

MUA

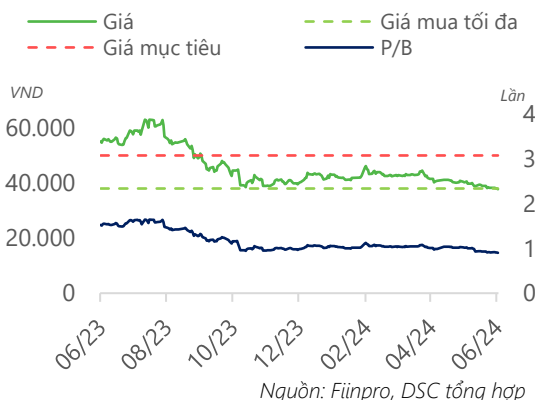
Giá mục tiêu 2024: **50.000 VND**
Upside: **32%**
Cập nhật: **24/6/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: (1) KQKD được duy trì mức biến động thấp so với đặc thù ngành nhờ điểm tựa từ doanh số cao được gởi đầu liên tục; (2) Vị thế dẫn dắt toàn ngành.

Tiêu cực: KQKD không tăng trưởng do qua năm cao điểm.

Rủi ro đầu tư: Rủi ro tiềm tàng từ thành viên trong hệ sinh thái; Thị trường BĐS không hồi phục như kì vọng.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Bất động sản dân cư
Giá hiện tại (VND)	37.750
Vốn hóa (Tỷ VND)	164.377
Số lượng CPLH (triệu cp)	4.354,4
EPS 4 quý gần nhất (VND)	5.073,7
P/B (lần)	0,9
Cao nhất 1 năm (VND)	66.200
Thấp nhất 1 năm (VND)	36.750

VHM

CTCP Vinhomes

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu 2024 đạt 95.220 tỷ (-8% YoY), LNST đạt 30.470 tỷ (-9% YoY).

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá RNAV và P/B, với các giả định (1) Thị trường BĐS ấm lên giúp cải thiện biên lợi nhuận từ năm 2025; (2) Dự án Vũ Yên là nền tảng của dòng tiền giai đoạn 2024-2026; (3) Các dự án còn lại được phát triển đúng tiến độ kế hoạch. DSC thận trọng chiết khấu thêm phần rủi ro tiềm tàng đối với dòng tiền và hạ giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu xuống 8,5% so với báo cáo cập nhật gần nhất về mức 50.000 VND/cổ phiếu.

DSC đánh giá, cổ phiếu VHM đang ở vùng hợp lý cho đầu tư nắm giữ dài hạn, với tầm nhìn trên 1 năm. Mặc dù vậy, biến động ngắn hạn của cổ phiếu có thể bị tác động lớn bởi các tin tức liên quan đến hệ sinh thái, nhà đầu tư cần cân nhắc.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vùng định giá rẻ nhất trong lịch sử

Mức định giá P/B của VHM gần 1 lần đang ở vùng thấp nhất lịch sử từ khi niêm yết. Mặc dù bị ảnh hưởng tiêu cực lẫn tích cực bởi nhiều yếu tố liên quan đến hệ sinh thái Vingroup, DSC vẫn đánh giá tiềm năng của VHM vẫn đủ mạnh để tiếp tục dẫn đầu thị trường BĐS Việt Nam trong vòng ít nhất 10 năm nữa, từ đó mức giá này có thể coi là đủ rẻ và hấp dẫn cho đầu tư dài hạn.

Sẵn sàng cho giai đoạn mới "hậu Ocean Park"

Giai đoạn tiếp theo, VHM tiếp tục phát triển các đại đô thị ở những khu vực vệ tinh thành phố lớn có thiên hướng được phân loại đô thị cao hơn trong tương lai như Vinhomes Vũ Yên (Thủy Nguyên, Hải Phòng), Vinhomes Cổ Loa (Đông Anh, Hà Nội). DSC đánh giá, các dự án này có tính chất tương tự Ocean City (Hưng Yên), phù hợp với xu hướng tương lai của thị trường, có khả năng thu hút tốt cả dòng tiền mua ở thực và đầu tư, giúp khả năng hấp thụ duy trì phong độ cao.

Dẫn đầu thị trường dài hạn nhờ quỹ đất khủng và tài chính lành mạnh

DSC đánh giá, với những lợi thế như (1) Quỹ đất khủng; (2) Uy tín được khẳng định trên thị trường; (3) Thực hiện công tác pháp lý nhanh chóng; (4) Chiến lược phối hợp giữa bán lẻ và bán sỉ giúp duy trì tình hình tài chính tốt, sẽ là nền tảng giúp VHM tiếp tục củng cố vị thế số 1 trong ít nhất 10-20 năm tới.

