

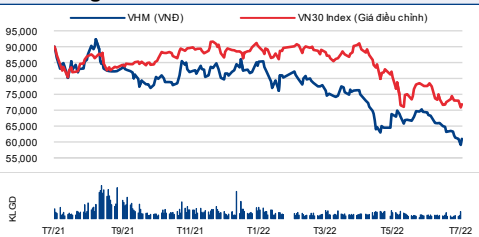
## Mua vào

Giá mục tiêu: VND94,400  
Tiềm năng tăng/giảm: 54.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/7/2022)	61,000
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	59,100-92,308
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	60,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	200,660
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,592
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,290
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,612
Slg CP NN được mua (tr.đv)	886
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.1%
Tỷ lệ freefloat	14.8%
Cổ đông lớn	Vingroup (73.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-21A	12-22F	12-23F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	85,094	91,902	95,407
EBITDA đc (tỷ đồng)	49,891	40,863	46,479
LNTT (tỷ đồng)	48,469	37,159	43,248
LNT ĐC (tỷ đồng)	39,070	29,197	34,054
FCF (tỷ đồng)	(2,121)	7,076	7,960
EPS ĐC (đồng)	9,088	6,705	7,821
DPS (đồng)	12.9	17.4	-
BVPS (đồng)	29,484	34,189	40,010
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.5	(18.1)	13.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	7.29	(26.1)	16.6
Tăng trưởng DPS (%)	(100.0)	35.3	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	58.6	44.5	48.7
Tỷ suất LNTT (%)	57.0	40.4	45.3
Tỷ suất LNT ĐC (%)	45.9	31.8	35.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0.14	0.26	-
Nợ thuần/VCSH (%)	18.7	30.0	40.5
ROAE (%)	36.4	21.1	21.1
ROACE (%)	36.5	23.6	23.8
EV/doanh thu (lần)	3.30	3.09	3.00
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.63	6.94	6.16
P/E ĐC (lần)	6.71	9.10	7.80
P/B (lần)	2.07	1.78	1.52
Lợi suất cổ tức (%)	0.02	0.03	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

Vinhomes, một công ty con của Vingroup, là công ty phát triển bất động sản nhà ở lớn nhất tại Việt Nam.

## Chuyên viên phân tích

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**  
Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

## Thay đổi mục đích dự án – tác động không đáng kể tới RNAV

- Theo truyền thông đưa tin vào ngày 7/7/2022, dự án nằm tại số 148 Giảng Võ (Vinhomes Gallery) sẽ được thay đổi mục đích sử dụng, từ BĐS dân cư cao tầng sang BĐS thấp tầng cho mục đích thương mại.
- HSC tin rằng tác động của thông tin này tới RNAV là không đáng kể do dự án này chỉ đóng góp 1,2% vào RNAV của chúng tôi. Ngoài ra, VHM kỳ vọng điều này sẽ không tác động tới việc phát triển các dự án liên quan khác (cùng công ty sở hữu), như Cổ Loa & Mỹ Trì, và dự kiến thời điểm mở bán dự án Cổ Loa là trong Q4/2022 như kế hoạch trước đó.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. VHM có định giá rẻ, giao dịch chiết khấu 48,3% so với RNAV so với mức chiết khấu bình quân trong 2 năm qua là 21%.

## Sự kiện: Truyền thông đưa tin về sự thay đổi mục đích của dự án Vinhomes Gallery

Trong cuộc họp ngày 7/7/2022, chính quyền Hà Nội thông báo dự án 148 Giảng Võ, Ba Đình, Hà Nội (được biết đến với tên gọi Vinhomes Gallery) sẽ thay đổi mục đích sử dụng từ BĐS nhà ở cao tầng, với quy mô 10 tòa nhà, sang BĐS thương mại thấp tầng, bao gồm khách sạn, văn phòng và TTTM.

## Tác động không đáng kể tới RNAV

Dự án Vinhomes Gallery có tổng diện tích 6,8ha với kế hoạch phát triển ban đầu bao gồm 4.500 căn hộ cao cấp.

Theo mô hình dự báo, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được mở bán trong năm 2024 với doanh thu được ghi nhận lần đầu vào năm 2026. Do đó, dự báo giai đoạn 2022-2024 của chúng tôi gần như không có thay đổi đáng kể nào. Đối với RNAV, dự án này đóng góp khoảng 1,2% RNAV của chúng tôi và do đó tác động không đáng kể.

Bên cạnh đó, Vinhomes đã bắt đầu chiến lược phát triển các dự án quy mô lớn từ 270-400ha trong bán kính 10-15km từ trung tâm TP.Hà Nội và TP.HCM từ năm 2018. Đây là những dự án đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận của VHM trong 4 năm qua. Từ đó, đóng góp của các dự án ở khu vực trung tâm như Vinhomes Gallery là không đáng kể. HSC cho rằng rủi ro tương tự là thấp đối với các dự án trong tương lai của Vinhomes.

## Đánh giá các dự án khác

Dự án Vinhomes Gallery được đề cập phía trên (6,8ha) có chủ đầu tư là CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam (VEF, UPCoM), Vingroup sở hữu 86,7% cổ phần. Theo thỏa thuận hợp tác kinh doanh (BCC) giữa Vingroup và Vinhomes trước khi chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (EIO), Vinhomes sẽ thu xếp vốn, chịu trách nhiệm phát triển và nhận lợi nhuận từ những dự án này.

Ngoài ra, chúng tôi hiểu rằng VEF cũng sở hữu 2 dự án khác, dự án Cổ Loa (385ha) và Mỹ Trì (74,2ha). Đây là những dự án quy mô lớn và nằm ở phía ngoại thành Hà Nội. Công ty chia sẻ rằng kế hoạch phát triển những dự án này sẽ không có gì thay đổi và dự kiến sẽ mở bán dự án Cổ Loa trong ngắn hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/7.

(Xem tiếp trang 2)

**HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, giá mục tiêu là 94.400đ**

HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024 đối với VHM. Trong năm 2022, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần là 29,2 nghìn tỷ đồng, giảm 25,2% so với cùng kỳ do 3 đại dự án hiện tại đã gần được bán hết. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ phục hồi lần lượt 16,6% và 11,9% trong năm 2023 và 2024 nhờ doanh số bán nhà tại các dự án mới dự kiến khởi công trong năm 2022-2023.

Cổ phiếu VHM hiện có định giá hấp dẫn với mức chiết khấu 48,3% so với RNAV của chúng tôi – mức chiết khấu lớn so với mức chiết khấu bình quân trong 2 năm qua là 21%. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

<b>Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
Doanh thu	71,547	85,094	91,902	95,407	110,713
Lợi nhuận gộp	25,936	48,408	43,328	50,116	56,794
Chi phí BH&QL	(4,874)	(5,543)	(7,307)	(7,810)	(8,822)
Thu nhập khác	18,222	6,306	2,974	2,795	3,000
Chi phí khác	(1,018)	(405)	(162)	(173)	(190)
<b>EBIT</b>	<b>38,266</b>	<b>48,766</b>	<b>38,833</b>	<b>44,928</b>	<b>50,783</b>
Lãi vay thuần	(505)	(656)	(1,674)	(1,679)	(1,958)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	18.5	53.5	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(789)	305	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>36,990</b>	<b>48,469</b>	<b>37,159</b>	<b>43,248</b>	<b>48,825</b>
Chi phí thuế TNDN	(8,310)	(9,237)	(7,082)	(8,242)	(9,305)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(855)	(215)	(880)	(952)	(1,399)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>27,825</b>	<b>39,017</b>	<b>29,197</b>	<b>34,054</b>	<b>38,120</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>27,843</b>	<b>39,070</b>	<b>29,197</b>	<b>34,054</b>	<b>38,120</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>38,826</b>	<b>49,891</b>	<b>40,863</b>	<b>46,479</b>	<b>51,524</b>
EPS (đồng)	8,459	9,076	6,705	7,821	8,755
EPS ĐC (đồng)	8,464	9,088	6,705	7,821	8,755
DPS (đồng)	104,368	12.9	17.4	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,290	4,299	4,354	4,354	4,354
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,290	4,354	4,354	4,354	4,354
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,290	4,354	4,354	4,354	4,354

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
Tiền & tương đương tiền	13,714	4,824	16,589	15,611	12,678
Đầu tư ngắn hạn	2,054	4,781	6,098	8,074	11,037
Phải thu khách hàng	34,592	37,929	48,151	39,187	53,800
Hàng tồn kho	42,984	28,543	59,043	119,579	176,781
Các tài sản ngắn hạn khác	8,968	15,140	17,061	20,767	22,182
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>102,312</b>	<b>91,217</b>	<b>146,942</b>	<b>203,218</b>	<b>276,477</b>
TSCĐ hữu hình	5,683	6,706	7,748	8,845	10,526
TSCĐ vô hình	223	750	725	700	675
Bất động sản đầu tư	8,700	11,973	14,732	17,772	17,485
Đầu tư dài hạn	3,918	7,383	7,383	7,383	7,383
Đầu tư vào Cty LD,LK	5,838	3,569	3,569	3,569	3,569
Tài sản dài hạn khác	88,652	108,820	114,547	119,202	118,387
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>113,014</b>	<b>139,201</b>	<b>148,704</b>	<b>157,471</b>	<b>158,025</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>215,326</b>	<b>230,418</b>	<b>295,646</b>	<b>360,689</b>	<b>434,502</b>
Nợ ngắn hạn	10,998	251	17,802	15,619	14,803
Phả trả người bán	11,401	12,615	15,348	17,640	15,478
Nợ ngắn hạn khác	48,982	49,553	58,583	69,699	75,213
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>103,385</b>	<b>75,082</b>	<b>121,778</b>	<b>156,594</b>	<b>197,343</b>
Nợ dài hạn	13,958	19,668	16,831	20,762	23,015
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	199	609	609	609	609
Nợ dài hạn khác	8,273	3,037	3,037	3,037	3,037
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>22,430</b>	<b>23,314</b>	<b>20,477</b>	<b>24,408</b>	<b>26,661</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>126,196</b>	<b>98,719</b>	<b>142,579</b>	<b>181,325</b>	<b>224,327</b>
Vốn chủ sở hữu	85,701	128,383	148,872	174,217	203,628
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,429	3,316	4,196	5,148	6,547
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>89,130</b>	<b>131,699</b>	<b>153,067</b>	<b>179,364</b>	<b>210,175</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>215,326</b>	<b>230,418</b>	<b>295,646</b>	<b>360,689</b>	<b>434,502</b>
BVPS (đ)	26,053	29,484	34,189	40,010	46,764
Nợ thuần*/(tiền mặt)	11,242	15,095	18,045	20,769	25,140

<b>Báo cáo LCTT (tỷ đồng)</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
EBIT	38,266	48,766	38,833	44,928	50,783
Khấu hao	(542)	(1,071)	(2,030)	(1,551)	(741)
Lãi vay thuần	(505)	(656)	(1,674)	(1,679)	(1,958)
Thuế TNDN đã nộp	(6,257)	(9,751)	(7,082)	(8,242)	(9,305)
Thay đổi vốn lưu động	12,776	(19,017)	(13,498)	(18,279)	(31,665)
Khác	(23,446)	(10,124)	(11,493)	(9,940)	(5,077)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>24,882</b>	<b>13,278</b>	<b>12,036</b>	<b>13,482</b>	<b>9,269</b>
Đầu tư TS dài hạn	(3,500)	(15,399)	(4,960)	(5,522)	(1,969)
Góp vốn & đầu tư	(53,488)	(11,586)	0	0	0
Thanh lý	21,748	8,308	(1,317)	(1,975)	(2,963)
Khác	12,820	214	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(22,420)</b>	<b>(18,463)</b>	<b>(6,277)</b>	<b>(7,498)</b>	<b>(4,932)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(218)	(5,206)	(8,709)	(8,709)	(8,709)
Thu từ phát hành CP	62.0	6,515	0	0	0
Tăng/giảm nợ	18,815	16,307	14,715	1,747	1,438
Khác	(20,740)	(21,320)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(2,081)</b>	<b>(3,705)</b>	<b>6,006</b>	<b>(6,962)</b>	<b>(7,271)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13,332	13,714	4,824	16,589	15,611
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>381</b>	<b>(8,890)</b>	<b>11,765</b>	<b>(978)</b>	<b>(2,933)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>13,714</b>	<b>4,824</b>	<b>16,589</b>	<b>15,611</b>	<b>12,678</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>21,383</b>	<b>(2,121)</b>	<b>7,076</b>	<b>7,960</b>	<b>7,301</b>

<b>Các chỉ số tài chính</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	36.3	56.9	47.1	52.5	51.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	54.3	58.6	44.5	48.7	46.5
Tỷ suất LNT (%)	38.9	45.9	31.8	35.7	34.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.5	19.1	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	38.6	18.9	8.00	3.81	16.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	29.1	28.5	(18.1)	13.7	10.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	28.0	40.3	(25.3)	16.6	11.9
Tăng trưởng EPS (%)	30.1	7.29	(26.1)	16.6	11.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	30.2	7.37	(26.2)	16.6	11.9
Tăng trưởng DPS (%)	-	(100.0)	35.3	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	1,234	0.14	0.26	-	-
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	39.2	36.4	21.1	21.1	20.2
ROACE (%)	40.8	36.5	23.6	23.8	23.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.35	0.38	0.35	0.29	0.28
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.65	0.27	0.31	0.30	0.18
Số ngày tồn kho	344	284	444	964	1,197
Số ngày phải thu	277	377	362	316	364
Số ngày phải trả	91.2	126	115	142	105
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	44.6	18.7	30.0	40.5	55.3
Nợ/tài sản (%)	24.1	12.5	20.7	23.9	28.8
EBIT/lãi vay (lần)	75.8	74.3	23.2	26.8	25.9
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	0.58	1.50	1.85	2.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.99	1.21	1.21	1.30	1.40
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	2.96	3.30	3.09	3.00	2.63
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.46	5.63	6.94	6.16	5.64
P/E (lần)	7.21	6.72	9.10	7.80	6.97
P/E ĐC (lần)	7.21	6.71	9.10	7.80	6.97
P/B (lần)	2.34	2.07	1.78	1.52	1.30
Lợi suất cổ tức (%)	171	0.02	0.03	-	-

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)