

## Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ48,200 (từ VNĐ44,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.4%

| Giá cổ phiếu (đồng) (27/2/2025) | 41,050           |
|---------------------------------|------------------|
| Mã Bloomberg                    | VHM VN           |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)        | 34,500-48,250    |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)        | 40,688           |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)       | 168,609          |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)     | 6,604            |
| 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



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | 3.92   | (2.03) | (7.13)  |
| So với chỉ số    | 1.94   | (6.52) | (15.0)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch. lệch |
|---------------|-------|------------|------------|
| 2025F         | 7,450 | 7,955      | (6.3)      |
| 2026F         | 7,639 | 8,456      | (9.7)      |
| 2027F         | 8,094 | 10,613     | (23.7)     |

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

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản  
trung.ph@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

## Kế hoạch mở bán đầy tham vọng; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VHM nhưng tăng 8% giá mục tiêu lên 48.200đ, đa phần nhờ dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận tăng. Hoạt động mở bán 3-4 dự án dự kiến diễn ra trong năm 2025 có thể sẽ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận.
- Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng tăng 12,7% dự báo cho năm 2026 lên 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%) nhờ doanh thu của dự án Vinhomes Wonder City và Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 6,0%. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 1,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu khá lớn 57% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%.

## Sự kiện: Cập nhật các dự án đang triển khai

Tại buổi họp với BLĐ VHM do HSC tổ chức, đại diện Công ty khẳng định có 100% lợi ích kinh tế tại dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội) và dự án Vinhomes Làng Vân (1.000 ha, Đà Nẵng), và có kế hoạch mở bán các dự án này trong năm 2025. VHM cũng có kế hoạch mở bán dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (220 ha, Hải Phòng), Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa (195 ha, Long An) và Vinhomes Phước Vĩnh Tây (1.089 ha, Long An) trong năm 2026. Các kế hoạch mở bán đầy tham vọng này cao hơn dự báo trước đó của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa sẽ có đóng góp đáng kể vào doanh số bán nhà trong năm nay, trong khi dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân dự kiến sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà từ năm 2026, dựa trên những ghi nhận của chúng tôi về tiến độ giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng.

## Tác động: Tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 30,6 nghìn tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ). Kết quả này có được là nhờ 94,2 nghìn tỷ đồng doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu vào cuối Q4/2024. Trong khi đó, chúng tôi tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%), đa phần nhờ doanh số bán nhà năm 2025 tăng. Dự báo lợi nhuận thuần được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy mức tăng trưởng 6,0%, nhờ dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây và Vinhomes Làng Vân. Dự báo EPS mới – thấp hơn 6-24% so với bình quân dự báo thị trường cho giai đoạn 2025-2027 – cho thấy EPS tăng trưởng với CAGR 3 năm là 1,8%.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu khá lớn 57% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%. HSC tăng 8,0% ước tính RNAV đối với VHM lên 96.400đ sau khi bổ sung thêm các dự án mới và tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận. Để xác định giá mục tiêu ở mức 48.200đ (điều chỉnh tăng 8,0%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% so với ước tính RNAV – sát với mức chiết khấu so với RNAV bình quân của VHM trong 3 năm qua. Chúng tôi tin rằng VHM sẽ hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa đang diễn ra cũng như sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam. Các yếu tố trên khiến nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng tăng trong trung và dài hạn. Việc mở bán dự án mới trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F   | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|----------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 42,052 | 44,232 | 34,532 | 35,953   | 41,276 |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 33,371 | 31,527 | 30,601 | 31,376 ▲ | 33,243 |
| EPS ĐC (đồng)             | 8,127  | 7,676  | 7,450  | 7,639 ▲  | 8,094  |
| DPS (đồng)                | 0      | 0      | 0      | 0        | 0      |
| BVPS (đồng)               | 41,177 | 49,199 | 56,649 | 64,288   | 72,382 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.26   | 4.99   | 7.05   | 6.62     | 5.75   |
| P/E ĐC (lần)              | 5.05   | 5.35   | 5.51   | 5.37     | 5.07   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 0      | 0      | 0        | 0      |
| P/B (lần)                 | 1.00   | 0.83   | 0.72   | 0.64     | 0.57   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 15.6   | (5.55) | (2.95) | 2.54     | 5.95   |
| ROAE (%)                  | 20.6   | 16.5   | 14.1   | 12.6     | 11.8   |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Tăng mạnh dự báo doanh số bán nhà năm 2025-2026

HSC tăng 65% và 12% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 và 2026 sau khi bổ sung dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Làng Vân và tiến triển nhanh tại dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây. Chúng tôi đã phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 30,6 nghìn tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ), được hỗ trợ bởi khoản doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu 94,2 nghìn tỷ đồng, trong khi tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 31,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 2,5%. Cùng với dự báo lợi nhuận thuần được đưa ra lần đầu cho năm 2027 (tăng trưởng 6,0%), chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 1,8%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VHM, với tiềm năng tăng giá là 17,4% tại giá mục tiêu mới. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 57% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 52%.

### Cập nhật các dự án đang triển khai

Trong năm 2024, doanh số bán nhà của VHM sát với dự báo của chúng tôi ở mức 104 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 19,4% và chủ yếu đến từ dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng), Vinhomes Ocean Park 2 và 3 (Hưng Yên). Trong khi đó, doanh thu hợp nhất mảng kinh doanh BĐS của VHM đạt 74,6 nghìn tỷ đồng, giảm 17,1% so với cùng kỳ, được đóng góp từ các dự án OCP, OCP 2, OCP 3 và Golden Avenue. Nếu bao gồm dự án Vinhomes Royal Island, dự án VHM sở hữu 95% lợi ích kinh tế nhưng được phát triển dưới dạng hợp đồng hợp tác kinh doanh với công ty mẹ Vingroup (VIC; Năm giữ; giá mục tiêu 42.600đ; sở hữu 69,9% cổ phần tại VHM), và chỉ ghi nhận doanh thu HĐ tài chính từ lợi nhuận chia sẻ, doanh thu kinh doanh BĐS đạt 113,5 nghìn tỷ đồng, không đổi so với năm 2023.

Tại thời điểm cuối năm 2024, doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu đạt 94,2 nghìn tỷ đồng, thấp hơn so với mức 99,7 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2023, được đóng góp từ các dự án Vinhomes Royal Island, OCP 2, OCP 3, Golden Avenue, OCP và các dự án khác mà chúng tôi dự báo VHM sẽ tiến hành bàn giao trong năm 2025.

Bảng 1: Các dự án trọng điểm của Vinhomes

| stt | Dự án                  | Dự án (ha) | Sản phẩm                | Vị trí      | Lợi ích của VHM          | Tiến độ                    |
|-----|------------------------|------------|-------------------------|-------------|--------------------------|----------------------------|
| 1   | Vinhomes Royal Island  | 877        | Thấp tầng               | Hải Phòng   | 95.0%                    | Đang bán và bàn giao       |
| 2   | Vinhomes OCP2          | 458        | Thấp tầng, cao tầng     | Hưng Yên    | 100.0%                   | Đang bán và bàn giao       |
| 3   | Vinhomes OCP3          | 294        | Thấp tầng, cao tầng     | Hưng Yên    | 100.0%                   | Đang bán và bàn giao       |
| 4   | Vinhomes Grand Park    | 216        | Thấp tầng, cao tầng     | TP.HCM      | 67.0%                    | Đang bán và bàn giao       |
| 5   | Vinhomes Ocean Park    | 420        | Thấp tầng, cao tầng     | Hà Nội      | 99.0%                    | Đang bán và bàn giao       |
| 6   | Vinhomes smart city    | 208        | Thấp tầng, cao tầng     | Hà Nội      | 66.5%                    | Đang bán và bàn giao       |
| 7   | Vinhomes Golden Avenue | 116        | Thấp tầng, cao tầng     | Quảng Ninh  | 100.0%                   | Đang bán và bàn giao       |
| 8   | Hậu Nghĩa Đức Hòa      | 197        | Thấp tầng, cao tầng     | Long An     | 76.9%                    | Triển khai năm 2025-2026   |
| 9   | Dương Kinh Kiến Thụy   | 241        | Thấp tầng, cao tầng     | Hải Phòng   | 100.0%                   | Triển khai năm 2025-2026   |
| 10  | Phước Vĩnh Tây         | 1,089      | Thấp tầng, cao tầng     | Long An     | 79.0%                    | Triển khai năm 2025-2026   |
| 11  | Vinhomes Wonder City   | 133        | Thấp tầng, cao tầng     | Hà Nội      | 100.0%                   | Triển khai năm 2025-2026   |
| 12  | Làng Vân               | 1,000      | Thấp tầng, cao tầng     | Hà Nội      | 100.0%                   | Triển khai năm 2025-2026   |
| 14  | Le man Golf            | 200        | Thấp tầng, thurowng mại | TP.HCM      | 100.0%                   | Triển khai năm 2025-2026   |
| 13  | Vinhomes Green Ha Long | 5,540      | Thấp tầng, cao tầng     | Quảng Ninh  | 79.0%                    | Chưa triển khai            |
| 15  | Vinhomes Long Beach    | 2,870      | Thấp tầng, cao tầng     | TP.HCM      | 100.0%                   | Chưa triển khai            |
| 16  | Vinhomes IUT           | 864        | Thấp tầng, cao tầng     | TP.HCM      | 99.9%                    | Chưa triển khai            |
| 17  | Ven Vinh Cam Ranh      | 1,302      | Thấp tầng, cao tầng     | Khánh Hòa   | 89.5%                    | Chưa triển khai            |
| 18  | Quang Hanh QN          | 167        | Thấp tầng, cao tầng     | Quảng Ninh  | 99.0%                    | Dự án BCC, chưa triển khai |
| 19  | Mỹ Lâm Tuyên Quang     | 455        | Thấp tầng               | Tuyên Quang | 76.2%                    | Chưa triển khai            |
| 20  | Tân Liễu               | 66         | Thấp tầng               | Bắc Giang   | 99.0%                    | Chưa triển khai            |
| 21  | Tân Mỹ Long An         | 931        | Thấp tầng, cao tầng     | Long An     | 83.3%                    | Chưa triển khai            |
| 22  | Vinhome Mỹ Trì         | 75         | Thấp tầng, cao tầng     | Hà Nội      | 4.7%                     | Chưa triển khai            |
| 23  | Vinhomes Global Gate   | 261        | Thấp tầng, cao tầng     | Hà Nội      | 4.7% + other interests * | Đang bán và bàn giao       |
| 24  | Trung Tâm Triển Lâm    | 90         | Dự án BT                | Hà Nội      | 4.7%                     | Đang xây dựng              |
| 25  | Gallery Giảng Võ       | 6          | Thương mại              | Hà Nội      | 4.7%                     | Chưa triển khai            |

Ghi chú: (\*) Lợi ích khác: 5% lợi nhuận từ BCC với nhà phát triển cuối cùng của dự án, 4% dt từ phí hoa hồng, 2% phí quản lý doanh thu và lợi nhuận từ hợp đồng nhà thầu chung.  
Nguồn VHM, HSC

Đối với dự án Vinhomes Wonder City (133 ha, Hải Phòng) và Vinhomes Làng Vân (1.000 ha, Đà Nẵng) mà chúng tôi đã loại ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận trước đó do chưa có thông tin chắc chắn về lợi ích kinh tế của VHM sau khi bắt đầu điều chỉnh hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC, VHM hiện đã khẳng định nắm giữ 100% lợi ích kinh tế. Công ty có kế hoạch mở bán những dự án này trong năm 2025. Với sự khẳng định này, chúng tôi đưa các dự án này trở vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Trong danh mục dự án đang triển khai của VHM, dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (220 ha, Hải Phòng) đã nhận được phê duyệt tiền sử dụng đất vào cuối năm 2024 từ thành phố Hải Phòng và dự kiến sẽ được mở bán trong năm 2025, sớm hơn dự báo trước đó của chúng tôi. Công ty cũng đang có kế hoạch mở bán dự án Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa (195 ha, Long An), Vinhomes Phước Vĩnh Tây trong năm 2025.

Trong khi dự báo dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa sẽ đóng góp đáng kể vào doanh số bán nhà năm 2025, chúng tôi dự báo dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà nhiều hơn trong năm 2026, dựa trên tiến độ hiện tại liên quan đến công tác giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng.

Đối với dự án Long Beach, (2.822 ha, TP.HCM), VHM cũng đã nhận được phê duyệt quy hoạch 1/500 vào đầu năm 2025 và sẽ đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng trong năm 2025-2026. Dự án dự kiến sẽ được mở bán từ năm 2027.

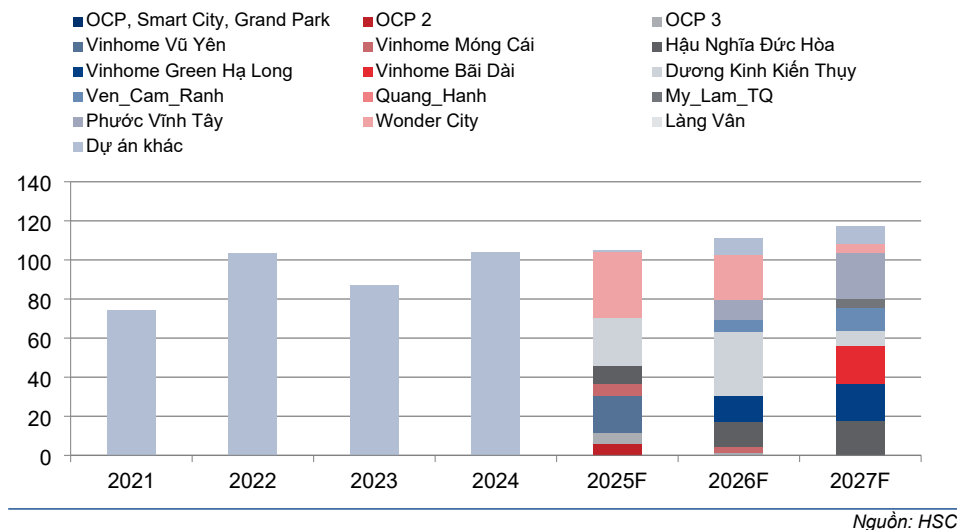
Nhằm phản ánh tác động thuận việc này, chúng tôi tăng lần lượt 65% và 12% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 và 2026 lên 105 nghìn tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ) và 111 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,3%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, theo đó doanh số bán nhà dự báo tăng 5,4% so với cùng kỳ lên 117 nghìn tỷ đồng.

Doanh số bán nhà năm 2025-2026 được dự báo đến từ dự án Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước

Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân. Trong khi đó, dự án Vinhomes Green Hạ Long (Quảng Ninh) và dự án Long Beach (TP.HCM) dự kiến sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà từ năm 2027.

## Biểu đồ 2: Dự báo doanh thu bán nhà (tỷ đồng), VHM

Doanh thu từ bán nhà được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 4,1% trong giai đoạn 2024-2027



## Dự báo lợi nhuận

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025. Dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giảm lần lượt 2,9% và 4,1% so với năm 2024. Doanh thu kinh doanh BĐS năm 2025 đến từ các dự án OCP2,3, OCP, Golden Avenue và các dự án khác. Trong khi đó, lợi nhuận của dự án Vinhomes Royal Island sẽ được phản ánh trong doanh thu HĐ tài chính do VHM phát triển dự án này thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Cho năm 2026, HSC tăng 12,7% dự báo lợi nhuận thuần, đạt 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%) do bổ sung dự án Vinhomes Wonder City và tiến độ phát triển dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy và Vinhomes Phước Vĩnh Tây nhanh hơn dự báo trước đó của chúng tôi. HSC kỳ vọng dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy sẽ được mở bán trong năm 2025 và dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây sẽ được mở bán từ năm 2026 và đóng góp vào lợi nhuận. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận tăng trưởng 6,0% đạt 33,2 nghìn tỷ đồng, nhờ mức đóng góp cao hơn từ dự án Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa và Vinhomes Làng Vân.

Cần lưu ý rằng dự báo của chúng tôi chỉ tính doanh thu phí quản lý, dịch vụ và hoa hồng từ dự án Vinhomes Global Gate (sau khi điều chỉnh hợp đồng hợp đồng hợp tác kinh doanh với VIC).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 1,8%. Thông tin chi tiết được trình bày bên dưới.

## Bảng 3: Dự báo mới về lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 1,8%

| Tỷ đồng                               | 2024A   | Vs 2024 HSCF | 2025F  | Tăng trưởng | Điều chỉnh | 2026F   | Tăng trưởng | Điều chỉnh | 2027F   | Tăng trưởng |
|---------------------------------------|---------|--------------|--------|-------------|------------|---------|-------------|------------|---------|-------------|
| Tổng doanh thu                        | 102,045 | 2.7%         | 77,676 | -23.9%      | 6.5%       | 117,052 | 50.7%       | 27.0%      | 133,707 | 14.2%       |
| Lợi nhuận gộp                         | 32,425  | 1.0%         | 31,883 | -1.7%       | 6.4%       | 44,991  | 41.1%       | 31.2%      | 55,500  | 23.4%       |
| Lợi nhuận HĐ                          | 41,357  | 2.5%         | 37,317 | -9.8%       | -5.2%      | 39,163  | 4.9%        | 4.3%       | 44,151  | 12.7%       |
| Thu nhập tài chính                    | 26,343  | 22.0%        | 20,219 | -23.2%      | -9.1%      | 12,245  | -39.4%      | -26.4%     | 7,509   | -38.7%      |
| Lợi nhuận thuần                       | 31,527  | 4.0%         | 30,601 | -2.9%       | 0.4%       | 31,376  | 2.5%        | 12.7%      | 33,243  | 6.0%        |
| Các khoản mục ròng không thường xuyên | -398    | 78.3%        | -      | -100.0%     | -          | -       | -           | -          | -       | -           |
| Lợi nhuận thuần cốt lõi               | 31,925  | 4.6%         | 30,601 | -4.1%       | 0.4%       | 31,376  | 2.5%        | 12.7%      | 33,243  | 6.0%        |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Định giá SOTP, VHM

| Tỷ đồng                                    | Phương pháp       | Tỷ lệ vốn hóa | NAV (cuối năm 2025) (tỷ đồng) |
|--------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------------------|
| Cho thuê                                   | NOI/Tỷ lệ vốn hóa | 8.0%          | 14,440                        |
| BDS khu dân cư                             | DCF               |               | 329,127                       |
| Tài sản thuần khác                         | BV                |               | 123,955                       |
| <b>Tổng giá trị tài sản</b>                |                   |               | <b>467,522</b>                |
| Nợ thuần                                   |                   |               | (71,727)                      |
| <b>Giá trị tài sản thuần</b>               |                   |               | <b>395,795</b>                |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) |                   |               | 4,107                         |
| <b>Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)</b>      |                   |               | <b>96,400</b>                 |
| Chiết khấu                                 |                   | 50.0%         |                               |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>              |                   |               | <b>48,200</b>                 |

Nguồn: HSC

## Tăng 8,0% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 8,0% RNAV tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 96.400đ, đa phần nhờ dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận tăng. Để xác định giá mục tiêu ở mức 48.200đ (điều chỉnh tăng 8,0%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu không đổi 50% so với ước tính RNAV – sát với mức chiết khấu so với RNAV bình quân của VHM trong 3 năm qua ở mức 52%.

Chi tiết như sau:

- Đối với mảng BĐS, giá trị tài sản gộp (GAV) được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền tương lai của tất cả các dự án đang triển khai cũng như các dự án chưa triển khai.
- Đối với mảng cho thuê văn phòng, chúng tôi tính lợi nhuận thuần HĐKD của mảng này, sau đó xác định giá trị tài sản bằng cách chia lợi nhuận thuần HĐKD cho tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần. Tỷ suất chiết khấu LN thuần của chúng tôi được tính toán dựa trên các giao dịch trong quá khứ có tham khảo tỷ suất chiết khấu LN thuần bình quân trong khu vực ASEAN do CBRE tính toán. Tỷ suất chiết khấu LN thuần chúng tôi sử dụng là 8,0% (không đổi).
- Giá định WACC của VHM là 12,9% (gần như không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9,0% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 7,5%). Chúng tôi giảm giả định hệ số beta (1,1 lần theo dữ liệu của Bloomberg, so với 1,15 lần trước đó) nhưng chi phí vốn CSH cao hơn ở mức 12% (từ 10% trước đó).
- Thời điểm định giá là cuối năm 2025 (không đổi).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 4: Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 5 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 6.

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VHM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 9%

|                     |      | Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh |        |               |        |        |
|---------------------|------|-----------------------------------|--------|---------------|--------|--------|
|                     |      | 7%                                | 8%     | 9%            | 10%    | 11%    |
| Lãi suất phi rủi ro | 3.0% | 56,500                            | 53,500 | 50,800        | 48,200 | 45,900 |
|                     | 3.5% | 55,000                            | 52,500 | 49,500        | 47,300 | 44,700 |
|                     | 4.0% | 53,500                            | 51,100 | <b>48,200</b> | 46,100 | 43,700 |
|                     | 4.5% | 52,500                            | 49,800 | 47,300        | 45,000 | 42,900 |
|                     | 5.0% | 51,100                            | 48,500 | 46,100        | 43,900 | 41,900 |

Nguồn: HSC

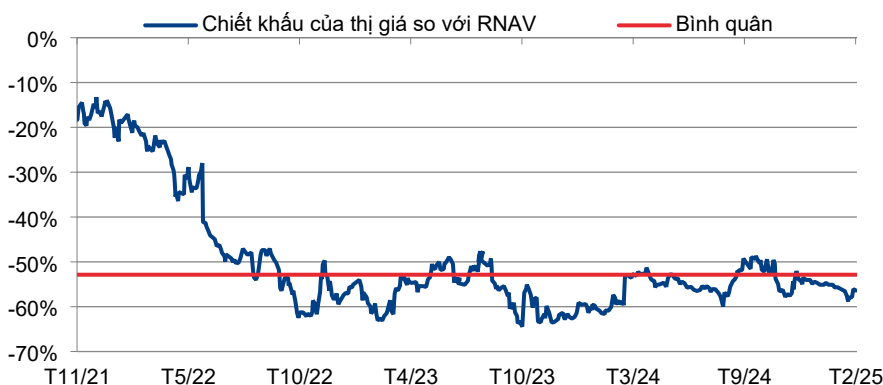
**Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM**

| Chiết khấu RNAV               | 40%    | 45%    | 50%           | 55%    | 60%    |
|-------------------------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu                  | 57,900 | 53,100 | <b>48,200</b> | 43,400 | 38,600 |
| Tiềm năng tăng giá từ thị giá | 41.0%  | 29.4%  | 17.4%         | 5.7%   | -6.0%  |

Nguồn: HSC

**Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM**

VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 57% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 52%



Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,9% trong 1 tháng qua và sát với VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 57% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 52%.

VHM vẫn là nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam với năng lực phát triển dự án khá tốt và quỹ đất lớn trên khắp cả nước. HSC tin rằng Công ty sẽ hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa cũng như sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam. Các yếu tố trên khiến nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng tăng trong trung và dài hạn. Trong năm 2025, việc mở bán nhiều dự án như Vinhomes Wonder City, Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây sẽ tạo ra động lực cho dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới.

**Rủi ro đối với luận điểm đầu tư của chúng tôi**

**Rủi ro kinh doanh:** Là một phần của tập đoàn của Vingroup, Vinhomes có thể chịu những rủi ro ở cấp độ tập đoàn. Chúng tôi ghi nhận có nhiều giao dịch nội bộ giữa Vinhomes và Vingroup cũng như các giao dịch với các công ty khác trong tập đoàn. Nếu các doanh nghiệp thuộc tập đoàn gặp khó khăn về tài chính, việc trả nợ cho Vinhomes sẽ chậm trễ. Từ đó, tình hình tài chính của VHM có thể gặp khó khăn. Tuy nhiên, Vinhomes có thể trực tiếp giám sát và quản lý rủi ro này, đồng thời hàng tháng gửi báo cáo liên quan đến giao dịch nội bộ cho các thành viên HĐQT độc lập.

**Đàm phán bán sỉ:** Không giống như bán lẻ cho cá nhân, để có được giao dịch bán sỉ thành công, công tác đàm phán giữa các bên đóng vai trò rất quan trọng. Quá trình đàm phán kéo dài hoặc việc không đạt được thỏa thuận có thể làm giảm đáng kể dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Mặt khác, việc tăng cường bán sỉ sau khi mở bán nhiều dự án mới có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027.

**Rủi ro pháp lý:** Đối với hầu hết các dự án BĐS, vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro kinh doanh chính. Bất kỳ trở ngại pháp lý nào cũng có thể kéo dài đáng kể quá trình phê duyệt và thời gian chuẩn bị cho việc mở bán dự án, từ đó ảnh hưởng đến tình trạng dòng tiền của nhà phát triển. Không có gì đáng ngạc nhiên, quy trình phê duyệt các dự án lớn thường phức tạp và tốn thời gian hơn nhiều so với các dự án nhỏ. Với quy mô của các dự án VHM, sự chậm trễ do các vấn đề pháp lý gây ra rủi ro không nhỏ

đối với dự báo thu nhập của chúng tôi. Ngược lại, khi một dự án lớn được phê duyệt, hoạt động phát triển sẽ thúc đẩy tăng trưởng ổn định trong nhiều năm.

**Rủi ro trong quá trình triển khai dự án:** Các dự án VHM sẽ triển khai chủ yếu là các dự án lớn, trong đó có hai dự án lấn biển lớn ở Quảng Ninh và Cần Giờ. Việc phát triển các dự án lớn đòi hỏi chuyên môn cao và về bản chất những dự án này thường tiềm ẩn nhiều rủi ro khi triển khai hơn. Bất kỳ vấn đề gì xảy ra ngoài dự kiến làm gián đoạn quá trình thi công có thể dẫn đến tình trạng một lượng vốn lớn bị tắc nghẽn trong một thời gian dài. Điều này có thể ảnh hưởng xấu đến dòng tiền của Công ty. Tuy nhiên, nếu so sánh với các đối thủ cạnh tranh, VHM có chuyên môn cao hơn trong công tác quản lý các dự án lớn.

## 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        | 44,991        | 55,500        |
| Chi phí BH&QL                       | (7,756)       | (8,784)       | (8,086)       | (10,025)      | (10,798)      |
| Thu nhập khác                       | 13,472        | 20,246        | 14,122        | 6,148         | 1,412         |
| Chi phí khác                        | (817)         | (1,328)       | (6,699)       | (8,048)       | (8,060)       |
| <b>EBIT</b>                         | <b>40,605</b> | <b>42,559</b> | <b>31,220</b> | <b>33,066</b> | <b>38,054</b> |
| 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             |
| <b>LN TT</b>                        | <b>43,310</b> | <b>40,860</b> | <b>37,317</b> | <b>39,163</b> | <b>44,151</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (9,777)       | (5,808)       | (5,784)       | (6,658)       | (8,830)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (161)         | (3,525)       | (932)         | (1,129)       | (2,077)       |
| LNST không thường xuyên             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>33,371</b> | <b>31,527</b> | <b>30,601</b> | <b>31,376</b> | <b>33,243</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>33,382</b> | <b>31,530</b> | <b>30,601</b> | <b>31,376</b> | <b>33,243</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>42,052</b> | <b>44,232</b> | <b>34,532</b> | <b>35,953</b> | <b>41,276</b> |
| EPS (đồng)                          | 8,125         | 7,676         | 7,450         | 7,639         | 8,094         |
| EPS ĐC (đồng)                       | 8,127         | 7,676         | 7,450         | 7,639         | 8,094         |
| DPS (đồng)                          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 4,107         | 4,107         | 4,107         | 4,107         | 4,107         |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 4,354         | 4,107         | 4,107         | 4,107         | 4,107         |
| Slg 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         | 14,143         | 20,795         | 19,746         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 3,834          | 3,270          | 3,270          | 3,270          | 3,270          |
| Phải thu khách hàng             | 132,871        | 171,858        | 155,773        | 175,654        | 180,961        |
| Hàng tồn kho                    | 55,318         | 48,723         | 119,557        | 143,751        | 199,348        |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 36,215         | 34,624         | 34,173         | 40,150         | 42,431         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>242,341</b> | <b>287,466</b> | <b>326,916</b> | <b>383,619</b> | <b>445,756</b> |
| 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        | 254,601        |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>202,290</b> | <b>273,258</b> | <b>289,109</b> | <b>295,749</b> | <b>311,641</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>444,631</b> | <b>560,724</b> | <b>616,025</b> | <b>679,368</b> | <b>757,397</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 18,290         | 43,306         | 43,611         | 47,239         | 48,665         |
| Phải trả người bán              | 20,452         | 18,765         | 44,734         | 36,920         | 51,322         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 121,494        | 167,395        | 151,390        | 179,042        | 198,840        |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>211,073</b> | <b>290,350</b> | <b>306,575</b> | <b>340,046</b> | <b>385,849</b> |
| Nợ dài hạn                      | 38,394         | 37,986         | 45,529         | 42,896         | 39,801         |
| 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          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>48,544</b>  | <b>47,533</b>  | <b>55,077</b>  | <b>52,444</b>  | <b>49,349</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>261,994</b> | <b>340,281</b> | <b>364,050</b> | <b>394,887</b> | <b>437,596</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 179,302        | 202,081        | 232,681        | 264,058        | 297,301        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 3,335          | 18,362         | 19,295         | 20,423         | 22,500         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>182,636</b> | <b>220,443</b> | <b>251,976</b> | <b>284,481</b> | <b>319,801</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>444,631</b> | <b>560,724</b> | <b>616,025</b> | <b>679,368</b> | <b>757,397</b> |
| BVPS (đ)                        | 41,177         | 49,199         | 56,649         | 64,288         | 72,382         |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 42,580         | 52,302         | 74,997         | 69,341         | 68,721         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A          | 12-24A          | 12-25F          | 12-26F         | 12-27F         |
|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 40,605          | 42,559          | 31,220          | 33,066         | 38,054         |
| 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)        | (5,784)         | (6,658)        | (8,830)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (21,951)        | (26,985)        | (38,378)        | (20,209)       | (18,808)       |
| Khác                                       | (15,815)        | (35,090)        | (11,163)        | (5,154)        | (14,255)       |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>1,517</b>    | <b>(21,436)</b> | <b>(14,094)</b> | <b>11,980</b>  | <b>7,442</b>   |
| 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              |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(18,632)</b> | <b>23,018</b>   | <b>(8,601)</b>  | <b>(6,324)</b> | <b>(6,822)</b> |
| 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          | 7,848           | 995            | (1,669)        |
| Khác                                       | 0               | 0               | 0               | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>20,401</b>   | <b>13,306</b>   | <b>7,848</b>    | <b>995</b>     | <b>(1,669)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 10,817          | 14,103          | 28,991          | 14,143         | 20,795         |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>3,286</b>    | <b>14,887</b>   | <b>(14,847)</b> | <b>6,651</b>   | <b>(1,049)</b> |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0               | 0               | 0               | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>14,103</b>   | <b>28,991</b>   | <b>14,143</b>   | <b>20,795</b>  | <b>19,746</b>  |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(8,471)</b>  | <b>(33,342)</b> | <b>(22,695)</b> | <b>5,656</b>   | <b>620</b>     |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 34.5   | 31.8   | 41.0   | 38.4   | 41.5   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 40.6   | 43.3   | 44.5   | 30.7   | 30.9   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 32.2   | 30.9   | 39.4   | 26.8   | 24.9   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 22.6   | 14.2   | 15.5   | 17.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 66.0   | (1.46) | (23.9) | 50.7   | 14.2   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 9.56   | 5.18   | (21.9) | 4.12   | 14.8   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 15.6   | (5.55) | (2.95) | 2.54   | 5.95   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 15.7   | (5.53) | (2.94) | 2.54   | 5.95   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 15.6   | (5.55) | (2.95) | 2.54   | 5.95   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | (100)  | nm     | nm     | nm     | nm     |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 20.6   | 16.5   | 14.1   | 12.6   | 11.8   |
| ROACE (%)                 | 19.9   | 16.9   | 10.8   | 10.2   | 10.7   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.26   | 0.20   | 0.13   | 0.18   | 0.19   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 0.04   | (0.50) | (0.45) | 0.36   | 0.20   |
| Số ngày tồn kho           | 298    | 255    | 953    | 728    | 930    |
| Số ngày phải thu          | 715    | 901    | 1,242  | 890    | 845    |
| Số ngày phải trả          | 110    | 98.4   | 357    | 187    | 240    |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 43.3   | 48.8   | 55.3   | 50.1   | 47.1   |
| Nợ/tài sản (%)            | 20.7   | 22.8   | 23.2   | 22.5   | 21.1   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | 35.3   | N/a    | N/a    | N/a    |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 2.18   | 2.89   | 4.13   | 4.26   | 3.87   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.15   | 0.99   | 1.07   | 1.13   | 1.16   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 2.14   | 2.16   | 3.14   | 2.03   | 1.77   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.26   | 4.99   | 7.05   | 6.62   | 5.75   |
| P/E (lần)                 | 5.05   | 5.35   | 5.51   | 5.37   | 5.07   |
| P/E ĐC (lần)              | 5.05   | 5.35   | 5.51   | 5.37   | 5.07   |
| P/B (lần)                 | 1.00   | 0.83   | 0.72   | 0.64   | 0.57   |
| 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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)