TỔNG QUAN

VHM là nhà phát triển Bất động sản số một Việt Nam. Với thế mạnh trong việc phát triển các đô thị tích hợp quy mô lớn cùng quỹ đất đang quản lý lên tới khoảng 19.600 ha, Vinhomes có thị phần áp đảo tại mọi phân khúc sản phẩm trên thị trường bất động sản dân dụng. Đồng thời, với cổ đông lớn là Vingroup, VHM chịu ảnh hưởng không nhỏ bởi các thành viên trong hệ sinh thái này.

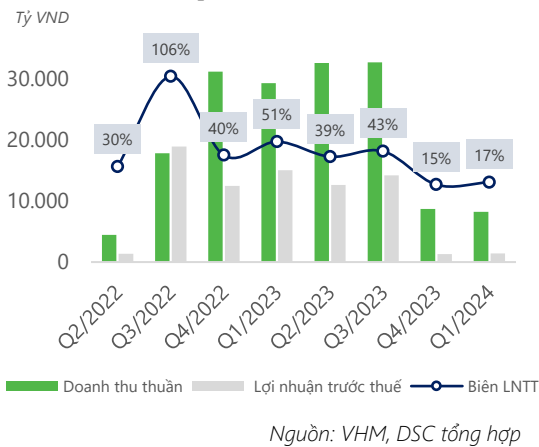
KẾT QUẢ KINH DOANH

Chờ đợi sự cải thiện trong các quý sau

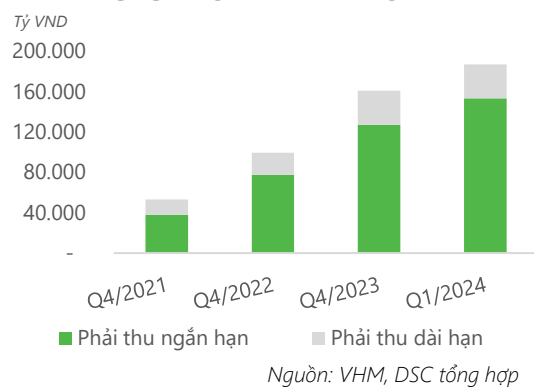
Tương tự như Q4/2023, Q1/2024 tiếp tục ghi nhận KQKD ở mức thấp điểm. Cụ thể, doanh thu đạt 8.200 tỷ (-72% YoY), trong đó chỉ 50% đến từ bàn giao các dự án Ocean Park 1, 2, Smart City, Grand Park, khiến cho biên lợi nhuận chung giảm sút. Lợi nhuận trước thuế đạt 1.416 tỷ (-91% YoY).

DSC kỳ vọng, lượng hàng đã bán còn lại của Ocean Park 2,3 sẽ sớm được ghi nhận bắt đầu vào quý 2 sau khi công tác xây dựng được hoàn thành.

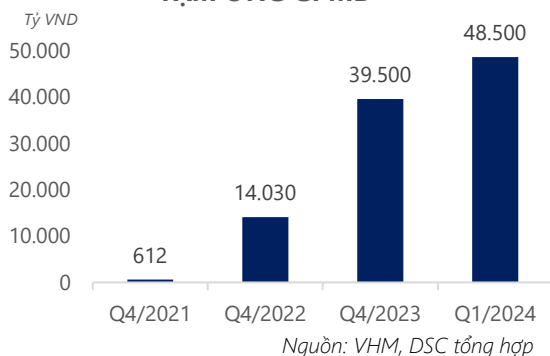
KẾT QUẢ KINH DOANH



CÁC KHOẢN PHẢI THU



TẠM ỨNG GPMB

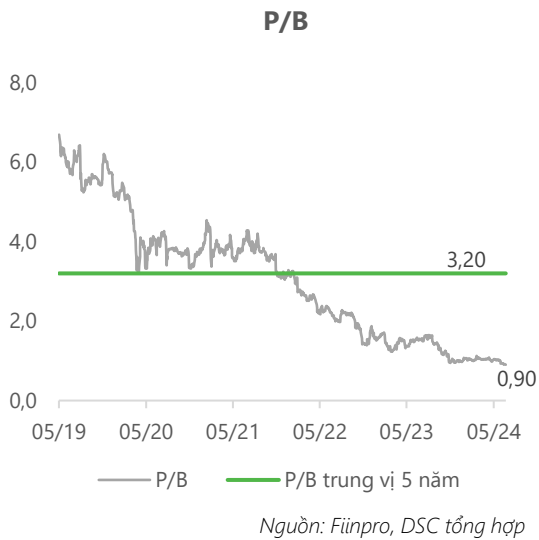


Các khoản phải thu tạo gánh nặng cho dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

