MUA

Giá mục tiêu 2024:	**54.600 VND**
Upside:	**36%**
Cập nhật:	20/5/2024

VHM

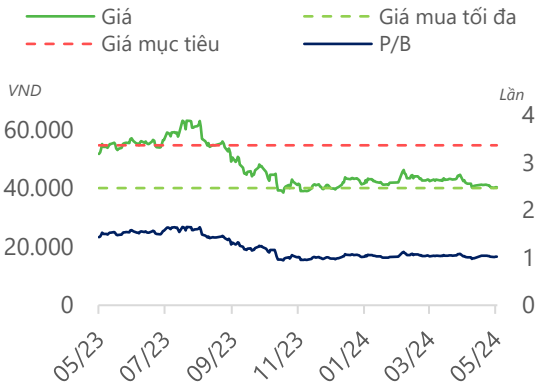
CTCP Vinhomes

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: KQKD được duy trì ổn định điểm tựa từ doanh số cao được gối đầu liên tục; Vị thế dẫn dắt toàn ngành.

Tiêu cực: KQKD không tăng trưởng do qua năm cao điểm; Rủi ro tiềm tàng từ thành viên trong hệ sinh thái.

Khuyến nghị: Với mức định giá tại vùng hấp dẫn, trong bối cảnh KQKD không quá tiêu cực và tiềm năng rộng mở từ quỹ đất khủng và khả năng bán hàng linh hoạt trong nhiều hoàn cảnh, DSC nhận định đây là vùng giá có thể đầu tư cổ phiếu VHM cho tầm nhìn dài hạn. Tuy nhiên, sự thành bại của Vinfast sẽ là yếu tố ảnh hưởng quan trọng cần được quan tâm sát sao.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Bất động sản dân cư
Giá hiện tại (VND)	40.250
Vốn hóa (Tỷ VND)	175.263
Số lượng CPLH (triệu cp)	4354,4
EPS 4 quý gần nhất	5073,7
P/E	7,9
Cao nhất 1 năm	66.200
Thấp nhất 1 năm	36.750

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 20.000 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.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

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.

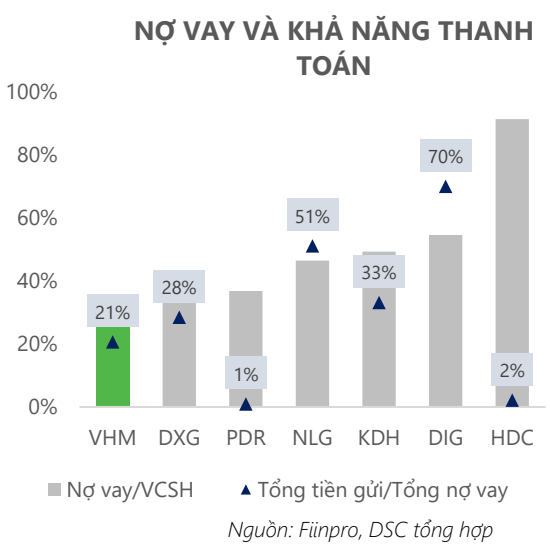
Sẵn sàng cho giai đoạn mới "hậu Ocean Park"

Doanh số chưa ghi nhận tính đến quý 1 khoảng 112.000 tỷ, trong đó 40% nằm ở các dựa án Ocean Park 1, 2, 3. DSC kì vọng, trong bối cảnh lãi suất thấp, tình hình vĩ mô khả quan, khả năng trả tiền của người mua ổn định hơn giúp việc bàn giao được đúng thời hạn. Từ đó, các sản phẩm đã bán trên sẽ được bàn giao và ghi nhận gần như toàn bộ trong năm 2024.

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.

VHM

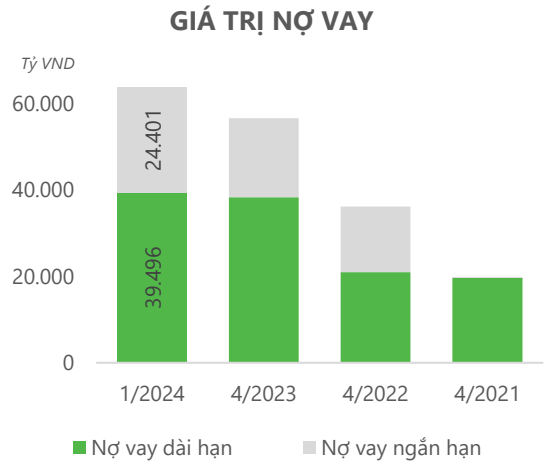
CTCP Vinhomes



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

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.



Nguồn: VHM, DSC tổng hợp

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 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.

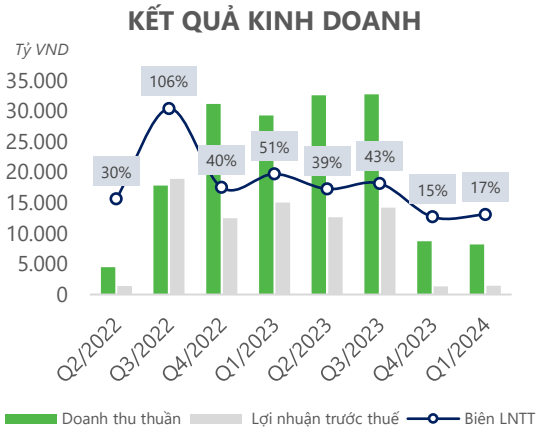
DSC đánh giá, với những lợi thế như (1) Quỹ đất khủng; (2) Uy tín được khẳng định trên thị trường; (3) Thực hiện công tác pháp lý nhanh chóng; (4) Chiến lược phối hợp giữa bán lẻ và bán sỉ giúp duy trì dòng tiền, sẽ là nền tảng giúp VHM tiếp tục củng cố vị thế số 1 trong ít nhất 10-20 năm tới.

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							
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				

Nguồn: VHM, DSC tổng hợp & Dự báo

KẾT QUẢ KINH DOANH

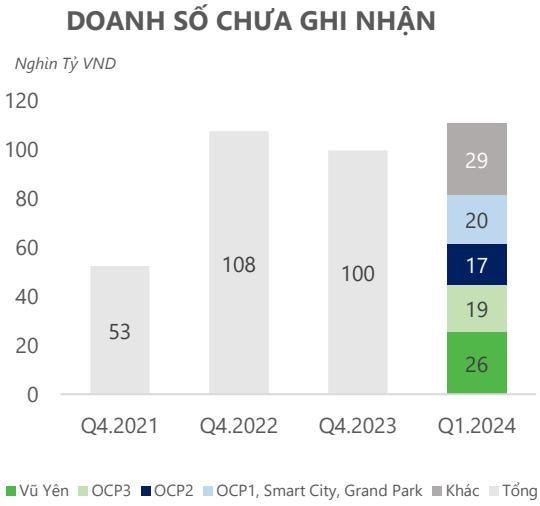


Nguồn: VHM, DSC tổng hợp

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).

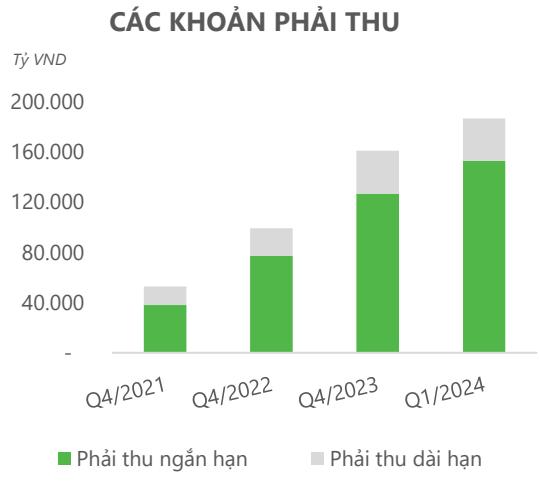
DSC kì vọng, lượng hàng đã bán của Ocean Park 2,3 sẽ sớm được ghi nhận bắt đầu vào quý 2 sau khi công tác xây dựng được hoàn thành.



Nguồn: VHM, DSC tổng hợp

Doanh số bắt đầu có ảnh hưởng từ dự án mới

Có thể thấy rõ dự án Vinhomes Royal Island Vũ Yên ngay sau khi mở bán 3 phân khu là Tài Lộc, Miyabi và Golf Land, bao gồm chủ yếu là các sản phẩm liền kề và shophouse vào cuối tháng 3/2024 đã đóng góp mức doanh số ấn tượng khoảng 26.000 tỷ. 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.



Nguồn: VHM, DSC tổng hợp

Các khoản phải thu cho thấy dấu hiệu đáng lo ngại

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, khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VHM đã bị thất thoát gần 100.000 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. DSC đánh giá, những khoản này đều có khả năng nhằm phục vụ hoạt động của Vinfast, từ đó mang tới rủi ro thất thoát đáng kể đối với VHM.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

VHM tiếp tục không trả cổ tức trong năm nay nhằm thu xếp nguồn tiền phát triển dự án.

Định giá

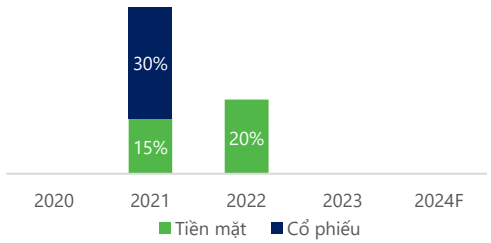
Mức P/B của cổ phiếu VHM hiện tại là gần 1 lần, trong vùng thấp nhất ngành và trong lịch sử. Mặc dù cổ phiếu không có câu chuyện tăng trưởng quá đột biến, tuy nhiên mức định giá cực thấp so với nội tại doanh nghiệp ở thời điểm hiện tại chính là lý do quan trọng nhất để DSC đánh giá rằng đây là vùng an toàn cho việc đầu tư dài hạn.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 sẽ tăng trưởng âm so với năm 2023 khi trụ cột chủ yếu cho doanh thu năm nay là Ocean Park 2,3, 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). Sử dụng phương pháp định giá P/B, với mức P/B thận trọng là 1,1 lần, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 54.600 VND/cp (upside 34% so với giá đóng cửa 16/5/2024)

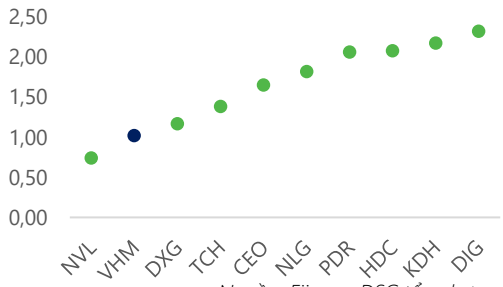
Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu VHM, giá mục tiêu bình quân là 60.200 VND/ cổ phiếu (upside 48% so với giá đóng cửa 16/5/2024)

CỔ TỨC



Nguồn: VHM, DSC tổng hợp

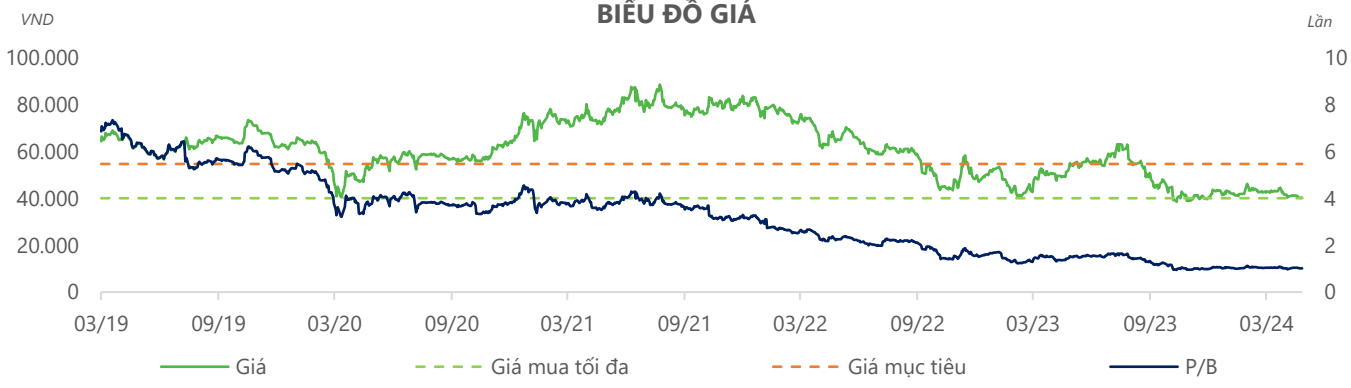
P/B



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

(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%*

BIỂU ĐỒ GIÁ



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,
GĐ. 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