

Tăng tỷ trọng

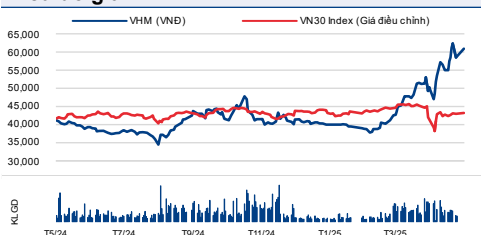
Giá mục tiêu: VNĐ56,600

Tiềm năng tăng/giảm: -7.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/5/2025)	60,900
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-62,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	60,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	250,141
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,638
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	102,045	77,676	117,052
EBITDA đc (tỷ đồng)	44,232	35,265	36,955
LNTT (tỷ đồng)	40,860	38,050	40,165
LNT ĐC (tỷ đồng)	31,530	30,649	31,427
FCF (tỷ đồng)	(33,342)	1,279	24,501
EPS ĐC (đồng)	7,676	7,462	7,651
DPS (đồng)	0	0	0
BVPS (đồng)	49,199	56,661	64,312
T.trưởng EBITDA (%)	5.18	(20.3)	4.79
T.trưởng EPS ĐC (%)	(5.53)	(2.78)	2.54
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.3	45.4	31.6
Tỷ suất LNTT (%)	40.0	49.0	34.3
Tỷ suất LNT ĐC (%)	30.9	39.5	26.8
Tỷ lệ LN trả CT (%)	0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	48.8	45.0	33.9
ROAE (%)	16.5	14.1	12.6
ROACE (%)	16.9	11.2	10.8
EV/doanh thu (lần)	2.96	3.88	2.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.84	8.54	7.49
P/E ĐC (lần)	7.93	8.16	7.96
P/B (lần)	1.24	1.07	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0

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.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

Q1/2025: Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ nhưng thấp hơn kỳ vọng

- Lợi nhuận thuần Q1/2025 tăng mạnh 2 lần đạt 2,7 nghìn tỷ đồng trên doanh thu 15,7 nghìn tỷ đồng, tăng 91% so với cùng kỳ, đến từ dự án VOCP 2,3 và VRI. Doanh số bán nhà Q1/2025 tăng mạnh 116% so với cùng kỳ đạt 35 nghìn tỷ đồng, đa phần nhờ dự án Vinhomes Wonder City.
- Mặc dù tích cực, nhưng KQKD tổng thể thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu là do thời điểm bàn giao căn hộ; doanh thu và lợi nhuận thuần chỉ hoàn thành lần lượt 20% và 9% dự báo cho cả năm 2025 của HSC.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 21% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch với mức chiết khấu 41%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%. Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị, giá mục tiêu, và dự báo lợi nhuận.t

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2025 và gặp gỡ chuyên viên phân tích

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của VHM đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng 2 lần so với cùng kỳ) trên doanh thu 15,7 nghìn tỷ đồng (tăng 91,2% so với cùng kỳ). Mặc dù tăng trưởng mạnh, nhưng doanh thu và lợi nhuận đều thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu do thời điểm ghi nhận doanh thu; doanh thu và lợi nhuận thuần chỉ hoàn thành lần lượt 20% và 9% dự báo cho cả năm 2025 của HSC.

Dự án VOCP 2,3 và VRI dẫn đầu số lượng căn hộ bàn giao

Doanh thu BĐS Q1/2025 đạt 7,2 nghìn tỷ đồng, tăng 76,3% so với cùng kỳ và đóng góp 45,9% vào tổng doanh thu trong quý. Doanh thu được ghi nhận từ hoạt động bàn giao căn hộ tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 3 (VOCP 2 và VOCP 3) tại tỉnh Hưng Yên, tổng cộng 6,2 nghìn tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2025 của mảng kinh doanh BĐS đạt 26,3%, thấp hơn mức 28,5% trong Q1/2024 và 41% trong Q4/2024. HSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2025 thấp hơn so với Q4/2024 là do tỷ trọng của các căn hộ bán lẻ tại các dự án VOCP 2,3 so với các căn hộ thuộc diện hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) giảm.

Doanh thu xây dựng Q1/2025 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng, tăng 4,8% so với cùng kỳ và đóng góp 14,6% vào tổng doanh thu trong quý. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 9,1%, so với mức 8,7% trong Q1/2024 và sát với dự báo của chúng tôi.

Doanh thu khác trong Q1/2025 đạt 4,9 nghìn tỷ đồng (so với chỉ 642 tỷ đồng trong Q1/2024), nhờ phí môi giới và thu nhập khác liên quan đến dự án Vinhomes Global Gate (285 ha), đến từ CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam (VEF; chưa khuyến nghị; VHM sở hữu 4,7% cổ phần), trong đó VHM cung cấp dịch vụ môi giới và các dịch vụ khác (nhà thầu, quản lý). Kết quả trên sát với dự báo của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/5.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q1/2025, VHM

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	8,211	15,698	91.2%	20.2%
Lợi nhuận gộp	1,774	5,158	190.7%	
Thu nhập tài chính	1,956	4,640	137.2%	
Chi phí tài chính	(1,369)	(3,860)	181.9%	
Chi phí bán hàng	(387)	(732)	89.3%	
Chi phí quản lý	(525)	(1,373)	161.4%	
Lợi nhuận hoạt động	1,451	3,835	164.4%	
LNST	904	2,652	193.3%	
Lợi nhuận thuần	885	2,689	204.0%	8.8%

Nguồn: VHM, HSC

Doanh thu HĐ tài chính đạt 4,6 nghìn tỷ đồng, tăng 137% so với cùng kỳ, đa phần nhờ 2,6 nghìn tỷ đồng lợi nhuận chia sẻ từ dự án Vinhomes Royal Island (lưu ý: VHM triển khai dự án này thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh với công ty mẹ; VHM có 95% lợi ích kinh tế).

Chi phí tài chính tăng mạnh 1,8 lần so với cùng kỳ, đa phần do chi phí lãi vay và chi phí phát hành trái phiếu cao hơn (tăng 242% so với cùng kỳ lên 3,6 nghìn tỷ đồng), do dư nợ bình quân tăng, lãi suất cao hơn và chi phí liên quan đến phát hành nợ.

Doanh số bán nhà vững chắc, được thúc đẩy bởi dự án Vinhomes Wonder City

Doanh số bán nhà Q1/2025 tăng mạnh 116% so với cùng kỳ đạt 35 nghìn tỷ đồng, đa phần đến từ dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội) (tổng cộng 28 nghìn tỷ đồng) và Vinhomes Vũ Yên (877 ha, Hải Phòng) (tổng cộng 4 nghìn tỷ đồng). Doanh số bán nhà vững chắc – cao hơn nhiều so với kỳ vọng, hoàn thành 33% dự báo cho cả năm 2025 của HSC – cùng với tiền mặt thu được trong giai đoạn này cho thấy nhu cầu đang phục hồi với tốc độ rất mạnh.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán nhà vẫn giữ đà tăng trưởng vững chắc nhờ nhu cầu cải thiện. Bên cạnh hoạt động mở bán các căn hộ mới tại các dự án sẵn có, VHM có kế hoạch mở bán dự án Vinhomes Green City (197 ha, Long An) Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (241 ha, Hải Phòng) và các dự án khác.

Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận

Sau khi giá cổ phiếu tăng 21% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch với mức chiết khấu 41%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%. Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị, giá mục tiêu, và dự báo lợi nhuận.

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	44,698	54,738
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,784)	(8,086)	(10,142)	(11,360)
Thu nhập khác	13,472	20,246	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(1,328)	(5,965)	(6,636)	(6,545)
EBIT	40,605	42,559	31,954	34,068	38,245
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
LN TT	43,310	40,860	38,050	40,165	44,341
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,808)	(6,469)	(7,631)	(8,868)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,525)	(932)	(1,107)	(2,001)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,527	30,649	31,427	33,472
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,530	30,649	31,427	33,472
EBITDA ĐC	42,052	44,232	35,265	36,955	41,467
EPS (đồng)	8,125	7,676	7,462	7,651	8,149
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,676	7,462	7,651	8,149
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	28,991	22,762	49,774	60,353
Đầu tư ngắn hạn	3,834	3,270	3,270	3,270	3,270
Phải thu khách hàng	132,871	171,858	155,773	175,729	181,157
Hàng tồn kho	55,318	48,723	81,166	98,939	133,290
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	297,144	367,862	420,501
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	254,512
Tổng tài sản dài hạn	202,290	273,258	289,109	295,749	311,553
Tổng cộng tài sản	444,631	560,724	586,253	663,611	732,054
Nợ ngắn hạn	18,290	43,306	39,619	42,629	41,982
Phải trả người bán	20,452	18,765	30,008	34,569	43,466
Nợ ngắn hạn khác	121,494	167,395	151,390	179,042	198,840
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	290,350	288,119	333,441	371,113
Nợ dài hạn	38,394	37,986	34,164	33,667	28,964
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	43,712	43,214	38,512
Tổng nợ phải trả	261,994	340,281	334,228	379,052	412,022
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,081	232,730	264,157	297,629
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,362	19,295	20,402	22,402
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,443	252,025	284,558	320,031
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	560,724	586,253	663,611	732,054
BVPS (đ)	41,177	49,199	56,661	64,312	72,461
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,302	51,022	26,522	10,594

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,559	31,954	34,068	38,245
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)	(6,469)	(7,631)	(8,868)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(26,985)	(14,452)	(1,393)	(3,742)
Khác	(15,815)	(35,090)	(10,430)	(3,743)	(12,653)
LCT thuần từ HĐKD	1,517	(21,436)	9,880	30,825	22,750
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	(7,508)	2,512	(5,349)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	13,306	(7,508)	2,512	(5,349)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,991	22,762	49,774
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,887	(6,229)	27,012	10,579
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,991	22,762	49,774	60,353
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,342)	1,279	24,501	15,928

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	38.2	40.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.3	45.4	31.6	31.0
Tỷ suất LNT (%)	32.2	30.9	39.5	26.8	25.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.2	17.0	19.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.46)	(23.9)	50.7	14.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.18	(20.3)	4.79	12.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(5.53)	(2.78)	2.54	6.51
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
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	11.9
ROACE (%)	19.9	16.9	11.2	10.8	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.14	0.19	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.50)	0.31	0.90	0.59
Số ngày tồn kho	298	255	647	499	616
Số ngày phải thu	715	901	1,242	886	837
Số ngày phải trả	110	98.4	239	174	201
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	48.8	45.0	33.9	27.4
Nợ/tài sản (%)	20.7	22.8	21.7	21.0	19.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	35.3	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.89	3.61	3.77	3.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	0.99	1.03	1.10	1.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.97	2.96	3.88	2.36	1.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.32	6.84	8.54	7.49	6.29
P/E (lần)	7.50	7.93	8.16	7.96	7.47
P/E ĐC (lần)	7.49	7.93	8.16	7.96	7.47
P/B (lần)	1.48	1.24	1.07	0.95	0.84
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