

## CTCP Vinhomes (VHM)

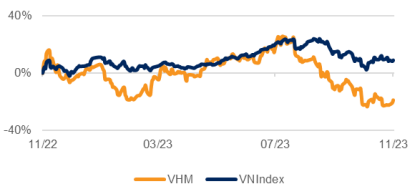
### Bất động sản

Giá hiện tại	VND41.300
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND66.200 /VND38.500
Giá mục tiêu	VND85.500
Giá mục tiêu cũ	VND90.000
Giá mục tiêu vs Consensus	+30,5%
Tiềm năng tăng giá	107,0%
Tỷ suất cổ tức	0,4%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	107,4%
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>
Thị giá vốn (tr USD)	7.408,6
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	12,1
Sở hữu NN (tr USD)	1.970,7
SLCP lưu hành (tr)	4.354,4
SLCP pha loãng (tr)	4.354,4

	VHM	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T	4,3x	13,4x	14,7x
P/B hiện tại	1,0x	1,3x	1,6x
ROA	9,9%	1,0%	2,0%
ROE	22,9%	1,9%	11,7%

\*dữ liệu ngày 30/11/2023

### Diễn biến giá



### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup	69,3%
Viking Asia Holdings II Pte. Ltd.	5,2%
Cổ đông khác	25,5%

### 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 19.600ha, hầu hết được phân bổ tại những vị trí trung tâm đắc địa hoặc có tiềm năng phát triển du lịch.

### Chuyên viên phân tích:



**Phan Thanh Huyền**

[huyen.phanthanh@vndirect.com.vn](mailto:huyen.phanthanh@vndirect.com.vn)

## Khả quan (Duy trì)

### Tăng trưởng lợi nhuận 2 chữ số trong 2024-25

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá là 107,0% cùng tỷ suất cổ tức là 0,4%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 5,0% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 18,5% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Giá mục tiêu thay đổi chủ yếu do việc chúng tôi điều chỉnh so với dự báo trước về giá định beta cao hơn (từ 1,0 lên 1,4) và mức P/B mục tiêu cho trung bình giai đoạn 2023-24 thấp hơn (từ 1,8 lần về 1,3 lần).
- Mức P/B hiện tại là 1,0 lần đang thấp hơn so với trung bình ngành và chưa phản ánh hết tiềm năng phát triển của doanh nghiệp.

### Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q3/23 tăng 84% svck đạt 32,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ bàn giao sản phẩm đúng tiến độ tại dự án Vinhomes Ocean Park 3. Doanh thu lũy kế 9 tháng năm 2023 cao gấp 3 lần cùng kỳ, đạt 94,6 nghìn tỷ đồng.
- Lợi nhuận ròng Q3/23 giảm 26% svck về 10,7 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận ròng 9 tháng đạt 32,3 nghìn tỷ đồng, tăng 64% svck.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng lần lượt 15,1%/32,3% svck trong năm 2024 và 2025.

### Luận điểm đầu tư

#### Nhu cầu thị trường bất động sản nhà ở bắt đầu phục hồi khi lãi suất hạ nhiệt

Trong Q3/23, nhu cầu mua nhà tiếp tục vượt quá nguồn cung mới tại thị trường Hà Nội trong 3 tháng liên tiếp và tăng 78% sv quý trước tại thị trường tp.HCM. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ mạnh hơn trong các tháng tới, khi lãi suất cho vay mua nhà đã giảm đáng kể từ đỉnh và vẫn đang tiếp tục xu hướng giảm – lãi suất cho vay thả nổi trung bình tại các NHTM đang ở quanh mức 11%/năm (từ mức 13-14%/năm vào cuối năm 2022).

#### Các luật mới sẽ hỗ trợ hoạt động trên thị trường bất động sản kể từ năm 2025

Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi đã được thông qua trong tháng 11/2023 và sẽ có hiệu lực kể từ năm 2025, trong khi Luật Đất đai dự kiến sẽ được thông qua sau kỳ họp Quốc hội tiếp theo trong năm 2024. Trong đó, chúng tôi tin rằng các điều chỉnh trong Luật Kinh doanh Bất động sản về việc đòi hỏi các chủ đầu tư phải có năng lực tài chính mạnh hơn, năng lực hoàn thiện pháp lý và triển khai dự án tốt hơn, sẽ tạo thêm lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp đầu ngành như VHM.

#### VHM sở hữu vị thế tài chính mạnh

VHM là một trong các doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh nhất trong ngành với tỷ lệ nợ vay/VCSH dao động trong mức quanh 0,1 – 0,2 lần trong 3 năm qua. Khả năng thanh toán lãi vay vượt trội so với ngành ở mức 21,2 lần tại cuối Q3/23 (trung bình ngành là 2,1 lần).

#### Các đại dự án sẽ tiếp tục là nguồn động lực tăng trưởng doanh số ký mới của VHM trong giai đoạn 2024-25

Với năng lực triển khai dự án theo đúng tiến độ đã được chứng minh của VHM, chúng tôi tin rằng doanh số bán mới sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng ở mức 29,4%/57,5% svck khi thị trường bất động sản dần hồi phục trong giai đoạn 2024-25, với việc mở bán các đại dự án Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Hạ Long Xanh, Vinhomes Long Beach...

Tổng quan tài chính (đồng)	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần (tỷ)	62.393	107.916	119.261	138.775
Giá trị hợp đồng ký mới (nghìn tỷ)	128,20	70,75	91,56	144,18
Tăng trưởng DT tuần (% svck)	-26,6%	73,0%	10,5%	16,4%
Biên lợi nhuận gộp (%)	49,2%	37,7%	41,2%	43,8%
Biên EBITDA (%)	67,2%	48,2%	49,7%	59,9%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	-25,7%	31,2%	15,1%	32,3%
P/E (lần)	7,25	4,49	8,55	6,46
P/B (lần)	1,17	0,81	1,79	2,00
Quỹ đất (ha)	16,80	19,60	20,58	21,61
D/E (lần)	0,24	0,21	0,19	0,17
Hệ số thanh toán lãi vay (lần)	19,62	18,38	13,35	10,29

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

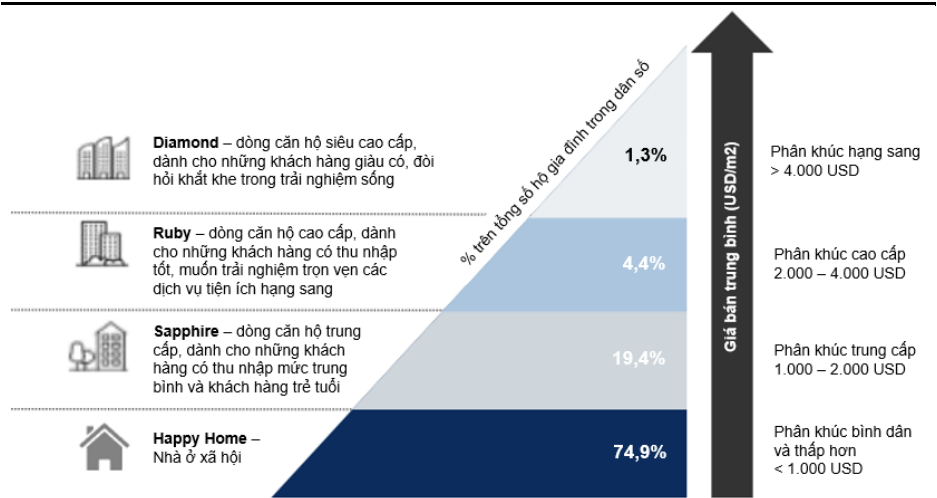
## Tổng quan công ty

### 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 179,84 nghìn tỷ đồng tại ngày 30/11/2023).

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 19.600ha (tính đến thời điểm cuối Q3/23), 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

### Quản bài chủ lực trong hệ sinh thái tập đoàn Vingroup

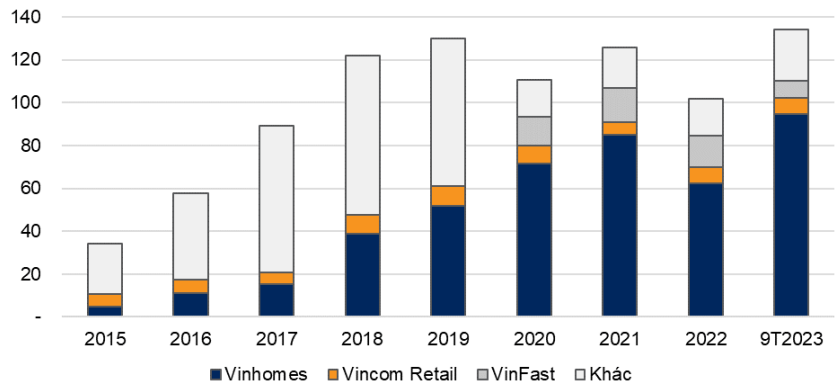
VHM là thành viên của Vingroup – tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam (HOSE: VIC) và có 69,3% cổ phần do tập đoàn mẹ nắm giữ, được thừa hưởng tiện ích từ các hạ tầng được phát triển trong hệ sinh thái của VIC như bệnh viện, trường học, TTTM ... Vinhomes có vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của Vingroup, đóng góp lên đến khoảng 65-70% doanh thu cả tập đoàn trong vòng 4 năm qua.

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



Nguồn: VIC, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Vinhomes đóng góp phần lớn trong tổng doanh thu của tập đoàn Vingroup (đơn vị: nghìn tỷ đồng)**

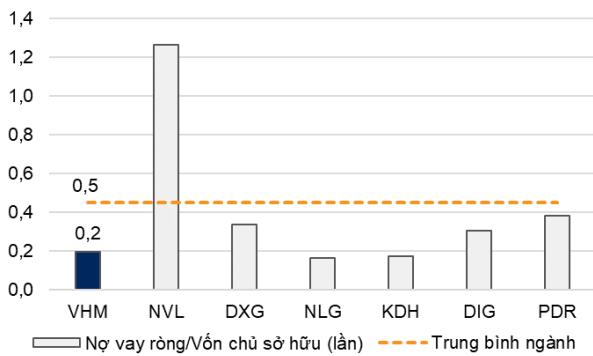


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Sở hữu vị thế tài chính mạnh so với mặt bằng doanh nghiệp trong ngành**

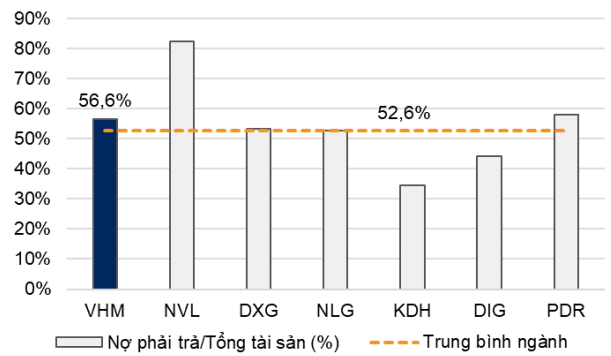
So với các công ty cùng ngành, VHM nằm trong top sở hữu bảng cân đối lành mạnh với tỷ lệ nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu (VCSH) ở mức 0,2 lần tại thời điểm cuối Q3/23, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 0,5 lần (VHM đã duy trì mức nợ vay ròng/VCSH quanh 0,1 – 0,2 lần trong vòng 3 năm qua). Bên cạnh đó, hệ số khả năng thanh toán lãi vay đáng chú ý ở mức 21,2 lần trong 9T23, cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 2,1 lần. Những yếu tố này giúp giảm thiểu các rủi ro liên quan đến thanh khoản và vỡ nợ.

**Hình 4: So sánh với các công ty cùng ngành về tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH tại thời điểm cuối Q3/23**



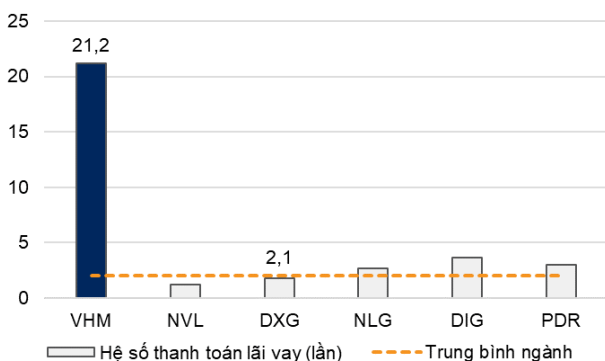
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: So sánh với các công ty cùng ngành về tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản tại thời điểm cuối Q3/23**



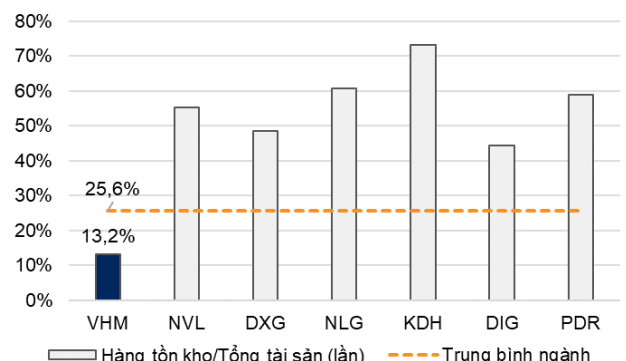
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: So sánh với các công ty cùng ngành về hệ số khả năng thanh toán lãi vay trong 9T23**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: So sánh với các công ty cùng ngành về tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản tại thời điểm cuối Q3/23**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt 9T23: KQKD tăng trưởng tích cực nhờ bàn giao sản phẩm đúng tiến độ

Hình 8: Tóm tắt KQKD 9T23

(Tỷ đồng)	3Q23	3Q22	% svck	9T23	9T22	% svck	% sv dự phóng cả năm 2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>32.724</b>	<b>17.805</b>	<b>83,8%</b>	<b>94.636</b>	<b>31.199</b>	<b>203,3%</b>	<b>89,3%</b>
Chuyển nhượng bất động sản	28.912	14.344	101,6%	85.737	22.453	281,8%	92,5%
<i>Các dự án đóng góp chính:</i>							
Vinhomes Ocean Park 2 (Hưng Yên)	2.300	13.200		56.000	13.200		
Vinhomes Ocean Park 3 (Hưng Yên)	25.700	-		25.700	-		
Dịch vụ xây dựng	1.732	2.116	-18,2%	3.707	4.819	-23,1%	56,6%
Dịch vụ quản lý bất động sản	759	313	142,3%	2.130	1.545	37,9%	78,1%
Cho thuê văn phòng	300	509	-41,1%	948	1.086	-12,7%	79,3%
Hoạt động khác	1.022	524	95,1%	2.114	1.296	63,1%	76,4%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>14.957</b>	<b>9.296</b>	<b>60,9%</b>	<b>34.708</b>	<b>15.182</b>	<b>128,6%</b>	<b>89,0%</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	45,7%	52,2%	-6,5 điểm %	36,7%	48,7%	-12,0 điểm %	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(1.318)</b>	<b>(1.289)</b>	<b>2,3%</b>	<b>(4.758)</b>	<b>(3.476)</b>	<b>36,9%</b>	<b>75,2%</b>
% Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	4,0%	7,2%	-3,2 điểm %	5,0%	11,1%	-6,1 điểm %	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>1.845</b>	<b>10.922</b>	<b>-83,1%</b>	<b>15.560</b>	<b>15.658</b>	<b>-0,6%</b>	<b>85,0%</b>
Lãi tiền gửi và cho vay	1.777	861	106,4%	4.630	1.991	132,6%	70,2%
Chuyển nhượng khoản đầu tư	-	8.918	-100,0%	9.074	11.818	-23,2%	90,7%
Hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh (BCC)	23	946	-97,6%	1.010	1.421	-28,9%	59,0%
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(954)</b>	<b>(862)</b>	<b>10,6%</b>	<b>(2.238)</b>	<b>(2.040)</b>	<b>9,7%</b>	<b>35,1%</b>
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(716)	(725)	-1,1%	(2.078)	(1.777)	17,0%	42,4%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>14.206</b>	<b>18.949</b>	<b>-25,0%</b>	<b>41.920</b>	<b>26.194</b>	<b>60,0%</b>	<b>94,0%</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10.695</b>	<b>14.494</b>	<b>-26,2%</b>	<b>32.300</b>	<b>19.700</b>	<b>64,0%</b>	<b>88,4%</b>

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

### Vinhomes Ocean Park 3 trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính trong Q3/23

Vinhomes công bố doanh thu Q3/23 đạt 32,7 nghìn tỷ đồng, tăng 84% svck, chủ yếu nhờ vào việc bàn giao đúng tiến độ 2.400 căn thấp tầng tại dự án Vinhomes Ocean Park 3. Doanh thu lũy kế 9 tháng đạt 94,6 nghìn tỷ đồng, gấp 3 lần cùng kỳ và hoàn thành 89% dự phóng cả năm của chúng tôi. Doanh thu điều chỉnh (bao gồm doanh thu chuyển nhượng bất động sản cộng thêm doanh thu bán lô lớn và doanh thu từ các dự án BCC với Vingroup) đạt 108,4 nghìn tỷ đồng, vượt kế hoạch doanh thu mà ban lãnh đạo đã đề ra cho năm 2023.

