

Các nhà phát triển BĐS: Nước lên thuyền lên

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

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

- UBND TP Hà Nội vừa phê duyệt chủ trương đầu tư đối với 298 khu đất làm dự án nhà ở theo cơ chế thí điểm trên tổng diện tích 1.530 ha theo Nghị quyết số 171/2024/QH15. TP.HCM cũng đang xem xét các đề xuất tương tự. Điều này cho thấy quyết tâm của Chính phủ trong việc thúc đẩy sự phát triển bền vững của thị trường BĐS.
- Nguồn cung mới cao hơn so với quý trước (sau giai đoạn thấp điểm do yếu tố mùa vụ trong Q1/2025, ở cả TP.HCM và Hà Nội) nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ. Tỷ lệ hấp thụ có sự phân hóa: Tỷ lệ hấp thụ tại Hà Nội giảm xuống 85% do nguồn cung dồi dào, trong khi tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM tăng vọt lên 137% nhờ nhu cầu tăng mạnh và nguồn cung thấp. Dự kiến sẽ có nhiều đợt mở bán hơn trong nửa cuối năm 2025, đặc biệt ở các khu vực ngoại thành.
- HSC kỳ vọng thị trường sẽ phục hồi mạnh hơn trong thời gian tới, nhờ quy trình phê duyệt dự án được đẩy nhanh và môi trường lãi suất tương đối thấp. Các nhà phát triển BĐS sẽ hưởng hưởng lợi từ các yếu tố này. KDH và NLG là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Thị trường Q2/2025: Phục hồi trong Q2/2025; hoạt động mở bán dự kiến sôi động

So với mùa thấp điểm trong Q1/2025, nguồn cung mới cao hơn so với quý trước ở cả TP.HCM và Hà Nội (dù giảm so với cùng kỳ ở cả hai thị trường do các nhà phát triển chờ tín hiệu phục hồi rõ nét hơn của thị trường. Do đó, HSC kỳ vọng thị trường sẽ sôi động hơn trong nửa cuối năm 2025). Trong khi đó, tỷ lệ hấp thụ có sự phân hóa: Tỷ lệ hấp thụ ở Hà Nội giảm xuống 85% (từ 115% trong Q1/2025) do nguồn cung dồi dào từ các đợt mở bán ở phân khúc cao cấp và hạng sang, trong khi tỷ lệ này ở TP.HCM tăng mạnh lên 137% (từ 104% trong Q1/2025), cho thấy nhu cầu tiếp tục tăng mạnh trong bối cảnh lượng hàng tồn kho khan hiếm.

Dự kiến sẽ có nhiều dự án được mở bán hơn trong nửa cuối năm 2025, đặc biệt ở các quận ngoại thành của TP.HCM và Hà Nội. Nguồn cung năm 2025 ước tính khoảng 30.000 căn hộ cao tầng ở Hà Nội và 9.000 căn ở TP.HCM. Giá sơ cấp dự kiến sẽ duy trì mức tăng 8% so với cùng kỳ do các nhà phát triển có xu hướng tăng giá bán ở các giai đoạn sau và đưa các sản phẩm cao cấp hơn ra thị trường.

Các khu đất thí điểm theo Nghị quyết số 171/2024/QH15; KDH, DXG, PDR sẽ hưởng lợi

UBND TP Hà Nội vừa phê duyệt chủ trương đầu tư đối với 298 khu đất làm dự án nhà ở theo cơ chế thí điểm trên tổng diện tích 1.530 ha theo Nghị quyết số 171/2024/QH15. Các khu đất thí điểm được đề xuất ở TP.HCM – bao gồm Bình Dương và Vũng Tàu – cũng đang được xem xét. Động thái này phản ánh cam kết mạnh mẽ của Chính phủ trong việc hỗ trợ ngành phát triển bền vững, thông qua việc triển khai nghị quyết và giám sát chặt chẽ để ngăn chặn tình trạng dư thừa nguồn cung và tình trạng đầu cơ. Trong danh sách các dự án đang được đề xuất, KDH, DXG và PDR có các dự án đủ điều kiện tham gia chương trình và các dự án dự kiến sẽ được phê duyệt pháp lý nhanh hơn.

Lựa chọn hàng đầu

HSC nhận thấy các biện pháp kích thích của Chính phủ bao gồm (1) nới lỏng phê duyệt dự án và (2) môi trường lãi suất tương đối thấp để hỗ trợ nhu cầu trong các giai đoạn tới. Bên cạnh đó, việc đầu tư mạnh vào cơ sở hạ tầng cũng là mục tiêu của Chính phủ nhằm kích thích tăng trưởng GDP, từ đó thị trường BĐS sẽ hưởng lợi.

Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu KDH (Mua vào, tiềm năng tăng giá 25%) và NLG (Mua vào, tiềm năng tăng giá 24%) nhờ các đợt mở bán dự kiến diễn ra trong năm 2025 và các yếu tố nền tảng vững chắc. Trong khi đó, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM và DXG lên Tăng tỷ trọng và hạ khuyến nghị đối với PDR xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), đồng thời tăng mạnh giá mục tiêu cho cả ba công ty, với tiềm năng tăng giá lần lượt là 12%, 20% và 18%.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DXG	18,200	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	21,800	50.0	19.8	65.2	47.8	1.48	1.44	-	-
KDH	31,250	Mua vào	-	39,000	3.72	24.8	38.1	30.5	1.74	1.66	0	0
NLG	38,950	Mua vào	-	48,200	-	23.7	21.5	21.7	1.47	1.40	1.28	1.28
NVL	15,250	Nắm giữ	-	15,600	-	2.30	N/a	256	0.80	0.80	-	-
PDR	19,650	Tăng tỷ trọng	Mua vào	23,100	12.1	17.6	62.6	31.6	1.58	1.50	0	0
VHM	88,800	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	99,500	29.2	12.0	10.7	9.89	1.54	1.33	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 14/7/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Nhiều phê duyệt pháp lý hơn sẽ hỗ trợ tích cực cho thị trường

HSC nhận thấy Chính phủ có sự hỗ trợ tích cực đối với ngành, bao gồm (1) quy trình phê duyệt dự án được đẩy nhanh và (2) môi trường lãi suất tương đối thấp. UBND TP Hà Nội vừa phê duyệt chủ trương đầu tư thí điểm đối với 298 khu đất trên tổng diện tích 1.530 ha theo Nghị quyết số 171/2024/QH15. Danh sách dự án được đề xuất cho TP.HCM – bao gồm Bình Dương và Vũng Tàu – cũng đang được xem xét. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung và tâm lý thị trường sẽ phục hồi tích cực hơn trong các giai đoạn tới. Đáng chú ý, DXG, PDR và KDH sở hữu quỹ đất lớn và có vị thế tốt để hưởng lợi. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm KDH và NLG.

Nguồn cung lớn nhờ pháp lý minh bạch, với các khu đất thí điểm được đề xuất ở TP.HCM

Việc chính quyền địa phương phê duyệt 298 khu đất thí điểm với tổng diện tích 1.530 ha tại Hà Nội theo Nghị quyết số 171/2024/QH15, và các khu đất thí điểm được đề xuất ở TP.HCM, Bình Dương và Vũng Tàu cho thấy mức độ sẵn sàng cao hơn của các cơ quan chức năng trong việc phê duyệt dự án mới. Cơ chế này có thể giúp tháo gỡ các rào cản pháp lý cho các nhà phát triển BĐS xây dựng quỹ đất để phát triển nhà ở thương mại, thúc đẩy nguồn cung trong tương lai nhằm đáp ứng nhu cầu nhà ở ngày càng tăng và qua đó kéo giảm giá bán căn hộ tại các thành phố lớn do nguồn cung hạn chế.

Trong số các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị, DXG, PDR và KDH có trong danh sách các khu đất thí điểm đang được đề xuất (Bảng 1). Chúng tôi xem đây là động lực tăng trưởng tích cực, vì các nhà phát triển này có thể hưởng lợi từ quy trình phê duyệt pháp lý nhanh hơn, cho phép các công ty đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án, từ đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Bảng 1: Các khu đất được đề xuất đưa vào triển khai thí điểm theo Nghị quyết 171/2024/QH15, TP.HCM và Bình Dương
Các khu đất của DXG, KDH và PDR nằm trong số các công ty chủ đầu tư được lựa chọn theo Nghị quyết 171, có khả năng hưởng lợi nhờ phê duyệt pháp lý nhanh chóng

Stt	Công ty	Diện tích (m ²)	Vị trí	Tên dự án
1	DXG	104,343	Thuận An, Bình Dương	DatXanhHomes ParkCity
2	DXG	11,565	Thuận An, Bình Dương	EcoCity Thuận An Apartment Complex
3	DXG	67,221	Hiệp Bình Chánh, TP.HCM	Dự án đang được thực hiện qua công ty con và chưa có trong danh mục dự án chính thức
4	DXG	60,707	Hiệp Bình Chánh, TP.HCM	Dự án đang được thực hiện qua công ty con và chưa có trong danh mục dự án chính thức
Tổng cộng		243,836		
6	PDR	282,300	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Khu dân cư hỗn hợp cao tầng tại phường Phú Hòa
7	PDR	17,500	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Dự án đang được thực hiện qua công ty con và chưa có trong danh mục dự án chính thức (khu dân cư cao tầng hỗn hợp tại phường Tương Bình Hiệp)
Tổng cộng		299,800		
9	KDH	19,016	Bình Trưng Đông, TP.HCM	Dự án Lộc Minh
10	KDH	18,280	Bến Cát, Bình Dương	Dự án đang được thực hiện qua công ty con và chưa có trong danh mục dự án chính thức (An Dien Workers' Housing)
Tổng cộng		37,296		
11	HDG	27,126	Linh Trung, TP.HCM	Dự án đang được thực hiện qua công ty con và chưa có trong danh mục dự án chính thức
Tổng cộng		50,363		
Grand Tổng cộng		608,059		

Nguồn: HSC thu thập

Ngày 10/7/2025, danh sách 150 khu đất với tổng diện tích khoảng 690 ha để phát triển nhà ở thương mại thí điểm tại Hà Nội theo Nghị quyết số 171/2024/QH15 đã được phê duyệt. Trước đó, vào ngày 5/5/2025, UBND TP Hà Nội đã phê duyệt 148 khu đất thí điểm để phát triển các dự án nhà ở thương mại theo nghị quyết này, với tổng diện tích 840 ha. Lưu ý, tháng 12/2024, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết số 171/2024/QH5 về việc triển khai thí điểm các dự án nhà ở thương mại thông qua

thương lượng để thu hồi hoặc nhận quyền sử dụng đất. Vui lòng xem báo cáo '[Diễn biến tích cực liên quan đến khung pháp lý](#)'.

KQKD Q2/2025 của thị trường: Đã qua mùa thấp điểm hằng năm

Nguồn cung mới trong tháng 4-6/2025 dồi dào hơn so với mùa thấp điểm trong Q1/2025 ở cả TP.HCM và Hà Nội. Tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức cao ở cả hai thành phố với 85% ở Hà Nội và 137% ở TP.HCM. Nhu cầu tại TP.HCM vẫn vững chắc trong khi nguồn cung tiếp tục khan hiếm.

HSC kỳ vọng sẽ có nhiều đợt mở bán mới hơn trong nửa cuối năm 2025, đặc biệt ở các khu vực ngoại thành của TP.HCM và Hà Nội. Chúng tôi dự báo giá sơ cấp sẽ tiếp tục tăng vì các nhà phát triển BĐS thường tăng giá ở các giai đoạn mở bán tiếp theo và chào bán các sản phẩm cao cấp.

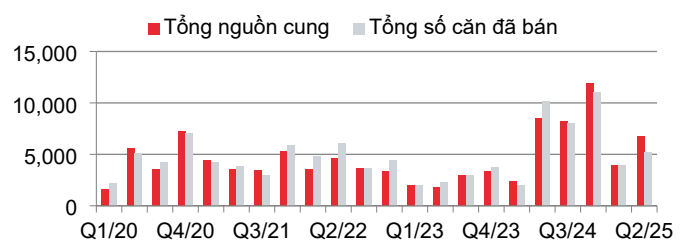
Thị trường căn hộ sơ cấp tại Hà Nội: 6.800 căn hộ mới (giảm 16,2% so với cùng kỳ nhưng tăng 73,5% so với quý trước). Tổng số căn hộ được bán ra đạt 5.200 căn (giảm 48,9% so với cùng kỳ nhưng tăng 31,6% so với quý trước) (Biểu đồ 2). Nguồn cung tập trung ở các dự án nằm ở các huyện ngoại thành như Hoàng Mai (330 căn), Gia Lâm (Phủ Thị Riverside – 150 căn hộ thấp tầng), Nam Từ Liêm (990 căn) và Đan Phượng (32 căn hộ thấp tầng).

Giá bán bình quân sơ cấp tại Hà Nội tiếp tục tăng 8,9% so với quý trước và tăng mạnh 29% so với cùng kỳ, đạt 3.280 USD/m², với toàn bộ nguồn cung mới đến từ phân khúc cao cấp và hạng sang.

Thị trường căn hộ sơ cấp TP.HCM: Nguồn cung giảm 11,1% so với cùng kỳ nhưng vẫn tăng gấp 3 lần so với quý trước, đạt 1.050 căn. Tổng số căn hộ được bán ra đạt 2.489 căn (tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ và tăng gấp 5 lần so với quý trước), cao hơn nguồn cung mới (Biểu đồ 3). Phân khúc căn hộ bình dân có sự trở lại đáng chú ý sau một thời gian dài vắng bóng, với dự án Picity Sky Park tại phường Dĩ An, TP.HCM (trước đây thuộc tỉnh Bình Dương) với mức giá 1.350 USD/m² (Bảng 5). Tập đoàn Bcons cũng đang mở bán dự án Bcons Solary, cũng tại phường Dĩ An, TP.HCM (trước đây là Bình Dương), với giá bán từ 1.300 USD/m².

