

Vài nét về doanh nghiệp

HDC là một nhà phát triển bất động sản có uy tín tại TP. Vũng Tàu, làm nên tên tuổi thông qua các dự án Fusion Site, Khu biệt thự đồi Ngọc Tước, Hodeco Plaza,... Trong các năm tới, HDC tập trung phát triển các dự án KĐT tích hợp quy mô lớn tại khu vực Bắc Vũng Tàu và dần mở rộng địa bàn kinh doanh đến các tỉnh thành khác.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (VND)

32.037

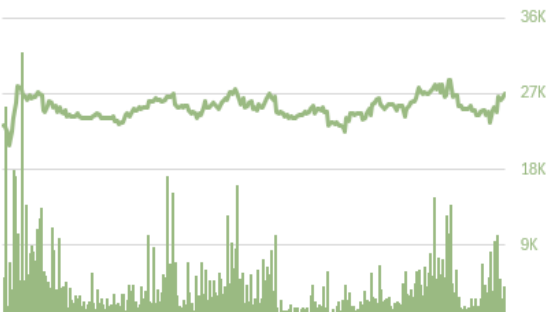
Upside

36.62%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (11/04/2025)	23.450
Biến động 1 năm	20.950 – 28.523
KLGD bình quân 52T (cp)	2.011.169
Vốn hóa (Tỷ đồng)	4.102
P/E	63.91x
P/B	1.85x

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

thtlinh@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

KHỞI ĐỘNG LẠI HOẠT ĐỘNG BÁN HÀNG

ĐÁNH GIÁ: MUA

Từ năm 2025, KQKD và hoạt động triển khai dự án của HDC dự báo sẽ có sự cải thiện đáng kể khi doanh nghiệp tiến hành mở bán mới tại dự án The Light City, đẩy nhanh hoàn thiện mặt bằng và điều kiện pháp lý cho các dự án gối đầu. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khu vực Bắc Vũng Tàu (địa bàn kinh doanh chính của HDC) sẽ hưởng lợi lớn từ tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và việc phát triển trung tâm hành chính mới của thành phố trong vài năm tới.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao sự cải thiện về sức khỏe tài chính và vị thế thanh khoản của HDC cho chu kỳ đầu tư mới. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HDC với mức định giá hợp lý là **32.037 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dự án The Light City dự kiến mở bán đợt mới

Doanh số bán hàng và KQKD từ dự án The Light City dự báo sẽ tăng trưởng đáng kể từ năm 2025 khi: (1) Xu hướng hồi phục của thị trường BĐS bắt đầu lan sang các tỉnh thành vùng ven, (2) HDC đã được cấp phép mở bán đợt 2. Hiệu quả lợi nhuận tại dự án dự báo khá tích cực do doanh nghiệp đã hoàn thành nộp TSDĐ và triển khai mặt bằng trên phần lớn diện tích.

Khu đô thị Phước Thắng kì vọng hoàn thiện pháp lý trong năm 2025.

Tại năm 2024, HDC đã được UBND tỉnh chấp thuận cho phép thực hiện dự án thông qua hình thức nhận chuyển nhượng đất. VCBS đánh giá đây là cơ sở quan trọng để HDC đẩy mạnh các bước pháp lý tiếp theo và có thể bắt đầu triển khai hạ tầng từ năm 2025.

Cải thiện vị thế tài chính cho chu kỳ đầu tư mới

VCBS đánh giá vị thế tài chính và thanh khoản của HDC được cải thiện tích cực nhờ: (1) Thành công trong đợt chào bán cổ phiếu, (2) Dự án trọng điểm The Light City đem về dòng tiền dồi dào, (3) Ghi nhận chuyển nhượng các dự án quy mô nhỏ thúc đẩy Lợi nhuận.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	666	546	1.202	1.661
+/- yoy (%)	-48,90%	-29%	+116,8%	+38,18%
LN thuần (tỷ đồng)	132	65	185	331
+/- yoy (%)	-68,61%	-51%	+180,4%	+78,4%
TS LN gộp (%)	44,68%	40,3%	39%	37%
TS LN ròng (%)	19,77%	11,9%	15,5%	19,99%
EPS - TTM (VND)	1.079	434	989	1.768

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

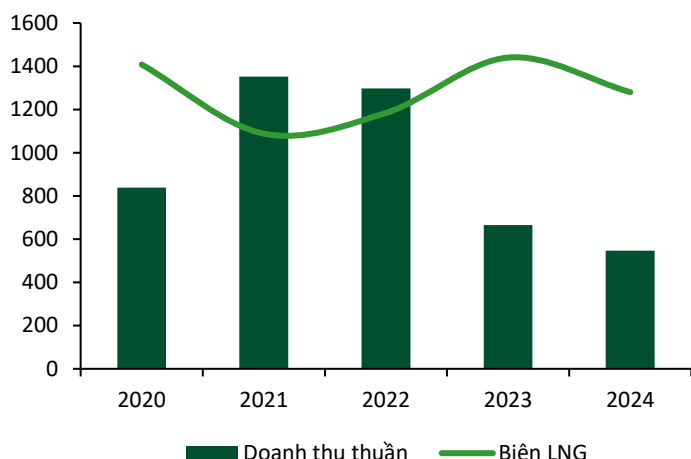
KQKD 2024:

Doanh thu 2024 đạt 546 tỷ đồng (-18% yoy), trong đó doanh thu bán BĐS đóng góp 314 tỷ đồng (-29%), tập chung chủ yếu ở các dự án The Light City giai đoạn 1 và Ngọc Tước 2, trong đó dự án The Light City (P.12, TP.Vũng Tàu) đã cơ bản hoàn thành bàn giao các sản phẩm thuộc phân khu đã mở bán trong giai đoạn 2021 - 2022.

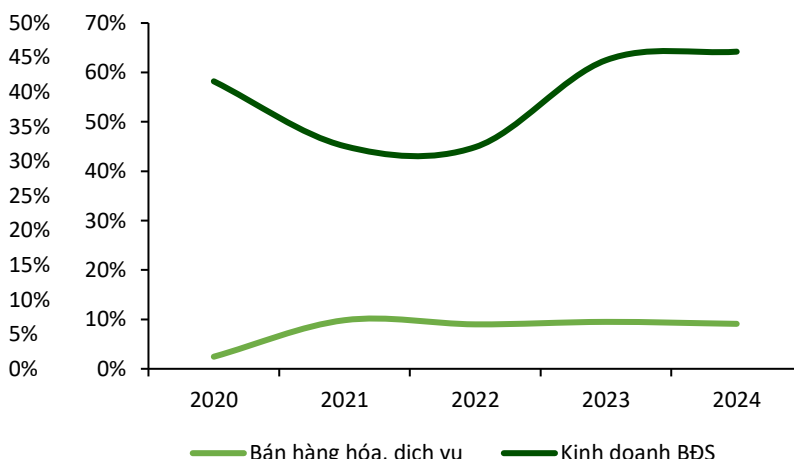
LN thuần đạt 66 tỷ đồng, giảm 51% so với cùng kì do phát sinh khoản chi phí phạt gần 40 tỷ khiến cho lợi nhuận ròng giảm mạnh.

KQKD dự kiến Q1.2025: VCBS dự phóng doanh thu Quý 1.2025 của HDC đạt 233 tỷ đồng (+174% YoY), LNST đạt 72,69 tỷ đồng (+127% YoY)

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của HDC (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Biên LNG các mảng kinh doanh của HDC (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HDC, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dự án The Light City dự kiến mở bán đợt mới

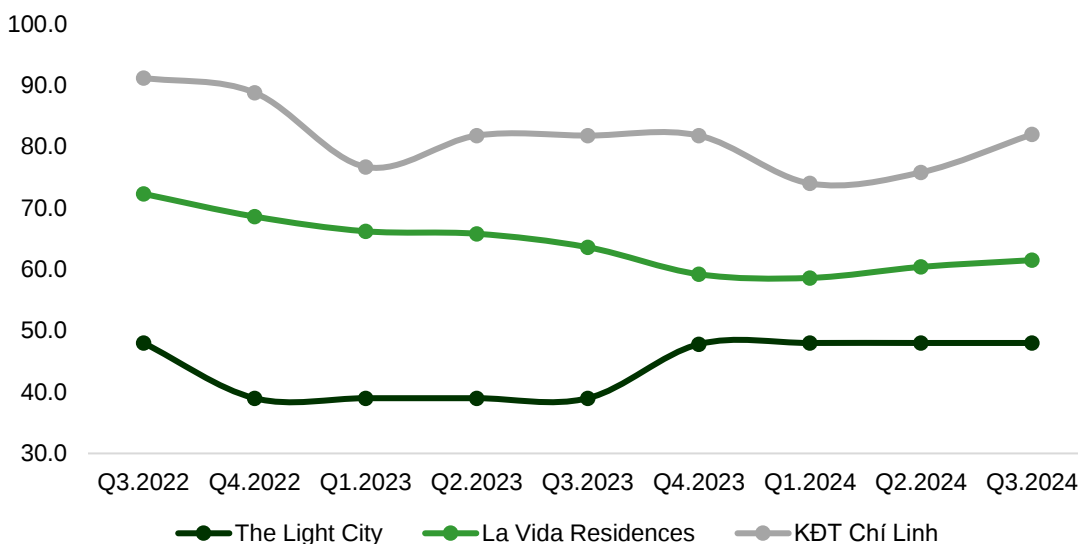
Dự án The Light City giai đoạn 1 (P.12, TP. Vũng Tàu) được HDC đưa vào kinh doanh từ năm 2021 và đã thu được thành công lớn trong đợt mở bán với gần 2.000 tỷ đồng doanh số. Tính đến hiện tại, HDC đã tiến hành bàn giao phần lớn các sản phẩm thuộc 4 phân khu liền kề (LK 4,5,7,9) thuộc đợt mở bán đầu tiên. Trong giai đoạn 2023 - 2024, hoạt động bán hàng mới tại dự án gần như dừng lại khi thị trường BĐS trong trạng thái trầm lắng, đặc biệt đối với phân khúc sản phẩm thấp tầng tại các tỉnh.

Tuy vậy, VCBS đánh giá doanh số bán hàng và KQKD từ dự án The Light City dự báo sẽ tăng trưởng đáng kể từ năm 2025 xét đến:

- Xu hướng hồi phục của thị trường BĐS bắt đầu lan sang các tỉnh thành ven trung tâm kinh tế lớn và có mật độ thu nhập người dân cao như TP. Vũng Tàu.
- Tiến độ hoàn thiện các dự án hạ tầng quan trọng, trong đó có cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu với đoạn qua Vũng Tàu đã hoàn thiện và dự kiến thông xe tháng 5/2025, đoạn còn lại ở Đồng Nai cũng đang được thúc đẩy hoàn tất dự kiến cuối năm 2025.

- Trong năm 2023, HDC đã được cấp phép bán nhà hình thành trong tương lai đợt 2 với tổng 199 căn LK và BT, qua đó tạo điều kiện cho doanh nghiệp bắt đầu mở bán mới ngay từ cuối năm 2024 – đầu năm 2025.

Hình 3: Mặt bằng giá bán một số dự án thấp tầng lân cận The Light City (đv: triệu đồng/ m2)

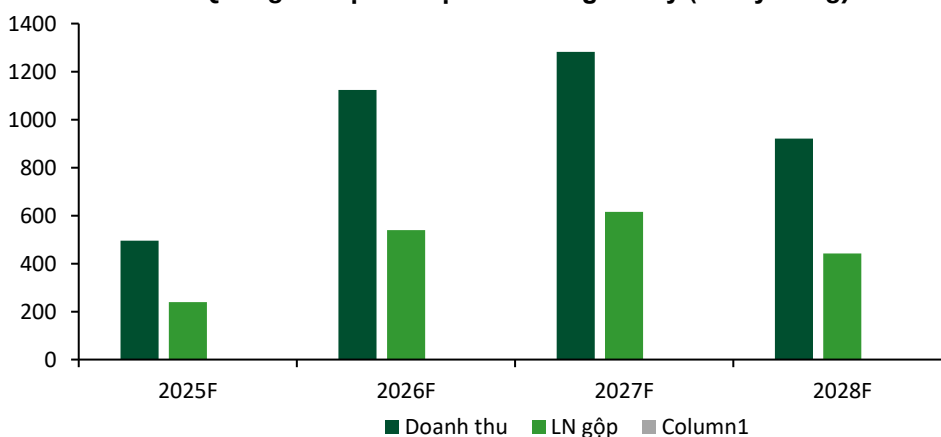


Nguồn: VCBS tổng hợp

Với quy mô 27,2 ha (bao gồm 703 căn LK, BT), The Light City giai đoạn 2 kì vọng sẽ tiếp tục đóng góp hơn 5.000 tỷ đồng doanh thu cho HDC trong vài năm tới. Hiệu quả lợi nhuận tại dự án dự báo sẽ khá tích cực nhờ:

- HDC đã thực hiện nộp tiền sử dụng đất (TSDD) đối với phần lớn diện tích thương phẩm và cơ bản hoàn thành thi công hạ tầng dự án. Do đó, dự án sở hữu lợi thế tốt về giá thành xét đến: (1) Mật bằng TSDD cho các dự án mới đã bị đẩy cao đáng kể trong thời gian qua, (2) Nguyên tắc xây dựng bằng giá đất sát thị trường có thể làm gia tăng chi phí GPMB cho các dự án mới trong các năm tới.
- Dự án sở hữu giá bán khá tốt (khoảng 40 – 50 triệu đồng/ m2 riêng tiền đất) và có thể tiếp tục được đẩy cao trong các đợt mở bán tiếp theo nhờ động lực từ tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (dự kiến hoàn thành cuối năm 2025).

Hình 4: KQKD ghi nhận từ dự án The Light City (đv: tỷ đồng)



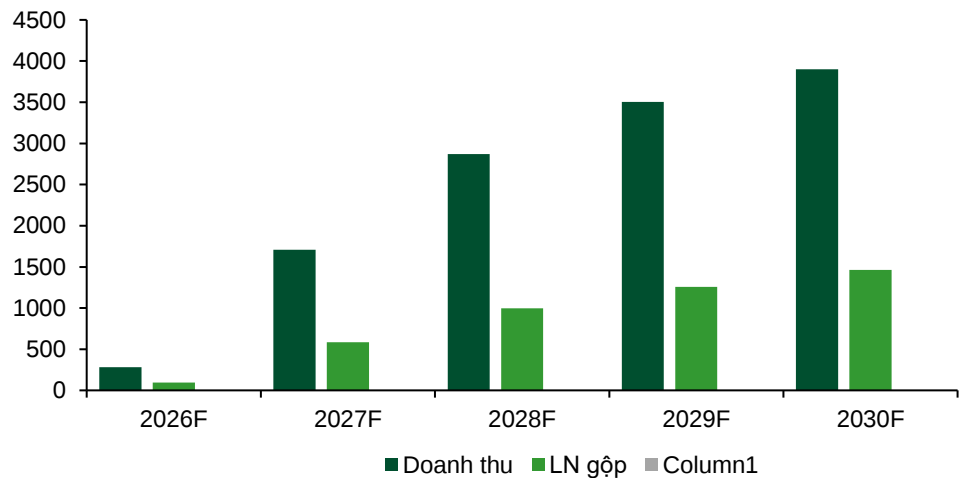
Nguồn: HDC, VCBS

Dự án KĐT Phước Thắng kì vọng hoàn thiện pháp lý trong năm 2025

Sau dự án The Light City, dự án KĐT Phước Thắng (Phường 12, TP. Vũng Tàu) là dự án trọng điểm tiếp theo của HDC tại phía Bắc Vũng Tàu – khu vực đang được phát triển thành trung tâm đô thị mới của thành phố và sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ các lợi thế:

- TP. Vũng Tàu chủ trương phát triển trung tâm hành chính mới và di dời trụ sở các cơ quan đến khu vực Bắc Vũng Tàu. Trong đó, dự án tòa nhà trung tâm hành chính đã được UBND TP. Vũng Tàu phê duyệt thiết kế kiến trúc và có thể bắt đầu triển khai trong năm 2025 - 2026.
- Sở hữu quy hoạch hạ tầng tốt và sở hữu quỹ đất để phát triển các dự án KĐT tích hợp và công trình điểm nhấn mới của thành phố.
- Vị trí thuận lợi để thu hút nhu cầu của các chuyên gia, người lao động trình độ cao tại khu vực Cái Mép, Phú Mỹ - trung tâm công nghiệp và logistics mới tại khu vực Đông Nam Bộ, nhưng về cơ bản chưa sở hữu nhiều hạ tầng & tiện ích đô thị.

Hình 5: KQKD ghi nhận từ dự án KĐT Phước Thắng (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HDC, VCBS

Tại đầu năm 2024, HDC đã được UBND tỉnh chấp thuận cho phép thực hiện dự án thông qua hình thức nhận chuyển nhượng đất. VCBS đánh giá đây là cơ sở quan trọng để HDC đẩy mạnh các bước pháp lý tiếp theo và có thể bắt đầu triển khai hạ tầng từ năm 2025 xét đến:

- Doanh nghiệp đã hoàn thành đền bù trên phần lớn diện tích dự án. Ngoài ra, phần diện tích tái định cư (vướng mắc trong nhiều năm của dự án) cũng đã được địa phương thống nhất tách thành dự án độc lập và thực hiện điều chỉnh quy hoạch 1/500.
- Phân khu cụm tiểu thủ công nghiệp Phước Thắng hiện đã cơ bản hoàn thành hạ tầng kỹ thuật và đường giao thông nối vào dự án, qua đó tạo điều kiện cho việc bắt đầu triển khai phân khu đô thị trong quần thể.

Với quy mô 75 ha (trong đó có khoảng 38 ha đất ở), VCBS dự báo dự án sẽ đóng góp hơn 10.000 tỷ đồng doanh thu cho HDC sau khi đưa vào kinh doanh.

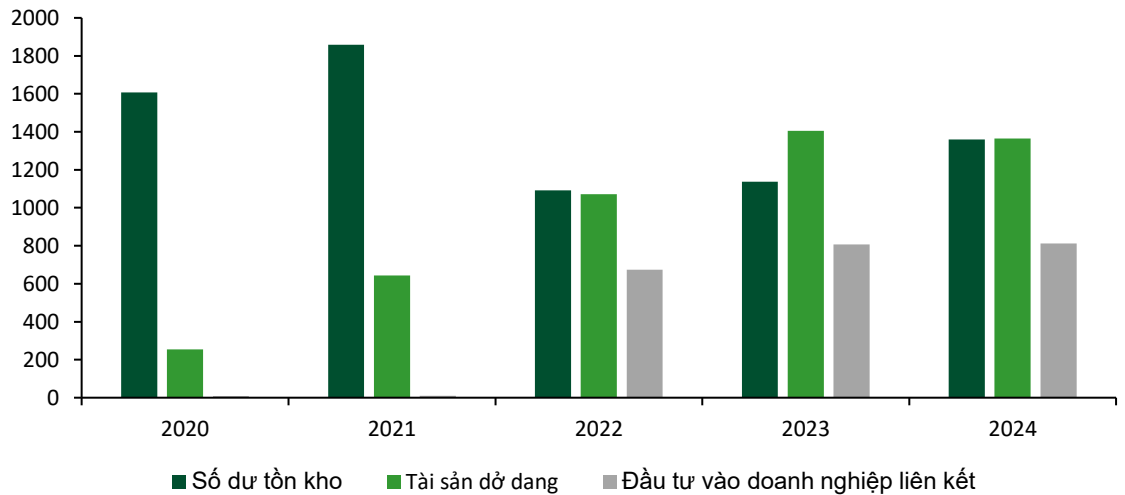
Cải thiện vị thế tài chính cho chu kì đầu tư mới

Với tham vọng trở thành một chủ đầu tư lớn tại khu vực phía Nam, trong vài năm qua HDC đã rất tích cực trong việc phát triển quỹ đất mới thông qua nhận chuyển nhượng dự án và mua lại cổ phần doanh nghiệp, bao gồm cả các quỹ đất nằm ngoài Vũng Tàu (địa bàn kinh doanh truyền thống).

Tuy vậy, việc mở rộng quá nhanh danh mục dự án cũng như dư nợ vay tài chính đã đặt ra áp lực đáng kể đến trạng thái thanh khoản của HDC, đặc biệt khi:

- Dự án The Light City (nguồn tạo dòng tiền chủ đạo) không thực hiện mở bán mới từ năm 2022 do sự trầm lắng của thị trường.
- Phần lớn các dự án mới được tích lũy (Khu nhà ở Long Điền, Khu nhà ở Cỏ Mây, Khu nghỉ dưỡng Ý Ngọc Bình Thuận) đang ở các bước đầu của quy trình pháp lý, do đó chưa đủ điều kiện bán hàng hoặc sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay tín dụng.

Hình 6: Số dư tồn kho, tài sản dở dang, đầu tư vào doanh nghiệp liên kết & Tỷ lệ sử dụng nợ vay của HDC (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HDC, VCBS

Để cải thiện vấn đề này, HDC đã chuyển nhượng dự án Thống Nhất (giá trị chuyển nhượng 180 tỷ đồng, biên lợi nhuận 57%) và bán cổ phần dự án Đại Dương (giá trị 506 tỷ đồng, biên lợi nhuận 65%). VCBS dự phóng HDC sẽ ghi nhận lợi nhuận từ hai khoản chuyển nhượng này vào giai đoạn 2025-2026.

Đối với giai đoạn 2025 – 2026, VCBS đánh giá vị thế tài chính và thanh khoản của HDC sẽ có sự cải thiện tích cực xét đến:

- Thành công trong đợt phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (Q2.2024).
- Dự án trọng điểm The Light City đã qua giai đoạn thâm hụt dòng tiền lớn nhất (GPMB, nộp TSDD và triển khai hạ tầng), trong khi hoạt động xây thô các sản phẩm có thể được tài trợ bởi tiền thanh toán theo tiến độ của khách hàng. Do đó, dòng tiền từ dự án kỳ vọng tương đối dồi dào trong các năm tới khi doanh nghiệp đưa vào kinh doanh các phân khu tiếp theo.
- Rút kinh nghiệm từ giai đoạn căng thẳng thanh khoản 2022 – 2023, HDC hiện chủ trương tập trung đầu tư các dự án có triển vọng hoàn thiện pháp lý và có thể đưa vào kinh doanh trong tương lai gần, đồng thời xem xét chuyển nhượng bớt một số dự án không trọng điểm.

VCBS đánh giá việc tái cấu trúc tài chính, danh mục dự án và cải thiện trạng thái tài chính sẽ giúp HDC có vị thế vững vàng hơn trong chu kỳ đầu tư mới, qua đó từng bước mở rộng dần quy mô dự án phát triển và năng lực đầu tư của doanh nghiệp.

Bảng 1: Một số dự án trọng điểm của HDC trong chu kỳ đầu tư 2024 - 2030

Dự án	Địa điểm	Diện tích (m2)	Tiến độ
The Light City	P.12, TP.Vũng Tàu	490.000	Đang kinh doanh giai đoạn 1 (27 ha)
KĐT Phước Thắng	P.12, TP.Vũng Tàu	753.600	Được chấp thuận thực hiện dự án thông qua nhận chuyển nhượng đất. Đã cơ bản hoàn thành GPMB.
KDL giải trí Đại Dương (Antares)	P.11, TP.Vũng Tàu	86.000	Đã được cấp phép xây dựng.
Khu nhà ở Cỏ May	P.12, TP.Vũng Tàu	360.000	Đã GPMB được 18 ha. Đang lập thủ tục đầu tư và quy hoạch 1/500
Khu nhà ở H.Long Điền	H.Long Điền, Bà Rịa – Vũng Tàu	346.000	Đã GPMB 15,7 ha. Đang thực hiện quy hoạch 1/500
KĐT Sinh thái Vũng Tàu Wonderland	P.12, TP.Vũng Tàu	2.340.000	Đang tích lũy quỹ đất

Nguồn: HDC, VCBS

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2025 của HDC đạt **1.202 tỷ đồng (+116,8% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **185 tỷ đồng (+180,4% yoy)**, tương ứng với EPS là **989 VND/ cổ phiếu**. Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của HDC đạt **1.661 tỷ đồng (+38,18% YoY)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **331 tỷ đồng (+78,4% YoY)**, tương ứng với EPS là **1.768 VND/cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu HDC dựa trên một số phương pháp:

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của HDC và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **32.254 VND/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
Các dự án BĐS	6.139
TSCĐ & BĐS đầu tư	360
Đầu tư vào công ty liên kết	825
(Nợ vay ròng)	(1.598)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(22)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	5.741
Số cổ phiếu (triệu)	178
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	32.254

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **31.820 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
2024	1,85
2023	2,34
2022	1,70
2021	5,62
2020	2,19
2019	1,50
2018	0,90
2017	1,06
Trung vị	1,775
BVPS TB 2025 – 2026 (VND)	17.927
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	31.820

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu HDC là **32.075 VND/ cổ phiếu**.

	Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)
Phương pháp định giá RNAV	32.254
Phương pháp định giá tương đối	31.820
Kết hợp 2 phương pháp	32.037

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Từ năm 2025, KQKD và hoạt động triển khai dự án của HDC dự báo sẽ có sự cải thiện đáng kể khi doanh nghiệp tiến hành mở bán mới tại dự án The Light City, đẩy nhanh hoàn thiện mặt bằng và điều kiện pháp lý cho các dự án gối đầu. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khu vực Bắc Vũng Tàu (địa bàn kinh doanh chính của HDC) sẽ hưởng lợi lớn từ tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và việc phát triển trung tâm hành chính mới của thành phố trong vài năm tới.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao sự cải thiện về sức khỏe tài chính và vị thế thanh khoản của HDC cho chu kỳ đầu tư mới. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HDC với mức định giá hợp lý là **32.037 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

Chuyên viên Phân tích

thtlinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>