

Ngày 08/04/2024

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP



CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES – HOSE: VHM

Ngành Bất động sản

XẾP HẠNG 12 THÁNG

MUA

Giá mục tiêu 12 tháng	58,900đ
Vùng giá khuyến nghị	41,000đ – 43,000đ
Lợi nhuận kỳ vọng	37% – 44%
Giá đóng cửa 08/04/2024	43,000đ

Định giá hấp dẫn – Thách thức đan xen

Kết quả kinh doanh ấn tượng trong bối cảnh thị trường đầy thách thức khi tăng trưởng mạnh mẽ trong 2023, với doanh thu, LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 103.6 nghìn tỷ (+66% yoy) và 33.4 nghìn tỷ VND (+16% yoy). Kết quả này vượt 3% và 11% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm 2023. Bước sang 2024, Vinhomes đặt kế hoạch doanh thu 120,000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 35,000 tỷ đồng; tăng lần lượt 16% và hơn 4% so với thực hiện năm 2023.

Trong năm 2024, VHM sẽ tập trung bán hàng cho các dự án đang triển khai, đồng thời có thể tiếp tục mở bán 3 dự án lớn mới bao gồm Cổ Loa và Wonder Park (Hà Nội), và Vũ Yên (Hải Phòng). Chúng tôi dự kiến giá trị bán hàng sẽ đạt từ 90-95 nghìn tỷ trong năm nay, chủ yếu đến từ 5 đại dự án Ocean Park 1, Smart City, Grand Park và Ocean Park 2, Ocean Park 3 và 3 dự án lớn mới. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, các dự án trên đều đang ở bước pháp lý cuối cùng, sẵn sàng triển khai nếu thị trường BĐS phục hồi.

Tình hình tài chính vẫn được duy trì tuy có nhiều điểm đáng chú ý. Vào cuối Q4/2023, VHM có tổng dư nợ là 56,684 tỷ đồng, trong đó vay ngân hàng chiếm 58% và trái phiếu doanh nghiệp trong nước (domestic bond) chiếm 27%. Khoảng 40% tổng số nợ có lãi suất cố định với thời gian đáo hạn trung bình là 1,7 năm (Trong tháng 10, VHM đã phát hành 11,9 nghìn tỷ đồng, trong đó có 250 triệu USD trái phiếu nước ngoài và 5,6 nghìn tỷ đồng khoản vay trong nước, cao hơn đáng kể so với ước tính của chúng tôi cũng như thị trường). Tỷ lệ đòn bẩy cuối Q4/2023 tăng với tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu là 21.2%. Số dư tiền mặt quay trở lại mức cao 14,1 nghìn tỷ đồng với sự đóng góp tích cực của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và dòng tiền tài chính (thu từ đi vay).

Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHM là 58,900 đồng/ cổ phiếu, theo đó **chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VHM** dựa trên những điểm nhấn về: (i) Lợi nhuận có sự tăng trưởng khả quan trong 2024F-2025F, (ii) Việc mở bán lần lượt các dự án trọng điểm sắp tới cùng tiềm lực triển khai các siêu dự án Green Hạ Long và Long Beach Cần Giờ kỳ vọng mang đến sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn, và (iii) Định giá PE 2024F ở mức 5.3x và PB 2024F ở mức 0.9x khá hấp dẫn đối với cổ phiếu đầu ngành.

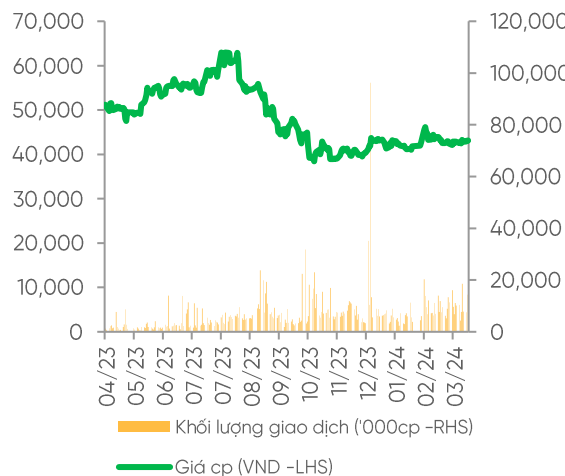
Rủi ro

Bên cạnh rủi ro chung về chu kỳ của ngành bất động sản dân cư, áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp BĐS lớn trong 2024-2025 cũng như quan ngại về nội tại doanh nghiệp (e ngại của thị trường về sự phức tạp trong giao dịch với các bên liên quan) có thể tác động tiêu cực đến thị giá VHM trong ngắn hạn (**tham khảo thêm trang 7**).

THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	6,904,509
Khối lượng lưu hành	4,354,367,488
Biên độ 52 tuần	38,450 đ – 63,000 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	178,529 tỷ VND
Sở hữu nước ngoài	21.06%

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	27,981
LNST	33,287	35,715	38,480
EPS	7,607	8,158	8,790
Tăng trưởng EPS (%)	15%	7%	8%
P/E	5.7	5.3	4.9
P/B	1.0	0.9	0.7
ROE (%)	18%	16%	15%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	31%	27%	24%

Nguồn: VPBankS Research

Chuyên viên phân tích

Trần Thái Bình

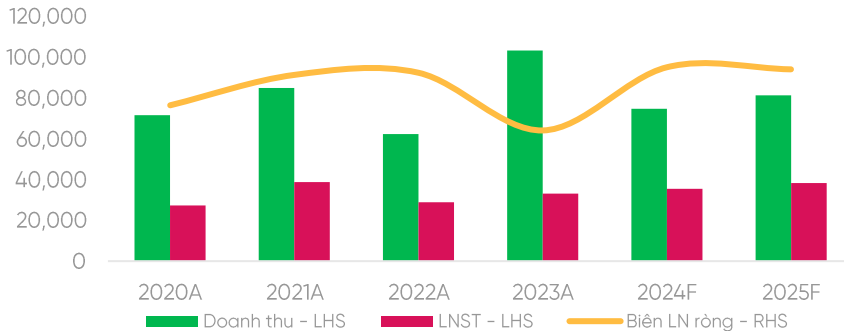
binhtt@vpbanks.com.vn

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

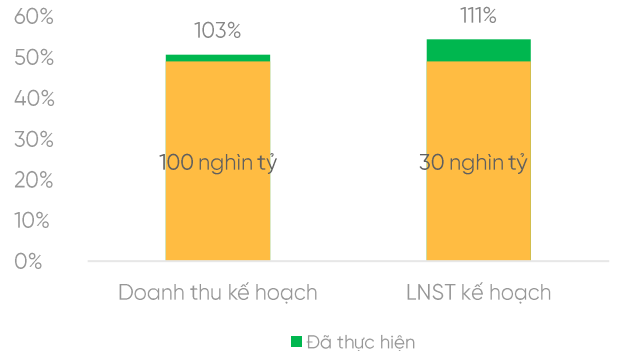
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

BIỂU 1. DOANH THU & LỢI NHUẬN DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ VNĐ


BIỂU 2. KẾ HOẠCH NĂM & THỰC HIỆN 12T

Đơn vị: Tỷ VNĐ

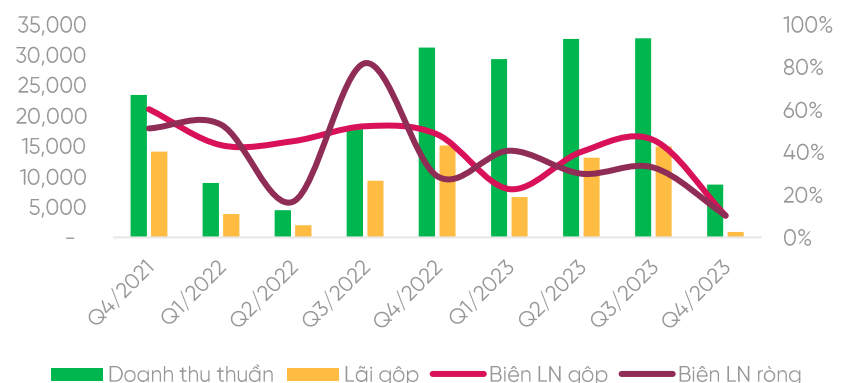


Nguồn: BCTC VHM, VPBankS Research phân tích

- Trong Q4/2023, VHM ghi nhận doanh thu thuần đạt 8.7 nghìn tỷ VNĐ**, giảm 72% so với cùng kỳ, hầu hết đều đến từ các Hợp đồng Hợp tác đầu tư và ghi nhận chi phí bất thường (one-off) làm lợi nhuận gộp chỉ đạt 882 tỷ VNĐ (-94% YoY, biên lợi nhuận gộp đạt 10.1%). Tuy nhiên, doanh thu tài chính tăng +230% YoY lên mức 4,913 tỷ VNĐ từ bán buôn tại Vinhomes Grand Park giúp LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 826 tỷ VNĐ (-91% YoY so với mức cơ sở cao của quý 4/2022 từ điểm rơi bàn giao đợt đầu Vinhomes Ocean Park 2).
- Lũy kế cả năm 2023**, doanh thu của VHM đạt 103.6 nghìn tỷ VNĐ (+66% YoY), doanh thu bán bất động sản cốt lõi (bao gồm hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và giao dịch bán buôn được ghi nhận là thu nhập tài chính) đạt 121.4 nghìn tỷ đồng (+49% YoY), chủ yếu đến từ việc ghi nhận bàn giao tại Ocean Park 2 (~57,600 tỷ đồng), Ocean Park 3 (~26,800 tỷ đồng), Smart City (~4,000 tỷ đồng), ... LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 của VHM đạt 33.4 nghìn tỷ đồng (+16% YoY) vượt 11% so với kế hoạch cả năm.
- Biên lợi nhuận gộp 2023 là 34.4%, thấp hơn đáng kể** so với biên lợi nhuận gộp 2022 (giảm 14.8%). Biên lợi nhuận gộp giảm do đa số các sản phẩm bàn giao tại Ocean Park 2 & 3 là các căn thấp tầng theo hình thức hợp đồng BCC, chia sẻ lợi nhuận với đối tác. **Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận các sản phẩm bán lẻ sẽ được cải thiện trong thời gian tới khi tỷ trọng sản phẩm được bán qua kênh tự doanh tăng lên.** Ngày 09/01/2024, VHM công bố mô hình mới bổ sung hệ thống phân phối tự doanh và đã bắt đầu tuyển dụng nhân sự. Theo đó, doanh nghiệp sẽ xây dựng khối kinh doanh bán lẻ trực tiếp các sản phẩm bất động sản cho khách hàng song song với mạng lưới đại lý phân phối như hiện tại. Chúng tôi cũng cho rằng đây là chiến lược phù hợp để thúc đẩy doanh số, đảm bảo chất lượng bán hàng và giá bán đồng nhất, giúp tạo niềm tin với người mua nhà hơn và giảm sự phụ thuộc vào đại lý.
- Doanh số bán hàng Q4/2023 tích cực nhờ các thương vụ bán buôn.** Trong Q4/2023, VHM đã bán được 19,700 sản phẩm (+535%QoQ), trong đó giao dịch bán buôn một dự án tại Tp. HCM chiếm 74% với giá trị ~18,800 tỷ đồng (~14,500 căn). Tổng giá trị hợp đồng đã bán trong quý đạt 30.3 nghìn tỷ VNĐ (+88%QoQ, +68%YoY). **Trong cả năm 2023 VHM ghi nhận doanh số mở bán mới là ~28,800 căn (-7% svck) với giá trị hợp đồng ~87,000 tỷ đồng (-32% svck)** do thị trường bất động sản chưa có nhiều tín hiệu tích cực nên công ty chỉ mở bán hai dự án mới quy mô nhỏ là Golden Avenue ở Quảng Ninh và Skypark ở Bắc Giang và tiếp tục bán quỹ căn còn lại tại các dự án hiện hữu là Ocean Park 1, 2, 3, Smart City, Grand Park, v.v. **Giá trị doanh số chưa ghi nhận** của VHM tính đến cuối 2023 đạt 99.7 nghìn tỷ đồng, trong đó doanh số bán buôn chiếm 67%. VHM dự kiến ghi nhận hơn 50% khoản này trong năm 2024. Đây là một kết quả ấn tượng, dù vậy, **chúng tôi vẫn lưu ý doanh số bán trước đang được thúc đẩy bởi kênh bán buôn** khá nhiều khi doanh số bán trước qua kênh bán lẻ vẫn chưa phục hồi rõ rệt.
- Kế hoạch mở bán sắp tới.** Bước sang 2024, VHM sẽ tập trung bán hàng cho các dự án đang triển khai. Bên cạnh đó, VHM dự kiến mở bán thêm các dự án Wonder Park, Cổ Loa, và Vũ Yên (Vinhomes Royal Island – đã mở bán tháng 3/2024). **Ngoài ra, trong tháng 1/2024, VHM đã khởi công dự án nhà ở xã hội NOXH** tại Nam Tràng Cát (28 ha – Hải An, Hải Phòng) và Cam Ranh (87 ha – TP Cam Ranh, Khánh Hòa). Phân khúc Nhà ở xã hội – Happy Home sẽ là trọng tâm phát triển của VHM trong thời gian tới song song với các dự án hiện hữu.

BIỂU 3. KẾT QUẢ KINH DOANH THEO QUÝ

Đơn vị: Tỷ VNĐ

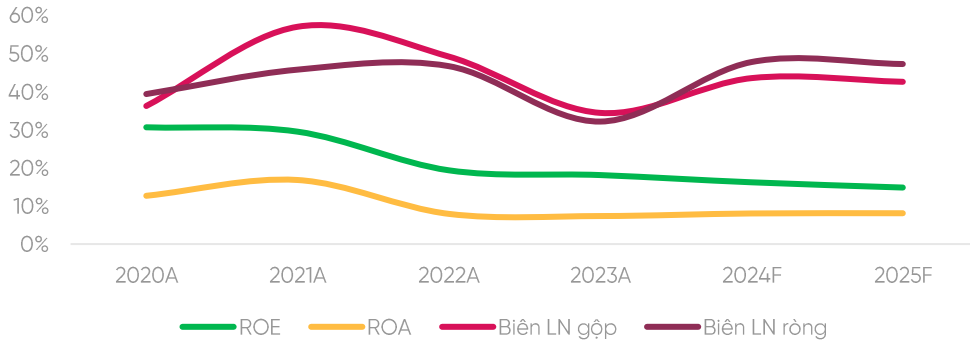


Nguồn: BCTC VHM, VPBankS Research phân tích

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

BIỂU 4. CÁC CHỈ SỐ LỢI NHUẬN

Đơn vị: Tỷ VND

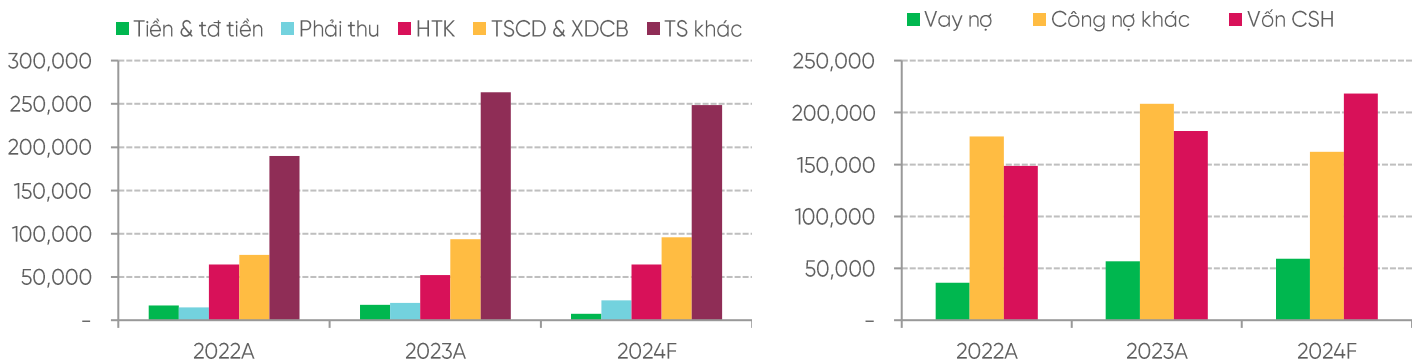


Nguồn: BCTC VHM, VPBankS Research phân tích

- Tổng tài sản tại 31/12/2023 tăng nhẹ so với thời điểm cuối Q3/2023**, đạt 447,360.8 tỷ VND (+7%). Tài sản ngắn hạn chiếm gần 54% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm hơn 46%. Tài sản tập trung chủ yếu ở hàng tồn kho, quyền sử dụng đất, tiền gửi ngắn hạn, tiền và các khoản phải thu ngắn hạn.
- Hàng tồn kho ròng giảm 2,761 tỷ VND (-5%) còn 52,343 tỷ VND.** Lượng lớn hàng tồn kho này 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, Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown cũng như các chi phí và hàng hóa/ vật liệu khác. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản duy trì ở mức thấp, chỉ chiếm 12% tổng tài sản vào cuối Q3/2023, do đó chúng tôi cho rằng áp lực giải phóng hàng tồn kho của VHM không cao.
- Các khoản phải thu ngắn hạn đạt 126.6 nghìn tỷ (+4% QoQ)**, chủ yếu đến từ các khoản phải thu từ chuyển nhượng bất động sản (12.5 nghìn tỷ) và trả trước cho người bán ngắn hạn (16 nghìn tỷ). Các khoản phải thu về cho vay có sự sụt giảm mạnh so với quý trước (-12.1 nghìn tỷ, -71%QoQ) trong khi các khoản phải thu khác lại có sự tăng trưởng mạnh so với quý trước (+16.7 nghìn tỷ, +25%QoQ) trong đó chủ yếu là các khoản tạm ứng tiền GPMB, tạm ứng theo HĐ Hợp tác đầu tư và kinh doanh (chiếm ~ 76 nghìn tỷ).
- 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 112 nghìn tỷ đồng**. Chúng tôi khá quan ngại với điều này vì số dư 1112 nghìn tỷ đã vượt qua mức 25% tổng tài sản và phần lớn trong số đó không mang lại lãi suất. Chúng tôi cũng chưa nắm được thông tin cụ thể về mục đích các khoản ứng trước của VHM cho Tập đoàn Vingroup cũng như tiến độ các dự án hợp tác giữa VHM và VIC.
- Tiền & tương đương tiền quay trở lại mức cao 14.1 nghìn tỷ trong Q4/2023 từ mức thấp 2.9 nghìn tỷ đồng vào Q3/2023.** Lý do là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và đi vay lớn hơn dòng tiền đầu tư 6.8 nghìn tỷ và trả nợ gốc vay 7.1 nghìn tỷ.
- Tại 31/12/2023, tổng dư nợ của VHM đang ở mức 56,684 tỷ VND (+56.6% YoY) với tỷ lệ Nợ/VCSH = 32% thấp hơn mức trung bình ngành 57%**, trong đó, 18,290 tỷ VND tương đương 32% tổng dư nợ đáo hạn trong năm 2024 có thể sẽ là một thách thức, dù vậy, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vẫn duy trì dương tích cực quý thứ ba liên tiếp trong bối cảnh thị trường BĐS khó khăn, đáng chú ý khoản người mua trả tiền trước tăng 16,401 tỷ VND trong 4Q23 (lên mức 54,504 tỷ VND) đồng pha với chiến lược bán buôn của VHM. Với (i) giá trị doanh số chưa ghi nhận 99.7 nghìn tỷ VND, (ii) dư địa gia tăng nợ vay còn nhiều khi tỷ lệ Nợ/VCSH chỉ ở mức 32%, và (iii) chiến lược bán buôn một phần dự án cho các nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi tin rằng VHM hoàn toàn đủ khả năng vượt qua áp lực nợ vay đáo hạn năm 2024.

BIỂU 5. BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ VND

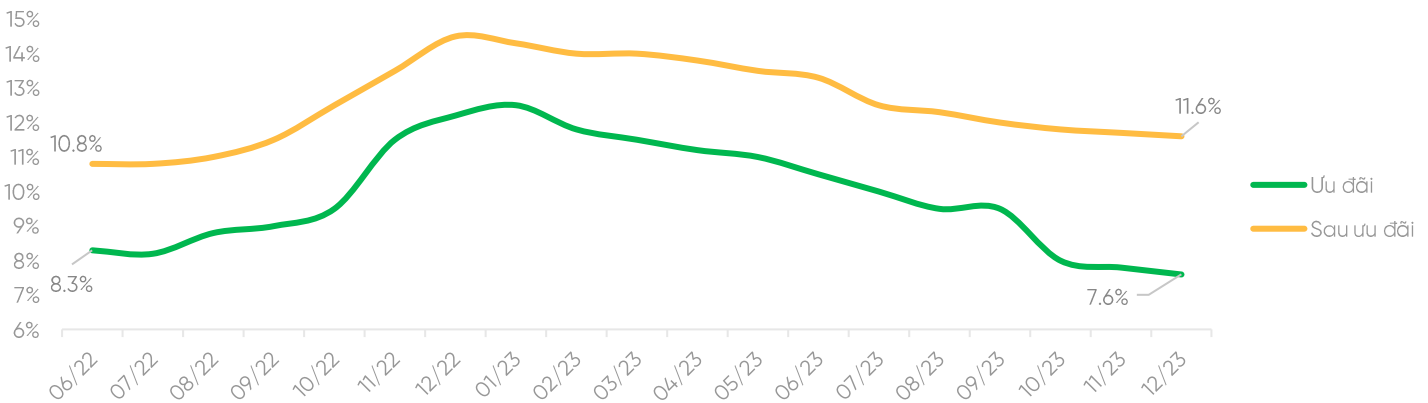


Nguồn: BCTC VHM, VPBankS Research phân tích

TRIỂN VỌNG KINH DOANH: DOANH SỐ BÁN TRƯỚC 2024F TĂNG NHỆ TRÊN NỀN CAO 2023A – TIỀM NĂNG DÀI HẠN TỪ 2025 VẪN HẤP DẪN

- Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán trước sẽ đạt 90-95 nghìn tỷ với giả định lãi suất sẽ ổn định ở mức như hiện tại, Chính phủ tiếp tục thúc đẩy đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng và tâm lý thị trường sẽ cải thiện hơn năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng của VHM vẫn ghi nhận kết quả tốt khi (i) kênh bán lẻ dần hồi phục nhờ (1) đẩy mạnh hoạt động môi giới với mô hình mới được bổ sung hệ thống phân phối tự doanh song song với hệ thống đại lý hiện có (2) Chính sách mua nhà với lãi suất hấp dẫn và (3) Uy tín cũng như kinh nghiệm của CĐT Vinhomes, và (ii) kênh bán buôn tiếp tục duy trì kết quả bán hàng tốt. Lượng ki bán mới sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi 5 đại dự án hiện tại (Ocean Park, Smart City, Grand Park, The Empire, The Crown) và 3 dự án lớn mới bao gồm Cổ Loa và Wonder Park (Hà Nội), và Vũ Yên (Hải Phòng). Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, các dự án trên đều đang ở bước pháp lý cuối cùng, sẵn sàng triển khai nếu thị trường BĐS phục hồi.
- Chúng tôi nhận thấy những thách thức trong 2022 tác động không tích cực đến triển vọng ngành BĐS đã có sự phân hóa về mức độ: (i) Chính sách: Kiểm soát các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp hạn chế khả năng huy động vốn của công ty BĐS trong 2022 đã ghi nhận sự thay đổi rõ ràng khi một loạt các chính sách đã được đưa ra từ 2023 nhằm hỗ trợ sự phát triển lành mạnh của ngành BĐS; (ii) Lãi suất: Lãi suất tăng trong 2022 cản trở quyết định mua nhà đang có xu hướng điều chỉnh từ 2023 sau hàng loạt động thái cắt giảm lãi suất điều hành của NHNN; đồng thời yếu tố (iii) Tâm lý: Những bất ổn trong 2022 tác động đến tâm lý đã dần dần được cải bỏ đối với cả chủ đầu tư và người mua nhà.
- Chúng tôi nhận thấy mặc dù nhu cầu cho các sản phẩm thấp tầng như nhà phố/biệt thự vẫn duy trì ở mức thấp; tuy nhiên, đối với các dự án tại thị trường tier 1 như thành phố HCM, Hà Nội vẫn khả quan cho cả bán buôn và bán lẻ nhờ vào (i) nguồn cung quỹ đất hạn chế, (ii) nhu cầu cao, (iii) các đại dự án đầy đủ tiện ích nội khu đang rất được ưa chuộng, (iv) chính sách bán hàng hiện tại có nhiều ưu đãi, trong bối cảnh (v) môi trường lãi suất kỳ vọng duy trì thấp và (vi) Chính phủ tiếp tục thúc đẩy đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng.
- Về dài hạn hơn, VHM cho biết hai dự án trọng điểm của doanh nghiệp vẫn triển khai đúng tiến độ. Đối với dự án Green Hạ Long, VHM đã giải phóng mặt bằng xong 1.000 ha và có quy hoạch phân khu sân golf. Công ty hiện đang giải phóng mặt bằng thêm 3.000 ha tại Quảng Ninh. Đối với dự án Vinhomes Cần Giờ, sau khi được phê duyệt chủ trương đầu tư (AIP), công ty đang lập quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 để chờ phê duyệt tiếp theo. Đây là hai siêu dự án với tổng vốn đầu tư mỗi dự án hơn 10 tỷ USD. Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là động lực tăng trưởng cho VHM từ 2025-2026 trở đi.

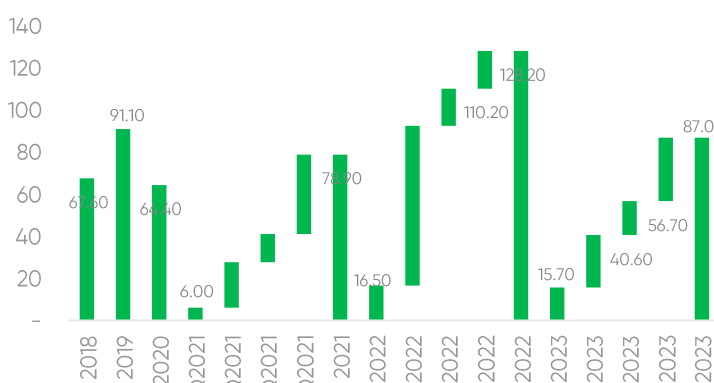
BIỂU 6. LÃI SUẤT VAY THẾ CHẤP TIẾP TỤC SUY GIẢM, 06/2022 – 12/2023



Nguồn: Fina, VPBankS Research phân tích

BIỂU 7. DOANH SỐ BÁN TRƯỚC

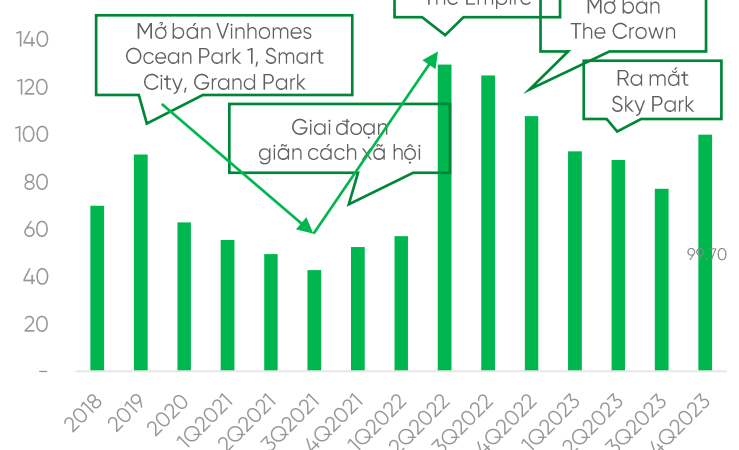
Đơn vị: Nghìn Tỷ VNĐ



Nguồn: VHM, VPBankS Research phân tích

BIỂU 8. DOANH THU CHƯA THỰC HIỆN

Đơn vị: Nghìn Tỷ VNĐ



CÁC DỰ ÁN ĐANG VÀ SẮP TRIỂN KHAI

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chưa thực hiện cao tại The Empire và The Crown sẽ là động lực chính cho lợi nhuận 2024F, bên cạnh các giao dịch bán buôn cũng tại 2 dự án này. Bên cạnh đó, các dự án (Wonder Park, Cổ Loa, và Vũ Yên) được kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh số bán hàng trong 2024F-2025F.

Vinhomes The Empire: vị trí thuận lợi bên cạnh Vinhomes Ocean Park.

Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.

Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.

Tổng diện tích dự án: 460ha.

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 2.950.000 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 6,6 tỷ USD.

Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Bệnh viện / Trung tâm mua sắm; 18,1ha Công viên với tổ hợp Wave Pool lớn nhất thế giới.

Hiện trạng: Đã mở bán tại Q2/2022, bắt đầu bàn giao cuối Q3/2022. Tính tới cuối Q4/2023, dự án còn lại khoảng 2,900 căn (21% số căn thấp tầng).

Vinhomes The Crown: giai đoạn 3 của chuỗi dự án Vinhomes Ocean Park

Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.

Địa điểm: Văn Giang, Hưng Yên.

Tổng diện tích dự án: 294ha.

Tổng giá trị phát triển (GDV): 5,0 tỷ USD.

Thành phần chính: Biệt thự / Nhà phố / Căn hộ / Trường học / Công viên / Bể bơi; Vịnh Paradise rộng 12,3ha bao gồm hồ nước mặn Tropical Lagoon, bể bơi trong nhà Four Seasons, máng trượt nước Aqua Bay, khu vui chơi trẻ em Thủy cung, quảng trường Marina.

Hiện trạng: Đã mở bán tại Q3/2022, bắt đầu bàn giao trong Q3/2023. Tính đến cuối Q4/2023 đã bàn giao ~2,500 căn, còn lại khoảng 3,800 căn (41% số căn thấp tầng).

Vinhomes Cổ Loa: Hưởng lợi từ những dự án cầu đường sắp tới kết nối khu vực trung tâm và phía Bắc Hà Nội.

Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.

Địa điểm: Cổ Loa, Đông Anh, Hà Nội.

Tổng diện tích dự án: 385ha.

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 1.724.000 m².

Tổng giá trị phát triển (GDV): 4,5 tỷ USD.

Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Trung tâm mua sắm / Tổ hợp Triển lãm/Trung tâm Triển lãm Quốc gia 90ha.

Vinhomes Vũ Yên: Hưởng lợi từ nguồn cung thấp đối với dự án nghỉ dưỡng và ngôi nhà thứ hai cao cấp cho dân cư Hà Nội và chuyên gia nước ngoài ở miền Bắc Việt Nam (khu vực giữa Hà Nội và Hạ Long)

Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.

Địa điểm: Thủy Nguyên, Hải Phòng.

Tổng diện tích dự án: 865ha.

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 2.589.000 m².

Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Trung tâm mua sắm / Công viên giải trí/Sân golf 160ha.

Vinhomes Wonder Park: Mô hình đô thị sinh thái kiểu mẫu.

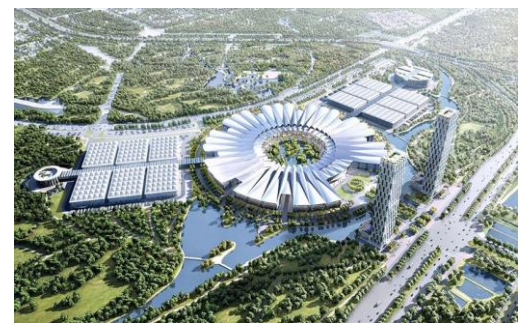
Mô tả: Dự án nhà ở và thương mại tích hợp.

Địa điểm: Đan Phượng, Hà Nội.

Tổng diện tích dự án: 133ha.

Tổng diện tích sàn kinh doanh (NSA): 364.000 m².

Thành phần chính: Căn hộ / Biệt thự / Shop houses / Trường học / Trung tâm mua sắm / Bệnh viện/ Công viên sinh thái 16 ha.



KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Luận điểm đầu tư

- **Thị trường bất động sản bị ảnh hưởng bởi việc chính phủ thanh tra đấu thầu đất đai, các vi phạm về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, lãi suất vay thế chấp neo ở mức cao và tín dụng thắt chặt đối với cả chủ đầu tư và người mua nhà trong 2022.** Những yếu tố này dẫn đến sự chậm trễ trong việc giới thiệu và bàn giao dự án, cản trở việc mở rộng quỹ đất và doanh số bán lẻ chậm lại.
- **Tuy nhiên, chính phủ đã đưa ra những biện pháp hỗ trợ để phục hồi một trong những ngành quan trọng nhất của nền kinh tế thông qua việc giảm lãi suất chính sách, phê duyệt gói hỗ trợ dự án nhà ở xã hội và nhà ở công nhân 120.000 tỷ đồng, ban hành Thông tư 02/2023 về Cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ và Thông tư 03 về hoạt động kinh doanh trái phiếu doanh nghiệp của các tổ chức tín dụng cũng như ban hành Nghị định 10/2023/NĐ-CP về bổ sung sửa đổi một số điều trong các nghị định hướng dẫn thi hành Luật đất đai như cấp chứng nhận quyền sử dụng đất và nhà ở gắn liền với đất tại các dự án bất động sản không phải nhà ở và đẩy nhanh quá trình tinh tiến sử dụng đất, thời gian giao đất, v.v. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ bớt khó khăn hơn trong các quý tới và các chủ đầu tư sẽ tự tin hơn khi mở bán các dự án do bối cảnh kinh tế hiện tại khác với giai đoạn khó khăn của thị trường bất động sản trong chu kỳ trước (giai đoạn 2010-2012) khi mà sự quan tâm của nhà đầu tư suy giảm trầm trọng. Chúng tôi cho rằng đợt suy thoái khắc nghiệt của một thập kỷ trước rất khác so với chu kỳ suy giảm hiện tại, khi nhu cầu thực vẫn mạnh mẽ do sự phát triển của tầng lớp trung lưu và sự đẩy mạnh đô thị hóa.**
- **Hiện tại, các nhà phát triển bất động sản rõ ràng phải tiếp tục đối mặt với những thách thức trong việc đảm bảo nguồn vốn và quá trình xin phê duyệt các thủ tục hành chính cho dự án.** Dù vậy, chúng tôi quan sát thấy các dấu hiệu tích cực bao gồm (i) việc quay trở lại tiếp tục thực hiện các dự án bị đình trệ của một số nhà phát triển đang gặp khó khăn về tài chính, và (ii) chi phí tín dụng dẫn thấp hơn 10% sẽ có thể thúc đẩy hoạt động kinh doanh. Như vậy, chu kỳ suy giảm hiện tại có thể không kéo dài lâu như chu kỳ năm 2010- 2012. Điều này không có nghĩa là thị trường có khả năng sẽ phục hồi trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi cho rằng thị trường sẽ có những tín hiệu tích cực hơn rõ rệt từ quý 2 – quý 3/ 2024.
- **Chúng tôi cho rằng Vinhomes sẽ đứng vững trong giai đoạn thử thách hiện tại và triển vọng dài hạn vẫn khả quan nhờ quỹ đất rộng 178 triệu m², sức khỏe tài chính vẫn lành mạnh (tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu giảm từ 66.5% xuống 12.5% trong giai đoạn 2016-2022, tuy nhiên có tăng lại trong 2023 lên 21.2%), khả năng huy động vốn tốt và vị thế dẫn đầu. Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho VHM với các giả định thận trọng là **58,900 đ/cp**. Chúng tôi đã thận trọng đưa ra chiết khấu cao hơn cho các dự án trọng điểm Green Hạ Long và Long Beach Cần Giờ phản ánh điều kiện thị trường kém thuận lợi hơn có thể gây ra sự chậm trễ trong triển khai và doanh số bán trước thấp hơn dự kiến đồng thời giả định WACC cao hơn đối với ngành BĐS nhà ở và VHM để phản ánh rủi ro vẫn còn khó lường trong giai đoạn hiện nay (xem trang sau).**
- **Mặc dù chúng tôi vẫn giữ thái độ thận trọng quan sát trong giai đoạn hiện tại, chúng tôi cho rằng VHM vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn** bởi nếu xét về mặt nội tại độc lập (chỉ xét riêng VHM), VHM là cái tên đứng đầu trong ngành BĐS dân cư với các yếu tố hỗ trợ cơ bản rõ ràng cho năm 2024F khi chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VHM được thúc đẩy nhờ doanh số bán hàng chưa ghi nhận tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3, và VHM sẽ mở bán các dự án lớn mới vào năm 2024F. **Chúng tôi dự phóng LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2024 có thể đạt 35.2 nghìn tỷ (+7% YoY)** nhờ nhu cầu mạnh mẽ đối với sản phẩm/ quỹ đất của VHM. **Về mặt định giá**, giá cổ phiếu hiện tại khá hấp dẫn với P/E 2024F là 5.3x và P/B 2023 là 0.9x, khá hấp dẫn với một công ty đầu ngành cũng như với chính lịch sử giao dịch của VHM (xem thêm Biểu 9). Chúng tôi tin rằng mức định giá trên là đáng cân nhắc, đặc biệt đối với các nhà đầu tư dài hạn khi xem xét một doanh nghiệp đầu ngành về năng lực triển khai cũng như quỹ đất lớn, lợi nhuận luôn duy trì ở mức cao và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt.
- Từ tháng 8/2023 đến nay, VHM đã được phê duyệt làm chủ đầu tư cho các dự án tại tỉnh Khánh Hòa (1,254 ha), Long An (197 ha) và đăng ký làm chủ đầu tư các dự án tại Bắc Giang (134 ha) và Tuyên Quang (540 ha), và gần đây nhất là một dự án khác tại tỉnh Long An (931 ha). Mặc dù chúng tôi chưa đưa các dự án này vào dự báo và định giá, nhưng chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy nhu cầu nhà ở cho các dự án của VHM ở các tỉnh thành trong dài hạn.

BIỂU 9. DIỄN BIẾN PE VÀ PB TRONG 6 NĂM (2019-2024)



KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Rủi ro

- Rủi ro kinh doanh:** Là một thành viên của tập đoàn Vingroup, VHM có thể tận dụng được hệ sinh thái đa dạng của tập đoàn, tuy nhiên cũng đưa đến rủi ro khi các doanh nghiệp trong tập đoàn gặp khó khăn về tài chính dẫn đến chậm trễ hoặc không thanh toán được những khoản công nợ / cho vay nội bộ cho Vinhomes, khi đó tình hình tài chính của VHM có thể nhanh chóng gặp khó khăn. Tuy nhiên, theo thuyết minh BCTC, VHM đang cho các đơn vị thành viên khác của Vingroup vay với mức lãi suất thị trường. Tại thời điểm cuối Q4/2023, tổng các khoản cho vay nội bộ là ~ 1,200 tỷ, với mức lãi suất 11-12% và đáo hạn phần lớn vào năm 2024-2025, giảm mạnh từ mức 16.1 nghìn tỷ vào cuối Q3/2023. Những khoản cho vay này được giới hạn ở mức 5% tổng tài sản. Các khoản cho vay này được công bố đầy đủ và phải có sự chấp thuận của các thành viên HĐQT độc lập.
- Kết quả kinh doanh có thể biến động mạnh theo các giao dịch bán sỉ:** Sự thành công của các giao dịch bán sỉ phụ thuộc rất nhiều vào cuộc đàm phán giữa một số ít các bên hữu quan. Sự kéo dài quá trình đàm phán hoặc thất bại trong việc đạt được thỏa thuận có thể gây ra ảnh hưởng đáng kể đối với dự phóng của chúng tôi. Ngược lại, nếu VHM đẩy mạnh các giao dịch bán sỉ có thể là một bất ngờ tích cực (positive surprise) và chúng tôi có thể sẽ phải nâng dự phóng trong 2024F-2025F.
- Rủi ro pháp lý:** Vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro hàng đầu đối với các công ty phát triển BĐS. Bất kỳ trở ngại pháp lý nào cũng có thể kéo dài đáng kể thời gian phê duyệt và thời gian chuẩn bị cần thiết cho việc khởi động dự án, điều này có thể kéo theo vấn đề về dòng tiền đối với các DN BĐS. Hơn nữa, quá trình phê duyệt cho các dự án quy mô lớn thường phức tạp và tốn thời gian hơn nhiều so với cho các dự án nhỏ hơn. Với quy mô của các dự án của VHM, sự chậm trễ do vấn đề pháp lý chắc chắn sẽ gây ra ảnh hưởng đáng kể đối với dự phóng của chúng tôi. Ngược lại, nếu một siêu dự án như Green Hạ Long hay Long Beach Cần Giờ nhận được tất cả các phê duyệt cần thiết, điều đó có thể tạo động lực tăng trưởng ổn định cho VHM trong rất nhiều năm.
- Rủi ro thực thi:** Dự án trọng điểm của VHM bao gồm hầu hết là các dự án lớn với quy mô hơn 100 ha, trong đó có hai dự án lấn biển lớn ở Quảng Ninh và Cần Giờ. Phát triển các siêu dự án đòi hỏi phải có kinh nghiệm chuyên sâu và do đó thường mang lại nhiều rủi ro thực thi hơn. Bất kỳ sự kiện không mong muốn nào làm gián đoạn sự phát triển có thể dẫn tới việc một lượng vốn lớn bị "ngâm" lại, thậm chí trong thời gian dài. Điều này có thể gây ra vấn đề về dòng tiền trọng yếu. Tuy nhiên, nếu so với các công ty cùng ngành VHM lại có nhiều kinh nghiệm, đặc biệt trong việc phát triển và quản lý các đại dự án và siêu dự án.

Dự án bất động sản	NSA ('000 m ²)	Số hữu	Ngày khởi công	Ngày hoàn thiện bàn giao	NAV
Bất động sản nhà ở					279,594
Vinhomes Ocean Park	3,170	84%	2020	2024	7,822
Vinhomes Smart City	2,750	90%	2020	2024	3,870
Vinhomes Grand Park	3,331	90%	2020	2024	11,700
Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire	6,003	100%	2022	2025	40,541
Vinhomes Ocean Park 3 - The Crown	2,123	100%	2022	2025	27,540
Vinhomes Wonder Park	958	100%	2025	2027	6,120
Vinhomes Co Loa	3,316	83%	2024	2027	11,745
Vinhomes Vu Yen	4,097	100%	2025	2029	10,543
Vinhomes Golden Avenue	486	100%	2024	2027	17,955
Vinhomes Cu Chi - Phase 1	5,734	88%	2027		13,205
Vinhomes Cu Chi - Phase 2	8,601	88%	2028		15,791
Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 1	7,843	99%	2026		20,817
Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 2	8,157	99%	2028		6,182
Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 3	5,542	99%	2030		2,989
Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 4	5,385	99%	2032		2,779
Khác					79,996
BDS cho thuê					7,928
VinOffice Dong Khoi	77	100%	2010	97%	4,168
VinOffice Times City	17	100%	2014	100%	504
VinOffice Symphony	20	100%	2019	88%	387
VinOffice Central Park	2	100%	2019	100%	90
Pipeline projects	4,219	90 - 100%	2024 - 2035	0%	2,779
BDS khu công nghiệp					11,045
Hai Duong	14,000	90 - 100%			4,917
Hai Phong	7,101	90 - 100%			4,799
Quang Ninh	3,189	90 - 100%			1,329
Tổng tài sản					298,566
Tiền và tương đương tiền					14,104
Đầu tư ngắn hạn					3,833
Nợ					(56,684)
Lợi ích cổ đông thiểu số					(3,335)
Tổng giá trị vốn doanh nghiệp					256,485
Số cổ phiếu đang lưu hành					4,354,367,488
Giá trị cổ phiếu					58,900

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	103,334	74,690	81,357
Giá vốn hàng bán	67,744	42,160	46,706
Lợi nhuận gộp	35,590	32,530	34,650
Doanh thu hoạt động tài chính	20,363	24,396	26,595
Chi phí tài chính	3,998	6,159	6,475
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7,656	6,123	6,670
Lợi nhuận trước thuế	43,244	44,644	48,100
Lợi nhuận sau thuế	33,287	35,715	38,480
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	33,125	35,523	38,274

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	240,250	257,971	259,562
I. Tiền & tương đương tiền	14,104	3,749	8,068
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,833	3,833	3,833
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	19,702	22,734	19,810
IV. Hàng tồn kho	52,343	64,513	71,471
V. Tài sản ngắn hạn khác	150,268	163,142	156,380
Tài sản dài hạn	207,111	181,758	210,810
I. Các khoản Phải thu dài hạn	34,064	38,313	50,080
II. Tài sản cố định	11,731	10,361	15,467
1. Tài sản cố định hữu hình	10,679	10,361	15,467
2. Tài sản cố định vô hình	1,052	0	0
III. Bất động sản đầu tư	17,932	18,322	28,666
IV. Tài sản dở dang dài hạn	63,970	67,169	70,527
V. Đầu tư tài chính dài hạn	7,812	7,812	7,812
VI. Tài sản dài hạn khác	71,602	39,781	38,258
Tổng tài sản	447,361	439,729	470,372
Nợ phải trả	264,991	221,453	213,409
I. Nợ ngắn hạn	214,020	176,388	165,859
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	195,730	157,550	146,456
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	18,290	18,838	19,403
II. Nợ dài hạn	50,971	45,064	47,550
1. Các khoản phải trả dài hạn	12,577	4,751	5,221
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	38,394	40,314	42,329
Vốn chủ sở hữu	182,369	218,276	256,963
1. Vốn điều lệ	43,544	43,544	43,544
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,260	1,260	1,260
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	133,125	167,266	205,539
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,335	3,526	3,733
5. Vốn khác	1,106	2,680	2,887
Tổng nguồn vốn	447,361	439,729	470,372

Chỉ số chính	2023	2024F	2025F
Định giá			
EPS	7,607	8,158	8,790
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	41,116	49,318	58,155
P/E	5.7	5.3	4.9
P/B	1.0	0.9	0.7
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	34%	44%	43%
Biên EBITDA	29%	36%	36%
Biên lợi nhuận sau thuế	32%	48%	47%
ROE	18%	16%	15%
ROA	7%	8%	8%

Tăng trưởng	2023	2024F	2025F
Doanh thu	66%	-28%	9%
Lợi nhuận trước thuế	12%	3%	8%
Lợi nhuận sau thuế	14%	7%	8%
EPS	15%	7%	8%
Tổng tài sản	24%	-2%	7%
Vốn chủ sở hữu	23%	20%	18%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.12	1.46	1.56
Thanh toán nhanh	0.08	0.04	0.07
Nợ/tài sản	13%	13%	13%
Nợ/vốn chủ sở hữu	31%	27%	24%
Khả năng thanh toán lãi vay	9.03	5.14	5.22
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	5.9	3.5	3.8
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	62 ngày	105 ngày	97 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	1.2	0.7	0.7
Thời gian tồn kho bình quân	315 ngày	506 ngày	531 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.8	2.4	4.3
Thời gian trả tiền bình quân	96 ngày	150 ngày	85 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F
LCTT từ HĐ kinh doanh	15,302	-13,138	21,475
LCTT từ HĐ đầu tư	5,103	123	-19,942
LCTT từ HĐ tài chính	0	2,660	2,787
LCTT trong kỳ	20,405	-10,355	4,320
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	10,817	14,104	3,749
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	31,222	3,749	8,068

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 chi 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