DSC nhận thấy, bắt đầu từ năm 2022 - thời điểm Vingroup bắt đầu dồn toàn lực cho sản xuất xe điện Vinfast, các khoản phải thu khác của VHM đã tăng đột biến rất mạnh mẽ, tạm thời gây ảnh hưởng tới dòng tiền hoạt động kinh doanh ở mức 100.000 tỷ trong 2 năm 2022-2023. Trong đó, mức tăng trưởng chủ yếu đến từ khoản phải thu khác, với 2 mục là tạm ứng GPMB và tạm ứng hợp tác đầu tư. Trong đó, thông tin chi tiết về các dự án được quyết toán các khoản tạm ứng trên vẫn chưa được phía doanh nghiệp công bố. Chính vì vậy, cơ hội và rủi ro từ khoản mục này cần phải theo dõi sát sao trong thời gian tới.

LUẬN ĐIỂM 1:

Định giá trong vùng rẻ nhất lịch sử



VHM

CTCP Vinhomes

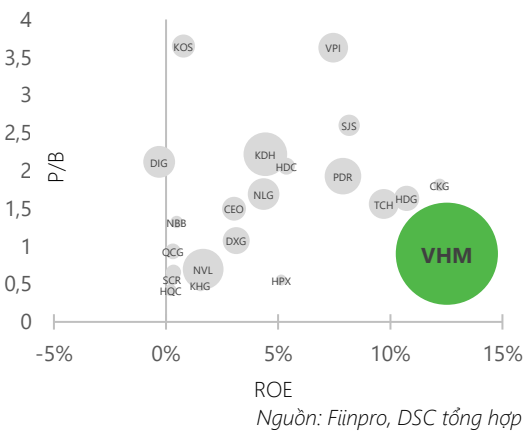
DSC

Định giá thấp nhất lịch sử

DSC nhận thấy, do tác động từ lực bán của khối ngoại (11.000 tỷ từ đầu năm), cùng sự "thiếu yêu thích" của các nhà đầu tư nội do một số thông tin lo ngại không chính thức về hệ sinh thái, giá cổ phiếu VHM đã giảm mạnh về vùng 38.000 VND - mức đáy lịch sử từ khi niêm yết.

Điều này dẫn tới việc mức định giá của doanh nghiệp đang trong vùng thấp chưa từng có, thậm chí dưới giá trị sổ sách. DSC nhận thấy, mặc dù mức độ thu hút dòng tiền của cổ phiếu là chưa tốt trong thời gian vừa qua, tuy nhiên, về tầm nhìn dài hạn, mức định giá trên có thể coi là chiết khấu đủ lớn đối với các rủi ro, đặc biệt là rủi ro liên quan đến hệ sinh thái.

ĐỊNH GIÁ



Quá rẻ so với toàn ngành

Khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, bỏ qua định giá P/E do yếu tố chu kỳ, chỉ số P/B của VHM đang ở mức hấp dẫn nhất trong ngành.

Đồng thời, khi so sánh tương quan về vốn hóa của VHM cùng một số doanh nghiệp BĐS lớn trên sàn, có thể thấy VHM đang rẻ nếu so sánh các chỉ tiêu về mặt quỹ đất và doanh thu, lợi nhuận.

Bảng: Một số chỉ tiêu của VHM so sánh với các doanh nghiệp BĐS tiêu biểu (=số liệu VHM/số liệu tương ứng của doanh nghiệp)

*Màu **xanh** biểu thị số liệu cao hơn số tương ứng tại cột vốn hóa

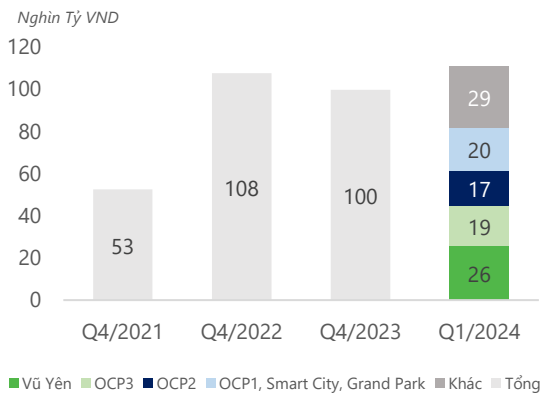
Mã	Vốn hóa	Quỹ đất	Lợi nhuận trước thuế (Trung bình 2021-2023)	Doanh thu thuần (Trung bình 2021-2023)
NVL	6,03	1,96	11,76	8,15
DXG	13,99	9,33	34,82	12,98
TCH	13,10	98,00	47,70	32,79
CEO	17,66	65,33	164,63	51,80
NLG	10,27	28,00	35,38	19,72
PDR	7,44	4,56	27,59	43,70
HDC	35,16	98,00	118,86	75,68
KDH	5,55	32,67	32,38	28,72
DIG	9,95	28,00	79,05	45,70

Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

LUẬN ĐIỂM 2:

Sẵn sàng cho giai đoạn mới "hệ Ocean Park"

DOANH SỐ CHƯA GHI NHẬN



Nguồn: VHM, DSC tổng hợp

Ảnh: Tổng mặt bằng và tiến độ Vinhomes Vũ Yên

Nguồn: DSC tổng hợp



VHM

CTCP Vinhomes

DSC

Doanh số bắt đầu có ảnh hưởng từ dự án mới

Trong khi doanh nghiệp cùng ngành thường gặp vấn đề trời sập doanh thu kết quả kinh doanh theo từng năm, DSC nhận thấy, trong giai đoạn này, VHM đang làm rất tốt việc đẩy mạnh triển khai dự án gối đầu các dự án mới sau khi bàn giao dự án cũ. Cụ thể, ngay sau khi Vinhomes Ocean Park (dự án trụ cột cho doanh thu lợi nhuận 2 năm vừa qua mở bán những phân khu cuối), VHM đã lập tức cho ra mắt một cách rầm rộ dự án Vinhomes Royal Island tại Vũ Yên.

Có thể thấy rõ dự án Vinhomes Royal Island Vũ Yên ngay sau khi mở bán các phân khu là Tài Lộc, Quý Tộc, Miyabi và Đảo Vua, bao gồm chủ yếu là sản phẩm liền kề và shophouse vào cuối tháng 3/2024 đã đóng góp mức doanh số ấn tượng khoảng 26.000 tỷ. Hơn nữa, 2 phân khu dự án đã được mua lại bởi chủ đầu tư đến từ Nhật Bản. DSC đánh giá, đây là một dấu hiệu tích cực khi VHM đang có khả năng duy trì được mức backlog phù hợp, thay thế dần lượng hàng sẽ sớm bàn giao trong năm nay. Từ đó, kết quả kinh doanh của giai đoạn 2025-2026 có cơ sở để tăng trưởng.

Dự án Vũ Yên hội tụ nhiều lợi thế, đảm bảo cho sức tiêu thụ tốt

DSC nhận thấy, dự án Vũ Yên - trọng tâm phát triển trong 2 năm tới của VHM có nhiều yếu tố lợi thế so với chính những dự án cũ, đảm bảo làm trụ cột cho doanh số bán hàng.

(1) Vị trí: Nằm ở đảo Vũ Yên, 3 mặt giáp sông tự nhiên, gần KCN VSIP - cầu tiềm năng từ các chuyên gia, cán bộ cấp cao tại nhà máy. Đồng thời, huyện Thủy Nguyên cũng là khu vực có nhiều lợi thế khi đang được tập trung quy hoạch, phát triển hạ tầng để trở thành trung tâm hành chính mới của Hải Phòng, từ đó thu hút dân cư và dòng tiền đầu tư hơn.

(2) Tiện ích: Dự án có tất cả các tiện ích của hệ sinh thái Vingroup như Vincom, Vinwonder, Vinmec, Vinschool, Sân golf, Khu vực tổ chức hội nghị, tiệc cưới quy mô lớn.

(3) Kết nối hạ tầng: Do vị trí nằm trên đảo, nên kết nối hạ tầng của dự án còn hạn chế, mới chỉ có một đường duy nhất đi vào là Cầu Vũ Yên 1. Tuy nhiên, tận dụng được mối quan hệ tốt và uy tín tại TP. Hải Phòng, VHM đã nhanh chóng xin được giấy phép và khởi công cầu Máy Chai, và trong tương lai là khoảng 2-3 cây cầu nữa, giúp đi lại thuận tiện hơn.