Biểu đồ 2: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, Hà Nội

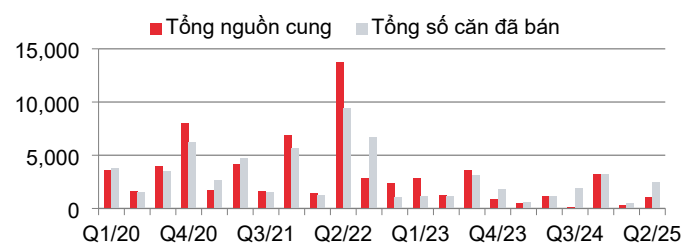
Nguồn cung trong Q2/2025 hồi phục sau khi giảm trong Q1 do yếu tố mùa vụ



Nguồn: CBRE, Knight Frank, HSC ước tính

Biểu đồ 3: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, TP.HCM

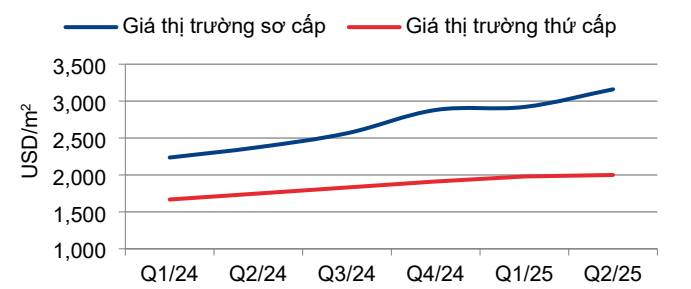
Nguồn cung Q2/2025 giảm 11,1% so với cùng kỳ và tăng 3 lần so với quý trước



Nguồn: CBRE, Knight Frank, HSC ước tính

Biểu đồ 4: Giá bán trên thị trường sơ cấp và thứ cấp theo quý, Hà Nội

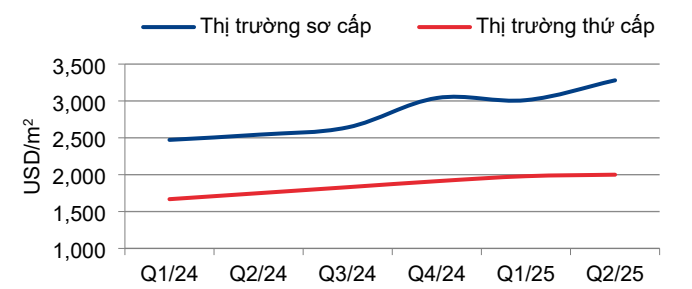
Giá trên thị trường sơ cấp đã tăng 33% so với cùng kỳ, và ổn định trên thị trường thứ cấp



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 5: Giá bán trên thị trường sơ cấp và thứ cấp theo quý, TP.HCM

Giá trên thị trường sơ cấp đã tăng 29% so với cùng kỳ lên 3.280 USD/m²



Nguồn: CBRE, HSC

Đẩy mạnh hoạt động mở bán trong nửa cuối năm 2025

Các nhà phát triển BĐS trong nước dự kiến sẽ đẩy mạnh hoạt động mở bán trong nửa cuối năm 2025, sau một năm 2024 bị các nhà phát triển nước ngoài chiếm ưu thế. Các dự án mở bán đáng chú ý sắp tới, chủ yếu nằm ở các khu vực ngoại thành, được thể hiện trong Bảng 6.

Đối với VHM, nhà phát triển BĐS lớn nhất nước, doanh số bán nhà dự kiến tăng trưởng 19% đạt 124 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 7,3% đạt 133 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và tăng trưởng 2,4% đạt 136 nghìn tỷ đồng trong năm 2027.

Đối với 5 nhà phát triển BĐS còn lại trong danh sách khuyến nghị, doanh số bán nhà năm 2025 dự kiến sẽ tăng mạnh 267,5% so với cùng kỳ đạt 34,9 nghìn tỷ đồng (bằng 28% của VHM trong cùng giai đoạn) sau một năm 2024 trầm lắng. Thị trường ấm lên, tâm lý thị trường cải thiện và các biện pháp của Chính phủ nhằm thúc đẩy nhu cầu được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh hơn trong năm nay. Cho năm 2026-2027, HSC dự báo tổng doanh số bán nhà của 5 nhà phát triển BĐS này sẽ tăng trưởng lần lượt 89,6% đạt 66,1 nghìn tỷ đồng và tăng trưởng 63% đạt 107,9 nghìn tỷ đồng.

Nhìn chung, doanh số bán nhà của 6 nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị dự kiến sẽ tăng trưởng 25,8% trong năm 2025 và tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 20,7%.

Bảng 6: Các dự án mới đáng chú ý dự kiến ra mắt trong 6 tháng cuối năm 2025, Việt Nam

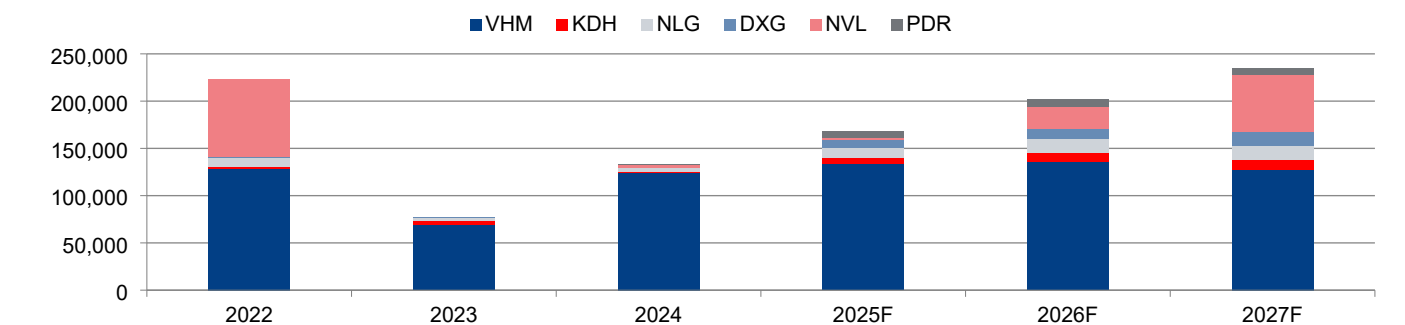
Các dự án chủ yếu có vị trí ở khu vực ven đô

Dự án	Số sản phẩm	Vị trí	Nhà phát triển	Loại hình	Giá (triệu đồng/m ²)
Sun Feliza Suites	1,000	Cầu Giấy, Hà Nội	Sun Group	Cao tầng	160-180
Lumiere Prime Hills	1,800	Đông Anh, Hà Nội	Masterise Homes	Cao tầng	115-130
Long Biên Central	442	Long Biên, Hà Nội	Taseco Land	Cao tầng	118
Sudico Nam An Khánh	241	Hoài Đức, Hà Nội	Sudico	Thấp tầng	100-140
Ha Do Charm Villas	150	Hoài Đức, Hà Nội	HDG	Thấp tầng	170-190
The Fullton	692	Hưng Yên	CapitaLand	Thấp tầng	170-230
Vinhomes Nguyễn Trãi	2,000	Cầu Giấy, Hà Nội	VHM	Cao tầng	120-160
The Jade Orchid	747	Bắc Từ Liêm, Hà Nội	Vimedimex & Bach Dang TMC	Cao tầng	
Starlake	200	Tây Hồ, Hà Nội	Daewoo E&C	Cao tầng	130-140
The Gladia	226	Thủ Đức, TP.HCM	KDH & Keppel Land	Thấp tầng	200-250
The Privé	1,200	Thủ Đức, TP.HCM	DXG	Cao tầng	100
The Global City - Sola	500	Thủ Đức, TP.HCM	Masterise Homes	Thấp tầng	175
Sycamore	510	Thủ Dầu Một, Bình Dương	CapitaLand & UOA	Cao tầng	33-38
LA Home	700	Bến Lức, Long An	Long An Prodezi	Thấp tầng	24-33
The Sculptura	75	Quận 7, TP.HCM	Phú Mỹ Hưng	Cao tầng	160-200

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Doanh thu bán nhà thực tế và dự báo (tỷ đồng), các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Dự báo tổng doanh thu tăng trưởng 25,8% trong năm nay và 20,4% trong năm 2026, trong đó 5 công ty nhỏ hơn có tốc độ tăng nhanh hơn



Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027: Dự kiến phục hồi mạnh

Nhờ doanh số bán nhà bắt đầu phục hồi trong năm 2024 và dự kiến tăng mạnh hơn trong năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận của hầu hết các nhà phát triển BĐS sẽ vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và bước vào giai đoạn phục hồi.

Do đó, chúng tôi tăng lần lượt 0,8%, 6,6% và 8,3% dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 cho 6 nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị. Tất cả các nhà phát triển BĐS dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng, với tổng lợi nhuận tăng trưởng 32,6% trong năm 2025 và 10% trong năm 2026 (Bảng 8).

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng chung bị Vinhomes kéo giảm đáng kể, vì VHM dự kiến chỉ tăng trưởng 7,6% trong năm 2025 nhưng cũng đóng góp lên đến 92,9% tổng lợi nhuận. Xem xét tốc độ tăng trưởng theo một cách khác, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng lợi nhuận bình quân của các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị (ngoại trừ NVL và VHM) vẫn duy trì ở mức cao 27,7% trong năm 2026.

Biểu đồ 8: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	28,831	33,371	31,877	34,247	36,862	37,030
KDH	1,102	716	810	830	1,036	1,618
NLG	556	484	518	698	691	758
DXG	215	176	253	285	388	1,320
NVL	2,162	606	(6,412)	(284)	116	4,115
PDR	1,137	684	155	285	563	696
Tổng cộng	34,003	36,037	27,201	36,061	39,657	45,537
Tổng cộng trừ NVL	31,841	35,431	33,613	36,345	39,541	41,422
Tổng cộng trừ NVL, VHM	5,295	3,010	2,060	1,736	2,098	2,679
<i>Growth y/y</i>						
VHM	-25.7%	15.7%	-4.5%	7.4%	7.6%	0.5%
KDH	-8.3%	-35.0%	13.1%	2.4%	24.9%	56.1%
NLG	-48.1%	-12.9%	7.0%	34.7%	-1.0%	9.7%
DXG	-81.4%	-18.1%	43.8%	12.7%	36.2%	239.9%
NVL	-33.0%	-72.0%	-1158.1%	-95.6%	-140.8%	3447.4%
PDR	-39.0%	-39.8%	-77.3%	83.9%	97.5%	23.6%
Tổng cộng	-28.2%	6.0%	-24.5%	32.6%	10.0%	14.8%
Tổng cộng trừ NVL	-27.8%	11.3%	-5.1%	8.1%	8.8%	4.8%
Tổng cộng trừ NVL, VHM	95.2%	-43.2%	-31.6%	-15.7%	20.8%	27.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Ước tính lợi nhuận thuần (tỷ đồng), các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

Mã CK	Q2/25F	So với cùng kỳ	6T25F	2025F
VHM	7,000	160.3%	9,689	34,247
KDH	70	-44.9%	197	830
NLG	80	-25.9%	188	698
DXG	32	-33.3%	80	285
NVL	(200)	51.5%	(332)	(284)
PDR	66	-15.4%	144	285
Tổng cộng	7,048		9,966	36,061

Nguồn: HSC ước tính

Cho Q2/2025, HSC dự báo lợi nhuận của VHM sẽ cải thiện 160,3% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận của 5 công ty còn lại trong danh sách khuyến nghị đều giảm (NVL: lỗ nặng hơn) (Bảng 9). Với mọi phương pháp tính toán, chúng tôi dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2025 sẽ tích cực hơn so với nửa đầu năm 2025, nhờ các đợt mở bán trong thời gian tới.

Định giá và khuyến nghị: NLG và KDH là những lựa chọn hàng đầu

Phương pháp định giá

Về phương pháp định giá, HSC định giá tất cả các cổ phiếu phương pháp SoTP để tính RNAV tại thời điểm giữa năm 2026 và phương pháp DCF để định giá các dự án đang phát triển. Đáng chú ý, chúng tôi giữ nguyên giả định WACC đối với tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị và tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%) và hệ số beta từ 0,9-1,4 lần.

Sau đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV/cp 10-30% để phản ánh mức bình quân quá khứ đã được điều chỉnh theo triển vọng, cũng như những thách thức tiềm ẩn để xác định giá mục tiêu của các cổ phiếu. Nhận thấy triển vọng ngày càng cải thiện và rủi ro giảm bớt đối với các nhà phát triển BĐS, HSC giảm mức chiết khấu giả định của các cổ phiếu này xuống thấp hơn bình quân 3 năm (Bảng 12). Cụ thể, chúng tôi giảm 10 điểm phần trăm mức chiết khấu giả định so với RNAV/cp đối với KDH, PDR và DXG lần lượt xuống 10%, 10% và 30% (chúng tôi đã làm tương tự đối với NVL trong báo cáo phát hành ngày 15/7/2025, giảm mức chiết khấu từ 40% xuống 30%), và giảm 15 điểm phần trăm cho VHM xuống 20%. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu giả định so với RNAV đối với NLG ở mức 20% (Bảng 10).

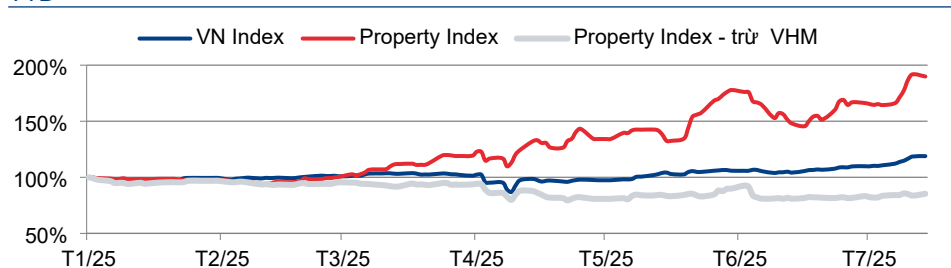
Bảng 10: Các giả định chính, các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Phần bù phụ trội	WACC giả định cũ	WACC giả định mới	Chiết khấu RNAV cũ	Chiết khấu RNAV mới
VHM	4.0%	8.75%	1.50%	13.9%	13.9%	20.0%	10.0%
KDH	4.0%	8.75%	1.50%	12.8%	12.8%	35.0%	20.0%
DXG	4.0%	8.75%	1.50%	15.3%	15.3%	40.0%	30.0%
NVL*	4.0%	8.75%	1.50%	11.3%	11.3%	40.0%	30.0%
PDR	4.0%	8.75%	1.50%	12.5%	12.5%	20.0%	10.0%

Ghi chú: *số liệu thay đổi của NVL đã được chúng tôi cập nhật trong báo cáo ngày 15/7. Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 11: Chỉ số property index

Chỉ số property index (không bao gồm VHM) has underperformed the VN Index by 8.7% YTD



Ghi chú: (1) Chỉ số Property index của HSC bao gồm 12 công ty phát triển và môi giới BĐS tại Việt Nam do HSC khuyến nghị bao gồm KDH, NLG, PDR, VHM, DXG, DXS, CRE, và NVL và các công ty không thuộc danh mục khuyến nghị gồm: VPI, DIG, CEO, HDC; giá bình quân của cổ phiếu tính theo tỷ trọng vốn hóa.; (2) giá đóng cửa tính ngày 14/7/2025. Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 12: Định giá, các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

Mã CK	Khuyến nghị	Giá cổ phiếu (ngày 14/7)	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	RNAV/cp	Chiết khấu thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm
VHM	Tăng tỷ trọng	88,800	124,300	99,500	12.0%	28.6%	54.0%
KDH	Mua vào	31,250	43,300	39,000	24.8%	27.8%	36.8%
NLG	Mua vào	38,950	60,200	48,200	23.7%	35.3%	37.0%
DXG	Tăng tỷ trọng	18,200	31,200	21,800	19.8%	41.7%	44.7%
NVL	Năm giữ	15,250	22,300	15,600	2.3%	31.6%	32.5%
PDR	Tăng tỷ trọng	19,650	25,700	23,100	17.6%	23.5%	30.2%
Bình quân						31.4%	39.2%

Ghi chú: dựa trên giá đóng cửa tại ngày 14/7/2025.
 Nguồn: HSC ước tính

Diễn biến giá cổ phiếu trong thời gian gần đây và bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của 6 nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị tăng bình quân 28,9% trong 1 tháng qua (diễn biến tích cực hơn 14,8% so với chỉ số VN-Index) nhờ những thông tin tích cực từ các chỉ đạo của Chính phủ và lãi suất giảm từ Q4/2024. Đáng chú ý, ngoại trừ VHM, giá cổ phiếu của 5 nhà phát triển BĐS còn lại trong danh sách khuyến nghị tăng bình quân 5,4% trong 1 tháng qua (vẫn kém hơn 8,7% so với chỉ số VN-Index). Tính từ đầu năm đến nay, giá của 6 cổ phiếu này đã tăng bình quân 100,2% (được dẫn dắt bởi VHM, với mức tăng 118,5%), cao hơn so với mức tăng 18,9% của chỉ số VN-Index.

Với diễn biến này, các cổ phiếu hiện đang giao dịch với mức chiết khấu bình quân 31,4% so với RNAV/cp, dao động từ 24% đến 42%. Đáng chú ý, chúng tôi tăng bình quân 2,4% dự báo RNAV/cp.

Với mức định giá thị trường hiện tại, chúng tôi có một số lưu ý sau:

- Cổ phiếu VHM đang giao dịch ở chiết khấu 29% so với ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 54%. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,7 lần.
- Cổ phiếu KDH đang giao dịch ở chiết khấu 28% so với ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 36,9 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25,2 lần.
- Cổ phiếu NLG đang giao dịch ở chiết khấu 35% so với ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,5 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 25,3 lần.
- Cổ phiếu DXG đang giao dịch ở chiết khấu 42% so với ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 45%. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 53 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 65% trong 3 tháng qua, có lẽ nhờ (1) triển vọng tích cực về mặt pháp lý diễn ra sớm hơn kỳ vọng và (2) tâm lý thị trường cải thiện, NVL hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,5% so với ước tính RNAV/cp (22.322đ), sát với bình quân 3 năm ở mức 32,5%.
- Cổ phiếu PDR đang giao dịch với RNAV và P/E thấp hơn so với bình quân quá khứ. Cổ phiếu đang giao dịch ở chiết khấu 24% so với ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 30%. PDR cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 31,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 56,8 lần.

Khuyến nghị

HSC tiếp tục ưa thích cổ phiếu KDH (Mua vào, giá mục tiêu 39.000đ; sau khi điều chỉnh tăng 3,7%) và NLG (Mua vào, giá mục tiêu 48.200đ) nhờ mở bán dự án mới trong năm 2025 và yếu tố nền tảng vững chắc. Hai cổ phiếu này hiện đang giao dịch

với mức chiết khấu lần lượt là 37% và 35% so với RNAV điều chỉnh, cho thấy tiềm năng tăng giá lần lượt là 24,8% và 23,7%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng tăng 3,7% giá mục tiêu lên 39.000đ (tiềm năng tăng giá 24,8%), dựa trên tác động chung của việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu 48.200đ đối với NLG.

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM và DXG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu được điều chỉnh tăng lần lượt 29% và 39% lên 99.500đ và 20.200đ, cho thấy tiềm năng tăng giá lần lượt là 12% và 11%. Nhà đầu tư nên tích cực tích lũy cổ phiếu VHM khi có bất kỳ đợt điều chỉnh nào. HSC kỳ vọng dự án The Prive sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt và mang lại cho DXG dòng tiền đủ mạnh để tái đầu tư vào các dự án nhận được phê duyệt pháp lý. Mảng nghiệp vụ môi giới cũng sẽ hỗ trợ tăng trưởng doanh thu của Công ty. Việc sáp nhập tỉnh giúp tăng giá trị quỹ đất, vì phần lớn tài sản của DXG nằm ở Bình Dương, hiện là một phần của TP.HCM.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với PDR xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào nhưng tăng 12,1% giá mục tiêu lên 23.100đ sau khi giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV, phản ánh triển vọng thị trường được cải thiện và khả năng phê duyệt các dự án theo Nghị quyết 171. Các động lực tăng trưởng của PDR liên quan đến ba đợt mở bán dự kiến trong năm nay (Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower và Q1 Quy Nhơn) sẽ tiếp tục hỗ trợ tâm lý thị trường và mở ra tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn.

DXG và PDR cũng có dự án nằm trong danh sách các khu đất thí điểm đang được đề xuất theo Nghị quyết số 171/2024/QH15. Hai công ty này có quỹ đất ở cả TP.HCM và Bình Dương. Yếu tố tích cực trên cùng với tâm lý thị trường thuận lợi và việc giải phóng pháp lý tạo điều kiện cho DXG và PDR phát triển các dự án mới và ghi nhận lợi nhuận cao hơn trong thời gian tới.

HSC gần đây nâng khuyến nghị đối với NVL lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) và tăng mạnh giá mục tiêu lên 15.600đ (tiềm năng tăng giá 3,3%) sau khi điều chỉnh các giả định dựa trên những diễn biến tích cực trong thời gian gần đây liên quan đến tình trạng pháp lý của một số dự án lớn của Công ty (Aqua City, NovaWorld Phan Thiết, Victoria Village).

Mua vào (giữ nguyên)

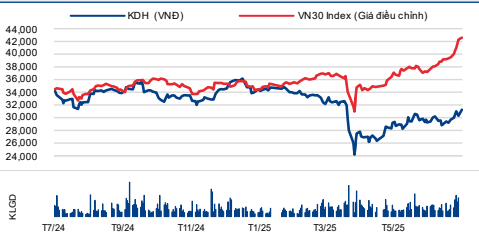
Giá mục tiêu: VNĐ39,000 (từ VNĐ37,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/7/2025)	31,250
Mã Bloomberg	KDH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,250-36,150
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	31,598
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,209
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,011
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	495
Slg CP NN được mua (tr.đv)	56.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.7%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Dragon Capital (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.84	12.4	(9.54)
So với chỉ số	(6.77)	(7.18)	(26.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	738	929	(20.6)
2026F	940	1,114	(15.6)
2027F	1,513	1,903	(20.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KDH là nhà phát triển biệt thự cao cấp có uy tín tại TP HCM có quỹ đất tập trung tại Quận 9 và Huyện Bình Chánh. Công ty đã mở rộng thành công sang phân khúc căn hộ trung cấp.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trang.btt@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Giảm dự báo lợi nhuận do thời điểm ghi nhận doanh thu; tăng giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng tăng 3,7% giá mục tiêu lên 39.000đ (tiềm năng tăng giá 24,8%), dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và giảm mức chiết khấu giá định so với RNAV.
- Chúng tôi giảm lần lượt 19-20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do lùi thời gian mở bán phân khu cao tầng của The Gladia sang năm 2026, dẫn đến việc chậm ghi nhận doanh thu và tăng 4,3% dự báo lợi nhuận năm 2027 lên 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 56,2%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 27,8% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 36,8%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 36,9 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25,2 lần. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng lợi nhuận

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với KDH sau khi đánh giá triển vọng thị trường BĐS, hiện đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh hơn. Do đó, đợt mở bán sắp tới cho dự án The Gladia của KDH được kỳ vọng sẽ hưởng lợi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, tăng dự báo cho năm 2027

HSC giảm lần lượt 20,3% và 19,1% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 xuống 830 tỷ đồng (tăng trưởng 2,4%) và 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,9%), chủ yếu do lùi thời điểm mở bán phân khu cao tầng của The Gladia sang năm 2026 (theo KHKD của Công ty), nên việc ghi nhận doanh thu được lùi sang năm 2027. Doanh thu năm 2025-2026 dự kiến được thúc đẩy bởi dự án Privia, các căn hộ thấp tầng tại dự án Gladia và Solina (11A). Cho năm 2027, chúng tôi tăng 4,3% dự báo lợi nhuận lên 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 56,2%), nhờ ghi nhận nhiều doanh thu hơn từ các căn hộ cao tầng của dự án Gladia, các căn hộ thấp tầng tại dự án Solina và bàn giao đất cho những khách hàng đầu tiên tại dự án KCN Lê Minh Xuân.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 27,8% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 36,8%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 36,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 25,2 lần. HSC tăng 3,7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 39.000đ, dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và việc giảm mức chiết khấu định so với RNAV xuống 10% (từ 20% trước đó và thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Quan điểm triển vọng tích cực của chúng tôi đối với thị trường TP.HCM càng được củng cố nhờ đà phục hồi mạnh hơn của thị trường BĐS, cũng như sự hỗ trợ tích cực của Chính phủ đối với toàn ngành. Những động lực thuận lợi này dự kiến sẽ mang lại lợi ích cho KDH, Công ty sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM. KDH, đơn vị hưởng lợi từ Nghị quyết số 171/2024/QH15, sẽ nhận được phê duyệt pháp lý nhanh hơn và chuẩn bị sẵn sàng để mở bán dự án trong năm nay. Dựa trên triển vọng tươi sáng mà HSC đã nhận thấy, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,205	1,301	2,089 ▼	2,287 ▼	2,669 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	716	810	830 ▼	1,036 ▼	1,619 ▲
EPS ĐC (đồng)	747	723	738 ▼	940 ▼	1,513 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	16,828	17,202	17,940	18,880	20,393
EV/EBITDA ĐC (lần)	22.9	27.4	19.2	17.8	14.1
P/E ĐC (lần)	41.8	43.2	42.4	33.2	20.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.86	1.82	1.74	1.66	1.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	2.00	27.5	60.9
ROAE (%)	5.72	5.25	4.67	5.57	8.15

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Các dự án đang triển khai có vị trí tốt tại TP.HCM đón đầu đà phục hồi

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH và tăng 3,7% giá mục tiêu lên 39.000đ (tiềm năng tăng giá 24,8%), dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 10% (từ 20% trước đó). Chúng tôi giảm lần lượt 20,3% và 19,1% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 830 tỷ đồng (tăng trưởng 2,4%) và 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,9%) do lùi thời điểm mở bán dự án The Gladia sang năm 2026. Do đó, việc ghi nhận doanh thu sẽ bắt đầu từ năm 2027. Dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2027 được điều chỉnh tăng 4,3% lên 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 56,2%) nhờ ghi nhận doanh thu các căn hộ còn lại của dự án chung cư cao tầng The Gladia. Với quỹ đất lớn tại TP.HCM, chúng tôi tin rằng KDH là đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ đà phục hồi của thị trường bất động sản.

Cập nhật các dự án đang triển khai

HSC giảm 38,4% dự báo doanh số bán nhà năm 2025 xuống 7,3 nghìn tỷ đồng (cao hơn so với 571 tỷ đồng trong năm 2024) sau khi lùi thời điểm mở bán các căn cao tầng của dự án The Gladia sang năm 2026 theo KHKD của Công ty. Doanh số bán nhà năm 2025 đến từ việc mở bán 226 căn thấp tầng của dự án này.

Cho năm 2026, chúng tôi tăng 29,6% dự báo doanh số bán nhà lên 9,1 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 23,4%. HSC kỳ vọng trong năm 2026, Công ty sẽ mở bán dự án 11A (Solina) do đã thanh toán 100% tiền sử dụng đất. KDH sẽ tiến hành các thủ tục pháp lý còn lại trong năm 2025.

Doanh số bán nhà năm 2027 được kỳ vọng đạt 11,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27,8%), nhờ tiếp tục hoạt động bán hàng tại các dự án The Gladia và 11A (Solina). Chúng tôi cũng kỳ vọng Công ty sẽ mở bán dự án tại các KCN Tân Tạo và KCN Lê Minh Xuân trong năm nay. Ngoài ra dự án Lộc Minh, nằm trong danh sách các khu đất thí điểm được đề xuất tại TP.HCM theo Nghị quyết số 171/2024/QH15, được kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt pháp lý nhanh hơn và sẵn sàng để mở bán trong năm nay.

Bảng 13: Các dự án năm 2025, KDH

	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (m2)	Tiến độ
Danh mục dự án trong ngắn hạn				
Privia	Quận Bình Tân, TP.HCM	Chung cư	1.8	Bắt đầu ban giao trong Q4/2024 và hoàn thành vào Q1/2025
Gladia By The Waters	Bình Trưng Đông, TP.Thủ Đức, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	11.8	Chờ phê duyệt bán hàng, dự kiến sẽ mở bán vào Q3/2025
KCN Lê Minh Xuân	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	KCN	109.9	Dự kiến thanh toán tiền sử dụng đất trong Q3/2025 mở bán năm 2027
Danh mục dự án trong dài hạn				
11A (Solina)	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	16.4	Đã thanh toán 100% chi phí sử dụng đất
Bình Trưng mở rộng	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	20.0	Đã hoàn thành đền bù đất
Phong Phú 2	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố	26.6	Đã hoàn thành đền bù đất
Tân Tạo	Quận Bình Tân, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	330.0	Hoàn thành đền bù đất gần 90%, chờ cấp phép xây dựng

Nguồn: KDH, HSC

Hình 14: Dự án Gladia By The Water, KDH

Dự án sẽ thúc đẩy lợi nhuận Công ty trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: KDH

Hình 15: Dự án Gladia By The Water, KDH

Đã được cấp phép bán hàng, đã khai trương nhà mẫu



Nguồn: KDH

Dự báo lợi nhuận thuần mới

HSC giảm 20,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 830 tỷ đồng (tăng trưởng 2,4%), dựa trên việc giảm 20,6% dự báo doanh thu xuống 6,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 84,1%) sau khi lùi thời điểm mở bán dự án căn hộ cao tầng The Gladia sang năm 2026 theo KHKD của Công ty. Doanh thu năm 2025 dự kiến chủ yếu đến từ việc ghi nhận doanh thu của các căn hộ còn lại của dự án Privia và mở bán các căn hộ thấp tầng đầu tiên tại dự án The Gladia (hợp tác với Keppel Land).

Chúng tôi giảm 19,1% dự báo lợi nhuận năm 2026 xuống 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,9%) sau khi điều chỉnh giảm 26,3% dự báo doanh thu xuống 6,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%) do lùi thời điểm mở bán dự án chung cư cao tầng The Gladia sang năm 2026, nên việc ghi nhận doanh thu sẽ bắt đầu từ năm 2027. Doanh thu năm 2026 được kỳ vọng sẽ đến từ các căn hộ thấp tầng tại các dự án Gladia và 11A (Solina).

Cho năm 2027, HSC tăng 4,3% dự báo lợi nhuận thuần lên 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 56,2%) trên doanh thu 7,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13,4%), nhờ ghi nhận doanh thu từ các căn hộ cao tầng còn lại tại dự án Gladia, các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A (Solina) và bắt đầu bàn giao đất tại dự án KCN Lê Minh Xuân.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 25,9% trong giai đoạn 2024-2027.

Bảng 16: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, KDH

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu	7,640	6,068	-20.6%	84.1%
Lợi nhuận gộp	3,321	2,493	-24.9%	43.3%
LNTT	2,465	1,966	-20.2%	87.0%
Lợi nhuận thuần	1,041	830	-20.3%	2.4%
2026F				
Doanh thu	8,592	6,329	-26.3%	4.3%
Lợi nhuận gộp	3,640	2,726	-25.1%	9.3%
LNTT	2,724	2,116	-22.3%	7.6%
Lợi nhuận thuần	1,281	1,036	-19.1%	24.9%
2027F				
Doanh thu	4,894	7,175	46.6%	13.4%
Lợi nhuận gộp	2,738	3,278	19.7%	20.3%
LNTT	2,176	2,514	15.5%	18.8%
Lợi nhuận thuần	1,553	1,619	4.3%	56.2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH và tăng 3,7% giá mục tiêu lên 39.000đ (tiềm năng tăng giá 24,8%), dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giảm mức chiết khấu giá định so với RNAV xuống 10% (từ 20% trước đó).

Quan điểm triển vọng tích cực của chúng tôi đối với TP.HCM càng được củng cố thêm nhờ đà phục hồi mạnh hơn của thị trường BĐS, cũng như việc sáp nhập tỉnh. Triển vọng tích cực của TP.HCM được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích cho KDH, Công ty nắm giữ quỹ đất lớn tại đây.

Ngoài ra, các dự án của KDH được đề xuất theo Nghị quyết số 171/2024/QH15 sẽ đảm bảo cho Công ty có đủ dự án để phát triển sau năm 2025, đến ít nhất năm 2032.

Về phương pháp định giá, HSC áp dụng phương pháp SoTP và DCF để xác định giá trị của các dự án đang được phát triển.

Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 1 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 13,9% (không đổi).

Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giá định so với RNAV ở mức 10% (từ 20% trước đó) – thấp hơn nhiều so với bình quân 36,8% trong ba năm qua – nhưng vẫn tin rằng KDH vẫn là một trong số rất ít các doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ triển vọng được cải thiện mạnh mẽ của thị trường bất động sản TP.HCM. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu trong Bảng 19.

Bảng 17: Định giá, KDH

Tỷ đồng	Lợi ích của KDH	HSC định giá lại (giữa năm-2026)	Phương pháp
Gladia (dự án hợp tác với Keppel)	50%	3,729	DCF
11A	100%	2,866	DCF
Phong Phú 2	100%	9,749	DCF
Khu dân cư Tân Tạo	100%	27,874	DCF
Các dự án khác	Various	8,113	Book value
Tổng giá trị tài sản		52,331	
Nợ/(tiền) thuần		(8,548)	
RNAV		43,783	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,011.1	
RNAV/cp (đồng)		43,301	
Chiết khấu		10%	
Giá mục tiêu (đồng)		39,000	

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), KDH

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh					
	3.0%	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
3.0%	43,000	41,900	41,100	40,000	39,000	
3.5%	41,900	40,900	40,000	39,000	38,000	
4.0%	40,900	39,800	39,000	38,000	37,100	
4.5%	39,800	38,800	38,000	37,100	36,200	
5.0%	38,800	37,800	37,100	36,200	35,200	

Nguồn: HSC

Bảng 19: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

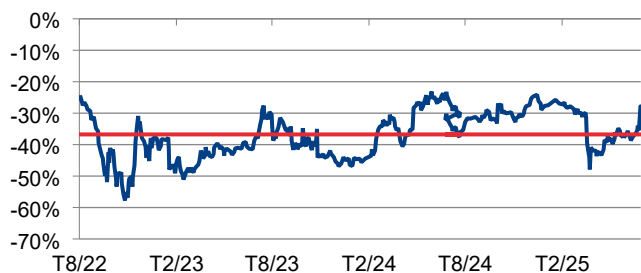
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tỷ lệ chiết khấu là 10%, thấp hơn so với mức bình quân 3 năm của KDH là 36,8%

(Giả định chiết khấu RNAV	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	52,000	47,600	43,300	39,000	34,600	30,300	26,000
Tiềm năng tăng giá	66.4%	52.3%	38.6%	24.8%	10.7%	-3.0%	-16.8%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

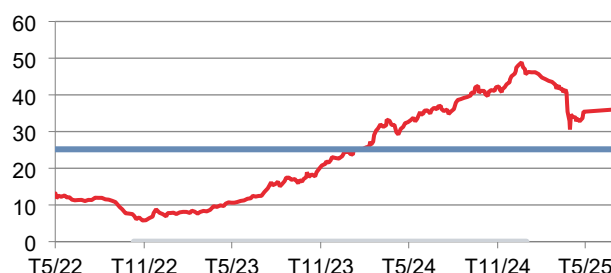
KDH đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 27,8% so với bình quân 3 năm ở mức 36,8%.



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 21: P/E trượt dự phóng 1 năm, KDH

KDH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 36,9 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 25,2 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 27,8% so với ước tính RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 36,8%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 36,9 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25,2 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,088	3,279	6,068	6,329	7,175
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	2,493	2,726	3,278
Chi phí BH&QL	(367)	(431)	(386)	(421)	(591)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	1,220	1,309	2,107	2,304	2,687
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(141)	(188)	(173)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(52.7)	(79.6)	0	0	0
LNTT	1,069	1,051	1,966	2,116	2,514
Chi phí thuế TNDN	(340)	(248)	(515)	(575)	(645)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(13.8)	6.68	(621)	(504)	(250)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	716	810	830	1,036	1,619
Lợi nhuận thuần ĐC	650	731	746	951	1,530
EBITDA ĐC	1,205	1,301	2,089	2,287	2,669
EPS (đồng)	905	801	820	1,025	1,601
EPS ĐC (đồng)	747	723	738	940	1,513
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	791	1,011	1,011	1,011	1,011
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	799	1,011	1,011	1,011	1,011
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	879	1,011	1,011	1,011	1,011

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,730	3,096	1,405	1,572	1,813
Đầu tư ngắn hạn	8.52	277	277	277	277
Phải thu khách hàng	1,831	3,013	2,465	2,601	2,029
Hàng tồn kho	18,787	22,180	26,850	31,293	30,408
Các tài sản ngắn hạn khác	381	276	192	405	928
Tổng tài sản ngắn hạn	24,737	28,840	31,189	36,148	35,455
TSCĐ hữu hình	81.3	73.3	62.8	52.2	41.6
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	131	233	226	219	212
Đầu tư dài hạn	945	1,027	1,280	1,487	1,486
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	587	579	579	579	579
Tổng tài sản dài hạn	1,744	1,913	2,148	2,337	2,319
Tổng cộng tài sản	26,481	30,753	33,337	38,485	37,774
Nợ ngắn hạn	1,444	1,100	2,301	2,352	2,521
Phả trả người bán	92.1	288	169	170	184
Nợ ngắn hạn khác	924	612	772	869	984
Tổng nợ ngắn hạn	5,346	4,179	3,855	6,654	7,325
Nợ dài hạn	4,901	5,998	7,539	8,433	5,271
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	658	634	634	634	634
Nợ dài hạn khác	50.9	489	489	489	489
Tổng nợ dài hạn	5,610	7,121	8,662	9,556	6,394
Tổng nợ phải trả	10,958	11,302	12,519	16,212	13,721
Vốn chủ sở hữu	13,451	17,394	18,139	19,090	20,620
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,072	2,057	2,678	3,183	3,433
Tổng vốn chủ sở hữu	15,523	19,450	20,818	22,273	24,053
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,481	30,753	33,337	38,485	37,774
BVPS (đ)	16,828	17,202	17,940	18,880	20,393
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,616	4,002	8,436	9,213	5,978

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,220	1,309	2,107	2,304	2,687
Khấu hao	15.0	8.14	17.6	17.6	17.6
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(141)	(188)	(173)
Thuế TNDN đã nộp	(807)	(378)	(515)	(575)	(645)
Thay đổi vốn lưu động	(996)	(4,052)	(4,914)	(972)	2,766
Khác	(218)	(357)	44.1	(263)	(573)
LCT thuần từ HĐKD	(1,556)	(4,252)	(4,180)	(571)	3,234
Đầu tư TS dài hạn	(183)	(94.7)	(253)	(207)	0.80
Góp vốn & đầu tư	(254)	0	0	0	0
Thanh lý	3,191	0.29	0	0	0
Khác	73.2	(219)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	2,826	(314)	(253)	(207)	0.80
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	132	3,179	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(425)	752	2,742	945	(2,994)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(293)	3,932	2,742	945	(2,994)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,753	3,730	3,096	1,405	1,572
LCT thuần trong kỳ	977	(634)	(1,691)	167	241
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,730	3,096	1,405	1,572	1,813
Dòng tiền tự do	(1,740)	(4,346)	(4,433)	(778)	3,235

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	76.0	53.1	41.1	43.1	45.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.7	39.7	34.4	36.1	37.2
Tỷ suất LNT (%)	34.3	24.7	13.7	16.4	22.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	31.8	23.6	26.2	27.2	25.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(28.3)	57.0	85.1	4.32	13.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.41)	8.00	60.6	9.46	16.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(44.2)	12.6	2.00	27.5	60.9
Tăng trưởng EPS (%)	(44.1)	(11.5)	2.44	24.9	56.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	2.00	27.5	60.9
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.72	5.25	4.67	5.57	8.15
ROACE (%)	6.20	5.49	7.52	7.52	8.63
Vòng quay tài sản (lần)	0.09	0.11	0.19	0.18	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.28)	(3.25)	(1.98)	(0.25)	1.20
Số ngày tồn kho	13,683	5,263	2,742	3,169	2,848
Số ngày phải thu	1,333	715	252	263	190
Số ngày phải trả	67.1	68.4	17.2	17.2	17.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	37.2	34.0	48.4	63.9	45.3
Nợ/tài sản (%)	33.0	29.3	30.5	35.8	29.5
EBIT/lãi vay (lần)	12.5	7.33	14.9	12.2	15.5
Nợ/EBITDA (lần)	7.25	6.92	4.87	6.02	4.18
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.63	6.90	8.09	5.43	4.84
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	13.2	10.9	6.60	6.45	5.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	22.9	27.4	19.2	17.8	14.1
P/E (lần)	34.5	39.0	38.1	30.5	19.5
P/E ĐC (lần)	41.8	43.2	42.4	33.2	20.7
P/B (lần)	1.86	1.82	1.74	1.66	1.53
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)
Giá mục tiêu: VNĐ21,800 (từ VNĐ14,530)
Tiềm năng tăng/giảm: 19.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/7/2025)	18,200
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,004-18,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,575
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	711
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,021
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	510
Slg CP NN được mua (tr.đv)	281
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.5%
Tỷ lệ freefloat	72.6%
Cổ đông lớn	Chủ tịch (11.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	15.6	47.4	52.5
So với chỉ số	0.84	21.7	23.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	271	252	7.5
2026F	369	820	(55.0)
2027F	1,254	823	52.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DXG là nhà môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Công ty đã phân nhánh thành công các dự án phát triển và chủ yếu tập trung vào phân khúc bình dân và trung cấp.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Triển vọng ngành cải thiện; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 50% giá mục tiêu lên 21.800đ (tiềm năng tăng giá 19,8%, sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và đưa ra các giả định định giá mới lạc quan hơn.
- Chúng tôi tăng lần lượt 8%, 23% và 57% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ mức đóng góp của DXS cao hơn và mở bán căn hộ tại dự án The Prive. Dự án này và dự án Gem Sky World là những động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong giai đoạn này.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,6% so, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44,7%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 53 lần, cao hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng lợi nhuận

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi đánh giá triển vọng thị trường BDS, hiện đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh hơn. Do đó, chúng tôi cũng tăng dự báo số lượng căn hộ được bán tại dự án The Prive (dự kiến mở bán vào tháng 8).

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng lần lượt 7,9% và 22,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 285 tỷ đồng (tăng trưởng 12,9%) và 388 tỷ đồng (tăng trưởng 36,2%), nhờ công ty con DXS (Mua vào, giá mục tiêu 12.500đ; DXG sở hữu 60,3% cổ phần) có đóng góp cao hơn và hoạt động bàn giao căn hộ tại dự án Gem Sky World (khoảng 600 căn hộ trong năm 2025 sau khi giải quyết vấn đề pháp lý trong Q4/2024; các đợt mở bán trong năm 2025 sẽ được ghi nhận doanh thu vào năm 2026). Trong khi đó, cho năm 2027, chúng tôi tăng 57% dự báo lợi nhuận lên 1.320 tỷ đồng (tăng trưởng 239,9%) nhờ số lượng căn hộ tại dự án The Prive được bán cao hơn kỳ vọng và doanh thu môi giới từ DXS tăng mạnh. Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 73,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,6%, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44,7%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 53 lần, cao hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần. HSC tăng 50% giá mục tiêu lên 21.800đ dựa trên các dự báo lợi nhuận mới/tích cực hơn và giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 30% (từ 40%). Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DXG lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ), với tiềm năng tăng giá là 20% tại giá mục tiêu mới.

Trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung tại TP.HCM và tâm lý của người mua nhà cải thiện, HSC kỳ vọng dự án The Prive sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt và mang lại cho DXG dòng tiền đủ mạnh để tái đầu tư vào các dự án đã nhận được phê duyệt pháp lý. Mảng nghiệp vụ môi giới cũng sẽ hỗ trợ tăng trưởng doanh thu của Công ty. DXG cũng có dự án nằm trong danh sách các khu đất thí điểm đang được đề xuất theo Nghị quyết số 171/2024/QH15, Công ty có quỹ đất ở cả TP.HCM và Bình Dương. Tâm lý thị trường thuận lợi và vấn đề pháp lý đã mang lại cho DXG vị thế tốt để tăng trưởng trong thời gian tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	768	1,150	1,206 ▲	1,587 ▲	2,930 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	167	213	285 ▲	388 ▲	1,320 ▲
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	271 ▲	369 ▲	1,254 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,377	14,484	12,294	12,663	13,917
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	16.1	20.4	15.0	7.59
P/E ĐC (lần)	N/a	1,218	67.2	49.3	14.5
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.18	1.26	1.48	1.44	1.31
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,713	36.2	240
ROAE (%)	1.79	2.14	2.48	3.05	9.73

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tỷ lệ hấp thụ tại dự án The Prive dự kiến cao hơn; Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 50% giá mục tiêu lên 21.800đ (tiềm năng tăng giá 19,8%, sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 30%. Chúng tôi tăng lần lượt 7,9%, 22,5% và 57% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ DXS có đóng góp cao hơn và mở bán dự án The Prive. Dự án Gem Sky World và The Prive là những động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong giai đoạn này. Chúng tôi cho rằng điều kiện thị trường hiện tại đang thuận lợi cho DXG, với tâm lý thị trường cải thiện trước các đợt mở bán sắp tới và việc giải quyết các vấn đề pháp lý tại các dự án quan trọng. Những yếu tố trên sẽ giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cập nhật HĐKD chính/Công ty

HSC kỳ vọng doanh số bán nhà sẽ đạt 7,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, 11 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 43,9%) trong năm 2026 và 14 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,7%) trong năm 2027, tương ứng với mức tăng trưởng doanh số 10,6%, 7,3% và 34,5%.

The Prive: Dự kiến mở bán vào tháng 8/2025

Do thị trường tiếp tục giữ vững đà phục hồi, HSC dự báo tỷ lệ hấp thụ sẽ cải thiện tại dự án The Prive. Giai đoạn 1, với khoảng 1.200 căn, dự kiến sẽ mở bán vào tháng 8/2025. Công ty đã tổ chức sự kiện giới thiệu dự án và nhận được 4.218 lượt đặt chỗ. Giá bán dự kiến là 99 triệu đồng/m².

Hình 22: Tiến độ ra mắt dự án The Prive, DXG

Dự án sẽ chia ra thành 3 giai đoạn



Nguồn: DXG

Hình 23: Công trường thi công dự án The Prive, DXG

Đang dần hoàn thiện nền móng



Nguồn: DXG

Bảng 24: Tiến độ các dự án trọng điểm, DXG

Stt	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Diện tích (m ²)	Tổng số sp	Số sản phẩm chưa bán	Loại hình	Tiến độ
1	Gem Sky World	100%	Đông Nai	922,000	4,000	1,700	Thấp tầng	Đã bàn giao 46%, dự kiến mở bán lại khoảng 1.700 căn trong năm 25
2	The Prive	100%	TP.HCM	67,143	3,175	3,175	Cao tầng	Đã được cấp phép xây dựng, dự kiến khởi công lại vào năm 2025
3	Opal Parkview	100%	Bình Dương	51,000	6,800	6,800	Cao tầng	Đã có QH 1/500, chờ tính tiền sử dụng đất (LUR)
4	Opal Park City	100%	Bình Dương	100,000	7,400	7,400	Cao tầng	Giai đoạn thủ tục pháp lý
5	Opal City View	100%	Bình Dương	9,700	1,500	1,500	Cao tầng	Đang nộp hồ sơ xin cấp 1/500, dự kiến hoàn thành năm 2025
6	Opal Luxury	100%	Bình Dương	86,834	3,400	3,400	Cao tầng	Đang chờ tính toán tiền sử dụng đất, dự kiến hoàn thành vào tháng 6-25

Nguồn: DXG, HSC

Các dự án đang được triển khai trong ngắn hạn

Gem Sky World (Đồng Nai): Khoảng 1.700 căn hộ dự kiến sẽ được mở bán trở lại trong Q4/2025. Dự án được thiết kế với khoảng 4.000 căn hộ, trong đó 60% số căn hộ đã được bán. 46% số căn hộ (khoảng 1.800 căn) đã được bàn giao.

Dự án Opal Parkview, Opal Park City, Opal City View và Opal Luxury (Bảng 24) đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Chúng tôi dự báo hoạt động mở bán sẽ diễn ra từ năm 2028 trở đi. Đáng chú ý, dự án Opal Park City nằm trong danh sách các khu đất thí điểm được đề xuất ở Bình Dương theo Nghị quyết số 171/2024/QH15. Chúng tôi xem đây là chất xúc tác tích cực cho DXG đẩy nhanh tiến độ phê duyệt pháp lý cho dự án này.

DXS: Tăng 65% giá mục tiêu sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Gần đây, HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), đồng thời tăng 64,5% giá mục tiêu lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 25%) trong báo cáo được phát hành gần đây '[Triển vọng lợi nhuận tích cực; nâng khuyến nghị lên Mua vào](#)'. DXS là một phần quan trọng của DXG, đóng góp bình quân 45,3% doanh thu cho Công ty trong 5 năm qua, cũng như đóng góp một tỷ lệ lớn hơn vào lợi nhuận hợp nhất của Công ty. Chúng tôi nhận thấy giá trị trong hoạt động môi giới BĐS mạnh mẽ của tập đoàn, vốn dự kiến sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS nhà ở.

Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng lần lượt 7,9% và 22,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 285 tỷ đồng (tăng trưởng 12,9%) và 388 tỷ đồng (tăng trưởng 36,2%) nhờ đóng góp cao hơn từ DXS. Doanh thu năm nay của Công ty dự kiến sẽ đến từ dự án Gem Sky World. Chúng tôi dự báo DXG sẽ ghi nhận doanh thu cho toàn bộ 600 căn hộ còn lại (trong tổng số khoảng 2.400 căn đã bán) trong năm 2025 sau khi giải quyết các vấn đề pháp lý vào Q4/2024, trong khi các căn hộ dự kiến mở bán trong năm 2025 sẽ được ghi nhận doanh thu trong năm 2026.

Cho năm 2027, HSC tăng 57% dự báo lợi nhuận lên 1.320 tỷ đồng (tăng trưởng 239,9%) sau khi điều chỉnh tăng 13,1% dự báo doanh thu lên 10,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 67,3%), nhờ số lượng căn hộ tại dự án The Prive được bán cao hơn kỳ vọng và đóng góp doanh thu môi giới từ DXS cao hơn.

Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 73,5%.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 25:

Figure 25: Earnings revisions, DXG

Tỷ đồng	FY24A	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	4,733	5,346	8.2%	12.9%	6,538	21.8%	22.3%	10,939	13.1%	67.3%
Doanh thu phát triển dự án	3,257	3,355	3.5%	3.0%	4,408	16.1%	31.4%	8,755	12.6%	98.6%
DXS	1,191	1,593	18.5%	33.8%	1,778	37.0%	11.6%	1,759	11.7%	-1.1%
Doanh thu khác	250	398	11.6%	58.9%	353	28.7%	-11.4%	426	31.9%	20.7%
Lợi nhuận gộp	2,285	2,513	7.9%	10.0%	3,036	19.4%	20.8%	5,658	16.3%	86.4%
LNST	454	571	18.3%	25.7%	883	42.7%	54.6%	1,979	31.1%	124.2%
Lợi nhuận thuần	253	285	7.9%	12.9%	388	22.5%	36.2%	1,320	57.0%	239.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Dự báo doanh thu bán nhà, DXG

Gem Sky World và The Prive tiếp tục đóng góp vào doanh thu giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2024E	2025F	2026F	2027F
Doanh thu chưa ghi nhận		7,651	11,012	14,034
Gem Sky World	-	1,521	1,597	1,677
The Prive	-	6,129	9,415	12,357

Doanh thu	1,249	2,213	2,892	6,908
Gem Sky World	1,249	2,213	2,892	1,391
The Prive	-	-	-	5,516

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 50% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 21.800đ (tiềm năng tăng giá 19,8%, sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 30% (từ 40%).

Với điều kiện thị trường hiện tại – bao gồm tình trạng thiếu hụt nguồn cung ở TP.HCM và tâm lý người mua nhà cải thiện – chúng tôi tin rằng dự án The Prive sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao. Với việc mở bán dự án The Prive, HSC kỳ vọng DXG sẽ tạo ra đủ dòng tiền để tái đầu tư vào các dự án đã được gỡ vướng pháp lý trong những năm tới. Hơn nữa, mảng nghiệp vụ môi giới của Công ty cũng được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào tổng doanh thu.

Việc sáp nhập tỉnh cũng được kỳ vọng sẽ nâng cao giá trị quý đất của DXG, vì một phần lớn quỹ đất của Công ty nằm ở Bình Dương, hiện đã được sáp nhập vào TP.HCM. Ngoài ra, DXG có đất nằm trong danh sách các khu đất được đề xuất thí điểm theo Nghị quyết số 171/2024/QH15, bao gồm các địa điểm ở TP.HCM và Bình Dương, với tổng diện tích đất là 255 ha.

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV/cp ở mức 31.200đ (tăng từ mức 20.300đ trước đó). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi phản ánh DXS (với giá mục tiêu mới) vào mô hình định giá. DXS hiện đóng góp 18,2% tổng ước tính RNAV của DXG.
- HSC giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 1,4 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 15,3% (không đổi).

Bảng 27: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV giữa năm 2026	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	30,306	
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	6,724	Tại giá mục tiêu 12.500đ tháng 7/2025
Tổng giá trị tài sản thuần	37,030	
Nợ/tiền thuần	(5,503)	
Điều chỉnh đối với DXS	525	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(5,196)	
RNAV	31,834	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,020.6	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	31,200	
Chiết khấu	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	21,800	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10.25%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH					
	3.0%	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
3.0%	23,400	22,900	22,500	22,000	21,600	21,200
3.5%	23,000	22,500	22,100	21,700	21,300	20,900
4.0%	22,700	22,300	21,800	21,400	21,000	20,600
4.5%	22,400	21,900	21,500	21,100	20,700	20,300
5.0%	22,100	21,700	21,300	20,900	20,500	20,100

Nguồn: HSC

Bảng 29: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

Giả định chiết khấu	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28,100	25,000	21,800	18,800	15,600
Tiềm năng tăng/giảm giá	54.4%	37.4%	19.8%	3.3%	-14.3%

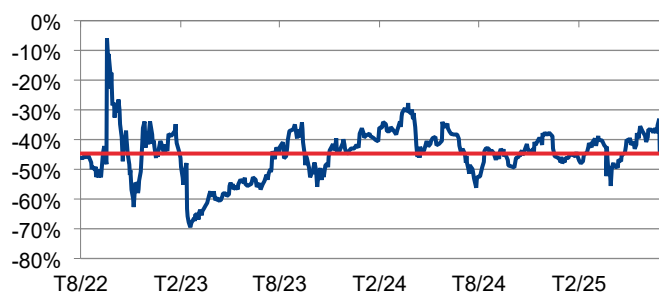
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,6%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 44,7%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 53 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần.

Biểu đồ 30: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG

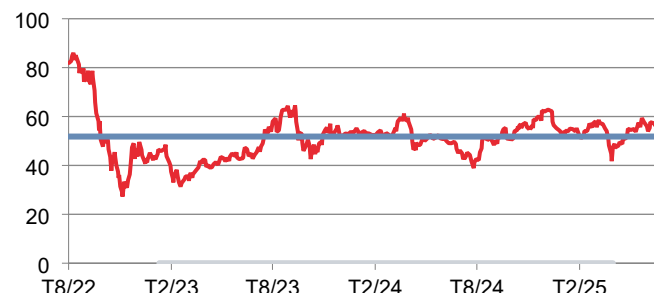
DXG đang giao dịch với mức chiết khấu 41,6% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 44,7%.



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE

CP đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 53 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,706	4,733	5,346	6,538	10,939
Lợi nhuận gộp	1,693	2,285	2,513	3,036	5,658
Chi phí BH&QL	(955)	(1,132)	(1,330)	(1,483)	(2,775)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	(51.8)	(61.3)	(56.5)	(56.5)	(58.1)
EBIT	686	1,091	1,126	1,496	2,825
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(413)	(392)	(314)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(112)	(38.4)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	332	35.9	0	0	0
LNTT	448	688	714	1,103	2,511
Chi phí thuế TNDN	(303)	(273)	(143)	(221)	(532)
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.8	(202)	(286)	(494)	(659)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	167	213	285	388	1,320
Lợi nhuận thuần ĐC	(40.9)	9.21	277	377	1,280
EBITDA ĐC	768	1,150	1,206	1,587	2,930
EPS (đồng)	273	345	279	380	1,293
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	271	369	1,254
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	612	616	1,021	1,021	1,021
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	612	722	1,021	1,021	1,021
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	617	727	1,026	1,026	1,026

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	276	1,249	1,108	1,487	1,814
Đầu tư ngắn hạn	97.2	77.9	77.9	77.9	77.9
Phải thu khách hàng	11,428	11,006	11,246	11,228	11,137
Hàng tồn kho	14,139	13,440	16,551	20,699	24,577
Các tài sản ngắn hạn khác	294	315	315	315	315
Tổng tài sản ngắn hạn	26,234	26,087	29,297	33,806	37,921
TSCĐ hữu hình	310	299	305	311	318
TSCĐ vô hình	61.9	71.0	68.6	65.6	62.0
Bất động sản đầu tư	110	153	204	267	342
Đầu tư dài hạn	25.4	25.9	25.9	25.9	25.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	369	417	417	417	417
Tài sản dài hạn khác	1,684	2,084	2,193	2,310	2,369
Tổng tài sản dài hạn	2,561	3,050	3,213	3,396	3,534
Tổng cộng tài sản	28,795	29,137	32,510	37,203	41,455
Nợ ngắn hạn	2,591	3,159	3,951	4,080	4,287
Phả trả người bán	767	626	563	537	524
Nợ ngắn hạn khác	5,718	4,910	4,074	4,486	4,119
Tổng nợ ngắn hạn	11,628	10,348	11,624	15,967	19,679
Nợ dài hạn	2,699	3,396	3,124	2,603	1,204
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	150	187	187	187	187
Nợ dài hạn khác	128	2.83	2.83	2.83	2.83
Tổng nợ dài hạn	2,976	3,586	3,314	2,792	1,393
Tổng nợ phải trả	14,604	13,934	14,938	18,759	21,072
Vốn chủ sở hữu	9,408	10,464	12,548	12,924	14,204
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,783	4,739	5,025	5,519	6,179
Tổng vốn chủ sở hữu	14,191	15,203	17,573	18,444	20,383
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,795	29,137	32,510	37,203	41,455
BVPS (đ)	15,377	14,484	12,294	12,663	13,917
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,013	5,307	5,967	5,196	3,677

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	686	1,091	1,126	1,496	2,825
Khấu hao	(81.8)	(58.3)	(79.5)	(91.3)	(105)
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(413)	(392)	(314)
Thuế TNDN đã nộp	(184)	(458)	(143)	(221)	(532)
Thay đổi vốn lưu động	(1,206)	(1,704)	(2,884)	72.7	(319)
Khác	46.8	84.4	96.2	76.9	71.0
LCT thuần từ HKKD	(1,131)	(1,322)	(2,327)	929	1,703
Đầu tư TS dài hạn	(129)	(62.5)	(135)	(157)	(184)
Góp vốn & đầu tư	(17.4)	(732)	0	0	0
Thanh lý	800	1.50	0	0	0
Khác	(104)	612	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	550	(181)	(135)	(157)	(184)
Cổ tức trả cho CSH	(76.0)	(10.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	29.0	1,226	1,802	0	0
Tăng/giảm nợ	(14.3)	1,260	519	(393)	(1,191)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(61.4)	2,476	2,321	(393)	(1,191)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	919	276	1,249	1,108	1,487
LCT thuần trong kỳ	(643)	973	(141)	379	327
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	276	1,249	1,108	1,487	1,814
Dòng tiền tự do	(1,261)	(1,384)	(2,462)	771	1,519

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.7	48.3	47.0	46.4	51.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.3	22.6	24.3	26.8
Tỷ suất LNT (%)	4.51	4.49	5.33	5.94	12.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	67.6	39.8	20.0	20.0	21.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.8)	27.7	12.9	22.3	67.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.1)	49.7	4.90	31.6	84.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(327)	123	2,903	36.2	240
Tăng trưởng EPS (%)	(25.0)	26.5	(19.1)	36.2	240
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,713	36.2	240
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.79	2.14	2.48	3.05	9.73
ROACE (%)	3.89	6.07	5.68	7.10	13.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.16	0.17	0.19	0.28
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.65)	(1.21)	(2.07)	0.62	0.60
Số ngày tồn kho	2,564	2,004	2,132	2,157	1,699
Số ngày phải thu	2,072	1,641	1,449	1,170	770
Số ngày phải trả	139	93.3	72.5	56.0	36.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	71.9	61.6	67.2	88.7	97.1
Nợ/tài sản (%)	24.5	26.4	29.3	34.8	37.7
EBIT/lãi vay (lần)	1.50	2.72	2.73	3.81	9.01
Nợ/EBITDA (lần)	9.17	6.69	7.91	8.16	5.33
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.26	2.52	2.52	2.12	1.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.36	3.90	4.59	3.64	2.03
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	16.1	20.4	15.0	7.59
P/E (lần)	66.7	52.7	65.2	47.8	14.1
P/E ĐC (lần)	N/a	1,218	67.2	49.3	14.5
P/B (lần)	1.18	1.26	1.48	1.44	1.31
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

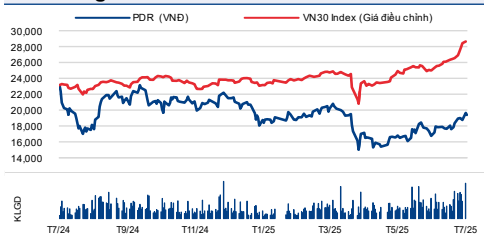
Giá mục tiêu: VNĐ23,100 (từ VNĐ20,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/7/2025)	19,400
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,050-23,150
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,267
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,939
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	648
Slg CP lưu hành (tr.đv)	873
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	428
Slg CP NN được mua (tr.đv)	403
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.83%
Tỷ lệ freefloat	44.3%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Đạt (43.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	15.8	17.6	(16.2)
So với chỉ số	1.82	(3.31)	(31.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	290	415	(30.0)
2026F	585	809	(27.7)
2027F	726	1,154	(37.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PDR là nhà phát triển bất động sản dân dụng và nghỉ dưỡng tập trung vào các dự án thuộc phân khúc cao cấp và trung cấp trải dài từ miền Trung đến miền

Nam

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

trang.bt@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với PDR xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 12,1% giá mục tiêu lên 23.100đ (tiềm năng tăng giá 18%) sau khi giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV để phản ánh quan điểm của chúng tôi về khả năng được phê duyệt các dự án của PDR cũng như triển vọng thị trường cải thiện sau khi Nghị quyết 171/2024/QH15 được ban hành.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 64,9%. Dự án Bắc Hà Thanh, Bình Dương Tower và Q1 Quy Nhơn dự kiến sẽ là những động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 1 tháng qua, PDR đang giao dịch ở mức chiết khấu 23,5% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 là 30,2%) và cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 31,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm tại 56,8 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng thị trường

Tại ĐHCĐ được tổ chức trong thời gian gần đây, BLĐ cũng đã công bố KQKD Q2/2025, với lợi nhuận thuần tăng 32,5% so với cùng kỳ (giảm 15,2% so với quý trước) đạt 66 tỷ đồng trên doanh thu 520 tỷ đồng, tăng từ mức không đáng kể 8 tỷ đồng trong Q2/2024 (tăng 18,7% so với quý trước), nhờ đóng góp từ dự án Quy Nhơn Iconic (tên cũ: Bắc Hà Thanh). Lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 hoàn thành 50,5% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi, sát với dự báo.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 285 tỷ đồng (tăng trưởng 83,6%) trong năm 2025, 563 tỷ đồng (tăng trưởng 97,8%) trong năm 2026 và 696 tỷ đồng (tăng trưởng 23,6%) trong năm 2027. Dự án Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower và Q1 Quy Nhơn (Cadia Quy Nhơn) dự kiến sẽ là những động lực tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn này.

PDR có kế hoạch bán buôn lại dự Bình Dương Tower và thoái vốn khỏi dự án Q1 Quy Nhơn. Tuy nhiên, do thông tin cụ thể về giá bán, quy mô cổ phần và thời gian thực hiện thương vụ vẫn chưa được công bố, chúng tôi chưa phản ánh các giao dịch tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận. Nhìn chung, dự báo mới – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường, có thể do thông tin cũ – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 64,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 3 tháng qua, PDR đang giao dịch với mức chiết khấu 23,5% so với RNAV/cp dự phóng 25.692đ (không đổi), thấp hơn một chút so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 ở mức 30,2%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 56,8 lần.

HSC tăng 12,1% giá mục tiêu dựa trên mức chiết khấu giả định so với RNAV mới/thấp hơn ở mức 10% (giảm từ 20%), nhằm phản ánh sự lạc quan của chúng tôi về triển vọng thị trường được cải thiện và khả năng phê duyệt các dự án của PDR sau khi Nghị quyết 171/2024/QH15 được ban hành. Mặc dù tăng giá mục tiêu, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống Tăng tỷ trọng do định giá.

Động lực tăng trưởng đến từ việc sắp đến từ bán dự án Bình Dương Tower, dự án đã nhận được giấy phép mở bán, vẫn còn nguyên vẹn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	373	247	657	1,035	1,148
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	684	155	285	563	696
EPS ĐC (đồng)	854	188	290	585	726
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,887	12,599	12,440	13,061	13,829
EV/EBITDA ĐC (lần)	45.5	88.9	34.2	21.5	18.1
P/E ĐC (lần)	22.7	103	66.8	33.2	26.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.51	1.54	1.56	1.49	1.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	54.4	102	24.0
ROAE (%)	7.74	1.51	2.56	4.87	5.71

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 285 tỷ đồng (tăng trưởng 83,6%) trong năm 2025, 563 tỷ đồng (tăng trưởng 97,8%) trong năm 2026 và 696 tỷ đồng (tăng trưởng 23,6%) trong năm 2027. Dự án Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower và Q1 Quy Nhơn (Cadia Quy Nhơn) dự kiến sẽ là những động lực tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn này.

Đáng lưu ý, PDR có kế hoạch bán buôn tại dự Bình Dương Tower và thoái vốn khỏi dự án Q1 Quy Nhơn. Tuy nhiên, do thông tin cụ thể về giá bán, quy mô cổ phần và thời gian thực hiện thương vụ vẫn chưa được công bố, chúng tôi chưa phản ánh các giao dịch tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

BLĐ cũng đã công bố KQKD Q2/2025, với lợi nhuận thuần tăng 32,5% so với cùng kỳ (giảm 15,2% so với quý trước) đạt 66 tỷ đồng trên doanh thu 520 tỷ đồng, tăng từ mức không đáng kể 8 tỷ đồng trong Q2/2024. Lợi nhuận cải thiện chủ yếu nhờ dự án Quy Nhơn Iconic (tên cũ: Bắc Hà Thanh). Lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 hoàn thành 50,5% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi, sát với dự báo.

Nhìn chung, dự báo mới – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 64,9%. Thông tin chi tiết về các dự báo lợi nhuận được trình bày trong Bảng 32-33.

Bảng 32: Dự báo doanh số bán nhà, các dự án trọng điểm của PDR

Doanh thu giai đoạn 2025-2027 được đóng góp chủ yếu từ dự án Quy Nhơn Iconic và Bình Dương Tower

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027
Doanh thu chưa ghi nhận	639	6,458	7,961	6,725
Bắc Hà Thanh	639	1,732	2,609	-
Bình Dương Tower	-	4,726	4,868	5,014
Cadia Quy Nhơn	-	-	484	1,711
Doanh thu	639	1,732	2,609	2,836
Bắc Hà Thanh	639	1,732	2,609	-
Bình Dương Tower	-	-	-	2,836
Cadia Quy Nhơn	-	-	-	-

Nguồn: PDR, HSC ước tính

Bảng 33: Dự báo lợi nhuận, PDR

Tỷ đồng	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	822	1,826	122.2%	2,708	48.3%	2,945	8.7%
Doanh thu BĐS	798	1,732	117.0%	2,609	50.7%	2,836	8.7%
Khác	24	91	281.6%	99	9.5%	109	10.0%
Lợi nhuận gộp	399	862	116.2%	1,292	49.8%	1,452	12.4%
LNST	155	285	83.6%	563	97.8%	696	23.6%
Lợi nhuận thuần	155	285	83.6%	563	97.8%	696	23.6%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	315*	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(160)	285	N/m	563	97.8%	696	23.6%

Chi chú: * Lợi nhuận liên quan đến việc bán cổ phần của công ty con Đầu tư BĐS (BICIDI); tư nhân/không niêm yết.
 Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 12,1% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP, dựa trên mức chiết khấu giá định so với RNAV mới/thấp hơn ở mức 10% (giảm từ 20%), nhằm phản ánh sự lạc quan của chúng tôi về triển vọng thị trường được cải thiện và khả năng phê duyệt các dự án của PDR sau khi Nghị quyết 171/2024/QH15 được ban hành. Động lực tăng trưởng đến từ việc sắp mở bán dự án Bình Dương Tower, dự án đã nhận được giấy phép mở bán, vẫn còn nguyên vẹn. Mặc dù tăng giá mục tiêu, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do định giá.

Chi tiết về các giá định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án BĐS nhà ở đang trong giai đoạn phát triển và LN thuần HĐKD/tỷ suất chiết khấu LN thuần của các dự án BĐS nghỉ dưỡng.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Hệ số beta là 0,9 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 11,3% (không đổi).

Bảng 34: Định giá, PDR

Dự án	% cổ phần PDR sở hữu	Định giá (giữa năm 2026)	Phương pháp
Cadia Quy Nhơn	94%	1,795	DCF
Bắc Hà Thanh	100%	2,382	DCF
Bình Dương Tower	100%	5,126	DCF
Paulo Condo	100%	3,790	DCF
Tropicana	100%	3,923	DCF
Các dự án khác	100%	10,037	DCF, NOI/Cap rate
Tổng giá trị tài sản		27,053	
(-)Nợ thuần		(4,620)	
RNAV		22,432	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		873.1	
RNAV/cổ phiếu		25,692	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		10%	
Giá mục tiêu		23,100	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 35: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định đầu vào (đồng), PDR

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
3.0%	24,200	23,900	23,600	23,400	23,200
3.5%	23,900	23,600	23,400	23,100	22,800
4.0%	23,600	23,300	23,100	22,800	22,600
4.5%	23,300	23,100	22,800	22,500	22,300
5.0%	23,100	22,800	22,500	22,300	22,100

Nguồn: HSC

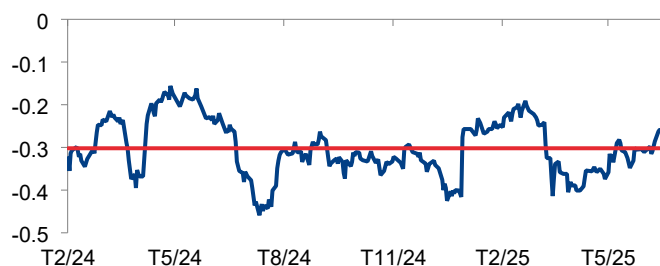
Bảng 36: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

Giả định tỷ lệ chiết khấu	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu	28,300	25,700	23,100	20,600	18,000
Tiềm năng tăng/giảm	44.0%	30.8%	17.6%	4.8%	-8.4%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 37: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

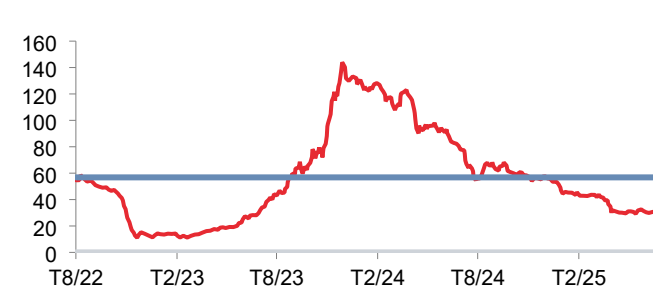
Chiết khấu của thị giá so với RNAV hiện là 23,5% so với 30,2% từ báo cáo lần đầu của HSC



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 38: P/E trượt dự phóng 1 năm, PDR

PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,7 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 56,8 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 3 tháng qua, PDR đang giao dịch ở mức chiết khấu 23,5% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân từ khi HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 ở mức 30,2%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 56,8 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	618	822	1,826	2,708	2,945
Lợi nhuận gộp	544	399	862	1,292	1,452
Chi phí BH&QL	(214)	(232)	(228)	(281)	(325)
Thu nhập khác	30.0	63.1	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	360	230	634	1,011	1,127
Lãi vay thuần	553	81.6	(270)	(291)	(238)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(23.2)	(49.8)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	889	262	364	720	889
Chi phí thuế TNDN	(207)	(107)	(79.0)	(156)	(193)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.56	(0.10)	(0.11)	(0.12)	(0.13)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	684	155	285	563	696
Lợi nhuận thuần ĐC	684	139	263	531	658
EBITDA ĐC	373	247	657	1,035	1,148
EPS (đồng)	1,009	210	314	621	767
EPS ĐC (đồng)	854	188	290	585	726
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	678	739	907	907	907
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	739	873	907	907	907
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	873	873	907	907	907

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	505	344	267	515	932
Đầu tư ngắn hạn	15.4	115	115	115	115
Phải thu khách hàng	4,115	6,861	6,730	6,911	6,572
Hàng tồn kho	12,200	14,078	15,043	18,791	22,234
Các tài sản ngắn hạn khác	81.5	85.2	89.5	94.0	98.7
Tổng tài sản ngắn hạn	16,916	21,483	22,245	26,425	29,951
TSCĐ hữu hình	23.2	344	381	420	465
TSCĐ vô hình	3.87	401	431	464	498
Bất động sản đầu tư	64.8	63.2	61.6	59.9	58.2
Đầu tư dài hạn	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,199	35.2	35.2	35.2	35.2
Tài sản dài hạn khác	2,858	1,658	1,851	2,015	2,126
Tổng tài sản dài hạn	4,151	2,503	2,763	2,997	3,184
Tổng cộng tài sản	21,068	23,986	25,008	29,422	33,135
Nợ ngắn hạn	815	1,383	1,709	2,500	1,919
Phả trả người bán	243	348	794	1,167	1,229
Nợ ngắn hạn khác	7,917	6,230	5,712	5,243	4,304
Tổng nợ ngắn hạn	9,177	8,562	9,833	14,493	17,973
Nợ dài hạn	2,290	3,961	3,427	2,617	2,154
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	21.0	404	404	404	404
Tổng nợ dài hạn	2,311	4,365	3,831	3,021	2,558
Tổng nợ phải trả	11,488	12,927	13,664	17,514	20,531
Vốn chủ sở hữu	9,521	11,000	11,286	11,850	12,546
Lợi ích cổ đông thiểu số	58.2	58.2	58.2	58.3	58.5
Tổng vốn chủ sở hữu	9,579	11,059	11,344	11,908	12,604
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,068	23,986	25,008	29,422	33,135
BVPS (đ)	12,887	12,599	12,440	13,061	13,829
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,600	5,000	4,869	4,603	3,141

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	360	230	634	1,011	1,127
Khấu hao	(12.7)	(16.7)	(23.0)	(23.6)	(21.3)
Lãi vay thuần	553	81.6	(270)	(291)	(238)
Thuế TNDN đã nộp	(321)	(193)	(79.0)	(156)	(193)
Thay đổi vốn lưu động	791	(4,689)	105	(63.5)	953
Khác	(0.38)	424	(0.83)	(2.03)	(2.13)
LCT thuần từ HKKD	425	(4,616)	394	512	1,653
Đầu tư TS dài hạn	(105)	(76.7)	(281)	(256)	(207)
Góp vốn & đầu tư	(3.84)	(3.24)	0	0	0
Thanh lý	600	1,083	0	0	0
Khác	(1.78)	(92.9)	17.2	9.36	15.4
LCT thuần từ HĐĐT	490	910	(264)	(246)	(191)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	682	1,343	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,354)	2,202	(207)	(18.8)	(1,044)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(672)	3,545	(207)	(18.8)	(1,044)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	262	505	344	267	515
LCT thuần trong kỳ	243	(161)	(76.3)	247	417
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	505	344	267	515	932
Dòng tiền tự do	320	(4,693)	114	257	1,446

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	88.0	48.5	47.2	47.7	49.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	60.3	30.0	36.0	38.2	39.0
Tỷ suất LNT (%)	111	18.9	15.6	20.8	23.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	40.7	21.7	21.7	21.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(59.0)	33.0	122	48.3	8.74
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(57.9)	(33.8)	166	57.5	11.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(36.8)	(79.7)	89.6	102	24.0
Tăng trưởng EPS (%)	(40.4)	(79.2)	49.5	97.8	23.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	54.4	102	24.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	7.74	1.51	2.56	4.87	5.71
ROACE (%)	3.04	1.68	4.14	6.72	7.49
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.04	0.07	0.10	0.09
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.18	(20.1)	0.62	0.51	1.47
Số ngày tồn kho	60,238	12,153	5,698	4,842	5,437
Số ngày phải thu	20,318	5,923	2,549	1,781	1,607
Số ngày phải trả	1,202	301	301	301	301
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	27.3	45.5	43.1	38.8	25.0
Nợ/tài sản (%)	14.8	22.3	20.5	17.4	12.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	2.35	3.47	4.74
Nợ/EBITDA (lần)	8.35	21.7	7.82	4.95	3.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.84	2.51	2.26	1.82	1.67
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	27.4	26.7	12.3	8.20	7.04
EV/EBITDA ĐC (lần)	45.5	88.9	34.2	21.5	18.1
P/E (lần)	19.2	92.4	61.8	31.2	25.3
P/E ĐC (lần)	22.7	103	66.8	33.2	26.7
P/B (lần)	1.51	1.54	1.56	1.49	1.40
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ99,500 (từ VNĐ77,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/7/2025)	88,800
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-88,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	87,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	364,738
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	13,960
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,013
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,557
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	11.1%
Tỷ lệ freefloat	18.6%
Cổ đông lớn	Vingroup (69.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	29.8	55.2	131
So với chỉ số	13.3	28.2	87.0
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	8,338	8,307	0.4
2026F	8,975	8,995	(0.2)
2027F	9,015	9,270	(2.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

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

Tiến độ phát triển dự án tăng tốc; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng từ Năm giữ và tăng 29% giá mục tiêu lên 99.500đ (tiềm năng tăng giá: 12%), sau khi tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận và giảm mức chiết khấu giá định so với RNAV xuống 20% (từ 35%).
- Dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 được điều chỉnh tăng 3-6% sau khi chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027 (giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 27% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 54%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,7 lần. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, với triển vọng dường như tích cực hơn, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng ngành và đà tăng giá cổ phiếu

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá sau khi đánh giá triển vọng ngành. Chúng tôi nhận thấy nguồn cung phục hồi mạnh và nhu cầu vững chắc. Trong khi đó, tiến độ phát triển dự án của VHM rất ấn tượng. Dựa trên những yếu tố này, chúng tôi tăng dự báo doanh số bán nhà, lợi nhuận và giá mục tiêu.

Tác động: Tăng 3-6% dự báo lợi nhuận

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 vẫn là 34,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 7%, nhưng chúng tôi tăng 3-8% dự báo cho năm 2026-2027 lần lượt lên 36,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và 37 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%) sau khi tăng dự báo doanh số bán nhà. Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 dự kiến sẽ đến từ các dự án Vinhomes Royal Island, OCP2,3, Golden City, Wonder City, Green City, Phước Vĩnh Tây, Làng Vân và Long Beach. Dự báo EPS – sát với bình quân dự báo thị trường cho giai đoạn 2025-2027 – cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 5,2%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30%/55% trong 1 tháng/3 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 27% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 54%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,7 lần.

HSC tăng 5% ước tính RNAV đối với VHM lên 124.300đ, đa phần nhờ tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận. Để xác định giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 99.500đ (điều chỉnh tăng 29%), chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu giá định so với RNAV là 20% (giảm từ 35%), thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 54% (theo quan điểm của chúng tôi, đã bị ảnh hưởng tiêu cực bởi những rủi ro gia tăng liên quan đến công ty mẹ Vingroup (VIC; Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 85.900đ)). Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng, cho thấy tiềm năng tăng giá 12% tại giá mục tiêu mới.

Chúng tôi cho rằng VHM sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, nhờ triển vọng ngành đang cải thiện và rủi ro dòng tiền liên quan đến VIC giảm, vì Công ty hưởng lợi từ sự hỗ trợ ngày càng tích cực của Chính phủ cũng như những cải thiện ở các mảng kinh doanh khác. Lưu ý, VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu Việt Nam, với năng lực triển khai dự án mạnh mẽ và có quỹ đất trải dài trên khắp cả nước. Việc đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án sẽ thúc đẩy dòng tiền và lợi nhuận trong tương lai.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,236	40,576	43,878 ▲	48,557 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,801	34,247	36,862 ▲	37,030
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,338	8,975 ▲	9,015
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,334	57,672	66,647	75,662
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.2	9.43	10.3	8.88	7.21
P/E ĐC (lần)	10.9	11.5	10.7	9.89	9.85
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.16	1.80	1.54	1.33	1.17
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	7.68	7.63	0.46
ROAE (%)	20.6	16.7	15.6	14.4	12.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tiếp tục định giá lại ở mặt bằng cao hơn; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 29% giá mục tiêu lên 99.500đ (tiềm năng tăng giá 12%), phản ánh việc điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận – đặc biệt là việc tăng 3-6% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 sau khi tăng dự báo doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027 – và giảm mức chiết khấu giá định so với RNAV xuống 20% (từ 35%) dựa trên sự lạc quan cao hơn của chúng tôi đối với toàn ngành và Công ty. Lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 5%. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong 1 tháng/3 tháng qua, VHM hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 27% so với RNAV (so với bình quân 3 năm là 54%, tăng là do ảnh hưởng bởi các vấn đề tại VIC) và P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,7 lần. Chúng tôi nhận cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cập nhật các dự án đang triển khai

Trong Q2/2025, Vinhomes duy trì tốc độ bán hàng với các căn hộ còn lại tại dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội) – hiện tại dự án này hầu như đã bán hết. Đồng thời, dự án Vinhomes Green City (197 ha, Long An) chính thức mở bán vào ngày 26/6/2025, với hơn 2.000 căn hộ đã được bán. Dự án Vinhomes Golden City (241 ha, Hải Phòng) cũng bắt đầu mở bán giai đoạn đầu tiên vào ngày 26/6/2025, với 669 căn hộ thấp tầng tại phân khu Ánh Sao. Tỷ lệ hấp thụ tại các đợt mở bán này khá tích cực, cao hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi.

Trong khi đó, dự án Vinhomes Long Beach (2.870 ha, TP.HCM) đã nhận được phê duyệt tiền sử dụng đất (tổng cộng 27,3 nghìn tỷ đồng), đánh dấu một cột mốc pháp lý quan trọng. HSC hiểu rằng Vinhomes và tỉnh Quảng Ninh hiện đang trong quá trình xác định tiền sử dụng đất cho dự án Green Hạ Long. Các vấn đề pháp lý của VHM đã được cải thiện nhanh hơn kỳ vọng vốn khá lạc quan của chúng tôi.

Theo đó, dự báo doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027 cũng được điều chỉnh tăng 5-8% lên 124 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 19%), 133 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 7%) và 136 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 2%). Nhìn chung, dự báo doanh số bán nhà mới cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 9,4%.

Dự báo lợi nhuận: Tăng 3-6% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 ở mức 34,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7,4%), nhưng tăng 3-8% dự báo cho năm 2026-2027 sau khi tăng dự báo doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027.

Doanh thu kinh doanh BĐS năm 2025 dự kiến đến từ các dự án VOCP2,3, Vinhomes Wonder City, Green City, Golden Avenue và các dự án khác. Trong khi đó, lợi nhuận của dự án Vinhomes Royal Island sẽ được phản ánh trong doanh thu HĐ tài chính do VHM phát triển dự án này thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC). Doanh thu và lợi nhuận năm 2026-2027 dự kiến sẽ đến từ các dự án Golden City, Wonder City, Phước Vĩnh Tây, Làng Vân và Long Beach.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 5%. Thông tin chi tiết được trình bày bên dưới. Cần lưu ý rằng dự báo của chúng tôi chỉ tính doanh thu phí quản lý, dịch vụ và hoa hồng từ dự án Vinhomes Global Gate (sau khi điều chỉnh hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC).

Bảng 39: Dự báo mới lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận thuần/lợi nhuận 'cốt lõi' dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 5,2%/5,1% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2024F	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Tổng doanh thu	102,323	103,442	1.1%	0.0%	138,689	34.1%	5.8%	146,375	4.5%	5.5%
Lợi nhuận gộp	32,967	39,196	18.9%	0.0%	53,444	36.4%	6.9%	62,539	6.4%	17.0%
Lợi nhuận HĐ	40,943	43,334	5.8%	0.0%	47,087	8.7%	6.3%	51,432	6.7%	9.2%
Thu nhập tài chính	26,844	20,219	-24.7%	0.0%	12,245	-39.4%	0.0%	7,509	0.0%	-38.7%
Lợi nhuận thuần	31,801	34,247	7.7%	0.0%	36,862	7.6%	5.7%	37,030	3.3%	0.5%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(76)*	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	31,877	34,247	7.4%	0.0%	36,862	7.6%	5.7%	37,030	3.3%	0.5%

 Ghi chú: *lỗi liên quan đến thu nhập khác.
 Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị: Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng; tiềm năng tăng giá 12% tại giá mục tiêu mới

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5% RNAV dự phóng đối với VHM lên 124.300đ, đa phần nhờ tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận. Để xác định được giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 99.500đ (sau khi điều chỉnh tăng 29%), chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV ở mức 20% (giảm từ 35%). Với tiềm năng tăng giá 12% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng.

Đáng chú ý, mức chiết khấu giả định so với RNAV chúng tôi đưa ra thấp hơn nhiều so với mức chiết khấu bình quân 3 năm 54% của VHM. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này bị đẩy lên cao hơn do những rủi ro gia tăng liên quan đến công ty mẹ VIC cùng với những lo ngại về thị trường bất động sản nói chung. Mức chiết khấu này dự kiến sẽ thu hẹp lại nhờ triển vọng ngành đang cải thiện và rủi ro dòng tiền liên quan đến VIC giảm, vì Công ty hưởng lợi từ sự hỗ trợ ngày càng tích cực của Chính phủ cũng như những cải thiện ở các mảng kinh doanh khác.

VHM vẫn là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với năng lực phát triển dự án khá tốt và quỹ đất lớn trên khắp cả nước. HSC tin rằng Công ty sẽ hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa cũng như sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam. Các yếu tố trên khiến nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng tăng trong trung và dài hạn. Việc phát triển các dự án của công ty diễn ra nhanh chóng và rất ấn tượng. Việc đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án sẽ thúc đẩy dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới. Cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường, chúng tôi nhận thấy việc nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng là hợp lý, dựa trên triển vọng tích cực của công ty trong vài năm tới.

Bảng 40: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ lệ vốn hóa	NAV (tỷ đồng)
Cho thuê	NOI/cap rate	8.0%	14,973
BĐS khu dân cư	DCF		375,732
Tài sản thuần khác	BV		153,678
Tổng giá trị tài sản			544,384
Nợ thuần			(33,673)
Giá trị tài sản thuần			510,711
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			4,107
RNAV / cp (đồng)			124,300
Chiết khấu			20.0%
Giá mục tiêu (đồng)			99,500

Nguồn: HSC

Một số chi tiết bổ sung về phương pháp của chúng tôi:

- Đối với mảng BĐS, giá trị tài sản gộp (GAV) được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền tương lai của tất cả các dự án đang triển khai cũng như các dự án chưa triển khai.

- Đối với mảng cho thuê văn phòng, chúng tôi tính lợi nhuận thuần HĐKD của mảng này, sau đó xác định giá trị tài sản bằng cách chia lợi nhuận thuần HĐKD cho tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần. Tỷ suất chiết khấu LN thuần của chúng tôi được tính toán dựa trên các giao dịch trong quá khứ có tham khảo tỷ suất chiết khấu LN thuần bình quân trong khu vực ASEAN do CBRE tính toán. Tỷ suất chiết khấu LN thuần chúng tôi sử dụng là 8% (không đổi).
- Giả định WACC của VHM theo phương pháp định giá DCF là 12,8% (không đổi). Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 1 lần (không đổi), nhưng áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25%, sau khi bổ sung phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm (không đổi) vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (không đổi).

Thời điểm định giá là giữa năm 2026 (không đổi).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 40. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 41 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 42.

Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, VHM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,3%

	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh					
	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	107,100	105,400	103,700	101,600	99,500
	3.5%	105,400	103,200	101,600	99,500	97,500
	4.0%	103,200	101,100	99,500	97,500	95,600
	4.5%	101,100	99,000	97,500	95,600	93,800
	5.0%	99,000	97,000	95,600	93,800	92,400

Nguồn: HSC

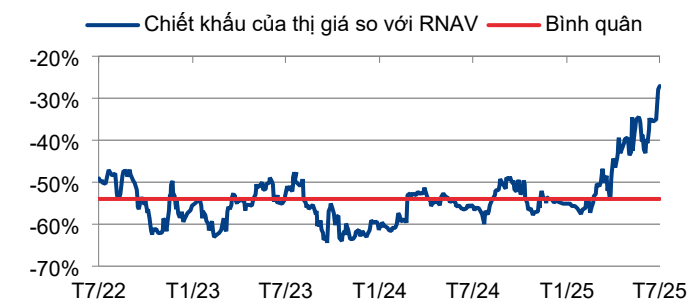
Bảng 42: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

Chiết khấu RNAV	-10%	0%	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	136,773	124,300	111,905	99,500	87,037	74,603	62,169
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	54.0%	40.0%	26.0%	12.0%	-2.0%	-16.0%	-30.0%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 43: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

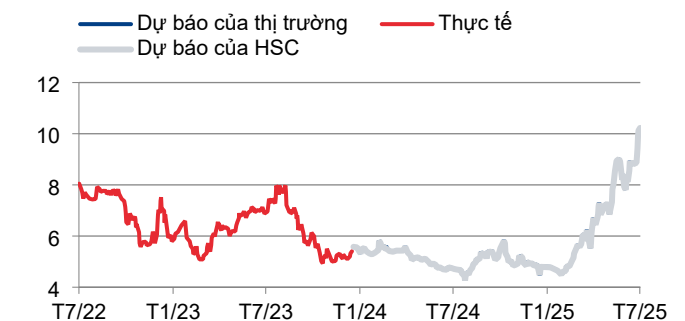
VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 27% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 54%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHM

ở mức 10,2 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,7 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VHM tăng 30%/55% trong 1 tháng/3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, có khả năng nhờ tâm lý thị trường cải thiện liên quan đến VIC, sự hỗ trợ từ các đợt mở bán dự án quan trọng của VHM như Green City và Golden City, việc nhận được quyết định giao đất mới tại dự án Long Beach (TP.HCM) và sự kỳ vọng về các dự án tiềm năng trong tương lai như năng lượng tái tạo, các

tuyến metro và đường sắt. VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 27% so với RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 54% và cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,7 lần.

Rủi ro đối với luận điểm đầu tư của chúng tôi

Rủi ro kinh doanh: Là một phần của tập đoàn của Vingroup, Vinhomes có thể chịu những rủi ro ở cấp độ tập đoàn. Chúng tôi ghi nhận có nhiều giao dịch nội bộ giữa Vinhomes và Vingroup cũng như các giao dịch với các công ty khác trong tập đoàn. Nếu các doanh nghiệp thuộc tập đoàn gặp khó khăn về tài chính, việc trả nợ cho Vinhomes sẽ chậm trễ. Từ đó, tình hình tài chính của VHM có thể gặp khó khăn. Tuy nhiên, Vinhomes có thể trực tiếp giám sát và quản lý rủi ro này, đồng thời hằng tháng gửi báo cáo liên quan đến giao dịch nội bộ cho các thành viên HĐQT độc lập.

Đàm phán bán sỉ: Không giống như bán lẻ cho cá nhân, để có được giao dịch bán sỉ thành công, công tác đàm phán giữa các bên đóng vai trò rất quan trọng. Quá trình đàm phán kéo dài hoặc việc không đạt được thỏa thuận có thể làm giảm đáng kể dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Mặt khác, việc tăng cường bán sỉ sau khi mở bán nhiều dự án mới có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027.

Rủi ro pháp lý: Đối với hầu hết các dự án BĐS, vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro kinh doanh chính. Bất kỳ trở ngại pháp lý nào cũng có thể kéo dài đáng kể quá trình phê duyệt và thời gian chuẩn bị cho việc mở bán dự án, từ đó ảnh hưởng đến tình trạng dòng tiền của nhà phát triển. Không có gì đáng ngạc nhiên, quy trình phê duyệt các dự án lớn thường phức tạp và tốn thời gian hơn nhiều so với các dự án nhỏ. Với quy mô của các dự án VHM, sự chậm trễ do các vấn đề pháp lý gây ra rủi ro không nhỏ đối với dự báo thu nhập của chúng tôi. Ngược lại, khi một dự án lớn được phê duyệt, hoạt động phát triển sẽ thúc đẩy tăng trưởng ổn định trong nhiều năm.

Rủi ro trong quá trình triển khai dự án: Các dự án VHM sẽ triển khai chủ yếu là các dự án lớn, trong đó có hai dự án lấn biển lớn ở Quảng Ninh và Cần Giờ. Việc phát triển các dự án lớn đòi hỏi chuyên môn cao và về bản chất những dự án này thường tiềm ẩn nhiều rủi ro khi triển khai hơn. Bất kỳ vấn đề gì xảy ra ngoài dự kiến làm gián đoạn quá trình thi công có thể dẫn đến tình trạng một lượng vốn lớn bị tắc nghẽn trong một thời gian dài. Điều này có thể ảnh hưởng xấu đến dòng tiền của Công ty. Tuy nhiên, nếu so sánh với các đối thủ cạnh tranh, VHM có chuyên môn cao hơn trong công tác quản lý các dự án lớn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	103,557	102,323	103,442	138,689	146,375
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	39,196	53,444	62,539
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,384)	(8,656)	(10,155)	(10,640)
Thu nhập khác	13,472	20,748	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(2,898)	(7,425)	(8,448)	(7,976)
EBIT	40,605	42,432	37,237	40,990	45,335
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	6,097	6,097	6,097
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	10.7	3.21	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(735)	(95.0)	0	0	0
LNTT	43,310	40,848	43,334	47,087	51,432
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,775)	(7,800)	(8,240)	(9,001)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,271)	(1,287)	(1,985)	(5,401)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,801	34,247	36,862	37,030
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,804	34,247	36,862	37,030
EBITDA ĐC	42,052	44,236	40,576	43,878	48,557
EPS (đồng)	8,125	7,742	8,338	8,975	9,015
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,338	8,975	9,015
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	4,107	4,107	4,107	4,107	4,107
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,107	4,107	4,107	4,107
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,107	4,107	4,107	4,107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	14,103	28,780	41,358	67,493	97,971
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,392	5,392	5,392
Phải thu khách hàng	132,871	168,406	167,404	187,546	188,990
Hàng tồn kho	55,318	54,696	93,561	97,749	125,598
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	28,205	28,236	33,042	34,714
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	285,479	335,950	391,222	452,665
TSCĐ hữu hình	10,619	13,573	13,136	14,158	15,034
TSCĐ vô hình	1,052	997	1,107	1,126	1,153
Bất động sản đầu tư	17,037	16,916	22,906	25,304	28,004
Đầu tư dài hạn	7,573	12,328	12,328	12,328	12,328
Đầu tư vào Cty LD,LK	187	191	191	191	191
Tài sản dài hạn khác	165,822	234,724	245,101	248,620	261,567
Tổng tài sản dài hạn	202,290	278,730	294,770	301,728	318,277
Tổng cộng tài sản	444,631	564,209	630,720	692,950	770,942
Nợ ngắn hạn	18,290	34,276	45,003	46,416	45,165
Phải trả người bán	20,452	19,960	29,943	25,971	32,433
Nợ ngắn hạn khác	121,494	168,735	169,167	195,604	212,690
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	278,532	306,940	333,931	377,369
Nợ dài hạn	38,394	47,016	49,585	45,977	38,101
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,169	1,464	1,464	1,464	1,464
Nợ dài hạn khác	8,981	14,183	14,183	14,183	14,183
Tổng nợ dài hạn	48,544	62,663	65,233	61,624	53,748
Tổng nợ phải trả	261,994	343,465	374,442	397,825	433,387
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,636	236,883	273,745	310,775
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,108	19,395	21,380	26,781
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,744	256,278	295,125	337,556
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	564,209	630,720	692,950	770,942
BVPS (đ)	41,177	49,334	57,672	66,647	75,662
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,512	53,230	24,899	(14,705)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,432	37,237	40,990	45,335
Khấu hao	(1,436)	(1,800)	(3,339)	(2,887)	(3,222)
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	6,097	6,097	6,097
Thuế TNDN đã nộp	(5,812)	(6,977)	(7,800)	(8,240)	(9,001)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(29,146)	(20,212)	(3,558)	13,723
Khác	(15,815)	(38,099)	(11,708)	(5,872)	(14,829)
LCT thuần từ HKKD	1,517	(22,400)	8,281	34,655	46,426
Đầu tư TS dài hạn	(9,988)	(10,645)	(8,999)	(6,324)	(6,822)
Góp vốn & đầu tư	(46,176)	(38,423)	0	0	0
Thanh lý	28,711	68,340	0	0	0
Khác	8,821	6,112	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(18,632)	25,385	(8,999)	(6,324)	(6,822)
Cổ tức trả cho CSH	0	(605)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	5.70	(10,463)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	20,396	22,760	13,296	(2,195)	(9,127)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	11,692	13,296	(2,195)	(9,127)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,780	41,358	67,493
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,677	12,578	26,135	30,477
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,780	41,358	67,493	97,971
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,045)	(718)	28,331	39,604

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	34.5	32.2	37.9	38.5	42.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.2	39.2	31.6	33.2
Tỷ suất LNT (%)	32.2	31.1	33.1	26.6	25.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.1	18.0	17.5	17.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.19)	1.09	34.1	5.54
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.19	(8.27)	8.14	10.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(4.73)	7.68	7.63	0.46
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(4.71)	7.69	7.63	0.46
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	7.68	7.63	0.46
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	20.6	16.7	15.6	14.4	12.7
ROACE (%)	19.9	16.3	12.2	12.0	12.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.17	0.21	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.53)	0.22	0.85	1.02
Số ngày tồn kho	298	288	532	419	547
Số ngày phải thu	715	886	951	803	823
Số ngày phải trả	110	105	170	111	141
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	45.8	42.2	26.8	17.1
Nợ/tài sản (%)	20.7	21.5	22.4	20.3	19.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	28.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.75	3.48	3.21	3.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.02	1.09	1.17	1.20
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.15	4.08	4.04	2.81	2.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.2	9.43	10.3	8.88	7.21
P/E (lần)	10.9	11.5	10.7	9.89	9.85
P/E ĐC (lần)	10.9	11.5	10.7	9.89	9.85
P/B (lần)	2.16	1.80	1.54	1.33	1.17
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn