

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

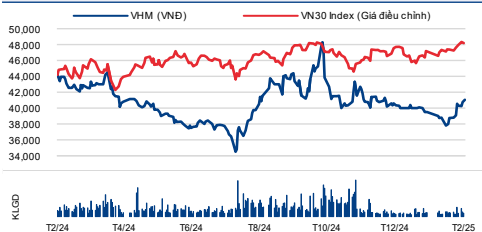
Giá mục tiêu: VNĐ48,200 (từ VNĐ44,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/2/2025)	41,050
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-48,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,688
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	168,609
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,604
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,013
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,512
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.2%
Tỷ lệ freefloat	18.6%
Cổ đông lớn	Vingroup (69.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.92	(2.03)	(7.13)
So với chỉ số	1.94	(6.52)	(15.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	7,450	7,955	(6.3)
2026F	7,639	8,456	(9.7)
2027F	8,094	10,613	(23.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vinhomes, một công ty con của Vingroup, là công ty phát triển bất động sản nhà ở lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@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

Kế hoạch mở bán đầy tham vọng; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VHM nhưng tăng 8% giá mục tiêu lên 48.200đ, đa phần nhờ dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận tăng. Hoạt động mở bán 3-4 dự án dự kiến diễn ra trong năm 2025 có thể sẽ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận.
- Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng tăng 12,7% dự báo cho năm 2026 lên 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%) nhờ doanh thu của dự án Vinhomes Wonder City và Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 6,0%. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 1,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu khá lớn 57% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%.

Sự kiện: Cập nhật các dự án đang triển khai

Tại buổi họp với BLĐ VHM do HSC tổ chức, đại diện Công ty khẳng định có 100% lợi ích kinh tế tại dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội) và dự án Vinhomes Làng Vân (1.000 ha, Đà Nẵng), và có kế hoạch mở bán các dự án này trong năm 2025. VHM cũng có kế hoạch mở bán dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (220 ha, Hải Phòng), Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa (195 ha, Long An) và Vinhomes Phước Vĩnh Tây (1.089 ha, Long An) trong năm 2026. Các kế hoạch mở bán đầy tham vọng này cao hơn dự báo trước đó của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa sẽ có đóng góp đáng kể vào doanh số bán nhà trong năm nay, trong khi dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân dự kiến sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà từ năm 2026, dựa trên những ghi nhận của chúng tôi về tiến độ giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng.

Tác động: Tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 30,6 nghìn tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ). Kết quả này có được là nhờ 94,2 nghìn tỷ đồng doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu vào cuối Q4/2024. Trong khi đó, chúng tôi tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%), đa phần nhờ doanh số bán nhà năm 2025 tăng. Dự báo lợi nhuận thuần được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy mức tăng trưởng 6,0%, nhờ dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây và Vinhomes Làng Vân. Dự báo EPS mới – thấp hơn 6-24% so với bình quân dự báo thị trường cho giai đoạn 2025-2027 – cho thấy EPS tăng trưởng với CAGR 3 năm là 1,8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu khá lớn 57% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%. HSC tăng 8,0% ước tính RNAV đối với VHM lên 96.400đ sau khi bổ sung thêm các dự án mới và tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận. Để xác định giá mục tiêu ở mức 48.200đ (điều chỉnh tăng 8,0%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% so với ước tính RNAV – sát với mức chiết khấu so với RNAV bình quân của VHM trong 3 năm qua. Chúng tôi tin rằng VHM sẽ hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa đang diễn ra 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. Việc mở bán dự án mới trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,232	34,532	35,953	41,276
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,527	30,601	31,376 ▲	33,243
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,676	7,450	7,639 ▲	8,094
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,199	56,649	64,288	72,382
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.26	4.99	7.05	6.62	5.75
P/E ĐC (lần)	5.05	5.35	5.51	5.37	5.07
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.00	0.83	0.72	0.64	0.57
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.95)	2.54	5.95
ROAE (%)	20.6	16.5	14.1	12.6	11.8

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

Tăng mạnh dự báo doanh số bán nhà năm 2025-2026

HSC tăng 65% và 12% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 và 2026 sau khi bổ sung dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Làng Vân và tiến triển nhanh tại dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây. Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 30,6 nghìn tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ), được hỗ trợ bởi khoản doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu 94,2 nghìn tỷ đồng, trong khi tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 31,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 2,5%. Cùng với dự báo lợi nhuận thuần được đưa ra lần đầu cho năm 2027 (tăng trưởng 6,0%), chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 1,8%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VHM, với tiềm năng tăng giá là 17,4% tại giá mục tiêu mới. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 57% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%.

Cập nhật các dự án đang triển khai

Trong năm 2024, doanh số bán nhà của VHM sát với dự báo của chúng tôi ở mức 104 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 19,4% và chủ yếu đến từ dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng), Vinhomes Ocean Park 2 và 3 (Hưng Yên). Trong khi đó, doanh thu hợp nhất mảng kinh doanh BĐS của VHM đạt 74,6 nghìn tỷ đồng, giảm 17,1% so với cùng kỳ, được đóng góp từ các dự án OCP, OCP 2, OCP 3 và Golden Avenue. Nếu bao gồm dự án Vinhomes Royal Island, dự án VHM sở hữu 95% lợi ích kinh tế nhưng được phát triển dưới dạng hợp đồng hợp tác kinh doanh với công ty mẹ Vingroup (VIC; Nắm giữ; giá mục tiêu 42.600đ; sở hữu 69,9% cổ phần tại VHM), và chỉ ghi nhận doanh thu HĐ tài chính từ lợi nhuận chia sẻ, doanh thu kinh doanh BĐS đạt 113,5 nghìn tỷ đồng, không đổi so với năm 2023.

Tại thời điểm cuối năm 2024, doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu đạt 94,2 nghìn tỷ đồng, thấp hơn so với mức 99,7 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2023, được đóng góp từ các dự án Vinhomes Royal Island, OCP 2, OCP 3, Golden Avenue, OCP và các dự án khác mà chúng tôi dự báo VHM sẽ tiến hành bàn giao trong năm 2025.

Bảng 1: Các dự án trọng điểm của Vinhomes

stt	Dự án	Dự án (ha)	Sản phẩm	Vị trí	Lợi ích của VHM	Tiến độ
1	Vinhomes Royal Island	877	Thấp tầng	Hải Phòng	95.0%	Đang bán và bàn giao
2	Vinhomes OCP2	458	Thấp tầng, cao tầng	Hưng Yên	100.0%	Đang bán và bàn giao
3	Vinhomes OCP3	294	Thấp tầng, cao tầng	Hưng Yên	100.0%	Đang bán và bàn giao
4	Vinhomes Grand Park	216	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	67.0%	Đang bán và bàn giao
5	Vinhomes Ocean Park	420	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	99.0%	Đang bán và bàn giao
6	Vinhomes smart city	208	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	66.5%	Đang bán và bàn giao
7	Vinhomes Golden Avenue	116	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	100.0%	Đang bán và bàn giao
8	Hậu Nghĩa Đức Hòa	197	Thấp tầng, cao tầng	Long An	76.9%	Triển khai năm 2025-2026
9	Dương Kinh Kiến Thụy	241	Thấp tầng, cao tầng	Hải Phòng	100.0%	Triển khai năm 2025-2026
10	Phước Vĩnh Tây	1,089	Thấp tầng, cao tầng	Long An	79.0%	Triển khai năm 2025-2026
11	Vinhomes Wonder City	133	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	100.0%	Triển khai năm 2025-2026
12	Làng Vân	1,000	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	100.0%	Triển khai năm 2025-2026
14	Le man Golf	200	Thấp tầng, thương mại	TP.HCM	100.0%	Triển khai năm 2025-2026
13	Vinhomes Green Ha Long	5,540	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	79.0%	Chưa triển khai
15	Vinhomes Long Beach	2,870	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	100.0%	Chưa triển khai
16	Vinhomes IUT	864	Thấp tầng, cao tầng	TP.HCM	99.9%	Chưa triển khai
17	Ven Vinh Cam Ranh	1,302	Thấp tầng, cao tầng	Khánh Hòa	89.5%	Chưa triển khai
18	Quang Hanh QN	167	Thấp tầng, cao tầng	Quảng Ninh	99.0%	Dự án BCC, chưa triển khai
19	Mỹ Lâm Tuyên Quang	455	Thấp tầng	Tuyên Quang	76.2%	Chưa triển khai
20	Tân Liễu	66	Thấp tầng	Bắc Giang	99.0%	Chưa triển khai
21	Tân Mỹ Long An	931	Thấp tầng, cao tầng	Long An	83.3%	Chưa triển khai
22	Vinhomes Mễ Trì	75	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	4.7%	Chưa triển khai
23	Vinhomes Global Gate	261	Thấp tầng, cao tầng	Hà Nội	4.7% + other interests *	Đang bán và bàn giao
24	Trung Tâm Thiên Lâm	90	Dự án BT	Hà Nội	4.7%	Đang xây dựng
25	Gallery Giảng Võ	6	Thương mại	Hà Nội	4.7%	Chưa triển khai

Ghi chú: (*) Lợi ích khác: 5% lợi nhuận từ BCC với nhà phát triển cuối cùng của dự án, 4% dt từ phí hoa hồng, 2% phí quản lý doanh thu và lợi nhuận từ hợp đồng nhà thầu chung.
 Nguồn VHM, HSC

Đối với dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hải Phòng) và Vinhomes Làng Vân (1.000 ha, Đà Nẵng) mà chúng tôi đã loại ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận trước đó do chưa có thông tin chắc chắn về lợi ích kinh tế của VHM sau khi bắt đầu điều chỉnh hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC, VHM hiện đã khẳng định nắm giữ 100% lợi ích kinh tế. Công ty có kế hoạch mở bán những dự án này trong năm 2025. Với sự khẳng định này, chúng tôi đưa các dự án này trở vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Trong danh mục dự án đang triển khai của VHM, dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (220 ha, Hải Phòng) đã nhận được phê duyệt tiền sử dụng đất vào cuối năm 2024 từ thành phố Hải Phòng và dự kiến sẽ được mở bán trong năm 2025, sớm hơn dự báo trước đó của chúng tôi. Công ty cũng đang có kế hoạch mở bán dự án Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa (195 ha, Long An), Vinhomes Phước Vĩnh Tây trong năm 2025.

Trong khi dự báo dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa sẽ đóng góp đáng kể vào doanh số bán nhà năm 2025, chúng tôi dự báo dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà nhiều hơn trong năm 2026, dựa trên tiến độ hiện tại liên quan đến công tác giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng.

Đối với dự án Long Beach, (2.822 ha, TP.HCM), VHM cũng đã nhận được phê duyệt quy hoạch 1/500 vào đầu năm 2025 và sẽ đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng trong năm 2025-2026. Dự án dự kiến sẽ được mở bán từ năm 2027.

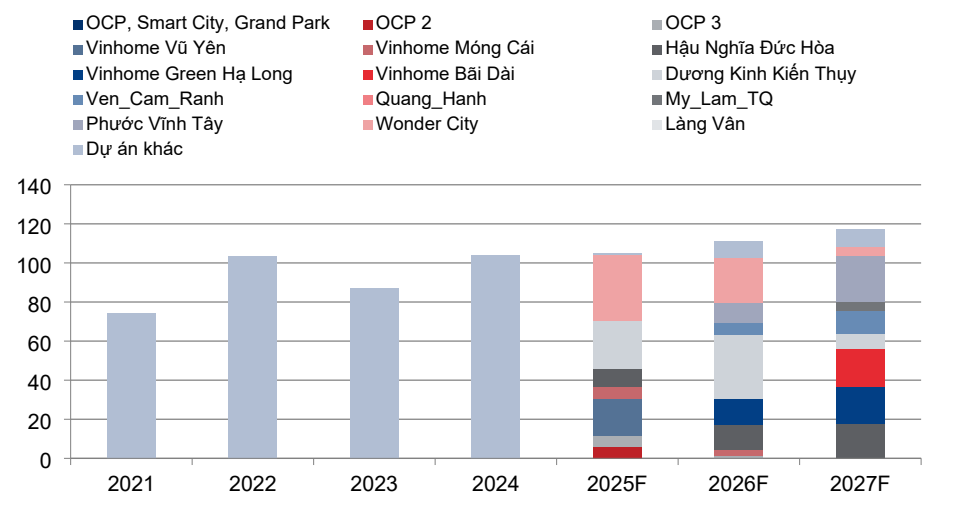
Nhằm phản ánh tác động thuận việc này, chúng tôi tăng lần lượt 65% và 12% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 và 2026 lên 105 nghìn tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ) và 111 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,3%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, theo đó doanh số bán nhà dự báo tăng 5,4% so với cùng kỳ lên 117 nghìn tỷ đồng.

Doanh số bán nhà năm 2025-2026 được dự báo đến từ dự án Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước

Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân. Trong khi đó, dự án Vinhomes Green Hạ Long (Quảng Ninh) và dự án Long Beach (TP.HCM) dự kiến sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà từ năm 2027.

Biểu đồ 2: Dự báo doanh thu bán nhà (tỷ đồng), VHM

Doanh thu từ bán nhà được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 4,1% trong giai đoạn 2024-2027



Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025. Dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giảm lần lượt 2,9% và 4,1% so với năm 2024. Doanh thu kinh doanh BĐS năm 2025 đến từ các dự án OCP2,3, OCP, 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.

Cho năm 2026, HSC tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần, đạt 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%) do bổ sung dự án Vinhomes Wonder City và tiến độ phát triển dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy và Vinhomes Phước Vĩnh Tây nhanh hơn dự báo trước đó của chúng tôi. HSC kỳ vọng dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy sẽ được mở bán trong năm 2025 và dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây sẽ được mở bán từ năm 2026 và đóng góp vào lợi nhuận. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận tăng trưởng 6,0% đạt 33,2 nghìn tỷ đồng, nhờ mức đóng góp cao hơn từ dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa và Vinhomes Làng Vân.

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 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 1,8%. Thông tin chi tiết được trình bày bên dưới.

Bảng 3: Dự báo mới về lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 1,8%

Tỷ đồng	2024A	Vs 2024 HSCF	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	102,045	2.7%	77,676	-23.9%	6.5%	117,052	50.7%	27.0%	133,707	14.2%
Lợi nhuận gộp	32,425	1.0%	31,883	-1.7%	6.4%	44,991	41.1%	31.2%	55,500	23.4%
Lợi nhuận HĐ	41,357	2.5%	37,317	-9.8%	-5.2%	39,163	4.9%	4.3%	44,151	12.7%
Thu nhập tài chính	26,343	22.0%	20,219	-23.2%	-9.1%	12,245	-39.4%	-26.4%	7,509	-38.7%
Lợi nhuận thuần	31,527	4.0%	30,601	-2.9%	0.4%	31,376	2.5%	12.7%	33,243	6.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-398	78.3%	-	-100.0%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	31,925	4.6%	30,601	-4.1%	0.4%	31,376	2.5%	12.7%	33,243	6.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ lệ vốn hóa	NAV (cuối năm 2025) (tỷ đồng)
Cho thuê	NOI/Tỷ lệ vốn hóa	8.0%	14,440
BDS khu dân cư	DCF		329,127
Tài sản thuần khác	BV		123,955
Tổng giá trị tài sản			467,522
Nợ thuần			(71,727)
Giá trị tài sản thuần			395,795
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			4,107
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)			96,400
Chiết khấu		50.0%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)			48,200

Nguồn: HSC

Tăng 8,0% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 8,0% RNAV tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 96.400đ, đa phần nhờ dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận tăng. Để xác định giá mục tiêu ở mức 48.200đ (điều chỉnh tăng 8,0%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu không đổi 50% so với ước tính RNAV – sát với mức chiết khấu so với RNAV bình quân của VHM trong 3 năm qua ở mức 52%.

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 8,0% (không đổi).
- Giá định WACC của VHM là 12,9% (gần như không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9,0% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 7,5%). Chúng tôi giảm giá định hệ số beta (1,1 lần theo dữ liệu của Bloomberg, so với 1,15 lần trước đó) nhưng chi phí vốn CSH cao hơn ở mức 12% (từ 10% trước đó).
- Thời điểm định giá là cuối năm 2025 (không đổi).

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 giá định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 6.

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối 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 9%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	7%	8%	9%	10%	11%
3.0%	56,500	53,500	50,800	48,200	45,900
3.5%	55,000	52,500	49,500	47,300	44,700
4.0%	53,500	51,100	48,200	46,100	43,700
4.5%	52,500	49,800	47,300	45,000	42,900
5.0%	51,100	48,500	46,100	43,900	41,900

Nguồn: HSC

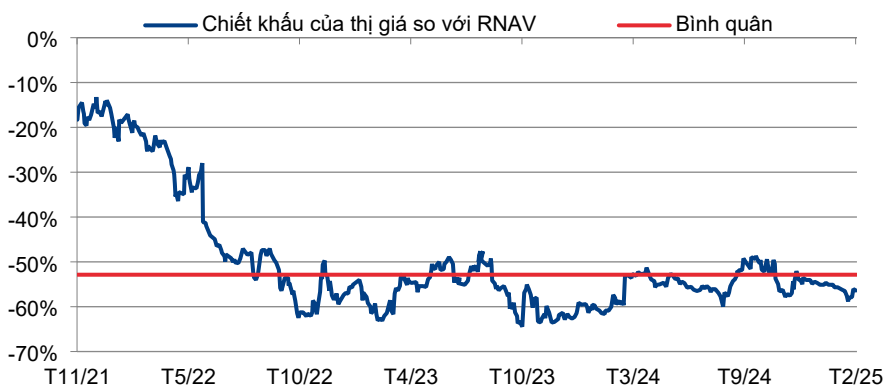
Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

	40%	45%	50%	55%	60%
Chiết khấu RNAV	40%	45%	50%	55%	60%
Giá mục tiêu	57,900	53,100	48,200	43,400	38,600
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	41.0%	29.4%	17.4%	5.7%	-6.0%

Nguồn: HSC

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

VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 57% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 52%



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,9% trong 1 tháng qua và sát với VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 57% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 52%.

VHM vẫn là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với năng lực phát triển dự án khá 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.

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

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 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	102,045	77,676	117,052	133,707
Lợi nhuận gộp	35,707	32,425	31,883	44,991	55,500
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,784)	(8,086)	(10,025)	(10,798)
Thu nhập khác	13,472	20,246	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(1,328)	(6,699)	(8,048)	(8,060)
EBIT	40,605	42,559	31,220	33,066	38,054
Lãi vay thuần	3,429	(1,205)	6,097	6,097	6,097
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	10.7	3.21	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(735)	(497)	0	0	0
LNTT	43,310	40,860	37,317	39,163	44,151
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,808)	(5,784)	(6,658)	(8,830)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,525)	(932)	(1,129)	(2,077)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,527	30,601	31,376	33,243
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,530	30,601	31,376	33,243
EBITDA ĐC	42,052	44,232	34,532	35,953	41,276
EPS (đồng)	8,125	7,676	7,450	7,639	8,094
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,676	7,450	7,639	8,094
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	28,991	14,143	20,795	19,746
Đầu tư ngắn hạn	3,834	3,270	3,270	3,270	3,270
Phải thu khách hàng	132,871	171,858	155,773	175,654	180,961
Hàng tồn kho	55,318	48,723	119,557	143,751	199,348
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	34,624	34,173	40,150	42,431
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	287,466	326,916	383,619	445,756
TSCĐ hữu hình	10,619	13,644	13,136	14,158	15,034
TSCĐ vô hình	1,052	997	1,107	1,126	1,153
Bất động sản đầu tư	17,037	17,216	22,906	25,304	28,004
Đầu tư dài hạn	7,573	12,659	12,659	12,659	12,659
Đầu tư vào Cty LD,LK	187	191	191	191	191
Tài sản dài hạn khác	165,822	228,551	239,110	242,311	254,601
Tổng tài sản dài hạn	202,290	273,258	289,109	295,749	311,641
Tổng cộng tài sản	444,631	560,724	616,025	679,368	757,397
Nợ ngắn hạn	18,290	43,306	43,611	47,239	48,665
Phả trả người bán	20,452	18,765	44,734	36,920	51,322
Nợ ngắn hạn khác	121,494	167,395	151,390	179,042	198,840
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	290,350	306,575	340,046	385,849
Nợ dài hạn	38,394	37,986	45,529	42,896	39,801
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,169	1,446	1,446	1,446	1,446
Nợ dài hạn khác	8,981	8,102	8,102	8,102	8,102
Tổng nợ dài hạn	48,544	47,533	55,077	52,444	49,349
Tổng nợ phải trả	261,994	340,281	364,050	394,887	437,596
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,081	232,681	264,058	297,301
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,362	19,295	20,423	22,500
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,443	251,976	284,481	319,801
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	560,724	616,025	679,368	757,397
BVPS (đ)	41,177	49,199	56,649	64,288	72,382
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,302	74,997	69,341	68,721

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,559	31,220	33,066	38,054
Khấu hao	(1,436)	(1,670)	(3,312)	(2,887)	(3,222)
Lãi vay thuần	3,429	(1,205)	6,097	6,097	6,097
Thuế TNDN đã nộp	(5,812)	(10,892)	(5,784)	(6,658)	(8,830)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(26,985)	(38,378)	(20,209)	(18,808)
Khác	(15,815)	(35,090)	(11,163)	(5,154)	(14,255)
LCT thuần từ HĐKD	1,517	(21,436)	(14,094)	11,980	7,442
Đầu tư TS dài hạn	(9,988)	(11,905)	(8,601)	(6,324)	(6,822)
Góp vốn & đầu tư	(46,176)	(35,188)	0	0	0
Thanh lý	28,711	66,878	0	0	0
Khác	8,821	3,233	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(18,632)	23,018	(8,601)	(6,324)	(6,822)
Cổ tức trả cho CSH	0	(605)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	5.70	(10,462)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	20,396	24,373	7,848	995	(1,669)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	13,306	7,848	995	(1,669)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,991	14,143	20,795
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,887	(14,847)	6,651	(1,049)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,991	14,143	20,795	19,746
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,342)	(22,695)	5,656	620

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	34.5	31.8	41.0	38.4	41.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.3	44.5	30.7	30.9
Tỷ suất LNT (%)	32.2	30.9	39.4	26.8	24.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.2	15.5	17.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.46)	(23.9)	50.7	14.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.18	(21.9)	4.12	14.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.95)	2.54	5.95
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(5.53)	(2.94)	2.54	5.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.95)	2.54	5.95
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	20.6	16.5	14.1	12.6	11.8
ROACE (%)	19.9	16.9	10.8	10.2	10.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.13	0.18	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.50)	(0.45)	0.36	0.20
Số ngày tồn kho	298	255	953	728	930
Số ngày phải thu	715	901	1,242	890	845
Số ngày phải trả	110	98.4	357	187	240
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	48.8	55.3	50.1	47.1
Nợ/tài sản (%)	20.7	22.8	23.2	22.5	21.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	35.3	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.89	4.13	4.26	3.87
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	0.99	1.07	1.13	1.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.14	2.16	3.14	2.03	1.77
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.26	4.99	7.05	6.62	5.75
P/E (lần)	5.05	5.35	5.51	5.37	5.07
P/E ĐC (lần)	5.05	5.35	5.51	5.37	5.07
P/B (lần)	1.00	0.83	0.72	0.64	0.57
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