

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

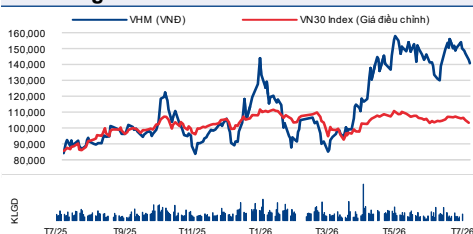
Giá mục tiêu: VNĐ157,000 (từ VNĐ163,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/7/2026)	140,800
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	83,685-157,932
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	143,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	578,324
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	22,022
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	5.41	13.4	64.7
So với chỉ số	5.32	13.5	35.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	14,662	11,760	24.7
2027F	18,246	11,840	54.1
2028F	20,805	16,080	29.4

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

tuan.dba@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận theo kế hoạch phát triển các tuyến metro; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 3,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 157.000đ/cp dựa trên giả định tổng vốn đầu tư cho các tuyến đường sắt cao tốc tăng lên. Áp lực giảm này được bù đắp một phần nhờ sự cải thiện của doanh số bán nhà và lợi nhuận mảng dịch vụ xây dựng & tư vấn. Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng.
- Chúng tôi giảm nhẹ 3,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 nhưng tăng lần lượt 13,3% và 8,1% dự báo cho các năm 2027 và 2028, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 26,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua nhưng giảm 14% kể từ khi chúng tôi hạ khuyến nghị vào tháng 5, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 10,3% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 1 năm ở mức 15,6%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần. Chúng tôi nhận thấy lợi nhuận và định giá có thể cao hơn kỳ vọng nhờ VHM có các khoản đầu tư mới.

Sự kiện: Xem xét lại dự báo sau khi công ty công bố hợp đồng EPC và đầu tư dự án metro

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận và định giá đối với VHM sau khi công ty công bố: (1) trúng gói tổng thầu EPC cho 5 tuyến metro mới tại Hà Nội và (2) tham gia với tư cách nhà đầu tư vào dự án đường sắt cao tốc Hà Nội - Quảng Ninh cùng tuyến metro Cần Giờ - Bến Thành. Cả hai dự án trên đều được thực hiện thông qua việc hợp tác liên danh với VinSpeed.

Tác động: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026, tăng dự báo cho năm 2027-2028

HSC giảm nhẹ 3,3% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 xuống còn 60,2 nghìn tỷ đồng (chủ yếu do chi phí lãi vay tăng cao), nhưng tăng lần lượt 13,3% và 8,1% dự báo cho các năm 2027-2028 lên 74,9 nghìn tỷ đồng và 85,5 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2027-2028 dựa trên kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động xây dựng và dịch vụ tư vấn tăng cao, dù đã bị bù trừ một phần bởi chi phí lãi vay cao hơn do VHM giải ngân thêm nợ vay để đầu tư vào các dự án đường sắt cao tốc. Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 – cao hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 43,7%, 24,4% và 14%, tương ứng tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 26,8% (trước đây là 23,6%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua nhưng giảm 14% kể từ khi chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ vào tháng 5, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 10,3% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 41,3%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần.

HSC giảm 3,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 157.000đ/cp nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm ước tính RNAV sau khi tăng giả định tổng vốn đầu tư cho các tuyến metro. Áp lực điều chỉnh giảm này được bù đắp một phần từ việc tăng dự báo lợi nhuận từ mảng xây dựng và dịch vụ tư vấn, cùng với doanh số bán nhà tại hai dự án Green Paradise và Global Gate Hạ Long dự kiến cải thiện. Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu đầy tham vọng 0% so với ước tính RNAV (bình quân 1 năm là -15,6%; bình quân 3 năm là -41,3%) nhờ sự ghi nhận ngày càng lớn của thị trường đối với vị thế độc tôn trong chiến lược tích lũy quỹ đất của VHM, cùng với tiềm năng tăng trưởng vượt trội từ siêu dự án Olympic (9.200 ha) vốn chưa được phản ánh vào ước tính RNAV. Với tiềm năng tăng giá 11,5%, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (nghìn tỷ đồng)	44.2	40.6	98.2 ▲	130 ▲	147 ▲
Lợi nhuận thuần (nghìn tỷ đồng)	31.8	41.9	60.2	74.9 ▲	85.5 ▲
EPS ĐC (đồng)	7,743	10,200	14,662	18,246 ▲	20,805 ▲
DPS (đồng)	0	0	6,000	0	0
BVPS (đồng)	49,334	57,963	66,625 ▼	84,872	105,677
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.3	16.6	8.20	6.34	5.85
P/E ĐC (lần)	18.2	13.8	9.60	7.72	6.77
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	4.26	0	0
P/B (lần)	2.85	2.43	2.11	1.66	1.33
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.73)	31.7	43.7	24.4	14.0
ROAE (%)	16.7	19.0	23.5	24.1	21.8

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

Phân tích sơ bộ về các dự án đường sắt đầy tham vọng của VHM

Sau những công bố gần đây về việc VHM được chỉ định làm tổng thầu EPC cho 5 tuyến metro tại Hà Nội và tham gia đầu tư vào các dự án đường sắt trọng điểm khác, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận cũng như định giá của công ty. Chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 do chi phí lãi vay tăng cao, nhưng tăng lần lượt 13,3% và 8,1% dự báo cho các năm 2027 và 2028 nhờ sự cải thiện của doanh số bán nhà và lợi nhuận mảng dịch vụ xây dựng & tư vấn. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 3,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 157.000đ/cp. Phản ánh mức chiết khấu 14% của thị giá sau báo cáo hạ khuyến nghị chúng tôi phát hành vào tháng 5, cổ phiếu VHM đang có tiềm năng tăng giá là 11,5% so với giá mục tiêu mới. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng.

Tổng thầu EPC cho các tuyến metro tại Hà Nội

Vinhomes (VHM) – trong một liên danh với một đơn vị chuyên về đường sắt tốc độ cao VinSpeed [do công ty mẹ của VHM là Vingroup (VIC; không khuyến nghị) sở hữu 10% và Chủ tịch Vingroup cùng các bên liên quan sở hữu 90%], – gần đây được chỉ định làm tổng thầu EPC cho 5 tuyến metro tại Hà Nội, cụ thể là các tuyến số 1, 2, 8, 10 và 14. Năm tuyến này có tổng chiều dài khoảng 303,5 km, nằm trong quy hoạch tổng thể mạng lưới metro dài hạn gồm 18 tuyến với tổng chiều dài khoảng 979 km tại Hà Nội. Tổng nhu cầu vốn đăng ký cho 5 tuyến metro này là khoảng 1.460 nghìn tỷ đồng (khoảng 55 tỷ USD).

Trong mô hình định giá, chúng tôi giả định các hợp đồng EPC giao cho VHM chủ yếu bao gồm các gói thầu xây lắp dân dụng như nhà ga, hầm ngầm, cầu cạn, đường ray và hạ tầng kỹ thuật liên quan và giá trị hợp đồng có thể chiếm khoảng 40% tổng mức đầu tư dự án (mức tỷ trọng phổ biến đối với các dự án đường sắt đô thị). Nhằm phản ánh tác động thuần từ giả định trên, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 58,3%, 176% và 162% dự báo doanh thu mảng dịch vụ xây dựng và tư vấn lên mức 35,7 nghìn tỷ đồng, 60,4 nghìn tỷ đồng và 51,7 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng của VHM (bao gồm các dự án hiện hữu và hợp đồng mới này) sẽ đạt tỷ suất lợi nhuận gộp 7%, mức điển hình cho hoạt động xây dựng tại Việt Nam. Đồng thời, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ tư vấn đạt 9%, sát với KHKD của BLĐ công ty.

Góp vốn lớn vào dự án phát triển metro

VHM gần đây cũng đã công bố khoản đầu tư hạ tầng quy mô lớn đầu tiên thông qua việc hợp tác với VinSpeed để phát triển dự án đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh, với tổng vốn đăng ký đạt 147 nghìn tỷ đồng (tương đương 5,6 tỷ USD). Theo thỏa thuận, VHM sẽ tài trợ tối đa 85% vốn đầu tư của dự án (sau khi VinSpeed huy động vốn từ bên thứ ba), nhưng vốn góp giới hạn ở mức trần 35% tổng tài sản của công ty. Lợi nhuận thu về sẽ gắn liền với hiệu quả vận hành của tuyến đường sắt theo mô hình hợp đồng hợp tác kinh doanh thay vì sở hữu cổ phần trực tiếp. Tuyến đường sắt dài 120 km này được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ năm 2028, giúp cải thiện đáng kể khả năng kết nối giữa Hà Nội và Quảng Ninh.

Chúng tôi đưa ra giả định rằng cấu trúc hợp tác kinh doanh (BCC) nêu trên cũng sẽ được áp dụng cho dự án metro Bến Thành - Cần Giờ tại TP.HCM, siêu dự án hạ tầng khác hiện do VinSpeed và VHM cùng phát triển. Dự án này có chiều dài 54 km kết nối Cần Giờ – nơi tọa lạc dự án Green Paradise (quy mô 2.870 ha của Vinhomes) – với khu trung tâm TP.HCM, có tổng vốn đầu tư được công bố là 102 nghìn tỷ đồng. Dựa trên tổng mức đầu tư ước tính đã công bố và giả định VHM sẽ tài trợ 85% chi phí dự án, chúng tôi ước tính công ty sẽ cần giải ngân khoảng 211 nghìn tỷ đồng vào hai dự án đường sắt này trong giai đoạn 2026-2028. Phần lớn nguồn vốn tài trợ nhiều khả năng sẽ được huy động thông qua các khoản vay mới.

Do chưa có thông tin về lưu lượng hành khách và khung giá vé dự kiến, chúng tôi chưa phản ánh lợi nhuận từ việc vận hành các tuyến metro này vào mô hình dự báo. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng nhiều tuyến metro trên thế giới thường chịu lỗ trong giai đoạn vận hành do vai trò chính của các hạ tầng giao thông này là mang lại lợi ích xã hội (và trong trường hợp của VHM là nhằm hỗ trợ bán bất động sản).

Trong khi đó, chúng tôi tin rằng việc hoàn thành hai tuyến đường sắt cao tốc này sẽ thúc đẩy đáng kể doanh số bán nhà tại hai siêu dự án trọng điểm mà VHM đang triển khai, cụ thể là Vinhomes Green Paradise (2.870 ha) và Vinhomes Global Gate Hạ Long (4.121 ha). Dựa trên giả định này, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 36% và 185% dự báo doanh số bán nhà của hai dự án này trong năm 2027-2028. Chúng tôi cũng dự báo chu kỳ phát triển của dự án sẽ rút ngắn lại, giảm từ 10 năm xuống còn 8 năm.

Với các giả định mới này, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của VHM lên mức lần lượt là 64,4%/59,1%/22,5%, so với dự báo trước đây là 27,5%/19,1%/7,7%. Sự điều chỉnh này dẫn đến chi phí tài chính gia tăng, đồng thời làm giảm tỷ suất ROE/ROA trong ngắn hạn.

Dự báo lợi nhuận mới: Giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, nhưng tăng cho năm 2027-2028

HSC giảm nhẹ 3,3% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 xuống còn 60,2 nghìn tỷ đồng (chủ yếu do chi phí lãi vay tăng cao), nhưng tăng lần lượt 13,3% và 8,1% dự báo cho các năm 2027-2028 lên 74,9 nghìn tỷ đồng và 85,5 nghìn tỷ đồng. Động lực tăng trưởng trong năm 2027-2028 chủ yếu đến từ nguồn lợi nhuận cao hơn của mảng xây dựng và dịch vụ tư vấn, kết hợp với doanh số bán nhà tại các dự án trọng điểm như Green Paradise và Global Gate Hạ Long cải thiện. Đà tăng này sẽ bị kìm hãm một phần bởi chi phí lãi vay gia tăng, hệ quả của việc giải ngân thêm nợ vay để đầu tư vào các dự án đường sắt cao tốc. Thông tin chi tiết được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1: Lợi nhuận theo dự báo cũ và dự báo mới, VHM

Tỷ đồng	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2028F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Tổng doanh thu	204,490	33.4%	5.8%	314,265	53.7%	27.9%	348,448	10.9%	30.6%
Lợi nhuận gộp	92,709	100.1%	-1.3%	137,833	48.7%	21.2%	158,443	15.0%	19.5%
Lợi nhuận HĐ	80,800	54.1%	-3.0%	106,486	31.8%	17.8%	119,341	12.1%	11.6%
Thu nhập tài chính	23,190	-20.9%	0.0%	14,135	-39.0%	0.0%	10,926	-22.7%	0.0%
Lợi nhuận thuần	60,224	43.7%	-3.3%	74,946	24.4%	13.3%	85,456	14.0%	8.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	60,224	43.7%	-3.3%	74,946	24.4%	13.3%	85,456	14.0%	8.1%

Nguồn: HSC

Định giá: Giảm 3,9% giá mục tiêu, nhưng nâng k/n lên Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 11,5%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 3,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 157.000đ/cp dựa trên dự báo lợi nhuận mới và bảng ĐCKT cho giai đoạn 2026-2028. Với tiềm năng tăng giá 11,5%, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ.

Đáng chú ý, chúng tôi tiếp tục giữ nguyên mức chiết khấu giả định 0% (không đổi so với Báo cáo doanh nghiệp phát hành vào tháng 5) so với ước tính RNAV (vốn cũng được điều chỉnh giảm 3,9%). Mức chiết khấu này thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 1 năm và 3 năm gần đây, dựa trên các luận điểm chính: (1) thị trường ngày càng đánh giá cao vị thế độc tôn của VHM trong chiến lược tích lũy và phát triển quỹ đất, và (2) tiềm năng tăng trưởng lớn chưa được phản ánh từ siêu dự án Olympic (9.200 ha) – dự án có quy mô lớn nhất được công ty đề xuất từ trước đến nay, hứa hẹn mang lại hiệu quả kinh tế vượt trội trong tương lai nếu triển khai thành công.

Một số chi tiết cụ thể hơn về phương pháp định giá SoTP của chúng tôi bao gồm:

- Đối với mảng BĐS nhà ở (mảng đóng góp 94% tổng giá trị tài sản gộp trong mô hình định giá), chúng tôi xác định GAV bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tương lai của toàn bộ danh mục dự án đang triển khai cũng như các dự án chưa triển khai.
- Mảng xây dựng bao gồm các hoạt động xây dựng hiện hữu của VHM cũng như việc tham gia vào các hợp đồng EPC đường sắt và các hoạt động liên quan khác.

- 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).
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng WACC ở mức 13,8% với phương pháp định giá DCF, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4%, hệ số beta 1 lần, và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 2. 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 3 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 4.

Bảng 2: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Giới hạn tỷ trọng vốn hóa	Giá trị (giữa năm-2027)
Cho thuê	DCF		715,048
Phát triển BĐS nhà ở	DCF		29,652
Tài sản thuần khác	NOI/cap rate	8.0%	15,507
Tổng giá trị tài sản			760,206
Nợ thuần			(115,667)
Giá trị tài sản thuần			644,539
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			4,107
RNAV / cp (đồng)			156,921
Chiết khấu			0%
Giá mục tiêu (đồng)			157,000

Nguồn: HSC

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%	162,600	161,100	160,000	158,500	157,000
3.5%	161,100	159,500	158,500	157,000	155,500
4.0%	159,500	158,000	157,000	155,500	154,000
4.5%	158,000	156,500	155,500	154,000	152,600
5.0%	156,500	155,500	154,000	152,600	151,600

Nguồn: HSC

Bảng 4: 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	109,900	125,600	141,300	157,000	172,700	188,400	204,100
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		-10.8%	0.4%	11.5%	22.7%	33.8%	45.0%

Nguồn: HSC ước tính

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

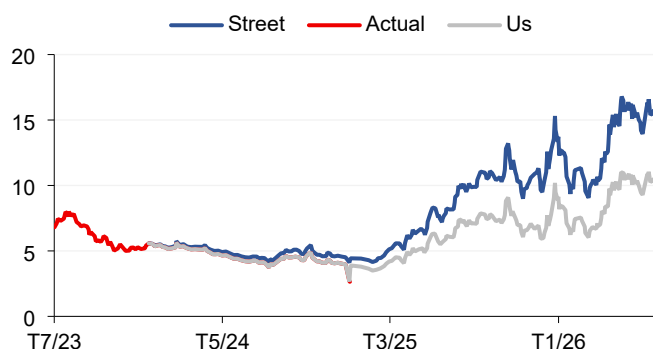
VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 10,3% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 1 năm ở mức 15,6% và bình quân 3 năm ở 41,3%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHM

P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần



Nguồn HSC:

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% và 13% trong 1 tháng và 3 tháng qua nhưng giảm 14% kể từ khi chúng tôi hạ khuyến nghị vào tháng 5, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 10,3% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 1 năm ở mức 15,6%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VHM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), với tiềm năng tăng giá là 11,5% tại giá mục tiêu mới 157.000đ/cp.

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. Hoạt động phát triển dự án đang tiến triển nhanh chóng và đang được đẩy mạnh, điều này sẽ giúp cải thiện dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới. Với những yếu tố trên, chúng tôi cho rằng VHM đang được định giá thấp.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	102	153	204	314	348
Lợi nhuận gộp	33.0	46.3	92.7	138	158
Chi phí BH&QL	(8.38)	(8.09)	(9.87)	(11.3)	(11.7)
Thu nhập khác	20.7	-	14.7	3.89	0.68
Chi phí khác	(2.90)	-	(3.94)	(3.94)	(3.94)
EBIT	42.4	38.3	93.6	127	143
Lãi vay thuần	(1.49)	14.2	(12.8)	(20.0)	(24.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.00	0.00	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.09)	0.37	0	0	0
LNTT	40.8	52.8	80.8	106	119
Chi phí thuế TNDN	(5.78)	(9.48)	(14.1)	(18.6)	(20.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3.27)	(1.44)	(6.44)	(12.9)	(13.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	31.8	41.9	60.2	74.9	85.5
Lợi nhuận thuần ĐC	31.8	41.9	60.2	74.9	85.5
EBITDA ĐC	44.2	40.6	98.2	130	147
EPS (đồng)	7,742	10,200	14,662	18,246	20,805
EPS ĐC (đồng)	7,743	10,200	14,662	18,246	20,805
DPS (đồng)	0	0	6,000	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 (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	28.8	50.0	16.1	70.6	51.8
Đầu tư ngắn hạn	5.39	2.26	2.26	2.26	2.26
Phải thu khách hàng	168	220	246	313	334
Hàng tồn kho	54.7	131	257	289	329
Các tài sản ngắn hạn khác	28.2	93.3	113	116	117
Tổng tài sản ngắn hạn	285	497	634	791	835
TSCĐ hữu hình	13.6	21.3	14.2	15.0	15.8
TSCĐ vô hình	1.00	1.02	1.13	1.15	1.19
Bất động sản đầu tư	16.9	15.9	25.3	28.0	31.0
Đầu tư dài hạn	12.3	12.2	12.2	12.2	12.2
Đầu tư vào Cty LD,LK	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Tài sản dài hạn khác	235	240	287	348	473
Tổng tài sản dài hạn	279	291	340	405	533
Tổng cộng tài sản	564	788	974	1,196	1,368
Nợ ngắn hạn	34.3	43.4	84.0	126	109
Phải trả người bán	20.0	20.0	25.8	22.7	25.0
Nợ ngắn hạn khác	169	178	210	266	294
Tổng nợ ngắn hạn	279	343	432	535	573
Nợ dài hạn	47.0	103	159	189	225
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.46	2.17	2.17	2.17	2.17
Nợ dài hạn khác	14.2	88.4	88.4	88.4	88.4
Tổng nợ dài hạn	62.7	194	249	280	316
Tổng nợ phải trả	343	539	683	817	891
Vốn chủ sở hữu	203	238	274	349	434
Lợi ích cổ đông thiểu số	18.1	11.1	17.6	30.5	43.5
Tổng vốn chủ sở hữu	221	249	291	379	478
Tổng nợ phải trả và VCSH	564	788	974	1,196	1,368
BVPS (đ)	49,334	57,963	66,625	84,872	105,677
Nợ thuần*/(tiền mặt)	52.5	96.4	226	244	282

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	42.4	38.3	93.6	127	143
Khấu hao	(1.80)	(2.30)	(4.64)	(3.22)	(3.66)
Lãi vay thuần	(1.49)	14.2	(12.8)	(20.0)	(24.1)
Thuế TNDN đã nộp	(6.98)	(7.67)	(14.1)	(18.6)	(20.9)
Thay đổi vốn lưu động	(29.1)	24.4	(123)	(40.4)	(8.68)
Khác	(38.1)	(27.3)	(52.9)	(56.5)	(66.1)
LCT thuần từ HĐKD	(22.4)	41.2	(66.7)	48.4	89.8
Đầu tư TS dài hạn	(10.6)	(15.4)	(7.02)	(6.82)	(7.36)
Góp vốn & đầu tư	(38.4)	(135)	(31.7)	(59.2)	(121)
Thanh lý	68.3	30.0	0	0	0
Khác	6.11	42.7	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	25.4	(78.1)	(38.8)	(66.0)	(128)
Cổ tức trả cho CSH	(0.61)	(1.13)	(24.6)	0	0
Thu từ phát hành CP	(10.5)	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	22.8	59.2	96.2	72.1	19.5
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	11.7	58.1	71.6	72.1	19.5
Tiền & tương đương tiền đầu kì	14.1	28.8	50.0	16.1	70.6
LCT thuần trong kỳ	14.7	21.2	(33.9)	54.5	(18.9)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28.8	50.0	16.1	70.6	51.8
Dòng tiền tự do	(33.0)	25.8	(73.7)	41.6	82.4

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	45.3	43.9	45.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.2	26.5	48.0	41.3	42.2
Tỷ suất LNT (%)	31.1	27.3	29.5	23.8	24.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.1	17.9	17.5	17.5	17.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.19)	49.8	33.4	53.7	10.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	5.19	(8.32)	142	32.1	13.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(4.73)	31.7	43.7	24.4	14.0
Tăng trưởng EPS (%)	(4.71)	31.7	43.7	24.4	14.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.73)	31.7	43.7	24.4	14.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	(100)	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	40.9	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.7	19.0	23.5	24.1	21.8
ROACE (%)	16.3	10.5	19.0	21.0	19.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.20	0.23	0.23	0.29	0.27
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.53)	1.08	(0.71)	0.38	0.63
Số ngày tồn kho	288	449	838	598	633
Số ngày phải thu	886	751	805	647	642
Số ngày phải trả	105	68.1	84.1	46.9	48.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	45.8	77.3	118	99.2	93.7
Nợ/tài sản (%)	21.5	29.7	34.7	34.8	33.5
EBIT/lãi vay (lần)	28.4	N/a	7.34	6.31	5.95
Nợ/EBITDA (lần)	2.75	5.77	3.44	3.21	3.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.02	1.45	1.47	1.48	1.46
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.17	4.40	3.94	2.62	2.47
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.3	16.6	8.20	6.34	5.85
P/E (lần)	18.2	13.8	9.60	7.72	6.77
P/E ĐC (lần)	18.2	13.8	9.60	7.72	6.77
P/B (lần)	2.85	2.43	2.11	1.66	1.33
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	4.26	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