Tính đến cuối tháng 9/2023, Vinhomes đã bán 76% trên tổng số căn hộ ở dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 51% số căn hộ tại Vinhomes Ocean Park 3. Trong đó, doanh nghiệp đã bàn giao gần 9.000 căn thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park 2 và 2.400 căn tại Vinhomes Ocean Park 3 (đã bao gồm các căn thuộc hình thức BCC).

### Biên lợi nhuận gộp giảm svck nhưng đã cải thiện qua các quý

Biên lợi nhuận gộp (biên LN gộp) trong 9T23 giảm 12 điểm % svck còn 36,7%, do một phần các căn hộ bàn giao tại dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 3 thuộc hình thức BCC mà VHM chia sẻ lợi nhuận cho đối tác. Biên LN gộp Q3/23 đạt 45,7%, giảm 6,5 điểm % svck. Tuy nhiên, biên LN gộp đã cải thiện từ mức 22,3% trong Q1/23 và 40,2% trong Q2/23 do tỷ trọng của các căn bàn giao thuộc hình thức BCC giảm dần qua các quý.

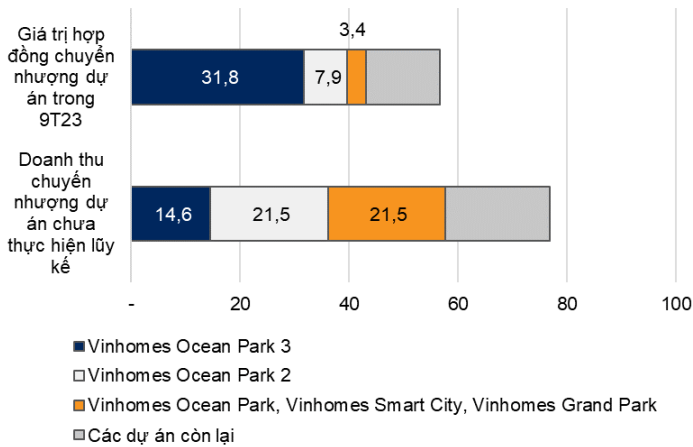
**Lợi nhuận ròng duy trì mức tăng trưởng cao trong 9T23, dù kết quả kinh doanh quý 3 không có đóng góp từ thu nhập tài chính**

Doanh thu tài chính trong Q3/23 đạt 1,8 nghìn tỷ đồng, giảm từ mức 10,9 nghìn tỷ đồng của Q3/22 do: (1) không có thu nhập từ chuyển nhượng khoản đầu tư do công ty không ghi nhận doanh thu bán lỗ lớn trong Q3/23 và (2) lợi nhuận ít hơn từ các dự án BCC (Vinhomes Harmony, Vinhomes Imperia, Vinhomes Star City) do các dự án này đã gần như hoàn thành. Lũy kế 9 tháng, doanh thu tài chính giảm nhẹ 0,6% svck đạt 15,6 nghìn tỷ đồng. Kết quả, lợi nhuận ròng 9T23 đạt 32,3 nghìn tỷ đồng, tăng 64% svck, hoàn thành 88% dự phóng cả năm của chúng tôi, dù lợi nhuận ròng trong Q3/23 giảm 26% svck còn 10,7 nghìn tỷ đồng.

**Doanh số ký bán mới giảm từ mức nền cao của năm trước**

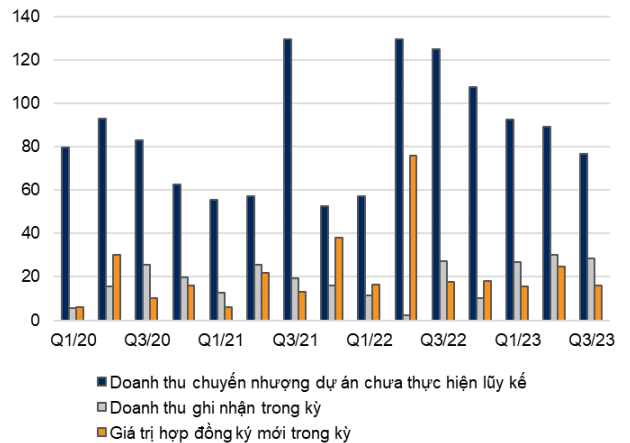
Giá trị hợp đồng bán hàng trong 9T23 đạt 56,7 nghìn tỷ đồng, trong đó doanh số tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3 lần lượt chiếm 14%/56%. Doanh số ký bán mới giảm 49% từ mức nền cao của 9T22 sau khi Vinhomes Ocean Park 2 bắt đầu được mở bán từ Q2/22. Do đó, doanh thu chuyển nhượng dự án chưa thực hiện lũy kế tại thời điểm cuối Q3/23 đã giảm 38% svck còn 76,9 nghìn tỷ đồng.

Hình 9: Cơ cấu doanh số ký mới trong 9T23 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Doanh số chưa ghi nhận của VHM giảm từ mức cao của năm 2022 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

**Mega Grand World sẽ góp phần thúc đẩy tỷ lệ hấp thụ tại dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 3**

Mega Grand World (18,7ha) là khu phức hợp giải trí và thương mại quy mô lớn nằm trên vị trí giáp ranh giữa Vinhomes Ocean Park 2 và Vinhomes Ocean Park 3, đã được mở bán vào tháng 7/23 và dự kiến sẽ chính thức khai trương vào tháng 12/23. Tính đến cuối tháng 9, dự án đã ghi nhận 500 đơn đặt cọc trên tổng số hơn 800 căn shophouse.

Với sự hỗ trợ từ hệ sinh thái Vingroup – Vincom Retail hay VinWonder để vận hành các mảng hoạt động bán lẻ và giải trí, Mega Grand World sẽ không chỉ thu hút được khách hàng đến trải nghiệm dịch vụ trong khu, mà đồng thời sẽ giúp tăng lượng khách đến Vinhomes Ocean Park 2 và 3 nói chung. Bên cạnh đó, do Vinhomes Ocean Park 2 và 3 có vị trí địa lý ở ngoại thành Hà Nội (thành phố Hưng Yên), việc có cơ sở vật chất như trên để giúp khách hàng có được trải nghiệm sống tương tự như ở nội đô là điều cần thiết. Do đó, chúng tôi tin rằng

phân khu này sẽ giúp thúc đẩy hoạt động bán hàng đối với phần còn lại ở Vinhomes Ocean Park 2 and 3 trong năm 2024-25.

### Vinhomes dự kiến mở bán dự án nhà ở xã hội đầu tiên vào tháng 12/2023

VHM dự kiến mở bán phân khu nhà ở xã hội (NOXH) nằm trong phạm vi dự án Vinhomes Star City (Thanh Hóa) vào cuối năm 2023.

Dự án NOXH ở KCN Nam Trảng Cát (Hải Phòng) đã được điều chỉnh quy mô từ 26ha lên 33ha, và được kỳ vọng sẽ mở bán trong năm 2024. Ngoài ra, dự án NOXH ở thành phố Đông Hà (Quảng Trị) cũng được dự kiến mở bán trong năm 2024.

Hình 11: Cập nhật kế hoạch phát triển các dự án NOXH của VHM

Vị trí dự án	Quy mô (ha)	Cấu phần	Tình trạng pháp lý	Kế hoạch phát triển*			
				2023	2024	2025	2026 trở đi
Vinhomes Star City - Thanh Hóa	9	3.100 căn hộ chung cư	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Đông Hà, Quảng Trị	2	100 căn thấp tầng	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
KCN Nam Trảng Cát - Hải Phòng	26	3.400 căn hộ chung cư	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Cam Ranh, Khánh Hòa	87	N/A	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Vinhomes Vũ Yên - Hải Phòng	50	N/A	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư				

(\* Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xanh. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng 2024-25: Duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận ở mức 2 chữ số

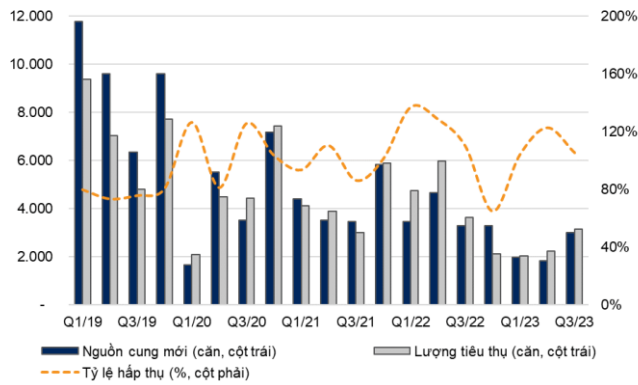
### Thị trường bất động sản nhà ở đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất

#### Đã có tín hiệu phục hồi rõ nét hơn trên thị trường bất động sản nhà ở trong Q3/23

Trong Q3/23, thị trường Hà Nội ghi nhận gần 3.000 căn hộ mới được mở bán, giảm 8,9% svck nhưng đã tăng 65,0% so với quý trước. 3.160 căn hộ được ghi nhận đã bán trong kỳ, giảm 12,8% svck và tăng 41,5% so với quý trước. Nhu cầu mua nhà – được thể hiện bởi số căn hộ bán được – tiếp tục vượt nguồn cung mới trong 3 tháng liên tiếp.

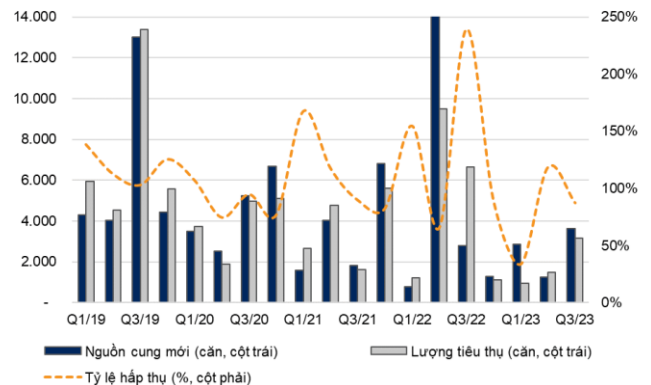
Thị trường tp.HCM chứng kiến nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh trong Q3/23 với mức +189,1% so với quý trước và +30,5% svck, đạt 3.625 căn. Khoảng 2.650 căn hộ đã được bán trong Q3/23, giảm 60,1% svck nhưng đã tăng 78,3% sv quý trước. Mức tăng trưởng svck của nguồn cung mới phản ánh kết quả tích cực từ những nỗ lực của chính quyền thành phố trong việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án (44 dự án trên tổng số 148 dự án bị vướng mắc pháp lý đã được gỡ vướng, tính đến ngày 15/11/2023, theo HOREA).

**Hình 12: Hà Nội: Nhu cầu mua nhà vượt nguồn cung mới trong 3 tháng liên tiếp**



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

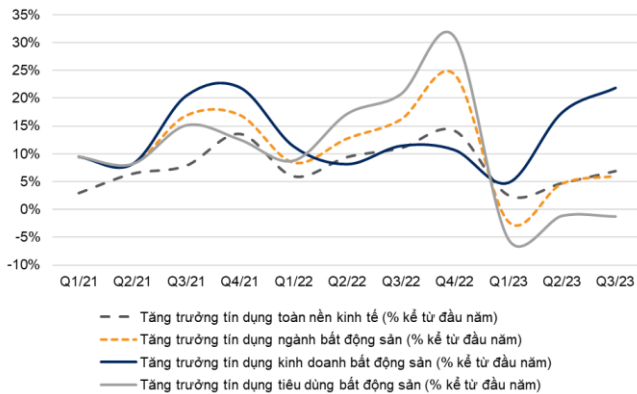
**Hình 13: Tp. HCM: nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh trong Q3/23**



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

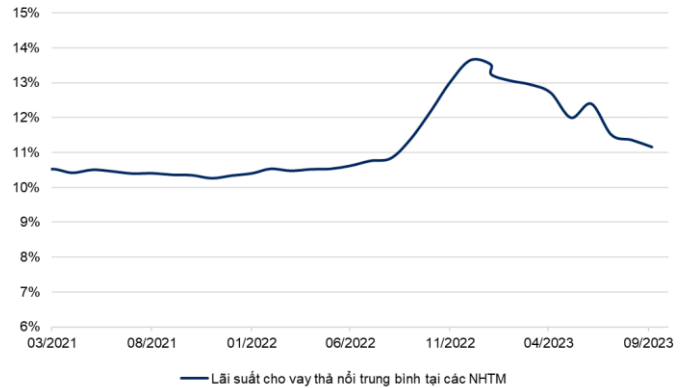
Lãi suất cho vay đã giảm về mức dễ tiếp cận hơn đối với các chủ đầu tư, khi tín dụng kinh doanh bất động sản vào thời điểm cuối tháng 9/2023 đã tăng mạnh 21,9% kể từ đầu năm (đạt gần 990 nghìn tỷ đồng), mức tăng trưởng cao nhất kể từ tháng 12/2021. Tín dụng tiêu dùng bất động sản giảm 1,2% kể từ đầu năm, đạt 1,75 triệu tỷ đồng trong 9T23, phản ánh tâm lý thận trọng vẫn hiện hữu ở phía người mua nhà, tuy nhiên chúng tôi cho rằng nhu cầu sẽ mạnh hơn trong các tháng tới khi mà mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà đã giảm đáng kể từ vùng đỉnh (và có tiềm năng tiếp tục giảm sâu hơn nữa) – lãi suất cho vay mua nhà thả nổi trung bình tại các ngân hàng thương mại đang ở quanh mức 11%/năm (từ mức 13-14%/năm vào cuối năm 2022).

**Hình 14: Tín dụng kinh doanh bất động sản tăng mạnh trong 9T23**



Nguồn: NHNN, TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Lãi suất cho vay mua nhà thả nổi tại các NHTM đã giảm đáng kể từ đỉnh**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Các luật mới sẽ hỗ trợ hoạt động trên thị trường kể từ năm 2025**

Sau các kỳ họp của Quốc hội khóa XV về dự thảo sửa đổi ba luật có tác động mạnh đối với thị trường bất động sản (bao gồm Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản) trong tháng 6 và tháng 10/2023, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi đã được thông qua trong tháng 11/2023, trong khi Luật Đất đai mới dự kiến sẽ được thông qua sau kỳ họp tiếp theo của Quốc hội trong năm 2024. Do việc thi hành Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản cần có sự đồng bộ với các quy định trong Luật Đất đai sửa đổi, hai luật này dự kiến sẽ có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2025.

**Hình 16: Các điều chỉnh quan trọng trong luật sửa đổi có khả năng tác động lên hoạt động kinh doanh của công ty**

Luật sửa đổi	Các điều chỉnh quan trọng có thể tác động lên hoạt động kinh doanh của công ty	Nhận định chung	Ảnh hưởng cụ thể lên VHM
<b>Luật Kinh doanh Bất động sản</b>	Chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc từ khách hàng khi nhà ở, công trình xây dựng đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh và đã thực hiện giao dịch. Thỏa thuận đặt cọc phải ghi rõ giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng. Số tiền đặt cọc tối đa theo quy định của Chính phủ nhưng không vượt quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng.	Về phía chủ đầu tư, quy định giới hạn tối đa số tiền đặt cọc sẽ giúp tránh việc các chủ đầu tư lạm dụng hình thức đặt cọc nhằm huy động chiếm dụng vốn của khách hàng trong thời gian dự án chưa hoàn tất các điều kiện mở bán.  Đối với khách hàng, điều này giúp giảm thiểu thấp nhất rủi ro cho khách hàng, hạn chế phát sinh tranh chấp trong tương lai.	Giới hạn về số tiền đặt cọc tối đa và quy định về việc chỉ được thu tiền sau khi đã xây dựng một phần dự án sẽ khiến cho việc huy động dòng tiền để tiếp tục thực hiện dự án đối với các doanh nghiệp bất động sản nói chung khó khăn hơn so với giai đoạn trước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quy định này sẽ không thể làm khó các nhà phát triển có tài chính và năng lực triển khai dự án theo đúng tiến độ như VHM.
<b>Luật Nhà ở</b>	Chủ đầu tư dự án nhà ở xã hội được xây dựng nhà ở thương mại trong quỹ đất 20% của tổng diện tích đất ở trong phạm vi dự án, nhưng chủ đầu tư phải nộp tiền sử dụng đất đối với phần diện tích này theo quy định của pháp luật về đất đai.	Quy định này sẽ tạo điều kiện để chủ đầu tư cung cấp nhiều tiện ích hơn trong phạm vi dự án, qua đó giúp hỗ trợ nhu cầu của người mua nhà.  Việc kinh doanh nhà ở thương mại cũng sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận của dự án và đa dạng hóa nguồn thu nhập cho các chủ đầu tư.	Nhìn chung, quy định này sẽ có tác động không đáng kể lên VHM do NOXH chỉ đóng góp một phần nhỏ trong danh mục dự án của công ty. Tuy nhiên, đối với bản thân dự án, quy định này tạo điều kiện để xây dựng một hệ sinh thái hoàn thiện, qua đó nâng cấp chất lượng của cả dự án và gia tăng sức hút đối với người mua nhà.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi, chúng tôi nhận thấy từ các điều chỉnh trong luật mới cũng như từ các kiến nghị của Ủy ban Thường vụ Quốc hội lên Chính phủ rằng, nhìn chung, các chủ đầu tư sẽ được yêu cầu phải chứng minh năng lực tài chính mạnh hơn, năng lực hoàn thiện pháp lý và triển khai dự án tốt hơn, thông qua đó sẽ giúp bảo vệ lợi ích của khách hàng – điều này sẽ hỗ trợ nhu cầu mua nhà và đảm bảo môi trường phát triển lành mạnh cho thị trường bất động sản về dài hạn. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng các yêu cầu chặt chẽ này sẽ giúp tạo lợi thế cạnh tranh tốt hơn cho các doanh nghiệp đầu ngành như VHM.

Chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai mới sẽ được thông qua theo đúng kế hoạch và bắt đầu có hiệu lực kể từ năm 2025, từ đó khơi thông nguồn cung dự án mới qua việc giải quyết được các điểm nghẽn pháp lý.

### Các đại dự án sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh số ký bán mới trong giai đoạn 2024-25

Mặc dù kết quả bán hàng giảm so với mức nền cao của hai đại dự án Vinhomes Grand Park và Vinhomes Ocean Park 2 trong giai đoạn 2021-22, chúng tôi nhận thấy VHM đã hoàn thành tốt kế hoạch bán và bàn giao sản phẩm tại các dự án tiếp theo trong bối cảnh nhiều khó khăn phủ bóng lên thị trường bất động sản nhà ở khi bước sang năm 2023 liên quan đến (1) tín dụng cho lĩnh vực bất động sản bị thắt chặt, (2) lãi suất cho vay tăng lên làm suy yếu nhu cầu mua nhà.

Với năng lực triển khai dự án theo đúng tiến độ trong kế hoạch đã được chứng minh của VHM, chúng tôi tin rằng doanh số bán mới sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng khi thị trường bất động sản dần hồi phục trong giai đoạn 2024-25, dựa trên danh mục dự án dự kiến sẽ được mở bán trong kỳ (Hình 17).



**Hình 17: Kế hoạch phát triển các dự án chính trong thời gian tới của VHM**

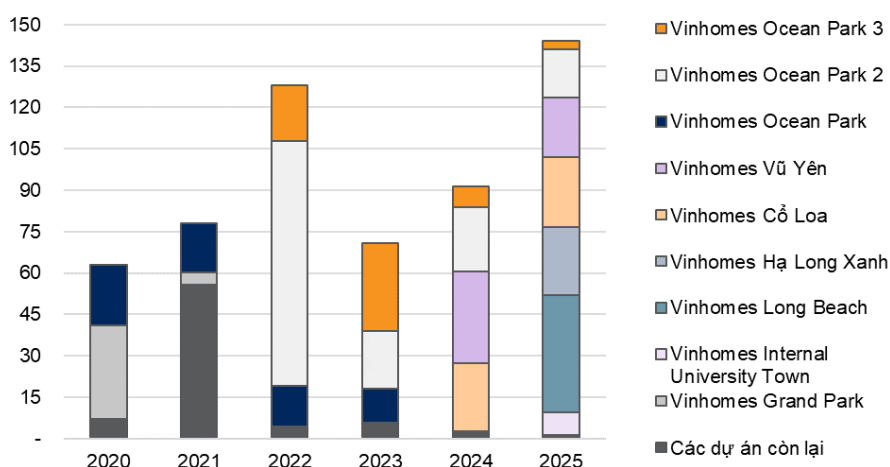
Dự án	Vị trí	Loại hình sản phẩm	Quy mô (ha)	Kế hoạch phát triển*				
				2022	2023	2024	2025	2026 trở đi
Vinhomes The Harmony	Long Biên, Hà Nội	Phức hợp	97,5					
Vinhomes The Imperia	Hải Phòng	Phức hợp	78,5					
Vinhomes Ocean Park	Gia Lâm, Hà Nội	Phức hợp	420,0					
Vinhomes Smart City	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Phức hợp	280,0					
Vinhomes Ocean Park 2	Hưng Yên	Phức hợp	459,8					
Vinhomes Ocean Park 3	Hưng Yên	Phức hợp	294,0					
Vinhomes Star City (dự phóng kế từ Q3/23 trở đi dành cho phân NOXH)	Thanh Hóa	Phức hợp	147,5					
Vinhomes Golden Avenue	Quảng Ninh	Phức hợp	116,0					
Vinhomes Sky Park	Bắc Giang	Chung cư	1,1					
Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	Phức hợp	877,0					
Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội	Phức hợp	133,0					
Vinhomes Cổ Loa	Đông Anh, Hà Nội	Phức hợp	385,0					
Vinhomes Hạ Long Xanh	Quảng Ninh	Phức hợp	4.110					
Vinhomes Long Beach	Cần Giờ, tp.HCM	Condotel, villa	2.870					
Vinhomes International University Town	Hóc Môn, tp.HCM	Phức hợp	9.240					
Vinhomes Mễ Trì 2	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Phức hợp	75,0					

(\* ) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xanh. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo doanh số ký bán mới của VHM sẽ tăng 29,4% svck đạt 91,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024, được đóng góp chủ yếu bởi ba đại dự án dự kiến được mở bán là Vinhomes Vũ Yên (877ha, Hải Phòng), Vinhomes Cổ Loa (385ha, Hà Nội), Vinhomes Wonder Park (133ha, Hà Nội); cũng như từ các căn thấp tầng còn lại tại hai dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 3. Cho năm 2025, chúng tôi ước tính doanh số ký bán mới sẽ đạt 144,2 nghìn tỷ đồng, tăng 57,5% svck, nhờ có thêm sự đóng góp từ các dự án Vinhomes Hạ Long Xanh (5.545ha, Quảng Ninh), Vinhomes Long Beach (2.870ha, tp.HCM) và Vinhomes International University Town (924 ha, tp.HCM).

**Hình 18: Dự báo doanh số ký bán mới của VHM theo dự án (đơn vị: nghìn tỷ đồng)**

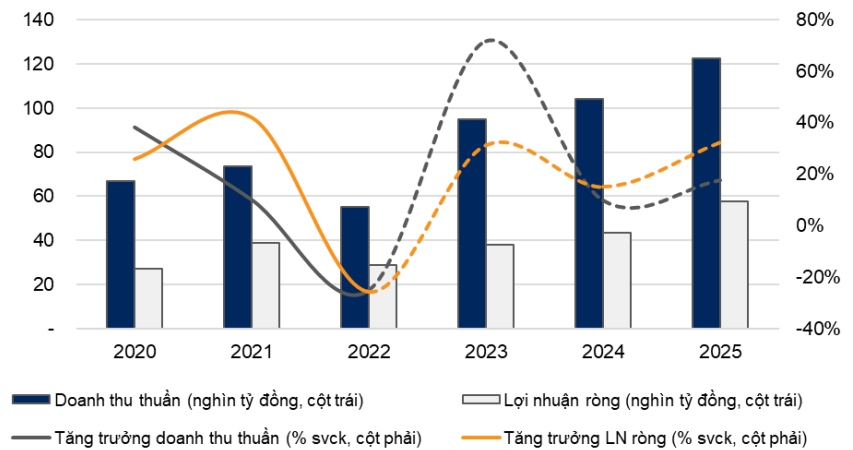


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chuyển nhượng bất động sản sẽ tăng 10,0% svck đạt 104,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và tăng 17,8% svck lên 122,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2025.

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ đạt mức tăng trưởng 15,1%/32,3% svck, đạt 43,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và 57,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2025.

**Hình 19: Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của VHM sẽ tăng 15,1%/32,3% svck trong 2024-25**



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

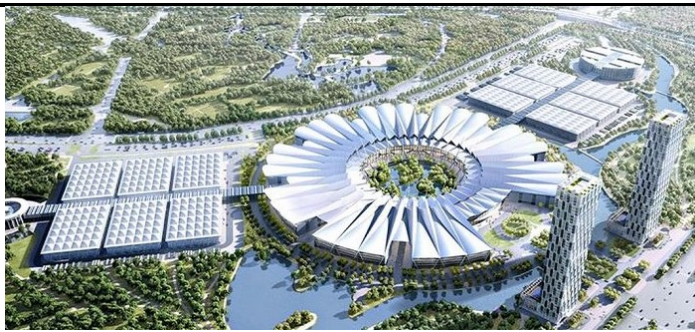
**Cập nhật tiến độ ba dự án được dự kiến sẽ mở bán trong năm 2024:**

**Hình 20: Vinhomes Vũ Yên**



- Vị trí: huyện Thủy Nguyên, tp. Hải Phòng
- Tổng diện tích dự án: 877ha (NSA: 258,9ha)
- Sản phẩm chính: Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Cập nhật tiến độ: Đang xây dựng cơ sở hạ tầng. Dự kiến mở bán trong Q3/24.

**Hình 21: Vinhomes Cổ Loa**



- Vị trí: huyện Đông Anh, tp. Hà Nội
- Tổng diện tích dự án: 385ha (NSA: 139,9ha)
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Cập nhật tiến độ: Dự kiến mở bán từ Q1/24

**Hình 22: Vinhomes Wonder Park**



- Vị trí: huyện Đan Phượng, tp. Hà Nội
- Tổng diện tích dự án: 133ha (NSA: 36,4ha)
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Cập nhật tiến độ: Dự kiến mở bán từ Q1/24

Ghi chú: 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

## Thay đổi dự phóng KQKD

Hình 23: Tóm tắt thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-25

Đơn vị: Tỷ đồng	2023				2024				2025			
	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi
<b>Doanh thu</b>	105.943	107.916	73,0%	1,9%	114.340	119.261	10,5%	4,3%	137.717	138.775	16,4%	0,8%
DT chuyển nhượng bất động sản	92.708	94.680	84,9%	2,1%	99.115	104.114	10,0%	5,0%	121.424	122.613	17,8%	1,0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	39.009	40.647	32,4%	4,2%	44.716	49.102	20,8%	9,8%	60.343	60.786	23,8%	0,7%
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	36,8%	37,7%	-11,5 điểm %	0,8 điểm %	39,1%	41,2%	3,5 điểm %	2,1 điểm %	43,8%	43,8%	4,7 điểm %	0 điểm %
Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS	38,9%	39,8%	-15,8 điểm %	0,9 điểm %	41,9%	44,2%	4,4 điểm %	2,3 điểm %	47,5%	47,5%	5,6 điểm %	0 điểm %
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	(6.324)	(6.347)	25,0%	0,4%	(25.293)	(23.956)	277,4%	-5,3%	(26.365)	(26.272)	9,7%	-0,4%
<b>Doanh thu tài chính</b>	18.307	18.307	9,7%	0,0%	41.189	36.184	97,6%	-12,2%	52.154	54.556	50,8%	4,6%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	44.611	46.224	17,0%	3,6%	51.546	52.241	13,0%	1,3%	69.233	72.394	38,6%	4,6%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	36.547	37.817	31,2%	3,5%	41.881	43.538	15,1%	4,0%	55.654	57.611	32,3%	3,5%
<b>EPS</b>	8.393	8.685	31,2%	3,5%	9.618	9.999	15,1%	4,0%	12.781	13.231	32,3%	3,5%

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng về KQKD của VHM trong năm 2023-25 như sau:

Chúng tôi tăng doanh thu trong các năm 2023-25 thêm lần lượt 1,9%/4,3%/0,8% so với dự báo trước, dựa trên tình hình thực hiện dự án đúng tiến độ của doanh nghiệp và kỳ vọng tiến trình phục hồi nhu cầu tốt hơn trên thị trường bất động sản nhà ở.

Chúng tôi tăng biên lợi nhuận gộp thêm 0,8 điểm % và 2,1 điểm % trong năm 2023-24 khi chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ trọng của quỹ các căn BCC với đối tác trong doanh thu. Chúng tôi thay đổi tiến độ ghi nhận doanh thu từ việc bán sản phẩm tại dự án BCC với Vingroup là Vinhomes Vũ Yên sang năm 2025, từ dự phóng cũ là ghi nhận trong nửa cuối năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự phóng biên LN gộp năm 2025 dựa trên sự hỗ trợ bởi các dự án có biên LN gộp tốt hơn là Vinhomes Golden Avenue, Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Wonder Park.

Chúng tôi giảm doanh thu tài chính 12,2% trong năm 2024 và tăng kết quả của năm 2025 thêm 4,6%, do chúng tôi điều chỉnh tiến độ ghi nhận doanh số bán sản phẩm BCC tại Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Vũ Yên từ nửa cuối năm 2024 sang 2025.

Do đó, chúng tôi tăng lợi nhuận ròng trong các năm 2023-25 so với dự phóng cũ thêm lần lượt 3,5%/4,0%/3,5%.

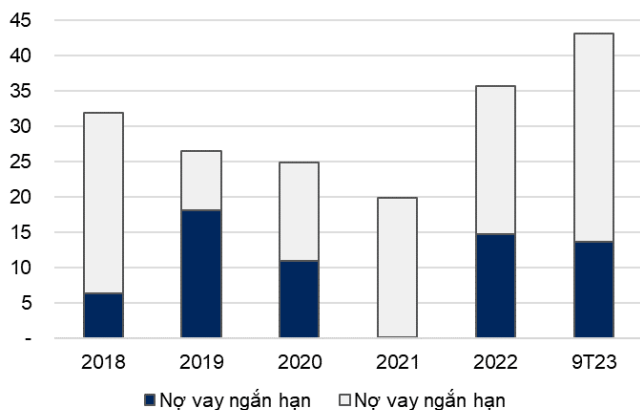
## VHM có đủ năng lực tài chính để hoàn thành các nghĩa vụ nợ

Tổng nợ vay tại cuối Q3/23 đạt 43,1 nghìn tỷ đồng, giảm 0,6% so với thời điểm đầu năm, trong đó vay dài hạn chiếm 68,4% (đạt 29,5 nghìn tỷ). Vay ngân hàng đang là kênh chủ yếu kể từ khi việc huy động vốn trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong nước trở nên khó khăn vào năm 2022, chiếm tỷ trọng 48% trên tổng nợ vay của VHM trong năm 2022 và 60% trong 9T23. VHM sở hữu tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH ở mức 0,2 lần tại cuối Q3/23 (sv 0,13 tại cuối năm 2022), tuy nhiên hệ số khả năng thanh toán lãi vay cũng đã tăng lên 21,2 lần trong 9T23 sv 19,6 lần trong năm 2022.

Trong tháng 10/2023, VHM đã thu xếp các khoản vay quốc tế với tổng giá trị 250 triệu USD và dự kiến sẽ được giải ngân trong Q4/23. Trước đó, khoản vay hợp vốn trị giá 280 triệu USD (lãi suất 3,35%/năm+SOFR, kỳ hạn 5 năm) đã được giải ngân trong Q2/23; công ty cũng đã công bố về kế hoạch huy động vốn lên tới 500 triệu USD thông qua phát hành trái phiếu quốc tế, thực hiện chậm nhất là vào tháng 4/2024.

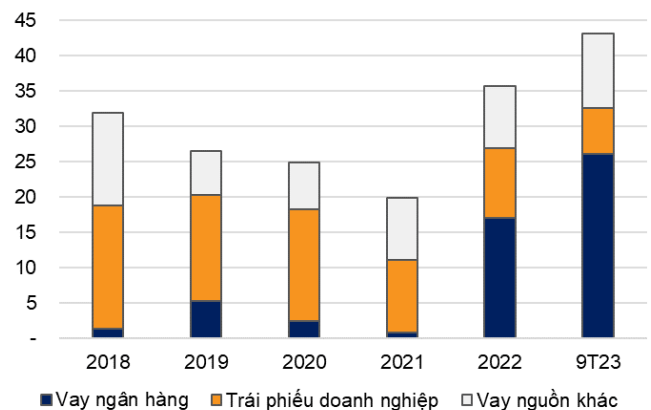
Với việc VHM đã củng cố khả năng thanh toán tốt hơn trong khi gia tăng vay nợ, chúng tôi cho rằng áp lực ngắn hạn lên tình hình tài chính của công ty đến từ việc thực hiện các nghĩa vụ nợ là không đáng kể.

Hình 24: Cơ cấu nợ vay dài hạn và ngắn hạn (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



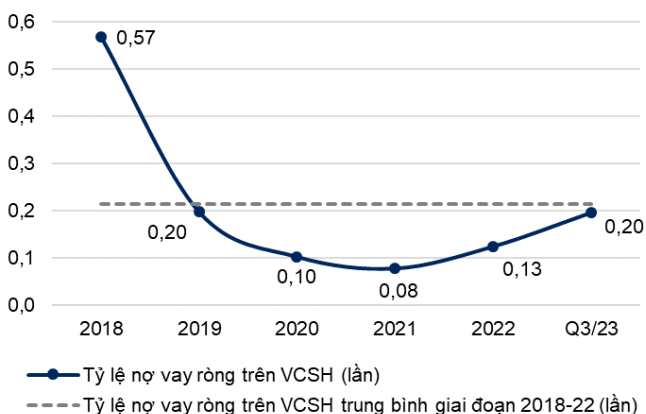
Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Cơ cấu nợ vay theo nguồn vay (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



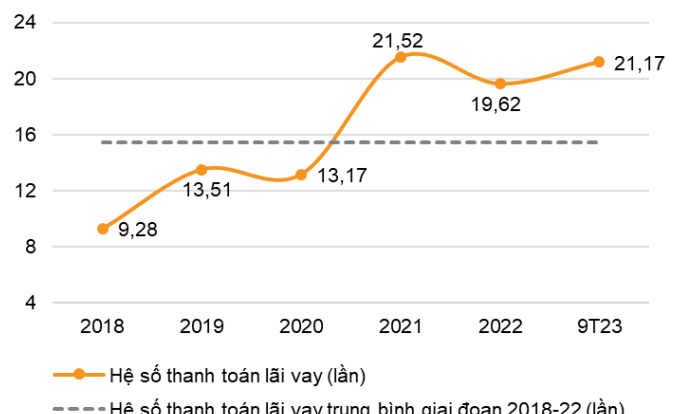
Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH qua các năm của VHM



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Hệ số khả năng thanh toán lãi vay qua các năm của VHM



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 85.500 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:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với hệ số chiết khấu WACC của mỗi dự án là 14,9%, 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 2,7% (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam tính đến ngày 30/09/2023) và mức phần bù rủi ro thị trường là 9,6% (theo điều chỉnh từ NYU Stern). Chúng tôi áp dụng tỷ lệ điều chỉnh 3% để phản ánh rủi ro về các yếu tố: (1) những bất định trong nền kinh tế kéo dài hơn dự kiến làm ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của người mua nhà, và (2) tiến độ giải quyết các vướng mắc pháp lý chậm hơn kỳ vọng.

- Chúng tôi giảm mức P/B mục tiêu cho trung bình giá trị sổ sách giai đoạn 2023/24 từ 1,8 lần xuống 1,3 lần, sau khi đánh giá về diễn biến giao dịch của cổ phiếu VHM trong lịch sử và so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước.

Hình 28: Định giá theo RNAV (đơn vị: tỷ đồng)

Bất động sản và hàng tồn kho	Giá trị sổ sách tính đến ngày 30/09/2023	Giá trị hợp lý	Phương pháp
<b>Bất động sản nhà ở</b>	<b>129.810</b>	<b>340.548</b>	<b>DCF</b>
<i>Các dự án đóng góp lớn nhất:</i>			
Vinhomes Ocean Park 2		24.891	
Vinhomes Ocean Park 3		15.673	
Vinhomes Cổ Loa		10.760	
Vinhomes Vũ Yên		21.169	
Vinhomes Hạ Long Xanh		61.454	
Vinhomes Long Beach		33.832	
Vinhomes International University Town		23.702	
<b>Cho thuê văn phòng</b>	<b>819</b>	<b>22.356</b>	<b>DCF</b>
<b>Còn lại</b>	<b>7.134</b>	<b>15.249</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>
<b>Tổng giá trị bất động sản</b>	<b>137.763</b>	<b>378.153</b>	
<b>Cộng</b>			
Tiền và tương đương tiền	2.910	2.910	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.639	4.639	
Tài sản khác	187.189	187.189	
<b>Trừ</b>			
Tổng nợ vay (trừ TPDN)	36.642	36.642	
Nợ phải trả khác	75.809	75.809	
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.296	3.296	
<b>RNAV chiết khấu</b>		<b>443.429</b>	
<i>Tỷ lệ điều chỉnh</i>		3%	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		4.354	
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>101.836</b>	

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 29: Giá định WACC**

Các giả định	
Hệ số beta	1,4
Market premium	9,6%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Chi phí sử dụng VCSH	16,1%
Chi phí sử dụng vốn vay	10,0%
Tỷ lệ nợ	21%
Tỷ lệ vốn	79%
WACC	14,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 30: Định giá theo P/B (đơn vị: đồng)**

Giá trị sổ sách trung bình 2023-24 ước tính	53.103
P/B hiện tại (lần)	
VHM	1,0
Trung bình ngành	1,3
P/B bình quân 1 năm (lần)	
VHM	1,4
Trung bình ngành	1,5
P/B mục tiêu (lần)	1,3
Giá trị cổ phiếu	69.034

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 31: Tóm tắt định giá (đơn vị: đồng)**

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng
RNAV	101.836	50%	50.918
P/B	69.034	50%	34.517
Giá mục tiêu (làm tròn)			85.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 32: Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với các giả định**

		Tỷ lệ điều chỉnh RNAV (%)				
		1%	2%	3%	4%	5%
P/B mục tiêu (lần)	1,1	81.200	80.700	80.200	79.600	79.100
	1,2	83.900	83.400	82.800	82.300	81.800
	1,3	86.500	86.000	85.500	85.000	84.400
	1,4	89.200	88.700	88.100	87.600	87.100
	1,5	91.800	91.300	90.800	90.300	89.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu cập nhật ngày 30/11/2023)

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)
		Nội tệ	Triệu USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	CAGR (%)	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023	
<b>CTCP Vinhomes</b>	<b>VHM VN</b>	<b>41.300</b>	<b>7.408,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>(26,6)</b>	<b>26,4</b>	<b>21,3</b>	<b>10,9</b>	<b>9,4</b>	<b>0,2</b>
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	17.700	1.422,0	N/A	N/A	0,9	0,9	(38,9)	(1,9)	N/A	(0,3)	N/A	1,4
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	27.200	827,9	149,6	N/A	2,1	N/A	(39,1)	1,5	N/A	0,5	N/A	0,5
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	31.200	1.027,4	34,1	24,4	1,9	1,8	(11,6)	5,8	8,9	3,5	5,1	0,6
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	35.500	562,2	21,7	25,0	1,5	1,5	(56,8)	7,1	6,7	2,4	3,9	0,4
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	20.000	502,6	N/A	51,5	1,3	1,3	(81,7)	(2,3)	3,7	(0,7)	1,8	0,4
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC)	DIG VN	42.471	622,3	147,4	N/A	2,0	N/A	(87,4)	1,4	N/A	0,7	N/A	0,5
<b>Trung bình</b>				<b>88,2</b>	<b>33,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>(52,6)</b>	<b>1,9</b>	<b>6,4</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Trung vị</b>				<b>90,8</b>	<b>25,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>(47,9)</b>	<b>1,4</b>	<b>6,7</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>0,5</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

## Độ nhạy đối với luận điểm đầu tư

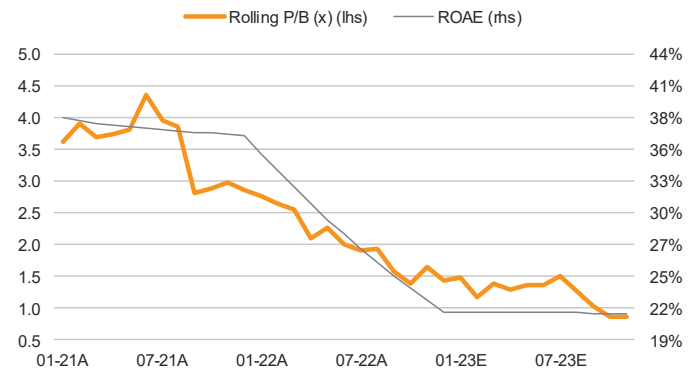
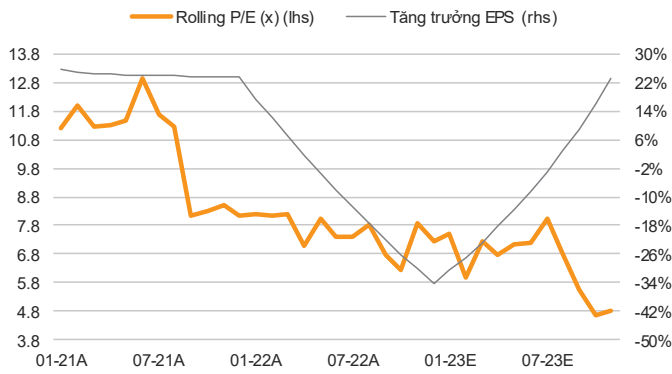
### Tiềm năng tăng giá:

- Các chính sách hỗ trợ phát huy tác dụng và mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục giảm, 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 HKKD**

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	107,916	119,261	138,775
Giá vốn hàng bán	(67,268)	(70,160)	(77,990)
Chi phí quản lý DN	(3,221)	(5,424)	(3,262)
Chi phí bán hàng	(3,126)	(18,532)	(23,011)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>34,301</b>	<b>25,146</b>	<b>34,513</b>
EBITDA thuần	36,100	27,104	36,644
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1,799)</b>	<b>(1,957)</b>	<b>(2,131)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>34,301</b>	<b>25,146</b>	<b>34,513</b>
Thu nhập lãi	18,307	36,184	54,556
Chi phí tài chính	(5,784)	(9,089)	(16,675)
Thu nhập ròng khác	590	706	684
TN từ các Cty LK & LD	59	53	51
<b>LN trước thuế</b>	<b>47,473</b>	<b>53,000</b>	<b>73,129</b>
Thuế	(9,245)	(10,448)	(14,479)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(411)	986	(1,039)
<b>LN ròng</b>	<b>37,817</b>	<b>43,538</b>	<b>57,611</b>
Thu nhập trên vốn	37,817	43,538	57,611
Cổ tức phổ thông			
<b>LN giữ lại</b>	<b>37,817</b>	<b>43,538</b>	<b>57,611</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	3,887	7,732	8,975
Đầu tư ngắn hạn	5,833	7,583	9,857
Các khoản phải thu ngắn hạn	138,485	151,222	177,561
Hàng tồn kho	57,073	65,179	86,104
Các tài sản ngắn hạn khác	37,230	34,182	49,050
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>242,508</b>	<b>265,898</b>	<b>331,547</b>
Tài sản cố định	74,999	101,115	119,315
Tổng đầu tư	7,565	8,652	7,903
Tài sản dài hạn khác	120,029	138,795	135,698
<b>Tổng tài sản</b>	<b>445,101</b>	<b>514,460</b>	<b>594,463</b>
Vay & nợ ngắn hạn	13,602	14,353	16,555
Phải trả người bán	18,038	18,813	18,821
Nợ ngắn hạn khác	158,601	176,504	194,149
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>190,241</b>	<b>209,670</b>	<b>229,526</b>
Vay & nợ dài hạn	31,314	34,446	36,168
Các khoản phải trả khác	10,233	12,804	12,894
Vốn điều lệ và	43,544	43,544	43,544
LN giữ lại	164,182	207,720	265,331
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>209,461</b>	<b>252,999</b>	<b>310,610</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,851	4,542	5,264
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>445,101</b>	<b>514,460</b>	<b>594,463</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>47,473</b>	<b>53,000</b>	<b>73,129</b>
Khấu hao	1,799	1,957	2,131
Thuế đã nộp	(9,152)	(10,448)	(14,479)
Các khoản điều chỉnh khác	18,635	36,244	52,616
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(65,156)</b>	<b>(14,155)</b>	<b>(38,807)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(6,401)</b>	<b>66,598</b>	<b>74,591</b>
Đầu tư TSCĐ	(17,825)	(29,238)	(21,619)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(18,204)	(38,705)	(54,606)
Các khoản khác	26,809	1,311	(947)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(9,220)</b>	<b>(66,631)</b>	<b>(77,173)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	8,710	3,882	3,925
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(19)	(5)	(100)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>8,692</b>	<b>3,877</b>	<b>3,825</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	3,887	7,732
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(6,929)</b>	<b>3,845</b>	<b>1,243</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,887	7,732	8,975

**Các chỉ số cơ bản**

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	35.0%	36.5%	41.5%
Vòng quay TS	0.27	0.25	0.25
ROAA	9.4%	9.1%	10.4%
Đòn bẩy tài chính	2.28	2.07	1.97
ROAE	21.3%	18.8%	20.4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	44.3	35.5	32.6
Số ngày nắm giữ HTK	309.7	340.0	403.0
Số ngày phải trả tiền bán	97.9	98.1	88.1
Vòng quay TSCĐ	1.60	1.35	1.26
ROIC	14.6%	14.2%	15.6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.3	1.4
Khả năng thanh toán nhanh	1.0	1.0	1.1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1
Vòng quay tiền	256.1	277.4	347.5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	73.0%	10.5%	16.4%
Tăng trưởng LN từ HKKD	33.9%	(26.7%)	37.3%
Tăng trưởng LN ròng	31.2%	15.1%	32.3%
Tăng trưởng EPS	31.2%	15.1%	32.3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

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

## 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.

---

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Phan Thanh Huyền – Chuyên viên Phân tích

Email: [huyen.phanthanh@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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