

Giá cổ phiếu (Ngày 21/06/2023): 54.600 đồng/cp

## Đinh Thị Mai Anh

[anhdtm@ssi.com.vn](mailto:anhdtm@ssi.com.vn)

+84 – 24 3936 6321 ext. 8701

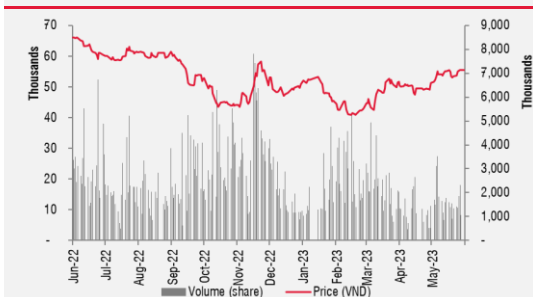
Ngày 22/06/2023

### NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	10.558
Giá trị vốn hoá (tỷ VND)	246.000
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	4.354
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	67/39,4
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	1.796.061
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	3,82
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	89,58
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	24,48

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Vinhomes (Vinhomes) ban đầu được thành lập vào tháng 3 năm 2008 với tên gọi Công ty Cổ phần BIDV-PP City, sau đó đổi tên thành Công ty Cổ phần Phát triển Thành phố Nam Hà Nội vào năm 2009. Tháng 2 năm 2018, Công ty hợp nhất với Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Tân Liên Phát và Công ty Cổ phần Quản lý kinh doanh Bất động sản Vinhomes, sau đổi tên thành Công ty Cổ phần Vinhomes. Sau giai đoạn tổ chức lại bộ máy, Công ty Cổ phần Vinhomes đã mua lại một số công ty con của Tập đoàn Vingroup để trở thành công ty mẹ trực tiếp của các đơn vị này. Kể từ đó, có thể coi Vinhomes là nhà phát triển khu dân cư lớn nhất Việt Nam. Ngành nghề kinh doanh chính của Vinhomes liên quan đến việc phát triển các dự án khu dân cư và văn phòng để bán và cho thuê và bất động sản công nghiệp. Theo CBRE, quỹ đất của công ty hiện là 178 triệu m<sup>2</sup>, lớn hơn 20 lần so với đối thủ cạnh tranh gần nhất.

## Vững vàng trước thử thách

**Bán lô lớn giúp duy trì tăng trưởng doanh số.** Trong 4 năm qua, bất chấp sự gián đoạn đáng kể của thị trường do ảnh hưởng từ dịch Covid-19, Vinhomes vẫn đạt được mức tăng trưởng doanh số khả quan do mở bán nhiều dự án quy mô lớn (như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park). Trong năm 2022, Vinhomes Ocean Park 2 & 3 (OCP 2 & OCP 3) được mở bán cũng đã giúp doanh số bán hàng tăng gấp đôi trong khoảng thời gian ngắn. Trong Q1/2023, bất chấp thị trường đầy thách thức, doanh số bán hàng của VHM vẫn duy trì ổn định hơn so với các công ty cùng ngành nhờ thành công của chiến lược bán lô lớn linh hoạt. Mặc dù kế hoạch doanh số bán hàng có thể sẽ được điều chỉnh để phù hợp với điều kiện thị trường, và kế hoạch hiện tại được đặt trong khoảng 72 nghìn tỷ đồng đến 90 nghìn tỷ đồng trong năm 2023.

**Đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội.** Vinhomes sẽ đẩy mạnh phát triển dự án nhà ở xã hội - Happy Home với ba dự án tại Hải Phòng, Thanh Hóa và Quảng Trị đều dự kiến ra mắt vào nửa cuối năm 2023.

**Duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp.** Cuối Q1/2023, hệ số nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 19,4%, thấp hơn nhiều so với các công ty niêm yết khác, tạo nhiều dư địa tăng đòn bẩy cho Công ty nếu cần. Gần đây, Công ty đã ký và bắt đầu giải ngân khoản vay hợp vốn quốc tế lên tới 445 triệu USD. Điều này cho thấy khả năng của VHM trong việc tiếp cận thị trường vốn quốc tế, tạo nên sự khác biệt của Công ty so với các chủ đầu tư trong nước khác.

**Về lợi nhuận,** doanh thu chưa ghi nhận lũy kế đến cuối Q1/2023 đạt 92,7 nghìn tỷ đồng, +63% so với tháng 3/2022, sẽ là động lực chính cho doanh thu trong tương lai. Với khoản doanh thu chưa ghi nhận như vậy, VHM khá tự tin sẽ đạt được kế hoạch LNST năm 2023 là 30 nghìn tỷ đồng (+2,9% svck).

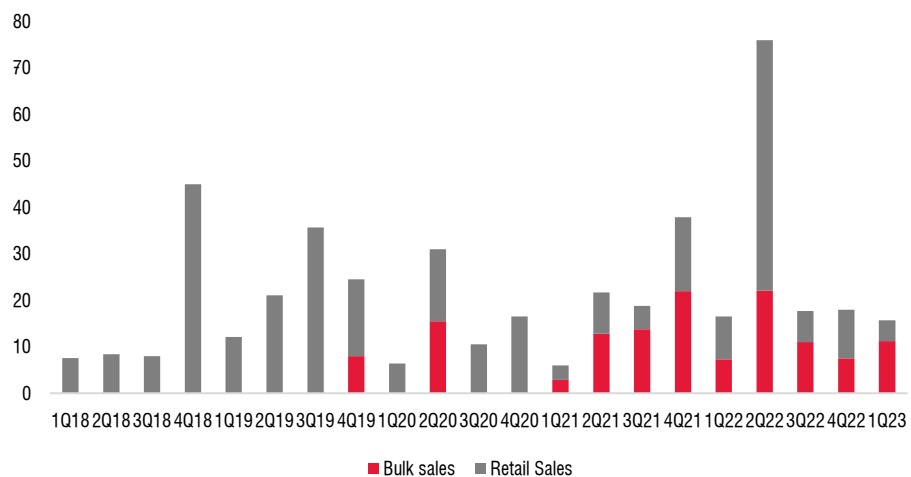
**Triển vọng.** Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy tâm lý thị trường đang dần cải thiện nhờ các động thái cắt giảm lãi suất gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thanh khoản thị trường sẽ cải thiện từ từ (có thể là từ nửa cuối năm 2023) khi các chính sách hỗ trợ của chính phủ và lãi suất giảm sẽ có tác động rõ ràng hơn đến thị trường bất động sản. Triển vọng trung và dài hạn của ngành vẫn khá tích cực, nhờ tốc độ tăng trưởng dân số, quá trình đô thị hóa vẫn đang tiếp diễn và nhu cầu nhà ở vẫn ở mức cao, trong khi nguồn cung có hạn chế.

Tại mức giá 54.600 đồng/cổ phiếu, VHM đang giao dịch ở mức P/E 2023 và 2024 lần lượt là 8,1x và 7,5x; P/B 2023 và 2024 lần lượt là 1,4x và 1,2x - thấp hơn mức trung bình lịch sử và khá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành.

## Trong môi trường đầy thách thức, mô hình bán lô lớn giúp duy trì tăng trưởng doanh số bán hàng

- Trong 4 năm gần đây, bất chấp sự gián đoạn đáng kể của thị trường do ảnh hưởng từ dịch Covid-19, Vinhomes vẫn đạt được mức tăng trưởng doanh số khả quan do mở bán nhiều dự án quy mô lớn (như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park). Trong năm 2022, Vinhomes Ocean Park 2 & 3 (OCP 2 & OCP 3) được mở bán cũng giúp đẩy doanh số bán hàng tăng gấp đôi trong thời gian ngắn.
- **Trong Q1/2023, bất chấp thị trường đầy thách thức đã ảnh hưởng đến doanh số bán lẻ kể từ tháng 10/2022, doanh số bán hàng của VHM vẫn duy trì ổn định hơn so với các công ty cùng ngành nhờ thành công của chiến lược bán lô lớn linh hoạt.**
  - Cụ thể, tổng giá trị hợp đồng trong Q1 đạt 15,7 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 5% svck, do tâm lý của người mua nhà cá nhân bị ảnh hưởng bởi nhiều sự kiện (như lãi suất huy động tăng trong Q4/2022 hay những quan ngại về một số công ty bất động sản...) khiến doanh số bán lẻ giảm so với cùng kỳ (-51% svck). Tuy nhiên, doanh số bán lô lớn ở phân khu thấp tầng và thương mại dịch vụ tại OCP2 & OCP 3 (chiếm 71% tổng doanh số bán hàng) đã giúp giữ tổng doanh số bán hàng trong quý 1 chỉ giảm nhẹ 5% svck, khả quan hơn so với mặt bằng chung toàn ngành.
  - Tổng số căn bán được trong Q1 là 2.300 căn (trong đó 74% là theo giao dịch bán lô lớn), giảm 76% svck do hầu hết các căn nhà mới bán trong quý là bất động sản thấp tầng có giá bán và giá trị cao hơn đáng kể so với chung cư cao tầng được bán vào cùng kỳ năm trước. Do đó, doanh thu chưa ghi nhận tại thời điểm cuối Q1 đạt 92,7 nghìn tỷ đồng (+63% svck), trong đó bán lô lớn chiếm khoảng 49% trong tổng doanh thu chưa ghi nhận (OCP 2 & OCP 3 chiếm khoảng 67%).

**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh số bán hàng của VHM (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: VHM, SSI Research

- **Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng sẽ có thêm nhiều thỏa thuận bán lô lớn được hoàn tất** với các đối tác trong và ngoài nước ở các dự án đại đô thị đang được triển khai. Tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa có thông tin chi tiết nào được công bố.
- **Trong 5 tháng đầu năm 2023, chúng tôi quan sát thấy VHM cũng đã đưa ra nhiều sáng kiến nhằm khuyến khích người mua nhà chuyển về ở sớm, nâng cao nhận diện và trải nghiệm sống tại các dự án lớn, điều này sẽ hỗ trợ cho hoạt động bán hàng trong tương lai.** Cụ thể, chúng tôi ghi nhận một số chương trình như sau:

- Triển khai chương trình “Tổ ấm an vui 3” kết nối chủ sở hữu và khách thuê cho dự án Vinhomes Ocean Park 2 với nhiều chính sách hấp dẫn.
- Ưu đãi 1 tháng tiền thuê cho các hợp đồng thuê căn hộ dịch vụ thời hạn 1 năm tại Vinhomes Ocean Park.
- Gần đây, công ty đã công bố quy hoạch “Ocean City” cho 3 giai đoạn của đại dự án Vinhomes Ocean Park. Ocean City (bao gồm Ocean Park 1, 2 & 3) có tổng diện tích lên tới 1.200 ha với cơ sở hạ tầng tiện ích và đồng bộ cho cư dân, và được chia thành 3 quận với chủ đề riêng cho từng quận. Với công viên nước, biển hồ tạo sóng, biển hồ nước mặn và các điểm tham quan khác nằm trong dự án, VHM sẽ triển khai nhiều tour khám phá trải nghiệm cho du khách, như Ocean Retreat Tour được tổ chức vào các ngày cuối tuần với chủ đề “Biển trong phố”.

## Đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội trong thời gian tới

- Dự án nhà ở xã hội - Happy Home sẽ là một trong những mảng phát triển trọng điểm của VHM trong thời gian tới, với ba dự án tại Hải Phòng, Thanh Hóa và Quảng Trị đều dự kiến ra mắt vào nửa cuối năm 2023. Tính đến thời điểm hiện tại, các dự án này đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và Vinhomes đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý và thiết kế ý tưởng để sẵn sàng ra mắt vào nửa cuối năm 2023.

**Bảng 2: Các dự án nhà ở xã hội của VHM**

Tên dự án	Thanh Hóa	Quảng Trị	Nam Tràng Cát
Vị trí	Thanh Hóa (trong khuôn viên dự án Star City)	Đông Hà, Quảng Trị	Tràng Cát, Hải Phòng
Diện tích đất (ha)	26	9	2
Sản phẩm chính	3.100 căn hộ	100 căn thấp tầng	5.000 căn hộ

*Nguồn: VHM*

- Giá bán trung bình dự kiến dao động từ 300 đến 900 triệu đồng/căn tùy theo diện tích căn hộ. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế của các dự án nhà ở xã hội được giới hạn ở mức 10% theo luật hiện hành, tuy nhiên Chính phủ sẽ miễn tiền sử dụng đất cho các dự án này. Do đó, chúng tôi cho rằng đóng góp từ dự án nhà ở xã hội vào lợi nhuận sẽ không đáng kể so với phân khúc nhà ở thương mại.

## Bắt động sản KCN sẽ có diễn biến rõ ràng hơn từ năm 2024

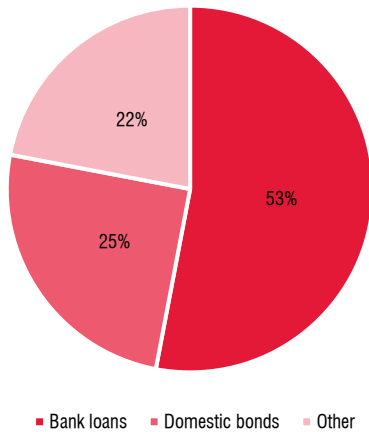
VHM tiếp tục tìm kiếm các đối tác tiềm năng để cùng phát triển đồng thời với việc đẩy nhanh các thủ tục pháp lý cần thiết và triển khai phát triển dự án. Tính đến thời điểm hiện tại, khu công nghiệp tại Quảng Ninh dự kiến sẽ ra mắt vào đầu năm 2024 và dự án Hải Phòng dự kiến sẽ có quyết định về giá đất vào đầu năm 2024. Do đó, các dự án đại đô thị đang được triển khai và sắp sửa triển khai sẽ vẫn là động lực tăng trưởng chính của VHM.

## Tình hình tài chính: duy trì đòn bẩy thấp

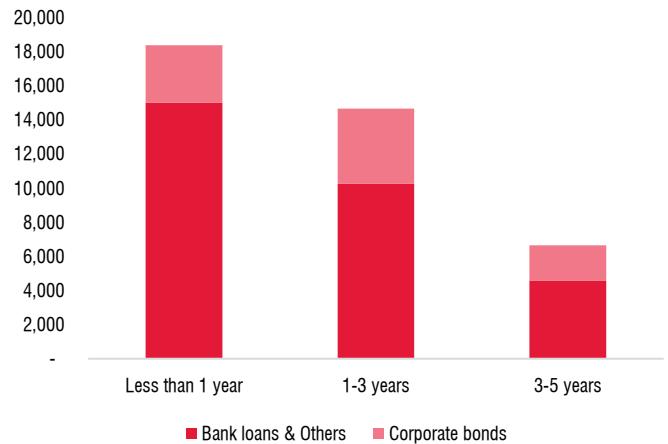
- Bảng cân đối kế toán Q1/2023 vẫn có vị thế tốt để tạo điều kiện cho việc tiếp tục mở rộng và triển khai nhiều dự án mới. Với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 19,4%, thấp hơn nhiều so với các công ty niêm yết khác, VHM có sẵn nhiều dư địa để tăng tỷ lệ đòn bẩy nếu cần (như thanh toán trước tiền sử dụng đất). Và đây cũng là một lợi thế của Vinhomes khi các ngân hàng sẽ ưu tiên cấp tín dụng cho những doanh nghiệp có vị thế tài chính tốt.
- Tính đến cuối Q1/2023, VHM có tổng dư nợ là 39,7 nghìn tỷ đồng, trong đó 18,4 nghìn tỷ đồng là nợ ngắn hạn. Các khoản vay ngân hàng chiếm 53% tổng nợ và các khoản vay ngắn hạn chủ yếu dùng để tài trợ cho chi phí xây dựng, có thể được tái tục trong hạn mức tín dụng được cấp. Trong khi đó, dòng tiền từ bán lô lớn

sẽ được sử dụng để thanh toán các khoản vay dài hạn đến hạn và trái phiếu doanh nghiệp. Ngoài ra, theo ban lãnh đạo của công ty, Công ty cũng đã thanh toán đúng hạn lô trái phiếu trị giá 3,4 nghìn tỷ đồng vừa đáo hạn trong tháng 5/2023.

**Biểu đồ 3: Cơ cấu nợ của VHM (tại thời điểm cuối Q1/2023)**

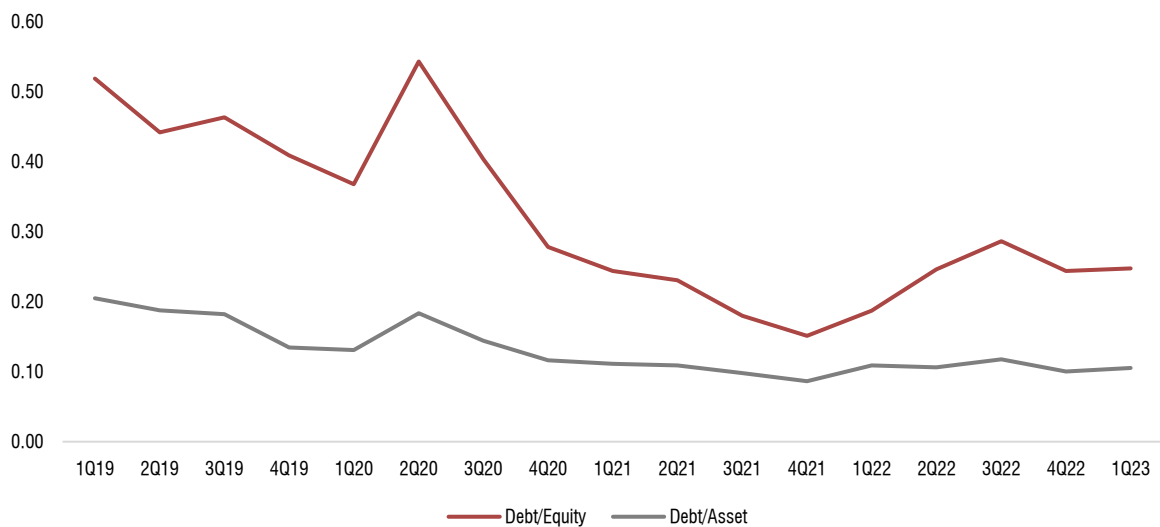


**Biểu đồ 4: Dư nợ theo kỳ hạn**



Nguồn: VHM

**Biểu đồ 5: Hệ số nợ (x)**



Nguồn: VHM

- Cho đến Q1, toàn bộ các khoản nợ của VHM là bằng VND, giúp công ty tránh được biến động của tỷ giá. Tuy nhiên, gần đây VHM đã hoàn tất thu xếp một khoản vay hợp vốn quốc tế trị giá 445 triệu USD, và bắt đầu giải ngân từ Q2. Lãi suất dựa trên SOFR cộng thêm 335 điểm cơ bản, với kỳ hạn 5 năm. Điều này cho thấy khả năng của VHM trong việc tiếp cận thị trường vốn quốc tế, tạo nên sự khác biệt của Công ty so với các chủ đầu tư trong nước khác.
- Tại ĐHCĐ gần đây, VHM cũng đã nhận được chấp thuận của cổ đông về việc phát hành trái phiếu chuyển đổi lên tới 10 nghìn tỷ đồng với lãi suất tối đa 15%/năm, và phát hành trái phiếu quốc tế lên tới 500 triệu USD.

## Tóm tắt KQKD Q1/2023: Tiếp tục mở bán tại các đại dự án ở Hà Nội

Tỷ đồng	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	TSLN			
							1Q23	1Q22	4Q22	2022
Doanh thu thuần	29.299	8.923	228,3%	31.193	-6,1%					
Lợi nhuận gộp	6.643	3.866	71,8%	15.085	-56,0%		22,7%	43,3%	48,4%	49,2%
Lợi nhuận từ HĐKD	14.944	5.909	152,9%	11.348	31,7%		51,0%	66,2%	36,4%	59,7%
EBIT	15.757	6.362	147,7%	12.909	22,1%		53,8%	71,3%	41,4%	65,3%
EBITDA	15.757	6.362	147,7%	14.220	10,8%		53,8%	71,3%	45,6%	67,4%
LNTT	15.074	5.886	156,1%	12.467	20,9%		51,4%	66,0%	40,0%	61,9%
Lợi nhuận ròng	11.923	4.725	152,3%	8.952	33,2%	40%	40,7%	52,9%	28,7%	46,7%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	11.917	4.540	162,5%	8.928	33,5%		40,7%	50,9%	28,6%	46,2%

Nguồn: VHM, SSI Research

- Trong Q1, doanh thu thuần hợp nhất đạt 29,3 nghìn tỷ đồng (+22% svck) và LNST đạt 11,9 nghìn tỷ đồng (+152% svck, hoàn thành 40% kế hoạch cả năm), nhờ ghi nhận các giao dịch bán lô lớn tại Vinhomes OCP 2 & OCP 3, và Vinhomes OCP 2 được bàn giao đúng tiến độ đồng thời tiếp tục bàn giao các đại dự án khác như Smart City, Grand Park... trong quý.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm về mức 22,7% trong Q1/2023 so với mức 43,3% trong Q1/2022. Nguyên nhân chủ yếu là do việc bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Vinhomes OCP 2 nằm trong thỏa thuận Hợp đồng Hợp tác Kinh doanh (BCC), theo đó Vinhomes phải chia sẻ lợi nhuận với đối tác BCC đối với các căn đã được bán và bàn giao. Tuy nhiên, với những giao dịch đang thực hiện thì công ty kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý tới và cho cả năm sẽ được cải thiện.

### Triển vọng

- Trong những tháng tới, doanh số bán hàng sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi lượng hàng tồn kho tại các dự án hiện có cũng như các dự án nhà ở xã hội - Happy Home** sắp mở bán vào nửa cuối năm 2023. Ngoài ra, Vinhomes còn có dự án **Vũ Yên** và **Golden Avenue** tại Hải Phòng và Quảng Ninh, đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục cần thiết và nhiều khả năng sẽ mở bán trong năm 2023. Trong khi đó, kế hoạch bán hàng của các dự án **Cổ Loa** và **Wonder Park** tại Hà Nội phụ thuộc vào tình hình tiêu thụ của các dự án hiện tại, đặc biệt là OCP 3 mới mở bán gần đây, do các dự án này có cấu phần nhà thấp tầng khá lớn. Kế hoạch bán hàng sẽ được công ty linh hoạt điều chỉnh cho phù hợp với điều kiện thị trường, với mục tiêu doanh số dao động trong khoảng 72 nghìn tỷ đồng đến 90 nghìn tỷ đồng cho cả năm 2023.
- Về lợi nhuận, doanh thu chưa ghi nhận lũy kể đến cuối Q1/2023 đạt 92,7 nghìn tỷ đồng, +63%** so với tháng 3/2022, sẽ là động lực chính cho KQKD trong tương lai. Với khoản doanh thu chưa ghi nhận như vậy, VHM khá tự tin sẽ đạt được kế hoạch LNST năm 2023 là 30 nghìn tỷ đồng (+2,9% svck).
- Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy tâm lý thị trường đang dần cải thiện nhờ các động thái cắt giảm lãi suất gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thanh khoản thị trường sẽ cải thiện từ từ (có thể là từ nửa cuối năm 2023) khi các chính sách hỗ trợ và lãi suất giảm có tác động rõ ràng hơn đến thị trường bất động sản.
- Triển vọng trung và dài hạn của ngành vẫn khá tích cực, nhờ tốc độ tăng trưởng dân số, quá trình đô thị hóa vẫn đang tiếp diễn và nhu cầu nhà ở vẫn ở mức cao. Theo Savills, vẫn tồn tại sự chênh lệch đáng kể giữa nhu cầu nhà ở và nguồn cung hạn chế, và số cầu về nhà ở chưa được đáp ứng dự báo là hơn 690.000 căn trong giai đoạn 2023-2025. Đây sẽ là cơ hội cho các chủ đầu tư đáp ứng khoảng trống này và VHM là đại diện hàng đầu có thể nắm bắt nhu cầu nhà ở trong dài hạn.

- Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2023 lần lượt đạt 71,7 nghìn tỷ đồng (+14,9% svck) và 29,8 nghìn tỷ đồng (+2% svck), với động lực chính đến từ bàn giao nhà mới tại các đại đô thị hiện tại. Sang năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt đạt 82,4 nghìn tỷ đồng (+15% svck) và 32 nghìn tỷ đồng (+8% svck). Tại mức giá 56.500 đồng/cổ phiếu, VHM đang giao dịch ở mức P/E 2023 và 2024 lần lượt là 8,1x và 7,5x; P/B 2023 và 2024 lần lượt là 1,4x và 1,2x - thấp hơn mức trung bình lịch sử và khá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành. Các rủi ro chính bao gồm thị trường phục hồi chậm hơn dự kiến và quy trình hoàn tất thủ tục pháp lý cho các dự án đang triển khai kéo dài hơn dự kiến.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	13.714	4.824	10.813	10.029	13.499
+ Đầu tư ngắn hạn	2.054	4.781	3.928	2.353	2.353
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	34.592	37.929	77.326	91.218	104.901
+ Hàng tồn kho	42.984	28.543	65.816	45.367	39.272
+ Tài sản ngắn hạn khác	8.968	15.140	27.314	21.456	24.425
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>102.312</b>	<b>91.217</b>	<b>185.196</b>	<b>170.423</b>	<b>184.451</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	11.084	14.955	21.870	14.289	16.433
+ GTCL Tài sản cố định	5.907	7.456	9.246	32.228	55.750
+ Bất động sản đầu tư	8.700	11.973	16.177	15.802	15.426
+ Tài sản dài hạn dở dang	32.361	44.697	62.151	62.151	62.151
+ Đầu tư dài hạn	9.756	10.952	7.492	148	148
+ Tài sản dài hạn khác	45.206	49.169	59.072	36.356	41.470
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>113.014</b>	<b>139.201</b>	<b>176.007</b>	<b>160.974</b>	<b>191.379</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>215.326</b>	<b>230.418</b>	<b>361.204</b>	<b>331.397</b>	<b>375.830</b>
+ Nợ ngắn hạn	103.385	75.082	187.128	112.863	122.145
Trong đó: vay ngắn hạn	10.998	251	15.171	27.353	29.602
+ Nợ dài hạn	22.811	23.637	25.671	40.372	43.406
Trong đó: vay dài hạn	13.958	19.668	21.006	37.018	40.063
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>126.196</b>	<b>98.719</b>	<b>212.800</b>	<b>153.236</b>	<b>165.551</b>
+ Vốn góp	33.495	43.544	43.544	43.544	43.544
+ Thặng dư vốn cổ phần	295	1.260	1.260	1.260	1.260
+ Lợi nhuận chưa phân phối	56.259	83.050	99.343	128.802	160.599
+ Quỹ khác	-920	3.845	4.258	4.555	4.876
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>89.130</b>	<b>131.699</b>	<b>148.404</b>	<b>178.161</b>	<b>210.279</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>215.326</b>	<b>230.418</b>	<b>361.204</b>	<b>331.397</b>	<b>375.830</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>					
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	24.882	13.278	42.118	-11.322	23.177
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-22.420	-18.463	-38.559	-17.656	-25.000
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-2.081	-3.705	2.628	28.194	5.294
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>381</b>	<b>-8.890</b>	<b>6.187</b>	<b>-784</b>	<b>3.471</b>
Tiền đầu kỳ	13.332	13.714	4.626	10.813	10.029
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>13.714</b>	<b>4.824</b>	<b>10.813</b>	<b>10.029</b>	<b>13.499</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>					
Hệ số thanh toán hiện hành	0,99	1,21	0,99	1,51	1,51
Hệ số thanh toán nhanh	0,49	0,63	0,49	0,92	0,99
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,15	0,13	0,08	0,11	0,13
Nợ ròng / EBITDA	0,3	0,26	0,48	0,87	1,14
Khả năng thanh toán lãi vay	13,17	21,52	19,62	6,78	7,4
Ngày phải thu	49,7	55,6	88,6	76,9	72,1
Ngày phải trả	69,9	120	169,7	103,9	68,2
Ngày tồn kho	413,3	357,4	543,3	451,3	317,5
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,41	0,57	0,41	0,54	0,56
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,59	0,43	0,59	0,46	0,44
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,42	0,75	1,43	0,86	0,79
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,28	0,15	0,24	0,36	0,33
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,12	0	0,1	0,15	0,14

Nguồn: VHM, SSI Research

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>71.547</b>	<b>84.986</b>	<b>62.393</b>	<b>71.683</b>	<b>82.435</b>
Giá vốn hàng bán	-45.611	-36.526	-31.696	-44.957	-48.654
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>25.936</b>	<b>48.460</b>	<b>30.696</b>	<b>26.726</b>	<b>33.781</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	20.245	7.995	16.690	22.586	17.690
Chi phí tài chính	-4.019	-2.786	-4.394	-6.437	-6.270
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.681	-2.289	-2.432	-3.082	-2.885
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-2.193	-3.769	-2.644	-2.867	-2.473
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>37.306</b>	<b>47.665</b>	<b>37.973</b>	<b>36.982</b>	<b>39.900</b>
Thu nhập khác	-789	518	670	215	247
Lợi nhuận trước thuế	36.517	48.183	38.643	37.197	40.147
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>28.207</b>	<b>38.948</b>	<b>29.162</b>	<b>29.758</b>	<b>32.118</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>27.351</b>	<b>38.825</b>	<b>28.831</b>	<b>29.460</b>	<b>31.797</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	855	124	331	298	321
EPS cơ bản (VND)	8.315	8.916	6.621	6.766	7.302
Giá trị sổ sách (VND)	26.053	29.484	33.213	39.979	47.281
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	1.500	0	0	0
EBIT	39.518	50.531	40.718	43.634	46.417
EBITDA	40.060	51.602	42.028	46.027	48.270
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	38,6%	18,8%	-26,6%	14,9%	15,0%
EBITDA	23,4%	28,8%	-18,6%	9,5%	4,9%
EBIT	23,0%	27,9%	-19,4%	7,2%	6,4%
Lợi nhuận ròng	16,0%	38,1%	-25,1%	2,0%	7,9%
Vốn chủ sở hữu	37,7%	47,8%	12,7%	20,1%	18,0%
Vốn điều lệ	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	9,2%	7,0%	56,8%	-8,3%	13,4%
<b>Định giá</b>					
PE	10,8	9,2	7,2	8,1	7,5
PB	3,4	2,8	1,4	1,4	1,2
Giá/Doanh thu	4,2	4,2	3,3	3,4	3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	7,6	7,1	5,5	6	5,7
EV/Doanh thu	4,2	4,3	3,7	3,9	3,4
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36,3%	57,0%	49,2%	37,3%	41,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	52,9%	56,8%	59,7%	59,1%	54,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	39,4%	45,8%	46,7%	41,5%	39,0%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,7%	2,7%	3,9%	4,3%	3,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,1%	4,4%	4,2%	4,0%	3,0%
ROE	36,7%	35,3%	20,8%	18,2%	16,5%
ROA	13,7%	17,5%	9,9%	8,6%	9,1%
ROIC	29,7%	30,7%	18,3%	16,3%	14,2%



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng kiêm Trưởng Ban đào tạo  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên Cao cấp Phân tích Vĩ mô  
trinhttv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên Cao cấp Phân tích Cổ phiếu  
thanhntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Phân tích Ngành Bất động sản

#### Đinh Thị Mai Anh

Trưởng phòng Phân tích Cổ phiếu  
anhdtm@ssi.com.vn  
SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8701

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên Cao cấp Chiến lược đầu tư  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên Cao cấp Chiến lược đầu tư  
baong1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư  
chauttb@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043