiếu.
Lợi nhuận trước thuế	43.310	44.008	58.220	43.896	1,4%	45.713	4,1%	
Lợi nhuận ròng	33.371	35.023	45.770	34.175	2,4%	34.973	2,3%	EPS năm 2024 tăng 6,6% nhờ số lượng cổ phiếu giảm sau khi Vinhomes hoàn tất kế hoạch mua lại cổ phiếu.
EPS	7.664	8.043	10.511	8.577	11,9%	8.778	2,3%	EPS giảm 16,5% trong năm 2025 do dự phóng lợi nhuận ròng của chúng tôi giảm.

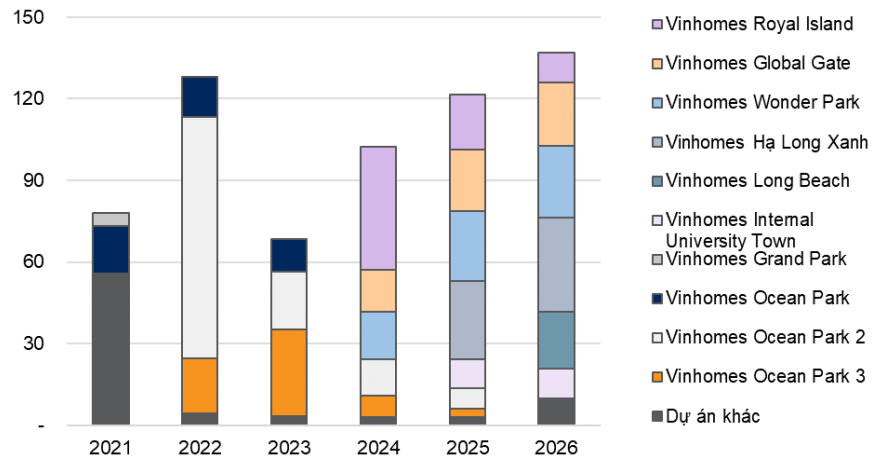
Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng giá trị hợp đồng ký bán của VHM sẽ tăng 17,5% svck lên 102.203 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ:

- (1) ba đại dự án Vinhomes Royal Island (877ha, Hải Phòng), Vinhomes Global Gate (385ha, Hà Nội), và Vinhomes Wonder Park (133ha, Hà Nội) mà chúng tôi kỳ vọng sẽ ra mắt trong Q4/24;
- (2) 2.100 căn thấp tầng còn lại tại Vinhomes Ocean Park 2 (460ha, Hưng Yên), 3.300 căn thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park 3 (294ha, Hưng Yên) và 1.700 căn tại Vinhomes Ocean Park (420ha, Hà Nội), Vinhomes Smart City (280ha, Hà Nội) và Vinhomes Grand Park (272ha, TP.HCM).

Cho năm 2025, chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng ký bán sẽ tăng 19,0% svck lên 121.636 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi doanh số từ Vinhomes Hạ Long Xanh (5.545ha, Quảng Ninh), Vinhomes International University Town (924ha, TP.HCM), cũng như phần còn lại của Vinhomes Global Gate, Wonder Park và Royal Island.

Hình 8: Dự báo của chúng tôi về giá trị hợp đồng ký bán của VHM (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



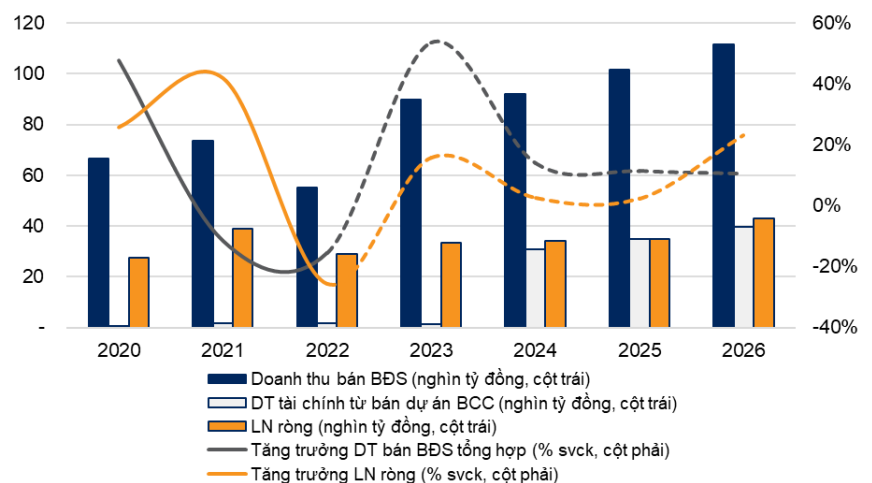
Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Trong những năm tới, khi các dự án lớn theo hợp đồng BCC với Vingroup được triển khai, phần bán BĐS được ghi nhận vào doanh thu dự kiến sẽ tăng chậm hơn, trong khi doanh thu tài chính sẽ gia tăng mức đóng góp vào lợi nhuận ròng.

