CTCP VINHOMES - VHM

Khả quan

Duy trì vị thế dẫn đầu ngành Bất động sản

Bất động sản | CẬP NHẬT

Giá mục tiêu (12T)
VND90.000

Consensus*: Mua:12 Giữ:1 Bán:0

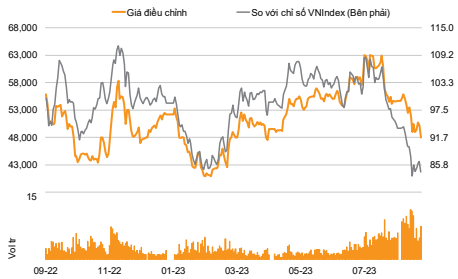
Giá mục tiêu / Consensus: 15,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận ròng năm 2023-24 tăng 13,9%/9,1% sv dự phóng cũ
- Tăng giá mục tiêu 9,8%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND82.000
Giá thị trường	VND48.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	63.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	40.900
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	255.685
Thị giá vốn (tỷ VND)	218.589
Free float	43%
Tỷ suất cổ tức	0,3%
P/E trượt (lần)	4,9
P/B hiện tại (lần)	1,5

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup	51,3%
Viking Asia Holdings II Pte. Ltd.	5,5%
Cổ đông khác	43,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Phan Thanh Huyền
huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

- VHM ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trưởng ấn tượng trong 6T23, lần lượt ở mức 362%/315% svck, hoàn thành 74,5%/67,3% dự phóng cũ cho cả năm của chúng tôi.
- Hệ số thanh toán lãi vay trong nửa đầu năm 2023 của VHM đạt 19,8 lần, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 4,4 lần của ngành.
- Chúng tôi ước tính doanh thu bán trước của VHM đạt mức tăng trưởng kép 15,0% trong giai đoạn 2023-25, nhờ vào tiến trình hạ lãi suất cho vay và tháo gỡ các nút thắt pháp lý trên thị trường bất động sản.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 90.000 đồng/cp.

KQKD năm 2023 tăng trưởng bền vững mặc dù giảm tốc trong nửa cuối năm

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng tiêu thụ của thị trường BĐS trong thời gian còn lại của năm 2023 do (1) mặt bằng lãi suất cho vay hiện tại vẫn chưa đủ hấp dẫn đối với phần đông người mua nhà, (2) giá nhà ở phân khúc có nhu cầu ở thực vẫn cao do thiếu cung, (3) việc cởi bỏ các nút thắt pháp lý cần thêm thời gian để tạo ra tác động thực tế lên thị trường. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu của VHM sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm sau đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối 2022 – nửa đầu 2023. Chúng tôi dự báo doanh thu của VHM sẽ đạt 105,9 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2023, tương đương với mức tăng trưởng 69,8% svck. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng năm 2023 sẽ tăng 26,8% svck và đạt 36,5 nghìn tỷ đồng.

Các điều kiện thuận lợi hơn cho thị trường trong giai đoạn 2024-25 sẽ hỗ trợ VHM triển khai các dự án đúng tiến độ theo kế hoạch

Chúng tôi ước tính doanh thu bán trước của VHM sẽ đạt 103,2 nghìn tỷ đồng (+8,0% svck) trong năm 2024 và 150,2 nghìn tỷ đồng (+45,5% svck) trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất thấp hơn sẽ giúp VHM cải thiện biên lợi nhuận ròng, do đó chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng lần lượt 14,6%/32,9% svck trong năm 2024-25, đạt 41,9 nghìn tỷ đồng và 55,7 nghìn tỷ đồng.

Vinhomes dự kiến mở bán các dự án nhà ở xã hội trong nửa cuối năm 2023

VHM dự kiến mở bán các dự án NOXH bao gồm dự án ở khu công nghiệp Nam Tràng Cát (Hải An, Hải Phòng), dự án được xây trên một phần diện tích của Vinhomes Star City (Thanh Hóa) và dự án ở Đông Hà (Quảng Trị) trong nửa cuối năm 2023. Chúng tôi ước tính ba dự án trên sẽ mang lại khoảng 2,2 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới trong giai đoạn 2024-25.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 90.000 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 9,8% lên 90.000 đồng/cp. Tiềm năng tăng giá đến từ việc các chính sách hỗ trợ phát huy tác dụng giúp thị trường phục hồi sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm sự chậm trễ trong việc xin giấy phép mở bán mới và lãi suất cho vay duy trì ở mức cao dẫn đến doanh số ký bán thấp hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (đồng)	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần (tỷ)	62.393	105.943	114.340	137.717
Tăng trưởng DT tuần	-26,6%	69,8%	7,9%	20,4%
Biên lợi nhuận gộp	49,2%	36,8%	39,1%	43,8%
Biên EBITDA	67,2%	51,0%	55,8%	65,0%
Lợi nhuận ròng (tỷ)	28.831	36.547	41.881	55.654
Tăng trưởng LN ròng	-25,7%	26,8%	14,6%	32,9%
EPS	6.621	8.393	9.618	12.781
P/B (lần)	1,68	1,17	2,03	2,20
Giá trị hợp đồng ký mới (nghìn tỷ)	128,20	95,59	93,07	142,05
Quỹ đất (ha)	16,80	17,80	18,69	19,62
D/E	0,24	0,18	0,17	0,12

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Duy trì vị thế dẫn đầu ngành Bất động sản

Khuyến nghị Khả quan với giá mục là 90.000 đồng/cổ phiếu

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích VHM vì:

- VHM là nhà phát triển bất động sản hàng đầu cả nước, chiếm 26% thị phần trên tất cả các phân khúc, 40% tại phân khúc trung cấp và 42% tại phân khúc cao cấp, 35% đối với bất động sản liền thổ, tính đến cuối Q2/23. Doanh nghiệp hiện đang sở hữu quỹ đất quy mô lên đến 17.800 ha, hầu hết được phân bổ tại những vị trí trung tâm đắc địa hoặc có tiềm năng phát triển du lịch. Năng lực triển khai dự án theo sát kế hoạch là một điểm cộng, góp phần đảm bảo cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

- So với các công ty cùng ngành, VHM nằm trong top sở hữu bảng cân đối lành mạnh với tỷ lệ D/E duy trì ở quanh mức 0,2 lần trong vòng 3 năm trở lại đây, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 0,4 lần. Bên cạnh đó, VHM đã cho thấy hệ số thanh toán lãi vay đáng chú ý ở mức 19,8 lần trong 6T2023, cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 4,4 lần. Những yếu tố này giúp giảm thiểu các rủi ro liên quan đến thanh khoản và vỡ nợ.

- Chúng tôi ước tính doanh thu bán trước của VHM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 15,0% trong giai đoạn 2023-25, khi bối cảnh chung của ngành đang dần được cải thiện nhờ môi trường lãi suất giảm và các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 90.000 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp với tỷ trọng tương đương là định giá RNAV và định giá P/B:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với hệ số chiết khấu WACC của mỗi dự án là 13,5%, với các kế hoạch thực hiện và bán hàng chi tiết được VHM công bố để điều chỉnh lại giá trị tài sản đầu tư và hàng tồn kho. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giá trị hiện tại thuần (NPV) khác nhau đối với từng dự án, tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, cũng như tỷ lệ hấp thụ. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ điều chỉnh 8% để phản ánh rủi ro về các yếu tố: (1) những bất định trong nền kinh tế kéo dài hơn dự kiến làm ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của người mua nhà, và (2) tiến độ giải quyết các khó khăn pháp lý chậm hơn kỳ vọng.

- Chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu cho trung bình giá trị sổ sách giai đoạn nửa cuối 2023 – nửa đầu 2024 là 1,8 lần, sau khi đánh giá về diễn biến giao dịch của cổ phiếu VHM trong lịch sử và so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. Chúng tôi tin rằng đây là mức P/B phù hợp để đầu tư vào VHM.

Tiềm năng tăng giá đến từ việc các chính sách hỗ trợ phát huy tác dụng giúp cho thị trường phục hồi sớm hơn so với dự kiến của chúng tôi. Rủi ro giảm giá bao gồm sự chậm trễ trong việc xin giấy phép mở bán mới và lãi suất cho vay duy trì ở mức cao, dẫn đến doanh số ký bán thấp hơn kỳ vọng.

Hình 1: Định giá theo RNAV (Đơn vị: tỷ đồng)

Bất động sản và hàng tồn kho	Giá trị sổ sách tính đến ngày 30/06/2023	Giá trị hợp lý	Phương pháp
Bất động sản nhà ở	**121.413**	**321.685**	**DCF**
Các dự án đóng góp lớn nhất:			
Vinhomes Ocean Park 2		24.993	
Vinhomes Ocean Park 3		15.049	
Vinhomes Cổ Loa		11.283	
Vinhomes Hạ Long Xanh		64.830	
Vinhomes Long Beach		35.410	
Vinhomes International University Town		23.650	
Cho thuê văn phòng	**272**	**27.972**	**DCF**
Bất động sản khu công nghiệp		**8.884**	**DCF**
Còn lại	**1.248**	**1.248**	**Giá trị sổ sách**
Tổng giá trị bất động sản	**122.933**	**359.788**	
Cộng			
Tiền và tương đương tiền	5.105	5.105	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.332	4.332	
Tài sản khác	173.294	173.294	
Trừ			
Tổng nợ vay (trừ TPDN)	36.892	36.892	
Nợ phải trả khác	53.497	53.497	
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.268	3.268	
RNAV chiết khấu		**448.864**	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		4.354	
Tỷ lệ điều chỉnh		*8%*	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		**94.837**	
Các giả định			
Hệ số beta	1,0		
Market premium	10,0%		
Lãi suất phi rủi ro	3,0%		
Chi phí sử dụng VCSH	15,0%		
Chi phí sử dụng vốn vay	10,0%		
Tỷ lệ nợ	21%		
Tỷ lệ vốn	79%		
WACC	13,5%		

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo P/B (Đơn vị: đồng)

Giá trị sổ sách trung bình 2023-24 ước tính	**47.306**
P/B trượt 12 tháng (lần)	1,5
Premium	20%
P/B mục tiêu (lần)	**1,8**
Giá trị cổ phiếu	**85.151**

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Kết hợp định giá (Đơn vị: đồng)

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng
RNAV	94.837	50%	47.418
P/B	85.151	50%	42.576
Giá mục tiêu (làm tròn)			**90.000**

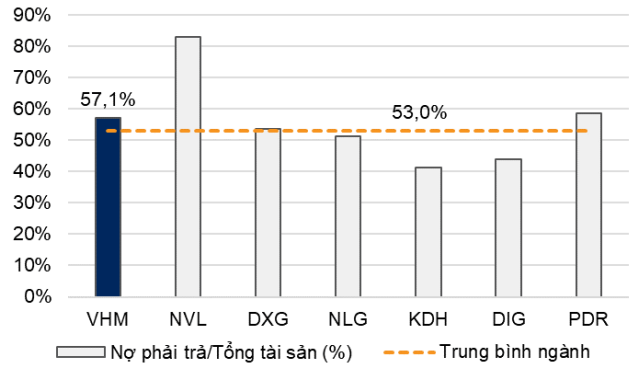
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã chứng khoán	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)		D/E (lần)
		Nội tệ	Triệu USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	CAGR (%)	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023	
CTCP Vinhomes	**VHM VN**	**48.000**	**8.589,2**	**4,9**	**6,2**	**1,5**	**1,2**	**(26,6)**	**31,4**	**21,3**	**12,7**	**10,6**	**0,2**
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	17.400	1.394,4	N/A	N/A	1,0	1,0	(38,9)	(1,8)	N/A	(0,3)	N/A	1,4
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	24.500	676,2	25,3	N/A	2,1	N/A	(39,1)	9,2	N/A	3,4	N/A	0,5
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	33.000	972,1	29,7	27,3	2,1	1,9	(11,6)	7,5	8,2	4,3	3,7	0,6
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	36.200	571,4	27,5	20,1	1,6	1,6	(56,8)	6,1	8,8	2,2	4,0	0,4
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	20.750	520,2	N/A	43,0	1,5	1,5	(81,7)	(1,4)	3,7	(0,4)	1,8	0,4
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC)	DIG VN	25.600	641,6	185,9	N/A	2,3	N/A	(87,4)	1,1	N/A	0,6	N/A	0,5
Trung bình				***67,1***	***30,1***	***1,8***	***1,5***	***(52,6)***	***3,4***	***6,9***	***1,6***	***3,2***	***0,6***
Trung vị				***28,6***	***27,3***	***1,9***	***1,5***	***(47,9)***	***3,6***	***8,2***	***1,4***	***3,7***	***0,5***

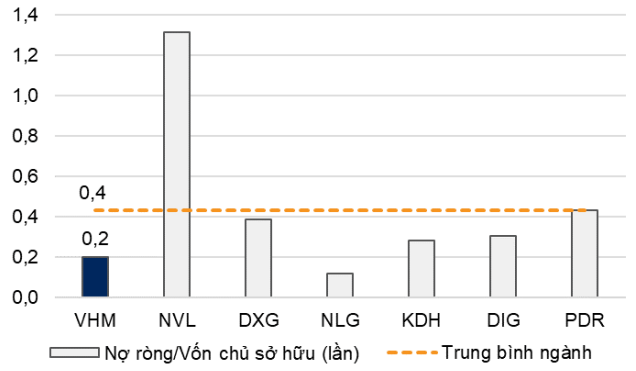
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh với các công ty cùng ngành về tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản trong 6T2023



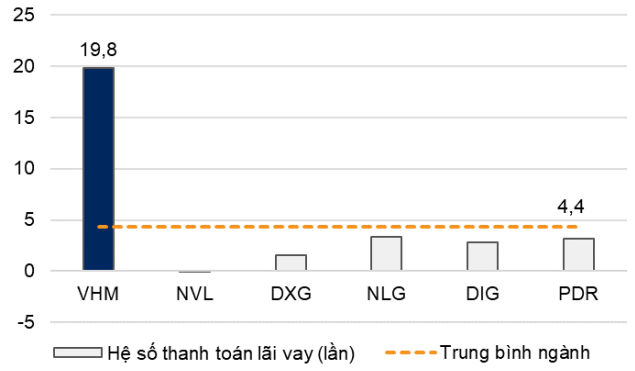
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh với các công ty cùng ngành về tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu trong 6T2023



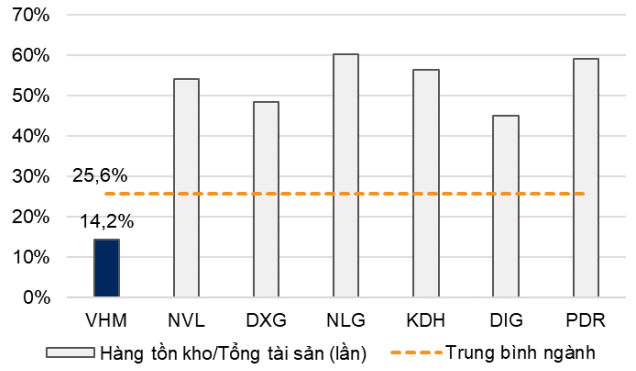
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: So sánh với các công ty cùng ngành về hệ số thanh toán lãi vay trong 6T2023



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: So sánh với các công ty cùng ngành về tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản trong 6T2023



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

KQKD tăng trưởng bền vững trong năm 2023

Tóm tắt KQKD Q1/23: Lợi nhuận ròng tăng trưởng ấn tượng mặc dù biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp

Vinhomes ghi nhận doanh thu 6T2023 đạt 61,9 nghìn tỷ đồng, tăng 362% sv kết quả cùng kỳ năm 2022, hoàn thành 74,5% dự phóng cả năm của chúng tôi. Vinhomes Ocean Park 2 tiếp tục là dự án đóng góp chủ đạo, đem về 53,7 nghìn tỷ đồng doanh thu sau khi 5.400 căn thấp tầng được bàn giao cho khách hàng.

Biên LN gộp giảm xuống còn 31,9% (giảm 12 điểm % svck), do một phần các căn hộ trong dự án Vinhomes Ocean Park 2 được bàn giao thuộc hình thức hợp đồng hợp tác đầu tư kinh doanh (BCC), VHM phải chia sẻ lợi nhuận cho đối tác.

Doanh thu hoạt động tài chính tăng 189,6% svck đạt 13,7 nghìn tỷ đồng, đóng góp nhiều nhất đến từ khoản doanh thu bán buôn 8,6 nghìn tỷ đồng tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2 và Vinhomes Ocean Park 3. Tuy nhiên 94% doanh thu bán buôn được ghi nhận trong Q1/23, Q2/23 chỉ ghi nhận 524 tỷ đồng.

Do vậy, lợi nhuận ròng đạt 21,6 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 315% svck, hoàn thành 67,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.

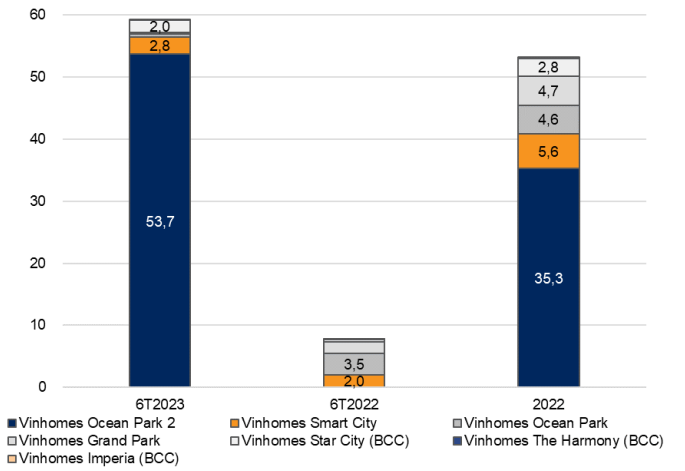
Hình 9: Tóm tắt KQKD 6T2023

(Tỷ đồng)	6T2023	6T2022	% svck	% sv dự phóng cả năm 2023	Ghi chú
Doanh thu thuần	**61.912**	**13.394**	**362,2%**	**74,5%**	
Chuyển nhượng bất động sản	56.825	8.109	600,7%	73,3%	Doanh thu 6T2023 tăng mạnh 362% svck, chủ yếu nhờ vào việc ghi nhận 53,7 nghìn tỷ đồng sau khi bàn giao 5.400 căn hộ tại dự án Vinhomes Ocean Park 2
Các dự án đóng góp chính:					
The Empire (Hưng Yên)	*53.700*				
Smart City (Hà Nội)	*188*	*1.800*			
Dịch vụ xây dựng	1.975	2.703	-26,9%	355,2%	
Dịch vụ quản lý bất động sản	1.372	1.232	11,4%	47,7%	
Cho thuê văn phòng	649	577	12,3%	54,5%	
Hoạt động khác	1.092	772	41,4%	107,8%	
Lợi nhuận gộp	**19.751**	**5.887**	**235,5%**	**46,4%**	Lợi nhuận gộp suy giảm do một phần các căn hộ trong Vinhomes Ocean Park 2 được bàn giao thuộc hình thức BCC, VHM phải chia sẻ lợi nhuận cho đối tác
Biên lợi nhuận gộp (%)	*31,9%*	*43,9%*	*-12,0 điểm %*		
Chi phí BH&QLDN	**(3.439)**	**(2.186)**	**57,3%**	**68,9%**	
% Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	*5,6%*	*16,3%*	*-10,8 điểm %*		
Doanh thu tài chính	**13.715**	**4.735**	**189,6%**	**133,2%**	
Lãi tiền gửi và cho vay	2.853	1.130	152,6%	59,1%	
Chuyển nhượng khoản đầu tư	9.074	2.900	212,9%	263,1%	Chủ yếu đến từ khoản 8,6 nghìn tỷ đồng doanh thu bán buôn tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2 và Vinhomes Ocean Park 3
Hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh (BCC)	987	475	107,9%	48,7%	
Chi phí tài chính	**(1.284)**	**(1.178)**	**9,1%**	**18,0%**	
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(1.362)	(1.052)	29,5%	19,0%	
Lợi nhuận trước thuế	**27.714**	**7.245**	**282,5%**	**68,0%**	
Lợi nhuận ròng	**21.605**	**5.207**	**315,0%**	**67,3%**	

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

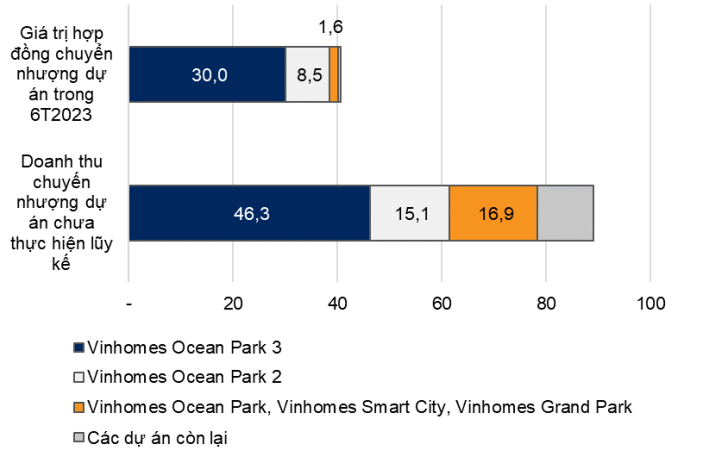
Doanh thu chuyển nhượng dự án chưa thực hiện lũy kế tại thời điểm cuối Q2/23 đạt 89,1 nghìn tỷ đồng (-17,2% kể từ đầu năm/-31,1% svck), trong đó 46,3 nghìn tỷ đồng đến từ dự án Vinhomes Ocean Park 3. Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong 6T2023 đạt 40,6 nghìn tỷ đồng, trong đó Vinhomes Ocean Park 3 đóng góp 74%.

Hình 10: Doanh thu của VHM theo dự án (tính cả dự án BCC, đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

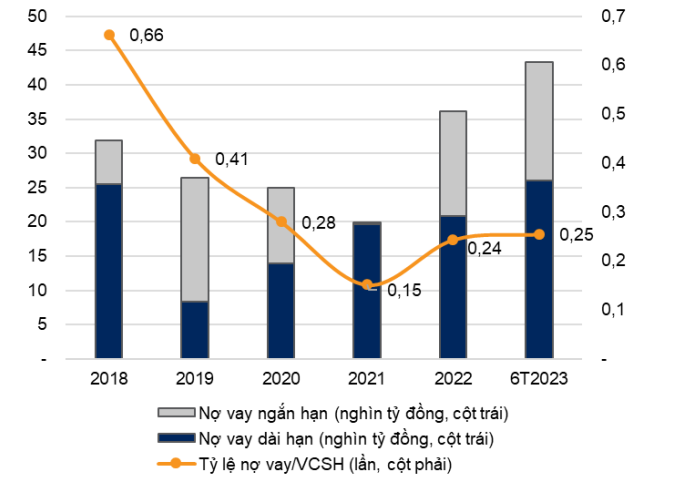
Hình 11: Cơ cấu doanh thu ký mới trong 6T2023 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

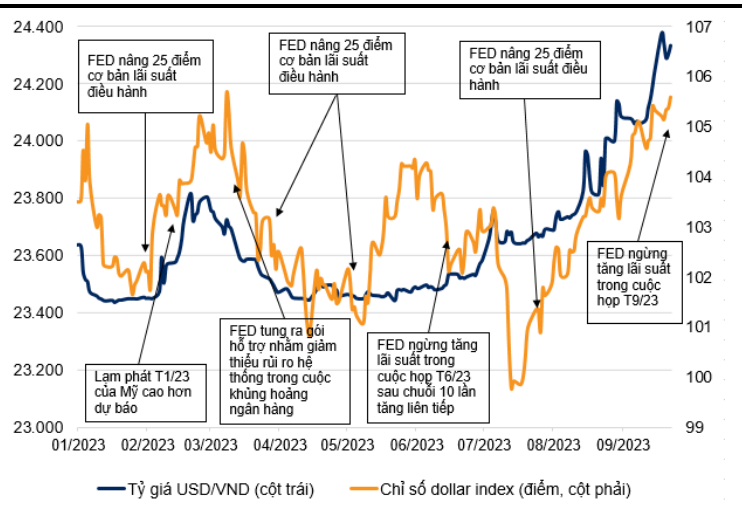
Trong Q2/23, VHM đã thu xếp khoản vay hợp vốn quốc tế trị giá 280 triệu USD từ một nhóm các ngân hàng với lãi suất 3,35%/năm + SOFR, kỳ hạn 5 năm. Doanh nghiệp cũng đã công bố kế hoạch huy động vốn lên tới 500 triệu USD thông qua phát hành trái phiếu quốc tế, thực hiện chậm nhất là vào tháng 4/2024. Điều này đồng nghĩa với việc VHM chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ biến động tỷ giá. Chúng tôi lưu ý rằng trong ngắn hạn đang tiềm tàng những rủi ro khiến tỷ giá USD/VND biến động mạnh hơn cho đến cuối năm 2023, qua đó tác động không tốt đến lợi nhuận ròng.

Hình 12: Nợ vay của VHM đang gia tăng



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tỷ giá USD/VND đã tăng trở lại lên mức cao nhất kể từ đầu năm 2023 *(dữ liệu cập nhật đến ngày 22/09/2023)*



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Các rủi ro chúng tôi đề cập bao gồm: (1) chênh lệch lãi suất giữa đồng VND và USD thu hẹp do lãi suất điều hành của Fed được dự báo sẽ duy trì ở mức đỉnh cho đến cuối năm 2023, trong khi NHNN vẫn định hướng giảm lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, (2) sau động thái nâng trần nợ công, chính phủ Mỹ đẩy mạnh phát hành TPCP để bù đắp thâm hụt ngân sách, khiến cho lãi suất TPCP Mỹ tăng mạnh, (3) việc Trung Quốc duy trì nới lỏng tiền tệ gây áp lực lên đồng

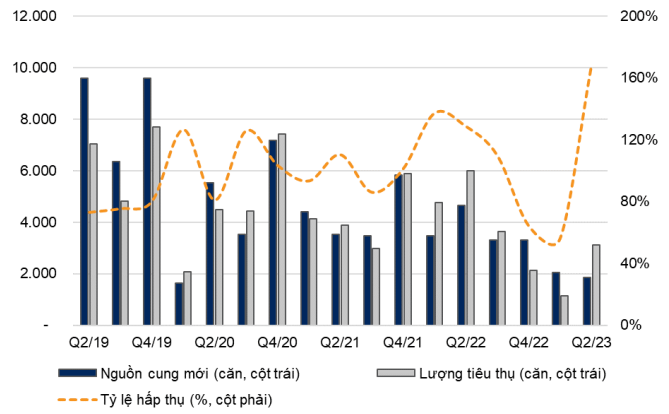
NDT và chúng tôi nhận thấy rằng trong quá khứ VND có tương quan cao với NDT, (4) áp lực lạm phát trong nước có thể gia tăng tăng từ cuối Q3/23. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có một số yếu tố hỗ trợ để ổn định tỷ giá: (1) Thặng dư thương mại duy trì ở mức cao (8 tháng 2023 ước tính xuất siêu 20 tỷ USD, tăng 284% svck), (2) FDI và kiều hối ổn định, (3) các thỏa thuận bán cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài dự kiến thực hiện trong nửa cuối năm 2023 sẽ làm tăng nguồn cung ngoại tệ.

Thu nhập trong nửa cuối năm 2023 sẽ giảm tốc từ mức nền cao trong giai đoạn nửa cuối 2022 – nửa đầu 2023

Thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam bước vào giai đoạn khó khăn kể từ Q2/22, sau khi (1) một số lãnh đạo doanh nghiệp bị xử lý do vi phạm pháp luật phát hành trái phiếu doanh nghiệp, (2) tín dụng cho lĩnh vực bất động sản bị thắt chặt, (3) lãi suất cho vay tăng lên làm suy yếu nhu cầu mua nhà. Theo đó, nguồn cung căn hộ mới đã sụt giảm trong những quý vừa qua, thị trường Hà Nội và tp.HCM trong 6T2023 đã lần lượt chứng khiến số lượng căn hộ mới giảm mạnh 51,6%/73,2% svck và giảm 40,4%/tăng 1,3% sv 6T cuối năm 2022.

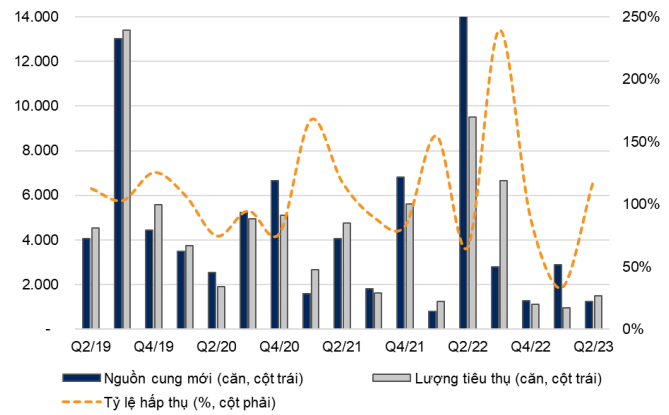
Trong Q2/23, phía nhu cầu đã có sự cải thiện, khi mà (1) lãi suất cho vay giảm (nhờ những động thái của NHNN) đã củng cố khả năng chi trả của người mua nhà, (2) giá nhà thứ cấp ở một số khu vực hạ nhiệt do nhà đầu tư bán cắt lỗ, cùng với đó là (3) nhiều chủ đầu tư đưa ra các chính sách bán hàng ưu đãi như trả góp với lãi suất thấp hơn, kéo dài thời gian ân hạn nợ gốc… Doanh số bán căn hộ đã tăng trở lại ở cả Hà Nội (+171,2% sv quý trước) và tp.HCM (+52,1% sv quý trước), khiến tỷ lệ hấp thụ căn hộ mới tăng lên đáng kể trong Q2/23 – cho thấy khoảng cách giữa cán cân cung – cầu hiện tại trên thị trường.

Hình 14: Nguồn cung mới tại thị trường Hà Nội đang thiếu hụt so với nhu cầu ở mức 1.300 căn hộ



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Lượng tiêu thụ căn hộ trong Q2/23 cho thấy sự cải thiện so với hai quý trước tại thị trường tp.HCM

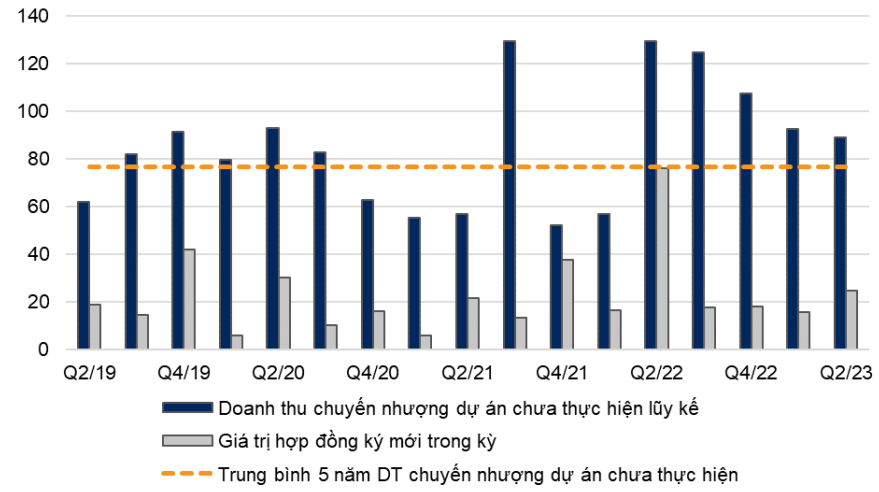


Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Giá trị hợp đồng ký mới của VHM giảm 56,1% svck trong 6T2023 từ mức nền cao của 6T2022 (khi Vinhomes Ocean Park 2 ghi nhận doanh số bán trước cao kỷ lục), nhưng vẫn cao hơn 13,7% sv kết quả của nửa cuối năm 2022, nhờ hoạt động bán hàng trong Q2/23 tốt hơn kỳ vọng (đem về 24,9 nghìn tỷ đồng, tăng 58,6% sv Q1/23). Thực tế là doanh thu chuyển nhượng dự án chưa thực hiện lũy kế tại thời điểm cuối Q2/23 vẫn đang cao hơn 16,0% so với mức trung bình 5 năm, chúng tôi tin rằng đây là điều sẽ giúp doanh nghiệp duy trì mức tăng trưởng doanh thu dương svck trong các quý tiếp theo.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng tiêu thụ của thị trường trong thời gian còn lại của năm 2023 do (1) mặt bằng lãi suất cho vay hiện tại đang giảm nhưng vẫn chưa đủ hấp dẫn đối với phần đông người mua nhà, (2) giá nhà ở phân khúc có nhu cầu ở thực vẫn cao do thiếu cung, trong khi khách hàng mục tiêu có thể đang có thu nhập khả dụng tăng yếu đi (trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm lại), (3) việc cởi bỏ các nút thắt pháp lý đang dần được hiện thực hóa nhưng cần thêm thời gian để tạo ra tác động thực tế lên thị trường. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh số bán trước và doanh thu thuần của VHM sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm sau đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối 2022 – nửa đầu 2023. Chúng tôi ước tính doanh thu bán trước năm 2023 của doanh nghiệp sẽ đạt mức 95,6 nghìn tỷ đồng, giảm 25,4% svck. Chúng tôi dự báo doanh thu của VHM sẽ đạt 105,9 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2023, tương đương với mức tăng trưởng 69,8% svck, trong đó 92,7 nghìn tỷ đồng doanh thu là đến từ hoạt động chuyển nhượng dự án (+ 81,1% svck). Do đó, chúng tôi ước tính LN ròng năm 2023 sẽ tăng 26,8% svck và đạt 36,5 nghìn tỷ đồng.

Hình 16: Doanh thu bán trước chưa thực hiện của VHM giảm tốc trong bối cảnh khó khăn chung của thị trường bất động sản nhà ở, tuy nhiên vẫn đang cao hơn mức trung bình 5 năm (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng giai đoạn 2024-25: đón chờ sự phục hồi của thị trường bất động sản

Thị trường bất động sản nhà ở đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất

Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ giảm sâu hơn trong các quý tới, qua đó hỗ trợ tâm lý thị trường

Sau những yêu cầu quyết liệt và 4 lần cắt giảm lãi suất điều hành của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), các ngân hàng thương mại (NHTM) đã cắt giảm lãi suất huy động đáng kể để có thể hạ lãi suất cho vay đầu ra. Tính đến tháng 8 năm 2023, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân tại các ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng tư nhân đã lần lượt giảm khoảng 1,1/1,8 điểm % kể từ đầu năm, kéo theo lãi suất cho vay giảm 0,5-1,0 điểm %.

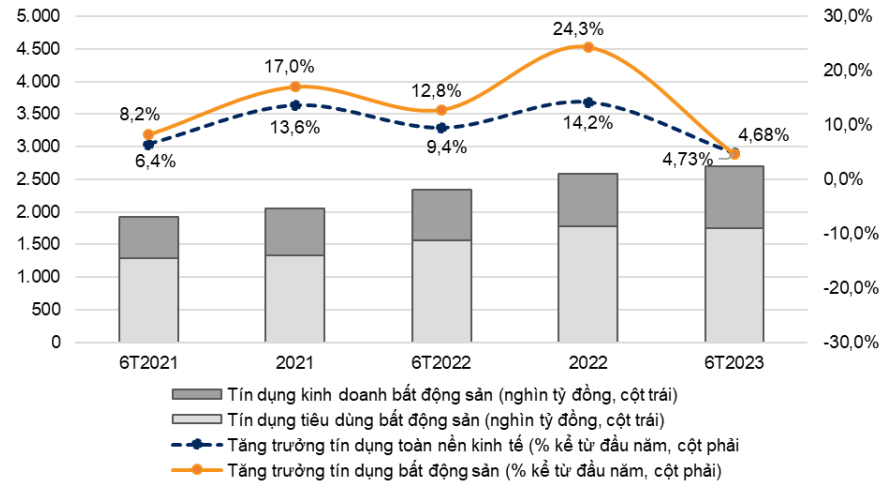
Tín dụng vào bất động sản trong 6T2023 đã tăng 4,68% kể từ đầu năm lên mức 2.701 nghìn tỷ đồng (~21,9% tổng tín dụng toàn nền kinh tế), trước khi thu hẹp xuống còn 2.622 nghìn tỷ đồng (+1,65% kể từ đầu năm, ~21,0% tổng tín dụng toàn nền kinh tế) trong 7 tháng 2023. Trong đó, tín dụng kinh doanh bất động

sản (946 nghìn tỷ đồng) tính đến cuối Q2/23 đã tăng 17,4% kể từ đầu năm, trong khi tín dụng tiêu dùng bất động sản (1.753 nghìn tỷ đồng) giảm 1,12%. Xu hướng hấp thụ tín dụng trái chiều trên thị trường cho thấy mức lãi suất cho vay hiện tại đã trở nên dễ tiếp cận hơn với các chủ đầu tư trong khi vẫn chưa đủ để hấp dẫn người mua nhà.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lãi suất tiền gửi sẽ tiếp tục xu hướng giảm, nhờ vào: (1) tác động từ 4 đợt giảm lãi suất của NHNN, (2) nhu cầu tín dụng yếu trong nửa đầu năm 2023 làm giảm áp lực huy động, (3) Chính phủ thúc đẩy đầu tư công và mở rộng tài khóa, từ đó bơm thêm tiền vào nền kinh tế. Bên cạnh đó, NHNN đã ban hành Thông tư 02 cho phép các NHTM giãn trích lập dự phòng nợ xấu. Hai yếu tố trên sẽ giúp các ngân hàng giảm chi phí vốn để có dự địa hạ lãi suất cho vay.

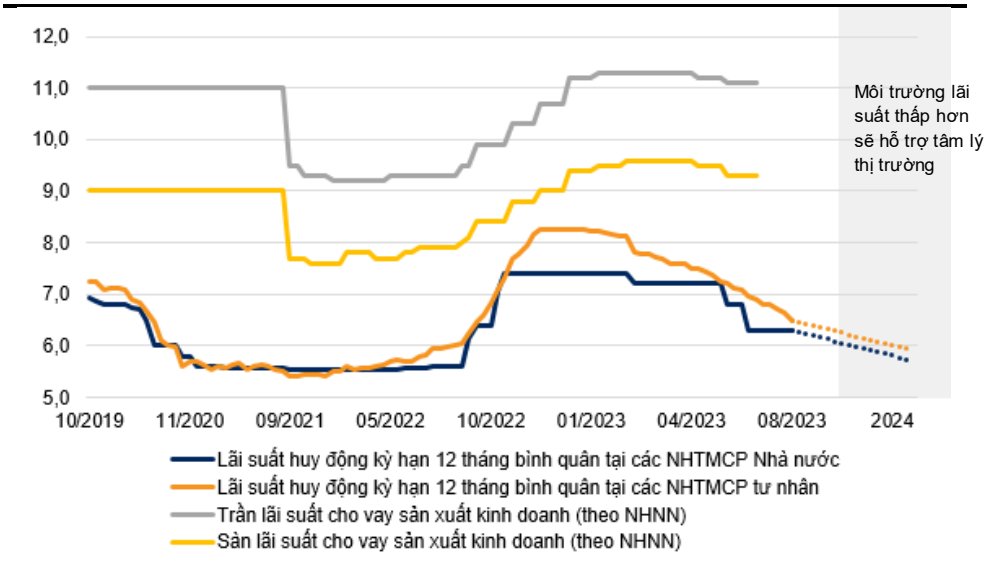
Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng sẽ giảm xuống mức 6,0-6,2%/năm trước thời điểm cuối năm 2023, giúp lãi suất cho vay có thể giảm thêm 100-150 điểm cơ bản tính đến Q1/24.

Hình 17: Tăng trưởng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản suy yếu trong 6T2023



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ giảm sâu hơn trong những quý tới (%)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Chính sách thanh toán ưu đãi của chủ đầu tư phần nào bù đắp cho ảnh hưởng của lãi suất cao đối với khách hàng, nhưng chúng tôi cho rằng đây chỉ là giải pháp trong ngắn hạn vì nó đi kèm với việc doanh nghiệp phải chấp nhận bị thu hẹp bớt lợi nhuận ròng.

Hình 19: Bốn phương án thanh toán dành cho khách hàng mua căn hộ tại Glory Heights (một phân khu trong Vinhomes Grand Park, VHM bán cho chủ sở hữu là Mitsubishi)

Ghi chú: Chính sách lãi suất ưu đãi áp dụng cho KH vay mua nhà tại VCB, BID, VPB, MBB, TCB

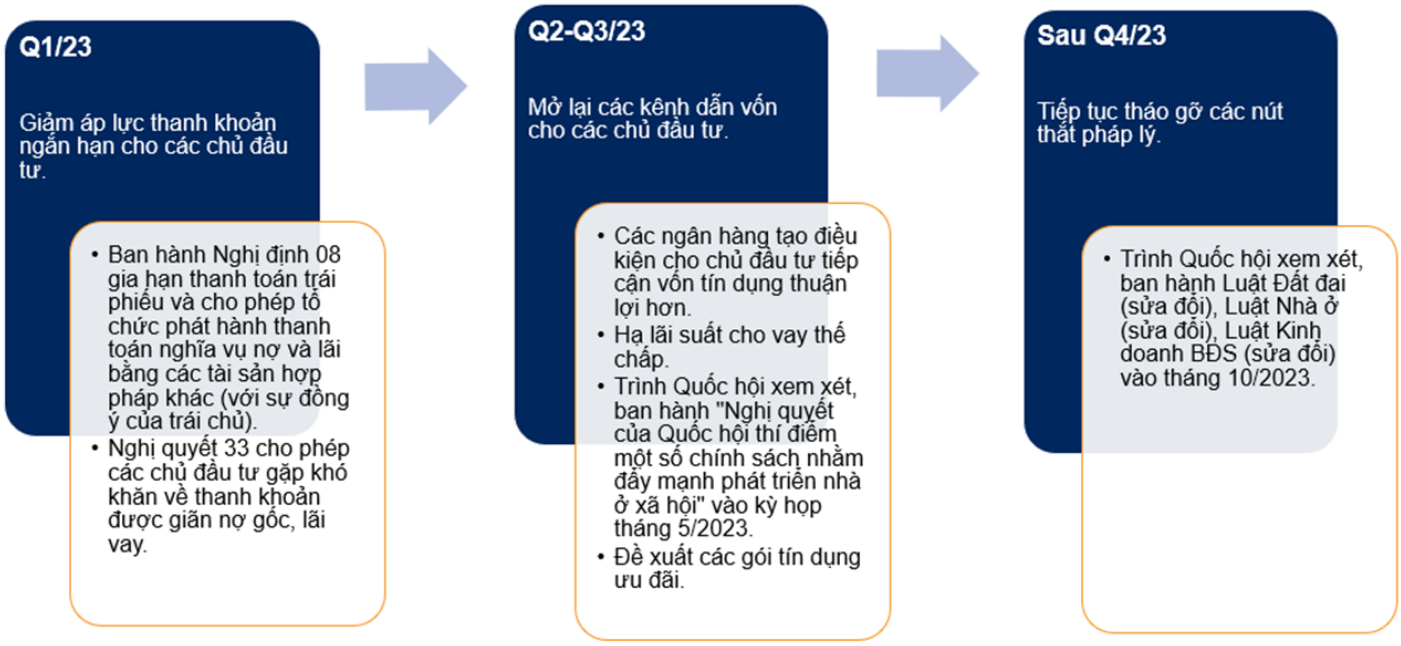
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các nút thắt pháp lý dần được nới lỏng nhờ những biện pháp hỗ trợ của Chính phủ

Chính phủ đã và đang đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ tác động đến các kênh dẫn vốn, pháp lý và cân đối cung – cầu trên thị trường bất động sản (chi tiết ở Phụ lục 2), tuy nhiên việc thực thi cần quyết liệt hơn và cần đẩy mạnh sự đồng bộ giữa các chính sách để giải quyết được những vấn đề pháp lý còn tồn đọng.

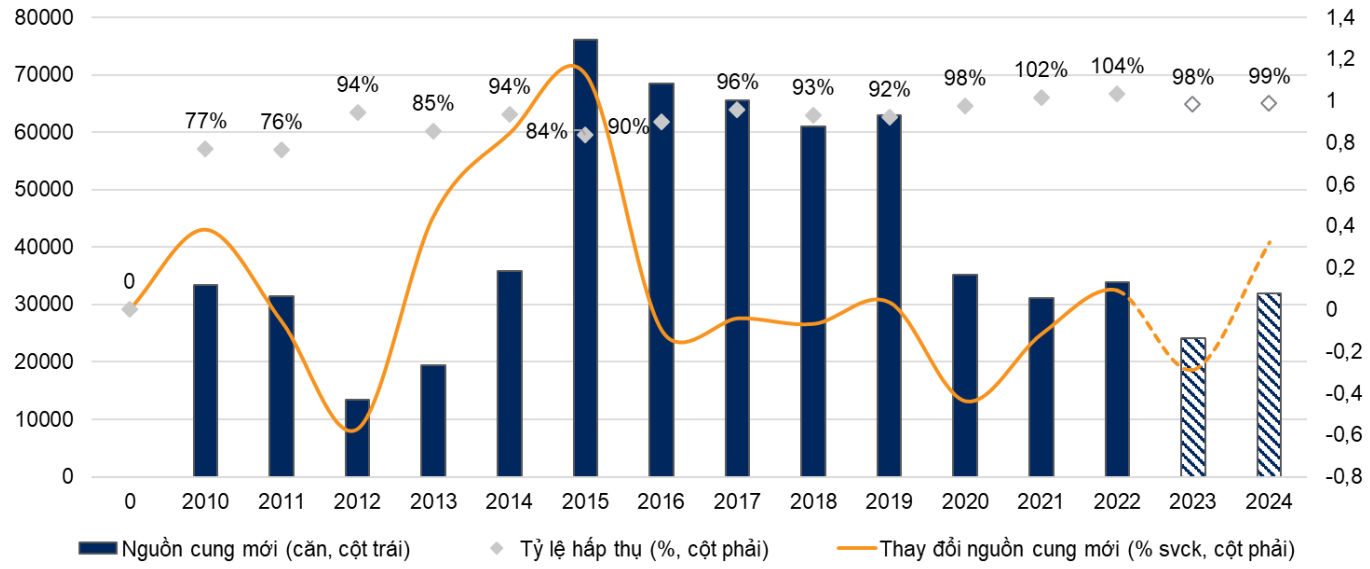
Chúng tôi tin rằng Luật Đất đai 2023 nếu được thực hiện đúng tiến độ sẽ có hiệu lực trong nửa cuối năm 2024, từ đó đánh dấu bước ngoặt lớn đối với lĩnh vực bất động sản khi giải quyết được các nút thắt trong việc phê duyệt dự án ở các dự án khu dân cư mới, giúp nguồn cung nhà ở dần phục hồi trong giai đoạn 2024-25.

Hình 20: Tổng hợp các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản nhà ở trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Tổng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và tp.HCM được dự báo sẽ tăng 32% svck trong năm 2024



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng các điều kiện thuận lợi hơn cho thị trường (đã nêu) trong giai đoạn 2024-25 sẽ hỗ trợ VHM triển khai các dự án đúng tiến độ theo kế hoạch

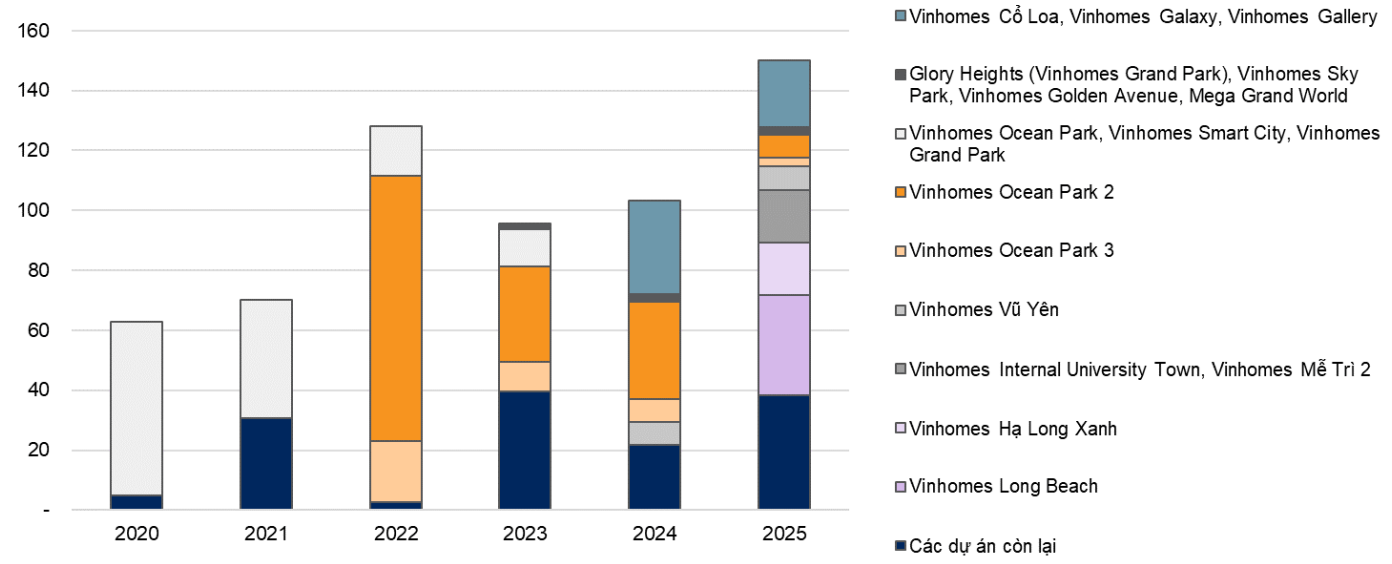
Trong thời gian từ tháng 6 – tháng 8/2023, VHM đã cho ra mắt thị trường thêm ba dự án: Vinhomes Sky Park, tọa lạc tại Bắc Giang, nhắm đến đối tượng khách hàng là người dân địa phương và chuyên gia làm việc tại thành phố; (2) Glory Heights – một phân khu thuộc dự án Vinhomes Grand Park (Thủ Đức, tp.HCM), VHM cung cấp dịch vụ xây dựng và bán hàng cho Mitsubishi; (3) 700 căn hộ nằm trong phân khu New York thuộc dự án Vinhomes Golden Avenue (Móng Cái, Quảng Ninh).

Thị trường cho thấy phản ứng tích cực đối với các dự án này, với tỷ lệ hấp thụ cao đạt được trong chỉ trong khoảng thời gian ngắn: tại Vinhomes Sky Park, 296/400 căn hộ đã được bán tính đến thời điểm cuối tháng 6; tại Glory Heights, 2.000 căn hộ (~90% tổng số lượng sản phẩm đang được cung ra thị trường) đã bán hết trong vòng một ngày rưỡi.

Ngoài ra, Mega Grand World – dự án khu phức hợp giải trí và thương mại quy mô lớn nằm trên vị trí giáp ranh giữa Vinhomes Ocean Park 2 và Vinhomes Ocean Park 3 – dự kiến sẽ được ra mắt vào tháng 12/2023, bắt đầu với phân khu Venice.

Cùng với các dự án khác dự kiến được mở bán trong giai đoạn 2024-25 bao gồm: Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Mễ Trì 2 ở Hà Nội, Vinhomes Vũ Yên ở Hải Phòng, các đại dự án ở tp.HCM – Vinhomes Long Beach và Vinhomes International University Town,… chúng tôi ước tính doanh thu bán trước của VHM sẽ đạt 103,2 nghìn tỷ đồng (+8,0% svck) trong năm 2024 và 150,2 nghìn tỷ đồng (+45,5% svck) trong năm 2025. Trong đó, mức tăng trưởng lớn trong năm 2025 chủ yếu đến từ các dự án Vinhomes Hạ Long Xanh (Quảng Ninh) và Vinhomes Long Beach (Cần Giờ, tp.HCM).

Hình 22: Chúng tôi dự báo doanh thu bán trước của VHM sẽ tăng 8,0% svck trong năm 2024 và tăng 45,5% svck trong năm 2025 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)

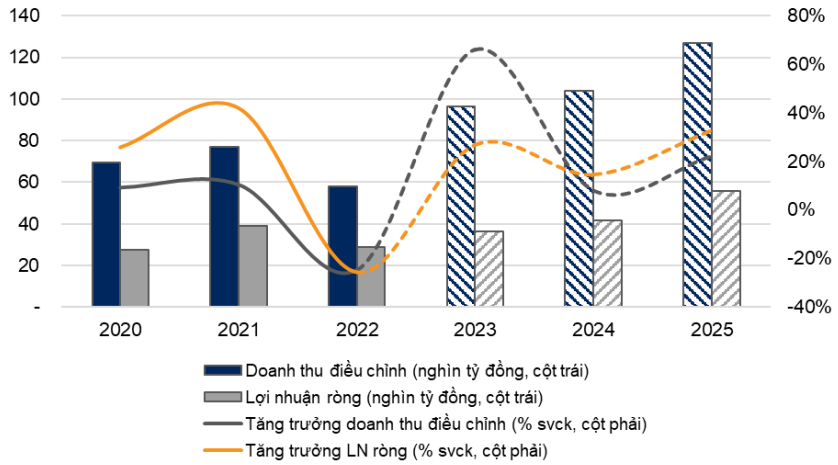


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi ước tính doanh thu điều chỉnh (bao gồm doanh thu chuyển nhượng bất động sản và doanh thu từ các dự án BCC) sẽ tăng 8,1%/22,1% svck trong năm 2024-25.

Chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất thấp hơn sẽ giúp VHM cải thiện biên lợi nhuận ròng, do đó chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của doanh nghiệp sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng với mức tăng lần lượt 14,6%/32,9% svck trong năm 2024-25, đạt 41,9 nghìn tỷ đồng và 55,7 nghìn tỷ đồng.

Hình 23: Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của VHM sẽ quay lại quỹ đạo tăng trưởng với mức tăng lần lượt 14,6%/32,9% svck trong năm 2024-25



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Kế hoạch phát triển các dự án chính trong thời gian tới của VHM *(chi tiết các dự án ở trong Phụ lục 1)*

Dự án	Vị trí	Loại hình sản phẩm	Quy mô (ha)	Kế hoạch phát triển*				
				2022	2023	2024	2025	2026 trở đi
Vinhomes The Harmony	Long Biên, Hà Nội	Phức hợp	97,5					
Vinhomes The Imperia	Hải Phòng	Phức hợp	78,5					
Vinhomes Ocean Park	Gia Lâm, Hà Nội	Phức hợp	420,0					
Vinhomes Smart City	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Phức hợp	280,0					
Vinhomes Ocean Park 2	Hưng Yên	Phức hợp	459,8					
Vinhomes Ocean Park 3	Hưng Yên	Phức hợp	294,0					
Vinhomes Star City (dự phóng kể từ Q3/23 trở đi dành cho phần NOXH)	Thanh Hóa	Phức hợp	147,5					
Vinhomes Golden Avenue	Quảng Ninh	Phức hợp	116,0					
Vinhomes Sky Park	Bắc Giang	Chung cư	1,1					
Vinhomes Mega Grand World	Hưng Yên	Nhà phố	18,7					
Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	Phức hợp	869,5					
Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội	Phức hợp	133,0					
Vinhomes Cổ Loa	Đông Anh, Hà Nội	Phức hợp	385,0					
Vinhomes Galaxy	Thanh Xuân, Hà Nội	Chung cư	11,0					
Vinhomes Gallery	Nguyễn Trãi, Hà Nội	Chung cư	6,8					
Vinhomes Hạ Long Xanh	Quảng Ninh	Phức hợp	4.110					
Vinhomes Long Beach	Cần Giờ, tp.HCM	Condotel, villa	2.870					
Vinhomes International University Town	Hóc Môn, tp.HCM	Phức hợp	9.240					
Vinhomes Mễ Trì 2	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Phức hợp	75,0					

(*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xanh. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

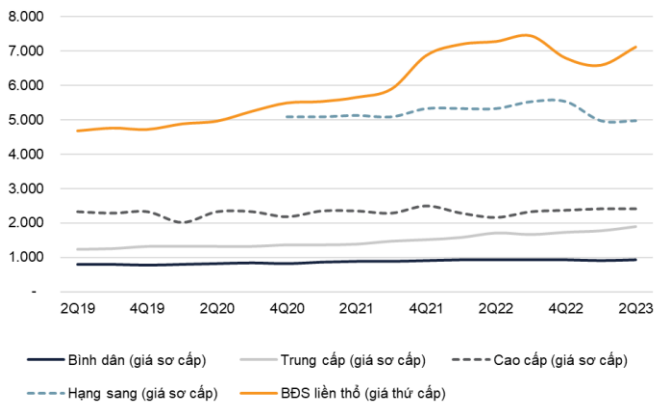
Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Vinhomes dự kiến mở bán các dự án nhà ở xã hội trong nửa cuối năm 2023

Nhà ở xã hội trở thành xu thế mới của thị trường khi giá nhà tại các phân khúc có nhu cầu ở thực vẫn đang tăng do thiếu hụt nguồn cung

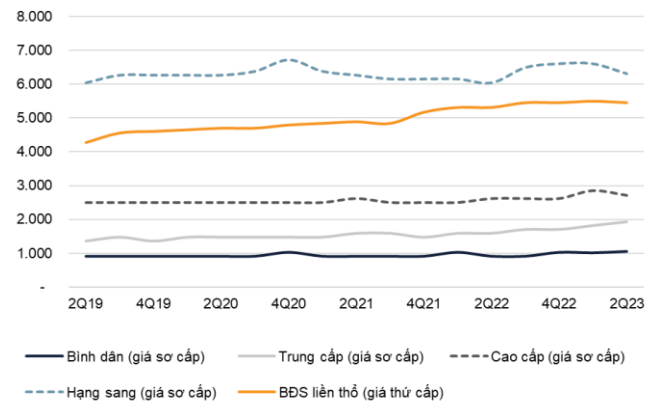
Thị trường hiện đang đối mặt với tình trạng mất cân đối cung – cầu với việc dư thừa nguồn cung ở các phân khúc cao cấp nhưng lại thiếu cung tại các phân khúc có nhu cầu ở thực (trung cấp, bình dân). Việc giá nhà ở các phân khúc này tiếp tục tăng đang làm trầm trọng thêm chênh lệch cung – cầu, trong bối cảnh tăng trưởng thu nhập khả dụng của người dân chậm lại.

Hình 25: Hà Nội: Trong Q2/23, giá nhà trung bình (sơ cấp) tại phân khúc bình dân và trung cấp tăng 2,4%/6,8% sv Q1/23 (đơn vị: USD/m2)



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Tp.HCM: Giá nhà trung bình (sơ cấp) Q2/23 tại phân khúc bình dân và trung cấp tăng 4,0%/6,0% sv quý trước (đơn vị: USD/m2)

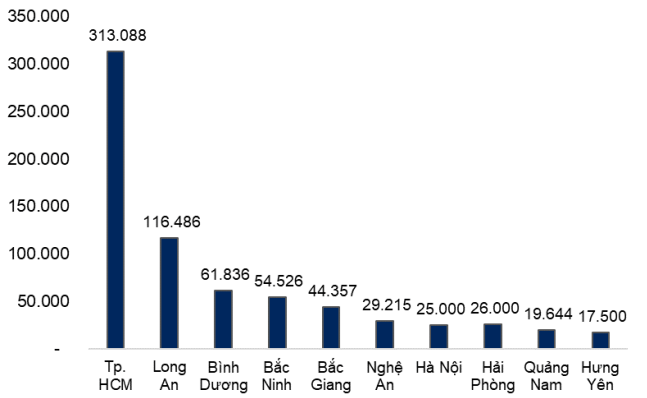


Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Nhằm cân đối lại cán cân cung – cầu, Chính phủ đã cam kết xây dựng hơn 1 triệu căn nhà ở xã hội (NOXH) đến năm 2030 để đáp ứng nhu cầu của phân khúc nhà bình dân và nhà cho người có thu nhập thấp.

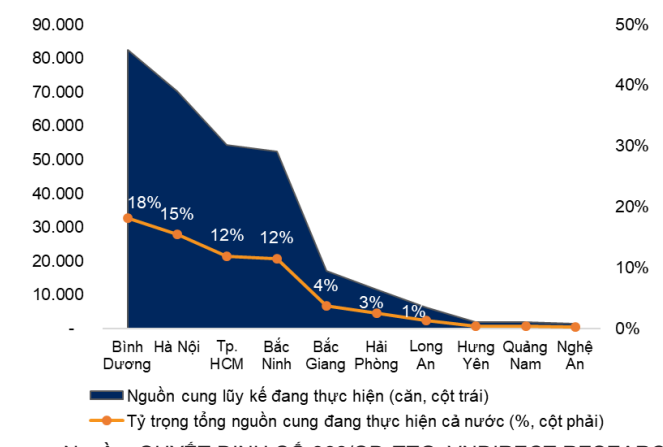
Bên cạnh đó, trong khi dòng vốn tín dụng ngân hàng chảy vào ngành bất động sản đang được kiểm soát chặt chẽ hơn, các doanh nghiệp tham gia vào phát triển dự án thuộc lĩnh vực này sẽ có thể tiếp cận gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng dành cho NOXH.

Hình 27: Các địa phương có nhu cầu NOXH cao nhất trong giai đoạn 2021-25 (đơn vị: căn)



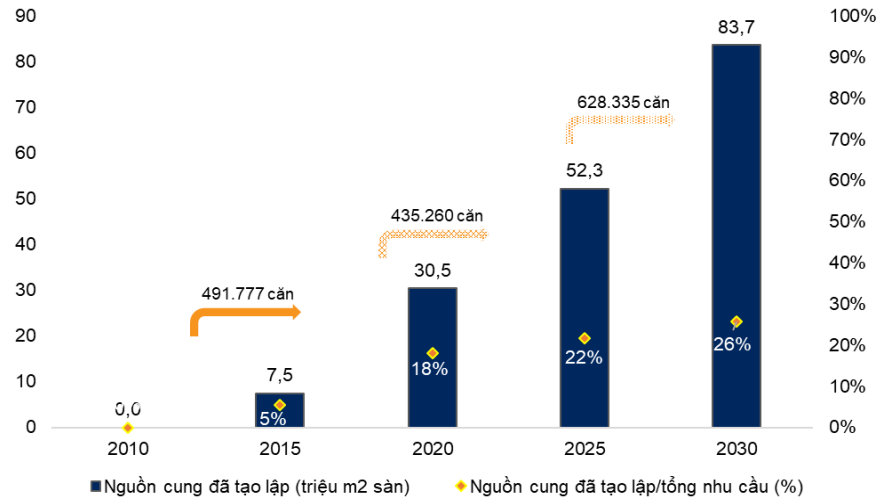
Nguồn: QUYẾT ĐỊNH SỐ 338/QĐ-TTG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Các địa phương đang có nguồn cung NOXH cao nhất



Nguồn: QUYẾT ĐỊNH SỐ 338/QĐ-TTG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Nguồn cung NƠXH dự kiến (triệu m2 sàn) theo dự thảo tại Quyết định số 338



Nguồn: QUYẾT ĐỊNH SỐ 338/QĐ-TTG, VNDIRECT RESEARCH

Ba dự án mang thương hiệu Happy Home dự kiến sẽ được mở bán trong các tháng cuối năm 2023

VHM là một trong các chủ đầu tư tích cực tham gia cuộc chơi nhà ở xã hội, với bốn dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/500. Trong đó, các dự án NOXH bao gồm dự án ở khu công nghiệp Nam Tràng Cát (Hải An, Hải Phòng), dự án được xây trên một phần diện tích của Vinhomes Star City (Thanh Hóa) và dự án ở Đông Hà (Quảng Trị) dự kiến sẽ được mở bán trong nửa cuối năm 2023

Chúng tôi ước tính ba dự án trên sẽ mang lại khoảng 2,2 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới trong giai đoạn 2024-25.

Hình 30: Kế hoạch phát triển các dự án NOXH của VHM

Vị trí dự án	Quy mô (ha)	Cấu phần	Tình trạng pháp lý	Kế hoạch phát triển* 2023	2024	2025	2026 trở đi
KCN Nam Tràng Cát - Hải Phòng	26	3.400 căn hộ chung cư	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Vinhomes Star City - Thanh Hóa	9	3.100 căn hộ chung cư	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Đông Hà, Quảng Trị	2	100 căn thấp tầng	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Cam Ranh, Khánh Hòa	87	N/A	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500				
Vinhomes Vũ Yên - Hải Phòng	50	N/A	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư				

(*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xanh. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-25

Hình 31: Tóm tắt thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-25

Đơn vị: Tỷ đồng	2023				2024				2025	
	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi		% svck
Doanh thu	**83.124**	**105.943**	**69,8%**	**27,5%**	**93.066**	**114.340**	**7,9%**	**22,9%**	**137.717**	**20,4%**
DT chuyển nhượng bất động sản	77.491	92.708	81,1%	19,6%	92.796	99.115	6,9%	6,8%	121.424	22,5%
Lợi nhuận gộp	**42.602**	**39.009**	**27,1%**	**-8,4%**	**51.796**	**44.716**	**14,6%**	**-13,7%**	**60.343**	**34,9%**
Biên lợi nhuận gộp (%)	***51,3%***	***36,8%***	***-9,3 điểm %***	***-11,4 điểm %***	***55,7%***	***39,1%***	***-2,9 điểm %***	***-18,7 điểm %***	***43,8%***	***-17,0 điểm %***
Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS	*51,3%*	*38,9%*	*-13,1 điểm %*	*-8,9 điểm %*	*58,4%*	*41,9%*	*-2,9 điểm %*	*-18,8 điểm %*	*47,5%*	*-17,1 điểm %*
Chi phí BH&QLDN	**(4.989)**	**(6.324)**	**24,6%**	**26,8%**	**(5.267)**	**(25.293)**	**299,9%**	**380,2%**	**(26.365)**	**4,2%**
Doanh thu tài chính	**10.299**	**18.307**	**9,7%**	**77,8%**	**10.885**	**41.189**	**125,0%**	**278,4%**	**52.154**	**26,6%**
DT từ các dự án BCC	2.025	1.712	2,4%	-15,5%	2.900	2.115	23,6%	-27,1%	2.749	29,9%
Lợi nhuận trước thuế	**40.779**	**44.611**	**13,0%**	**9,4%**	**48.818**	**51.546**	**15,5%**	**5,6%**	**69.233**	**34,3%**
Lợi nhuận ròng	**32.087**	**36.547**	**26,8%**	**13,9%**	**38.394**	**41.881**	**14,6%**	**9,1%**	**55.654**	**32,9%**
EPS	**8.173**	**8.393**	**26,8%**	**2,7%**	**10.509**	**9.618**	**14,6%**	**-8,5%**	**12.781**	**33,0%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thay đổi dự phóng về KQKD của VHM trong năm 2023-24 như sau:

Chúng tôi tăng doanh thu trong năm 2023-24 thêm 27,5%/22,9% so với dự báo trước đó do chúng tôi điều chỉnh tăng mức đóng góp từ mảng dịch vụ xây dựng nhờ năng lực triển khai dự án tốt hơn kỳ vọng của doanh nghiệp. Chúng tôi tăng doanh thu chuyển nhượng bất động sản năm 2023-2024 thêm 19,6%/6,8% nhờ tiến độ bàn giao tích cực tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2 và Vinhomes Ocean Park 3, cũng như sau khi chúng tôi cân nhắc về phản ứng của thị trường đối với các dự án được ra mắt trong Q2-Q3/23 đã nêu và cho rằng đây là một dấu hiệu của sự phục hồi nhu cầu.

Chúng tôi giảm lợi nhuận gộp 8,4%/13,7% do tăng tỷ trọng các dự án thuộc phân khúc trung cấp và bình dân/NOXH, các dự án này đóng góp tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn so với các dự án vốn là trọng điểm của doanh nghiệp thuộc phân khúc cao cấp hơn.

Chúng tôi tăng thu nhập tài chính thêm 77,8%/278,4% do chúng tôi ước tính thu nhập từ lãi vay sẽ có đóng góp cao hơn nhờ kết quả tích cực trong nửa đầu năm 2023, bên cạnh đó là việc chúng tôi nâng dự báo doanh số bán buôn trong năm 2024.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận ròng năm 2023 thêm 13,9% so với dự phóng cũ và tăng lợi nhuận ròng năm 2024 thêm 9,1%.

Phụ lục 1: Các dự án chính đóng góp vào doanh thu của VHM trong giai đoạn 2023-25

Thời gian mở bán dự kiến được chúng tôi ước tính dựa trên kế hoạch công ty công bố và điều kiện thị trường

Hình 32: Vinhomes Ocean Park 2

- Vị trí: huyện Văn Giang, tỉnh Hưng Yên
- Tổng diện tích dự án: 459,8 ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Thời gian mở bán: Q2/22
- Thời gian bàn giao: Q3/22-Q4/24

Hình 33: Vinhomes Ocean Park 3

- Vị trí: huyện Văn Giang, tỉnh Hưng Yên
- Tổng diện tích dự án: 294,0 ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Thời gian mở bán: Q3/22
- Thời gian bàn giao: Q3/23-Q4/25

Hình 34: Vinhomes Vũ Yên

- Vị trí: huyện Thủy Nguyên, tp. Hải Phòng
- Tổng diện tích dự án: 869,5 ha
- Sản phẩm chính: Biệt thự
- Thời gian mở bán dự kiến: Q4/23
- Tiến độ hiện tại: Đang xây dựng cơ sở hạ tầng

Hình 35: Vinhomes Hạ Long Xanh

- Vị trí: thị xã Quảng Yên, tỉnh Quảng Ninh
- Tổng diện tích dự án: 55.000 ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Thời gian mở bán dự kiến: 2024

Hình 36: Vinhomes Cổ Loa

- Vị trí: huyện Đông Anh, tp. Hà Nội
- Tổng diện tích dự án: 385 ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Thời gian mở bán dự kiến: 2024

Hình 37: Vinhomes International University Town

- Vị trí: huyện Hóc Môn, tp. HCM
- Tổng diện tích dự án: 9.240 ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư/ Biệt thự/ Nhà phố thương mại
- Thời gian mở bán dự kiến: 2024

Hình 38: Vinhomes Long Beach

- Vị trí: huyện Cần Giờ, tp. HCM
- Tổng diện tích dự án: 2,870 ha
- Sản phẩm chính: Biệt thự nghỉ dưỡng
- Thời gian mở bán dự kiến: 2025

Nguồn: VHM, VNDIRECT RESEARCH

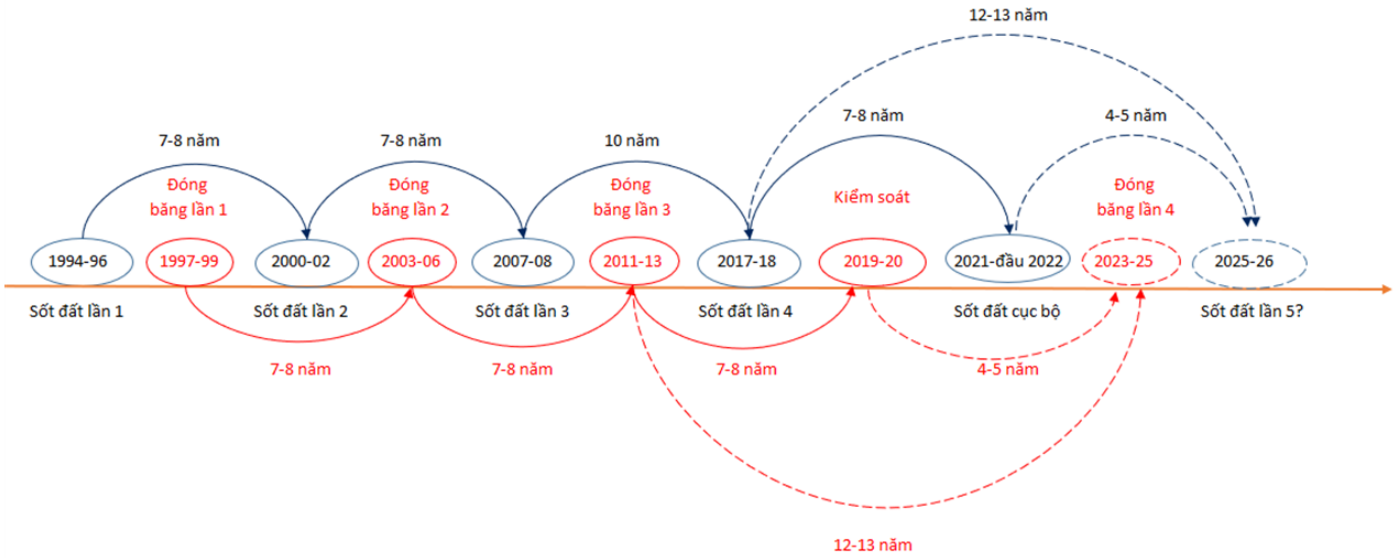
Phụ lục 2: Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ

Hình 39: Hàng loạt chính sách được ban hành có lợi cho thị trường BĐS nhà ở trong nửa đầu năm 2023

Chính sách ban hành	Thời gian ban hành	Hiệu lực	Nội dung trọng điểm	Đánh giá tác động
Nghị định 08/2023/NĐCP về Trái phiếu doanh nghiệp.	05/03/2023	05/03/2023	- Tạo cơ sở pháp lý để tổ chức phát hành thỏa thuận về việc gia hạn thời điểm đáo hạn. - Cho phép TCPH thanh toán nghĩa vụ nợ và lãi trái phiếu bằng các tài sản hợp pháp khác. - Hoãn thực thi một số điều khoản như quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc tăng thời gian phân phối. - Giãn xếp hạng tín nhiệm bắt buộc đến 1/1/2024.	- Cho phép giãn nợ và hoán đổi nợ trái phiếu sang tài sản khác giúp xoa dịu áp lực thanh khoản cho CĐT trong ngắn hạn. - Việc tạm ngưng quy đinh xếp hạng tín nhiệm bắt buộc và quy định nhà đầu tư chuyên nghiệp là những yếu tố giúp hoạt động phát hành cải thiện.
Nghị quyết số 33/NQCP về một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường bất động sản.	11/03/2023	11/03/2023	- Chỉ đạo NHNN Việt Nam hướng dẫn các Tổ chức tín dụng (TCTD) để xem xét và áp dụng các biện pháp xử lý phù hợp cho các khoản nợ thuộc lĩnh vực BĐS (gia hạn trả nợ gốc/lãi hoặc duy trì nhóm nợ). - Giao NHNN chủ trì triển khai chương trình tín dụng khoảng 120.000 tỷ đồng. - Giao NHNN xem xét điều chỉnh hệ số rủi ro, từ đó có thể làm giảm các giới hạn cho vay với nhóm DN BĐS. - Khuyến khích các NHTM hạ lãi suất cho thị trường BĐS và gia hạn các khoản vay ngắn hạn cho các chủ đầu tư với vấn đề thanh khoản.	Là tiền đề cho nhiều chính sách hỗ trợ khác, cùng với Nghị định 08 cho phép chủ đầu tư gia hạn nghĩa vụ trả nợ, sẽ làm giảm áp lực thanh khoản lên các chủ đầu tư trong ngắn hạn đáng kể và cho phép họ có thêm thời gian để xử lý các khoản nợ của mình.
Văn bản số 2308/NHNN-TD triển khai chương trình tín dụng khoảng 120.000 tỷ đồng.	01/04/2023	01/04/2023	- Cho chủ đầu tư và người mua nhà các dự án nhà ở xã hội, nhà ở công nhân vay với lãi suất lần lượt là 8,7% và 8,2%/năm (áp dụng đến 30/06/2023, sau đó thông báo lãi suất định kỳ 6 tháng).	Từ sau khi kết thúc gói tín dụng hỗ trợ nhà ở 30 nghìn tỷ đồng, việc phân bổ nguồn vốn để phát triển nhà ở xã hội gặp nhiều hạn chế. Gói tín dụng 120.000 tỷ đồng được kỳ vọng tạo cơ hội cho người mua nhà lẫn chủ đầu tư nhà ở xã hội tiếp cận được nguồn vốn ưu đãi.
Quyết định 388/QĐ-TTg phê duyệt Đề án "Đầu tư xây dựng ít nhất 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội cho đối tượng thu nhập thấp, công nhân khu công nghiệp giai đoạn 2021 - 2030".	03/04/2023	03/04/2023	- Phấn đấu đến năm 2030 hoàn thành khoảng 1.062.200 căn, trong đó hoàn thành khoảng 428.000 căn giai đoạn 2021 - 2025; khoảng 634.200 căn giai đoạn 2025 - 2030. - Sửa đổi, bổ sung quy định về ưu đãi cho chủ đầu tư thực chất hơn theo hướng phần 20% diện tích đất thương mại trong dự án nhà ở xã hội được hạch toán riêng, - Sửa đổi quy định "các dự án nhà ở xã hội phải dành tối thiểu 20% diện tích nhà ở xã hội trong dự án để cho thuê và chủ đầu tư chỉ được bán sau 5 năm đưa vào sử dụng" theo hướng không bắt buộc chủ đầu tư phải dành quỹ nhà ở để cho thuê. - Bổ sung thêm đối tượng mua nhà xã hội.	- Các chính sách hỗ trợ, ưu đãi cho chủ đầu tư tham gia phát triển NOXH được chú trọng hơn, kỳ vọng hấp dẫn nhiều nhà đầu tư phát triển loại hình này hơn. - Để hoàn thành mục tiêu trong đề án, cần thêm những chính sách gỡ vướng về nguồn cung, cơ chế mua bán. Vào tháng 05/2023, Chính phủ sẽ trình Quốc hội ban hành nghị quyết thí điểm một số chính sách nhằm đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội.
Nghị định số 10/2023/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của các nghị định hướng dẫn thi hành luật đất đai.	03/04/2023	03/04/2023	- Quy định chứng nhận quyền sở hữu công trình xây dựng gắn liền với đất theo mục đích sử dụng đất thương mại, dịch vụ đối với công trình xây dựng có sử dụng vào mục đích lưu trú du lịch (condotel). - Bổ sung chính sách giao đất trường hợp được chấp thuận nhà đầu tư. - Bổ sung thời gian UBND cấp tỉnh ban hành giá đất cụ thể không quá 90 ngày kể từ ngày giao đất.	- Sở Tài nguyên và Môi trường cấp tỉnh đã có đủ cơ sở pháp lý để cấp Giấy chứng nhận cho căn hộ du lịch. - Tạo cơ chế giao đất trường hợp chỉ có một NĐT đáp ứng yêu cầu lựa chọn NĐT và được Nhà nước chấp thuận nhà đầu tư. - Giải quyết tình trạng chính quyền địa phương châm phê duyệt tiền sử dụng đất, gây kéo dài thời gian thực hiện dự án. Đây là một trong những vấn đề gây ra điểm nghẽn cho hàng loạt dự án, đặc biệt tại TP.HCM.

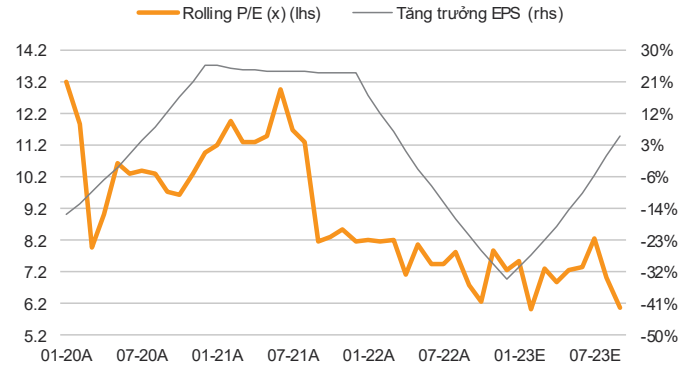
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

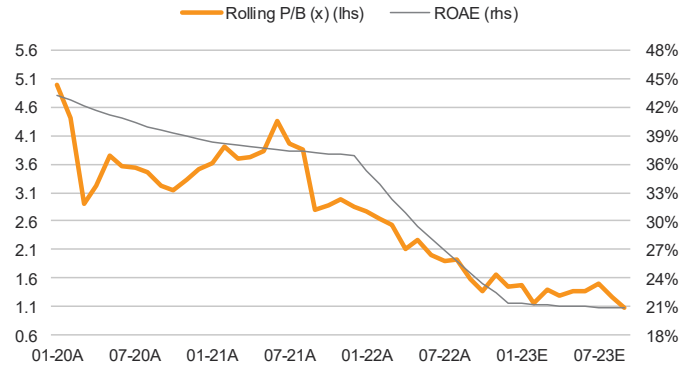
Hình 40: Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản Việt Nam sẽ phục hồi từ năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	62,393	105,943	114,340
Giá vốn hàng bán	(31,696)	(66,934)	(69,624)
Chi phí quản lý DN	(2,644)	(3,221)	(12,484)
Chi phí bán hàng	(2,432)	(3,104)	(12,809)
LN hoạt động thuần	**25,621**	**32,685**	**19,422**
EBITDA thuần	26,837	34,438	21,280
Chi phí khấu hao	**(1,217)**	**(1,753)**	**(1,858)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**25,621**	**32,685**	**19,422**
Thu nhập lãi	16,690	18,307	41,189
Chi phí tài chính	(4,394)	(6,381)	(9,066)
Thu nhập ròng khác	670	1,190	1,250
TN từ các Cty LK & LD	56	59	56
LN trước thuế	**38,643**	**45,861**	**52,852**
Thuế	(9,481)	(8,922)	(10,309)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(331)	(392)	(661)
LN ròng	**28,831**	**36,547**	**41,881**
Thu nhập trên vốn	28,831	36,547	41,881
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	**28,831**	**36,547**	**41,881**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**38,643**	**45,861**	**52,852**
Khấu hao	1,217	1,753	1,858
Thuế đã nộp	(4,135)	(8,922)	(10,309)
Các khoản điều chỉnh khác	(14,319)	18,365	41,253
Thay đổi VLĐ	**9,598**	**13,114**	**(19,851)**
LC tiền thuần HĐKD	**31,004**	**70,170**	**65,802**
Đầu tư TSCĐ	(18,299)	(12,293)	(14,513)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	48	(18,203)	(40,857)
Các khoản khác	(8,578)	12,469	(3,032)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	**(26,829)**	**(18,028)**	**(58,402)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	11,400	992	5,130
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(9,384)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	**2,016**	**992**	**5,130**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,626	10,817	63,952
LC tiền thuần trong năm	**6,191**	**53,135**	**12,529**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	10,817	63,952	76,481

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	10,817	63,952	76,481
Đầu tư ngắn hạn	6,297	8,186	10,641
Các khoản phải thu ngắn hạn	96,209	137,609	148,369
Hàng tồn kho	64,362	62,370	71,378
Các tài sản ngắn hạn khác	18,851	22,428	24,364
Tổng tài sản ngắn hạn	**196,535**	**294,545**	**331,234**
Tài sản cố định	60,023	69,513	81,005
Tổng đầu tư	7,491	10,823	10,823
Tài sản dài hạn khác	97,763	101,353	107,429
Tổng tài sản	**361,813**	**476,235**	**530,491**
Vay & nợ ngắn hạn	15,330	16,323	21,453
Phải trả người bán	15,031	31,742	33,018
Nợ ngắn hạn khác	157,401	190,508	195,685
Tổng nợ ngắn hạn	**187,762**	**238,573**	**250,156**
Vay & nợ dài hạn	20,876	20,876	20,876
Các khoản phải trả khác	4,652	4,744	4,845
Vốn điều lệ và	43,544	43,544	43,544
LN giữ lại	99,934	162,911	204,793
Vốn chủ sở hữu	**145,213**	**208,191**	**250,072**
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,309	3,851	4,542
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**361,813**	**476,235**	**530,491**

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	46.2%	34.5%	36.6%
Vòng quay TS	0.21	0.25	0.23
ROAA	9.7%	8.7%	8.3%
Đòn bẩy tài chính	2.19	2.37	2.20
ROAE	21.4%	20.7%	18.3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	88.0	44.6	38.9
Số ngày nắm giữ HTK	741.2	340.1	375.2
Số ngày phải trả tiền bán	173.1	173.1	173.6
Vòng quay TSCĐ	1.11	1.64	1.52
ROIC	15.6%	14.7%	14.1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.0	1.2	1.3
Khả năng thanh toán nhanh	0.7	1.0	1.0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.3	0.3
Vòng quay tiền	656.1	211.6	240.5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(26.6%)	69.8%	7.9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(39.6%)	27.6%	(40.6%)
Tăng trưởng LN ròng	(25.7%)	26.8%	14.6%
Tăng trưởng EPS	(34.3%)	26.8%	14.6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích
Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – Chuyên viên Phân tích
Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn