

Năm giữ (giữ nguyên)

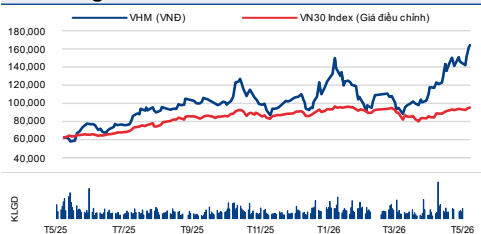
Giá mục tiêu: VNĐ163,400 (từ VNĐ123,300)

Tiềm năng tăng/giảm: -0.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/5/2026)	164,000
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	58,000-164,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	153,940
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	673,616
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	25,605
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	15.0%
Cổ đông lớn	Vingroup (73.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	33.3	68.2	164
So với chỉ số	24.1	57.6	71.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	15,162	9,765	55.3
2027F	16,107	10,708	50.4
2028F	19,251	14,022	37.3

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.

Hoạt động bán buôn khởi sắc; nâng dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu

- HSC tăng 33% giá mục tiêu đối với VHM lên 163.400đ dựa trên việc nâng dự báo lợi nhuận và giảm giả định mức chiết khấu so với RNAV mặc dù tác động tích cực này đã bị bù trừ phần nào bởi việc giảm 48% quy mô dự án Vinhomes Hạ Long Xanh xuống 4.120 ha. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, giá hiện tại của VHM cao hơn 0,4% so với giá mục tiêu mới của HSC. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ.
- HSC tăng mạnh bình quân 74% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 nhờ kỳ vọng hoạt động bán buôn tích cực hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 48,6% và 6,2%, tương ứng tốc độ CAGR 3 năm đạt 23,6% (dự báo lần đầu cho năm 2028: tăng trưởng 20%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 68% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch tương đương ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 44,2%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, cao hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,7 lần.

Sự kiện: Xem xét lại sau KQKD Q1/2026 và ĐHCĐ

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận và định giá sau khi triển vọng doanh số bán nhà khả quan hơn đáng kể (chủ yếu nhờ hoạt động bán buôn – theo định hướng tại ĐHCĐ), KQKD Q1/2026 tích cực cùng các xu hướng cơ bản khả quan và việc công ty công bố giảm 48% quy mô dự án Hạ Long Xanh xuống còn 4.120 ha.

Mặc dù hoạt động bán buôn mạnh mẽ được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng doanh số bán nhà, giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn trong giai đoạn 2026-2028 (đặc biệt khi một số dự án lớn dự kiến mở bán trong năm 2026 và 2027) đồng thời hỗ trợ định giá cao hơn nhưng việc thu hẹp quy mô dự án Hạ Long Xanh – dự án lớn thứ hai trong danh mục phát triển – đã phần nào bù trừ tác động tích cực này.

Tác động: Tăng bình quân 74% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027

HSC tăng lần lượt 69,9% và 79,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 và 2027, chủ yếu nhờ nâng giả định doanh số bán buôn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 48,6% và 6,2%, tương ứng tốc độ CAGR 3 năm đạt 23,6% (dự báo lần đầu cho năm 2028: tăng trưởng 20%). Dự báo mới này cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 1 tháng qua và tăng mạnh 68% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch tương đương ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 44,2%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, cao hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,7 lần.

HSC tăng 33% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 163.400đ nhờ tăng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định liên quan (giúp ước tính RNAV tăng 19%) đồng thời giảm giả định mức chiết khấu RNAV thêm 10 điểm phần trăm xuống 0% nhằm phản ánh mức chiết khấu bình quân ngày càng thu hẹp của công ty (chiết khấu bình quân 1 năm qua: 21,5%). Điều này được hỗ trợ nhờ việc thị trường ngày càng ghi nhận rõ hơn vị thế vượt trội của VHM trong hoạt động phát triển quỹ đất – yếu tố được kỳ vọng sẽ tiếp tục tạo ra lợi ích kinh tế trong tương lai và tiềm năng tăng thêm cho định giá của HSC (mô hình định giá của chúng tôi hiện chỉ phản ánh các dự án đã được phê duyệt quy hoạch tổng thể). Với rủi ro giảm giá 0,4% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với VHM.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	44,236	40,555	79,390 ▲	83,405 ▲	100,309
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	31,801	41,895	62,276 ▲	66,159 ▲	79,072
EPS ĐC (đồng)	7,743	10,200	15,162 ▲	16,107 ▲	19,251
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	49,334	57,963	73,125 ▲	89,232 ▲	108,483
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.4	19.0	10.3	9.37	7.63
P/E ĐC (lần)	21.2	16.1	10.8	10.2	8.52
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	3.32	2.83	2.24	1.84	1.51
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.73)	31.7	48.6	6.24	19.5
ROAE (%)	16.7	19.0	23.1	19.8	19.5

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

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Bùi Thị Thùy Trang

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

Doanh số bán buôn cải thiện nhưng giá đã sát giá trị hợp lý

HSC tăng 33% giá mục tiêu đối với VHM lên 163.400đ nhờ tăng dự báo lợi nhuận (liên quan đến dự báo doanh số bán nhà/doanh số bán buôn) tuy nhiên tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận và giảm giả định mức chiết khấu so với RNAV phần nào bị bù trừ bởi việc thu hẹp quy mô dự án Hạ Long Xanh của VHM. Chúng tôi tăng mạnh bình quân 74% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 48,6% và 6,2%, tương ứng tốc độ CAGR 3 năm đạt 23,6% (dự báo lần đầu cho năm 2028: tăng trưởng 20%). Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 68% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch tương đương ước tính RNAV (so với mức chiết khấu bình quân 3 năm là 44,2%). Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, cao hơn khoảng 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Với rủi ro giảm giá 0,4% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VHM.

Đẩy mạnh mở bán dự án thúc đẩy doanh số bán nhà tăng mạnh

Với hàng loạt dự án đại đô thị được mở bán trên toàn quốc trong năm 2025, bao gồm Vinhomes Green Paradise Cần Giờ (trước đây là Vinhomes Long Beach Cần Giờ) tại TP.HCM với tổng diện tích 2.870 ha, Vinhomes Green City Long An (197,2 ha), Vinhomes Wonder Park Hà Nội (133,4 ha) và Vinhomes Golden City Hải Phòng (240,6 ha), cùng với đóng góp ngày càng lớn từ hoạt động bán buôn, doanh số bán nhà năm 2025 của VHM đạt mức kỷ lục 205,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 98% và hơi cao hơn dự báo của HSC. Doanh số bán lẻ và bán buôn đóng góp lần lượt khoảng 47% và 53% tổng doanh số bán nhà, trong đó phần lớn doanh số bán buôn đến từ dự án mới mở bán Vinhomes Green Paradise Cần Giờ với giá trị ước tính khoảng 65 nghìn tỷ đồng.

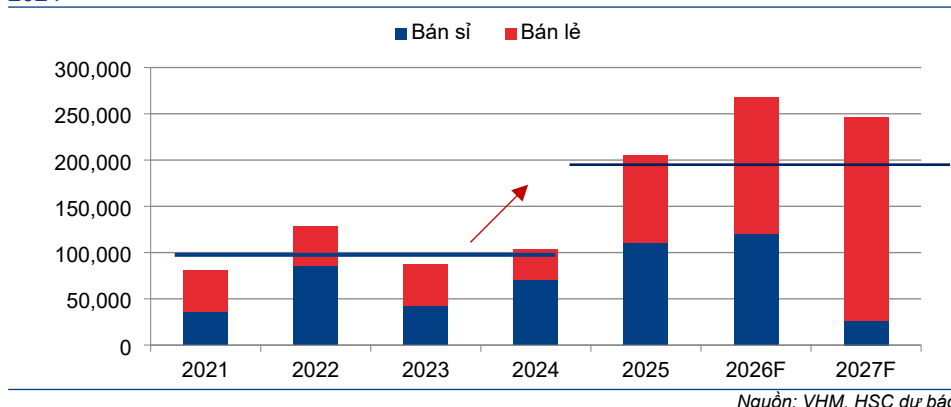
Môi trường pháp lý đang ngày càng thuận lợi hơn khi Chính phủ liên tục ban hành các văn bản nhằm tháo gỡ những vướng mắc tồn đọng kéo dài. Nhờ đó, công ty đã được phê duyệt một số đại dự án vốn bị đình trệ trong thời gian dài, dự kiến sẽ được mở bán trong năm 2026, bao gồm Vinhomes Hạ Long Xanh (hiện còn 4.120 ha), Vinhomes Saigon Park Hóc Môn (880 ha) và Vinhomes Hải Vân Bay (512,2 ha). Thời điểm mở bán của Vinhomes Hạ Long Xanh và Vinhomes Hải Vân Bay nhìn chung đúng với dự báo của HSC trong khi tiến độ mở bán dự kiến của Vinhomes Saigon Park Hóc Môn diễn ra sớm hơn so với dự báo trước đó.

Ngoài ra, theo chia sẻ của BLĐ tại các sự kiện gần đây, bao gồm ĐHCĐ và buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích tổ chức trong tháng 4, một số giao dịch bán buôn tại các đại dự án này dự kiến sẽ được hoàn tất trong năm nay và năm sau, qua đó nâng tỷ trọng đóng góp của hoạt động bán buôn trong tổng doanh số bán nhà. Trong Q1/2026, tổng doanh số bán nhà của công ty đạt 81,7 nghìn tỷ đồng, tăng 133% so với cùng kỳ, trong đó khoảng 80% đến từ hoạt động bán buôn (Q1/2025 chỉ đạt 38%). Lưu ý, tổng doanh số bán nhà và tỷ trọng đóng góp từ hoạt động bán buôn đạt lần lượt 205 nghìn tỷ đồng và 54% trong năm 2025.

Do kỳ vọng tỷ trọng đóng góp cao hơn từ các giao dịch bán buôn ở giai đoạn đầu dự án, cùng với việc VHM mở bán dự án Vinhomes Saigon Park Hóc Môn sớm hơn dự kiến nên HSC tăng mạnh lần lượt 109,6% và 80% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2026 và 2027 lên 267 nghìn tỷ đồng và 246,3 nghìn tỷ đồng.

Biểu đồ 1: Doanh số bán dự án thực tế và dự báo, VHM

HSC dự báo doanh thu từ các dự án của VHM sẽ tăng đáng kể so với giai đoạn 2021-2024



Tuy nhiên, HSC lưu ý rằng do thông tin công bố còn hạn chế, các giả định liên quan đến hoạt động bán buôn vẫn tiềm ẩn mức độ bất định lớn và có thể tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo nếu điều kiện thị trường suy yếu. Do khả năng dự báo nhu cầu từ các bên mua trong hoạt động bán buôn còn hạn chế, HSC hiện dự báo giá trị bán buôn trong năm 2027 sẽ giảm 78,3% so với năm 2026. Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo Bảng 1.

Bảng 2: Các dự án chính đang phát triển, VHM

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tiến độ / ghi chú
Vinhomes Wonder City (Đan Phượng)	Hà Nội	133.4	Đã ra mắt
Vinhomes Golden City (Dương Kinh Kiến Thụy)	Hải Phòng	240.6	Đã ra mắt
Vinhomes Green City (Hậu Nghĩa Đức Hòa)	Long An	197.2	Đã ra mắt
Vinhomes Green Paradise (Cần Giờ)	TP.HCM	2,870	Đã ra mắt
Vinhomes Global Gate Ha Long (Hạ Long Xanh)	Quảng Ninh	4,120	Đã ra mắt
Vinhomes Hai Van Bay (Làng Ván)	Đà Nẵng	512.2	Đã ra mắt
Vinhomes Saigon Park (Làng Đại Học)	TP.HCM	888	Triển khai 2026

Nguồn: VHM, HSC ước tính

Bảng 3: Lợi nhuận - dự báo cũ và dự báo mới, VHM

Lợi nhuận thuần/lợi nhuận 'cốt lõi' được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR là 23.6% trong giai đoạn 2025-2028

Tỷ đồng	2025A	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	153,271	49.8%	39.6%	193,210	26.1%	39.6%	245,736	27.2%	66.0%	266,733	8.5%
Lợi nhuận gộp	46,343	40.6%	14.9%	93,925	102.7%	65.7%	113,710	21.1%	77.4%	132,548	16.6%
Lợi nhuận HĐ	52,438	28.1%	21.3%	83,287	58.8%	79.8%	90,426	8.6%	90.8%	106,893	18.2%
Thu nhập tài chính	29,332	9.3%	9.3%	23,190	-20.9%	27.6%	14,135	-39.0%	21.3%	10,926	-22.7%
Lợi nhuận thuần	41,895	31.7%	20.7%	62,276	48.6%	69.9%	66,159	6.2%	79.2%	79,072	19.5%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	41,895	31.7%	20.7%	62,276	48.6%	69.9%	66,159	6.2%	79.2%	79,072	19.5%

Nguồn: VHM, HSC ước tính

Tăng dự báo lợi nhuận nhờ điều chỉnh tăng giả định doanh số bán buôn

Chủ yếu nhờ tăng dự báo doanh số bán hàng như đã đề cập ở trên, HSC tăng lần lượt 69,9% và 79,2% dự báo lợi nhuận của VHM cho năm 2026 và 2027 lên 62,3 nghìn tỷ đồng và 66,2 nghìn tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận sẽ tăng trưởng 48,6% trong năm 2026 và 6,2% trong năm 2027. Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong các năm 2026-2027 đến từ việc ghi nhận doanh thu từ cả bán lẻ và bán buôn tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2,3, Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Royal Island và Vinhomes Green Paradise.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 19,5% đạt 79,1 nghìn tỷ đồng trên doanh thu 266,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8,5%. Theo đó, dự báo mới của HSC cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 23,6%. HSC không đưa vào dự báo bất kỳ khoản thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi nào trong giai đoạn 2026-2028.

Định giá: Tăng 33% giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Nắm giữ với rủi ro giảm giá 0,4%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 33% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 163.400đ nhằm phản ánh tác động trái chiều từ:

- (1) Tăng dự báo lợi nhuận và doanh số bán nhà giai đoạn 2026-2028 nhờ hoạt động bán buôn được đẩy nhanh và mở bán sớm hơn 1 năm đối với dự án Vinhomes Saigon Park, tuy nhiên tác động tích cực này phần nào bị bù trừ bởi việc điều chỉnh giảm quy mô dự án Vinhomes Hạ Long Xanh – dự án lớn thứ hai của VHM – xuống 4.120 ha (từ 7.947 ha). Những điều chỉnh này cùng với một số thay đổi khác đã giúp ước tính RNAV tăng 19%.
- (2) Giảm giả định mức chiết khấu so với RNAV xuống 0% (từ 10%) nhằm phản ánh mức chiết khấu bình quân ngày càng thu hẹp của công ty (chiết khấu bình quân 1 năm qua: 21,5%). Điều này được hỗ trợ nhờ việc thị trường ngày càng ghi nhận rõ hơn vị thế vượt trội của VHM trong hoạt động phát triển quỹ đất – yếu tố được kỳ vọng sẽ tiếp tục tạo ra lợi ích kinh tế trong tương lai và tiềm năng tăng thêm cho định giá của HSC (mô hình định giá của chúng tôi hiện chỉ phản ánh các dự án đã được phê duyệt quy hoạch tổng thể).

Với rủi ro giảm giá 0,4% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VHM.

Đáng lưu ý, giả định mức chiết khấu công ty mẹ của HSC hiện khá thấp so với chiết khấu bình quân 3 năm là 44,2% của VHM, vốn từng bị ảnh hưởng bởi rủi ro gia tăng liên quan đến VIC (Bán ra, giá mục tiêu 62.500đ) và sự chững lại của thị trường BĐS. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu hẹp này sẽ tiếp tục duy trì theo xu hướng gần đây nhờ vị thế được cải thiện của Vingroup sau định hướng hỗ trợ các tập đoàn tư nhân lớn của Chính phủ thông qua Nghị quyết 68, cùng tiềm năng từ dự án Olympic (9.171 ha) khi Tập đoàn được hưởng lợi từ sự hỗ trợ lớn hơn từ Chính phủ cũng như nhờ sự cải thiện tại các mảng HĐKD khác.

Các thông tin bổ sung:

- 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 13,8% 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%).

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

Bảng 4: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Cap rate	Giá trị (giữa năm-2027)
Cho thuê	NOI/cap rate	8.0%	15,507
Phát triển BĐS nhà ở	DCF		689,516
Tài sản thuần khác	BV		110,105
Tổng giá trị tài sản			815,128
Nợ thuần			(144,006)
Giá trị tài sản thuần			671,122
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			4,107
RNAV / cp (đồng)			163,393
Chiết khấu			0%
Giá mục tiêu (đồng)			163,400

Nguồn: HSC

Bảng 5: 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%	173,700	171,200	168,800	166,500	163,400
3.5%	171,200	168,000	166,500	163,400	161,200
4.0%	168,000	165,700	163,400	161,200	159,100
4.5%	165,700	163,400	161,200	159,100	156,900
5.0%	163,400	161,200	159,100	156,900	154,200

Nguồn: HSC

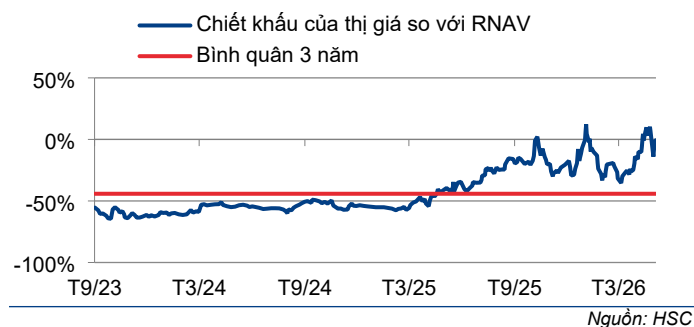
Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

Chiết khấu RNAV	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu	114,400	130,700	147,100	163,400	179,700	196,100	212,400
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		-20.3%	-10.3%	-0.4%	9.6%	19.6%	29.5%

Nguồn: HSC ước tính

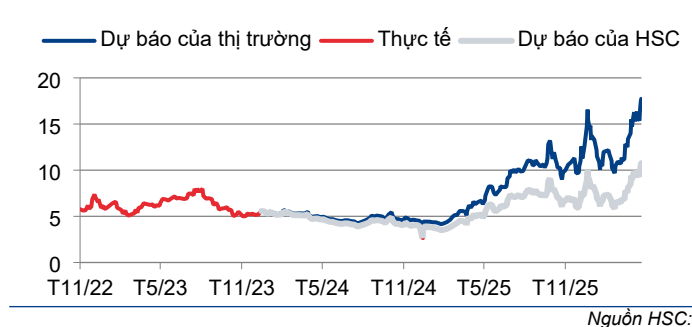
Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

Hiện tại mức chiết khấu là 0%, rất nhỏ so với bình quân 3 năm ở mức 44,2%



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

Hiện là 10,8 lần, cao hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,7 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 1 tháng qua và tăng mạnh 68% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch tương đương ước tính RNAV/cp, hẹp hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 44,2%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, cao hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,7 lần. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ với rủi ro giảm giá là 0,4% tại giá mục tiêu mới.

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 triển khai 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. Với những yếu tố trên, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu VHM đã sát giá trị hợp lý

Rủi ro đối với quan điểm đầu tư của chúng tôi

Rủi ro trong hoạt động kinh doanh: Là một phần của tập đoàn 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 buôn: Khác với hoạt động bán lẻ cho khách hàng cá nhân, thành công của các thương vụ bán buôn 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 buôn sau khi các dự án mới được mở bán có thể tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện giai đoạn 2026-2028 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. Quy trình phê duyệt đối với các dự án lớn đến 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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	102,323	153,271	193,210	245,736	266,733
Lợi nhuận gộp	32,967	46,343	93,925	113,710	132,548
Chi phí BH&QL	(8,384)	(8,088)	(12,652)	(14,918)	(16,034)
Thu nhập khác	20,748	-	14,655	3,893	683
Chi phí khác	(2,898)	-	(21,176)	(22,501)	(20,547)
EBIT	42,432	38,255	74,752	80,183	96,651
Lãi vay thuần	(1,493)	14,180	8,535	10,242	10,242
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	3.21	2.14	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(95.0)	372	0	0	0
LN TT	40,848	52,810	83,287	90,426	106,894
Chi phí thuế TNDN	(5,775)	(9,475)	(14,575)	(15,825)	(18,706)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3,271)	(1,440)	(6,436)	(8,442)	(9,116)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	31,801	41,895	62,276	66,159	79,072
Lợi nhuận thuần ĐC	31,804	41,897	62,276	66,159	79,072
EBITDA ĐC	44,236	40,555	79,390	83,405	100,309
EPS (đồng)	7,742	10,200	15,162	16,107	19,251
EPS ĐC (đồng)	7,743	10,200	15,162	16,107	19,251
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)	4,107	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,107	4,107	4,107	4,107	4,107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	28,780	49,962	23,839	68,791	40,968
Đầu tư ngắn hạn	5,392	2,259	2,259	2,259	2,259
Phải thu khách hàng	168,406	219,950	236,686	273,219	285,550
Hàng tồn kho	54,696	131,415	173,129	195,336	235,563
Các tài sản ngắn hạn khác	28,205	93,304	112,629	114,245	114,895
Tổng tài sản ngắn hạn	285,479	496,890	548,543	653,850	679,235
TSCĐ hữu hình	13,573	21,269	14,158	15,034	15,755
TSCĐ vô hình	997	1,020	1,126	1,153	1,191
Bất động sản đầu tư	16,916	15,919	25,304	28,004	30,953
Đầu tư dài hạn	12,328	12,225	12,225	12,225	12,225
Đầu tư vào Cty LD,LK	191	193	193	193	193
Tài sản dài hạn khác	234,724	240,342	264,976	277,308	281,120
Tổng tài sản dài hạn	278,730	290,967	317,982	333,917	341,436
Tổng cộng tài sản	564,209	787,857	866,524	987,767	#####
Nợ ngắn hạn	34,276	43,377	65,929	84,177	62,616
Phải trả người bán	19,960	19,961	15,326	16,764	18,958
Nợ ngắn hạn khác	168,735	177,967	205,467	239,124	261,558
Tổng nợ ngắn hạn	278,532	343,090	351,816	409,992	377,333
Nợ dài hạn	47,016	102,946	104,175	92,641	70,017
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,464	2,172	2,172	2,172	2,172
Nợ dài hạn khác	14,183	88,386	88,386	88,386	88,386
Tổng nợ dài hạn	62,663	193,504	194,734	183,199	160,575
Tổng nợ phải trả	343,465	538,641	548,595	595,237	539,954
Vốn chủ sở hữu	202,636	238,079	300,355	366,514	445,585
Lợi ích cổ đông thiểu số	18,108	11,138	17,574	26,016	35,132
Tổng vốn chủ sở hữu	220,744	249,217	317,929	392,530	480,717
Tổng nợ phải trả và VCSH	564,209	787,857	866,524	987,767	#####
BVPS (đ)	49,334	57,963	73,125	89,232	108,483
Nợ thuần/(tiền mặt)	52,512	96,361	146,265	108,027	91,665

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	42,432	38,255	74,752	80,183	96,651
Khấu hao	(1,800)	(2,298)	(4,638)	(3,222)	(3,658)
Lãi vay thuần	(1,493)	14,180	8,535	10,242	10,242
Thuế TNDN đã nộp	(6,977)	(7,666)	(14,575)	(15,825)	(18,706)
Thay đổi vốn lưu động	(29,146)	24,384	(91,602)	(20,428)	(64,305)
Khác	(38,099)	(27,296)	(37,277)	(24,594)	(14,118)
LCT thuần từ HĐKD	(22,400)	41,189	(42,888)	45,060	23,726
Đầu tư TS dài hạn	(10,645)	(15,431)	(7,016)	(6,822)	(7,364)
Góp vốn & đầu tư	(38,423)	#####	0	0	0
Thanh lý	68,340	29,978	0	0	0
Khác	6,112	42,690	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	25,385	(78,088)	(7,016)	(6,822)	(7,364)
Cổ tức trả cho CSH	(605)	(1,130)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	(10,463)	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	22,760	59,211	23,782	6,713	(44,185)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	11,692	58,081	23,782	6,713	(44,185)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	14,103	28,780	49,962	23,839	68,791
LCT thuần trong kỳ	14,677	21,182	(26,122)	44,952	(27,823)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28,780	49,962	23,839	68,791	40,968
Dòng tiền tự do	(33,045)	25,758	(49,904)	38,238	16,362

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	32.2	30.2	48.6	46.3	49.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.2	26.5	41.1	33.9	37.6
Tỷ suất LNT (%)	31.1	27.3	32.2	26.9	29.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.1	17.9	17.5	17.5	17.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.19)	49.8	26.1	27.2	8.54
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	5.19	(8.32)	95.8	5.06	20.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(4.73)	31.7	48.6	6.24	19.5
Tăng trưởng EPS (%)	(4.71)	31.7	48.6	6.24	19.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.73)	31.7	48.6	6.24	19.5
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.7	19.0	23.1	19.8	19.5
ROACE (%)	16.3	10.5	15.6	14.7	15.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.20	0.23	0.23	0.27	0.27
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.53)	1.08	(0.57)	0.56	0.25
Số ngày tồn kho	288	449	636	540	641
Số ngày phải thu	886	751	870	755	777
Số ngày phải trả	105	68.1	56.3	46.3	51.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	45.8	77.3	64.7	43.4	23.6
Nợ/tài sản (%)	21.5	29.7	25.2	23.1	14.3
EBIT/lãi vay (lần)	28.4	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.75	5.77	2.75	2.73	1.46
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.02	1.45	1.56	1.59	1.80
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	7.10	5.02	4.24	3.18	2.87
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.4	19.0	10.3	9.37	7.63
P/E (lần)	21.2	16.1	10.8	10.2	8.52
P/E ĐC (lần)	21.2	16.1	10.8	10.2	8.52
P/B (lần)	3.32	2.83	2.24	1.84	1.51
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