

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

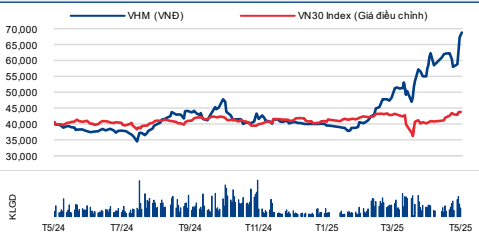
Giá mục tiêu: VNĐ77,000 (từ VNĐ56,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	68,800
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-68,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	65,180
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	282,590
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	10,890
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	17.6	70.7	69.7
So với chỉ số	8.73	64.0	57.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	8,382	8,085	3.7
2026F	8,493	8,925	(4.8)
2027F	8,726	9,078	(3.9)

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.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Triển vọng tích cực hơn đã phản ánh vào giá cổ phiếu, hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ từ Tăng tỷ trọng mặc dù tăng 36% giá mục tiêu lên 77.000đ, đa phần do tăng dự báo lợi nhuận, doanh số bán nhà và giảm giá định mức chiết khấu so với RNAV.
- Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng 7-11% sau khi chúng tôi tăng dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn này. Dự báo lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 4,1%/4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 18%/81% trong 1 tháng/3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 8%/78% so với chỉ số VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 38% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm qua ở mức 54%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,6 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025 và giá cổ phiếu tăng

HSC xem xét lại dự báo và định giá sau khi giá cổ phiếu VHM tăng (18%/71% trong 1 tháng/3 tháng qua) và KQKD Q1/2025 cho thấy lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng do tác động của thời điểm ghi nhận doanh thu, doanh số bán nhà cao hơn dự báo và thông tin cập nhật mới về dự án Vinhomes Long Beach (2.870 ha, TP.HCM). Dựa trên những thông tin này và các xu hướng cơ bản, chúng tôi tăng giá mục tiêu nhưng hạ khuyến nghị.

Tác động: Tăng 7-11% dự báo lợi nhuận

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng 7-11% sau khi chúng tôi tăng dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn này. Cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 8,3%/8% (đạt 34,4 nghìn tỷ đồng), đến từ dự án VOPC2,3, Vinhomes Wonder City, Green City, Golden Avenue, Royal Island, v.v. Lợi nhuận thuần năm 2026 được dự báo đạt 34,9 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 1,3%, sau đó tiếp tục tăng trưởng 2,8% đạt 35,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2027. Doanh thu và lợi nhuận năm 2026-2027 được dự báo sẽ đến từ dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Wonder City, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân, Long Beach. Theo dự báo mới – cao hơn 4% so với bình quân dự báo thị trường năm 2025, nhưng thấp hơn 4-5% bình quân dự báo thị trường năm 2026-2027 – lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 4,1%.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 15,2% RNAV ước tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 118.400đ, đa phần nhờ tăng dự báo lợi nhuận, doanh số bán nhà và định giá lại các dự án đang triển khai. Để xác định giá mục tiêu 77.000đ (sau khi điều chỉnh tăng 36%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 35% so với RNAV (từ 45% trước đó), nhỏ hơn so với mức 54% trong 3 năm qua, mức chiết khấu bị ảnh hưởng bởi rủi ro gia tăng liên quan đến VIC và tình trạng suy thoái của thị trường BĐS. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này 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 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. Trong năm 2025, các dự án mới được mở bán như Wonder City, Dương Kinh – Kiến Thụy, Hậu Nghĩa – Đức Hòa và Phước Vĩnh Tây dự kiến sẽ thúc đẩy dòng tiền và lợi nhuận. Tuy nhiên, sau các đợt giảm giá trong thời gian gần đây, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu bị hạn chế (4,8% tại giá mục tiêu) nên chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ từ Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,236	40,797 ▲	41,108 ▲	45,326 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,801	34,428 ▲	34,884 ▲	35,843 ▲
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,382 ▲	8,493 ▲	8,726 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,334	57,716	66,209	74,936
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.14	7.58	8.12	7.49	6.08
P/E ĐC (lần)	8.47	8.89	8.21	8.10	7.88
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.67	1.39	1.19	1.04	0.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	8.25	1.32	2.75
ROAE (%)	20.6	16.7	15.7	13.7	12.4

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

Tăng 7-11% dự báo lợi nhuận

HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Nắm giữ từ Tăng tỷ trọng mặc dù tăng 36% giá mục tiêu lên 77.000đ, đa phần do tăng dự báo lợi nhuận, doanh số bán nhà và giảm giả định mức chiết khấu so với RNAV. Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng 7-11% dựa trên kỳ vọng doanh số bán nhà cao hơn. Các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 4,1% (lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi: 4%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 18%/81% trong 1 tháng/3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 8%/78% so với chỉ số VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 38% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm qua ở mức 54% và cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,6 lần.

Cập nhật các dự án đang triển khai

Trong Q1/2025, doanh số bán nhà của VHM tăng mạnh 116% so với cùng kỳ lên 35 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ mở bán thành công dự án Vinhomes Wonder City vào tháng 3/2025 và ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao. Kết quả trên cao hơn kỳ vọng của HSC.

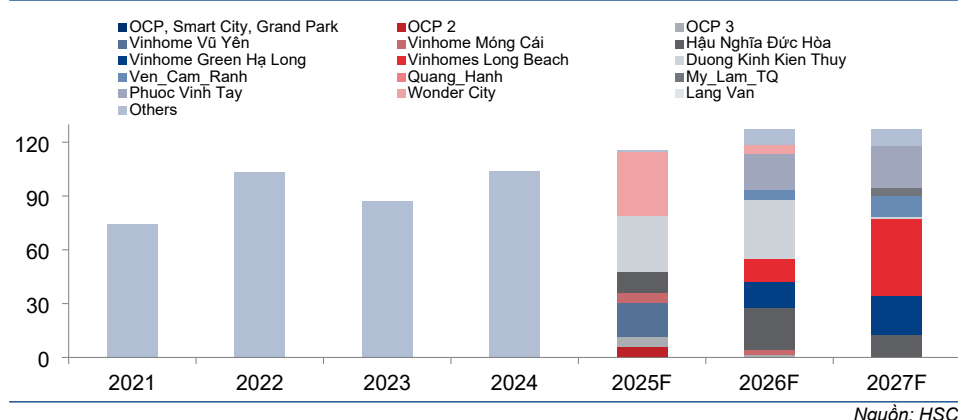
Trong khi đó, VHM đã tiến hành khởi công xây dựng dự án Vinhomes Green City (197 ha, Long An) trong tháng 3/2025 và Vinhomes Long Beach (2.870 ha, TP.HCM) trong tháng 4/2025. Công ty mới khởi động các chiến dịch marketing và nhận giữ chỗ cho dự án Vinhomes Green City. Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tại thị trường Long An rất lớn, với bằng chứng là Tập đoàn Nam Long (NLG; Mua vào, giá mục tiêu: 43.000đ) ghi nhận doanh số bán nhà khá cao ở dòng sản phẩm căn hộ thấp tầng có diện tích lớn (500-600 m2/căn).

VHM cũng đang có kế hoạch nhận đặt cọc giữ chỗ đối với dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (241 ha, Hải Phòng) trong vài tuần tới, sát với kỳ vọng của chúng tôi. Đối với dự án Vinhomes Long Beach, do tiến độ xây dựng đang được đẩy mạnh, nên chúng tôi dự báo thời điểm mở bán sẽ là vào năm 2026, thay vì năm 2027 trước đó.

Theo đó, dự báo doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027 cũng được điều chỉnh tăng 10-11% lên 115 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 11%), 127 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 10,1%) và 127 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (không đổi so với cùng kỳ). Doanh số bán nhà dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 7%.

Biểu đồ 1: Dự báo doanh số bán nhà, VHM

Doanh số bán nhà được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 7% trong giai đoạn 2024-2027



Bảng 2: Các dự án trọng điểm, VHM

Vinhomes Royal Island, Hậu Nghĩa Đức Hòa, Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Wonder City thúc đẩy doanh thu năm 2025

STT	Dự án	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Vị trí	Lợi ích của VHM	% số sp chưa bán	Tiến độ
1	Vinhomes Royal Island	877	Thấp tầng	Hải Phòng	95.0%	20-25%	Đang bán và bàn giao
2	Vinhomes OCP2	458	Thấp tầng, cao tầng	Hưng Yên	100.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
3	Vinhomes OCP3	294	Thấp tầng, cao tầng	Hưng Yên	100.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
4	Vinhomes Grand Park	216	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	67.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
5	Vinhomes Ocean Park	420	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	99.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
6	Vinhomes smart city	208	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	66.5%	10-15%	Đang bán và bàn giao
7	Vinhomes Golden Avenue	116	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	100.0%	30-40%	Đang bán và bàn giao
8	Vinhomes Green City	197	Thấp tầng, cao tầng	Long An	76.9%	100%	Triển khai năm 2025-2026
9	Dương Kinh Kiến Thụy	241	Thấp tầng, cao tầng	Hải Phòng	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
10	Phước Vĩnh Tây	1,089	Thấp tầng, cao tầng	Long An	79.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
11	Vinhomes Wonder City	133	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
12	Làng Vân	1,045	Thấp tầng, cao tầng	Đà Nẵng	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
14	Le man Golf	200	Thấp tầng, commercial	TP.HCM	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
13	Vinhomes Green Hạ Long	5,540	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	79.0%	100%	Triển khai năm 2026-2027
15	Vinhomes Long Beach	2,870	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	100.0%	100%	Triển khai năm 2026-2027
16	Vinhomes IUT	864	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	99.9%	100%	Chưa triển khai
17	Ven Vinh Cam Ranh	1,302	Thấp tầng, cao tầng	Khánh Hòa	89.5%	100%	Chưa triển khai
18	Quang Hanh QN	167	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	99.0%	100%	Dự án BCC, chưa triển khai
19	Mỹ Lâm Tuyên Quang	455	Thấp tầng	Tuyên Quang	76.2%	100%	Chưa triển khai
20	Tân Liễu	66	Thấp tầng	Bắc Giang	99.0%	100%	Chưa triển khai
21	Tân Mỹ Long An	931	Thấp tầng, cao tầng	Long An	83.3%	100%	Chưa triển khai
22	Vinhomes Mễ Trì	75	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	4.7%	100%	Chưa triển khai
23	Vinhomes Global Gate	261	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	4.7% + lợi ích khác *	100%	Đang bán và bàn giao
24	Trung Tâm Triền Lãm	90	Dự án BT	Hà Nội	4.7%	100%	Đang xây dựng
25	Gallery Giảng Võ	6	Thương mại	Hà Nội	4.7%	100%	Chưa triển khai
Tổng		18,121					

Ghi chú: (*) lợi ích khác: 5% lợi nhuận từ Business Corporation Contract (BCC) với nhà phát triển cuối cùng của dự án, 4% hoa hồng doanh thu, 2% phí quản lý doanh thu và lợi nhuận từ General Contractor Contract
 Nguồn: VHM, HSC

Dự báo lợi nhuận: Tăng 7-11%

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng 7-11% sau khi HSC điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn này. Dự báo cho năm 2025 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng lần lượt 8,3% và 8,0% (đạt 34,4 nghìn tỷ đồng), so với lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2024. Doanh thu kinh doanh BĐS năm 2025 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).

Lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 được dự báo đạt lần lượt 34,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,3%) và 35,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%). Doanh thu và lợi nhuận năm 2026-2027 được dự báo sẽ đến từ dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Wonder City, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân, Vinhomes Long Beach.

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 đồng hợp tác kinh doanh với VIC).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 4,1%/4%. Thông tin chi tiết được trình bày ở phần bên dưới.

Bảng 3: Dự báo mới lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận thuần/lợi nhuận 'cốt lõi' dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 4,1%/4% 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%	33.2%	131,066	26.7%	12.0%	140,049	4.7%	6.9%
Lợi nhuận gộp	32,967	39,196	18.9%	22.9%	49,993	27.5%	11.8%	58,754	7.3%	17.5%
Lợi nhuận HĐ	40,943	43,555	6.4%	14.5%	44,318	1.8%	10.3%	48,201	8.7%	8.8%
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	34,428	8.3%	12.3%	34,884	1.3%	11.0%	35,843	7.1%	2.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(76)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	31,877	34,428	8.0%	12.3%	34,884	1.3%	11.0%	35,843	7.1%	2.8%

Nguồn: HSC

Định giá: Tăng 36% giá mục tiêu; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 15,2% RNAV ước tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 118.400đ, đa phần nhờ tăng dự báo lợi nhuận, doanh số bán nhà, định giá lại các dự án đang triển khai cũng như điều chỉnh các giả định định giá. Để xác định giá mục tiêu 77.000đ (sau khi điều chỉnh tăng 36%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 35% so với RNAV (từ 45% trước đó), nhỏ hơn so với mức 54% trong 3 năm qua, mức chiết khấu bị ảnh hưởng bởi rủi ro gia tăng liên quan đến VIC và tình trạng suy thoái của thị trường BĐS. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này 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.

Chi tiết như sau:

- 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 theo phương pháp DCF đối với VHM là 12,8% (từ 11,9% trước đó). Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 0,96 lần (không đổi, theo Bloomberg), nhưng áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% (tăng từ 9%), phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm không đổi) vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó).
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 4. 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 5 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 6.

Bảng 4: 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		370,498
Tài sản thuần khác	BV		128,204
Tổng giá trị tài sản			513,675
Nợ thuần			(31,570)
Giá trị tài sản thuần			482,105
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			4,107
RNAV / cp (đồng/gf)			118,400
Chiết khấu			35.0%
Giá mục tiêu (đồng)			77,000

Nguồn: HSC

Bảng 5: 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					
	VND	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	83,200	81,400	80,000	78,700	77,000
	3.5%	81,400	80,000	78,700	77,000	75,400
	4.0%	80,000	78,300	77,000	75,400	73,800
	4.5%	78,300	76,600	75,400	73,800	72,300
	5.0%	76,600	75,000	73,800	72,300	70,800

Nguồn: HSC

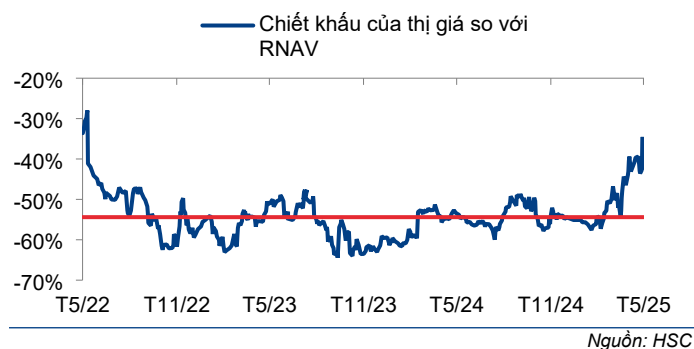
Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

	15%	25%	35%	45%	55%
Chiết khấu RNAV					
Giá mục tiêu	100,700	88,900	77,000	65,200	53,300
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	37.0%	21.0%	4.8%	-11.3%	-27.5%

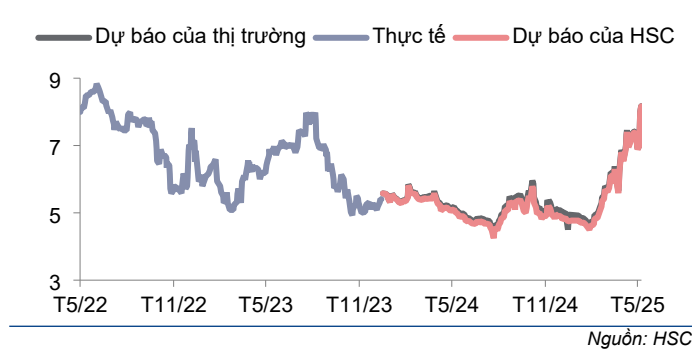
Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 38% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 54%

**Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHM**

Là 8,7 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,6 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 18%/81% trong 1 tháng/3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 8%/78% so với chỉ số VN Index, sau khi có thông tin về việc mở bán các dự án lớn như Vinhomes Wonder City, Green City, Vinhomes Long Beach. Cổ phiếu VHM cũng hưởng lợi từ tâm lý đặc biệt tích cực của thị trường đối với VIC, Công ty đã công bố một loạt dự án trong tương lai như năng lượng tái tạo, tuyến metro nối quận 7 - Cần Giờ (TP.HCM), đường sắt cao tốc Bắc - Nam. Cổ phiếu VHM đang giao dịch ở

mức chiết khấu 38% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 54% và cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,6 lần.

VHM vẫn là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với năng lực phát triển dự án rất 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. Trong năm 2025, việc mở bán nhiều dự án như Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây sẽ tạo ra động lực cho dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới. Tuy nhiên, sau các đợt giảm giá trong thời gian gần đây, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu bị hạn chế (2,5% tại giá mục tiêu) nên chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ từ Tăng tỷ trọng.

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 hàng tháng gửi báo cáo liên quan đến giao dịch nội bộ cho các thành viên HĐQT độc lập.

Đàm phán bán buôn: Không giống như bán lẻ cho cá nhân, để có được giao dịch bán buôn 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 buôn sau khi mở bán nhiều dự án mới có thể dẫn đến rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo cho giai đoạn 2025-2027 của HSC.

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	131,066	140,049
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	39,196	49,993	58,754
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,384)	(8,656)	(9,824)	(10,306)
Thu nhập khác	13,472	20,748	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(2,898)	(7,204)	(8,097)	(7,757)
EBIT	40,605	42,432	37,458	38,221	42,105
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
LN TT	43,310	40,848	43,555	44,318	48,201
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,775)	(7,840)	(7,534)	(8,194)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,271)	(1,287)	(1,900)	(4,164)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,801	34,428	34,884	35,843
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,804	34,428	34,884	35,843
EBITDA ĐC	42,052	44,236	40,797	41,108	45,326
EPS (đồng)	8,125	7,742	8,382	8,493	8,726
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,382	8,493	8,726
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	41,240	64,085	87,943
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,392	5,392	5,392
Phải thu khách hàng	132,871	168,406	168,578	185,914	188,157
Hàng tồn kho	55,318	54,696	82,485	93,064	122,251
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	28,205	28,236	32,870	34,572
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	285,479	325,930	381,324	438,315
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	244,271	247,980	260,688
Tổng tài sản dài hạn	202,290	278,730	293,939	301,087	317,399
Tổng cộng tài sản	444,631	564,209	619,869	682,412	755,714
Nợ ngắn hạn	18,290	34,276	43,305	44,456	43,004
Phải trả người bán	20,452	19,960	26,726	26,615	32,083
Nợ ngắn hạn khác	121,494	168,735	169,167	192,663	210,248
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	278,532	298,972	326,285	366,674
Nợ dài hạn	38,394	47,016	46,520	44,967	37,873
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	62,168	60,614	53,520
Tổng nợ phải trả	261,994	343,465	363,410	389,169	422,464
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,636	237,064	271,948	307,791
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,108	19,395	21,295	25,458
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,744	256,459	293,242	333,249
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	564,209	619,869	682,412	755,714
BVPS (đ)	41,177	49,334	57,716	66,209	74,936
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,512	48,586	25,338	(7,067)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,432	37,458	38,221	42,105
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)	(7,840)	(7,534)	(8,194)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(29,146)	(16,580)	(6,387)	8,708
Khác	(15,815)	(38,099)	(10,656)	(5,711)	(14,371)
LCT thuần từ HĐKD	1,517	(22,400)	12,925	29,572	39,226
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	8,533	(403)	(8,546)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	11,692	8,533	(403)	(8,546)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,780	41,240	64,085
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,677	12,459	22,846	23,858
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,780	41,240	64,085	87,943
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,045)	3,926	23,248	32,404

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	38.1	42.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.2	39.4	31.4	32.4
Tỷ suất LNT (%)	32.2	31.1	33.3	26.6	25.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.1	18.0	17.0	17.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.19)	1.09	26.7	6.85
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.19	(7.77)	0.76	10.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(4.73)	8.25	1.32	2.75
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(4.71)	8.26	1.32	2.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	8.25	1.32	2.75
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	15.7	13.7	12.4
ROACE (%)	19.9	16.3	12.4	11.3	11.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.17	0.20	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.53)	0.35	0.77	0.93
Số ngày tồn kho	298	288	469	419	549
Số ngày phải thu	715	886	958	837	845
Số ngày phải trả	110	105	152	120	144
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	45.8	38.8	26.2	18.3
Nợ/tài sản (%)	20.7	21.5	21.5	19.8	19.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	28.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.75	3.27	3.29	3.18
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.02	1.09	1.17	1.20
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.30	3.27	3.20	2.35	1.97
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.14	7.58	8.12	7.49	6.08
P/E (lần)	8.47	8.89	8.21	8.10	7.88
P/E ĐC (lần)	8.47	8.89	8.21	8.10	7.88
P/B (lần)	1.67	1.39	1.19	1.04	0.92
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