Chúng tôi ước tính doanh thu bán bất động sản của VHM sẽ tăng 2,4% svck lên đạt 91.842 tỷ đồng trong năm 2024 và tăng 9,9% svck lên 101.719 tỷ đồng trong năm 2025. Chúng tôi dự báo thu nhập từ các dự án BCC sẽ đạt 30.912 tỷ đồng trong năm 2024 và 35.056 tỷ đồng trong năm 2025.

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ đạt 34.176 tỷ đồng trong năm 2024 và 34.974 trong năm 2025, lần lượt tăng trưởng 2,4% và 2,3% svck.

Hình 9: Chúng tôi dự báo LN ròng của VHM sẽ tăng 2,4%/2,3% svck trong 2024-25



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

DT chưa thực hiện cao đảm bảo tăng trưởng KQKD năm 2024-25

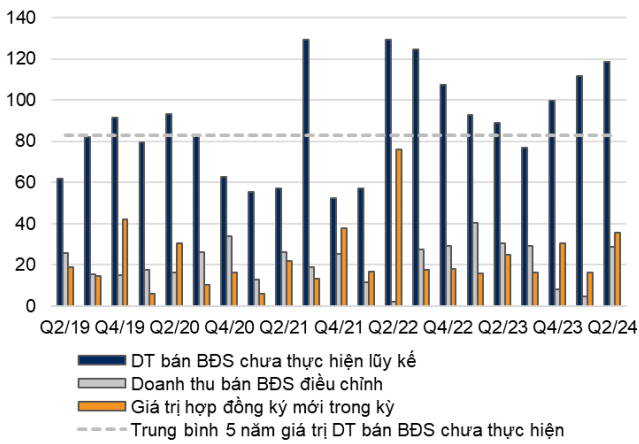
Vinhomes đã ghi nhận 51.700 tỷ đồng doanh số ký bán trong 6T24, cao hơn 27,3% svck. Trong đó, Vinhomes Royal Island chiếm 81%, đạt 41.900 tỷ đồng.

Tổng giá trị doanh thu bán dự án chưa thực hiện lũy kế tại cuối tháng 6/2024 tăng 33,2% svck lên 118.700 tỷ đồng, bao gồm 58% là bán lô lớn và 42% là bán lẻ. Doanh thu bán dự án chưa thực hiện lũy kế đã tăng trở lại trong các quý gần đây, trong khi doanh thu được ghi nhận đang chậm lại do các dự án mới ra mắt

chưa hoàn thành để bàn giao. Điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng tổng doanh thu điều chỉnh của mảng bán bất động sản² trong nửa cuối năm 2024, dựa trên tiến độ của các dự án đang triển khai. Ban lãnh đạo dự kiến khoảng 65.000 tỷ đồng từ doanh số bán hàng chưa thực hiện lũy kế hiện tại sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2024.

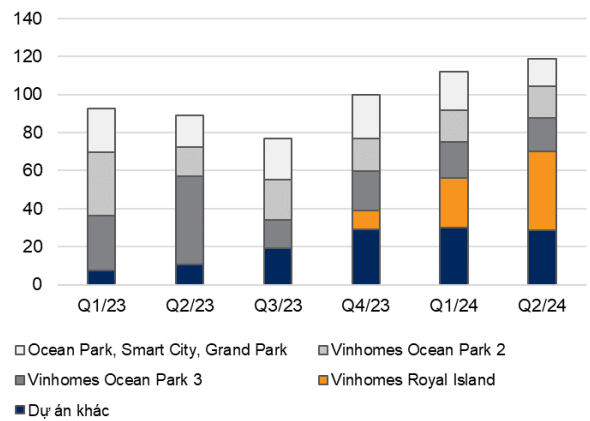
Vinhomes đang đàm phán hai thương vụ bán lô lớn với tổng giá trị 40.000 tỷ đồng, dự kiến sẽ hoàn thành trong nửa cuối năm 2024. Công ty chưa công bố thông tin chi tiết về dự án trong hai thương vụ này. Nếu Vinhomes thực hiện thành công các thương vụ này vào nửa cuối năm 2024, công ty sẽ đạt được mục tiêu doanh số ký bán của cả năm (90.000-110.000 tỷ đồng), tạo nền tảng vững chắc cho đà tăng trưởng doanh thu mảng bất động sản trong năm 2025.

Hình 10: Doanh số chưa ghi nhận lũy kế tại thời điểm cuối Q2/24 đã đạt mức cao nhất kể từ Q3/22 (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

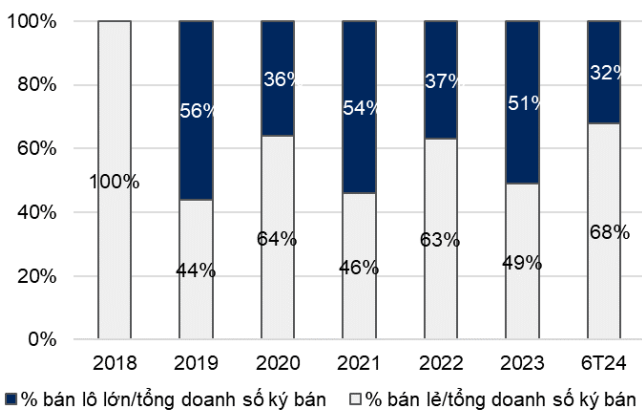
Hình 11: Vinhomes Royal Island đang đóng góp nhiều nhất vào doanh số chưa ghi nhận lũy kế (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

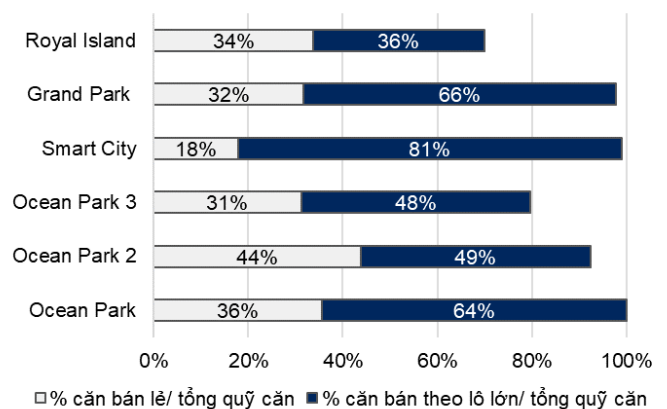
Chiến lược bán lô lớn đã cho thấy hiệu quả nhất định khi mang lại dòng tiền nhanh chóng và trực tiếp từ đối tác, đặc biệt có lợi trong những giai đoạn tâm lý thị trường và nhu cầu của khách hàng bán lẻ yếu, điều này lý giải tại sao cấu phần bán lô lớn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh số bán bất động sản của Vinhomes. Bán lô lớn cũng có thể đại diện cho sự hợp tác chiến lược với các chủ đầu tư nước ngoài uy tín (như Mitsubishi, CapitaLand), tận dụng danh tiếng của các công ty này để thu hút khách hàng trong một phạm vi rộng hơn.

Hình 12: Tỷ trọng bán lô lớn và bán lẻ trong tổng giá trị hợp đồng ký mới mỗi năm



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tỷ trọng bán lô lớn và bán lẻ trong các dự án lớn gần đây



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

²: DT điều chỉnh mảng bán BĐS = DT bán bất động sản + DT tài chính từ bán BĐS theo hợp đồng BCC và bán cổ phần dự án BĐS

Các đại dự án sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng giai đoạn 2024-26

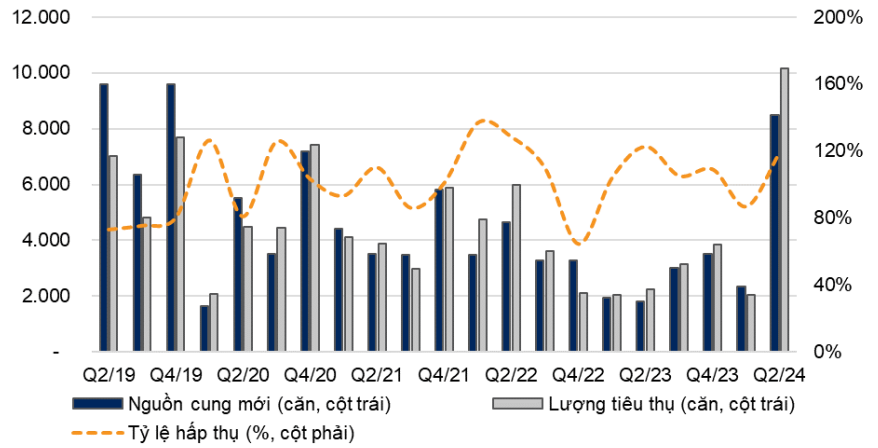
Triển vọng tích cực cho hai dự án tại Hà Nội được ra mắt thời gian tới

Thị trường bất động sản nhà ở tại Hà Nội đã phục hồi mạnh mẽ trong Q2/24

Sau khởi đầu khiêm tốn trong Q1/24, nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội đã đạt mức cao nhất trong ba năm vào Q2/24 (+263% so với quý trước, +367% svck), và đạt 10.841 căn trong 6T24 (+176% svck). Tỷ lệ hấp thụ³ vẫn mạnh, đạt 119,7% trong Q2 và 112,6% trong 6T24, bất chấp giá nhà tăng, cho thấy nhu cầu mạnh mẽ. Giá sơ cấp trung bình của căn hộ chung cư tại Hà Nội trong Q2/24 đã tăng mạnh 25% svck và tăng 6,5% so với quý trước.

Theo dữ liệu từ CBRE, nguồn cung căn hộ mới trong năm 2024 dự kiến đạt hơn 12.000 căn (+20% svck) tại Hà Nội. Tỷ lệ hấp thụ đối với nguồn cung mới dự kiến vẫn duy trì trên 100% tại thị trường này.

Hình 14: Thị trường BĐS nhà ở tại Hà Nội phục hồi mạnh mẽ ở cả hai phía nguồn cung và nhu cầu trong Q2/24



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Các đại dự án tại Hà Nội sẽ được mở bán đúng kế hoạch trong năm nay

Vinhomes Global Gate đã được giới thiệu tới cộng đồng môi giới vào ngày 09/09 và Vinhomes Wonder Park dự kiến sẽ được mở bán trong thời gian tới. Hai dự án này lần lượt nằm ở khu vực Đông Bắc và Tây Bắc Hà Nội. Đây là các dự án phức hợp, kết hợp giữa khu dân cư, bất động sản thương mại với các tiện ích nội khu, kỳ vọng đóng góp lớn vào quá trình đô thị hóa của khu vực và đồng thời tận dụng lợi thế từ sự phát triển của hạ tầng giao thông xung quanh. Sự phát triển tại vùng phía Bắc thành phố sẽ tạo lợi thế cho Đông Anh và Đan Phượng trong việc phát triển thị trường bất động sản nhà ở và thu hút cư dân, do nguồn cung hạn chế tại khu vực nội thành. Hai huyện Đông Anh và Đan Phượng đã được phê duyệt để lên quận và đặt mục tiêu đạt được trạng thái này vào năm 2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng phản ứng tích cực từ thị trường đối với hai dự án này, thu hút cả người mua bất động sản để ở và mua cho mục đích đầu tư.

Vinhomes Global Gate hưởng lợi từ mạng lưới giao thông khu vực ngày càng phát triển tại Đông Anh, bao gồm đường cao tốc Thăng Long – Nội Bài, đường cao tốc Nhật Tân – Nội Bài, Quốc lộ 5 mở rộng, đại lộ Trường Sa – Hoàng Sa, Quốc lộ 3, Đường 23B và 23A, cầu Thăng Long, cầu Đông Trù, và cầu Tứ Liên

³: Tỷ lệ hấp thụ = số căn bán được trong kỳ/ số căn mở bán mới trong kỳ

đã được khởi công xây dựng. Hạ tầng giao thông phát triển sẽ giúp rút ngắn khoảng cách đến trung tâm thành phố, khu vực Hồ Tây và các tỉnh lân cận.

Đối với Vinhomes Wonder Park, dự án được bao quanh bởi bốn phía là các con đường lớn. Ngoài ra, dự án này sẽ hưởng lợi từ việc hoàn thành đoạn kết nối từ dự án đến đường Tây Thăng Long, dự kiến sẽ kết nối trực tiếp dự án với khu vực Hồ Tây. Đường Tây Thăng Long, rộng 60,5m, bắt đầu từ Phạm Văn Đồng (trung tâm Hà Nội) và kéo dài đến thị xã Sơn Tây, là một trong những tuyến đường huyết mạch của thành phố.

Hình 15: Vinhomes Global Gate (Vinhomes Cổ Loa)



- Vị trí: huyện Đông Anh, tp. Hà Nội
- Tổng diện tích dự án: 385ha (NSA: 139,9ha)
- Chủ đầu tư: VEFAC (VEF) (trong đó VGR sở hữu 88%)
- Sản phẩm: Chung cư/Biệt thự/Shophouse/Trường học/TTTM; Trung tâm Triển lãm Quốc gia quy mô 90ha
- Số căn: 4.100 căn thấp tầng, 12.600 căn chung cư
- Cập nhật tiến độ: Đã ra mắt vào tháng 9. Đang xây dựng cơ sở hạ tầng dự án.

Hình 16: Vinhomes Wonder Park



- Vị trí: huyện Đan Phượng, tp. Hà Nội
- Tổng diện tích dự án: 133ha (NSA: 36,4ha)
- Chủ đầu tư: Vingroup (VIC)
- Sản phẩm: Chung cư/Liên kề/Biệt thự/Trường học/TTTM; công viên sinh thái quy mô 16ha
- Số căn: 2,300 căn thấp tầng, 600 căn chung cư
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng cơ sở hạ tầng dự án. Dự kiến mở bán trong Q4/24.

Lưu ý: Thời gian mở bán dự kiến được chúng tôi ước tính dựa trên kế hoạch công ty công bố và điều kiện thị trường

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật các dự án dự kiến được mở bán trong năm 2025

Hình 17: Vinhomes Hạ Long Xanh



- Vị trí: thị xã Quảng Yên, tỉnh Quảng Ninh
- Chủ đầu tư: Liên danh Vingroup (VIC) và Vinhomes (VHM)
- Tổng diện tích dự án: 5.545ha
- Sản phẩm: Chung cư/Liên kề/Biệt thự/Shophouse
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng cơ sở hạ tầng dự án. Dự kiến mở bán trong nửa đầu 2025.

Hình 18: Vinhomes International University Town



- Vị trí: huyện Hóc Môn, TP.HCM
- Developer: Vinhomes (VHM)
- Tổng diện tích dự án: 924ha
- Sản phẩm: Chung cư/Liên kề/Biệt thự/Shophouse
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng cơ sở hạ tầng dự án. Dự kiến mở bán trong năm 2025.

Lưu ý: Thời gian mở bán dự kiến được chúng tôi ước tính dựa trên kế hoạch công ty công bố và điều kiện thị trường

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hưởng lợi từ các luật Bất động sản sửa đổi

Nhờ quyết tâm của Chính phủ trong việc tháo gỡ những điểm nghẽn trên thị trường, ba luật lớn về bất động sản (Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023) đã bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/08/2024, sớm hơn so với dự kiến trước đó là ngày 01/01/2025. Chính phủ cũng đã ban hành các văn bản dưới luật để hướng dẫn áp dụng (như Nghị định 71/2024/NĐ-CP về định giá đất; Nghị định 103/2024/NĐ-CP về phí sử dụng đất; và Thông tư 10/2024/TT-BTNMT về hồ sơ đất đai, giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất; ...), điều này sẽ giúp quá trình phê duyệt dự án trở nên thông suốt hơn trong thời gian tới.

Trong ngắn hạn, các luật sửa đổi có thể có các tác động trái chiều đến thị trường. Ví dụ, chủ đầu tư có thể phải đối mặt với áp lực tài chính gia tăng dưới các khung giá đất địa phương mới, điều này có thể dẫn đến chi phí thu mua đất cao hơn đáng kể do giá đất tăng so với mức hiện tại, và do đó, gây thêm thách thức cho quá trình đền bù giải phóng mặt bằng. Quy định rõ ràng hơn về việc thu xếp đủ vốn chủ sở hữu cho phát triển từng dự án, theo Luật Kinh doanh Bất động sản mới, sẽ có lợi cho các chủ đầu tư có tài chính mạnh. Mặt khác, các quy định có lợi cho người mua nhà, như giới hạn tiền đặt cọc không quá 5% (trước đây khi chưa có quy định cụ thể về tiền đặt cọc, chủ đầu tư thường thu 10% hoặc hơn trên tổng giá trị hợp đồng) và mở rộng quyền sở hữu nhà ở cho người nước ngoài, sẽ hỗ trợ tâm lý người mua nhà.

Về dài hạn, chúng tôi tin rằng các luật sửa đổi sẽ định hướng thị trường phát triển theo hướng minh bạch và bền vững hơn, sau khi giải quyết những vấn đề pháp lý còn tồn đọng, cũng như đưa ra các yêu cầu nghiêm ngặt hơn đối với các chủ đầu tư và bảo vệ quyền lợi của người mua nhà.

Là nhà phát triển hàng đầu cả nước với tình hình tài chính khỏe mạnh, khả năng triển khai dự án tốt và đáp ứng đầy đủ các quy định pháp lý, Vinhomes có nhiều lợi thế cạnh tranh dưới các luật mới này.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 52.700 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp với tỷ trọng tương đương là định giá RNAV và định giá P/B:

- RNAV: Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với hệ số chiết khấu WACC của mỗi dự án là 11,05%, với các kế hoạch thực hiện và bán hàng chi tiết được VHM công bố để điều chỉnh lại giá trị tài sản đầu tư và hàng tồn kho. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giá trị hiện tại thuần (NPV) khác nhau đối với từng dự án, tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, cũng như tỷ lệ hấp thụ. Chúng tôi áp dụng mức lãi suất phi rủi ro là 2,79% (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam tính đến ngày 30/06/2024) và mức phân bù rủi ro thị trường là 7,78% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% vào định giá RNAV, để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về những rủi ro liên quan đến Vingroup.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên giả định Vinhomes hoàn thành kế hoạch mua lại cổ phiếu của mình như đã đề xuất.

- Chúng tôi áp dụng mức P/B mục tiêu cho giá trị sổ sách ước tính trung bình giai đoạn 2024-25 là 1,0 lần, để phản ánh giá mục tiêu bằng đúng giá trị tài sản ròng của công ty. Mức P/B này tương đương với P/B hiện tại của cổ phiếu và thấp hơn so với mức trung bình 3 năm (1,8 lần) và 5 năm (2,7 lần).

VHM đã được duy trì giao dịch ở mức 0,9 lần kể từ đầu năm 2024, trước khi công ty công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu.

Do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư, VHM đang được giao dịch ở mức P/B thấp hơn so với mức trung bình các công ty cùng ngành (Hình 25), mặc dù đạt được ROE cao hơn (Hình 26).

Hình 19: Tóm tắt định giá (Đơn vị: Đồng/cp)

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng
RNAV	52.768	50%	26.384
P/B	52.558	50%	26.279
Giá mục tiêu (làm tròn)			52.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Bảng phân tích độ nhạy của định giá theo phương pháp RNAV dựa trên thay đổi giả định WACC và tỷ lệ chiết khấu

Tỷ lệ chiết khấu vào RNAV (%)	Kịch bản cơ sở	WACC (%)				
		Kịch bản cơ sở				
		10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%
0%		68.763	67.300	65.960	64.727	63.587
10%		61.887	60.570	59.364	58.255	57.228
20%		55.110	53.840	52.768	51.782	50.870
30%		48.134	47.110	46.172	45.309	44.511
40%		41.258	40.380	39.576	38.836	38.152

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Bảng phân tích độ nhạy của định giá theo phương pháp RNAV dựa trên mức chiết khấu vào NPV các dự án

Tỷ lệ chiết khấu NPV các dự án (%)				
Kịch bản thận trọng		Kịch bản cơ sở		Kịch bản tích cực
- Chiết khấu tại các dự án đã mở bán: Vinhomes Sky Park, Golden Avenue, Royal Island: 40% Còn lại: 0%	- Chiết khấu tại các dự án đã mở bán: Vinhomes Sky Park, Golden Avenue, Royal Island: 40% Còn lại: 0%	- Chiết khấu tại các dự án đã mở bán: Vinhomes Sky Park, Golden Avenue, Royal Island: 30% Còn lại: 0%	- Chiết khấu tại các dự án đã mở bán: Vinhomes Sky Park, Golden Avenue, Royal Island: 15% Còn lại: 0%	- Chiết khấu tại các dự án đã mở bán: 0%
- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2024: 60%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2024: 60%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2024: 50%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2024: 50%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2024: 40%
- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2025-26: 80%/90%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2025-26: 80%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2025-26: 80%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2025-26: 70%/80%	- Chiết khấu tại các dự án sẽ mở bán trong 2025-26: 70%/80%
- Chiết khấu tại các dự án NOXH: 20%	- Chiết khấu tại các dự án NOXH: 20%	- Chiết khấu tại các dự án NOXH: 10%	- Chiết khấu tại các dự án NOXH: 10%	- Chiết khấu tại các dự án NOXH: 10%
47.934	50.127	52.768	56.275	59.470

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Định giá RNAV (Đơn vị: tỷ đồng)

BDS hàng tồn kho và đầu tư	Giá trị hợp lý	Phương pháp
BDS nhà ở	355.767	DCF
<i>Các dự án đóng góp chính</i>		
Vinhomes Ocean Park 2	18.503	
Vinhomes Ocean Park 3	10.693	
Vinhomes Co Loa	19.414	
Vinhomes Royal Island	37.346	
Vinhomes Hạ Long Xanh	36.072	
Vinhomes Long Beach	24.823	
Vinhomes International University Town	12.527	
Văn phòng cho thuê	32.105	
BDS công nghiệp	10.786	
Tổng giá trị BDS	398.658	
Kịch bản cơ sở: VHM hoàn thành kế hoạch mua lại cổ phiếu trong năm 2024		
Cộng		
Tiền và tương đương tiền	1.724	Giá trị sổ sách ước tính tại cuối 2024
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.026	
Trừ		
Vay nợ	74.098	
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.000	
Dư nợ phải thu từ Vingroup và các bên liên quan	57.500	
Giá trị tài sản thuần	262.811	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	3.984	
Tỷ lệ chiết khấu	20%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	52.768	
Trường hợp VHM không mua lại cổ phiếu		
Cộng		
Tiền và tương đương tiền	18.276	Giá trị sổ sách ước tính tại cuối 2024
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.026	
Trừ		
Vay nợ	74.098	
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.000	
Dư nợ phải thu từ Vingroup và các bên liên quan	57.500	
Giá trị tài sản thuần	279.362	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	4.354	
Tỷ lệ chiết khấu	20%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	51.325	

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Giả định WACC

Các giả định	
Hệ số beta (lần)	1,0
Market premium	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí sử dụng VCSH	10,6%
Chi phí sử dụng vốn vay	12,0%
Tỷ lệ nợ	33,7%
Tỷ lệ vốn	66,3%
WACC	11,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Định giá P/B

Giá trị số sách trung bình giai đoạn 2024-25 (đồng/cp)				52.558
	P/B hiện tại	Trung bình 3 năm	Trung bình 5 năm	
VHM	1,0	1,8	2,7	
Trung bình ngành	1,3	2,0	2,2	
P/B mục tiêu (lần)				1,0
Giá mục tiêu (đồng/cp)				52.558

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Bảng phân tích độ nhạy của định giá theo phương pháp P/B

P/B mục tiêu (lần)							
Kịch bản cơ sở							
	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
	42.046	47.302	52.558	57.814	63.070	68.326	73.581

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 18/09/2024)

Công ty	Mã chứng khoán	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)		D/E (lần)
				Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024		Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024	
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	38.000	1.403,0	53,4	37,8	2,2	1,9	(35,8)	4,4	6,5	2,4	3,7	0,4
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	41.950	655,0	40,3	28,7	1,7	1,7	(11,3)	4,4	6,0	1,5	2,9	0,5
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	11.300	895,0	11,1	N/A	0,6	N/A	(72,0)	5,3	N/A	0,8	N/A	1,3
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	21.750	771,0	35,1	40,2	1,7	1,8	(38,6)	5,0	5,9	2,3	2,1	0,3
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	15.650	458,0	61,3	55,5	1,1	1,0	(23,1)	1,7	2,3	0,6	1,7	0,4
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC)	DIG VN	22.650	561,0	362,4	N/A	1,8	N/A	(17,4)	0,5	N/A	0,2	N/A	0,4
Trung bình				93,9	40,6	1,5	1,6	(33,0)	3,6	5,2	1,3	2,6	0,5
Trung vị				46,9	39,0	1,7	1,8	(29,5)	4,4	6,0	1,2	2,5	0,5
CTCP Vinhomes	VHM VN	43.900	7.763,0	8,2	8,3	1,0	1,2	15,8	13,1	15,8	5,3	6,5	0,3

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

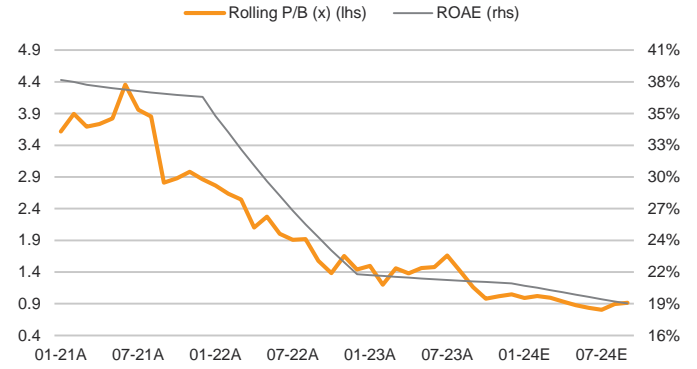
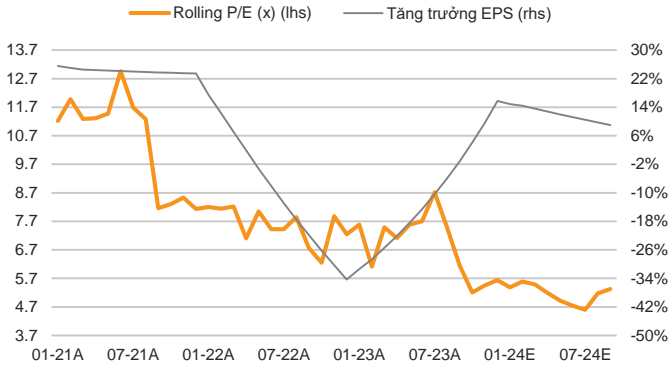
Các yếu tố chính gây ảnh hưởng đến luận điểm đầu tư**Tiềm năng tăng giá:**

- Các chính sách hỗ trợ phát huy tác dụng và mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục thấp, giúp cho thị trường sôi động trở lại sớm hơn kỳ vọng.

Rủi ro giảm giá:

- Sự chậm trễ trong việc tháo gỡ các khó khăn pháp lý, khiến cho doanh nghiệp chậm xin được giấy phép mở bán dự án mới.
- Các yếu tố bất định trong nền kinh tế kéo dài hơn kỳ vọng và lãi suất cho vay mất nhiều thời gian hơn để giảm về mức hấp dẫn đối với người mua nhà, khiến cho nhu cầu mua nhà yếu hơn và doanh số ký bán thấp hơn kỳ vọng.

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	103.557	114.643	125.992
Giá vốn hàng bán	(67.850)	(76.452)	(82.735)
Chi phí quản lý DN	(4.093)	(5.074)	(3.019)
Chi phí bán hàng	(3.663)	(15.448)	(19.989)
LN hoạt động thuần	27.951	17.669	20.249
EBITDA thuần	29.387	20.040	22.835
Chi phí khấu hao	(1.436)	(2.371)	(2.586)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	27.951	17.669	20.249
Thu nhập lãi	19.954	36.717	36.093
Chi phí tài chính	(3.870)	(9.567)	(9.475)
Thu nhập ròng khác	(735)	(931)	(1.162)
TN từ các Cty LK & LD	11	10	9
LN trước thuế	43.310	43.896	45.713
Thuế	(9.777)	(9.657)	(10.057)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(64)	(683)
LN ròng	33.371	34.175	34.973
Thu nhập trên vốn	33.371	34.175	34.973
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	33.371	34.175	34.973

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	14.103	1.724	8.580
Đầu tư ngắn hạn	3.834	4.026	4.428
Các khoản phải thu ngắn hạn	132.871	144.950	155.940
Hàng tồn kho	55.318	60.332	65.541
Các tài sản ngắn hạn khác	36.215	31.159	33.201
Tổng tài sản ngắn hạn	242.341	242.191	267.691
Tài sản cố định	72.462	92.514	83.753
Tổng đầu tư	7.760	8.750	8.077
Tài sản dài hạn khác	122.068	146.531	123.496
Tổng tài sản	444.631	489.986	483.017
Vay & nợ ngắn hạn	18.290	27.338	24.640
Phải trả người bán	20.452	23.045	17.457
Nợ ngắn hạn khác	172.331	173.203	142.363
Tổng nợ ngắn hạn	211.073	223.586	184.461
Vay & nợ dài hạn	38.394	46.760	47.619
Các khoản phải trả khác	12.527	14.917	14.917
Vốn điều lệ và	43.544	39.844	39.844
LN giữ lại	133.392	152.420	183.717
Vốn chủ sở hữu	179.302	194.723	226.020
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.335	10.000	10.000
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	444.631	489.986	483.017

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	43.310	43.896	45.713
Khấu hao	1.436	2.371	2.586
Thuế đã nộp	(5.812)	(9.657)	(10.057)
Các khoản điều chỉnh khác	(15.467)	(3.351)	(94)
Thay đổi VLĐ	(21.951)	(27.638)	(30.201)
LC tiền thuần HKĐK	1.517	5.621	7.948
Đầu tư TSCĐ	(9.988)	(25.427)	4.745
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2.775	3.347	90
Các khoản khác	(11.419)	(17.250)	(34.604)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(18.632)	(39.330)	(29.769)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	6	(3.700)	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	20.396	35.030	38.677
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(10.000)	(10.000)
LC tiền thuần HĐTC	20.401	21.330	28.677
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10.817	14.103	1.724
LC tiền thuần trong năm	3.286	(12.379)	6.856
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14.103	1.724	8.580

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	32,2%	29,8%	27,8%
Vòng quay TS	0,26	0,25	0,26
ROAA	8,3%	7,3%	7,2%
Đòn bẩy tài chính	2,49	2,50	2,31
ROAE	20,6%	18,3%	16,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	68,8	65,6	57,0
Số ngày nắm giữ HTK	297,6	288,8	289,1
Số ngày phải trả tiền bán	110,0	110,3	77,0
Vòng quay TSCĐ	1,56	1,39	1,43
ROIC	13,9%	12,3%	11,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,8	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,1
Vòng quay tiền	256,3	244,1	269,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	66,0%	10,7%	9,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	9,1%	(36,8%)	14,6%
Tăng trưởng LN ròng	15,7%	2,4%	2,3%
Tăng trưởng EPS	15,7%	7,0%	7,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.	
Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Steven Woo – Trưởng phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – Chuyên viên phân tích

Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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