

Vinhomes (VHM)

Giữ vững vị thế

14/03/2025

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu Quý 4/2024 đạt 33.1 nghìn tỷ VND (+271%YoY)

Doanh thu Quý 4/2024 của Vinhomes đạt 33.1 nghìn tỷ VND (+271%YoY), LNST của công ty mẹ đạt 11.5 nghìn tỷ VND (+518%YoY) nhờ ghi nhận hai giao dịch bán buôn tại dự án Ocean Park 3. Lũy kế cả năm 2024, doanh thu của Vinhomes (tính cả các giao dịch bán buôn và các dự án BCC), doanh thu đạt 141.8 nghìn tỷ (+17%YoY) và LNST của công ty mẹ đạt 31.5 nghìn tỷ VND (-6%YoY) nhờ đóng góp của các dự án Ocean Park 1-2-3, Golden Avenue và Royal Island.

Doanh số bán hàng năm 2024 của VHM đạt 103.9 nghìn tỷ VND (+19%YoY)

Doanh số bán hàng của Vinhomes trong quý 4/2024 đạt 14.3 nghìn tỷ VND (-53%YoY). Lũy kế cả năm 2024, doanh số bán hàng của VHM đạt 103.9 nghìn tỷ VND (+19%YoY), trong đó đóng góp lớn từ hoạt động bán lẻ tại dự án Royal Island. Doanh số bán và chưa ghi nhận doanh thu đến cuối năm 2024 đạt 94.2 nghìn tỷ VND (-6%YoY).

KBSV dự báo lợi nhuận năm 2025/2026 đạt 31.0/32.6 nghìn tỷ VND (-2%YoY/+5%YoY)

KBSV dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2025/2026 dự báo đạt 85.4/94.3 nghìn tỷ VND (-17%YoY/+10%YoY). LNST của công ty mẹ 2025/2026 đạt 31.0/32.6 nghìn tỷ VND (-2%YoY/+5%YoY).

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 56,200VND/cp

Vinhomes duy trì vị thế hàng đầu nhờ quỹ đất rộng lớn và khả năng triển khai dự án mạnh. Định giá hấp dẫn với P/B 2025fw là 0.86x, dưới đường -1std của trung bình P/B 5 năm của VHM. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHM với giá mục tiêu 56,200VND/cổ phiếu.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	56,200VND
Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (13/03/2025)	47,800VND
Giá mục tiêu đồng thuận	50,300VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	199.6/7.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	26.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	242.8/9.5
Sở hữu nước ngoài (%)	12.3%
Cổ đông lớn	Vingroup (66.66%)

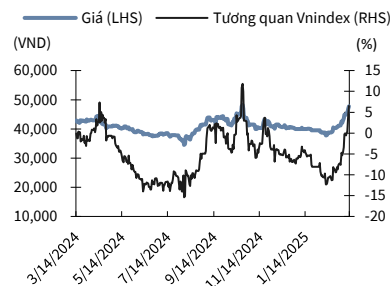
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	23.2	17.6	11.2	11.4
Tương đối	19.3	12.5	5.2	6.5

Dự phóng KQKD & định giá

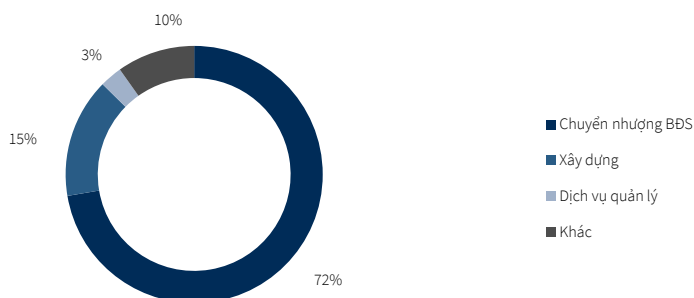
FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	103,557	102,045	95,508	99,616
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	44,045	41,357	42,213	43,046
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	33,371	31,527	31,027	32,560
EPS (VND)	7,664	7,676	7,554	7,927
Tăng trưởng EPS (%)	16	0	-2	5
P/E (x)	5.46	5.93	6.33	6.03
P/B (x)	0.96	0.92	0.86	0.73
ROE (%)	18	14	13	11
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Vinhomes là doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở lớn nhất Việt Nam, tập trung phát triển và kinh doanh các sản phẩm BĐS nhà ở thương mại ở phân khúc trung và cao cấp với thương hiệu Vinhomes. Vinhomes sở hữu quỹ đất lớn nhất trong các Chủ đầu tư BĐS với quỹ đất lên tới 19,600ha, tạo nền tảng cho sự tăng trưởng vững chắc của Vinhomes trong nhiều năm tới

Điểm nhấn đầu tư

Doanh nghiệp BĐS hàng đầu vs quỹ đất lớn. Vinhomes là doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở lớn nhất Việt Nam với nền tảng tài chính mạnh, khả năng triển khai dự án tốt, sở hữu quỹ đất lớn nhất trong các Chủ đầu tư BĐS.

Duy trì kết quả bán hàng tốt, đảm bảo lợi nhuận 2025-2026. KBSV ước tính doanh số bán hàng năm 2025/2026 đạt 85.4/94.3 nghìn tỷ VND (-17%YoY/+10%YoY) từ mở bán các dự án mới Wonder City, Hạ Long Xanh (Apollo City), Phước Vĩnh Tây.

Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	95,508	99,616	5%	-	85,047	98,800	12%	1%
EBIT	32,405	36,385	15%	-	32,107	38,142	1%	-5%
LNST công ty mẹ	31,027	32,560	1%	-	32,142	35,108	-3%	-7%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	58,300 VND	Kịch bản cơ sở: Doanh số bán hàng 2025/26F đạt 85.4/93.3 nghìn tỷ VND Kịch bản tích cực: Doanh số bán hàng 2025/26F đạt 91.3/107.3 nghìn tỷ VND Kịch bản tiêu cực: Doanh số bán hàng 2025/26F đạt 72.8/90.3 nghìn tỷ VND
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	56,200 VND	
Kịch bản tiêu cực	52,400 VND	
Giá hiện tại	47,800 VND	

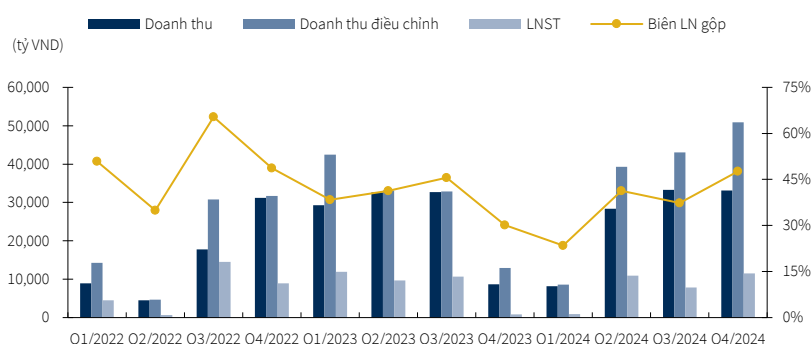
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Quý 4/2024 và 2024

(tỷ VND)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,920	33,136	271%	103,557	102,045	-1%	Nếu tính cả các giao dịch bán buôn và dự án BCC, doanh thu năm 2024 đạt 141.8 nghìn tỷ VND (+17%YoY)
Chuyển nhượng BĐS	3,932	25,727	554%	89,669	73,203	-18%	Doanh thu chuyển nhượng BĐS trong năm 2024 chủ yếu đến từ bàn giao tại (1) Dự án Ocean Park 1-2-3 với doanh thu là 55.5 nghìn tỷ VND và (2) Dự án Golden Avenue với doanh thu là 4.2 nghìn tỷ VND
Lợi nhuận gộp	1,796	11,957	566%	35,707	32,425	-9%	Doanh thu (bao gồm cả các giao dịch bán buôn và các dự án BCC) trong năm 2024 đạt 112.9 nghìn tỷ VND (+5%YoY)
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	20%	36%	16pp	34%	32%	-3pp	
Thu nhập tài chính	4,578	10,500	129%	19,954	26,343	32%	
Lợi nhuận từ dự án BCC	72	8,429	117x	1,226	19,209	16x	Lợi nhuận phần lớn đến từ lợi nhuận được chia từ dự án Royal Island (Hải Phòng) – dự án BCC với Vingroup với giá trị 36.3 nghìn tỷ VND.
Thu nhập tài chính khác	4,506	2,072	-54%	18,728	7,134	-62%	
Chi phí tài chính	1,632	2,961	81%	3,870	8,629	123%	
SG&A	2,998	3,576	19%	7,756	8,784	13%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,754	15,920	808%	44,045	41,357	-6%	
Lợi nhuận trước thuế	2,416	15,853	556%	43,310	40,860	-6%	
Lợi nhuận sau thuế	1,933	14,104	630%	33,533	35,052	5%	
LNST công ty mẹ	1,867	11,537	518%	33,371	31,527	-6%	
<i>Biên LNST</i>	21%	35%	14pp	32%	31%	-1pp	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. KQKD của VHM giai đoạn 2022-2024



