

## VHM

### MUA

Giá mục tiêu tăng	<b>39.8%</b>
Đóng cửa	<b>29/06/2023</b>
Giá	<b>55.000 đồng</b>
Giá mục tiêu 12T	<b>76.900 đồng</b>

### Tiêu điểm

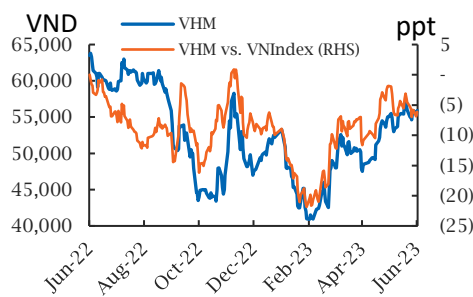
- ▶ **Một năm khó khăn đối với doanh số bán trước.** VHM dự kiến giá trị bán trước năm 2023 là 75-90 nghìn tỷ đồng, giảm 30-40% YoY.
- ▶ **Tuy nhiên, kế hoạch lợi nhuận năm 2023 vẫn có thể đạt được** do VHM có hiệu suất bán trước tốt trong hai năm 2021-2022.
- ▶ **Kế hoạch mở bán dự án thận trọng** khi doanh số bán lẻ tiếp tục đối mặt với những thách thức vĩ mô. Tuy nhiên, phần còn lại của các dự án đang triển khai vẫn đủ để đảm bảo một kết quả kinh doanh ổn định.

### Quan điểm

- ▶ **YSVN dự báo doanh số bán trước năm 2023 thấp hơn -35% so với KHKD của BLĐ VHM.** Chúng tôi ước tính giá trị bán trước chỉ đạt 54 nghìn tỷ đồng, tương đương mức giảm -58% YoY.
- ▶ **VHM có năng lực trong việc phát triển các dự án BĐS:** 1) quản lý hiệu quả chi phí, 2) Q1/2023 ROIC đạt 13,8% vẫn đang cao hơn WACC và 3) khả năng kiểm soát vượt trội trong bối cảnh suy thoái của thị trường mà chúng tôi dự báo sẽ kéo dài đến 2H24.
- ▶ **Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA** đối với VHM với giá mục tiêu là 76,9 nghìn đồng/cổ phiếu, tương đương mức sinh lời trong 12T là 37,6%.

**Tổng quan doanh nghiệp:** VHM là nhà phát triển bất động sản nhà ở hàng đầu Việt Nam, chiếm 27% thị phần trên tất cả các phân khúc căn hộ chung cư từ năm 2016 đến năm 2021. Là công ty con của Vingroup (VIC, Không đánh giá), VHM có thể khai thác hệ sinh thái của tập đoàn để xây dựng các mô hình cung cấp hoàn chỉnh mọi nhu cầu của cộng đồng dân cư bao gồm các cơ sở giáo dục, y tế và bán lẻ. Đây là mô hình lợi thế cấu trúc (structural advantage) duy nhất trong ngành BĐS Việt Nam.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	<b>10.778 triệu USD</b>
GTGD BQ 6T	<b>4 triệu USD</b>
SLCP đang lưu hành	<b>4,4 triệu CP</b>
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	<b>15 %</b>
Sở hữu nước ngoài	<b>24 %</b>
Cổ đông lớn	<b>77 %</b>
Room ngoại còn lại	<b>25 %</b>
Nợ ròng / VCSH Q1/2023	<b>0,19x</b>
P/B hiện tại (x)	<b>1,53x</b>
P/B 2023F (x)	<b>1,40x</b>
P/B 2024F (x)	<b>1,22x</b>
P/B 2025F (x)	<b>1,10x</b>

#### Triển vọng tài chính (Tỷ đồng)

Year to Dec	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	62.393	89.623	87.718
Lợi nhuận hoạt động	25.620	30.283	34.029
PATMI	29.161	30.662	25.798
EPS (đồng)	6.621	6.859	5.815
Chênh lệch EPS (%)	-26,56%	3,59%	-15,22%
P/B (X)	1,68	1,40	1,22
ROE (%)	21,00%	19,00%	14,00%
Lợi suất cổ tức (%)	0,00	0,00	0,00

Nguồn: VHM, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tâm Nguyễn

+84 28 3622 6868 ext 3815

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

Bloomberg code: YUTA

## Vinhomes (VHM)

### Bay trên những đám mây bão

**VHM đặt mục tiêu giá trị hợp đồng bán trước năm 2023 là 75-90 nghìn tỷ đồng, giảm 30-40% YoY.** Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn so với ban lãnh đạo về doanh số bán trước năm 2023 do chúng tôi cho rằng sự suy giảm của thị trường sẽ kéo dài cho đến năm 2024, vì vậy dự báo giá trị hợp đồng bán trước năm 2023 của chúng tôi là 54 nghìn tỷ đồng, giảm -58% YoY.

**Các chỉ tiêu thu nhập năm 2023 của VHM có thể đạt được** nhờ hiệu suất bán trước khá tốt trong hai năm trước. Giá trị hợp đồng bán trước năm 2021 là 78,9 nghìn tỷ đồng (+36% YoY) và năm 2022 là 128,2 tỷ đồng (+62% YoY), trong khi Giá trị hợp đồng đặt trước (unbilled bookings) là 92,7 nghìn tỷ đồng (+63% YoY) vào Q1/2023. Do đó, VHM sẽ ghi nhận lợi nhuận khi bàn giao các căn hộ tại Grand Park, Smart City và Ocean Park 1, 2 và 3.

**Yuanta với các bên.** Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 là 89,6 nghìn tỷ đồng (thấp hơn 10% so với kế hoạch của VHM nhưng tăng +44% YoY) và LNST là 30,7 nghìn tỷ đồng (cao hơn 2% so với kế hoạch và tăng +5% YoY). Cả hai dự báo đều tương ứng với các bên, điều này không có gì ngạc nhiên khi Hiệu quả kinh doanh năm 2023 có thể được dự báo sớm thông qua doanh số bán trước của năm 2022. Tuy nhiên, dự báo LNST năm 2024/2025 của chúng tôi thấp hơn -22%/-36% so với các bên, do chúng tôi cho rằng thị trường sẽ phục hồi từ 2H24, điều này có thể kém lạc quan hơn so với quan điểm của các bên.

**Năng lực cao đối với việc phát triển các dự án trong bối cảnh ngành BĐS đang suy thoái.** VHM đang quản lý hiệu quả Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) (chỉ chiếm 5% doanh thu trong Q1/2023) và Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) trong Q1/2023 đạt 13,8%, vượt qua Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 13,2%. Thêm vào đó, theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro vỡ nợ của VHM trong năm 2023 là rất thấp do: 1) Công ty có khả năng tiếp cận thị trường vốn quốc tế - thể hiện qua việc huy động được khoản vay hợp vốn quốc tế trị giá 445 triệu USD trong Q1/2023 - và 2) Công ty có nguồn tiền dồi dào từ doanh số bán trước, như chúng tôi đã phân tích ở trên.

**Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VHM.** Giá trị hợp lý ước tính mới của chúng tôi là 76.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời trong 12T là 37,6%. Con số này thấp hơn -29% so với mục tiêu trước đó của chúng tôi. Đáng chú ý, VHM hiện đang giao dịch với hệ số P/B là 1,55x, thấp hơn nhiều so với mức -1 lần độ lệch chuẩn, VHM có rủi ro giảm giá thấp và tiềm năng sinh lời hấp dẫn. Ngoài ra, VHM có năng lực cao trong việc phát triển các dự án BĐS và rủi ro vỡ nợ rất thấp, trái ngược hoàn toàn với các nhà phát triển tên tuổi khác.

### ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

# Cập Nhật Tình Hình Hoạt Động Kinh Doanh

VHM đạt doanh thu quý Q1/2023 là 29,3 nghìn tỷ đồng (tăng 3,3x YoY) chủ yếu đến từ Ocean Park (OP) 2, với giá trị bàn giao đạt 26,5 nghìn tỷ đồng.

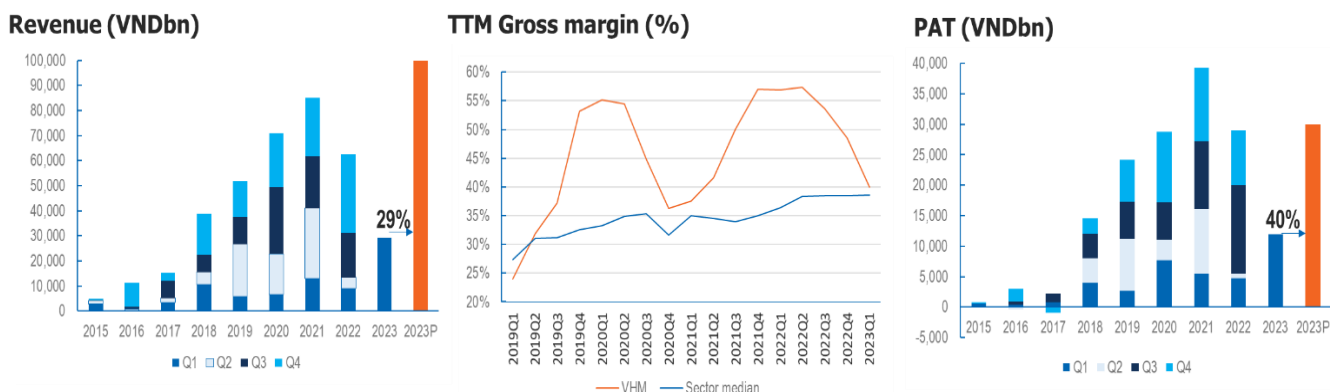
Biên lợi nhuận gộp trong Q1/2023 là 22,7%, thấp hơn đáng kể so với biên lợi nhuận gộp trung bình là 47,3% trong năm 2022. Biên lợi nhuận gộp giảm do phần lớn doanh thu đến từ hoạt động bán sỉ (bulk sale) các đơn vị nhà đang hoàn thiện tại Vinhomes Ocean Park 2 dưới hình thức hợp đồng BCC, chia sẻ lợi nhuận với đối tác. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp trong Q2/2023 cùng với doanh số bán lẻ và bán sỉ sẽ phục hồi và trở lại.

Doanh số bán sỉ được ghi nhận là doanh thu từ hoạt động tài chính. VHM ghi nhận 10,5 nghìn tỷ đồng (+2,9x YoY) từ bán sỉ tại OP2 và OP3 là doanh thu từ hoạt động tài chính, như vậy, LNST đạt 11.923 tỷ đồng (+33% QoQ, +152% YoY).

Nhìn chung, VHM đã hoàn thành 29% kế hoạch doanh thu cả năm trong Q1/2023 (tức 100 nghìn tỷ đồng +60% YoY – mức cao kỷ lục mới) và 40% kế hoạch LNST năm 2023 (tức 30 nghìn tỷ đồng, +3% YoY).

Hoàn thành 29% kế hoạch doanh thu và 40% kế hoạch LNST.

Biểu đồ 1: Doanh thu và lợi nhuận của VHM



Lưu ý: 2023P là kế hoạch của công ty; TTM = 12 tháng liên tiếp vừa qua  
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

VHM có năng lực cao trong việc phát triển các dự án bất động sản, củng cố vị thế dẫn đầu thị trường. Bất chấp bối cảnh kinh tế đầy thách thức, VHM đã duy trì thành công hoạt động kinh doanh mạnh mẽ và hiệu quả chi phí vượt trội. Về hiệu quả chi phí, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trên doanh thu (BH&QLDN/DT) của công ty chỉ ở mức 5% trong Q1/2023, đây là mức thấp ấn tượng và giảm đáng kể -3 điểm phần trăm so với quý trước, trong khi thời gian này các nhà phát triển khác đang phải chịu chi phí BH&QLDN tăng cao.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ BH&QLDN/DT của Top 20 nhà phát triển niêm yết trên sàn

	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Sector	
2017	8%	13%	11%	19%	9%	16%	14%	2%	9%	8%	8%	13%	7%	8%	10%	7%	12%	102%	13%	6%	11%
2018	10%	13%	10%	17%	7%	8%	4%	2%	7%	9%	5%	14%	4%	7%	5%	21%	11%	6%	35%	8%	
2019	35%	11%	12%	17%	6%	6%	7%	3%	6%	10%	11%	17%	4%	14%	6%	5%	20%	6%	8%	4%	10%
2020	12%	24%	12%	37%	6%	4%	11%	8%	4%	9%	5%	19%	9%	28%	6%	10%	19%	6%	7%	9%	9%
2021	18%	22%	14%	28%	4%	9%	12%	9%	4%	10%	12%	19%	6%	17%	7%	8%	12%	11%	7%	11%	11%
2022	12%	15%	14%	39%	5%	5%	6%	17%	5%	13%	10%	27%	9%	22%	20%	3%	21%	12%	8%	17%	13%
1Q23	19%	15%	21%	41%	8%	4%		19%	7%	16%	41%	76%	10%	56%	24%	3%	27%	25%	5%	17%	8%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Ngoài ra, hiệu quả quản lý của VHM còn được thể hiện qua tỷ suất TTM ROIC. Mặc dù ROIC của toàn ngành đang trong xu hướng giảm kể từ Q1/2022, nhưng tại cuối Quý 1/2023, VHM vẫn đạt mức 13,8%, cao hơn gấp đôi mức trung vị ngành là 5,6% và cao hơn mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) ước tính của chúng tôi là 13,16%.

