# BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP



# CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES - HOSE: VHM

Ngành Bất động sản

Giá mục tiêu 12 tháng (không đổi) 54,200 d

XẾP HẠNG 12 THÁNG

Lợi nhuận kỳ vọng 22% - 32%

MUA

Giá đóng cửa 25/09/2024 44,150 d

## Q2/24: Giao dịch bán lô lớn phục hồi lợi nhuận

Lợi nhuận sau thuế (đã trừ lợi ích CĐTS) Q2/24 đạt 10,891 tỷ VND (+13.8% YoY) đến từ việc bàn giao các dự án Vinhomes Ocean Park GĐ 2 3 trong đó phần lợi nhuận được chia từ giao dịch bán lô lớn dự án Vinhomes Royal Island ghi nhận 6,294 tỷ VND. Doanh thu Q2/24 đạt 28,375 tỷ VND, giảm 13.0% so với cùng kỳ. Kết quả 6 tháng đầu năm, VHM hoàn thành lần lượt 48.8% dự phóng doanh thu và 31.9% dự phóng lợi nhuận của VPBankS.

Giá trị doanh thu chưa ghi nhận của VHM (unbilled presales) tính tới thời điểm Q2/24 đạt 118,700 tỷ VND, mức cao nhất kể từ Q4/2022. Dự án Vinhomes Royal Island vẫn là thành phần chính đóng góp 35% tỷ trọng trong giá trị doanh thu chưa ghi nhận của VHM, tương đương 41,650 tỷ VND, tăng 62% so với Q1/24, theo báo cáo từ doanh nghiệp. Doanh số bán hàng trong Q2/24 đạt 35,500 tỷ VND theo ước tính của chúng tôi, tăng 120% so với Q1/24. Chúng tôi dự phóng dự án Vinhomes Royal Island vẫn là dự án mục tiêu triển khai bán hàng trong các quý tiếp theo và đóng góp vào lợi nhuận trong giai đoạn 2025-2028.

Tình hình tài chính vẫn được duy trì tuy có nhiều điểm đáng chú ý. Vào cuối Q2/24, VHM có tổng dư nợ là 70,501 tỷ VND (+10.3% QoQ), trong đó vay ngân hàng chiếm 44% và trái phiếu doanh nghiệp trong nước chiếm 39%. Tỷ lệ đòn bẩy cuối Q2/24 tăng với tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu là 26%. Số dư tiền mặt đạt 17,100 tỷ VND tại Q2/24, tăng nhẹ so với 14,100 nghìn tỷ đồng vào Q4/23.

**CẬP NHẬT:** Dự án mới Vinhomes Royal Island (Vũ Yên Hải Phòng, 877ha) có tỷ lệ hấp thụ khả quan trong Q2/24 khi tỷ lệ đặt cọc ghi nhận 27,700 tỷ VND, tăng 98% so với thời điểm mở bán (Q1/24). Dự án Vinhomes Royal Island hiện tại đã ghi nhận lợi nhuận được chia từ bán lô lớn là 6,341 tỷ VND; kênh bán lẻ của dự án này kỳ vọng đóng góp doanh thu cho VHM trong giai đoạn 2025–2028 theo dự phóng của chúng tôi.

Kế hoạch bán hàng (presales) năm 2024, BLĐ dự kiến đạt 90,000-110,000 tỷ VND, chủ yếu đến từ các dự án đã mở bán như Vinhomes Ocean Park GĐ 2 3, Vinhomes Royal Island tiếp tục đẩy mạnh, và Vinhomes Global Gate. Vinhomes hiện đã chính thức giới thiệu dự án Global Gate ngày 9/9 và dự kiến sẽ mở bán chính thức vào cuối tháng 9.

**KẾ HOẠCH MUA CỔ PHIẾU QUỸ**: Vinhomes thông báo mua lại 8.5% tổng khối lượng chứng khoán lưu hành (370 triệu cổ phiếu) với ước tính nguồn vốn cho giao dịch này là 16,243 tỷ VND; Thời gian thực hiện sẽ được quyết định sau khi có sự chấp thuận từ Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nuóc.

#### Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi giữ nguyên dự phóng giá mục tiêu của VHM là 54,200 đồng/ cổ phiếu, theo đó **chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VHM.** 

#### THÔNG TIN GIAO DỊCH

•	
KLGD TB 52 tuần	9,398,916
Khối lượng lưu hành	4,354,367,488
Biên độ 52 tuần	34,850 <u>a</u> - 48,000 <u>a</u>
Vốn hóa doanh nghiệp	192,245 tỷ VNĐ
Sở hữu nước ngoài	13,73%

#### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VHM



CHỈ TIÊU	2023A	2024F	2025F	
Doanh thu	103,334	74,690	81,357	
LN gộp	27,933	26,407	27,98	
LNST	33,287	35,715	38,480	
EPS	7,607	8,158	8,790	
Tăng trưởng EPS (%)	15%	7%	8%	
P/E	5.4	5.0	4.7	
P/B	1.0	0.8	0.7	
ROE (%)	18%	16%	15%	
Nợ vay / Vốn CSH (%)	31%	27%	24%	

Nguồn: VPBankS Research

#### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Duy Nam

namnd@vpbanks.com.vn

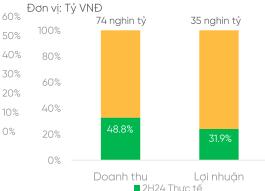


## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/24

### BIỂU 1. DOANH THU & LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG



# BIỂU 2. KẾT QUẢ 2H24 HOÀN THÀNH 1/3 LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG CỦA VPBankS

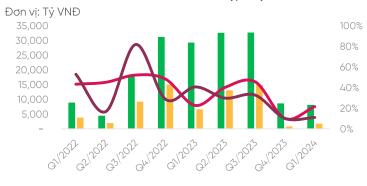


Nguồn: BCTC VHM, VPBankS Research phân tích

- Doanh thu Q2/24 ghi nhận 28,375 tỷ VND, giảm 13.0% so với cùng kỳ trong khi tăng trưởng 3.4x lần từ mức thấp so với Q1/24. Đáng chú ý, doanh thu chuyển nhượng BĐS ghi nhận 17,784 tỷ VND, giảm 40.4% YoY, mặc dù mức này tăng trưởng 4.4x lần QoQ, chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án Vinhomes Ocean Park GĐ 2 và 3, Vinhomes Golden Avenue. Việc có nhiều biến động trong ghi nhận doanh thu giữa các quý là điều bình thường trong ngành bất động sản do thời điểm bàn giao BĐS thường dựa trên tiến độ thi công và hoàn thiện. Doanh thu từ cung cấp dịch vụ tổng thầu tăng lên 6,461 tỷ VND (x5.3 YoY) chiếm 22.8% tỷ trọng doanh thu. Khoản mục doanh thu từ quản lý BĐS và cho thuê chiếm dưới 7% tổng cơ cấu doanh thu.
- Lợi nhuận gộp Q2/24 đạt 8,688 tỷ VND (-33.7% YoY, 4.9x QoQ). Biên lợi nhuận gộp (GPM) Q2/24 đạt 30.6% (cùng kỳ 40.2%; quý trước 21.6%); Biên lợi nhuận cải thiện 9 điểm phần trăm so với quý trước. Chuyển nhượng BĐS Q2/24 đạt GPM 43.6%, cải thiện 15.1 điểm phần trăm so với Q1/24 và không thay đổi so với Q2/23. Các dự án bàn giao tới khách hàng trong Q2/24 ghi nhận bàn giao ít căn từ phần hợp tác BCC và nhiều hơn từ các thành phần VHM tự đầu tư của các dự án Vinhomes Ocean Park GĐ 2 3 và dự án Vinhomes Golden Avenue, giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ rệt (biên lợi nhuận gộp từ các dự án BCC thường có biên lợi nhuận gộp thấp hơn).
- Doanh thu tài chính Q2/24 tăng 3.3x lần so với cùng kỳ, đạt 8,082 tỷ VND (4.1x QoQ), có đóng góp từ lợi nhuận được chia từ giao dịch bán lô lớn của dự án Vinhomes Royal Island (6,294 tỷ VND). Chi phí tài chính tăng 6.2x lần so với cùng kỳ, lên 2,553 tỷ VND do lãi vay phát sinh từ các khoản vay ngắn hạn mới cho các dự án mới, chi phí phát hành, lãi vay phát sinh của các trái phiếu VHM đã phát hành trong 2 quý đầu năm; Vay ngắn hạn mới trong Q2/24 tăng 1,500 tỷ VND so với Q1, trái phiếu đã phát hành trong Q2 tăng 8,350 tỷ VND so với Q1.
- Lợi nhuận sau thuế (đã trừ lợi ích CĐTS) Q2/24 đạt 10,891 tỷ VND (+13.8% YoY) đến từ việc bàn giao các dự án Vinhomes Ocean Park GĐ 2 3, cũng như phần lơi nhuân được chia từ giao dịch bán lô lớn dư án Vinhomes Royal Island.
- Giá trị doanh thu chưa ghi nhận của VHM (unbilled presales) tính tới thời điểm Q2/24 đạt 118,700 tỷ VND, mức cao nhất kể từ Q4/2022. Dự án Vinhomes Royal Island vẫn là thành phần chính đóng góp 35% tỷ trọng trong giá trị doanh thu chưa ghi nhận của VHM, tương đương 41,650 tỷ VND, tăng 62% so với Q1/24, theo báo cáo từ doanh nghiệp. Doanh số bán hàng trong Q2/24 đạt tỷ 27,700 tỷ VND theo ước tính của chúng tôi, tăng 98% so với Q1/24. Chúng tôi cho rằng dự án Vinhomes Royal Island vẫn là dự án mục tiêu trong các quý tiếp theo.
- Kế hoạch mua cổ phiếu quỹ: Vinhomes thông báo mua lại 8.5% tổng khối lượng chứng khoán lưu hành (370 triệu cổ phiếu) với ước tính nguồn vốn cho giao dịch này là 16,243 tỷ VND tính theo giá ngày 18/09. Ở thời điểm Q2/24, tiền và tương đương tiền của VHM đạt 17,180 tỷ VND. Với việc triển khai các dự án Vinhomes Global Gate và Vinhomes Royal Island trong năm 2024, cũng như việc tiếp tục bàn giao các dự án Vinhomes Ocean Park GĐ2 3, chúng tôi cân nhắc khả năng dòng tiền cho việc mua lại cổ phiếu quỹ và đầu tư kinh doanh sẽ tới từ dòng tiền mở bán dự án, dòng tiền thanh toán theo tiến độ của các dự án đang chuẩn bị bàn giao và dòng tiền tới tiền việc bán một phần dự án cho đối tác. Chúng tôi cho rằng VHM có thể thực hiện được việc mua lại cổ phiếu quỹ, tuy nhiên có thể ngắn hạn làm tăng nợ vay. Thời gian thực hiện sẽ được quyết định sau khi có sự chấp thuận từ Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nuớc.
- Kế hoạch bán hàng presales năm 2024, BLĐ dự kiến đạt 90,000-110,000 tỷ VND, chủ yếu đến từ các dự án đã mở bán như Vinhomes Ocean Park 2 3, Vinhomes Royal Island tiếp tục triển khai và Vinhomes Global Gate (9-2024);
- CẬP NHẬT: Dự án mới Vinhomes Royal Island (Vũ Yên Hải Phòng, 877ha) có tỷ lệ hấp thụ khả quan trong Q2/24 khi tỷ lệ đặt cọc ghi nhận 41,650 tỷ VND, tăng 62% so với thời điểm mở bán (Q1/24). Dự án Vinhomes Royal Island hiện tại đã ghi nhận doanh thu được chia từ giao dịch bán lô lớn với doanh thu 6,341 tỷ VND; kênh bán lẻ kỳ vọng đóng góp doanh thu cho VHM trong giai đoạn 2025-2028 theo dự phóng của chúng tôi

#### BIỂU 3. KẾT QUẢ KINH DOANH THEO QUÝ (cập nhật)

🗖 Doanh thu thuần 📁 🖊 Lãi gộp 💳

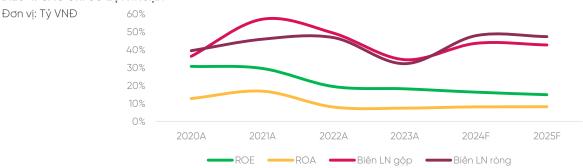


Biên LN gộp ──Biên LN ròng



## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

## BIỂU 4. CÁC CHỈ SỐ LỢI NHUẬN



Nguồn: BCTC VHM, VPBankS Research phân tích

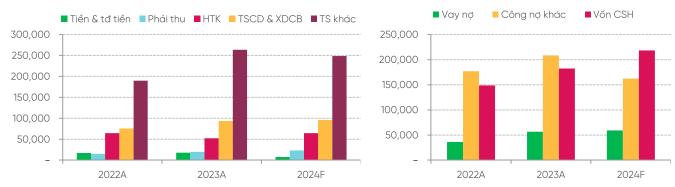
- Tổng tài sản tới Q2/24 đạt 493,450 tỷ VND (+6.2% QoQ), tăng nhẹ so với quý trước. Tài sản ngắn hạn chiếm 53%; phát sinh trong quý từ các khoản phải thu bán hàng, hàng tồn kho và các khoản phải thu khác.
- Tiền & tương đương tiền đạt 17,180 tỷ VND, tăng 80% so với quý trước; Trong kỳ VHM đã phát hành mới 12,401 tỷ VND trái phiếu hỗ trợ dòng tiền cho vốn lưu động và đầu tư dự án. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm 10,946 tỷ VND cho thấy Vinhomes vẫn sẽ cần cân đối dòng tiền từ phát hành trái phiếu, nợ vay và mở bán các dự án mới.
- Hàng tồn kho ròng tăng nhẹ 3,288 tỷ VND (bằng quý trước) đạt 58,660 tỷ VND. Lượng lớn hàng tồn kho chiếm 11.8% tổng tài sản công ty, chủ yếu bao gồm tiền sử dụng đất, chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí xây dựng và phát triển các dự án Vinhomes Grand Park, Vinhomes Smart City, Vinhomes Ocean Park 2-3.
- Các khoản phải thu ngắn hạn đạt 145,800 tỷ VND (-4.6% QoQ), chủ yếu đến từ các khoản phải thu từ chuyển nhượng bất động sản (20,661 tỷ VND) và trả trước cho người bán ngắn hạn (20,207 tỷ VND). Các khoản phải thu về cho vay ngắn hạn có sự giảm mạnh so với quý trước giảm 16,306 tỷ VND (-92% QoQ), lý do các khoản vay này được tái cơ cấu sang mục Phải thu về cho vay dài hạn (10,691 tỷ VND, lãi suất 11-12%). Bên cạnh đó, các khoản phải thu khác cũng có sự tăng trưởng mạnh so với quý trước (+26,200 tỷ VND, +19.7% QoQ) trong đó chủ yếu là các khoản tạm ứng tiền GPMB, tạm ứng theo hợp đồng Hợp tác đầu tư và kinh doanh (chiếm ~ 89,642 tỷ VND).
- Số dư với các bên liên quan thể hiện ở các khoản phải thu khách hàng, trả trước, phải thu khác, tài sản khác và cho vay các bên liên quan đạt 108,188 tỷ VND (-14,812 tỷ VND, -12% QoQ), trong đó 18,815 tỷ VND là phải thu từ hợp đồng cho thuê tài chính với mảng xe điện là Vinfast và VinEG. Nếu không tính các khoản cho mảng xe điện vay, chúng tôi khá quan ngại với số dư 89,373 tỷ VND chiếm 18% tổng tài sản, vẫn ở mức cao dù đã giảm so với quý trước, phần lớn trong số đó không mang lại lãi suất. Lưu ý, khoản mục cho vay các đối tác thể hiện trong Phải thu về cho vay dài hạn tăng 10,691 tỷ VND tuy nhiên chúng tôi hiện chưa có thông tin về đối tác này.
- Tại 30/06/2024, tổng dư nợ của VHM đang ở mức 70,501 tỷ VND (+10.3% QoQ) với tỷ lệ Nợ ròng/VCSH = 39.5% thấp hơn mức trung bình ngành. Trong ngắn hạn, Vinhomes có 25,893 tỷ VND nợ vay đáo hạn trong năm 2024, với áp lực 10,034 tỷ VND từ các khoản vay dài hạn đến hạn trả và 15,737 tỷ VND nợ vay ngắn hạn ngân hàng (thông thường được tái tục khi đến hạn). Việc đáo hạn nợ vay sẽ tiếp tục được cân đối bằng các khoản phát hành trái phiếu, người mua trả tiền trước cho các dự án đã mở bán và thu hổi các khoản cho vay của VHM. Trong trung hạn, (i) giá trị doanh số chưa ghi nhận 118,700 tỷ VND, (ii) dư địa gia tăng nợ vay còn nhiều, (iii) chiến lược bán một phần các đại dự án, chúng tôi giữ quan điểm VHM hoàn toàn có khả năng cân đối được nợ vay đáo hạn trong năm nay.

## KHUYỂN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

• Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA cho VHM cho yếu tố dài hạn với giá mục tiêu 54,200 đ/cp sử dụng phương pháp RNAV và giả định WACC cao hơn so với ngành BĐS nhà ở để phản ánh rủi ro vẫn còn khó lường trong giai đoạn hiện nay.

#### BIỂU 5. BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ VNĐ



# BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP



## PHỤ LỤC - BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	Chỉ số chính	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuẩn	103,334	74,690	81,357	Định giá			
Giá vốn hàng bán	67,744	42,160	46,706	EPS	7,607	8,158	8,790
Lợi nhuận gộp	35,590	32,530	34,650	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	41,116	49,318	58,155
Doanh thu hoạt động tài chính	20,363	24,396	26,595	P/E	5.7	5.3	4.9
Chi phí tài chính	3,998	6,159	6,475	P/B	1.0	0.9	0.7
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7,656	6,123	6,670	Khả năng sinh lời			
Lợi nhuận trước thuế	43,244	44,644	48,100	Biên lợi nhuận gộp	34%	44%	43%
Lợi nhuận sau thuế	33,287	35,715	38,480	Biên EBITDA	29%	36%	36%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	33,125	35,523	38,274	Biên lợi nhuận sau thuế	32%	48%	47%
				ROE	18%	16%	15%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	ROA	7%	8%	8%
Tài sản ngắn hạn	240,250	257,971	259,562	Tăng trưởng			
I. Tiền & tương đương tiền	14,104	3,749	8,068	Doanh thu	66%	-28%	9%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,833	3,833	3,833	Lợi nhuận trước thuế	12%	3%	8%
III. Cac khoản phải thu ngắn hạn	19,702	22,734	19,810	Lợi nhuận sau thuế	14%	7%	8%
IV. Hàng tồn kho	52,343	64,513	71,471	EPS	15%	7%	8%
V. Tài sản ngắn hạn khác	150,268	163,142	156,380	Tổng tài sản	24%	-2%	7%
Tài sản dài hạn	207,111	181,758	210,810	Vốn chủ sở hữu	23%	20%	18%
I. Các khoản Phải thu dài hạn	34,064	38,313	50,080	Thanh khoản			
II. Tài sản cố định	11,731	10,361	15,467	Thanh toán hiện hành	1.12	1.46	1.56
1. Tài sản cố định hữu hình	10,679	10,361	15,467	Thanh toán nhanh	0.08	0.04	0.07
2. Tài sản cố định vô hình	1,052	0	0	Nợ/tài sản	13%	13%	13%
III. Bất động sản đầu tư	17,932	18,322	28,666	Nợ/vốn chủ sở hữu	31%	27%	24%
IV. Tài sản đở dang dài hạn	63,970	67,169	70,527	Khả năng thanh toán lãi vay	9.03	5.14	5.22
V. Đầu tư tài chính dài hạn	7,812	7,812	7,812	Hiệu quả hoạt động			
VI. Tài sản dài hạn khác	71,602	39,781	38,258	Vòng quay phải thu khách hàng	5.9	3.5	3.8
Tổng tài sản	447,361	439,729	470,372	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	62 ngày	105 ngày	97 ngày
Nợ phải trả	264,991	221,453	213,409	Vòng quay hàng tồn kho	1.2	0.7	0.7
I. Nợ ngắn hạn	214,020	176,388	165,859	Thời gian tồn kho bình quân	315 ngày	506 ngày	531 ngày
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	195,730	157,550	146,456	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.8	2.4	4.3
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	18,290	18,838	19,403	Thời gian trả tiền bình quân	96 ngày	150 ngày	85 ngày
II. Nợ dài hạn	50,971	45,064	47,550				
1. Các khoản phải trả dài hạn	12,577	4,751	5,221	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	38,394	40,314	42,329	LCTT từ HĐ kinh doanh	15,302	-13,138	21,475
Vốn chủ sở hửu	182,369	218,276	256,963	LCTT từ HĐ đầu tư	5,103	123	-19,942
1. Vốn điều lệ	43,544	43,544	43,544	LCTT từ HĐ tài chính	0	2,660	2,787
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,260	1,260	1,260	LCTT trong kỳ	20,405	-10,355	4,320
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	133,125	167,266	205,539	Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	10,817	14,104	3,749
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,335	3,526	3,733	Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	31,222	3,749	8,068
5. Vốn khác	1,106	2,680	2,887				

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chỉ tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

## Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679 Email: cskh@vpbanks.com.vn Website: www.vpbanks.com.vn

#### Phòng Phân tích Đầu tư

Email: research@vpbanks.com