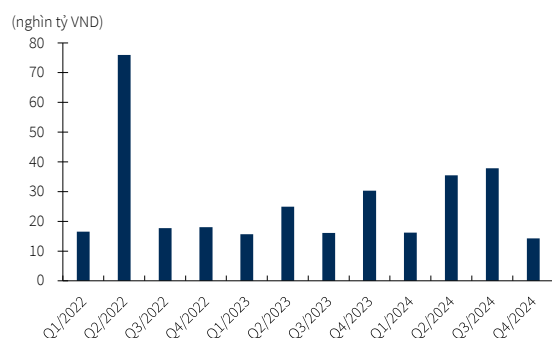
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

* Doanh thu điều chỉnh là doanh thu bao gồm cả các giao dịch bán buôn và dự án BCC

Doanh số bán hàng năm 2024 đạt 103.9 nghìn tỷ VND (+19%YoY), nhờ đóng góp lớn từ hoạt động bán lẻ tại dự án Royal Island

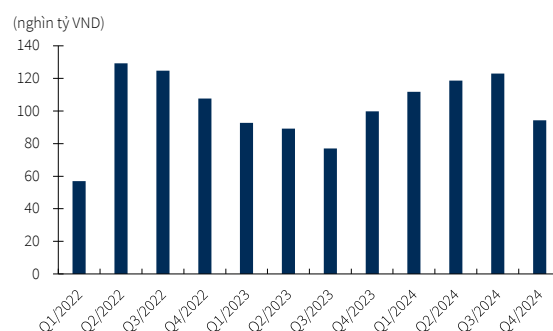
Doanh số bán hàng của Vinhomes trong quý 4/2024 đạt 14.3 nghìn tỷ VND (-53%YoY). Lũy kế cả năm 2024, doanh số bán hàng của VHM đạt 103.9 nghìn tỷ VND (+19%YoY), trong đó dự án Royal Island chiếm 55%, Ocean Park 3 chiếm 19% và Ocean Park 2 chiếm 12%. Doanh số bán và chưa ghi nhận doanh thu đến cuối năm 2024 đạt 94.2 nghìn tỷ VND (-6%YoY), trong đó 33% từ dự án Royal Island, 24% đến từ dự án Ocean Park 2 và 3.

Biểu đồ 3. Doanh số bán hàng theo quý



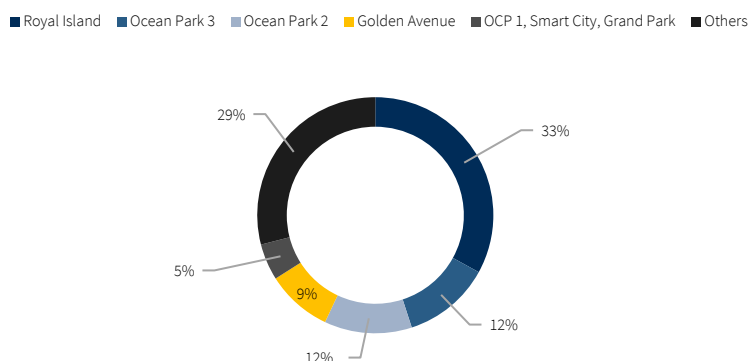
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Doanh số chưa ghi nhận (tại thời điểm cuối quý)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 5. Doanh số chưa ghi nhận cuối Quý 4/2024 theo dự án

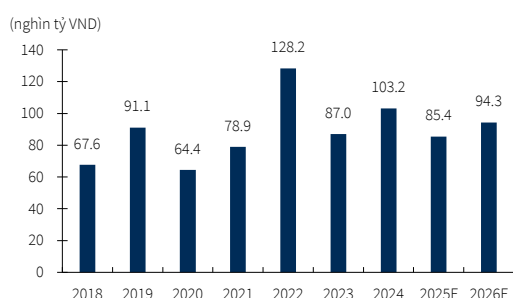


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2025/2026 dự báo đạt 85.4/94.3 nghìn tỷ VND (-17%YoY/+10%YoY)

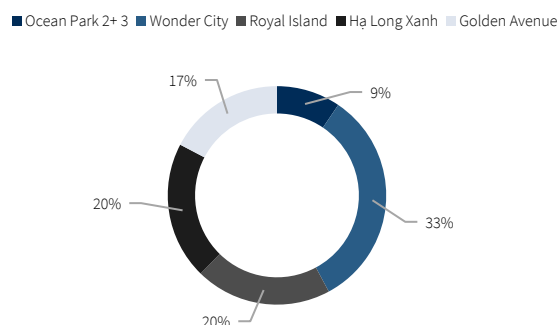
KBSV dự báo doanh số bán hàng năm 2025 đạt 85.4 nghìn tỷ (-17%YoY) đến từ quỹ căn còn lại tại các dự án Ocean Park 2, Royal Island, Golden Avenue và mở bán hai dự án mới Wonder City và Hạ Long Xanh. Cho năm 2026, KBSV dự báo doanh số đạt 94.3 nghìn tỷ VND (+10%YoY) từ các dự án Royal Island, Wonder City, Hạ Long Xanh và Phước Vĩnh Tây.

Biểu đồ 6. Doanh số bán hàng 2018-2026F



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 7. Cơ cấu doanh số 2025F



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 8. Danh mục một số dự án lớn đang/sẽ triển khai của Vinhomes

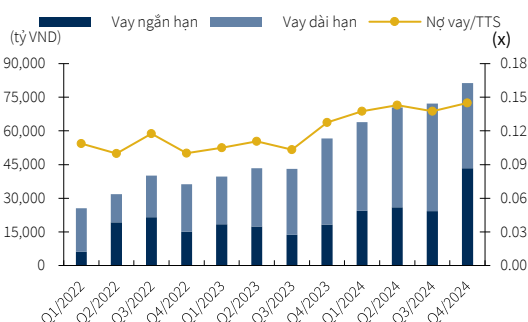
Dự án	Vị trí	Diện tích	Sản phẩm	Tiến độ triển khai (tại cuối Quý 3/2024)
Ocean Park 2	Hưng Yên	459ha	24 tòa Chung cư và 14,400 căn thấp tầng	Phần cao tầng: đã bán buôn toàn bộ Phần thấp tầng: Mở bán vào Quý 2/2022, bắt đầu bàn giao từ Quý 3/2022 *Đã bán ~97%
Ocean Park 3	Hưng Yên	294ha	10 tòa Chung cư và 9,300 căn thấp tầng	Phần cao tầng: đã bán buôn toàn bộ Phần thấp tầng: Mở bán vào Quý 4/2022, bắt đầu bàn giao từ Quý 3/2023 *Đã bán 99%
Vũ Yên	Hải Phòng	877ha	8,350 căn thấp tầng 1,700 căn shophouse	Mở bán vào quý 1/2024 Đã bán 7,600 căn/8,350 căn mở bán
Wonder City (Wonder Park)	Hà Nội	133ha		Dự kiến mở bán năm 2025
Hạ Long Xanh (Apollo City)	Quảng Ninh	5,489ha		Đã có chấp thuận chủ trương đầu tư, giấy phép đầu tư Đã có QH 1/500 và GPMB 99% cho phân khu Hạ Long Dự án được triển khai bởi liên doanh giữa VHM (sở hữu 70%) và VIC (30%)
Phước Vĩnh Tây	Long An	1,090ha		
Dương Kinh	Hải Phòng	241ha		
Đức Hòa Hậu Nghĩa	Long An	197ha		
Tân Mỹ	Long An	931ha		
KĐT Đại học Quốc Tế	Tp. HCM	880ha		
Long Beach Cần Giở (Green Paradise)	Tp. HCM	2,870ha		
Leman Golf	Tp. HCM	200ha		

Nguồn: Báo cáo công ty, *KBSV ước tính

Tại thời điểm cuối Quý 4/2024, nợ vay của Vinhomes là 81.3 nghìn tỷ VND (tăng 43% so với đầu năm), trong đó bao gồm 22.4 nghìn tỷ VND trái phiếu mới phát hành trong năm 2024 (đáo hạn năm 2026-2027). Nợ vay ngắn hạn là 43.3 nghìn tỷ VND (tăng 37% so với đầu năm), chiếm 53% nợ vay. Tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản là 0.14x, vẫn ở ngưỡng an toàn so với mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành là 0.2x.

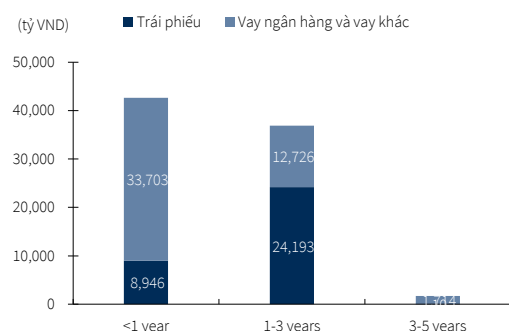
Vinhomes hiện đang tiến hành kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế bằng đồng USD với tổng mệnh giá tối đa là 500 triệu USD, kỳ hạn tối đa 5 năm, không chuyển đổi, không kèm theo chứng quyền, không có bảo đảm. KBSV cho rằng áp lực trả các khoản nợ vay đến hạn của VHM là không lớn nhờ (1) Dòng tiền từ bán hàng (bao gồm cả bán buôn và bán lẻ) và (2) Khả năng huy động vốn mới.

Biểu đồ 9. Nợ vay của VHM giai đoạn 2021-2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 10. Cơ cấu nợ đáo hạn



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 11. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	102,045	95,508	-6%	99,616	4%	
Chuyển nhượng BĐS	89,669	66,855	-25%	69,731	4%	Doanh thu chuyển nhượng BĐS năm 2025 chủ yếu đến từ bàn giao tại dự án Ocean Park 2-3, Wonder City và Golden Avenue
Lợi nhuận gộp	32,425	39,941	23%	44,183	11%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>32%</i>	<i>42%</i>	<i>10pp</i>	<i>44%</i>	<i>3pp</i>	
Thu nhập tài chính	26,343	18,884	-28%	15,215	-19%	Thu nhập tài chính bao gồm lợi nhuận từ dự án BCC với Vingroup - Royal Island (Hải Phòng)
Chi phí tài chính	8,629	9,076	5%	8,554	-6%	
SG&A	8,784	7,536	-14%	7,797	3%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	41,357	42,213	2%	43,046	2%	
Lợi nhuận trước thuế	40,860	41,257	1%	42,130	2%	
Lợi nhuận sau thuế	35,052	32,074	-8%	33,652	5%	
LNST công ty mẹ	31,527	31,027	-2%	32,560	5%	
<i>Biên LNST</i>	<i>31%</i>	<i>32%</i>	<i>2pp</i>	<i>33%</i>	<i>0pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
56,200VND/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực triển vọng tăng trưởng trong trung và dài hạn của cổ phiếu VHM do đây là doanh nghiệp phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với quỹ đất lớn và năng lực triển khai dự án mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý đến rủi ro liên quan đến tiến độ triển khai và hấp thụ của các dự án lớn.

Định giá hấp dẫn với P/B 2025fw là
0.86x

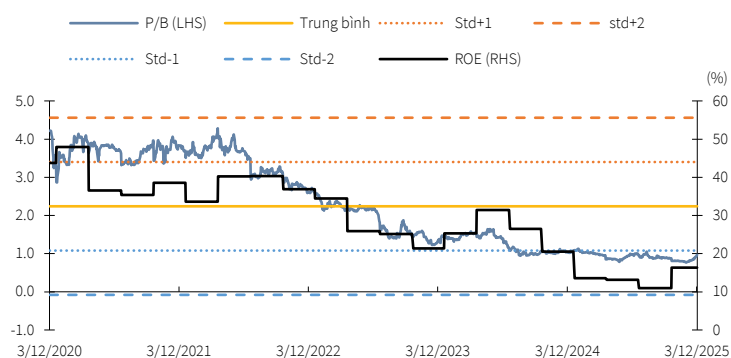
Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho cổ phiếu VHM là 56,200 VND/cổ phiếu, cao hơn 18% so với giá đóng cửa ngày 13/03/2025. Giá cổ phiếu VHM hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 0.86x, thấp hơn -1std PB trung bình 5 năm. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHM với giá mục tiêu 56,200VND/cổ phiếu.

Bảng 12. Định giá RNAV

Dự án	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Các dự án đang triển khai	DCF	68,855
Các dự án chưa triển khai	DCF	193,087
Khác	DCF	20,976
Tổng NAV dự án		282,918
+ Tiền		28,991
- Nợ vay		81,292
RNAV		230,616
SLCPLH (triệu cổ phiếu)		4,107
Giá cổ phiếu (VND)		56,200

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 13. Tương quan P/B và ROE của VHM



Nguồn: KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.