

MUA

Giá mục tiêu 2025: **84.900 VND**
% tăng giá: **26%**
Cập nhật: **16/06/2025**

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: Diện tích dự án gối đầu lớn, chuẩn bị mở bán ồ ạt với sức hấp thụ được bảo chứng.

Rủi ro: (1) Rủi ro ảnh hưởng bởi các thông tin liên quan từ hệ sinh thái; (2) Thị trường BĐS hồi phục không như kì vọng.

	Q1/2024	Q1/2025	2025F
DTT	8.211	15.698	92.133
% YoY	-72%	91%	-10%
LNST sau CĐTS	885	2.689	30.558
% YoY	-93%	204%	-4%

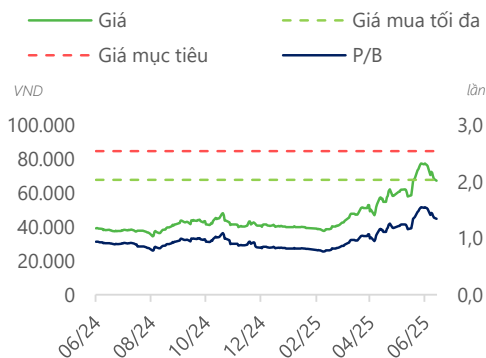
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

VHM là nhà phát triển Bất động sản số một Việt Nam. Với thế mạnh trong việc phát triển các đô thị tích hợp quy mô lớn cùng quỹ đất đang quản lý lên tới khoảng 19.600 ha, Vinhomes có thị phần áp đảo tại mọi phân khúc sản phẩm trên thị trường bất động sản dân dụng.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Bất động sản
Giá hiện tại:	67.400 VND
Vốn hóa:	276.840 tỷ VND
Số lượng CPLH:	4107,4 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	7.766 VND
P/B:	1,3 lần
Cổ tức tiền mặt 2025:	40,0%
Cổ tức cổ phiếu 2025:	0,0%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

VHM

CTCP Vinhomes

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC đánh giá rằng, sau 2 năm liên tiếp đạt trên 100.000 tỷ, doanh thu của VHM sẽ tạm trũng lại trong 2 năm tới, mặc dù vẫn duy trì nền cao.

Cụ thể, doanh thu thuần năm 2025 đạt 92.133 tỷ (-10% YoY), chủ yếu đến từ bàn giao phần còn lại của Ocean Park và Vinhomes Vũ Yên, lợi nhuận trước thuế đạt 39.686 tỷ.

Dựa trên 2 phương pháp RNAV và P/B với tỷ trọng 50/50, và triển vọng trong 1 năm tới, DSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu NLG là 84.900 VND/cp

Hiện tại, cổ phiếu VHM đang giao dịch ở mức P/B là 1,5 lần, cao hơn P/B dự phóng 2025 là 1,4 lần, DSC đánh giá, vùng giá này không còn quá rẻ cho tiềm năng của năm 2025.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quan điểm ngành: Hồi phục rõ rệt

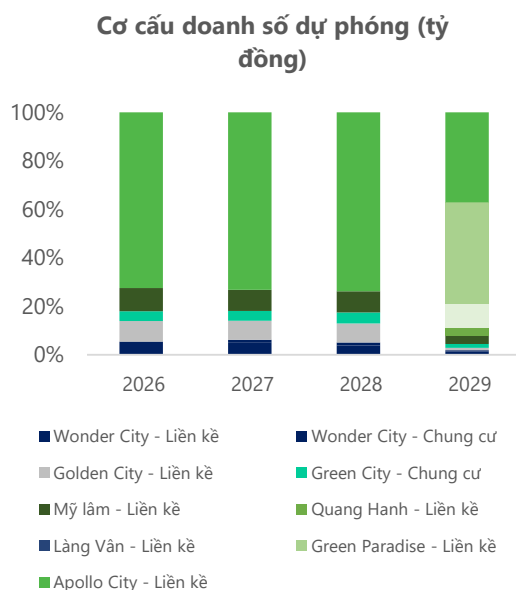
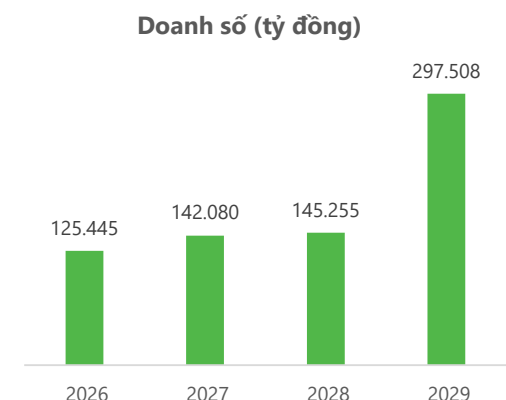
Thị trường bất động sản đang diễn biến khá tích cực. Trong đó, như nhận định của chúng tôi trong *Báo cáo chiến lược 2025*, thị trường BĐS phía Nam đang chứng kiến dòng tiền đầu tư lớn, đặc biệt là từ phía Bắc, khiến khả năng hấp thụ các nhóm sản phẩm có thể tạo dòng tiền cho thuê như chung cư và liền kề có sức hấp thụ tốt hơn.

Ồ ạt đẩy mạnh bán hàng

Có thể thấy rằng, VHM đang trong giai đoạn quyết tâm duy trì mức doanh thu 100.000 tỷ mỗi năm, vì vậy, việc họ liên tục đẩy mạnh triển khai và bán hàng tại các dự án đại đô thị lớn. Tuy nhiên, khi giai đoạn 5 năm trước, trụ cột doanh thu là các đô thị nằm ở các thành phố lớn hoặc vệ tinh của chúng, thì giai đoạn 5 năm tới, VHM sẽ tập trung phát triển các quỹ đất nằm ở nhiều thành phố đa dạng, với dự án có tính chất du lịch, nghỉ dưỡng.

Luận điểm:

Ồ ạt đẩy mạnh bán hàng



VHM

CTCP Vinhomes

DSC

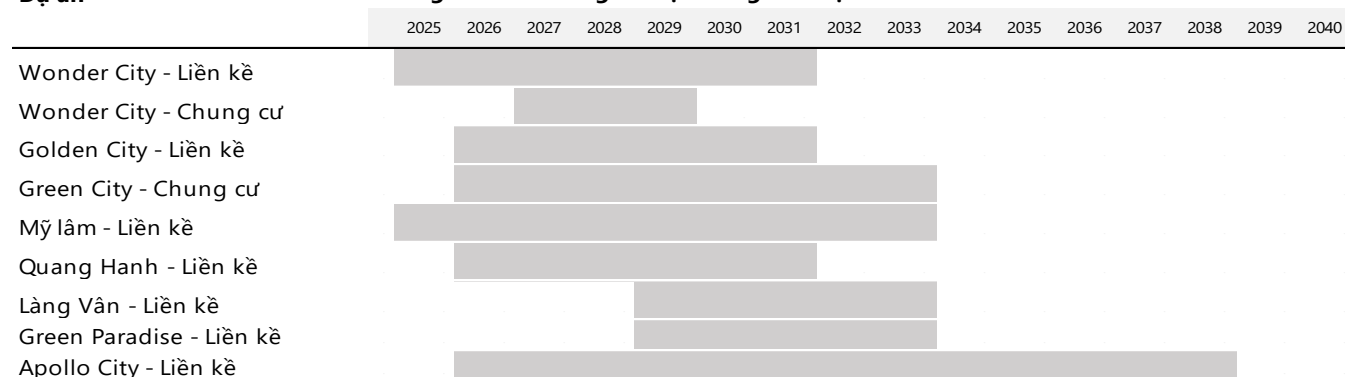
Giai đoạn 2025-2030, VHM vẫn tiếp tục ồ ạt đẩy mạnh hoạt động phát triển dự án và bán hàng với tham vọng duy trì nền kết quả kinh doanh khủng, quanh 100.000 tỷ doanh thu/năm.

Trong bối cảnh các trụ cột trong giai đoạn 5 năm trước, điển hình như Ocean Park 1, 2, 3 (Hưng Yên) đã đến thời gian bán hàng và bàn giao cuối cùng, trách nhiệm "gồng gánh" kết quả kinh doanh sẽ dần được chuyển giao sang các quỹ đất, dự án mới.

Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy, giai đoạn 5 năm tới, trong bối cảnh quỹ đất đủ rộng tại Hà Nội và Tp. HCM và khu vực rìa đang dần cạn kiệt, VHM đang có xu hướng đẩy mạnh các dự án tại những thành phố có giá trị về du lịch. Cụ thể, 2 dự án có quy mô lớn nhất trong 5 năm tới là Apollo City (Hạ Long), và Green Paradise (Cần Giờ), đều là các đô thị giáp biển.

Dự án

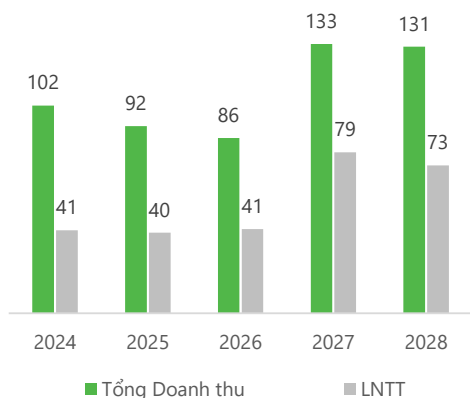
Thời gian chào bán ghi nhận dòng tiền dự kiến



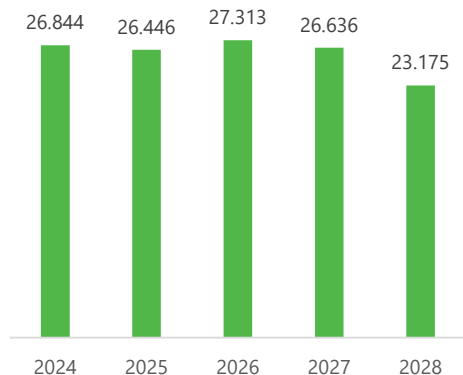
Luận điểm:

Kết quả kinh doanh hướng tới nền cao mới

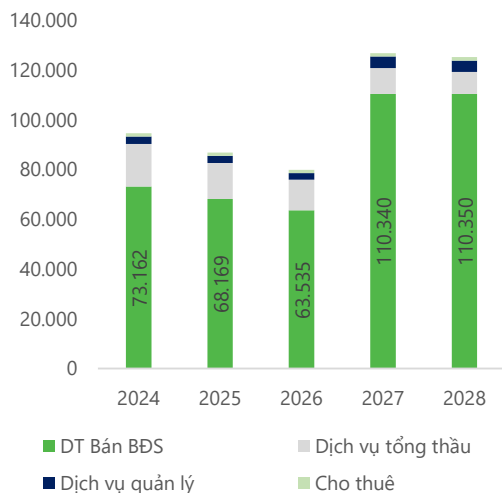
Kết quả kinh doanh (nghìn tỷ đồng)



DT Tài chính (tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



VHM

CTCP Vinhomes

DSC

DSC kỳ vọng, năm 2025-2026, VHM vẫn tiếp tục giữ được doanh thu ấn tượng quanh 90.000 tỷ với việc bàn giao các dự án Wonder City (Đan Phượng) và Golden City (Hải Phòng), sau đó, nền kết quả kinh doanh sẽ được bước lên nền mới với doanh thu khoảng 130.000 tỷ/năm, bắt đầu từ năm 2027.

Khả năng tiêu thụ hàng của VHM đã được chứng minh trong thực tế với Ocean Park (Hưng Yên) nhờ:

- (1) Dự án có quy hoạch đẹp, vị trí tốt, được đầu tư bài bản, dù quy mô lớn nhưng tiến độ hoàn thiện nhanh, thu hút dòng tiền đầu tư.
- (2) Hoạt động bán hàng linh hoạt, kết hợp giữa bán lẻ và bán buôn và bán cổ phần thứ cấp, giúp tăng thanh khoản, dù đánh đổi là giá bán bình quân giảm.

Vì vậy, chúng tôi tin rằng VHM có đủ khả năng hoàn thành được các dự báo nói trên, nhất là khi thị trường bất động sản đang tích cực trở lại.

Giả định năm 2025

DSC đánh giá rằng, sau 2 năm liên tiếp đạt trên 100.000 tỷ, doanh thu của VHM sẽ tạm dừng lại trong 2 năm tới, mặc dù vẫn duy trì nền cao.

Cụ thể, doanh thu thuần năm 2025 đạt 92.133 tỷ (-10% YoY), chủ yếu đến từ bàn giao phần còn lại của Ocean Park và Vinhomes Vũ Yên, lợi nhuận trước thuế đạt 39.686 tỷ.

BÁO CÁO KQKD				
(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	103.557	102.323	92.133	86.341
Giá vốn	(67.850)	(69.356)	(63.456)	(56.898)
LN gộp	35.707	32.967	28.677	29.443
CP Bán hàng	(3.663)	(3.791)	(3.421)	(3.153)
CP Quản lý	(4.093)	(4.593)	(3.889)	(3.644)
EBIT	27.951	24.583	21.367	22.646
Lãi lỗ CTLK	11	3	32	30
DT Tài chính	19.954	26.844	26.446	27.313
CP Tài chính	(3.870)	(10.487)	(8.242)	(8.389)
CP Lãi vay	(3.053)	(7.589)	(6.231)	(6.480)
LN khác	(735)	(95)	83	(205)
LNTT	43.310	40.848	39.686	41.395
Thuế TNDN	(9.777)	(5.775)	(8.102)	(7.883)
LNST	33.533	35.073	31.583	33.512
Lợi ích CĐTS	161	3.271	1.025	1.365
LNST Cty mẹ	33.371	31.801	30.558	32.147
Trích quỹ	-	-	-	-
LNST Cty mẹ sau quỹ KT PL	33.371	31.801	30.558	32.147
EPS (VND)	7.664	7.742	7.440	7.826
EBITDA	29.002	25.847	25.342	26.601
EBIT	27.951	24.583	21.367	22.646

TĂNG TRƯỞNG & BIẾN LN				
TB ngành	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	66,0%	-1,2%	-10,0%	-6,3%
Tăng trưởng EBIT	9,1%	-12,1%	-13,1%	6,0%
Tăng trưởng EBITDA	9,0%	-10,9%	-2,0%	5,0%
Tăng trưởng LNST CĐ Cty mẹ	15,7%	-4,7%	-3,9%	5,2%
Biến LNG	34,5%	32,2%	31,1%	34,1%
Biến EBIT	27,0%	24,0%	23,2%	26,2%
Biến EBITDA	28,0%	25,3%	27,5%	30,8%
Biến LNST CĐ Cty mẹ	32,2%	31,1%	33,2%	37,2%

BẢNG CĐKT				
	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	303.131	367.469	386.791	426.326
Tiền & ĐTT CNH	17.937	34.172	53.022	54.904
Phải thu NH	132.871	168.406	178.406	201.431
Hàng tồn kho, ròng	116.108	136.687	126.879	143.298
TSNH khác	36.215	28.205	28.484	26.693
Tài sản dài hạn	141.500	196.740	208.802	227.122
Phải thu DH	33.800	107.670	127.670	147.670
TSCĐ HH	10.619	13.573	14.110	14.126
TSCĐ VH + Thuế TC	1.052	1.049	1.002	968
XDCBDD	0	0	0	0
BDS đầu tư	17.037	16.916	12.972	13.857
Đầu tư dài hạn	7.760	12.519	12.519	12.519
TSDH khác	71.231	45.012	40.529	37.981
TỔNG TÀI SẢN	444.631	564.209	595.593	653.448
Nợ	261.994	343.465	344.291	369.999
Nợ ngắn hạn	211.073	278.532	276.565	293.511
Phải trả ngắn hạn	157.126	203.564	211.521	189.660
Người mua trả trước NH	35.137	40.286	46.443	76.266
DT chưa thực hiện NH	521	405	1.913	1.783
Vay ngắn hạn	18.290	34.276	16.688	25.802
Quỹ phúc lợi & Quỹ khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	50.921	64.933	67.726	76.488
Phải trả dài hạn	11.756	11.261	9.324	8.360
Người mua trả trước DH	0	6.159	6.159	6.159
DT chưa thực hiện DH	771	497	497	497
Vay dài hạn	38.394	47.016	51.745	61.471
VỐN CHỦ SỞ HỮU	182.636	220.744	251.302	283.449
Vốn điều lệ	43.544	41.074	41.074	41.074
Thặng dư vốn cổ phần	1.260	(6.756)	(6.756)	(6.756)
Vốn & Quỹ khác	1.106	1.111	1.111	1.111
Quỹ ĐTP	-	-	-	-
LN giữ lại	133.392	167.206	197.764	229.911
Lợi ích CĐTS	3.335	18.108	18.108	18.108
TỔNG NGUỒN VỐN	444.631	564.209	595.593	653.448

ĐỊNH GIÁ

Multiple	
P/B trung bình 5 năm	2,4
P/B trung bình ngành	1,4
P/B fw 2025	1,4
P/B mục tiêu	1,7
BVPS fw 2025	56.774
Giá trị cổ phiếu	96.500

RNAV	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NPV
Khu đô thị/ Dân cư			347.801
Khác	BV	100%	68.380
Wonder City - Liên kề	DCF	100%	14.322
Wonder City - Chung cư	DCF	100%	1.743
Golden City - Liên kề	DCF	100%	10.839
Green City - Chung cư	DCF	67%	5.346
Mỹ Lâm - Liên kề	DCF	66%	22.695
Quang Hanh - Liên kề	DCF	99%	8.160
Làng Ván - Liên kề	DCF	100%	14.448
Green Paradise - Liên kề	DCF	100%	75.977
Apollo City - Liên kề	DCF	70%	193.505
Tổng			347.801
(+) Tiền và ĐTTCTH			34.172
(-) Nợ vay			81.292
RNAV			300.681
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			4.107
Giá trị cổ phiếu			73.200

Tổng hợp	Giá trị	Tỷ lệ
RNAV	73.200	50%
Multiple	96.500	50%
VHM	84.900	

VHM

CTCP Vinhomes

DSC

Phương pháp P/B

DSC xác định mức P/B mục tiêu phù hợp cho năm 2025 là 1,7, cao hơn trung bình từ 2022 khoảng 20%, phản ánh quy mô lớn của nhóm dự án mới)

Phương pháp RNAV

DSC ước tính giá trị tài sản hiện tại của DSC với 2 phương pháp (1) DCF, đối với các dự án có tính khả thi cao trong 3 năm tới; (2) BV, đối với các dự án nhỏ hoặc có tính dài hạn hơn 3 năm. Từ đó, mức định giá thu được từ phương pháp RNAV là 73.200 VND/cp.

Khuyến nghị dựa trên định giá và giá hiện tại

Dựa trên 2 phương pháp RNAV và P/B với tỷ trọng 50/50, và triển vọng trong 1 năm tới, DSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu NLG là 84.900 VND/cp

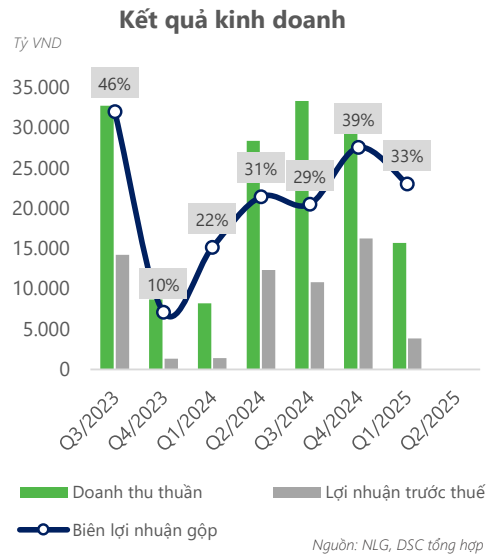
Hiện tại, cổ phiếu VHM đang giao dịch ở mức P/B là 1,5 lần, cao hơn P/B dự phóng 2025 là 1,4 lần, DSC đánh giá, vùng giá này không còn quá rẻ cho tiềm năng của năm 2025.



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

PHỤ LỤC:

Cập nhật kết quả kinh doanh & Điểm nhấn tài chính



VHM

CTCP Vinhomes

DSC

Phụ thuộc vào các dự án cũ

Doanh thu và lợi nhuận Q1/2025 hoàn toàn phụ thuộc vào bàn giao phần còn lại của các dự án cũ nên không có tính đột biến. Cụ thể, doanh thu thuần đạt 15.698 tỷ (91% YoY, -51% QoQ), lợi nhuận trước thuế đạt 3.839 tỷ.

Như vậy, NLG đã hoàn thành lần lượt 9% và 6% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm.

PHỤ LỤC:

Lịch sử khuyến nghị & Mô hình kinh doanh

VHM

CTCP Vinhomes

DSC

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn