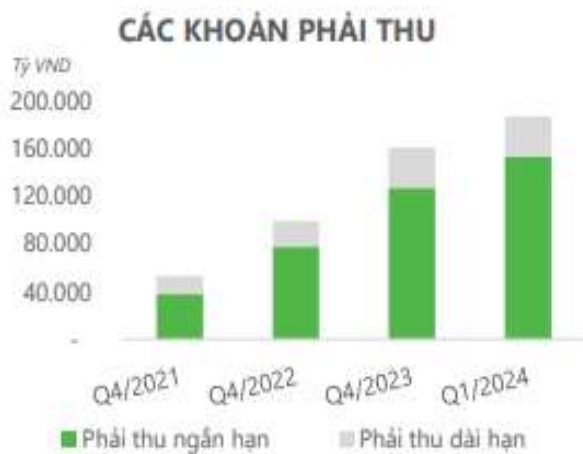


## CTCP Vinhomes (HSX: VHM)

AI EMERALPHA đánh giá, cổ phiếu VHM đang ở vùng hợp lý cho đầu tư nắm giữ dài hạn, với tầm nhìn trên 1 năm. Mặc dù vậy, biến động ngắn hạn của cổ phiếu có thể bị tác động lớn bởi các tin tức liên quan đến hệ sinh thái, nhà đầu tư cần cân nhắc.

AI EMERALPHA sử dụng 2 phương pháp định giá RNAV và P/B, với các giả định (1) Thị trường BĐS ấm lên giúp cải thiện biên lợi nhuận từ năm 2025; (2) Dự án Vũ Yên là nền tảng của dòng tiền giai đoạn 2024- 2026; (3) Các dự án còn lại được phát triển đúng tiến độ kế hoạch. AI EMERALPHA thận trọng chiết khấu thêm phần rủi ro tiềm tàng đối với dòng tiền và hạ giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu xuống 8,5% so với báo cáo cập nhật gần nhất về mức 50.000 VND/cổ phiếu.



Vùng định giá rẻ nhất trong lịch sử Mức định giá P/B của VHM gần 1 lần đang ở vùng thấp nhất lịch sử từ khi niêm yết. Mặc dù bị ảnh hưởng tiêu cực lẫn tích cực bởi nhiều yếu tố liên quan đến hệ sinh thái Vingroup, AI EMERALPHA vẫn đánh giá tiềm năng của VHM vẫn đủ mạnh để tiếp tục dẫn đầu thị trường BĐS Việt Nam trong vòng ít nhất 10 năm nữa, từ đó mức giá này có thể coi là đủ rẻ và hấp dẫn cho đầu tư dài hạn. Sẵn sàng cho giai đoạn mới "hậu Ocean Park" Giai đoạn tiếp theo, VHM tiếp tục phát triển các đại đô thị ở những khu vực vệ tinh thành phố lớn có thiên hướng được phân loại đô thị cao hơn trong tương lai như Vinhomes Vũ Yên (Thủy Nguyên, Hải Phòng), Vinhomes Cổ Loa (Đông Anh, Hà Nội).

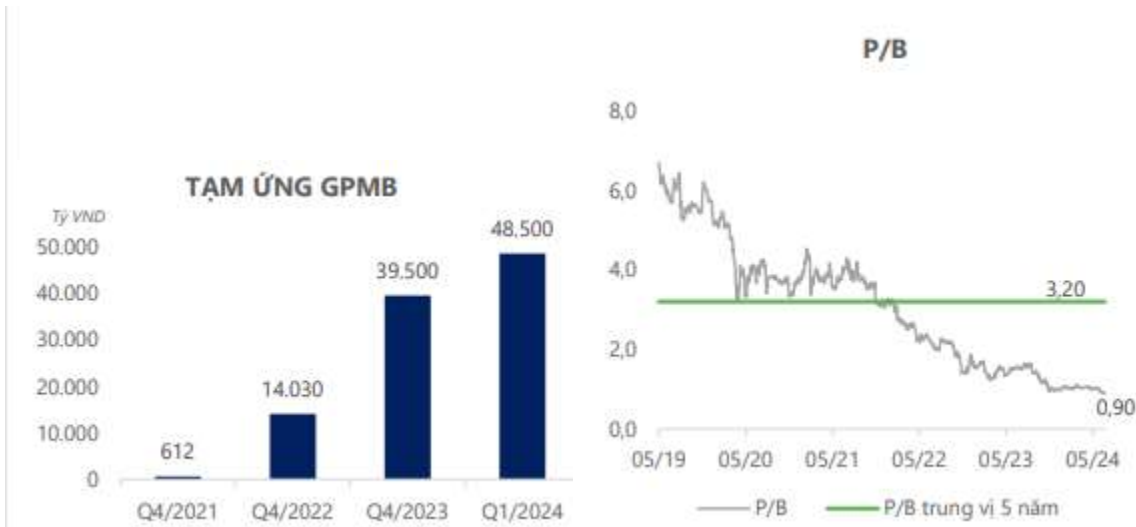
AI EMERALPHA đánh giá, các dự án này có tính chất tương tự Ocean City (Hưng Yên), phù hợp với xu hướng tương lai của thị trường, có khả năng thu hút tốt cả dòng tiền mua ở thực và đầu tư, giúp khả năng hấp thụ duy trì phong độ cao.

Dẫn đầu thị trường dài hạn nhờ quỹ đất khổng lồ và tài chính lành mạnh AI EMERALPHA đánh giá, với những lợi thế như (1) Quỹ đất khổng lồ; (2) Uy tín được khẳng định trên thị trường; (3) Thực hiện



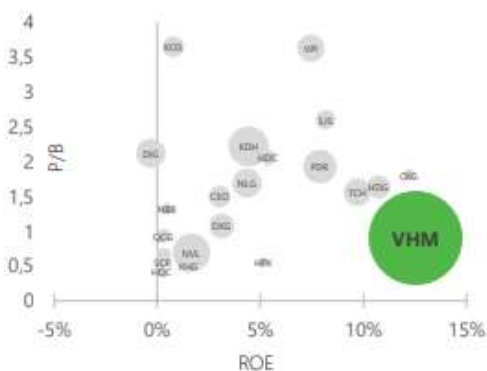
## AI EMERALPHA ĐÁNH GIÁ CHUYÊN SÂU CỔ PHIẾU

công tác pháp lý nhanh chóng; (4) Chiến lược phối hợp giữa bán lẻ và bán sỉ giúp duy trì tình hình tài chính tốt, sẽ là nền tảng giúp VHM tiếp tục củng cố vị thế số 1 trong ít nhất 10-20 năm tới.



Các khoản phải thu tạo gánh nặng cho dòng tiền từ hoạt động kinh doanh AI EMERALPHA nhận thấy, bắt đầu từ năm 2022 - thời điểm Vingroup bắt đầu dồn toàn lực cho sản xuất xe điện Vinfast, các khoản phải thu khác của VHM đã tăng đột biến rất mạnh mẽ, tạm thời gây ảnh hưởng tới dòng tiền hoạt động kinh doanh ở mức 100.000 tỷ trong 2 năm 2022-2023.

Trong đó, mức tăng trưởng chủ yếu đến từ khoản phải thu khác, với 2 mục là tạm ứng GPMB và tạm ứng hợp tác đầu tư. Trong đó, thông tin chi tiết về các dự án được quyết toán các khoản tạm ứng trên vẫn chưa được phía doanh nghiệp công bố. Chính vì vậy, cơ hội và rủi ro từ khoản mục này cần phải theo dõi sát sao trong thời gian tới



Mã	Vốn hóa	Quý đất	Lợi nhuận trước thuế (Trung bình 2021-2023)	Doanh thu thuần (Trung bình 2021-2023)
NVL	6,03	1,96	11,76	8,15
DXG	13,99	9,33	34,82	12,98
TCH	13,10	98,00	47,70	32,79
CEO	17,66	65,33	164,63	51,80
NLG	10,27	28,00	35,38	19,72
PDR	7,44	4,56	27,59	43,70
HDC	35,16	98,00	118,86	73,68
KDH	5,55	32,67	32,38	28,72
DIG	9,95	28,00	79,05	45,70



## AI EMERALPHA ĐÁNH GIÁ CHUYÊN SÂU CỔ PHIẾU

AI EMERALPHA nhận thấy, do tác động từ lực bán của khối ngoại (11.000 tỷ từ đầu năm), cùng sự "thiếu yêu thích" của các nhà đầu tư nội do một số thông tin lo ngại không chính thức về hệ sinh thái, giá cổ phiếu VHM đã giảm mạnh về vùng 38.000 VND - mức đáy lịch sử từ khi niêm yết. Điều này dẫn tới việc mức định giá của doanh nghiệp đang trong vùng thấp chưa từng có, thậm chí dưới giá trị sổ sách.

AI EMERALPHA nhận thấy, mặc dù mức độ thu hút dòng tiền của cổ phiếu là chưa tốt trong thời gian vừa qua, tuy nhiên, về tầm nhìn dài hạn, mức định giá trên có thể coi là chiết khấu đủ lớn đối với các rủi ro, đặc biệt là rủi ro liên quan đến hệ sinh thái. Khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, bỏ qua định giá P/E do yếu tố chu kỳ, chỉ số P/B của VHM đang ở mức hấp dẫn nhất trong ngành. Đồng thời, khi so sánh tương quan về vốn hóa của VHM cùng một số doanh nghiệp BĐS lớn trên sàn, có thể thấy VHM đang rẻ nếu so sánh các chỉ tiêu về mặt quỹ đất và doanh thu, lợi nhuận

**Bảng:** Danh sách dự án đáng chú ý trong tương lai gần

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ocean Park 3	Hà Nội	294	Bán giao						
Wonder Park	Hà Nội	133	Bán giao						
Sky Park	Bắc Giang	1,1							
Vũ Yên	Hải Phòng	865	Bán giao						
Golden Avenue	Quảng Ninh	116	Bán giao						
Cổ Loa	Hà Nội	385	Bán giao						
Happy Home (NOXH)									
Nam Tràng Cát	Hải Phòng	26	Bán giao						
Star City	Thanh Hóa	9	Bán giao						
Muối Cam Ranh	Khánh Hòa	87,6	Bán giao						

Dự phóng kết quả kinh doanh AI EMERALPHA ước tính, với trụ cột là phần còn lại của đại dự án Ocean City bao gồm phần lớn là các thành phần thuộc Ocean Park 2,3 kết quả kinh doanh 2024 sẽ tăng trưởng âm nhẹ so với cao điểm của năm 2023, đồng thời các biên lợi nhuận không biến động nhiều do cơ cấu bán hàng tương tự.

Cụ thể, doanh thu đạt 95.220 tỷ (-8% YoY), LNST đạt 30.470 tỷ (-9% YoY). Định giá AI EMERALPHA sử dụng 2 phương pháp định giá với tỷ trọng tương đương là RNAV và P/B, với các giả định chính (1) Thị trường Bất động sản ấm lên giúp tỷ trọng bán buôn của VHM giảm xuống, cải thiện biên lợi nhuận từ năm 2025; (2) Dự án Vũ Yên hấp thụ tốt, là nền tảng của dòng tiền bán hàng giai đoạn 2024-2026; (3) Các dự án còn lại được phát triển dựa trên mốc thời gian (biểu đồ ở trang 5); đồng thời, chúng tôi thận trọng chiết khấu thêm phần giá trị rủi ro tiềm tàng đối với dòng tiền. Mức giá mục tiêu AI EMERALPHA ước tính cho cổ phiếu là 50.000 VND/cổ phiếu.