

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

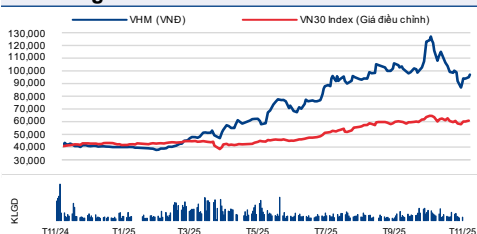
Giá mục tiêu: VNĐ106,600 (từ VNĐ99,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/11/2025)	97,000
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,750-127,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	95,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	398,419
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	15,101
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	(16.4)	3.30	138
So với chỉ số	(12.9)	(2.78)	59.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	7,218	8,428	(14.4)
2026F	9,728	9,603	1.3
2027F	10,115	10,351	(2.3)

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.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng 7% giá mục tiêu, nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 7,1% giá mục tiêu lên 106.600đ, chủ yếu nhờ tăng dự báo lợi nhuận/doanh số bán nhà và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 9,9%.
- Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận cho năm 2025 với tác động trái chiều từ việc điều chỉnh tiến độ bàn giao; nhưng nâng dự báo cho các năm 2026-2027 thêm 8-12% nhờ doanh số bán nhà cải thiện trong 2025-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,3% (dự báo trước đó: 5,1%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch với mức chiết khấu 20% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 50%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,4 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

HSC xem xét lại dự báo và định giá sau khi cập nhật KQKD Q3/2025 của VHM, trong đó lợi nhuận yếu hơn dự báo nhưng doanh số bán nhà tại Vinhomes Long Beach lại rất tích cực. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh lại tiến độ bán hàng và bàn giao của các dự án, đặc biệt là tại Vinhomes Long Beach (với doanh số bán nhà/bàn giao mạnh hơn).

Tác động: Tăng 8-12% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho năm 2025 trong bối cảnh tác động trái chiều của việc điều chỉnh tiến độ bàn giao, điều chỉnh chi phí bán hàng & quản lý cũng như chi phí lãi; tuy nhiên, chúng tôi nâng dự báo cho các năm 2026-2027 thêm 8-12% nhờ doanh số bán nhà cải thiện trong các năm 2025-2026. Lợi nhuận năm 2025 dự kiến được dẫn dắt chủ yếu bởi Vinhomes Royal Island, OCP 2,3 và các thương vụ bán sỉ tại Vinhomes Long Beach và Golden City; trong khi doanh thu và lợi nhuận các năm 2026-2027 nhiều khả năng sẽ đến từ Golden City, Wonder City, Green City, Phước Vinh Tây, Làng Vân và Long Beach.

Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn bình quân dự báo thị trường 14% trong 2025 nhưng sát với thị trường cho 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,3%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu đã giảm 16% trong 1 tháng qua sau một thời gian dài tăng mạnh. VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 20% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 50%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,4 lần. HSC tăng 7,1% RNAV dự phóng theo phương pháp SoTP lên 133.200đ; giá mục tiêu mới được xác định sau khi áp dụng mức chiết khấu công ty mẹ 20% (không đổi) – mức chiết khấu này nhỏ hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 50%, nhưng chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này sẽ còn thu hẹp lại nhờ triển vọng ngành cải thiện và rủi ro dòng tiền liên quan đến công ty mẹ VIC giảm bớt.

HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với tiềm năng tăng giá là 10% tại giá mục tiêu mới. VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam, với quỹ đất trải rộng trên toàn quốc và năng lực triển khai vượt trội. Các dự án của Công ty nhìn chung đang được triển khai nhanh và tiếp tục tăng tốc, qua đó hỗ trợ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,236	32,973 ▼	45,208	48,575
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,801	29,646 ▼	39,958 ▲	41,545 ▲
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	7,218 ▼	9,728 ▲	10,115 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,334	57,787	67,516	77,630
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	10.2	15.3	10.1	8.43
P/E ĐC (lần)	11.9	12.5	13.4	9.97	9.59
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.36	1.97	1.68	1.44	1.25
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	(6.79)	34.8	3.97
ROAE (%)	20.6	16.7	13.5	15.5	13.9

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

Tăng 8-12% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 7,1% giá mục tiêu lên 106.600đ, (tiềm năng tăng giá: 9,9%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận (các năm 2026-2027), tăng dự báo doanh số bán nhà và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhìn chung giữ nguyên trong khi dự báo cho các năm 2026-2027 được nâng thêm 8-12% nhờ tăng giả định doanh số bán nhà trong 2025-2026; dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,3%. Giá cổ phiếu đã giảm 16% trong 1 tháng qua sau một thời gian dài tăng mạnh. VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 20% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 50%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,4 lần.

Doanh số bán hàng/bàn giao cải thiện tại Vinhomes Long Beach

Lợi nhuận thuần Q3/2025 của VHM thấp hơn kỳ vọng (đạt 4,2 nghìn tỷ đồng, giảm 47% so với cùng kỳ), chủ yếu do bàn giao thấp tại Vinhomes Royal Island và Công ty đã gần hoàn tất phát triển một số dự án lớn ở Hà Nội như Vinhomes Ocean Park 2, 3. Trong khi đó, các dự án lớn khác như Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội), Green City (197 ha, Tây Ninh), Golden City (241 ha, Hải Phòng) hiện đang trong giai đoạn thi công và sẽ bắt đầu bàn giao từ 2026. Trước đây, chúng tôi kỳ vọng Wonder Park có thể ghi nhận lợi nhuận từ bàn giao một phần ngay trong năm nay.

Trong khi đó, trong Q3/2025, doanh số bán nhà đạt 95 nghìn tỷ đồng, tăng 151% so với cùng kỳ và vượt kỳ vọng của HSC, chủ yếu nhờ đóng góp từ Vinhomes Long Beach ("VLB", 2.870 ha, TP.HCM) – đóng góp 68% tổng doanh số bán nhà trong kỳ. Các thương vụ bán sỉ tại Vinhomes Long Beach đang diễn biến tích cực hơn so với dự báo của chúng tôi; thực tế, BLĐ kỳ vọng sẽ ghi nhận một phần doanh số bán sỉ của dự án này trong Q4/2025 (HSC dự báo 38 nghìn tỷ đồng).

Trong cuộc họp thông báo KQKD gần nhất, BLĐ cho biết họ kỳ vọng sẽ mở bán 2.000-3.000 căn hộ thấp tầng tại khu Green Bay của dự án này cho khách hàng cá nhân. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiến độ thi công hạ tầng có thể sẽ chưa hoàn tất trong năm nay để đủ điều kiện xin giấy phép bán hàng. Nhìn chung, tiến độ phát triển tại Vinhomes Long Beach đang nhanh hơn so với dự báo của HSC.

Trong các chuyến khảo sát tại Vinhomes Long Beach, chúng tôi đã trao đổi với đội ngũ bán hàng và ghi nhận mức giá bán dự kiến như sau: 100-110 triệu đồng/m² đối với biệt thự (diện tích 200-300 m²/căn), 150-180 triệu đồng/m² đối với nhà phố (tương đương 62-75 triệu đồng/m² đất hay 10-14 tỷ đồng/căn). Giá bán biệt thự cao hơn 15% so với dự báo của chúng tôi trong khi giá bán nhà phố cao hơn tới 60% so với dự báo giá bán lẻ trước đó. Chúng tôi cho rằng mức giá này phản ánh kỳ vọng vào các tuyến metro mà Vingroup đề xuất triển khai trong thời gian tới.

Nhìn chung, nếu tuyến metro được triển khai, dự án sẽ trở nên hấp dẫn hơn. Đối với dự án này, HSC đã điều chỉnh tăng giả định chi phí hạ tầng sau khi ghi nhận rằng khối lượng san nền cho móng là rất lớn. Chúng tôi cũng tăng tỷ trọng bán sỉ và nâng giá bán lẻ thêm 25% lên mức bình quân khoảng 130 triệu đồng/m².

Tóm lại, chúng tôi nâng dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 thêm 56% (lên 193 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 86%), chủ yếu nhờ các thương vụ bán sỉ tại Vinhomes Long Beach; và nâng thêm 18-23% cho các năm 2026-2027 (lên 160-163 nghìn tỷ đồng) nhằm phản ánh tiến độ phát triển nhanh của dự án. Dự báo mới cho thấy doanh số bán nhà tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 15,5% (dự báo trước đó: 9,4%).

Dự báo lợi nhuận: Tăng 8-12% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 34,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8,9%) để phản ánh tác động trái chiều từ KQKD Q3/2025 thấp hơn dự báo, việc điều chỉnh tiến độ bàn giao tại các dự án và thông tin mới về các thương vụ bán sỉ tại Vinhomes Long Beach. Lợi nhuận năm 2025 sẽ được dẫn dắt chủ yếu bởi

Vinhomes Royal Island, OCP 2,3 và các thương vụ bán sỉ tại Vinhomes Long Beach và Golden City. Trong đó, lợi nhuận từ Vinhomes Royal Island sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận tài chính do VHM phát triển dự án này theo hợp đồng BCC.

Theo đó, HSC tăng 8-12% dự báo các năm 2026-2027 thêm lên 40-41,5 nghìn tỷ đồng, nhờ doanh số bán nhà cải thiện trong các năm 2025-2026. Doanh thu và lợi nhuận trong các năm 2026-2027 dự kiến sẽ được dẫn dắt bởi các dự án Golden City, Wonder City, Green City, Phước Vĩnh Tây, Làng Vân và Long Beach.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,3%. Chi tiết được trình bày sau đây. Lưu ý, trong năm 2024, VHM ghi nhận một khoản lỗ thuần từ HĐKD không cốt lõi nhỏ, ước tính khoảng 76 tỷ đồng, trong khi KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2025 cũng như dự báo giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi không bao gồm bất kỳ khoản mục thuần không cốt lõi nào.

Cần làm rõ rằng các thương vụ bán sỉ và bán cổ phần – dù đều có chất lượng/tỷ suất lợi nhuận thấp hơn – vẫn được chúng tôi xem là hoạt động cốt lõi của VHM. Lý do là VHM thực hiện bán sỉ đối với cả quỹ đất và bán cổ phần công ty dự án (Công ty thường thành lập một pháp nhân sở hữu khu đất và sau đó bán cổ phần tại pháp nhân đó).

Bảng 1: Dự báo mới lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận thuần / lợi nhuận 'cốt lõi' được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 8,3% 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	109,754	7.3%	6.1%	149,185	35.9%	7.6%	166,101	11.3%	13.5%
Lợi nhuận gộp	32,967	40,330	22.3%	2.9%	61,720	53.0%	15.5%	72,996	18.3%	16.7%
Lợi nhuận HĐ	40,943	43,244	5.6%	-0.7%	50,856	17.6%	8.0%	53,889	6.0%	4.8%
Thu nhập tài chính	26,844	26,843	0.0%	32.8%	18,169	-32.3%	48.4%	9,948	-45.2%	32.5%
Lợi nhuận thuần	31,801	34,721	9.2%	0.9%	39,958	15.1%	8.4%	41,545	4.0%	12.2%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ lệ vốn hóa	NAV (tỷ đồng)
Cho thuê	NOI/cap rate	8.0%	15,507
BDS khu dân cư	DCF		431,611
Tài sản thuần khác	BV		151,576
Tổng giá trị tài sản			598,694
Nợ thuần			(51,654)
Giá trị tài sản thuần			547,040
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			4,107
RNAV / cp (đồng)			133,184
Chiết khấu			20.0%
Giá mục tiêu (đồng)			106,600

Nguồn: HSC

Định giá: Tăng 7,1% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 7,1% RNAV dự phóng theo phương pháp SoTP của VHM lên 133.200đ sau một số điều chỉnh. Để xác định giá mục tiêu 106.600đ (cũng tăng 7,1%), chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% đối với RNAV. Với tiềm năng tăng giá 9,9% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Đáng lưu ý, giả định mức chiết khấu công ty mẹ của chúng tôi hiện khá thấp so với mức chiết khấu bình quân 3 năm là 50% của VHM, vốn từng bị ảnh hưởng bởi rủi ro gia tăng liên quan đến VIC (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 105.000đ) và sự chững lại của thị trường BĐS. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp, được hỗ trợ bởi triển vọng ngành cải thiện và rủi ro dòng tiền liên quan đến VIC giảm, khi Công ty hưởng lợi từ sự hỗ trợ ngày càng tăng của Chính phủ cũng như các cải thiện tại những mảng kinh doanh khác.

Chi tiết:

- Đối với mảng BĐS, giá trị tài sản gộp được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền tương lai của toàn bộ các dự án đang phát triển, 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 LN 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 cung cấp. Tỷ suất chiết khấu LN thuần chúng tôi sử dụng là 8% (không đổi).
- Chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định WACC ở mức 12,8% trong mô hình định giá DCF, dựa trên lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1 và 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%).
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Chúng tôi trình bày chi tiết về định giá trong Bảng 2. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh trong Bảng 3, và trình bày giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 4.

Bảng 3: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, VHM

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%

		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%	113,600	111,800	110,000	108,300	106,600
	3.5%	111,800	110,000	108,300	106,600	104,400
	4.0%	110,000	107,700	106,600	104,400	102,800
	4.5%	107,700	106,000	104,400	102,800	100,800
	5.0%	106,000	104,400	102,800	100,800	99,300

Nguồn: HSC

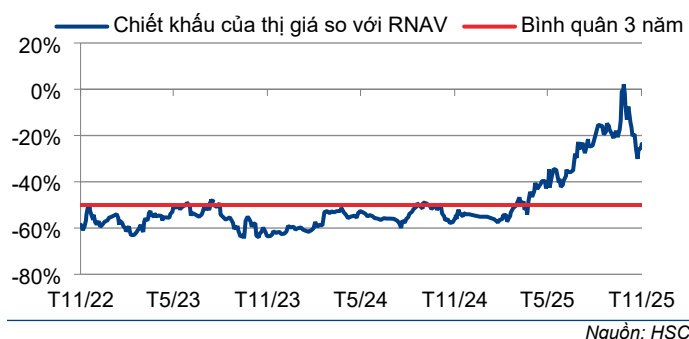
Bảng 4: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

Chiết khấu RNAV	-10%	0%	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	146,502	133,184	119,865	106,600	93,228	79,910	66,592
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	51.0%	37.3%	23.6%	9.9%	-3.9%	-17.6%	-31.3%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 5: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

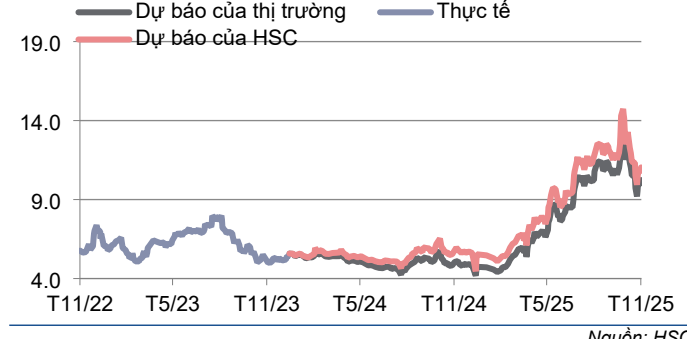
VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 20% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 50%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

Ở mức 11 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,4 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua sau một thời gian dài tăng mạnh, VHM đang giao dịch với mức chiết khấu 20% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 50%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,4 lần.

VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu Việt Nam với lợi thế đến từ năng lực triển khai mạnh mẽ và quỹ đất trải rộng toàn quốc. Tiến độ phát triển dự án đang diễn ra nhanh và tiếp tục tăng tốc, qua đó hỗ trợ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới. HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với tiềm năng tăng giá 10%.

Rủi ro đối với quan điểm đầu tư của chúng tôi

Rủi ro trong hoạt động kinh doanh: Là một phần của tập đoàn của Vingroup, Vinhomes có thể chịu những rủi ro ở cấp độ tập đoàn. HSC ghi nhận 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 mảng kinh doanh của tập đoàn gặp khó khăn tài chính, dẫn tới chậm thanh toán hoặc mất khả năng thanh toán cho Vinhomes, tình hình tài chính của VHM có thể nhanh chóng chịu áp lực. Tuy nhiên, Vinhomes trực tiếp giám sát và quản lý rủi ro này đồng thời gửi báo cáo hằng tháng về các giao dịch nội bộ cho các thành viên độc lập trong HĐQT.

Đàm phán bán sỉ: Khác với hoạt động bán lẻ cho khách hàng cá nhân, thành công của các thương vụ bán sỉ phụ thuộc vào đàm phán giữa số lượng rất ít các bên. Quá trình đàm phán kéo dài hoặc không đạt được thỏa thuận có thể tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi. Ngược lại, việc đẩy nhanh tiến độ bán sỉ sau khi các dự án mới được mở bán có thể tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện giai đoạn 2025-2027 cao hơn so với dự báo

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 cần thiết để một dự án có thể mở bán, từ đó dẫn tới rủi ro dòng tiền cho doanh nghiệp. Không ngạc nhiên khi quy trình phê duyệt đối với các dự án lớn hoặc rất lớn thường phức tạp và mất nhiều thời gian hơn so với các dự án quy mô nhỏ. Với quy mô của các dự án VHM, việc trì hoãn do pháp lý có thể tạo ra rủi ro đáng kể đối với dự báo lợi nhuận. Ngược lại, khi một dự án lớn hoàn tất toàn bộ thủ tục pháp lý cần thiết, tiến độ triển khai sẽ tạo động lực 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 sự cố bất lợi nào 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, VHM sở hữu năng lực triển khai các dự án lớn vượt trội so với các đối thủ, giúp giảm thiểu một phần rủi ro này.

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	109,754	149,185	166,101
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	40,330	61,720	72,996
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,384)	(9,349)	(11,021)	(11,868)
Thu nhập khác	13,472	20,748	13,233	9,633	1,412
Chi phí khác	(817)	(2,898)	(14,580)	(18,012)	(17,187)
EBIT	40,605	42,432	29,634	42,320	45,353
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	8,535	8,535	8,535
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	38,169	50,856	53,889
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,775)	(7,784)	(8,900)	(9,431)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,271)	(739)	(1,998)	(2,913)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,801	29,646	39,958	41,545
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,804	29,646	39,958	41,545
EBITDA ĐC	42,052	44,236	32,973	45,208	48,575
EPS (đồng)	8,125	7,742	7,218	9,728	10,115
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	7,218	9,728	10,115
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	28,780	40,946	86,150	120,390
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,392	5,392	5,392
Phải thu khách hàng	132,871	168,406	170,363	184,422	190,015
Hàng tồn kho	55,318	54,696	113,787	125,667	160,498
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	28,205	40,008	50,646	53,395
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	285,479	370,495	452,277	529,689
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	289,647	292,200	303,099
Tổng tài sản dài hạn	202,290	278,730	339,315	345,307	359,809
Tổng cộng tài sản	444,631	564,209	709,810	797,584	889,498
Nợ ngắn hạn	18,290	34,276	46,679	58,951	67,808
Phả trả người bán	20,452	19,960	37,320	28,849	37,152
Nợ ngắn hạn khác	121,494	168,735	171,602	199,654	220,302
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	278,532	336,874	397,261	465,498
Nợ dài hạn	38,394	47,016	98,814	84,246	63,465
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	114,462	99,893	79,112
Tổng nợ phải trả	261,994	343,465	453,606	499,424	546,880
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,636	237,356	277,315	318,860
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,108	18,848	20,845	23,758
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,744	256,204	298,160	342,618
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	564,209	709,810	797,584	889,498
BVPS (đ)	41,177	49,334	57,787	67,516	77,630
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,512	104,547	57,046	10,883

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,432	29,634	42,320	45,353
Khấu hao	(1,436)	(1,800)	(3,339)	(2,887)	(3,222)
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	8,535	8,535	8,535
Thuế TNDN đã nộp	(5,812)	(6,977)	(7,784)	(8,900)	(9,431)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(29,146)	(26,911)	11,538	16,206
Khác	(15,815)	(38,099)	(55,894)	(12,032)	(19,554)
LCT thuần từ HĐKD	1,517	(22,400)	(43,036)	53,825	52,985
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	64,201	(2,297)	(11,923)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	11,692	64,201	(2,297)	(11,923)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,780	40,946	86,150
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,677	12,166	45,204	34,240
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,780	40,946	86,150	120,390
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,045)	(52,035)	47,501	46,163

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	36.7	41.4	43.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.2	30.0	30.3	29.2
Tỷ suất LNT (%)	32.2	31.1	27.0	26.8	25.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.1	20.4	17.5	17.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.19)	7.26	35.9	11.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.19	(25.5)	37.1	7.45
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(4.73)	(6.79)	34.8	3.97
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(4.71)	(6.78)	34.8	3.97
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	(6.79)	34.8	3.97
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	13.5	15.5	13.9
ROACE (%)	19.9	16.3	9.00	10.9	11.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.17	0.20	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.53)	(1.45)	1.27	1.17
Số ngày tồn kho	298	288	598	524	629
Số ngày phải thu	715	886	896	770	745
Số ngày phải trả	110	105	196	120	146
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	45.8	71.5	53.3	41.1
Nợ/tài sản (%)	20.7	21.5	29.7	29.3	28.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	28.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.75	6.39	5.18	5.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.02	1.10	1.14	1.14
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.49	4.41	4.58	3.05	2.46
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	10.2	15.3	10.1	8.43
P/E (lần)	11.9	12.5	13.4	9.97	9.59
P/E ĐC (lần)	11.9	12.5	13.4	9.97	9.59
P/B (lần)	2.36	1.97	1.68	1.44	1.25
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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