

# CTCP VINHOMES

[ Việt Nam / Bất động sản ]

Mã Bloomberg (VHM VN) | Mã Reuters (VHM.HM)

## MUA

BC Lần đầu

**Giá mục tiêu (12 tháng) VND 77,000**

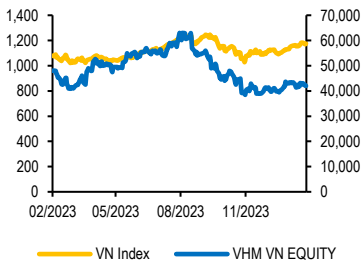
Giá hiện tại (02/02/24) VND 41,200

Suất sinh lời **86.9%**

VNINDEX	1,173
P/E thị trường (24F, x)	10.1
Vốn hóa (tỷ VND)	179,400
SLCP đang lưu hành (triệu)	4,354
SLCP tự do giao dịch (triệu)	918
52 tuần cao/thấp (VND)	36,750/66,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.2
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	279
Sở hữu nước ngoài (%)	22.3

Cổ đông lớn (%)	Vingroup	72.02
	GIC	4.99

Biến động giá	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	7.2	-34.4	-14.2
Tg đối với VN-Index (%)	-1.9	-30.5	-23.0



Nguồn: Bloomberg

### Ngọc Lê

(84-28) 6299-8017  
ngoc.lh@shinhan.com

### Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029  
ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Tắc đất tắc vàng

**Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 77,000 VND/cổ phiếu**

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM) là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu Việt Nam. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu VHM với mức giá mục tiêu 77,000 VND/cổ phiếu, được định giá dựa trên phương pháp RNAV với các luận điểm: (1) Tận dụng lợi thế nội tại áp đảo cùng với bối cảnh thị trường phục hồi thuận lợi, Vinhomes sẽ duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024, dự đạt 38,622 tỷ VND và (2) Mức định giá VHM đang rẻ hơn tương đối so với bản thân cổ phiếu VHM trong quá khứ, trung bình cổ phiếu ngành bất động sản và định giá thị trường chung – chỉ số VNIndex, đem lại mức lợi suất hấp dẫn.

**Thiếu hụt nguồn cung nhà ở dự báo tăng gấp 3 lần trong giai đoạn 2022-2025**

Sự thiếu hụt nguồn cung nhà ở được dự báo sẽ gia tăng với tốc độ mạnh mẽ, gấp 3 lần trong giai đoạn 2022-2025, nâng số lượng nhà ở thiếu hụt lên 690,000 đơn vị vì: (1) nhu cầu nhà ở tiếp tục tăng do tăng trưởng dân số, tỷ lệ đô thị hóa và mong muốn cải thiện môi trường sống khi thu nhập gia tăng, tuy nhiên (2) nguồn cung lại bị giới hạn vì nhiều dự án bị ách tắc pháp lý, khả năng tiếp cận nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản bị giới hạn hơn so với trước đây và đặc biệt phân khúc bình dân – trung cấp đối diện với sự khan hiếm vì doanh nghiệp địa ốc ưu tiên phát triển phân khúc cao cấp hơn với biên lợi nhuận tốt hơn.

**Thị trường bất động sản kỳ vọng hồi phục từ giữa cuối năm 2024**

Thị trường bất động sản sẽ hồi phục từ giữa cuối năm 2024 nhờ: (1) Kinh tế tăng trưởng trở lại với mức tăng trưởng GDP 2024 kì vọng đạt 6.0%, tạo nền tảng cho thị trường bất động sản, (2) Chính sách tín dụng nới lỏng đang dần “ngấm” đối với nền kinh tế nói chung và ngành bất động sản nói riêng. (3) Tình trạng thủ tục pháp lý chông chéo, phức tạp, không rõ ràng được cải thiện nhờ Dự thảo Luật Kinh doanh bất động sản, Luật nhà ở và Luật đất đai được thông qua.

**Lợi thế áp đảo giúp Vinhomes đón đầu cơ hội**

- Vinhomes sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1) Quỹ đất lớn và chất lượng, (2) Hồ sơ năng lực nổi bật nhờ thực hiện nhiều dự án hiệu quả, (3) Thương hiệu uy tín – chất lượng cao trong mắt khách hàng và (4) Khả năng huy động nguồn vốn vượt trội.

- Tận dụng lợi thế áp đảo, Vinhomes sẽ là doanh nghiệp đón đầu sự hồi phục của thị trường bất động sản Việt Nam. Từ đó, lợi nhuận Vinhomes năm 2024 kỳ vọng nổi đà tăng trưởng, đạt 38,622 tỷ VND (+16.6% YoY) chủ yếu nhờ tiếp tục bàn giao hai đại dự án The Empire và The Crown.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro chu kỳ: Chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động kinh tế vĩ mô; (2) Rủi ro chính sách: Chịu sự điều tiết chặt chẽ bởi Chính phủ do có tầm quan trọng đối với nền kinh tế.

Năm	2020	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>71,547</b>	<b>84,986</b>	<b>62,393</b>	<b>103,334</b>	<b>139,090</b>
LN HKKD (tỷ VND)	21,062	42,402	25,621	27,933	52,031
<b>LNST (tỷ VND)</b>	<b>27,351</b>	<b>38,825</b>	<b>28,831</b>	<b>33,125</b>	<b>38,622</b>
EPS (đồng)	8,153	8,904	6,611	7,597	8,781
BPS (đồng)	25,586	28,647	33,349	41,116	49,717
Biên LN HKKD (%)	29.4	49.9	41.1	27.0	37.4
Biên LNST (%)	39.6	45.8	46.7	32.2	27.8
<b>ROE (%)</b>	<b>31.6%</b>	<b>29.6%</b>	<b>19.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.6%</b>
PER (x)	5.1	4.6	6.2	5.4	4.7
PBR (x)	2.9	1.4	1.3	1.0	0.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

## MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 7 **Quan điểm đầu tư**
- 13 **Dự phóng kết quả kinh doanh**
- 14 **Định giá và khuyến nghị**
- 18 **Rủi ro**
- 19 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

## Tổng quan doanh nghiệp

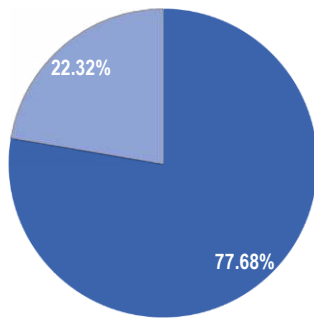
### 1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ phần Vinhomes (HOSE: VHM) có tiền thân là Công ty Cổ phần Đô thị BIDV-PP được thành lập năm 2008. Sau đó vào năm 2018, nhằm thực hiện mục tiêu tái cơ cấu chung của Vingroup, công ty đã được sát nhập cùng với 2 công ty khác trực thuộc tập đoàn để tập trung phụ trách mảng hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản. Cũng trong năm này, vào ngày 17/05/2018, cổ phiếu của Vinhomes – VHM chính thức được niêm yết và giao dịch trên sàn HOSE; VHM đã đóng cửa phiên giao dịch đầu tiên tại mức giá kịch trần 110,500 VND/cổ phiếu, từ đó đưa Vinhomes trở thành doanh nghiệp có vốn hóa lớn thứ 2 trên thị trường chứng khoán Việt Nam – chỉ xếp sau công ty mẹ Vingroup tại thời điểm đấy.

Với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở, từ năm 2010 đến thời điểm ngày 30/09/2023, Vinhomes đã bán lũy kế 216 nghìn sản phẩm căn hộ/biệt thự/nhà phố với doanh số bán hàng lên đến 27 tỷ USD, từ đó đưa vào vận hành 29 khu đô thị, là nơi an cư cho hơn 464,000 cư dân Vinhomes.

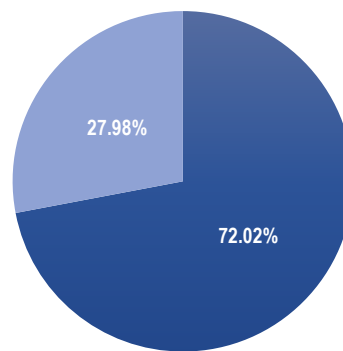
### 2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu VHM theo nhà đầu tư trong và ngoài nước (02/02/2024)



■ Sở hữu trong nước ■ Sở hữu nước ngoài

Cổ đông lớn VHM (02/02/2024)



■ Vingroup ■ Khác

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu sở hữu của Vinhomes tương đối tập trung, với cổ đông lớn duy nhất là công ty mẹ - Vingroup, hiện nắm giữ 72.02% cổ phần. Cơ cấu cổ phần cô đặc, với một cổ đông lớn nắm giữ lượng cổ phần kiểm soát - lớn hơn 65%, có thể khiến Vinhomes chịu sự chi phối, phụ thuộc nhiều vào chiến lược Vingroup.

Bên cạnh việc là doanh nghiệp có vốn hóa lớn thứ 3 thị trường chứng khoán – hiện chiếm 3.8% vốn hóa VNIndex, Vinhomes còn là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành Bất động sản và còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, vì thế cổ phiếu VHM không những được nắm giữ bởi các quỹ đầu tư thụ động, mô phỏng chỉ số ETF mà còn là cổ phiếu yêu thích – chiếm tỷ trọng cao trong danh mục của các quỹ đầu tư chủ động trong và ngoài nước.

Các nhà đầu tư tổ chức lớn của VHM

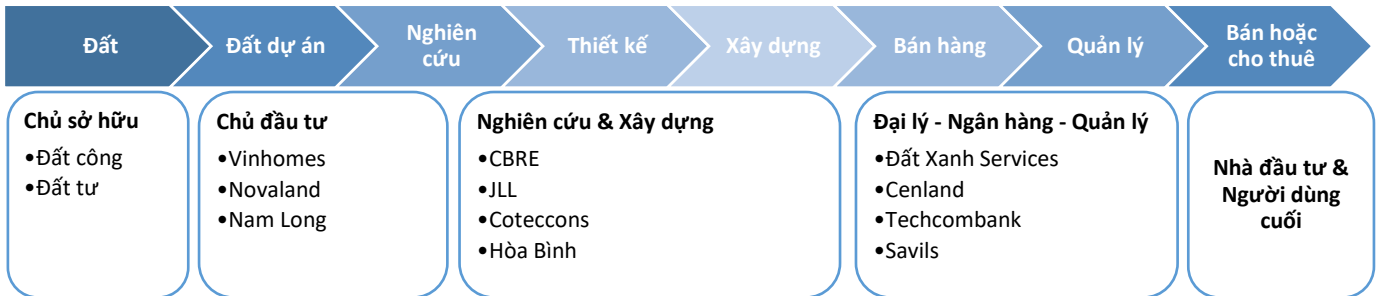
Nhà đầu tư	Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	Tỷ lệ cổ phần (%)
GIC	217.4	4.99
PYN Elite Fund	50.1	1.15
Fubon FTSE Vietnam ETF	38.4	0.88
Dragon Capital VEIL	37.8	0.87
VinaCapital VOF	22.4	0.51
VanEck Vietnam ETF	22.0	0.50
Xtrackers FTSE Vietnam Swap UCITS ETF	15.5	0.36
Robeco Capital Growth Funds	15.1	0.35
Norges Bank	14.5	0.33

Nguồn: Markettimes 10/2023, Shinhan Securities Vietnam

### 3. Hoạt động kinh doanh

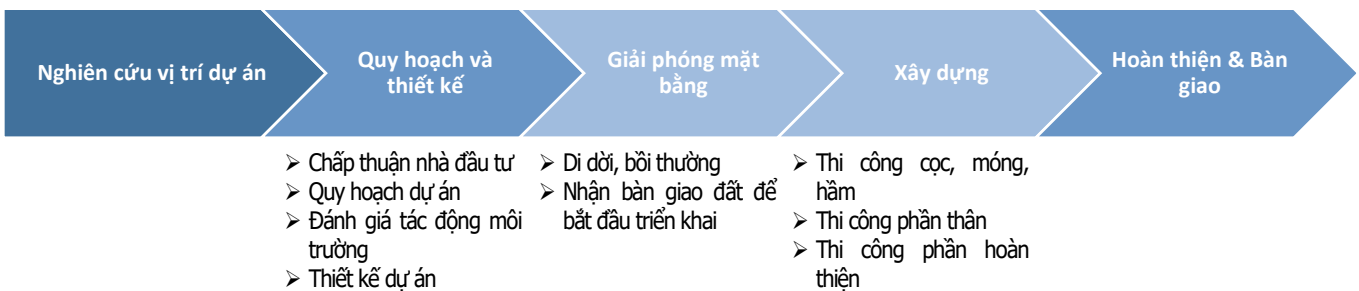
#### Vinhomes trong chuỗi giá trị ngành Bất động sản Việt Nam

Trong ngành Bất động sản, Vinhomes tham gia với vai trò chính là chủ đầu tư – đơn vị phát triển bất động sản. Bên cạnh chủ đầu tư, còn nhiều chủ thể khác tham gia vào các giai đoạn từ trước khi dự án được đầu tư, triển khai và cả sau khi dự án được hoàn thiện, bàn giao; từ đó tạo nên chuỗi giá trị ngành Bất động sản Việt Nam. Chi tiết các đối tượng tham gia ở mỗi giai đoạn của chuỗi giá trị như sau:



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Về mô hình phát triển bất động sản, hầu như các chủ đầu tư – đơn vị phát triển dự án đều tương đối giống nhau, bao gồm cả Vinhomes. Sự khác biệt chủ yếu đến từ khả năng phát triển dự án hiệu quả từ việc nghiên cứu – lựa chọn dự án tiềm năng, đến hồ sơ năng lực tốt giúp rút ngắn quy trình pháp lý... Chi tiết mô hình phát triển bất động sản Vinhomes:

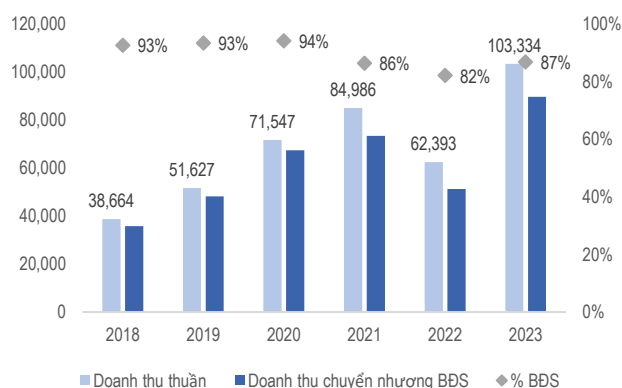


Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

#### Phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở là mảng kinh doanh cốt lõi của Vinhomes

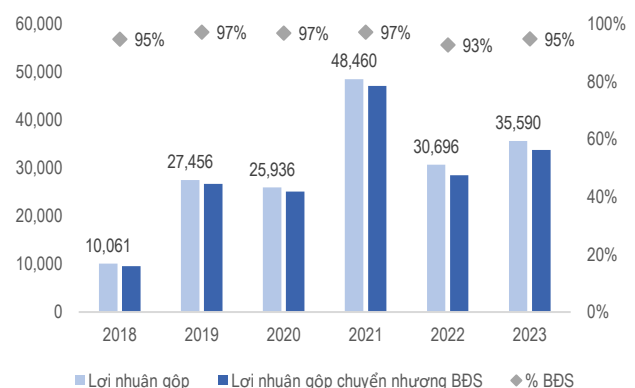
Xuyên suốt quá trình từ lúc mới thành lập, qua giai đoạn tái cơ cấu và cho tới thời điểm hiện tại, Vinhomes vẫn luôn tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở, bên cạnh đó công ty cũng tham gia các lĩnh vực liên quan, phụ trợ như: Dịch vụ tổng thầu, tư vấn thiết kế; dịch vụ quản lý bất động sản, dịch vụ cho thuê bất động sản... để hỗ trợ cho hoạt động đầu tư – phát triển dự án.

**Chuyển nhượng BĐS luôn chiếm tỷ trọng lớn tổng doanh thu VHM (Tỷ VND)**



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

**Lợi nhuận gộp VHM cũng phần lớn đến từ chuyển nhượng BĐS (Tỷ VND)**



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Có thể thấy, mảng phát triển và kinh doanh bất động sản luôn duy trì tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Vinhomes.

**Sản phẩm đa dạng loại hình và đầy đủ phân khúc**

Vinhomes là một trong số ít chủ đầu tư bất động sản tham gia cung cấp đa dạng loại hình sản phẩm và đầy đủ phân khúc trên thị trường. Về loại hình, Vinhomes thực hiện đầu tư chung cư và bất động sản liền thổ: biệt thự/shophouse; trong đó, đối với loại hình chung cư, Vinhomes có 4 dòng thương hiệu bao gồm: Happy Home, Sapphire, Ruby, Diamond lần lượt tương ứng với các phân khúc: Bình dân – nhà ở xã hội, Trung cấp, Cao cấp, Hạng sang.

Các thương hiệu căn hộ của Vinhomes				
Đặc điểm	Happy Home	Sapphire	Ruby	Diamond
Khoảng giá (Triệu VND/m <sup>2</sup> )	<30	30-35	40-50	>60
Phân khúc	Bình dân – Nhà ở xã hội	Trung cấp	Cao cấp	Hạng sang
Tỷ trọng nhu cầu đối với phân khúc	74.9%	19.4%	4.4%	1.3%
Diện tích căn hộ (m <sup>2</sup> )	12-50	28-75	30-140	50-180
Chiều cao trần (m)	N/a	3.2	3.4	3.4
Hành lang (m)	N/a	1.6	1.8	1.8

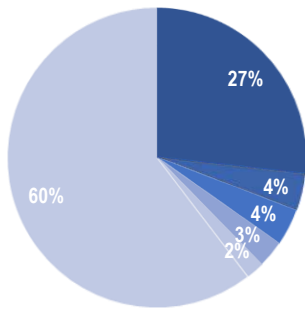
Nguồn: VHM, CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Dẫn đầu về thị phần toàn thị trường bất động sản nhà ở và tất cả các loại hình tham gia**

Trong giai đoạn 2016-2023 Vinhomes chiếm đến 27% thị phần toàn thị trường bất động sản nhà ở - là chủ đầu tư có thị phần cao nhất, bỏ xa vị trí thứ 2 chỉ chiếm 4% và bằng 3 lần tổng thị phần của 4 chủ đầu tư xếp sau. Đồng thời, nhờ hiểu rõ và đáp ứng được nhu cầu của các đối tượng khách hàng khác nhau, nên Vinhomes vẫn duy trì vị thế đứng đầu về thị phần ở tất cả các phân khúc, loại hình sản phẩm mà Vinhomes tham gia.

**Vinhomes đứng đầu thị phần toàn thị trường bất động sản nhà ở**

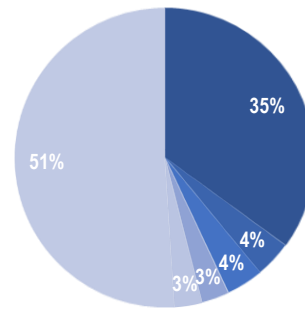
■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Xét riêng loại hình nhà liền thổ, Vinhomes vẫn dẫn đầu về thị phần**

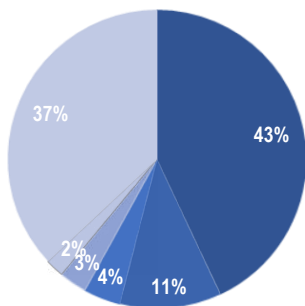
■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Vinhomes chiếm đến 44% thị phần căn hộ phân khúc cao cấp và**

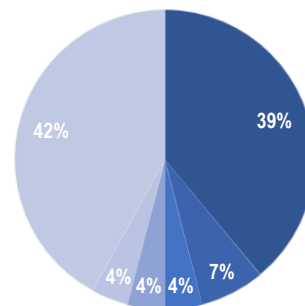
■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**43% thị phần căn hộ phân khúc trung cấp**

■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Chủ đầu tư uy tín hàng đầu thị trường**

Uy tín của Vinhomes dưới tư cách là một doanh nghiệp phát triển bất động sản đã được công nhận rộng rãi, đặc biệt bởi các tổ chức đánh giá – bình chọn có phương pháp, chuyên môn cao. Vinhomes đã đạt được các giải thưởng như: Top 1 chủ đầu tư bất động sản Việt Nam 2019-2023, Huy chương vàng - Công ty bất động sản tốt nhất Việt Nam bởi Finance Asia Awards 2023, Top 10 chủ đầu tư bất động sản hàng đầu Việt Nam bởi BCI Asia Award 2022 và rất nhiều giải thưởng khác.

Giá trị thương hiệu của Vinhomes được định giá ở mức 1.74 tỷ USD bởi Brand Finance 2023, từ đó giúp Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản Việt Nam đầu tiên lọt vào TOP 20 thương hiệu bất động sản giá trị nhất thế giới.

Bên cạnh đó, các dự án bất động sản Vinhomes phát triển cũng đạt được nhiều giải thưởng như:

- Vinhomes Riverside: Bất động sản tốt nhất thế giới.
- Vinhomes Central Park: Dự án phức hợp tốt nhất Châu Á – Thái Bình Dương.
- Vinhomes Grand Park: Dự án nhà ở cao tầng tốt nhất Việt Nam.
- Vinhomes Ocean Park: Dự án phức hợp tốt nhất Việt Nam.
- Vinhomes Smart City: Nhà phát triển đô thị tốt nhất.



**Thành phố Ocean City với quy mô lên đến 1,200 ha hình thành từ 3 đại đô thị Vinhomes Ocean Park, The Empire và The Crown**



**Tòa nhà cao nhất Việt Nam: Landmark 81 thuộc khu đô thị Vinhomes Central Park là biểu tượng của Tp. Hồ Chí Minh**

## Quan điểm đầu tư

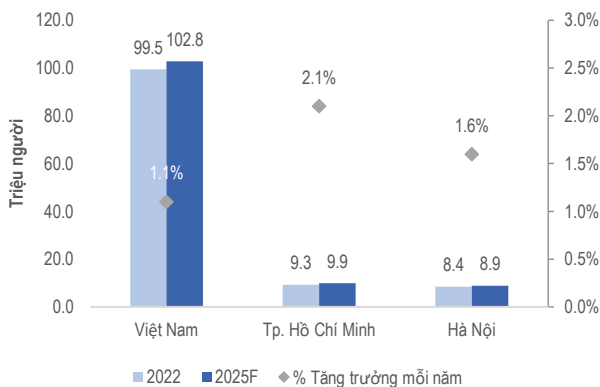
### 1. Thiên thời: Thiếu hụt nguồn cung nhà ở dự báo sẽ tăng gấp 3 lần trong giai đoạn 2022-2025

Động lực gia tăng của nhu cầu mua nhà ở đến từ: (1) Dân số Việt Nam dự kiến tăng 1.1%/năm giai đoạn 2022-2025, (2) Tỷ lệ đô thị hóa sẽ tăng từ mức 37% năm 2022, lên mức 41% năm 2025 – tương ứng với 42 triệu người sống ở các khu vực đô thị, (3) Nhu cầu mua nhà ở có điều kiện sống tốt hơn khi thu nhập gia tăng.

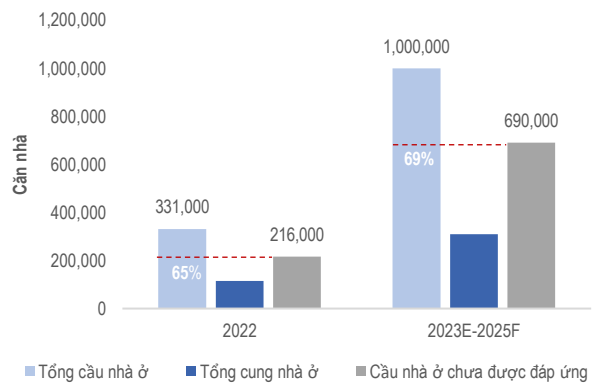
Về phía cung, nguồn cung nhà ở mới bị sụt giảm đến từ việc: (1) Nhiều dự án bị ách tắc pháp lý, (2) Khả năng tiếp cận nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản chưa được cải thiện đáng kể và (3) Riêng phân khúc bình dân – trung cấp với tỷ trọng nhu cầu mua ở thực cao, diễn ra tình trạng khan hiếm nguồn cung bởi các chủ đầu tư ưu tiên làm phân khúc cao cấp với biên lợi nhuận cao hơn.

Từ đó, sự thiếu hụt nguồn cung được dự báo sẽ gia tăng với tốc độ mạnh mẽ, gấp 3 lần trong giai đoạn 2022-2025, nâng số lượng nhà ở thiếu hụt lên 690,000 đơn vị.

Tăng trưởng dân số của Việt Nam, Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh



Phần lớn nhu cầu nhà ở không được đáp ứng



Nguồn: Savills, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

### 2. Địa lợi: Thị trường bất động sản kỳ vọng hồi phục từ giữa cuối năm 2024

#### Các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản đang có bắt đầu có dấu hiệu tích cực

Các chính sách đã được ban hành để hỗ trợ thị trường bất động sản từ đầu năm 2023, bao gồm:

- ❖ Ngân hàng Nhà nước có 4 lần hạ lãi suất điều hành và 3 lần giảm trần lãi suất huy động.
- ❖ Cho phép kéo dài kỳ hạn trái phiếu không quá 2 năm và có thể thanh toán gốc, lãi trái phiếu bằng tài sản khác (NĐ 08/2023/NĐ-CP).
- ❖ Triển khai gói tín dụng 120,000 tỷ đồng nhằm hoàn thành ít nhất 1 triệu NOXH (NQ 33/NQ-CP).
- ❖ Quy định về việc tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ nhằm hỗ trợ khách hàng gặp khó khăn. (TT02 & 03/TT-NHNN).
- ❖ NHNN chỉ đạo NTHM thúc đẩy việc cho vay tín dụng với lĩnh vực bất động sản, có giải pháp phù hợp tiết giảm chi phí để giảm mặt bằng lãi suất (Công điện 993/CD-Tg).

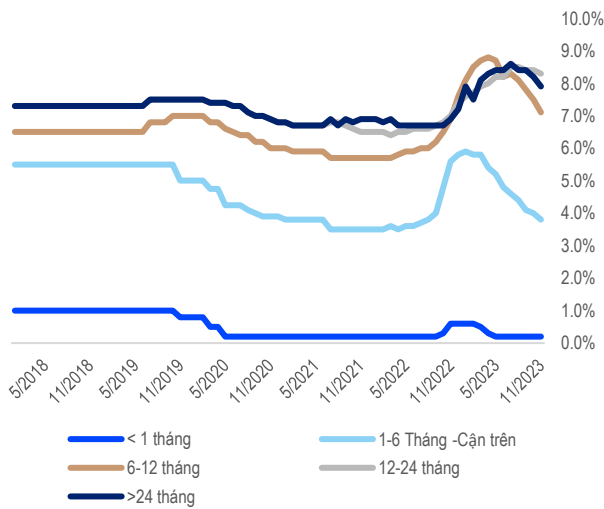
**Thông tin những đợt điều chỉnh lãi suất của Ngân hàng Nhà nước năm 2023**

Lãi suất	Điều chỉnh
Trần lãi suất huy động (Không kì hạn và dưới 1 tháng)	1% -> 0.5%
Trần lãi suất huy động (1 tháng đến dưới 6 tháng)	6% -> 4.75%
Lãi suất tái cấp vốn	6% -> 4.5%
Lãi suất tái chiết khấu	4.5% -> 3%
Lãi suất cho vay qua đêm và bù đắp thiếu hụt vốn	7% -> 5%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Có thể thấy, các chính sách hỗ trợ đang bắt đầu có dấu hiệu tích cực khi lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay và đặc biệt là lãi suất cho vay mua nhà thương mại đang có xu hướng giảm dần.

**Lãi suất tiền gửi đang giảm dần ở tất cả các kỳ hạn**



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

**Lãi suất cho vay cũng có dấu hiệu giảm**



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

**Thay đổi lãi suất vay mua nhà thương mại tại một số ngân hàng lớn**

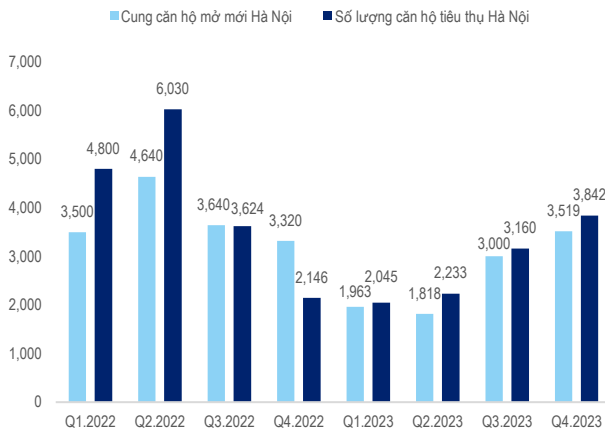
Ngân hàng	01/2023			01/2024		
	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)
BIDV	7.7	100	20	6.5	100	30
Vietcombank	11.0-12.0	70	15	6.7	70	20
Techcombank	10.6	70	35	10.5	70	35
VPBank	10.0	75	25	5.9	75	25
Shinhan Bank	10.9	70	30	6.6	70	30

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Bên cạnh đó, dự thảo Luật Nhà ở và Luật kinh doanh Bất động sản được thông qua vào tháng 11/2023 cùng với Luật Đất đai được thông qua tại kì họp tháng 01/2024, đã góp phần tháo gỡ các vướng mắc về hành lang pháp lý, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp thực hiện đầu tư dự án và giảm bớt nỗi lo, cải thiện tâm lý người mua nhà.

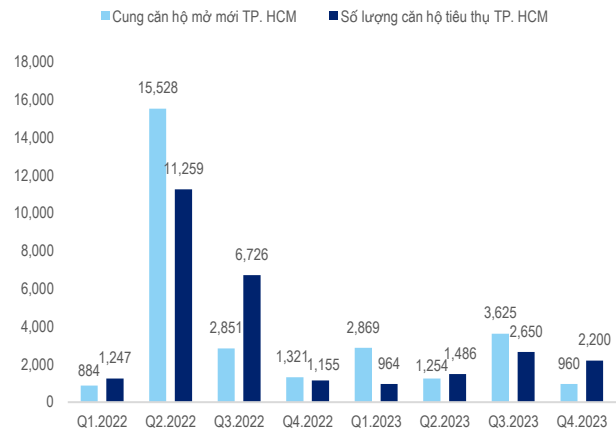
Các chính sách và nỗ lực tháo gỡ vướng mắc BĐS nói trên đã góp phần giúp thị trường bất động sản sôi nổi hơn với sự tăng mạnh từ cả phía nguồn cung và nhu cầu hấp thụ trong quý 3/2023 sau nhiều quý giao dịch ảm đạm.

**Số lượng căn hộ tiêu thụ ở Hà Nội hồi phục mạnh từ Q3/2023**



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Căn hộ tiêu thụ ở TP HCM cùng xu hướng hồi phục từ Q3/2023**



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi nhận định giai đoạn khó khăn nhất của Bất động sản đã đi qua khi:

- (1) Kinh tế tăng trưởng trở lại tạo nền tảng cho thị trường bất động sản: mức tăng trưởng GDP 2024 kì vọng đạt 6.0% nhờ vào: lãi suất duy trì ở mức nền thấp giúp tăng trưởng tín dụng đạt 13%-14% và kim ngạch xuất nhập khẩu khi nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu hồi phục.
- (2) Chính sách tín dụng nới lỏng đang dần “ngấm” đối với nền kinh tế nói chung và ngành bất động sản nói riêng.
- (3) Tình trạng thủ tục pháp lý chông chéo, phức tạp, không rõ ràng được cải thiện nhờ Dự thảo Luật Kinh doanh bất động sản, Luật nhà ở và Luật đất đai được thông qua.

Tuy nhiên, sự hồi phục sẽ có tín hiệu rõ ràng từ giai đoạn giữa cuối năm 2024, nguyên nhân xuất phát từ: (1) độ trễ chính sách, các văn bản Luật cần thời gian để hoàn thiện hành lang pháp lý (khoảng 6 tháng) và (2) cần thời gian cho các dự án được triển khai và bắt đầu mở bán.

### 3. Nhân hòa: Lợi thế áp đảo giúp Vinhomes đón đầu cơ hội

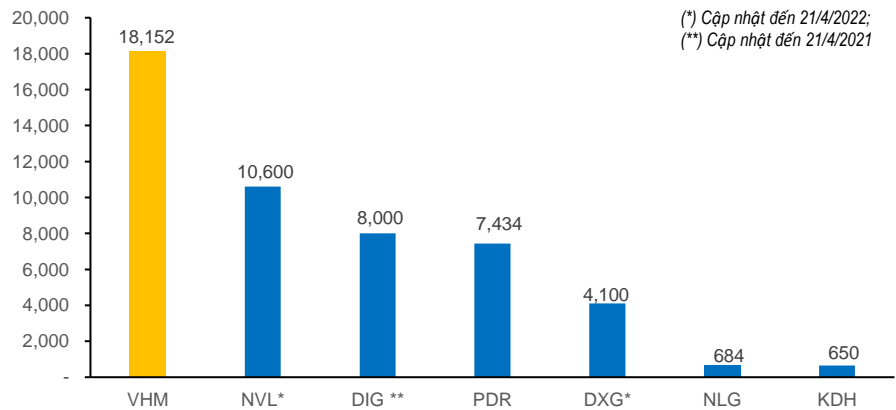
#### Vinhomes sở hữu lợi thế áp đảo

**Quy đất lớn và chất lượng:** Hiện tại, Vinhomes đang sở hữu quỹ đất lên đến 18,152 ha – lớn hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp bất động sản khác; tính riêng từ đầu năm 2023 đến nay, doanh nghiệp đã gia tăng quỹ đất thêm hơn 1,807 ha nhờ được chấp thuận đầu tư tại các dự án:

- Khu đô thị mới Dương Kinh – Kiến Thụy: 241 ha.
- Khu đô thị Hậu Nghĩa – Đức Hòa – Long An: 197 ha.
- Khu đô thị ven vịnh Cam Ranh – Khánh Hòa: 1,254 ha.
- Nhà ở xã hội Cam Nghĩa – Khánh Hòa: 88ha.
- Nhà ở xã hội Đình Vũ – Cát Hải – Hải Phòng: 27 ha.

Bên cạnh đó, Vinhomes vẫn đang tích cực tìm kiếm thêm các dự án tiềm năng để đảm bảo quỹ đất phát triển trong tương lai. Với quỹ đất 18,152 ha như hiện tại, Vinhomes đã có đủ dự án để triển khai cho hơn 30 năm tới.

#### Quy đất (ha) của VHM lớn hơn nhiều các doanh nghiệp bất động sản khác



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Quy đất của Vinhomes không chỉ lớn, mà còn chất lượng. Nếu tính riêng tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, nơi có tốc độ tăng trưởng dân số và tỷ lệ đô thị hóa nhanh trong khi quỹ đất nội đô đang dần khan hiếm, Vinhomes có đến 5,489 ha quỹ đất tại đây. Tại Hà Nội, các dự án tiêu biểu sẽ triển khai của Vinhomes như Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Wonder Park đều có vị trí tương đối gần, đồng thời được kết nối hệ thống giao thông tiện lợi, nên thời gian di chuyển đến quận trung tâm chỉ khoảng 15 đến 40 phút. Tương tự, tại Thành phố Hồ Chí Minh, dự án trọng điểm của Vinhomes trong tương lai là Vinhomes Long Beach Cần Giờ, dự án này có thể coi là đón đầu xu hướng dài hạn của thị trường bất động sản khi (1) nhiều dự án cơ sở hạ tầng sẽ được đầu tư trong tương lai điển hình là cầu Cần Giờ với vốn đầu tư 10,000 tỷ VND nhằm kết nối huyện Cần Giờ - nơi được quy hoạch là vị thế trung tâm vùng vịnh phía nam.

#### Vị thế đặc địa của các dự án Vinhomes tại Hà Nội trong tương lai



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Chi tiết quỹ đất của Vinhomes			
Tên thương mại dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tình trạng
Vinhomes Hạ Long Xanh	Quảng Ninh	7,947	Sẽ triển khai
Vinhomes Long Beach	Tp. Hồ Chí Minh	2,866	Sẽ triển khai
Vinhomes Cam Ranh	Khánh Hòa	1,254	Sẽ triển khai
Vinhomes Làng Vân	Đà Nẵng	1,045	Sẽ triển khai
Vinhomes Củ Chi	Tp. Hồ Chí Minh	924	Sẽ triển khai
Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	865	Sẽ triển khai
Vinhomes The Empire	Hưng Yên	458	Đang triển khai
Vinhomes Ocean Park	Hà Nội	420	Đang triển khai
Vinhomes Cổ Loa	Hà Nội	317	Sẽ triển khai
Vinhomes The Crown	Hưng Yên	294	Đang triển khai
Vinhomes Smart City	Hà Nội	280	Đang triển khai
Vinhomes Grand Park	Tp. Hồ Chí Minh	271	Đang triển khai
Vinhomes Dương Kinh - Kiến Thụy	Hải Phòng	241	Sẽ triển khai
Vinhomes Hậu Nghĩa - Đức Hòa	Long An	197	Sẽ triển khai
Vinhomes Wonder Park	Hà Nội	133	Sẽ triển khai
Vinhomes Tây Thăng Long	Tp. Hồ Chí Minh	129	Sẽ triển khai
Vinhomes Star City	Thanh Hóa	119	Đang triển khai
Vinhomes Golden Avenue	Quảng Ninh	116	Đang triển khai
Vinhomes Mễ Trì	Hà Nội	74	Sẽ triển khai
Vinhomes Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	64	Đang triển khai
Vinhomes Galaxy	Hà Nội	11	Sẽ triển khai
Vinhomes Sky Park	Bắc Giang	1	Đang triển khai
Happy Home Cam Ranh	Khánh Hòa	88	Sẽ triển khai
Happy Home Nam Tràng Cát	Hải Phòng	27	Sẽ triển khai
Happy Home Star City	Thanh Hóa	9	Sẽ triển khai
Happy Home Đông Hà	Quảng Trị	2	Sẽ triển khai
<b>Tổng</b>		<b>18,152</b>	

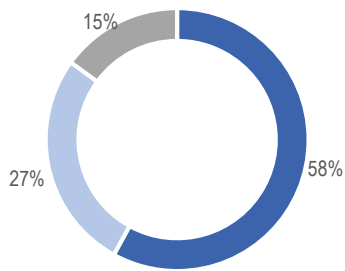
Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Thêm nữa, Vinhomes hội tụ nhiều lợi thế đã được hình thành, được chứng minh trong thời gian dài và tiếp tục tạo ra lợi thế cho Vinhomes như:

- Hồ sơ năng lực nổi bật nhờ thực hiện nhiều dự án hiệu quả: Các dự án được Vinhomes đầu tư hầu như không có các sai phạm pháp lý với thời gian đầu tư – xây dựng – bàn giao – cấp sổ thường đúng tiến độ so với kế hoạch, các dự án đã bàn giao đạt tỷ lệ hơn 70% dân cư về ở,...; giúp gia tăng khả năng được chấp thuận làm chủ đầu tư của các dự án mới.
- Là thương hiệu uy tín và chất lượng trong mắt khách hàng nhờ:
  - o Tiến độ thực hiện các dự án nhanh chóng: từ quy trình pháp lý chỉ mất khoảng 9 đến 12 tháng, rút ngắn thời gian một nửa so với các nhà đầu tư khác; cho đến tiến độ xây dựng – nghiệm thu – bàn giao và cấp sổ đều diễn ra nhanh, đúng tiến độ cho khách hàng giúp nâng cao tín nhiệm.
  - o Sản phẩm xứng tầm – chú tâm đến cuộc sống của khách hàng: với các dự án có mật độ xây dựng chỉ khoảng 40%, chất lượng xây dựng – hoàn thiện tốt, cơ sở hạ tầng – tiện ích đầy đủ, một phần nhờ hệ sinh thái tập đoàn Vingroup, đồng thời việc quản lý vận hành sau bàn giao cũng đem lại trải nghiệm tốt.
  - o Tỷ suất đầu tư bất động sản Vinhomes hấp dẫn, tối thiểu ở mức 9%/năm – được đảm bảo bởi Công ty Quản lý và Đầu tư Bất động sản VMI khi đầu tư qua hình thức Fantansy Home.
  - o Giá trị thương hiệu của Vinhomes đã được thể hiện rõ ràng qua việc:
    - Các dự án khi được mở bán thường được hấp thụ trong thời gian ngắn, tiêu biểu gần đây: Mở bán 1,000 căn thấp tầng The Crown – trong 1 tháng có đến 800 đơn đặt cọc; Vinhomes Sky Park với tỷ lệ hấp thụ 300/400 căn hộ vào tháng đầu mở bán...
    - Tiến độ thanh toán phổ biến của khách hàng thường lên đến 70% giá trị căn hộ trước khi bàn giao
    - Các dự án của Vinhomes đã bàn giao có tỷ lệ 70% dân cư về ở.

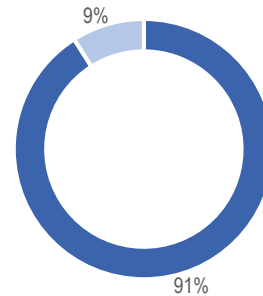
- Khả năng tiếp cận vốn vượt trội: Nhờ việc tận dụng được tiền thanh toán trước với tỷ trọng cao của khách hàng (lên đến 70% giá trị căn hộ trước khi bàn giao), Vinhomes còn có thể huy động nguồn vốn từ nhiều nguồn đa dạng khác như: (1) Hạn mức tín dụng cao tại ngân hàng thương mại lên đến 800 triệu USD, (2) phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong nước và đặc biệt là (3) Vinhomes là số ít các doanh nghiệp bất động sản nói riêng và doanh nghiệp Việt Nam nói chung có thể huy động trái phiếu ngoại tệ.

**Cơ cấu nợ vay cân bằng (31/12/2023: 56.7 nghìn tỷ VND)**



■ Vay ngân hàng ■ Trái phiếu nội địa ■ Khác

**Đa dạng vốn vay bằng ngoại tệ (31/12/2023: 56.7 nghìn tỷ VND)**



■ VND ■ USD

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

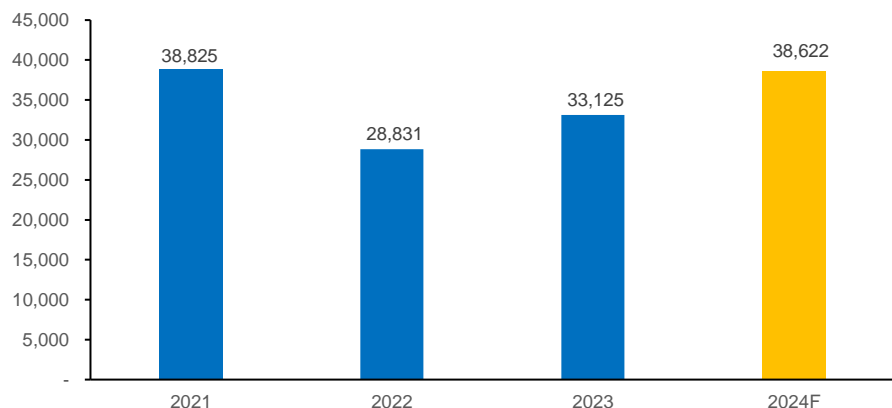
Các lợi thế hiện hữu vẫn đang thúc đẩy lẫn nhau và tiếp tục đem lại nhiều lợi thế hơn nữa cho Vinhomes:

- Khách hàng thanh toán tỷ trọng lớn giá trị căn hộ giúp Vinhomes không phải chịu nhiều ảnh hưởng từ nguồn vốn vay như các đối thủ cạnh tranh, giảm thiểu rủi ro thanh khoản khi thị trường bất động sản khó khăn.
- Hồ sơ năng lực tốt và khả năng tài chính tầm cỡ – bền vững giúp Vinhomes có lợi thế khi tham gia đăng kí làm chủ đầu tư.

**Lợi nhuận Vinhomes năm 2024 nổi bật tăng trưởng, kỳ vọng đạt 38,622 tỷ VND (+16.6% YoY)**

Vì chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ hồi phục kể từ giữa năm 2024 và Vinhomes sẽ là doanh nghiệp đón đầu nhờ lợi thế áp đảo. Chúng tôi kỳ vọng Vinhomes sẽ mở bán và bàn giao hai dự án Vinhomes Vũ Yên – Hải Phòng, Vinhomes Golden Avenue Móng Cái – Quảng Ninh, đồng thời bán tiếp và bàn giao phần còn lại của hai đại dự án The Empire và The Crown.

**Lợi nhuận Vinhomes tiếp tục tăng trưởng năm 2024 (tỷ VND)**



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

## Dự phóng kết quả kinh doanh

### 1. Doanh thu bán hàng

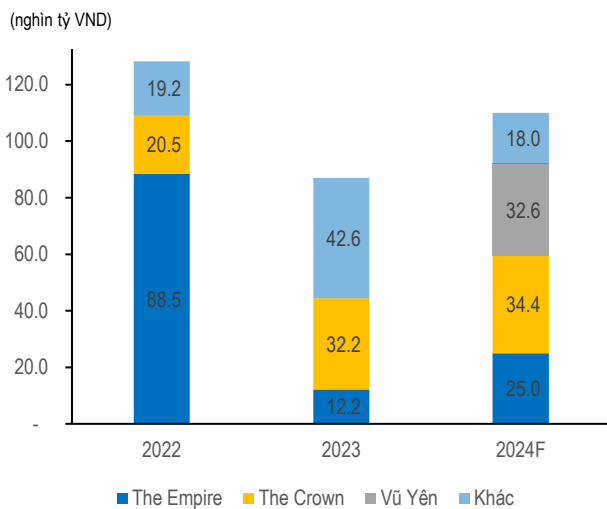
- Với kì vọng thị trường bất động sản sẽ hồi phục từ giữa năm 2024, giá trị doanh thu bán hàng của Vinhomes sẽ tăng 26.6% YoY, đạt 110.1 nghìn tỷ VND nhờ: (1) Vinhomes tiếp tục mở bán thuận lợi các phân khu còn lại tại Ocean Park 2 – The Empire và Ocean Park 3 – The Crown và (2) đồng thời dự án Vũ Yên – Hải Phòng sẽ bắt đầu được kick-off mở bán lần đầu.

### 2. Tổng doanh thu quy đổi

- SSV dự phóng tổng doanh thu quy đổi năm 2024 sẽ đạt 139,090 tỷ VND (+14.6% YoY) vì tiếp tục bàn giao sản phẩm tại hai đại dự án The Empire, The Crown với doanh thu chưa ghi nhận cuối năm 2023 lên tới 37.9 nghìn tỷ VND, đồng thời mở bán và bàn giao lượng lớn sản phẩm còn lại tại hai đại dự án này.

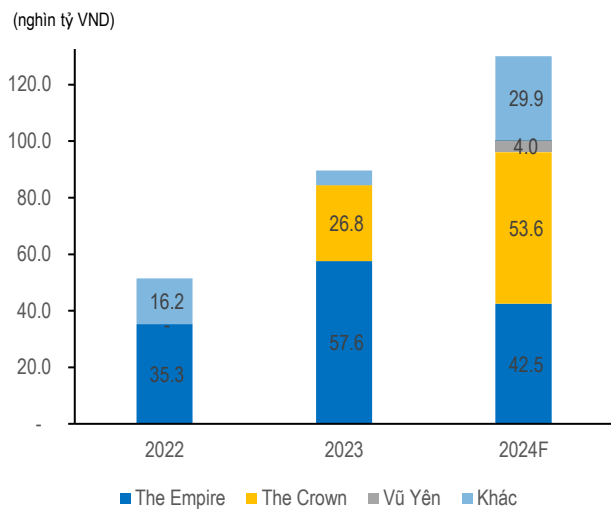
*\*Tổng doanh thu quy đổi: Bảng doanh thu thuần cộng thêm: (1) doanh thu từ các dự án hợp tác kinh doanh (BCC) và (2) doanh thu tương ứng của các giao dịch bán lô lớn dưới hình thức chuyển nhượng cổ phần.*

Dự phóng giá trị kí bán theo dự án



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu chuyển nhượng bất động sản theo dự án



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

## Định giá và khuyến nghị

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 77,000 VND

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu VHM với mức giá mục tiêu ở là 77,000 VND tương ứng với mức upside 86.9% (so với giá tham chiếu ngày 02/02/2024 là 41,200 VND) bởi các luận điểm: (1) Tận dụng lợi thế nội tại áp đảo cùng với bối cảnh thị trường phục hồi thuận lợi, Vinhomes sẽ duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024, dự đạt 38,622 tỷ VND và (2) Mức định giá hấp dẫn đem lại lợi suất vượt trội so với nhiều phương án chi phí cơ hội.

### Phương pháp định giá

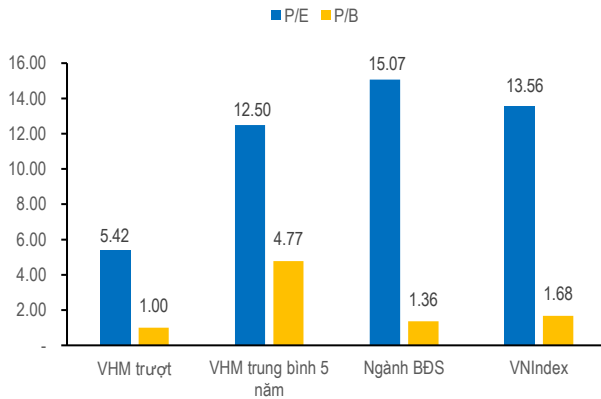
Chúng tôi sử dụng phương pháp chính là RNAV để định giá các dự án bất động sản của Vinhomes, sau đó áp dụng mức chiết khấu 10% nhằm phản ánh về rủi ro thị trường bất động sản hồi phục chậm hơn kì vọng khi kinh tế vĩ mô diễn biến kém tích cực. Chi tiết về mô hình định giá được trình bày dưới bảng sau:

Mô hình định giá cổ phiếu VHM		
	Giá trị (Tỷ VND)	Phương pháp
1. Các dự án đang triển khai	161,645	RNAV
Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire	85,552	
Vinhomes Ocean Park 3- The Crown	37,967	
Vinhomes Vũ Yên – Hải Phòng	19,047	
Vinhomes Golden Avenue	9,286	
2. Các dự án chưa triển khai	203,326	RNAV
3. Khác	50,683	BV
<b>Tổng giá trị (1+2+3)</b>	<b>415,655</b>	
Chiết khấu	(41,565)	10%
<b>Tổng giá trị đánh giá lại</b>	<b>374,087</b>	
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	17,937	
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng	(56,684)	
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>	<b>335,343</b>	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	4,354	
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>	<b>77,000</b>	
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)	41,200	
<b>Tiền năng tăng giá</b>	<b>86.9%</b>	
<b>WACC và thành phần</b>		
Lợi suất phi rủi ro	2.5%	
Beta	1.19	
Phần bù rủi ro VCSH	9.0%	
Chi phí vốn vay	10.0%	
Chi phí vốn cổ phần	13.2%	
<b>WACC</b>	<b>12.3%</b>	

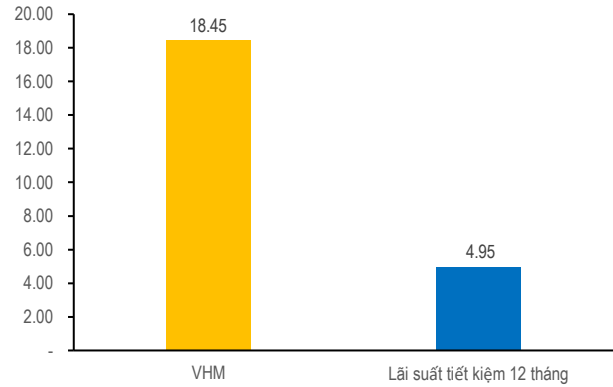
Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

**Mức định giá hấp dẫn đem lại lợi suất vượt trội so với nhiều phương án chi phí cơ hội**

Hiện VHM đang được giao dịch tại mức P/E và P/B trượt lần lượt là 5.42x và 1.0x tại ngày 02/02/2024 – tức mức nền thấp nhất kể từ thời điểm cổ phiếu niêm yết. Với mức giá hiện tại, VHM đang được giao dịch tại mức định giá rẻ hơn: (1) Bản thân cổ phiếu VHM trong quá khứ, (2) Trung bình cổ phiếu ngành bất động sản và (3) Định giá thị trường chung – chỉ số VNIndex.

**Định giá cổ phiếu VHM đang ở mức rẻ hơn tương đối**

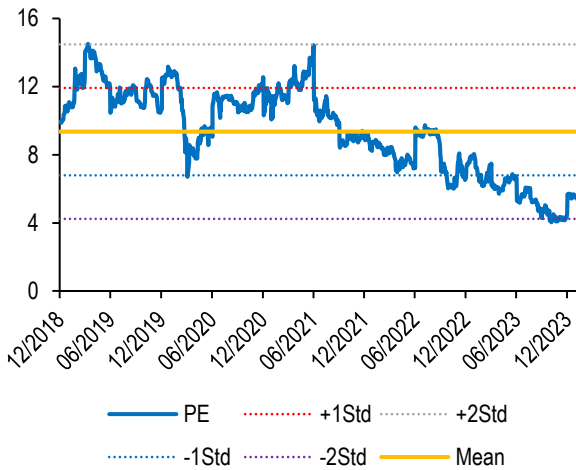
Nguồn: FinPro, Shinhan Securities Vietnam

**Lợi suất cổ phiếu VHM so với lãi suất tiết kiệm (%)**

Nguồn: FinPro, Shinhan Securities Vietnam

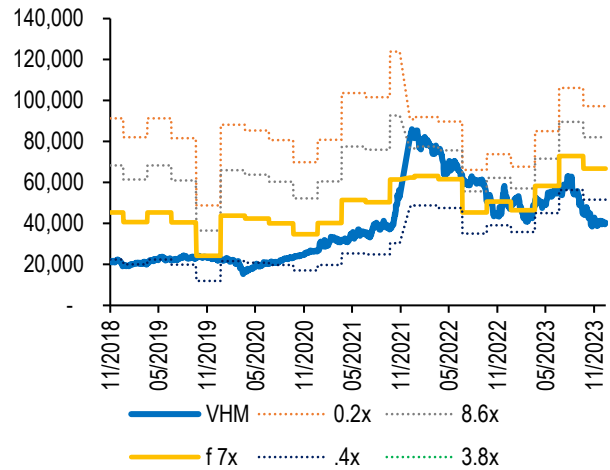
Mức định giá hiện tại, theo chúng tôi là hoàn toàn không phản ánh giá trị thực của VHM – một doanh nghiệp không những đứng đầu trong lĩnh vực bất động sản nói riêng, mà còn là một trong những doanh nghiệp hàng đầu, hoạt động tốt nhất tại Việt Nam.

**PER của VHM**



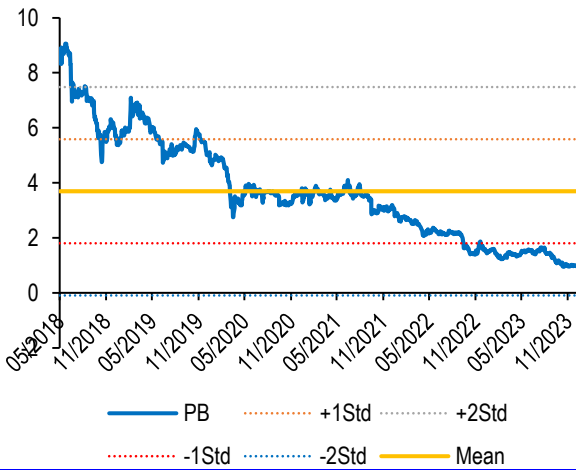
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PER của VHM**



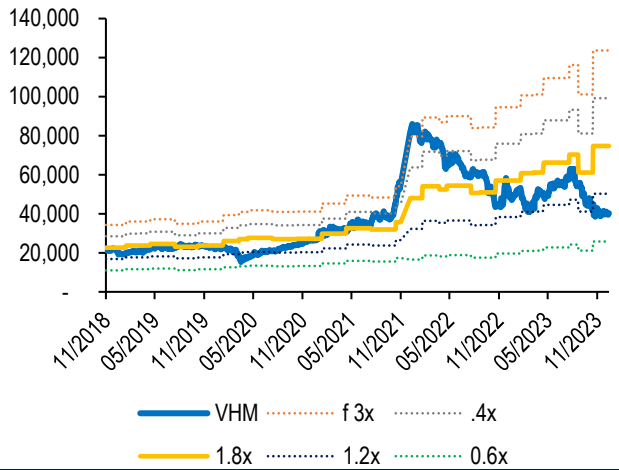
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PBR của VHM**



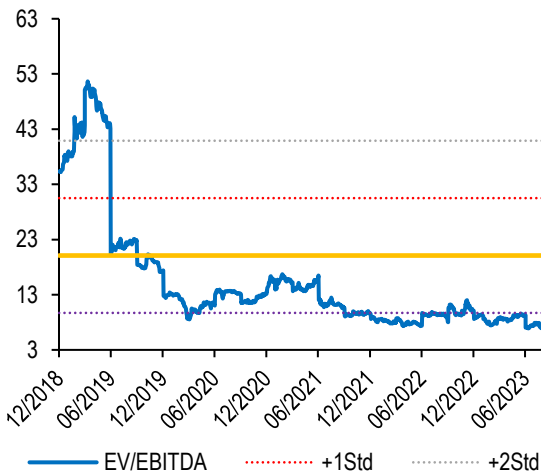
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PBR của VHM**



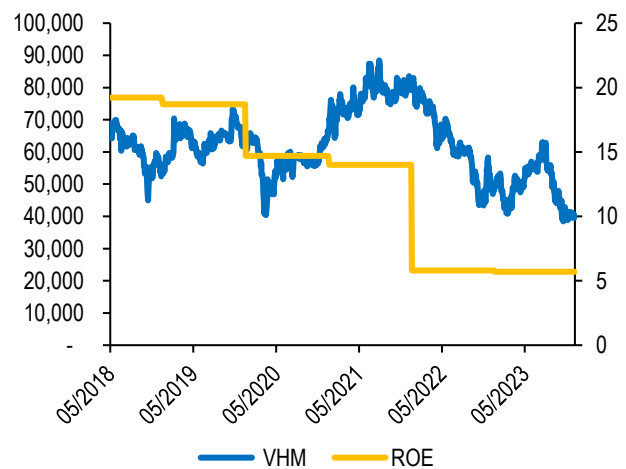
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**EV/EBITDA của VHM**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Giá và ROE dự phóng của VHM**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Những sự kiện quan trọng của VHM**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Rủi ro đầu tư

### Rủi ro chu kỳ

Ngành bất động sản là một ngành có tính chu kỳ, chịu ảnh hưởng lớn bởi bối cảnh nền kinh tế vĩ mô: các chủ đầu tư cần vay vốn từ thị trường trái phiếu và tín dụng ngân hàng để đầu tư dự án, nhu cầu mua bất động sản của người tiêu dùng bị tác động nhiều bởi thu nhập và khả năng vay – lãi suất vay từ ngân hàng... Trong giai đoạn kinh tế suy thoái, trì trệ, các chủ đầu tư – phát triển dự án bất động sản như Vinhomes sẽ phải đối diện rủi ro nhu cầu từ người tiêu dùng yếu dẫn đến tỷ lệ hấp thụ thấp, trong khi vẫn phải chịu các gánh nặng về tài chính.

### Rủi ro chính sách

Bởi vì tầm quan trọng đối với nền kinh tế nên ngành bất động sản chịu sự kiểm soát bởi tương đối nhiều văn bản quy phạm pháp luật như: Luật Kinh doanh bất động sản, Luật Nhà ở, Luật Đất đai... Đồng thời, tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản cũng được đặc biệt quan tâm bởi Chính phủ khi bất động sản là ngành chiếm tỷ trọng lớn trong dư nợ tín dụng và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp. Vì vậy, bất cứ sự bất cập nào trong điều hành của Chính phủ đối với ngành bất động sản như (1) văn bản pháp luật chồng chéo, không rõ ràng, (2) hạn chế khả năng tiếp cận vốn... đều dẫn đến rủi ro gây sức ép lên chi phí cho Vinhomes khi phải hoãn thời gian triển khai dự án, chi phí lãi vay gia tăng...

**Phụ lục: Báo cáo tài chính**

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>71,547</b>	<b>84,986</b>	<b>62,393</b>	<b>103,334</b>	<b>139,090</b>
Giá vốn hàng bán	(45,611)	(36,526)	(31,696)	(67,744)	(77,213)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>25,936</b>	<b>48,460</b>	<b>30,696</b>	<b>35,590</b>	<b>61,877</b>
Chi phí bán hàng	(2,681)	(2,289)	(2,432)	(3,474)	(4,467)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(2,193)	(3,769)	(2,644)	(4,183)	(5,379)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	<b>21,062</b>	<b>42,402</b>	<b>25,621</b>	<b>27,933</b>	<b>52,031</b>
Doanh thu tài chính	20,245	7,995	16,690	20,363	1,173
Chi phí tài chính khác	(1,018)	(438)	(2,319)	(905)	-
Chi phí lãi vay	(3,002)	(2,348)	(2,076)	(3,092)	(4,704)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	19	54	56	11	-
Lãi/lỗ khác	(789)	518	670	(1,066)	(107)
<b>LN trước thuế</b>	<b>36,517</b>	<b>48,183</b>	<b>38,643</b>	<b>43,244</b>	<b>48,393</b>
Thuế thu nhập DN	(8,310)	(9,234)	(9,481)	(9,957)	(9,679)
<b>LN sau thuế</b>	<b>28,207</b>	<b>38,948</b>	<b>29,162</b>	<b>33,287</b>	<b>38,714</b>
CĐTS	855	124	331	161	92
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>27,351</b>	<b>38,825</b>	<b>28,831</b>	<b>33,125</b>	<b>38,622</b>
EBITDA	21,604	43,490	26,837	30,084	52,802
EPS	8,153	8,904	6,611	7,597	8,781

**Lưu chuyển tiền tệ**

Năm (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023	2024F
<b>Lãi trước thuế</b>	<b>36,517</b>	<b>48,183</b>	<b>38,643</b>	<b>43,244</b>	<b>48,393</b>
Khấu hao và phân bổ	542	1,088	1,217	2,150	771
Thay đổi vốn lưu động	12,776	(13,193)	9,598	(8,616)	(14,568)
Điều chỉnh khác	(24,952)	(19,004)	(18,454)	(21,476)	(9,961)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>24,882</b>	<b>17,074</b>	<b>31,004</b>	<b>15,302</b>	<b>24,635</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(3,500)	(17,898)	(18,299)	(13,703)	(15,024)
Đầu tư khác	(18,920)	(4,098)	(8,530)	(19,567)	(9,022)
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(22,420)</b>	<b>(21,996)</b>	<b>(26,829)</b>	<b>(33,270)</b>	<b>(24,026)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(218)	(5,199)	(9,384)	-	(192)
Tiền từ vay ròng	(1,077)	(5,481)	11,400	21,238	(3,230)
Tiền thu khác	(786)	6,515	-	17	1,743
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>(2,081)</b>	<b>(4,165)</b>	<b>2,016</b>	<b>21,255</b>	<b>(1,679)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	13,332	13,714	4,626	10,817	14,104
Tiền trong kỳ	381	(9,088)	6,191	3,287	(1,070)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>13,714</b>	<b>4,626</b>	<b>10,817</b>	<b>14,104</b>	<b>13,035</b>

**Bảng cân đối kế toán**

Năm (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>102,312</b>	<b>94,437</b>	<b>196,535</b>	<b>240,250</b>	<b>250,445</b>
Tiền và tương đương tiền	13,714	4,626	10,817	14,104	13,035
Đầu tư ngắn hạn	2,054	4,979	6,297	3,833	3,833
Phải thu ngắn hạn	34,592	37,750	96,209	126,607	114,168
Hàng tồn kho	42,984	28,579	64,362	52,343	76,046
TS ngắn hạn khác	8,968	18,503	18,851	43,363	43,363
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>113,014</b>	<b>136,079</b>	<b>165,277</b>	<b>207,111</b>	<b>199,355</b>
Tài sản hữu hình	5,907	7,498	9,340	11,731	11,812
Tài sản dở dang dài hạn	32,361	45,033	50,683	63,970	63,970
Đầu tư dài hạn	8,700	12,079	15,524	17,932	17,932
Tài sản dài hạn khác	66,047	71,470	89,731	113,478	105,641
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>215,326</b>	<b>230,516</b>	<b>361,813</b>	<b>447,361</b>	<b>449,799</b>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>103,385</b>	<b>75,401</b>	<b>187,762</b>	<b>214,020</b>	<b>186,635</b>
Nợ phải trả	11,401	12,507	15,031	20,607	15,209
Vay ngắn hạn	10,998	251	15,330	18,290	19,143
Nợ ngắn hạn khác	80,986	62,643	157,401	175,123	152,283
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>22,811</b>	<b>23,708</b>	<b>25,528</b>	<b>50,971</b>	<b>43,253</b>
Vay dài hạn	13,958	19,668	20,876	38,394	34,310
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	3,326	1,251	917	771	-
Nợ dài hạn khác	5,527	2,789	3,735	11,806	8,943
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>126,196</b>	<b>99,109</b>	<b>213,291</b>	<b>264,991</b>	<b>229,888</b>
Vốn góp	33,495	43,544	43,544	43,544	43,544
LN chưa phân phối	56,259	79,413	99,934	133,125	171,681
Vốn chủ khác	(4,349)	524	476	1,106	-
Cổ đông thiểu số	3,429	6,666	3,309	3,335	3,427
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>89,130</b>	<b>131,407</b>	<b>148,522</b>	<b>182,369</b>	<b>219,912</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>215,326</b>	<b>230,516</b>	<b>361,813</b>	<b>447,361</b>	<b>449,799</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	3,350	4,354	4,354	4,354	4,354
Giá trị sổ sách (VND/cp)	25,586	28,647	33,349	41,116	49,717

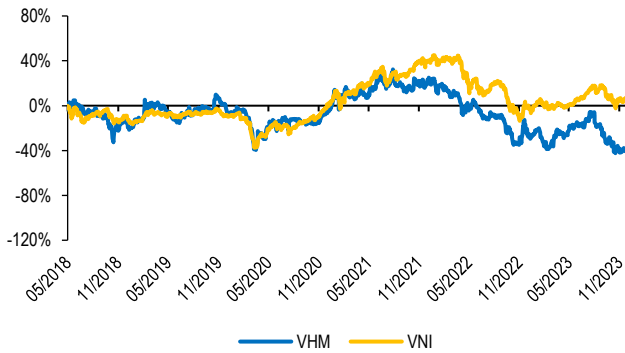
**Chỉ số tài chính**

Năm (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT ngắn hạn	1.0	1.3	1.0	1.1	1.3
Hệ số TT nhanh	0.6	0.9	0.7	0.9	0.9
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Hệ số Ng/TTS	12%	9%	10%	13%	12%
Hệ số Ng/Nguồn vốn	29%	16%	25%	32%	25%
<b>Năng lực hoạt động</b>					
Số ngày HTK	344	286	742	421	359
Số ngày phải thu	176	162	563	241	300
Số ngày phải trả	364	444	766	189	359
Vòng quay tiền mặt	157	5	539	473	300
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>					
Biên Lợi nhuận gộp	36.5%	57.0%	49.2%	34.4%	44.5%
Biên Lợi nhuận ròng	39.6%	45.8%	46.7%	32.2%	27.8%
ROE	31.6%	29.6%	19.6%	18.3%	17.6%
ROA	13.1%	16.9%	8.1%	7.4%	8.6%
<b>Định giá</b>					
PE	5.1	4.6	6.2	5.4	4.7
PB	2.9	1.4	1.3	1.0	0.8
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng DTT	39%	19%	-27%	66%	35%
Tăng trưởng EBIT	-9%	101%	-40%	9%	86%
Tăng trưởng LNNT	16%	38%	-25%	15%	16%
Tăng trưởng EPS	26%	9%	-26%	15%	16%

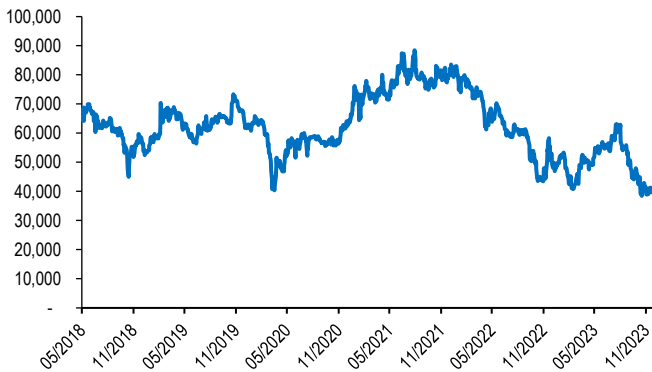
Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

## CTCP Vinhomes (VHM VN)

### Giá cổ phiếu



### Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
02/02/2024 (BC lần đầu)	MUA	77,000	49.5	16.3/109.5

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Ngọc Lê

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VHM VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,  
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000