

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

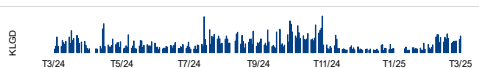
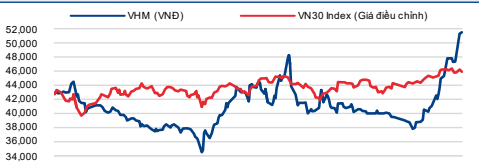
Giá mục tiêu: VNĐ56,600 (từ VNĐ48,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/3/2025)	51,500
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,500-51,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	211,532
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,273
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	26.5	26.7	20.5
So với chỉ số	24.6	23.1	12.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	7,462	7,961	(6.3)
2026F	7,651	8,384	(8.7)
2027F	8,149	9,464	(13.9)

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

Được hưởng lợi từ điều kiện thị trường; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 17% giá mục tiêu lên 56.600đ, đa phần nhờ dự án Vinhomes Long Beach và điều chỉnh các giả định định giá. VHM có lợi thế vượt trội trong việc xin phê duyệt pháp lý cho dự án và đang hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, với kỳ vọng lợi nhuận năm 2025 giảm nhẹ 4,1% xuống 30,6 nghìn tỷ đồng trong khi lợi nhuận năm 2026 và 2027 được dự báo tăng trưởng 2,5% và 6,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 30,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 28% so với chỉ số VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 51% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 54%.

Sự kiện: Cập nhật sau khi giá cổ phiếu tăng

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá sau khi giá cổ phiếu tăng (tăng 30,4% trong 1 tháng qua) và những tiến triển tại dự án Vinhomes Long Beach (2.870 ha, TP.HCM) và Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa (195 ha, Long An). Dự án Vinhomes Long Beach gần đây nhận được phê duyệt đồ án quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 và diện tích lần biên của dự án. Chúng tôi định giá lại dự án ở mức 75 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức 45 nghìn tỷ đồng trước đó, đóng góp 18% RNAV của VHM. Dự án này được dự báo sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà từ năm 2027 và vào lợi nhuận từ năm 2028.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận; tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 2%

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, với kỳ vọng lợi nhuận năm 2025 giảm nhẹ 4,1% xuống 30,6 nghìn tỷ đồng trong khi lợi nhuận năm 2026 và 2027 được dự báo tăng trưởng lần lượt 2,5% và 6,5%. Vinhomes Royal Island, OCP2,3, Golden Avenue và các dự án khác sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2025, trong khi lợi nhuận năm 2026-2027 được dự báo sẽ đến từ dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Wonder Park, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Làng Vân.

Dự báo EPS mới – thấp hơn 6-14% so với bình quân dự báo thị trường cho giai đoạn 2025-2027 – cho thấy tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 2%.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 7% RNAV ước tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 102.800đ, đa phần nhờ định giá lại dự án Vinhomes Long Beach và điều chỉnh các giả định định giá. Để xác định được giá mục tiêu 56.600đ (điều chỉnh tăng 17%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 45% so với RNAV (từ mức 50%) do tin rằng cổ phiếu nên được giao dịch ở mức chiết khấu nhỏ hơn nhờ triển vọng ngành BĐS cải thiện trong khi vẫn phản ánh các rủi ro tiềm ẩn về dòng tiền liên quan đến VIC.

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. 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.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,232	35,265	36,955	41,467
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,527	30,649	31,427	33,472
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,676	7,462	7,651	8,149
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,199	56,661	64,312	72,461
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.35	5.96	7.45	6.44	5.36
P/E ĐC (lần)	6.34	6.71	6.90	6.73	6.32
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.25	1.05	0.91	0.80	0.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
ROAE (%)	20.6	16.5	14.1	12.6	11.9

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

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận; tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 2%

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VHM nhưng tăng 17% giá mục tiêu lên 56.600đ, đa phần nhờ dự án tại Cần Giờ và việc điều chỉnh các giả định định giá. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, với kỳ vọng lợi nhuận năm 2025 giảm nhẹ 4,1% xuống 30,6 nghìn tỷ đồng trong khi lợi nhuận năm 2026 và 2027 được dự báo tăng trưởng lần lượt 2,5% và 6,5%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 30,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 28% so với chỉ số VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 51% so với ước tính RNAV, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 54%. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu có thể sẽ thu hẹp hơn nữa khi triển vọng thị trường BĐS tốt hơn.

Cập nhật các dự án đang triển khai

Kể từ khi phát hành báo cáo gần nhất ([Kế hoạch mở bán đầy tham vọng; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng](#)), HSC nhận thấy có một số tiến triển tại dự án Vinhomes Long Beach (hoặc Vinhomes Cần Giờ, 2.870 ha, TP.HCM. Dự án nhận được phê duyệt cho đồ án quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 vào cuối tháng 1/2025 và diện tích lần biến của dự án vào ngày 21/3/2025. Công ty cho biết, dự kiến dự án sẽ được khởi công vào cuối năm nay trong khi thời gian mở bán còn tùy thuộc vào nhu cầu của thị trường. Trong khi đó, công ty mẹ (Vingroup) đang xin phép Chính phủ đầu tư tuyến metro kết nối dự án Vinhomes Long Beach với quận 7. Đề xuất này tạo ra tâm lý tích cực cho cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian để đánh giá năng lực triển khai dự án này.

Theo quy hoạch tổng thể 1/500, tổng diện tích khu dân cư là 595 ha, đóng góp 21% tổng diện tích dự án, trong đó có 485 ha đất dành cho nhà phố và biệt thự (cao hơn dự báo của chúng tôi ở mức 25%), 7 ha dành cho các TTTM cao tầng và 103 ha dành cho nhà ở xã hội. Chúng tôi định giá lại dự án ở mức 75 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức 45 nghìn tỷ đồng trước đó, đóng góp 18% RNAV của VHM. Dự án này được dự báo sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà từ năm 2027 và vào lợi nhuận từ năm 2028.

Bảng 1: Cái sản phẩm thuộc dự án Cần Giờ

485 ha (thấp tầng) là nhà phố, biệt thự

Ha	Khu A	Tỷ lệ (%)	Area B	Tỷ lệ (%)	Khu C	Tỷ lệ (%)	Khu D	Tỷ lệ (%)	Khu E	Tỷ lệ (%)
Cao tầng	4	0.4%	103*	15.6%	3	1.1%	-	0.0%		0.0%
Thấp tầng	134	14.1%	107	16.2%	93	29.3%	151	31.4%		0.0%
Diện tích thương mại	64	6.8%	57	8.6%	12	3.7%	20	4.1%		0.0%
Khác	751	78.8%	393	59.6%	210	65.9%	310	64.5%	458	100.0%
Tổng	953	100.0%	660	100.0%	318	100.0%	480	100.0%	458	100.0%

Ghi chú: (*) Nhà ở xã hội
Nguồn: HSC

Trong khi đó, ngày 26/3/2025, VHM đã khởi công dự án Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, sát với dự báo của chúng tôi. HSC kỳ vọng dự án này sẽ mở bán và đóng góp vào doanh số bán nhà trong năm nay (ở mức 9 nghìn tỷ đồng, bằng 8,7% dự báo doanh số bán nhà năm 2025).

Bảng 2: Khởi công Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa



Nguồn: HSC

Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà trong năm 2025, 2026 và 2027 lần lượt là 105 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ), 111 nghìn tỷ đồng (tăng 6,3% so với cùng kỳ) và 117 nghìn tỷ đồng (tăng 5,4% so với cùng kỳ).

Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ tiếp tục bán những căn hộ còn lại tại dự án Vinhomes Royal Island (Hải Phòng, số căn hộ còn lại chiếm khoảng 20-25%) và các dự án khác (Golden Avenue, OCP 2,3) trong khi mở bán 3 dự án trong năm 2025 bao gồm Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa (Long An) Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy (Hải Phòng) và Wonder Park (Hà Nội). Chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ mở bán dự án Vinhomes Phước Vĩnh Tây (Long An) và Vinhomes Làng Vân (Đà Nẵng) từ năm 2026 và Vinhomes Long Beach (TP.HCM) từ năm 2027.

Bảng 3: Các dự án trọng điểm của Vinhomes

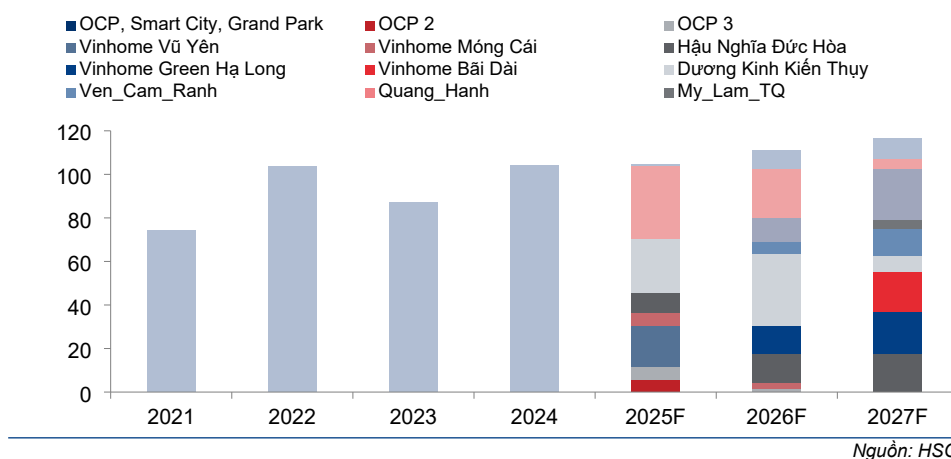
Vinhomes Royal Island, Hậu Nghĩa Đức Hòa, Dương Kinh Kiến Thụy, Vinhomes Wonder Park thúc đẩy doanh thu bán dự án năm 2025

STT	Dự án	Diện tích	Sản phẩm	Vị trí	Lợi ích của VHM	% sản phẩm chưa bán	Tiến độ
1	Vinhomes Royal Island	877	Thấp tầng	Hai Phong	95.0%	20-25%	Đang bán và bàn giao
2	Vinhomes OCP2	458	Thấp tầng, cao tầng	Hung Yen	100.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
3	Vinhomes OCP3	294	Thấp tầng, cao tầng	Hung Yen	100.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
4	Vinhomes Grand Park	216	Thấp tầng, cao tầng	HCMC	67.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
5	Vinhomes Ocean Park	420	Thấp tầng, cao tầng	Ha Noi	99.0%	<5%	Đang bán và bàn giao
6	Vinhomes smart city	208	Thấp tầng, cao tầng	Ha Noi	66.5%	10-15%	Đang bán và bàn giao
7	Vinhomes Golden Avenue	116	Thấp tầng, cao tầng	Quang Ninh	100.0%	30-40%	Đang bán và bàn giao
8	Hậu Nghĩa Đức Hòa	197	Thấp tầng, cao tầng	Long An	76.9%	100%	Triển khai năm 2025-2026
9	Dương Kinh Kiến Thụy	241	Thấp tầng, cao tầng	Hai Phong	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
10	Phước Vĩnh Tây	1,089	Thấp tầng, cao tầng	Long An	79.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
11	Vinhomes Wonder City	133	Thấp tầng, cao tầng	Ha Noi	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
12	Làng Ván	1,045	Thấp tầng, cao tầng	Da Nang	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
14	Le man Golf	200	Thấp tầng, thương mại	HCMC	100.0%	100%	Triển khai năm 2025-2026
13	Vinhomes Green Ha Long	5,540	Thấp tầng, cao tầng	Quang Ninh	79.0%	100%	Chưa triển khai
15	Vinhomes Long Beach	2,870	Thấp tầng, cao tầng	HCMC	100.0%	100%	Chưa triển khai
16	Vinhomes IUT	864	Thấp tầng, cao tầng	HCMC	99.9%	100%	Chưa triển khai
17	Vinhomes Cam Ranh	1,302	Thấp tầng, cao tầng	Khanh Hoa	89.5%	100%	Chưa triển khai
18	Quang Hanh QN	167	Thấp tầng, cao tầng	Quang Ninh	99.0%	100%	Dự án BCC, chưa triển khai
19	Mỹ Lâm Tuyên Quang	455	Thấp tầng	Tuyen Quang	76.2%	100%	Chưa triển khai
20	Tân Liễu	66	Thấp tầng	Bac Giang	99.0%	100%	Chưa triển khai
21	Tân Mỹ Long An	931	Thấp tầng, cao tầng	Long An	83.3%	100%	Chưa triển khai
22	Vinhome Mỹ Trì	75	Thấp tầng, cao tầng	Ha Noi	4.7%	100%	Chưa triển khai
23	Vinhomes Global Gate	261	Thấp tầng, cao tầng	Ha Noi	4.7% + lợi ích khác *	100%	Đang bán hàng và bàn giao
24	Trung Tâm Triền Lâm	90	BT project	Ha Noi	4.7%	100%	Đang xây dựng
25	Gallery Giảng Võ	6	Commercial	Ha Noi	4.7%	100%	Chưa triển khai
Tổng		18,121					

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

Biểu đồ 4: Dự báo doanh thu bán nhà (tỷ đồng), VHM

Doanh thu từ bán nhà được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3,8% trong giai đoạn 2024-2027



Nguồn: HSC

Bảng 5: Doanh thu chưa ghi nhận tính đến cuối năm 2024

Dự án	Tỷ đồng
Vinhomes Royal Island	31,086
Vinhomes Ocean Park 2	11,304
Vinhomes Ocean Park 3	11,304
Vinhomes Grand Park	1,601
Vinhomes Ocean Park	1,601
Vinhomes smart city	1,601
Vinhomes Golden Avenue	8,478
Dự án khác (bán sỉ)	27,224
Tổng	94,200

Ghi chú: VHM so doanh thu bán sỉ của một số dự án khu vực miền Nam là 27,2 nghìn tỷ đồng
 Nguồn: VHM, HSC

Dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Dự báo lợi nhuận năm 2025 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.

Lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 được dự báo đạt 31,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%) và 33,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,5%), trong khi doanh thu và lợi nhuận năm 2026-2027 được dự báo sẽ đến từ dự án Vinhomes Dương Kinh Kiến Thụy, Wonder Park, Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, 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 2,0%. Thông tin chi tiết được trình bày bên dưới.

Bảng 6: Dự báo mới về lợi nhuận, VHM

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 2% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2024F	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	102,045	77,676	-23.9%	117,052	50.7%	133,707	14.2%
Lợi nhuận gộp	32,425	31,883	-1.7%	44,698	40.2%	54,738	22.5%
Lợi nhuận HĐ	41,357	38,050	-8.0%	40,165	5.6%	44,341	10.4%
Thu nhập tài chính	26,343	20,219	-23.2%	12,245	-39.4%	7,509	-38.7%
Lợi nhuận thuần	31,527	30,649	-2.9%	31,427	2.5%	33,472	6.5%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(398)	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	31,925	30,649	-4.1%	31,427	2.5%	33,472	6.5%

Nguồn: HSC

Định giá: Tăng 17% giá mục tiêu, Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 7% RNAV ước tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 102.800đ, đa phần nhờ định giá lại dự án Vinhomes Long Beach và điều chỉnh các giả định định giá. Để xác định được giá mục tiêu 56.600đ (điều chỉnh tăng 17%). Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 45% so với RNAV (từ mức 50%) do tin rằng cổ phiếu nên được giao dịch ở mức chiết khấu nhỏ hơn nhờ triển vọng ngành BĐS cải thiện trong khi vẫn phản ánh các rủi ro tiềm ẩn về dòng tiền liên quan đến VIC.

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% (không đổi).
- Giả định WACC theo phương pháp DCF đối với VHM là 11,9% (từ 12,2% trước đó). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9% (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 sử dụng hệ số beta 0,97 lần (dựa trên dữ liệu của Bloomberg, thấp hơn so với mức 1,1 lần 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 7. 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 8 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 9.

Bảng 7: 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
BĐS khu dân cư	DCF		331,445
Tài sản thuần khác	BV		123,955
Tổng giá trị tài sản			469,841
Nợ thuần			(47,752)
Giá trị tài sản thuần			422,089
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			4,107
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)			102,800
Chiết khấu			45.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			56,600

Nguồn: HSC

Bảng 8: 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					
	VND	7%	8%	9%	10%	11%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	65,300	62,100	59,400	56,600	53,900
	3.5%	63,700	60,500	58,000	55,300	52,700
	4.0%	62,100	59,100	56,600	53,900	51,500
	4.5%	60,500	57,600	55,300	52,700	50,400
	5.0%	59,100	56,300	53,900	51,500	49,300

Nguồn: HSC

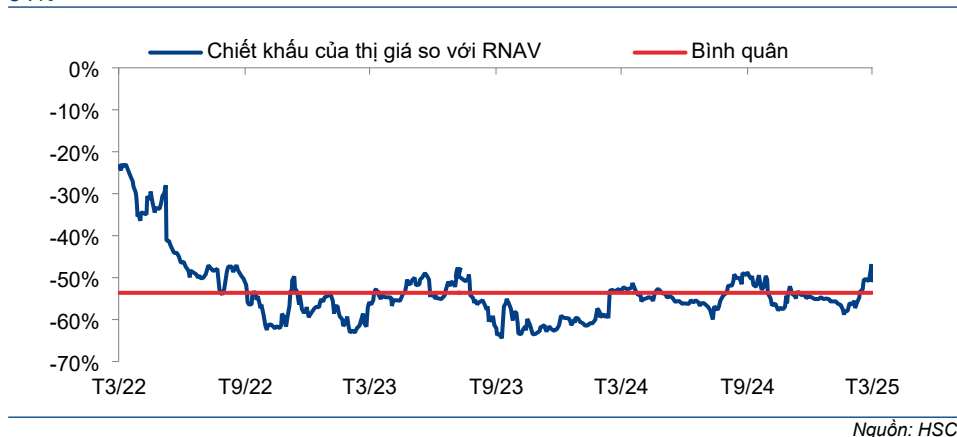
Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

	25%	35%	45%	55%	65%
Chiết khấu RNAV					
Giá mục tiêu	77,100	66,900	56,600	46,300	36,000
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	49.7%	29.9%	9.9%	-10.1%	-30.1%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 51% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 54%



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 28% so với chỉ số VN Index, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 51% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 54%.

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	44,698	54,738
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,784)	(8,086)	(10,142)	(11,360)
Thu nhập khác	13,472	20,246	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(1,328)	(5,965)	(6,636)	(6,545)
EBIT	40,605	42,559	31,954	34,068	38,245
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
LN TT	43,310	40,860	38,050	40,165	44,341
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,808)	(6,469)	(7,631)	(8,868)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,525)	(932)	(1,107)	(2,001)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,527	30,649	31,427	33,472
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,530	30,649	31,427	33,472
EBITDA ĐC	42,052	44,232	35,265	36,955	41,467
EPS (đồng)	8,125	7,676	7,462	7,651	8,149
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,676	7,462	7,651	8,149
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	4,107	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig 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	22,762	49,774	60,353
Đầu tư ngắn hạn	3,834	3,270	3,270	3,270	3,270
Phải thu khách hàng	132,871	171,858	155,773	175,729	181,157
Hàng tồn kho	55,318	48,723	81,166	98,939	133,290
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	34,624	34,173	40,150	42,431
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	287,466	297,144	367,862	420,501
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	254,512
Tổng tài sản dài hạn	202,290	273,258	289,109	295,749	311,553
Tổng cộng tài sản	444,631	560,724	586,253	663,611	732,054
Nợ ngắn hạn	18,290	43,306	39,619	42,629	41,982
Phải trả người bán	20,452	18,765	30,008	34,569	43,466
Nợ ngắn hạn khác	121,494	167,395	151,390	179,042	198,840
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	290,350	288,119	333,441	371,113
Nợ dài hạn	38,394	37,986	34,164	33,667	28,964
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
Tổng nợ dài hạn	48,544	47,533	43,712	43,214	38,512
Tổng nợ phải trả	261,994	340,281	334,228	379,052	412,022
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,081	232,730	264,157	297,629
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,362	19,295	20,402	22,402
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,443	252,025	284,558	320,031
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	560,724	586,253	663,611	732,054
BVPS (đ)	41,177	49,199	56,661	64,312	72,461
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,302	51,022	26,522	10,594

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,559	31,954	34,068	38,245
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)	(6,469)	(7,631)	(8,868)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(26,985)	(14,452)	(1,393)	(3,742)
Khác	(15,815)	(35,090)	(10,430)	(3,743)	(12,653)
LCT thuần từ HKKD	1,517	(21,436)	9,880	30,825	22,750
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
LCT thuần từ HĐĐT	(18,632)	23,018	(8,601)	(6,324)	(6,822)
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	(7,508)	2,512	(5,349)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	13,306	(7,508)	2,512	(5,349)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,991	22,762	49,774
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,887	(6,229)	27,012	10,579
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,991	22,762	49,774	60,353
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,342)	1,279	24,501	15,928

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	34.5	31.8	41.0	38.2	40.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.3	45.4	31.6	31.0
Tỷ suất LNT (%)	32.2	30.9	39.5	26.8	25.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.2	17.0	19.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.46)	(23.9)	50.7	14.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.18	(20.3)	4.79	12.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(5.53)	(2.78)	2.54	6.51
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(5.55)	(2.79)	2.54	6.51
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	20.6	16.5	14.1	12.6	11.9
ROACE (%)	19.9	16.9	11.2	10.8	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.14	0.19	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.50)	0.31	0.90	0.59
Số ngày tồn kho	298	255	647	499	616
Số ngày phải thu	715	901	1,242	886	837
Số ngày phải trả	110	98.4	239	174	201
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	48.8	45.0	33.9	27.4
Nợ/tài sản (%)	20.7	22.8	21.7	21.0	19.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	35.3	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.89	3.61	3.77	3.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	0.99	1.03	1.10	1.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.58	2.59	3.38	2.03	1.66
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.35	5.96	7.45	6.44	5.36
P/E (lần)	6.34	6.71	6.90	6.73	6.32
P/E ĐC (lần)	6.34	6.71	6.90	6.73	6.32
P/B (lần)	1.25	1.05	0.91	0.80	0.71
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 W: www.hsc.com.vn