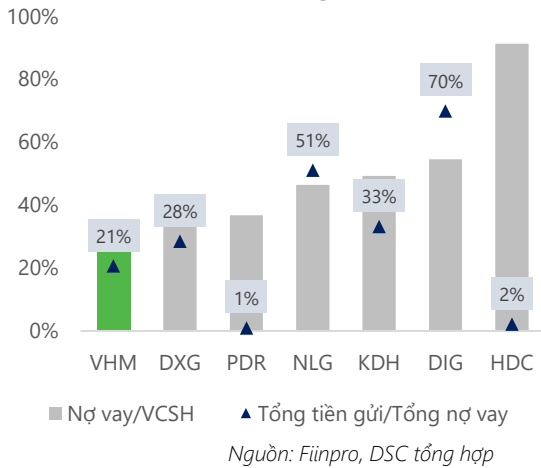
LUẬN ĐIỂM 3:

Dẫn đầu trong dài hạn nhờ quỹ đất khủng và tài chính lành mạnh

VHM
CTCP Vinhomes

DSC

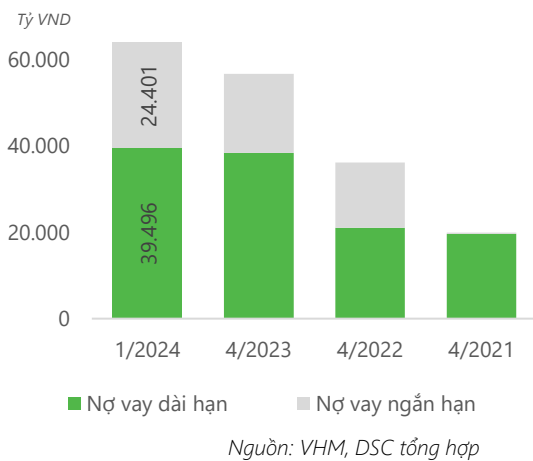
NỢ VAY VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN



Tài chính duy trì khỏe mạnh dù vay nợ lớn

VHM là doanh nghiệp hiếm hoi "dễ dàng" tăng thêm nợ ở cả hình thức vay ngân hàng và trái phiếu ngay trong bối cảnh thị trường khó khăn, trong 2 quý đầu năm VHM đã thành công huy động 10.000 tỷ thông qua phát hành trái phiếu. So với các doanh nghiệp vốn hóa lớn trong ngành, VHM có đòn bẩy gần như thấp nhất (chỉ cao hơn 2 trường hợp cá biệt như CEO, TCH), trong khi đó khả năng trả nợ vẫn ở mức ổn định. Xét về giá trị, tổng nợ vay của VHM là gần 63.900 tỷ, trong đó 24.400 tỷ là nợ đáo hạn trong 12 tháng tới, gây ra áp lực nhẹ nhưng không đáng ngại cho VHM do (1) Dòng tiền từ bán các dự án mới vẫn tốt; (2) Khả năng phát hành thêm nợ có thể được tính đến.

GIÁ TRỊ NỢ VAY



Dẫn đầu xu hướng ngành nhờ quỹ đất siêu khủng đủ khai thác thêm 10-20 năm

So với phần còn lại của ngành BĐS, VHM duy trì thị phần số 1 ở mọi phân khúc nhờ quỹ đất siêu lớn được tích lũy liên tục trong nhiều năm, bởi nhiều hình thức khác nhau (BT, đấu thầu, M&A). Trong đó, các đại dự án đáng chú ý như Wonder Park, Cổ Loa đã đều hoàn thành GPMB và san nền, dự án Vũ Yên đã bắt đầu mở bán vào cuối quý 1.

DSC đánh giá, với những lợi thế như (1) Quỹ đất khủng; (2) Uy tín được khẳng định trên thị trường; (3) Thực hiện công tác pháp lý nhanh chóng; (4) Chiến lược phối hợp giữa bán lẻ và bán sỉ giúp duy trì dòng tiền, sẽ là nền tảng giúp VHM tiếp tục củng cố vị thế số 1 trong ít nhất 10-20 năm tới.

Bảng: Danh sách dự án đáng chú ý trong tương lai gần

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Ocean Park 3	Hà Nội	294	Bàn giao							
Wonder Park	Hà Nội	133				Bàn giao				
Sky Park	Bắc Giang	1,1	Bàn giao							
Vũ Yên	Hải Phòng	865	Bàn giao							
Golden Avenue	Quảng Ninh	116		Bàn giao						
Cổ Loa	Hà Nội	385		Bàn giao						
Happy Home (NOXH)										
Nam Tràng Cát	Hải Phòng	26	Bàn giao							
Star City	Thanh Hóa	9	Bàn giao							
Muối Cam Ranh	Khánh Hòa	87,6	Bàn giao							

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính, với trụ cột là phần còn lại của đại dự án Ocean City bao gồm phần lớn là các thành phần thuộc Ocean Park 2,3 kết quả kinh doanh 2024 sẽ tăng trưởng âm nhẹ so với cao điểm của năm 2023, đồng thời các biên lợi nhuận không biến động nhiều do cơ cấu bán hàng tương tự. Cụ thể, doanh thu đạt 95.220 tỷ (-8% YoY), LNST đạt 30.470 tỷ (-9% YoY).

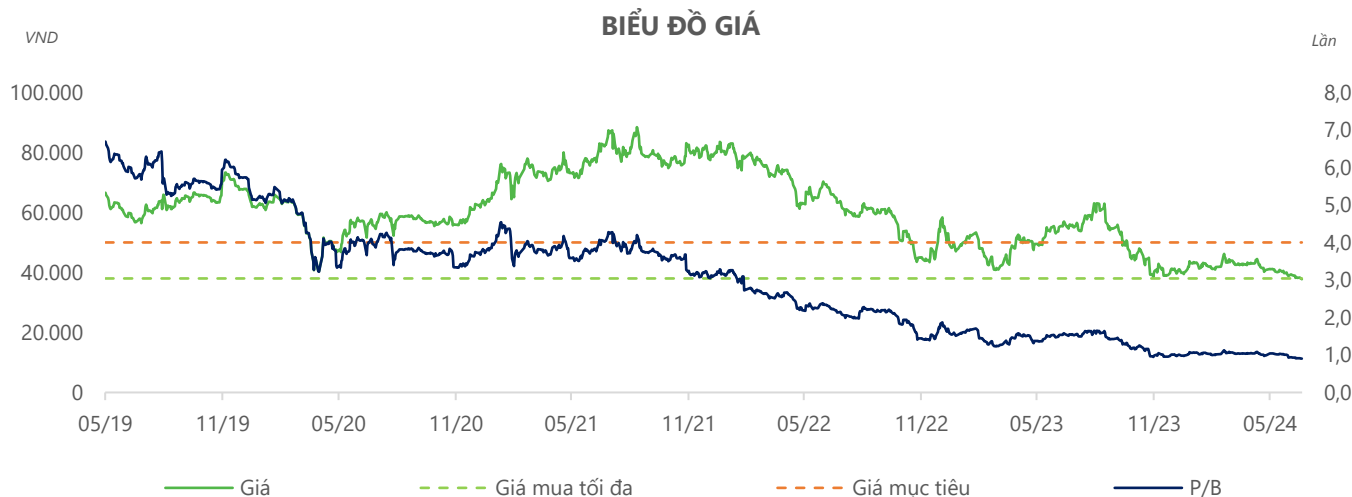
Định giá

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá với tỷ trọng tương đương là RNAV và P/B, với các giả định chính (1) Thị trường Bất động sản ấm lên giúp tỷ trọng bán buôn của VHM giảm xuống, cải thiện biên lợi nhuận từ năm 2025; (2) Dự án Vũ Yên hấp thụ tốt, là nền tảng của dòng tiền bán hàng giai đoạn 2024-2026; (3) Các dự án còn lại được phát triển dựa trên mốc thời gian (biểu đồ ở trang 5); đồng thời, chúng tôi thận trọng chiết khấu thêm phần giá trị rủi ro tiềm tàng đối với dòng tiền. Mức giá mục tiêu DSC ước tính cho cổ phiếu là 50.000 VND/cổ phiếu.

Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu VHM, giá mục tiêu bình quân là 60.200 VND/ cổ phiếu.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	62.393	103.557	95.220
% DTT (YoY)	-27%	66%	-8%
Lợi nhuận gộp	30.696	35.707	32.375
Lợi nhuận sau thuế	29.162	33.533	30.470
% LNST (YoY)	-25%	15%	-9%

Định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
P/B	276.687 Tỷ VND	50%
RNAV	254.980 Tỷ VND	50%
Chiết khấu rủi ro tiềm tàng	-48.332 Tỷ VND	
Giá trị hợp lý SLCPLH	217.502 Tỷ VND	
	4.354 Triệu	
Giá mục tiêu	50.000 VND	



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn