CTCP VINHOMES – HSX: VHM

Hành trình kiến thiết "thành phố" ở ngoại ô

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 81,300

Upside: +38.3%

Ngành Bất động sản | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC duy trì khuyến nghị từ **MUA** đối với VHM mặc dù cổ phiếu ghi nhận hiệu suất đầu tư tốt +30.8% kể từ thời điểm phát hành Báo cáo gần nhất ngày 12/03/2025. Chúng tôi nâng +40% giá mục tiêu lên 81,300 VND/cp sau khi điều chỉnh hạ mức chiết khấu vào định giá từ 45% còn 10% do (1) tiến độ mở bán tại Cổ Loa, triển khai Cần Giờ tốt hơn kỳ vọng và (2) thêm mới 3 dự án vào định giá bao gồm Vinhomes Làng Vân, Vinhomes Quang Hanh và Vinhomes Mỹ Lâm

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với lần cập nhật gần nhất, chúng tôi điều chỉnh tăng +11%/+16.5% dự phóng lợi nhuận cho 2025/2026 nhờ tiến độ bán hàng tại Wonder City cũng như tiến độ triển khai các dự án đều tốt hơn kỳ vọng. Cụ thể:

- **Năm 2025: DTT = 125,810 tỷ VND (+23% YoY)** chủ yếu từ bàn giao các dự án hiện hữu OCP2, OCP3, Golden Avenue và các backlog bán sỉ khác. Tuy nhiên, doanh thu tài chính giảm -53% YoY vì Vinhomes Royal Island (hợp tác đầu tư) đã bàn giao phần lớn trong 2024. **Do đó, LNST-CĐTS = 36,602 tỷ VND (+15% YoY).**
- **Năm 2026: DTT = 115,136 tỷ VND (-8% YoY)** đóng góp chính bởi Vinhomes Hậu Nghĩa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây và Vinhomes Dương Kính Kiến Thụy, Doanh thu tài chính = 25,158 tỷ VND (+42.7% YoY) từ Vinhomes Wonder Park, qua đó, giúp **LNST-CĐTS = 39,843 tỷ VND (+9% YoY).**

CẬP NHẬT KẾ HOẠCH KINH DOANH 2025

Tại ĐHĐCĐ năm 2025, doanh nghiệp đặt kế hoạch **DTT = 180,000 tỷ VND (+76% YoY), LNST-CĐTS = 42,000 tỷ VND (+33% YoY)** cao hơn 33.7% dự phóng của BSC. Chúng tôi cho rằng chênh lệch chủ yếu đến từ việc VHM đẩy mạnh bán buôn dự án để tạo tối ưu hóa dòng tiền tại thời điểm hàng loạt dự án được triển khai cùng lúc.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi giữ nguyên các luận điểm đầu tư vào VHM như báo cáo gần nhất bao gồm (1) định giá hấp dẫn và (2) triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ +19% CAGR 2024-2027 đi kèm với doanh số mở bán mới đạt tốc độ tăng trưởng +32.5% CAGR 2024-2027. VHM hiện đang giao dịch tại P/B 2025F = 1.0x – duy trì hấp dẫn so với P/B trung bình ngành trong pha mở rộng của chu kỳ 1.3x và dư địa nâng giá mục tiêu còn lớn nhờ quỹ đất gối đầu hơn 20,000 ha đang được định giá theo phương pháp so sánh.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	103,557	102,323	125,810	115,136
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	43,456	38,893
NPATMI	33,371	31,801	36,602	39,843
EPS	7,654	7,731	8,893	9,681

Trung tâm phân tích BSC
Lâm Việt
(Chuyên viên phân tích cao cấp)
vietl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	58,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	4,107
Vốn hoá (Tỷ VND):	241,516
Thanh khoản 30n (Triệu):	9.3
Sở hữu nước ngoài:	12.2%

I. CẬP NHẬT KQKD 1Q2025

DTT = 15,698 tỷ VND (+91% YoY) và LNST-CĐTS = 2,689 tỷ VND (+204% YoY). Mức tăng trưởng ấn được dẫn dắt bởi (1) bàn giao các sản phẩm đã bán tại Vinhomes OCP 2 & 3, Vinhomes Royal Island và (2) các dịch vụ tư vấn được cung cấp chủ yếu tại Vinhomes Cổ Loa với DTT = 7,144 tỷ VND chiếm 45.5% doanh thu. Đáng chú ý, mặc dù doanh thu kinh doanh BĐS trong kỳ hoàn toàn đến từ bán lẻ nhưng biên LNG co lại còn 26.3% từ mức trung bình 38.4% trong năm 2024, theo chúng tôi, chủ yếu do các chính sách chiết khấu bán hàng tại OCP 2 & 3 trong thời điểm thị trường BĐS còn yếu năm 2024.

Doanh số bán mới trong 1Q2025 đạt 35,000 tỷ VND (+116% YoY), trong đó 28,000 tỷ VND đến từ Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng) vượt dự báo cả năm của chúng tôi ở mức 24,641 tỷ VND, qua đó, tổng giá trị backlog tính đến cuối 1Q2025 đạt 120,000 tỷ VND với 51% đến từ bán buôn.

Ngoài ra, VHM đã thêm 4 dự án mới vào danh mục sẽ triển khai trong năm 2025 bao gồm:

- VInhomes Làng Vân (Hợp tác đầu tư với VPL)

- Vinhomes Appolo City (Hạ Long Xanh, đồng triển khai cùng VIC)

- Vinhomes Quang Hanh (Hợp tác đầu tư với VIC)

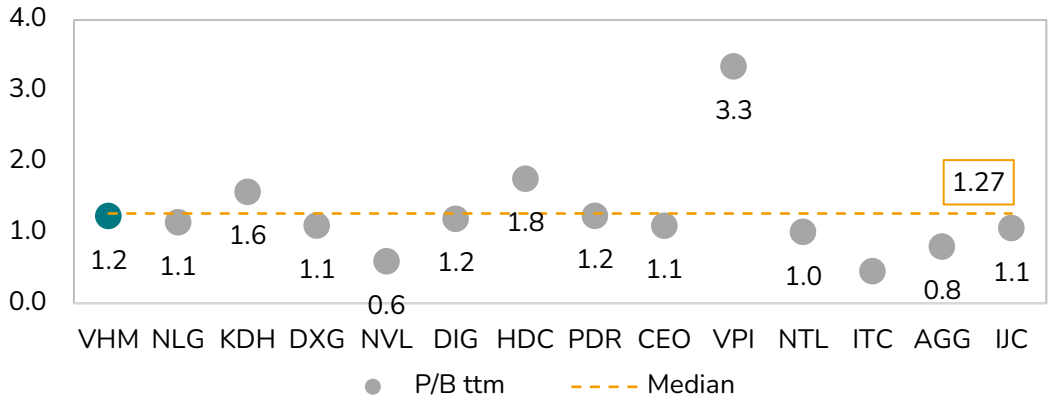
- Vinhomes Mỹ Lâm (chủ đầu tư VHM)

(Tỷ VND)	2023	2024	%YoY	1Q2024	1Q2025	%YoY
Doanh thu thuần	**103,334**	**102,045**	**-1.2%**	**8,211**	**15,698**	**91.2%**
- Kinh doanh BĐS	89,645	74,562	-16.8%	4,085	7,200	76.3%
- Dịch vụ D&B	6,681	13,342	99.7%	2,402	2,287	-4.8%
- Dịch vụ quản lý BĐS	3,008	2,814	-6.4%	749	970	29.5%
Lợi nhuận gộp	**35,590**	**32,425**	**-8.9%**	**1,774**	**5,158**	**190.7%**
% Biên LNG	*34%*	*32%*		22%	33%	
Chi phí bán hàng	(3,474)	(3,938)	13.4%	(387)	(732)	89.4%
Chi phí QLDN	(4,183)	(4,846)	15.9%	(525)	(1,373)	161.4%
%SG&A/Revenue	*7%*	*9%*		11%	13%	
EBIT	**27,933**	**23,641**	**-15.4%**	**863**	**3,053**	**253.9%**
Doanh thu tài chính	20,363	26,343	29.4%	1,956	4,640	137.2%
Chi phí tài chính	(3,998)	(8,629)	115.9%	(1,369)	(3,860)	181.9%
LNTT	**43,244**	**40,860**	**-5.5%**	**1,416**	**3,839**	**171.1%**
LNST	**33,287**	**35,052**	**5.3%**	**904**	**2,652**	**193.3%**
% Biên LNST	*32%*	*34%*		11%	17%	
LNST-CĐTS	**33,125**	**31,527**	**-4.8%**	**885**	**2,689**	**203.9%**

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Định giá hấp dẫn: dù ghi nhận hiệu suất đầu tư tốt +30.8% trong 2 tháng qua, VHM hiện vẫn đang giao dịch tại P/B ttm = 1.2x và P/B 2025F = 1.01x – thấp hơn 16% so với 1.27x của trung bình ngành hiện tại. Chúng tôi tin rằng "mở khóa" Vinhomes Long Beach (KĐT lấn biển Cần Giờ) sẽ là một động lực quan trọng giúp VHM được tái định giá vì dự án được dự phóng sẽ mang về dòng tiền ròng khoảng 254,360 tỷ VND trong 2026-2031 và gia cố vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp về năng lực triển khai cũng như mở rộng quỹ đất.

Định giá P/B của các doanh nghiệp BĐS

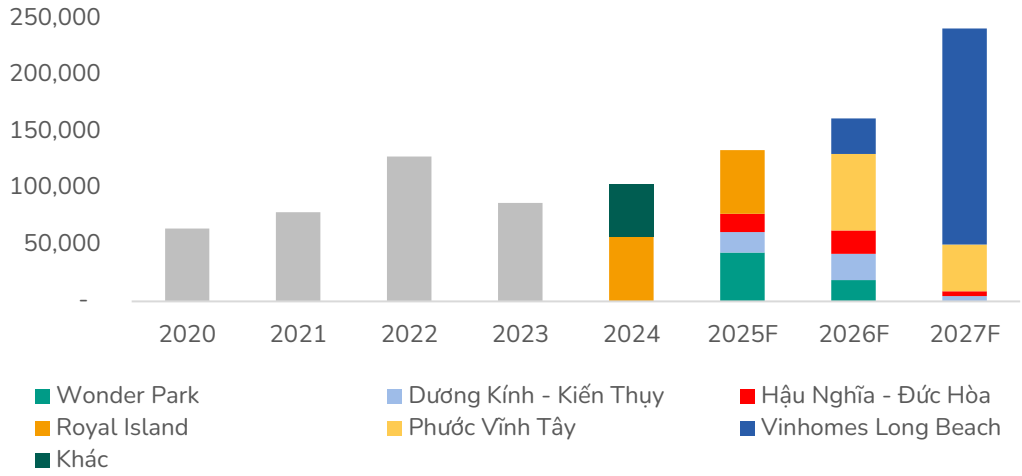


(2) Doanh số mở bán mới (presales) được kỳ vọng đạt tốc độ tăng trưởng +38% CAGR trong giai đoạn 2024-2027. Trong 2025-2026, doanh nghiệp dự kiến triển khai 5 đại dự án tại cả thị trường phía Bắc và Nam:

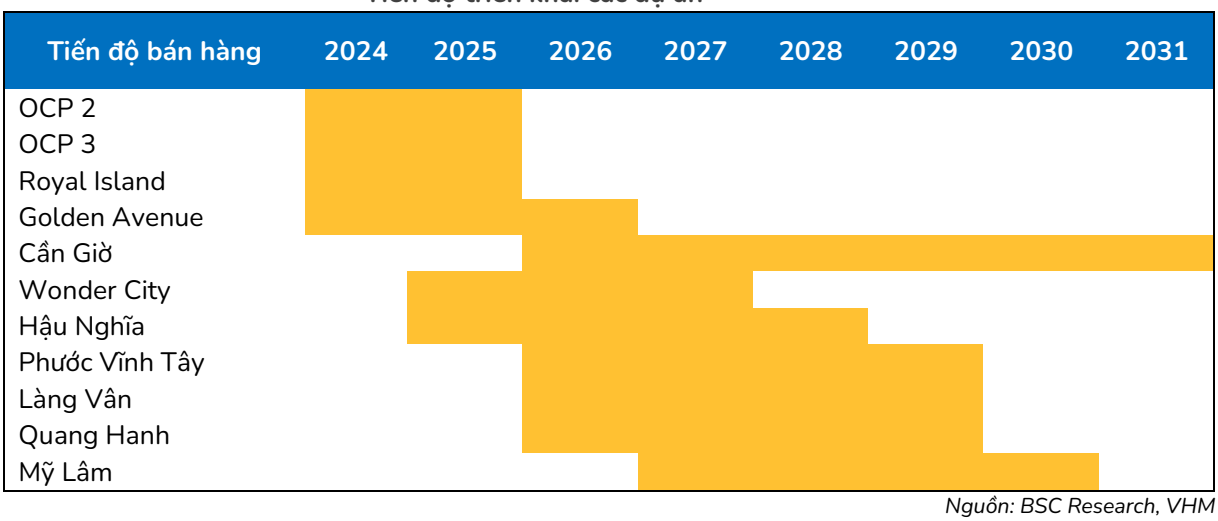
- Năm 2025: Vinhomes Wonder Park (133ha, Hà Nội), Vinhomes Hậu Nghĩa – Đức Hòa (197ha, Long An) và Vinhomes Dương Kính Kiến Thụy (240ha, Hải Phòng).
- Năm 2026: Vinhomes Phước Vĩnh Tây (1,089ha, Long An), Vinhomes Long Beach (2,870ha, TP HCM), Vinhomes Làng Vân (512ha, Đà Nẵng), Vinhomes Quang Hanh (167ha, Quảng Ninh), Vinhomes Mỹ Lâm (455ha, Tuyên Quang)

Tốc độ tăng trưởng doanh số mở bán ấn tượng trên +38% CAGR 2024-2027 chủ yếu nhờ đẩy mạnh mở bán Vinhomes Long Beach từ 2027. Chúng tôi duy trì kỳ vọng dự án bắt đầu triển khai hạ tầng & bán buôn trong năm 2H2025, bán lẻ từ 2H2026 và đẩy mạnh từ 2027. Tính đến thời điểm hiện tại, đây là dự án có quy mô lớn nhất từ trước đến nay của doanh nghiệp và chiếm khoảng 25% tổng định giá của chúng tôi.

Dự phóng doanh số mở bán mới 2025-2027



Tiến độ triển khai các dự án



Nguồn: BSC Research, VHM

III. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá VHM dựa trên phương pháp (1) RNAV đối với các dự án có khả năng triển khai trong 4 năm tới Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng), Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Long Beach (Cần Giờ), Vinhomes Làng Vân, Vinhomes Quang Hanh, Vinhomes Mỹ Lâm, các dự án hiện hữu (OCP2, OCP3, Royal Island, Golden Avenue) và (2) So sánh đối với các dự án khác chưa có kế hoạch triển khai cụ thể. Chúng tôi hạ mức chiết khấu còn 20% vào định giá phản do các đại dự án đều bắt đầu tập trung triển khai.

Tỷ VND	Phương pháp	% Tỷ lệ lợi ích	Giá trị
Các dự án đang triển khai	**RNAV**		**330,243**
Vinhomes Long Beach	RNAV	*100%*	132,888
Vinhomes Wonder Park	RNAV	*100%*	16,725
Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa	RNAV	*100%*	13,854
Vinhomes Phước Vĩnh Tây	RNAV	*80%*	17,150
Vinhomes Cổ Loa	RNAV	*10%*	14,558
Vinhomes Dương Kính – Kiến Thụy	RNAV	*100%*	9,137
Vinhomes Làng Vân	RNAV	*100%*	13,657
Vinhomes Quang Hanh	RNAV	*99%*	132,888
Vinhomes Mỹ Lâm	RNAV	*100%*	16,725
Các dự án chưa có kế hoạch	**So sánh**		**132,027**
Chiết khấu		10%	(46,227)
Tổng giá trị đánh giá lại			**416,042**
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn			31,654
(-) Nợ vay			(113,456)
Tổng giá trị doanh nghiệp			**333,741**
Số lượng cổ phiếu (triệu)			4,107.4
Giá hiện tại			58,800
Giá mục tiêu			**81,300**
Upside			**+38.3%**

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu	**103,557**	**102,323**	**125,810**	**115,136**
Giá vốn hàng bán	(67,850)	(69,356)	(82,354)	(76,243)
Lợi nhuận gộp	**35,707**	**32,967**	**43,456**	**38,893**
Chi phí bán hàng	(3,663)	(3,791)	(4,738)	(2,793)
Chi phí QLDN	(4,093)	(4,593)	(5,739)	(3,383)
Lãi/lỗ HDKD	**27,951**	**24,583**	**32,979**	**32,717**
Doanh thu tài chính	19,954	26,844	17,755	25,158
Chi phí tài chính	(817)	(2,898)	-	-
Chi phí lãi vay	(3,053)	(7,589)	(8,400)	(12,471)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	11	3	-	-
Lãi/lỗ khác	(735)	(95)	(86)	54
LN trước thuế	**43,310**	**40,848**	**42,247**	**45,457**
Thuế thu nhập DN	(9,777)	(5,775)	(5,607)	(4,755)
LN sau thuế	**33,533**	**35,073**	**36,640**	**40,703**
CĐTS	161	3,271	38	860
LNST-CĐTS	**33,371**	**31,801**	**36,602**	**39,843**
EBITDA	29,387	26,383	33,997	33,649
EPS	7,654	7,731	8,893	9,681

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	43,310	40,848	42,247	45,457
Khấu hao và phân bổ	1,436	1,800	1,018	932
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(29,146)	(41,271)	(96,150)
Điều chỉnh khác	(21,279)	(35,902)	(23,470)	(27,863)
LCTT từ HĐ KD	**1,517**	**(22,400)**	**(21,476)**	**(77,624)**
Tiền chi mua TSCĐ	(9,988)	(10,645)	(1,000)	(1,000)
Đầu tư khác	(8,644)	36,030	5,986	6,779
LCTT HĐ đầu tư	**(18,632)**	**25,385**	**4,986**	**5,779**
Tiền chi trả cổ tức	-	(605)	(192)	-
Tiền từ vay ròng	20,396	22,760	14,164	66,512
Tiền thu khác	6	(10,463)	0	(0)
LCTT HĐTC	**20,401**	**11,692**	**13,972**	**66,512**
Dòng tiền đầu kỳ	10,817	14,103	28,780	26,263
Tiền trong kỳ	3,286	14,677	(2,518)	(5,333)
Dòng tiền cuối kỳ	**14,103**	**28,780**	**26,263**	**20,929**

CĐKT (Tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	**242,341**	**285,479**	**336,228**	**545,507**
Tiền & Tương đương tiền	14,103	28,780	26,263	20,929
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,392	5,392
Phải thu ngắn hạn	132,871	168,406	153,493	222,882
Hàng tồn kho	55,318	54,696	122,876	268,099
TS ngắn hạn khác	36,215	28,205	28,205	28,205
Tài sản dài hạn	**202,290**	**278,730**	**284,629**	**300,991**
Tài sản hữu hình	11,671	14,622	18,250	21,571
Tài sản dở dang dài hạn	60,790	81,990	61,990	61,990
Đầu tư dài hạn	17,037	16,916	16,916	16,916
Tài sản dài hạn khác	112,792	165,201	187,472	200,514
Tổng Tài sản	**444,631**	**564,209**	**620,858**	**846,498**
Tổng nợ ngắn hạn	**211,073**	**278,532**	**280,475**	**424,859**
Nợ phải trả	20,452	19,960	36,863	80,430
Vay ngắn hạn	18,290	34,276	22,301	48,259
Nợ ngắn hạn khác	172,331	224,296	221,311	296,171
Tổng nợ dài hạn	**50,921**	**64,933**	**84,110**	**124,663**
Vay dài hạn	38,394	47,016	73,155	113,708
Doanh thu chưa thực hiện	771	497	-	-
Nợ dài hạn khác	11,756	17,420	10,955	10,955
Tổng nợ phải trả	**261,994**	**343,465**	**364,585**	**549,523**
Vốn góp	43,544	41,074	41,074	41,074
Thặng dư vốn cổ phần	1,260	(6,756)	(6,756)	(6,756)
LN chưa phân phối	133,392	167,206	203,808	243,651
Vốn chủ khác	1,106	1,111	-	-
Cổ đông thiểu số	3,335	18,108	18,147	19,006
Tổng vốn chủ sở hữu	**182,636**	**220,744**	**256,273**	**296,975**
Tổng nguồn vốn	**444,631**	**564,209**	**620,858**	**846,498**
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	4,354	4,107	4,107	4,107

Chỉ số (%)	2023	2024E	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.0	1.2	1.3
Hệ số TT nhanh	0.9	0.8	0.8	0.7
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	13%	14%	15%	19%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	32%	40%	40%	58%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	298	288	545	1,283
Số ngày phải thu	468	601	445	707
Số ngày phải trả	579	781	708	1,283
CCC	187	108	282	707
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	34%	32%	35%	34%
Biên Lợi nhuận ròng	32%	34%	29%	35%
ROE	18.4%	15.9%	14.3%	13.7%
ROA	7.5%	6.2%	5.9%	4.8%
Định giá				
PE	8.1	8.1	7.0	6.4
PB	1.43	1.26	1.07	0.92
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	66%	-1%	23%	-8%
Tăng trưởng EBIT	9%	-12%	34%	-1%
Tăng trưởng LNTT	15%	5%	4%	11%
Tăng trưởng EPS	16%	1%	15%	9%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place

Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510



https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long
Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô - Thị trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí
Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt
Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy
Chuyên viên phân tích
Duynch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh
Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trưởng
Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng
Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy
Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn