

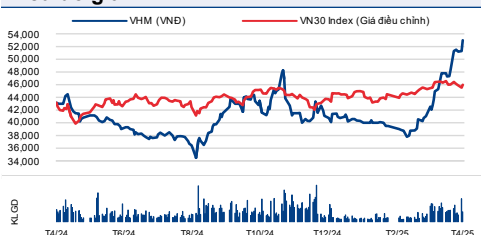
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ56,600
Tiềm năng tăng/giảm: 6.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/4/2025)	53,000
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-53,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	52,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	217,693
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,492
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)	1,512
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.2%
Tỷ lệ freefloat	18.6%
Cổ đông lớn	Vingroup (69.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	102,045	77,676	117,052
EBITDA đc (tỷ đồng)	44,232	35,265	36,955
LNTT (tỷ đồng)	40,860	38,050	40,165
LNT ĐC (tỷ đồng)	31,530	30,649	31,427
FCF (tỷ đồng)	(33,342)	1,279	24,501
EPS ĐC (đồng)	7,676	7,462	7,651
DPS (đồng)	0	0	0
BVPS (đồng)	49,199	56,661	64,312
T.trưởng EBITDA (%)	5.18	(20.3)	4.79
T.trưởng EPS ĐC (%)	(5.53)	(2.78)	2.54
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.3	45.4	31.6
Tỷ suất LNTTT (%)	40.0	49.0	34.3
Tỷ suất LNT ĐC (%)	30.9	39.5	26.8
Tỷ lệ LN trả CT (%)	0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	48.8	45.0	33.9
ROAE (%)	16.5	14.1	12.6
ROACE (%)	16.9	11.2	10.8
EV/doanh thu (lần)	2.65	3.46	2.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.10	7.62	6.61
P/E ĐC (lần)	6.90	7.10	6.93
P/B (lần)	1.08	0.94	0.82
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0

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

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@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

Tài liệu ĐHCĐ: Đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận 19,8%

- Ngày 2/4/2025, VHM công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2025, đưa ra KHKD năm 2025 với LNST 42 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 19,8% trên doanh thu 180 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 76,5%.
- KHKD năm 2025 cao hơn nhiều so với dự báo của HSC – cao hơn 33% đối với LNST và 132% đối với doanh thu. Chúng tôi cho rằng VHM có thể đã phản ánh vào KHKD các thương vụ bán buôn mà chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo lợi nhuận do không có thông tin. Công ty đề xuất không chia cổ tức, phù hợp với dự báo.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 48% so với ước tính RNAV, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 54%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 56.600đ.

Sự kiện: Công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2025

Những thông tin chính được trình bày trong tài liệu bao gồm KHKD năm 2025 (cao hơn nhiều so với dự báo) và khẳng định không chia cổ tức bằng tiền mặt cho KQKD năm 2024 (sát với dự báo của HSC).

KHKD năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 19,8%

BLĐ Công ty đề ra mục tiêu doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt là 180 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 76,5%) và 42 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,8%). Mục tiêu doanh thu cao hơn 132% so với dự báo của HSC (ở mức 77,7 nghìn tỷ đồng), trong khi LNST cao hơn 33% so với dự báo (ở mức 31,6 nghìn tỷ đồng)..

Doanh thu bán buôn có thể là yếu tố chi phối trong năm nay

HSC lưu ý rằng đối với mục tiêu doanh thu, số liệu có thể không tương đồng với dự báo của chúng tôi. Trong các dự án của VHM, Vinhomes Royal Island (877 ha, Hải Phòng, VHM sở hữu 95% lợi ích kinh tế) đang được thực hiện theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) nên VHM không hợp nhất doanh thu vào BCTC mà chỉ ghi nhận lợi nhuận chia sẻ. Đại diện của VHM đã không trả lời câu hỏi của chúng tôi rằng mục tiêu doanh thu được điều chỉnh 180 nghìn tỷ đồng có phải đã được bổ sung phần doanh thu từ dự án Vinhomes Royal Island hay không. Nếu mức doanh thu 180 nghìn tỷ đồng bao gồm doanh thu từ dự án Vinhomes Royal Island, mục tiêu doanh thu năm 2025 thể hiện mức tăng 26,9% so với cùng kỳ và cao hơn 62% so với dự báo của chúng tôi (111,4 nghìn tỷ đồng).

Lưu ý, doanh thu bán nhà chưa ghi nhận doanh thu tính đến cuối năm 2024 đạt 94,2 nghìn tỷ đồng, bao gồm 31,1 nghìn tỷ đồng tại dự án Vinhomes Royal Island, 11,3 nghìn tỷ đồng tại dự án Ocean Park 2 (OCP 2), 11,2 nghìn tỷ đồng tại dự án Ocean Park 3 (OCP 3), 13,3 nghìn tỷ đồng tại các dự án khác và 27,2 nghìn tỷ đồng liên quan đến hoạt động bán buôn tại một số dự án (thông tin chi tiết chưa được công bố).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2025, VHM

Tỷ đồng	2024	Kế hoạch 2025	Dự báo 2025 của HSC	Tăng trưởng	Kế hoạch Cty/dự báo HSC
Doanh thu	102,045	180,000	77,676	176.4%	131.7%
Điều chỉnh doanh thu *	141,812	180,000*	111,429	26.9%	61.5%
LNST	35,052	42,000	31,582	19.8%	33.0%

Ghi chú: *Bao gồm doanh thu của Vinhomes Royal Island, thông qua hợp đồng BCC
Nguồn: VHM, HSC

Do VHM đã bán gần hết căn hộ tại các dự án OCP 2,3, OCP, Smart City và Golden Avenue và đang trong giai đoạn đầu của hoạt động xây dựng hạ tầng cho 3 dự án mới sẽ mở bán trong năm 2025 [Vinhomes Green City (hoặc Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, 197 ha, Long An), Vinhomes Wonder Park (133 ha, Hà Nội), và Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (241 ha, Hải Phòng)], chúng tôi tin rằng việc một phần đáng kể doanh thu của năm 2025 đến từ hoạt động bán buôn là hợp lý – nhưng một lần nữa, điều này không được đưa vào mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Cụ thể, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận năm 2025 đến từ các dự án Vinhomes Royal Island, OCP 2,3, OCP, Smart City và Golden Avenue. Đối với dự án sẽ được mở bán trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng những dự án này sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà năm 2025 nhưng hoạt động bàn giao nhà cho khách hàng và ghi nhận lợi nhuận sẽ diễn ra từ năm 2026.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 56.600đ

Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 48% so với ước tính RNAV, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 54%. HSC đưa ra khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 56.600đ.

Trong khi chờ có thêm thông tin, chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu và LNST cho năm 2025 lần lượt ở mức 77,7 nghìn tỷ đồng (giảm 23,8% so với cùng kỳ) và 31,6 nghìn tỷ đồng (giảm 9,9% so với cùng kỳ). LNST được dự báo giảm nhẹ hơn so với doanh thu là do chúng tôi phản ánh lợi nhuận từ các dịch vụ có tỷ suất lợi nhuận cao và phí hoa hồng liên quan đến dự án Vinhomes Global Gate (285 ha, Hà Nội) vào dự báo doanh thu của chúng tôi.

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	102,045	77,676	117,052	133,707
Lợi nhuận gộp	35,707	32,425	31,883	44,698	54,738
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,784)	(8,086)	(10,142)	(11,360)
Thu nhập khác	13,472	20,246	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(1,328)	(5,965)	(6,636)	(6,545)
EBIT	40,605	42,559	31,954	34,068	38,245
Lãi vay thuần	3,429	(1,205)	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)	(497)	0	0	0
LN TT	43,310	40,860	38,050	40,165	44,341
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,808)	(6,469)	(7,631)	(8,868)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,525)	(932)	(1,107)	(2,001)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,527	30,649	31,427	33,472
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,530	30,649	31,427	33,472
EBITDA ĐC	42,052	44,232	35,265	36,955	41,467
EPS (đồng)	8,125	7,676	7,462	7,651	8,149
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,676	7,462	7,651	8,149
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	4,107	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig 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	28,991	22,762	49,774	60,353
Đầu tư ngắn hạn	3,834	3,270	3,270	3,270	3,270
Phải thu khách hàng	132,871	171,858	155,773	175,729	181,157
Hàng tồn kho	55,318	48,723	81,166	98,939	133,290
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	34,624	34,173	40,150	42,431
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	287,466	297,144	367,862	420,501
TSCĐ hữu hình	10,619	13,644	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	17,216	22,906	25,304	28,004
Đầu tư dài hạn	7,573	12,659	12,659	12,659	12,659
Đầu tư vào Cty LD,LK	187	191	191	191	191
Tài sản dài hạn khác	165,822	228,551	239,110	242,311	254,512
Tổng tài sản dài hạn	202,290	273,258	289,109	295,749	311,553
Tổng cộng tài sản	444,631	560,724	586,253	663,611	732,054
Nợ ngắn hạn	18,290	43,306	39,619	42,629	41,982
Phải trả người bán	20,452	18,765	30,008	34,569	43,466
Nợ ngắn hạn khác	121,494	167,395	151,390	179,042	198,840
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	290,350	288,119	333,441	371,113
Nợ dài hạn	38,394	37,986	34,164	33,667	28,964
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,169	1,446	1,446	1,446	1,446
Nợ dài hạn khác	8,981	8,102	8,102	8,102	8,102
Tổng nợ dài hạn	48,544	47,533	43,712	43,214	38,512
Tổng nợ phải trả	261,994	340,281	334,228	379,052	412,022
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,081	232,730	264,157	297,629
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,362	19,295	20,402	22,402
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,443	252,025	284,558	320,031
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	560,724	586,253	663,611	732,054
BVPS (đ)	41,177	49,199	56,661	64,312	72,461
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,302	51,022	26,522	10,594

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,559	31,954	34,068	38,245
Khấu hao	(1,436)	(1,670)	(3,312)	(2,887)	(3,222)
Lãi vay thuần	3,429	(1,205)	6,097	6,097	6,097
Thuế TNDN đã nộp	(5,812)	(10,892)	(6,469)	(7,631)	(8,868)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(26,985)	(14,452)	(1,393)	(3,742)
Khác	(15,815)	(35,090)	(10,430)	(3,743)	(12,653)
LCT thuần từ HĐKD	1,517	(21,436)	9,880	30,825	22,750
Đầu tư TS dài hạn	(9,988)	(11,905)	(8,601)	(6,324)	(6,822)
Góp vốn & đầu tư	(46,176)	(35,188)	0	0	0
Thanh lý	28,711	66,878	0	0	0
Khác	8,821	3,233	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(18,632)	23,018	(8,601)	(6,324)	(6,822)
Cổ tức trả cho CSH	0	(605)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	5.70	(10,462)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	20,396	24,373	(7,508)	2,512	(5,349)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	13,306	(7,508)	2,512	(5,349)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,991	22,762	49,774
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,887	(6,229)	27,012	10,579
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,991	22,762	49,774	60,353
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,342)	1,279	24,501	15,928

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	31.8	41.0	38.2	40.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.3	45.4	31.6	31.0
Tỷ suất LNT (%)	32.2	30.9	39.5	26.8	25.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.2	17.0	19.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.46)	(23.9)	50.7	14.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.18	(20.3)	4.79	12.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(5.53)	(2.78)	2.54	6.51
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
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	16.5	14.1	12.6	11.9
ROACE (%)	19.9	16.9	11.2	10.8	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.14	0.19	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.50)	0.31	0.90	0.59
Số ngày tồn kho	298	255	647	499	616
Số ngày phải thu	715	901	1,242	886	837
Số ngày phải trả	110	98.4	239	174	201
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	48.8	45.0	33.9	27.4
Nợ/tài sản (%)	20.7	22.8	21.7	21.0	19.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	35.3	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.89	3.61	3.77	3.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	0.99	1.03	1.10	1.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.64	2.65	3.46	2.09	1.71
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.50	6.10	7.62	6.61	5.51
P/E (lần)	6.52	6.90	7.10	6.93	6.50
P/E ĐC (lần)	6.52	6.90	7.10	6.93	6.50
P/B (lần)	1.29	1.08	0.94	0.82	0.73
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