**Biểu đồ 1: ROIC của VHM so với các công ty cùng ngành**

Row	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Min	Median	Max	Average
2019Q1		12.9%	6.8%	21.2%	7.6%	17.4%	8.2%	15.2%	11.5%	13.3%	7.4%	14.3%	14.5%	9.9%	15.0%	1.3%	4.6%	2.7%	8.0%	6.1%	1%	9.88%	21%	10.4%
2019Q2		20.1%	4.6%	17.9%	7.9%	18.9%	8.3%	16.2%	13.5%	14.6%	7.7%	12.7%	26.3%	9.0%	12.8%	1.7%	3.2%	3.2%	15.4%	5.9%	2%	12.75%	26%	11.6%
2019Q3		15.7%	4.6%	19.7%	8.4%	22.2%	9.6%	15.1%	15.9%	16.2%	7.2%	6.6%	24.9%	8.8%	15.1%	2.1%	2.8%	3.5%	18.4%	3.8%	2%	9.58%	25%	11.6%
2019Q4	5.8%	15.6%	7.1%	15.4%	9.2%	17.0%	5.6%	5.3%	18.4%	14.5%	1.8%	9.1%	25.6%	2.8%	16.8%	1.6%	3.0%	5.1%	25.5%	10.2%	2%	9.18%	26%	10.8%
2020Q1	6.4%	13.4%	7.2%	12.2%	11.3%	15.9%	6.0%	2.2%	19.9%	14.7%	3.6%	9.9%	22.2%	1.3%	17.6%	1.4%	2.6%	4.9%	24.6%	10.9%	1%	10.92%	25%	10.4%
2020Q2	1.5%	5.2%	8.2%	11.7%	12.3%	19.2%	5.7%	10.1%	15.9%	16.4%	8.8%	7.8%	18.3%	0.3%	17.8%	1.1%	1.0%	5.6%	18.3%	11.8%	0%	10.10%	19%	9.8%
2020Q3	0.7%	4.5%	8.9%	9.2%	13.0%	16.9%	6.0%	9.3%	15.8%	16.5%	11.4%	6.4%	21.0%	0.6%	20.7%	1.4%	1.5%	5.8%	20.6%	12.9%	1%	9.31%	21%	10.1%
2020Q4	1.1%	0.7%	5.5%	5.3%	14.9%	17.7%	3.2%	8.7%	19.0%	15.5%	26.8%	2.6%	28.2%	0.5%	22.2%	2.2%	-6.3%	12.6%	18.5%	8.3%	-6%	8.69%	28%	10.4%
2021Q1	2.3%	-0.2%	6.5%	10.1%	14.8%	19.4%	3.8%	8.3%	17.2%	15.1%	22.3%	0.5%	28.1%	1.8%	18.9%	2.9%	-6.9%	13.7%	20.1%	9.1%	-7%	10.15%	28%	10.4%
2021Q2	2.3%	0.1%	6.7%	13.0%	16.2%	14.4%	4.6%	8.2%	22.3%	14.4%	19.0%	0.1%	32.9%	2.3%	22.6%	3.2%	-5.9%	14.5%	26.1%	7.2%	-6%	13.03%	33%	11.2%
2021Q3	3.0%	-1.3%	4.2%	13.1%	17.4%	14.5%	3.6%	11.5%	21.5%	12.4%	12.8%	-0.5%	29.8%	2.3%	21.6%	3.2%	-5.8%	15.0%	26.5%	6.0%	-6%	12.45%	30%	10.6%
2021Q4	1.5%	-1.5%	3.9%	15.2%	15.0%	15.5%	2.2%	15.9%	19.7%	11.0%	6.2%	4.6%	24.1%	3.5%	21.8%	3.0%	1.6%	4.4%	28.0%	5.4%	-1%	6.15%	28%	10.0%
2022Q1	1.2%	0.1%	4.5%	12.5%	14.6%	14.2%	1.0%	9.9%	15.3%	7.2%	3.6%	5.8%	25.7%	2.0%	20.1%	2.5%	2.5%	2.1%	24.9%	5.8%	0%	5.82%	26%	8.8%
2022Q2	6.1%	3.3%	5.0%	7.3%	14.8%	17.6%	2.5%	7.9%	15.5%	7.0%	1.4%	6.9%	26.9%	2.2%	21.7%	2.7%	0.9%	1.1%	16.8%	8.0%	1%	7.02%	27%	8.8%
2022Q3	8.4%	5.3%	4.8%	6.5%	15.5%	18.1%	4.8%	7.6%	15.8%	6.3%	3.2%	7.7%	20.6%	2.2%	13.4%	2.4%	0.3%		12.7%	9.3%	0%	7.64%	21%	8.7%
2022Q4	6.5%	11.1%	3.1%	4.1%	11.5%	16.0%	5.7%	5.5%	14.6%	5.7%	3.9%	4.5%	10.4%	1.7%	7.1%	2.0%	0.8%	4.3%	13.6%	8.9%	1%	5.71%	16%	7.1%
2023Q1	14.4%	10.8%	2.5%	1.0%	9.2%	17.1%		5.6%	12.9%	7.2%	3.6%	4.0%	6.9%	1.4%	5.4%	1.7%	0.2%	-0.2%	13.8%	13.8%	0%	5.61%	17%	6.9%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

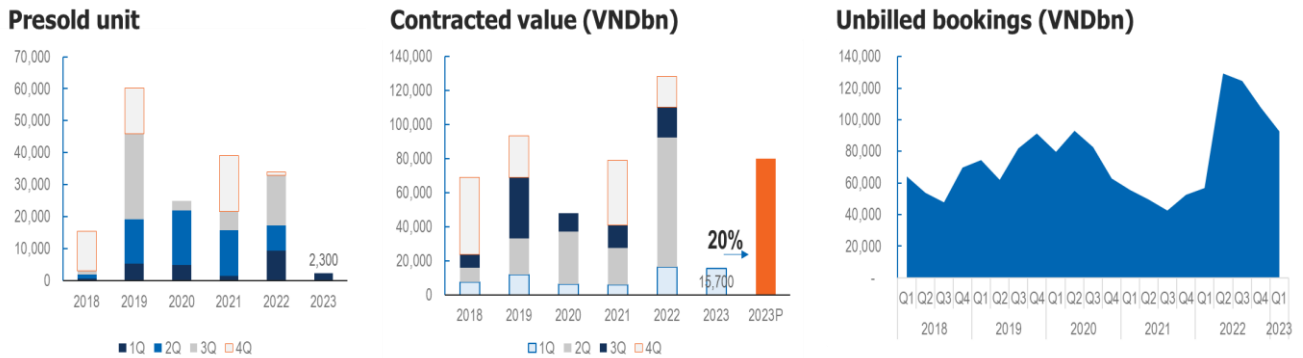
**Trong Q1/2023, VHM chỉ bán được 223 căn nhà ở thấp tầng cho khách hàng cá nhân.**

**Bán sỉ là động lực của doanh số bán trước trong Q1/2023**, khi VHM bán được 2.300 đơn vị, giảm-76% YoY, nhưng tăng đáng kể +2,1x QoQ), tương đương 15,7 nghìn tỷ đồng doanh số theo giá trị hợp đồng (-5% YoY và -13% QoQ) tại thời điểm cuối Q1/2023.

Trong tổng doanh số theo giá trị hợp đồng, 11,2 nghìn tỷ đồng có thể đến từ doanh số bán sỉ tại OP2, OP3; và 4,5 nghìn tỷ đồng đến từ doanh số bán lẻ, cũng chủ yếu từ OP3, bao gồm 223 căn nhà ở thấp tầng. Doanh số bán trước tại OP2 và OP3 chiếm 90% tổng doanh số theo hợp đồng. Vào Q1/2023, giá trị doanh số hợp đồng chưa ghi nhận là 92,7 nghìn tỷ đồng (-14% QoQ).

Những thành tích này đặc biệt đáng khen ngợi trong bối cảnh thị trường đầy thách thức mà công ty hiện đang phải đối mặt. Tuy nhiên, đây cũng là một dấu hiệu cho thấy những trở ngại dai dẳng và tâm lý thị trường bất động sản suy yếu mà chúng tôi dự báo sẽ kéo dài trong ít nhất vài quý tới.

**Biểu đồ 4: Hiệu suất bán trước**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Doanh số bán lẻ tiếp tục đối mặt với những thách thức phía trước.**

**Các khoản phải thu ngắn hạn tăng 27% QoQ trong 1Q23**, chủ yếu đến từ các khoản phải thu của khách hàng (+64% QoQ), chủ yếu liên quan đến các khoản phải thu theo hợp đồng đã ký tại OP2 và OP3. Trong các khoản phải thu này, VHM đã thu khoản tiền đặt cọc, số tiền còn lại sẽ được thu trong thời gian tới.

**Bán sỉ là động lực của doanh số bán trước năm 2023.** VHM đặt mục tiêu giá trị hợp đồng bán trước năm 2023 là 75-90 nghìn tỷ đồng, tương đương với mức trung bình trong ba năm qua. Chúng tôi ước tính 60-70% giá trị hợp đồng bán trước sẽ đến từ doanh số bán sỉ.

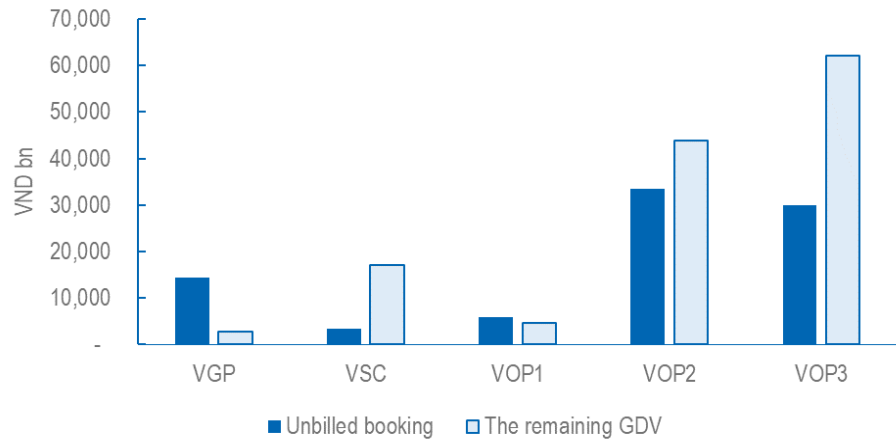
Chúng tôi dự báo doanh số bán lẻ trong Q2/2023 sẽ cải thiện đáng kể so với Q1, do lãi suất vay thế chấp giảm sẽ thúc đẩy nhu cầu. Hiện tại, 4 NHTMCP nhà nước đang đưa ra mức lãi suất cố định 9.8% mỗi năm đối với 24 tháng đầu tiên cho khoản vay mua nhà mới. Đối với các ngân hàng khác, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng hiện dao động từ 6.3%-8.0%, do đó, lãi suất vay thế chấp thả nổi sẽ điều chỉnh giảm dần từ mức cao 14-16% trong Q1/2023

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thu nhập hộ gia đình là yếu tố quan trọng hơn lãi suất vay trong việc kích thích thị trường bất động sản tăng trở lại. Triển vọng thu nhập hộ gia đình hiện không mấy lạc quan: triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn của Việt Nam vẫn âm ảm, với sản lượng công nghiệp 5T2023 và chỉ số PMI sản xuất trong tháng năm giảm do nhu cầu toàn

cầu đối với hàng hóa sản xuất giảm – theo chúng tôi, đây là những yếu tố tác động tiêu cực đến thu nhập của những người mua nhà tiềm năng. Do đó, chúng tôi cho rằng sự suy giảm của thị trường sẽ kéo dài cho đến năm 2024. Trong khi đó, doanh số bán lẻ có thể sẽ tiếp tục âm ảm.

**Kế hoạch mở bán sắp tới.** VHM sẽ tập trung ưu tiên bán hàng cho các dự án đang triển khai. Chúng tôi ước tính rằng năm đại dự án (bao gồm Vinhomes Grand Park (VGP), Vinhomes Smart City (VSC), Vinhomes Ocean Park 1 (VOP1), VOP2 và VOP3) sẽ mang lại tổng doanh thu ~130 nghìn tỷ đồng cho VHM. Theo chúng tôi, cùng với 92,7 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng chưa bàn giao (unbilled bookings), những dự án đang được triển khai này đủ để đảm bảo sự ổn định của VHM trong thời gian tới.

**Biểu đồ 2: Hàng tồn kho của VHM (Remaining GDV là ước tính của chúng tôi)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BLĐ cũng có kế hoạch mở bán ba dự án nhà ở xã hội (bao gồm Nam Tràng Cát, Thanh Hóa và Quảng Trị) trong 2H23. Bên cạnh đó, VHM cũng có thể mở bán thêm 1-2 dự án (VD: VH Golden Avenue, Cổ Loa, và/hoặc Vũ Yên) tùy theo tình hình thị trường.

**Biểu đồ 6: Danh mục dự án của VHM**

No	Project's Name	Location	Total area (ha)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	After
1	Vinhomes Ocean Park	Hanoi	424.0									
2	Vinhomes Grand Park	HCMC	271.8									
3	Vinhomes Smart City	Hanoi	281.0									
4	Vinhomes Ha Tinh	Ha Tinh	64.0									
5	Vinhomes Symphony	Hanoi	4.0									
6	Vinhomes Ocean Park 2	Hung Yen	457.9									
7	Vinhomes Ocean Park 3	Hung Yen	293.9									
8	Vinhomes Wonder Park	Hanoi	133.0									
9	Vinhomes Co Loa	Hanoi	385.0									
10	Vinhomes Golden Avenue	Quang Ninh	116.0									
16	Vinhomes Vu Yen	Hai Phong	864.9									
12	Vinhomes Can Gio	HCMC	2,865.6									
13	Vinhomes Green Ha Long	Quang Ninh	7,946.6									
14	Vinhomes Cu Chi	HCMC	923.9									
15	Vinhomes Me Tri	Hanoi	74.0									
11	Vinhomes Lang Van	Da Nang	1,044.7									
17	Vinhomes Galaxy	Hanoi	11.0									
18	Vinhomes Gallery	Hanoi	6.8									
19	Vinhomes Tay Tang Long	HCMC	129.3									
20	Vinhomes Hoc Mon	HCMC	200.0									

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

### Biểu đồ 3: Bốn dự án chuẩn bị mở bán của Vinhomes



#### Vinhomes Vu Yen

Description	<ul style="list-style-type: none"> <li>The largest eco-urban project in northern Vietnam. It aims to be a comprehensive resort and entertainment center, offering amenities from Vingroup's ecosystem, such as Vinpearl, Vinschool, Vinmec, and the biggest amusement park in the North, Vinwonders Vu Yen.</li> </ul>
Location	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vu Yen Island, Thuy Nguyen District, Hai Phong City</li> </ul>
Total project area	<ul style="list-style-type: none"> <li>c. 877ha</li> </ul>
Key Components	<ul style="list-style-type: none"> <li>Residential area, 36-hole Golf course, Eco-park, Commercial area, Greenery area &amp; infrastructure.</li> </ul>
Key Investment	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hai Phong is the largest port city in the Northern region of Vietnam, is home to over two million people. Along with Hanoi and Quang Ninh, it forms the economic triangle in the North.</li> </ul>



#### Vinhomes Co Loa

Description	Mega mixed-use integrated residential and commercial project
Location	Co Loa, Dong Anh, Hano
Total project area (including infrastructure)	c. 385ha
Total Residential GFA	c. 5,000,000 sqm, including Apartments / Villas / Shop houses / Schools / Shopping Malls / Exhibition Complex
Key Components	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vinhomes Co Loa is a unique project with a combination of a lively suburban community with an exhibition complex and benefiting from upcoming bridges connecting the CBD and the North of Hanoi .</li> </ul>



#### Vinhomes Golden Avenue

Description	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mega mixed-use integrated residential and commercial project</li> <li>The project includes three subdivisions, New York, Tokyo, Paris.</li> <li>VHM commenced construction of this project in the second quarter of 2022.</li> </ul>
Location	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bac Luan – Mong Cai – Quang Ninh</li> </ul>
Total project area (including infrastructure)	<ul style="list-style-type: none"> <li>c. 116ha</li> </ul>
Total products	<ul style="list-style-type: none"> <li>2,322 low-rise units.</li> </ul>
Key Investment	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vinhomes Mong Cai is situated in the central area of Mong Cai city, which is one of Quang Ninh's two main economic centers. It serves as a crucial trade gateway between Vietnam and China.</li> </ul>



#### Vinhomes Wonder Park

Description	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mega mixed-use integrated residential and commercial project.</li> <li>Located at the west of Hanoi and well-connected to My Dinh, Cau Giay, Ba Dinh, Hoan Kiem by metro line. The project will include parks complex with high-end residential villas and townhouses – a model for ecological urban living.</li> </ul>
Location	Dan Phuong, Hanoi
Total project area (including infrastructure)	c. 133ha including, including c.2,400 low-rise units and 15 towers of high-rise units units per our estimate.
Key Components	<ul style="list-style-type: none"> <li>Apartments / Villas / Townhouses / Schools / Shopping Mall / Eco-parks / Swimming Complex</li> <li>16ha grand Ecological park</li> <li>Vietnam's largest Swimming Pool complex (both indoor and outdoor)</li> </ul>

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Chúng tôi cho rằng giá trị hợp đồng của VHM trong năm 2023 sẽ giảm -58% YoY, đạt 54 nghìn tỷ đồng.**

**Chúng cho rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục âm đạm trong vài quý tới trước khi tăng trưởng trở lại trong 2H24.** Do đó, chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán trước của VHM sẽ giảm -58% YoY trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán trước sẽ phục hồi về mức trung bình của giai đoạn 2018-2022, đạt khoảng 80 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và 2025.

**Các giả định chi tiết trong dự báo cho năm 2023-2025 của chúng tôi bao gồm:**

1) Chúng tôi dự báo rằng quá trình đàm phán cho một số giao dịch bán sỉ trong năm nay có thể kéo dài.

2) Cùng với 15,7 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng bán trước được ghi nhận trong Q1/2023, chúng tôi dự kiến công ty sẽ bán ~3.600 căn nhà ở thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3, tương đương với giá trị hợp đồng bán trước là 32,7 nghìn tỷ đồng.

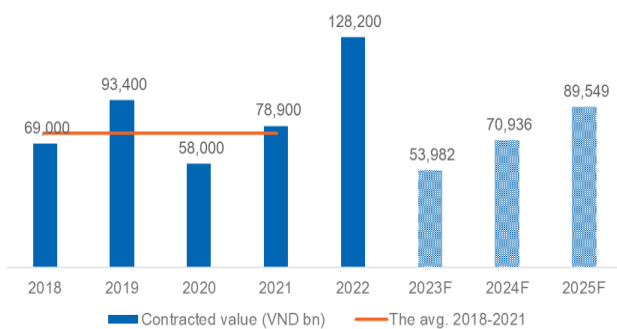
3) Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ mở bán dự án Vinhomes Golden Avenue tại tỉnh Quảng Ninh trong Q3/2023 và bán thành công ~768 căn nhà ở thấp tầng.

4) Giá trị hợp đồng bán trước còn lại của ba đại dự án (bao gồm Grand Park, Ocean Park 1 và Smart City).

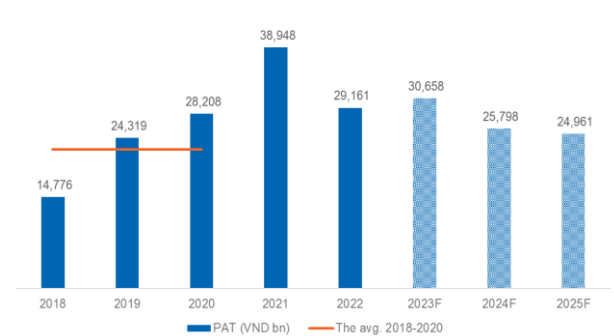
5) Đối với dự báo doanh số bán trước năm 2024, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ phục hồi trong 2H24, do đó, dự báo giá trị hợp đồng bán trước năm 2024 là 71 nghìn tỷ đồng (+31% YoY). Sự phục hồi này đến từ giả định tăng doanh số bán trước đối với VOP2 và VOP3, cũng như việc mở bán hai dự án bổ sung, Vinhomes Wonder Park và Vinhomes Cổ Loa.

6) Trong năm 2025, chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng bán trước của VHM sẽ tăng lên 89,5 nghìn tỷ đồng (+26% YoY), với giá trị đóng góp chính vẫn đến từ VOP2 và VOP3. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ mở bán Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ trong năm 2025. Đối với các dự án này, ban đầu công ty có thể tập trung vào thị trường bán sỉ.

**Biểu đồ 4: Giá trị hợp đồng bán trước (tỷ đồng)**



**Biểu đồ 5: LNST (tỷ đồng)**



Lưu ý: 2023F là dự báo của chúng tôi và 2023P là KHKD của công ty.  
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2025 phản ánh doanh số bán trước yếu trong những năm trước:** Chúng tôi ước tính LNST của VHM sẽ giảm xuống mức trung bình của giai đoạn 2018-2020. Dự báo LNST của chúng tôi cho cả năm 2024 và 2025 là 24 nghìn tỷ đồng do điều kiện thị trường ảm đạm trong năm 2023 và 2024.

**Tuy nhiên, LNST năm 2023 sẽ duy trì ở mức tương đối cao,** ước tính đạt 30,7 nghìn tỷ đồng (+5% YoY), điều này một lần nữa phản ánh doanh số bán trước cao của các năm trước.

**Dự báo: Yuanta với các bên.** Các ước tính của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận năm 2023 tương ứng với các bên. Điều này không có gì ngạc nhiên do VHM có hiệu suất bán trước khá tốt trong hai năm qua, đây là yếu tố giúp dự báo sớm Hiệu quả kinh doanh năm 2023. Những dữ liệu này đều đã được công bố, do đó dự báo Hiệu quả kinh doanh năm 2023 sẽ không có sự chênh lệch lớn giữa các bên.

**Tuy nhiên, các dự báo của chúng tôi cho năm 2024-2025 thấp hơn nhiều so với các bên.** Do các giả định về giá trị hợp đồng bán trước của chúng tôi có thể thận trọng hơn: như đã thảo luận ở trên, giả định giá trị hợp đồng bán trước năm 2023 của chúng tôi khá thấp ở mức 54 nghìn tỷ đồng (-58% YoY). Các bên thể lạc quan hơn và cho rằng sự phục hồi sẽ diễn ra trong 1H24, trong khi chúng tôi cho rằng thị trường sẽ phục hồi trong 2H24.

Về mặt tổng thể, sự chênh lệch trong các dự báo giữa chúng tôi với các bên chỉ là vấn đề về thời gian. Chúng tôi tin rằng sự phục hồi của thị trường bất động sản là điều sẽ xảy ra, vì nhu cầu lớn về nhà ở từ tầng lớp trung lưu đang tăng lên, sẽ hỗ trợ sự phát triển của ngành BĐS trong những thập kỷ tới. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của VHM sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2026F. Do đó, giá mục tiêu dựa trên giá trị tài sản ròng (NAV) của chúng tôi thấp hơn -3,5% so với các bên.

**Biểu đồ 6: Yuanta vs Các bên**

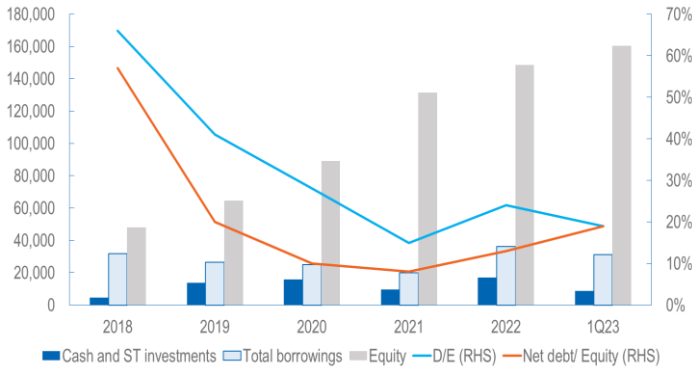
<b>Revenue (VND bn)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Consensus mean	89,918	101,727	110,069
<b>Yuanta forecast</b>	<b>89,623</b>	<b>87,718</b>	<b>96,878</b>
<i>%ge difference</i>	<i>-0.33%</i>	<i>-13.77%</i>	<i>-11.98%</i>
Consensus high	112,477	82,435	123,029
Consensus low	71,683	17,416	99,796
<b>Net income (VND bn)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Consensus mean	30,911	32,891	38,713
<b>Yuanta forecast</b>	<b>30,662</b>	<b>25,798</b>	<b>24,961</b>
<i>%ge difference</i>	<i>-0.81%</i>	<i>-21.57%</i>	<i>-35.52%</i>
Consensus high	34,545	37,913	42,621
Consensus low	27,926	27,117	32,390
<b>Target price (VND)</b>	<b>2023F</b>		
Consensus mean	79,700		
<b>Yuanta forecast</b>	<b>76,900</b>		
<i>%ge difference</i>	<i>-3.51%</i>		
Consensus high	100,000		
Consensus low	46,451		

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

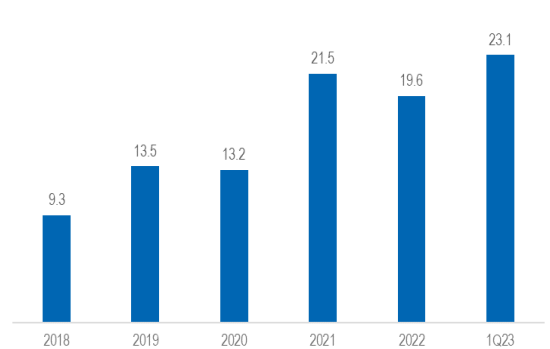
# Sức Mạnh Tài Chính Là Lợi Thế Cốt Lõi

Theo chúng tôi, sức mạnh tài chính của VHM đã được duy trì liên tục; đây là một lợi thế đặc biệt tích cực trong bối cảnh các vấn đề tài chính toàn ngành đang diễn ra. Công ty duy trì đòn bẩy nợ thấp, với tỷ lệ nợ ròng/ vốn chủ sở hữu là 19% trong Q1/2023 thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 42%. Ngoài ra, tỷ lệ thanh toán lãi vay (EBIT / chi phí lãi vay) của công ty ở mức 23,1x trong Q1/2023.

Biểu đồ 7: VHM: Đòn bẩy tài chính



Biểu đồ 8: Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)



## Top 20 developers: Key credit metrics as at 1Q23

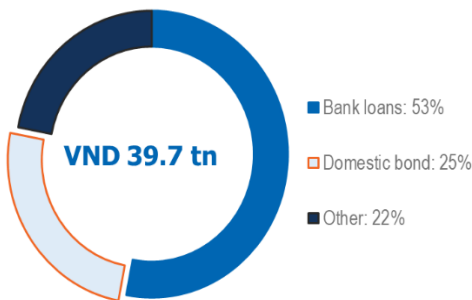
1Q23	VHM	NVL	DIG	PDR	KDH	DXG	NLG	CEO	HDG	VPI	SJS	HPX	HDC	SCR	IJC	AGG	IDJ	QCG	NBB	NTL	Sector
Liability to Asset < 0.7	0.50	0.81	0.36	0.60	0.41	0.50	0.45	0.40	0.52	0.64	0.62	N.A	0.57	0.44	0.38	0.61	0.27	0.54	0.73	0.18	0.60
Net debt to equity < 1	0.19	1.29	0.30	0.39	0.42	0.37	0.10	0.19	0.79	0.92	0.58	N.A	0.86	0.35	0.20	0.20	-0.01	0.13	1.48	-0.02	0.42
Cash coverage of short-term >1	0.47	0.18	0.48	0.10	1.74	0.35	2.36	0.56	0.67	0.32	0.07	N.A	0.10	0.15	0.24	1.41	8.27	0.09	0.01	100.00	0.37

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

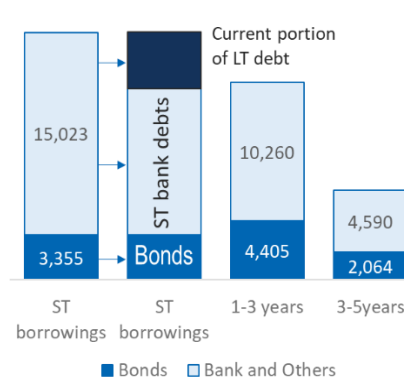
**VHM có vị thế thanh khoản tốt.** Tính đến cuối Q1/2023, công ty có 18,4 nghìn tỷ đồng nợ ngắn hạn, trong đó các khoản vay ngân hàng ngắn hạn (phần lớn là hạn mức tín dụng) chiếm 59%, phần còn lại là nợ ngắn hạn từ trái phiếu doanh nghiệp (chiếm 18%) và phần nợ dài hạn đáo hạn trong năm (chiếm 23%). Những khoản nợ này sẽ được thanh toán bằng tiền thu được từ giao dịch bán trước, chủ yếu từ các giao dịch bán sỉ (tức giao dịch trị giá 11,4 nghìn tỷ đồng đã chốt gần đây trong Q1/2023 và các giao dịch tiềm năng trong các quý tới) và khả năng vay mới nếu cần cho mục đích tái cấp vốn.

Biểu đồ 9: VHM: Đòn bẩy tài chính

### Debt Structure



### Debt Maturity Profile



- 47% of fixed rate debt
- 10.2% of avg. cost of debt
- 1.75 years of avg. debt maturity

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Huy động từ thị trường vốn để tăng thanh khoản, giúp VHM kiểm soát tình hình thị trường hiệu quả...**

**Huy động vốn trong Q1/2023 để tăng thanh khoản và hiệu quả kinh doanh.** VHM đã hoàn tất khoản vay hợp vốn quốc tế trị giá 445 triệu USD (~ 10,3 nghìn tỷ đồng) trong Q1/2023, với 6 ngân hàng thu xếp và bảo lãnh chính. Mục đích sử dụng vốn là để phục vụ cho hoạt động chung của công ty. Khoản vay 445 triệu USD bao gồm quyền chọn greenshoe trị giá 200 triệu USD, thời hạn 59 tháng và lãi suất dựa trên SOFR và cộng thêm +335 điểm cơ bản.



---

**...điều này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho giá bán sơ cấp và tác động tích cực đến tâm lý thị trường.**

---

Theo trao đổi của chúng tôi với các đại lý bất động sản, **VHM đã hợp tác với các ngân hàng thương mại để cung cấp các khoản vay cho khách hàng mua nhà của VHM**, như là một phần trong các chính sách hỗ trợ, VHM đang cân nhắc những hỗ trợ đặc biệt cho những khách hàng đang gặp khó khăn trong việc thanh toán nợ. Sự hỗ trợ này sẽ giúp giảm bớt gánh nặng tài chính của những chủ nhà đang gặp khó khăn.

Ngoài ra, **VHM đang giảm giá bán bằng cách cắt giảm chi phí bán hàng (ví dụ: chi phí môi giới trả cho đại lý bất động sản)**, đây là một động thái hợp lý khi tâm lý thị trường vẫn còn yếu. Ngoài ra, Theo tìm hiểu của chúng tôi, giá bán có thể được chiết khấu 20-30% nếu người mua nhà thanh toán đủ 100% giá trị hợp đồng và không áp dụng bất kỳ chương trình khuyến mại nào khác.

**Các nỗ lực quảng bá khác.** VHM đang phối hợp với các ngân hàng thương mại triển khai chương trình khuyến mại cho nhân viên ngân hàng vay mua nhà của VHM với lãi suất thấp. Ngoài ra, công ty còn hỗ trợ lịch trình thanh toán dài hơn cho người mua nhà. Chúng tôi tin rằng những động thái này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho giá bán sơ cấp và tạo ra những tác động tích cực đáng kể đến tâm lý thị trường.

**Các khoản cho vay nội bộ có thể được các cổ đông quan tâm.** Các khoản phải thu về cho vay ngắn hạn (Short-term loan receivables) tăng 9 nghìn tỷ đồng (2.8x QoQ) lên 14 nghìn tỷ đồng trong Q1/2023. Chủ yếu đến từ 9,2 nghìn tỷ đồng Các khoản cho vay các bên liên quan (so với chỉ 0,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2022).

Bao gồm Các khoản cho vay các bên liên quan dài hạn trước đó là 1,3 nghìn tỷ đồng, tổng các khoản cho vay các bên liên quan đạt 10,5 nghìn tỷ đồng (+10x QoQ) trong Q1/2023, chiếm 2,8% tổng tài sản.

Ban lãnh đạo cho biết các khoản cho vay này 1) có mức lãi suất tương đương với mức lãi suất cho vay trên thị trường hiện nay (tức 11%/năm), cao hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng, 2) được bảo lãnh bởi Vingroup (VIC, Không đánh giá), 3) cần có sự chấp thuận của hội đồng quản trị, và 4) được giới hạn ở mức 5% tổng tài sản

**Lượng tiền mặt giảm mạnh từ 10,8 nghìn tỷ đồng trong Q4/2022 xuống còn 1,8 nghìn tỷ đồng trong Q1/2023**, ban lãnh đạo cho rằng có hai nguyên nhân chính: (1) VHM đang hoàn thiện việc xây dựng OP2 và OP3 cũng như phải chi trả cho việc bồi thường và phí sử dụng đất đối với một số dự án khác. (2) Ngoài ra, doanh số bán trước đối với khách hàng cá nhân không mấy khả quan trong suốt Q1/2023, cùng với tâm lý thị trường yếu.

---

**Các khoản cho vay nội bộ trên BCTC Q1/2023 có thể được các cổ đông quan tâm**

---

## Định giá

Ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi đối với VHM là 76.900 đồng/cổ phiếu. Ước tính này giảm -30% so với ước tính giá trị tài sản ròng (NAV) / mỗi cổ phiếu trước đây của chúng tôi.

Cụ thể, chúng tôi đã cắt giảm NAV ước tính cho các dự án nằm ngoài TP.HCM và Hà Nội như Vinhomes Long Beach Cần Giờ, Vinhomes Green Hạ Long, Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Làng Vân.

Cụ thể, chúng tôi đã chuyển sang các giả định thận trọng hơn trong mô hình định giá như sau:

1. Chúng tôi điều chỉnh dòng tiền của các dự án của VHM với hoạt động bán trước dự kiến sẽ chậm lại trong năm 2023 và 1H24. Chúng tôi cho rằng thị trường sẽ vẫn ở trong chu kỳ giảm trong 12 tháng tới, trước khi phục hồi trong 2H24.
2. Chúng tôi giảm giá bán bình quân cho các dự án của VHM trong bối cảnh thị trường vẫn đang trong giai đoạn suy thoái của chu kỳ.

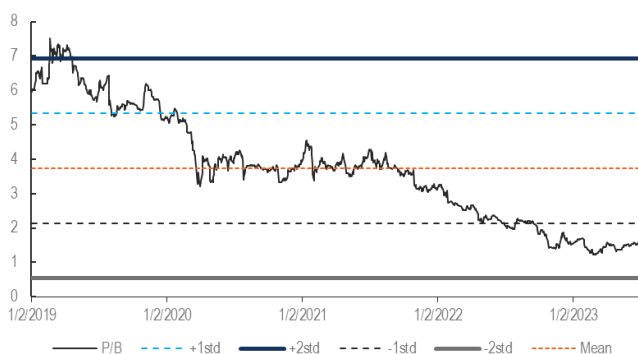
**Biểu đồ 10: Tóm tắt bảng định giá**

No	Project	Ownership rate (%)	Project NPV (VND tn)	Effective NPV (VND tn)	Proportion of NAV (%)
<b>1 RESIDENTIAL PROJECTS</b>					
	Vinhomes Green Hạ Long	100.00%	50,366	50,366	17.4%
	Vinhomes Can Gio	98.60%	50,712	50,002	17.2%
	Vinhomes Cu Chi	88.20%	39,025	34,420	11.9%
	Vinhomes Ocean Park 3	100.00%	33,610	33,610	11.6%
	Vinhomes Ocean Park 2	100.00%	20,148	20,148	6.9%
	Vinhomes Vũ Yên	100.00%	15,367	15,367	5.3%
	Vinhomes Wonder Park	100.00%	11,124	11,124	3.8%
	Vinhomes Co Loa	83.20%	12,822	10,668	3.7%
	Vinhomes Học Môn	100.00%	6,620	6,620	2.3%
	Vinhomes Làng Vân	95.80%	6,291	6,027	2.1%
	Others			27,964	9.6%
<b>2 OFFICES &amp; LEASING SERVICES</b>					
				13,359	4.6%
<b>3 INDUSTRIAL PARK</b>					
				10,282	3.5%
<b>Total project NPV</b>				<b>289,957</b>	
+ Cash & cash equivalents				8,611	
- Total debt				-39,699	
<b>NAV (VND trillion)</b>				<b>338,267</b>	
Number of shares (billion)				4.4	
<b>Fair Value (VND)</b>				<b>76,900</b>	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

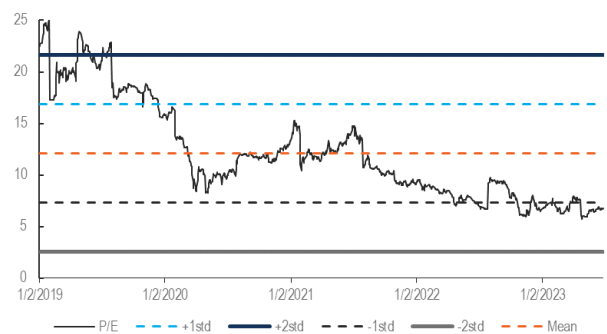
VHM hiện đang giao dịch với hệ số P/B là 1,55x, thấp hơn nhiều so với mức -1 lần độ lệch chuẩn. Với mức định giá này, chúng tôi cho rằng VHM có rủi ro giảm giá thấp và tiềm năng sinh lời hấp dẫn trong dài hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, VHM có **năng lực cao trong việc phát triển các dự án BĐS** và **rủi ro vỡ nợ thấp**, khiến VHM giao dịch ở mức 1.55 lần P/B trở thành một lựa chọn đầu tư cực kỳ hấp dẫn ngay cả khi thị trường vẫn đang trong giai đoạn suy thoái.

**Biểu đồ 11: P/B lịch sử**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 12: P/E lịch sử**



## Rủi ro đối với các giả định của chúng tôi

- Rủi ro mô hình định giá.** Vinhomes Long Beach Cần Giờ, Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Củ Chi là ba yếu tố biến động chính trong mô hình định giá của chúng tôi. Điều quan trọng cần lưu ý là các dự án này chiếm 46,2% trong tổng NAV ước tính của chúng tôi cho VHM. Do đó, ước tính RNAV của chúng tôi rất nhạy cảm với (1) giá thị trường tại các thị trường tỉnh lẻ (tức Quảng Ninh) và vùng ngoại ô TP.HCM như Củ Chi và Cần Giờ, (2) khả năng phục hồi của nhu cầu đối với bất động sản ở những khu vực đó và (3) quy trình thủ tục hành chính của các dự án này có thể kéo dài hơn chúng tôi dự kiến.
- Giao dịch với các bên liên quan có thể là vấn đề cần quan tâm.** Giá trị ròng của giao dịch với các bên liên quan đạt 94 nghìn tỷ đồng vào Q1/2023, chiếm 25% tổng tài sản. Khoảng 74% con số trên không gây quá nhiều lo ngại do được sử dụng cho việc mua lại các dự án từ Vingroup (ví dụ: tiền đặt cọc cho chuyển nhượng cổ phần, đầu tư và các mục đích phát triển dự án). Tuy nhiên, 26% còn lại (tương đương 25 nghìn tỷ đồng) bao gồm các khoản phải thu từ cho thuê tài chính và các khoản cho vay các bên liên quan có thể tiềm ẩn rủi ro cho cổ đông của VHM.
- Các rủi ro hoạt động.** Thị trường bất động sản đang chìm sâu trong giai đoạn suy thoái, điều này đã bóp nghẹt niềm tin của người mua nhà và có thể khiến cho việc bán hàng kéo dài hơn so với ước tính của chúng tôi. Ngoài ra, các điều kiện thị trường không phải lúc nào cũng diễn ra như mong đợi (ví dụ: các sự kiện kinh tế vĩ mô bất ngờ, tăng trưởng kinh tế, thu nhập của người dân, cũng như hiệu quả của hoạt động đầu tư công).

Do đó, các nhà phát triển có thể sẽ phải tung ra các chương trình khuyến mại và quà tặng để thu hút khách hàng. Mặc dù chúng tôi lạc quan với năng lực kinh doanh của VHM, nhưng công ty cũng sẽ không tránh khỏi những rủi ro chung này. Do đó, chi phí bán hàng có thể tăng lên và khả năng hấp thụ của các dự án có thể bị chậm lại.

Ngoài ra, nếu tình trạng suy thoái đang diễn ra kéo dài dài hơn so với dự kiến của chúng tôi, có thể gây tổn hại đến doanh thu, lợi nhuận và thậm chí là khả năng trả nợ của VHM.

---

**25 nghìn tỷ đồng đến từ các khoản phải thu từ cho thuê tài chính và các khoản cho vay các bên liên quan (ví dụ: Vinfast).**

---

INCOME STATEMENT (VND'bn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Net sales</b>	<b>84,986</b>	<b>62,393</b>	<b>89,623</b>	<b>87,718</b>	<b>96,878</b>
Cost of sales	(36,526)	(31,696)	(51,688)	(46,712)	(55,350)
<b>Gross Profit</b>	<b>48,460</b>	<b>30,696</b>	<b>37,935</b>	<b>41,006</b>	<b>41,528</b>
Selling expenses	(2,289)	(2,432)	(3,476)	(2,889)	(3,174)
General and admin expenses	(3,769)	(2,644)	(4,176)	(4,088)	(4,515)
<b>Operating profit/(loss)</b>	<b>42,402</b>	<b>25,620</b>	<b>30,283</b>	<b>34,029</b>	<b>33,839</b>
Financial income	7,995	16,690	13,352	4,006	3,205
Financial expenses	(2,786)	(4,394)	(5,338)	(5,818)	(5,873)
Gain/(loss) from joint ventures	54	56	-	-	-
Net other income/(expenses)	518	670	30	30	30
<b>Profit/(loss) before tax</b>	<b>48,183</b>	<b>38,642</b>	<b>38,327</b>	<b>32,247</b>	<b>31,201</b>
Income tax expenses	(9,235)	(9,481)	(7,665)	(6,449)	(6,240)
<b>Net profit/(loss) after tax</b>	<b>38,948</b>	<b>29,161</b>	<b>30,662</b>	<b>25,798</b>	<b>24,961</b>
Minority interests	(124)	(331)	(796)	(478)	(956)
<b>Attributable to parent company</b>	<b>38,824</b>	<b>28,830</b>	<b>29,866</b>	<b>25,320</b>	<b>24,005</b>
EPS basis reported, VND	9,015	6,621	6,859	5,815	5,513
EPS fully diluted, VND	9,015	6,621	6,859	5,815	5,513
		-25%	5%	-16%	-3%
FINANCIAL RATIO	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue, growth	19%	-27%	44%	-2%	10%
Operating Income, growth	101%	-40%	18%	12%	-1%
PBT, growth	32%	-20%	-1%	-16%	-3%
EPS, growth	8%	-27%	4%	-15%	-5%
Total Assets, growth	7%	57%	-3%	7%	7%
Equity, growth	47%	13%	20%	14%	12%
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Profit Margin	57%	49%	42%	47%	43%
Operating Profit Margin	50%	41%	34%	39%	35%
Net Margin	46%	47%	34%	29%	26%
ROE	35%	21%	19%	14%	12%
ROA	17%	10%	9%	7%	6%
ROIC	38%	24%	20%	15%	13%
<b>Efficiency (x)</b>					
Receivable Turnover	2.35x	0.93x	0.93x	0.93x	1.10x
Inventory Turnover	1.02x	0.68x	0.88x	0.81x	0.76x
Payable Turnover	1.22x	0.64x	0.73x	0.78x	0.87x
<b>Liquidity (x)</b>					
Current ratio	1.25x	1.05x	1.31x	1.50x	1.60x
Quick Ratio	0.63x	0.60x	0.77x	0.86x	0.84x
EBIT/ interest expense	21.52x	19.62x	8.18x	6.54x	6.31x
<b>Financial Structure (x)</b>					
Total liabilities/Total Assets	0.43x	0.59x	0.49x	0.46x	0.43x
Debt/Equity	0.15x	0.24x	0.25x	0.24x	0.21x

BALANCE SHEET (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Total assets</b>	<b>361,813</b>	<b>351,951</b>	<b>375,203</b>	<b>399,830</b>
<b>Current Assets</b>	<b>196,536</b>	<b>182,163</b>	<b>199,538</b>	<b>218,016</b>
Cash & cash equivalents	10,817	4,996	15,004	25,318
ST Investment	6,297	6,297	6,297	6,297
Accounts receivable	96,209	95,598	93,566	82,346
Inventories	64,362	52,651	63,181	82,135
Other current assets	18,851	22,621	21,490	21,920
<b>Long-term Assets</b>	<b>165,277</b>	<b>169,788</b>	<b>175,665</b>	<b>181,814</b>
Long-term trade receivables	22,797	25,077	27,585	30,344
Net fixed assets	9,340	8,058	7,864	7,639
LT Investment	7,491	8,491	9,491	10,491
LT assets other	125,649	128,162	130,725	133,340
<b>Total Resources</b>	<b>361,813</b>	<b>351,951</b>	<b>375,203</b>	<b>399,830</b>
<b>Total Liabilities</b>	<b>213,291</b>	<b>173,562</b>	<b>171,494</b>	<b>172,116</b>
Advances from customers	61,963	43,640	35,609	49,271
Accounts payable	15,031	20,511	20,134	22,872
<b>ST debts</b>	<b>15,330</b>	<b>15,330</b>	<b>15,330</b>	<b>15,330</b>
Other ST liabilities	95,438	59,686	62,050	48,694
<b>Long term debt</b>	<b>20,876</b>	<b>30,049</b>	<b>33,872</b>	<b>31,526</b>
Other LT debt	4,652	4,346	4,499	4,423
<b>Shareholder's equity</b>	<b>148,522</b>	<b>178,389</b>	<b>203,709</b>	<b>227,714</b>
Paid in capital	43,544	43,544	43,544	43,544
Share premium	1,260	1,260	1,260	1,260
Retained earnings	99,934	129,005	153,847	176,896
Other equity	475	475	475	475
Minority interest	3,309	4,105	4,583	5,539
CASH FLOW (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Begin cash of the year</b>	<b>4,626</b>	<b>10,817</b>	<b>4,996</b>	<b>15,004</b>
Net profit before tax	38,643	38,327	32,247	31,201
Adjustments	(9,307)	(5,338)	(5,818)	(5,873)
Change in Working Capital	1,668	(42,370)	(14,042)	(5,487)
<b>Cash from Operations</b>	<b>31,004</b>	<b>(9,381)</b>	<b>12,387</b>	<b>19,841</b>
Capital Expenditures	(18,299)	1,282	194	225
Investments	(54,767)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Change in other	46,237	(5,099)	(4,918)	(5,450)
<b>Cash from investments</b>	<b>(26,829)</b>	<b>(4,817)</b>	<b>(5,724)</b>	<b>(6,225)</b>
Dividend Paid	(9,384)	-	-	-
Proceeds from issue of shares	0	-	-	-
Net change in debt	11,400	9,173	3,823	(2,346)
Change in other	0	(796)	(478)	(956)
<b>Cash from financing</b>	<b>2,016</b>	<b>8,377</b>	<b>3,345</b>	<b>(3,302)</b>
Effect of FX differences	0	0	1	2
<b>Net change in Cash</b>	<b>6,191</b>	<b>(5,821)</b>	<b>10,008</b>	<b>10,314</b>
<b>Ending cash balance</b>	<b>10,817</b>	<b>4,996</b>	<b>15,004</b>	<b>25,318</b>

Source: Company data, Yuanta Vietnam

# Appendix A: Important Disclosures

## Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

## Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

## Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225,  
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104  
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd  
23/F, Tower 1, Admiralty Centre  
18 Harcourt Road,  
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office  
Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu  
Seoul, Korea 100-845  
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group)  
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH  
SCBD Lot 9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Thailand)  
127 Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Vietnam)  
4th Floor, Saigon Centre  
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,  
Ben Nghe Ward, District 1,  
HCMC, Vietnam

## YUANTA SECURITIES NETWORK



## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4<sup>th</sup> Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

### Institutional Research

#### Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

#### Tanh Tran

Analyst (Bank)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

#### Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

[di.luu@yuanta.com.vn](mailto:di.luu@yuanta.com.vn)

#### Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

#### Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

#### An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

[an.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:an.nguyen@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

#### Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

[anh.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:anh.nguyen2@yuanta.com.vn)

#### Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

[dat.bui@yuanta.com.vn](mailto:dat.bui@yuanta.com.vn)

#### Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

[hien.le@yuanta.com.vn](mailto:hien.le@yuanta.com.vn)

#### Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

[vi.truong@yuanta.com.vn](mailto:vi.truong@yuanta.com.vn)