

# CTCP VINHOMES

[ Việt Nam / Bất động sản ]

Mã Bloomberg (VHM VN) | Mã Reuters (VHM.HM)

## MUA

**Báo cáo cập nhật**

**Giá mục tiêu (12 tháng) VND 66,500**

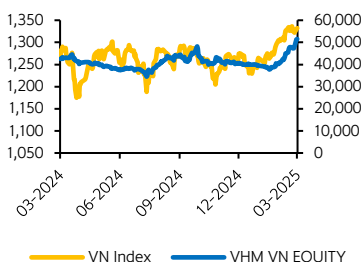
Giá hiện tại (25/03/25) VND 51,500

Suất sinh lời **29.1%**

VNINDEX	1,332
P/E thị trường (25F, x)	10.6
Vốn hóa (tỷ VND)	211,532
SLCP đang lưu hành (triệu)	4,107
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,088
52 tuần cao/thấp (VND)	34,000/51,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.7
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	296
Số hữu nước ngoài (%)	12.5

Cổ đông lớn (%)	Vingroup	73.05
	GIC	4.99

Biến động giá	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	26.8	16.6	21.0
Tg đối với VN-Index (%)	22.3	13.2	16.0



Nguồn: Bloomberg

### Ngọc Lê

(84-28) 6299-8017

ngoc.lh@shinhan.com

### Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Động lực từ các dự án trọng điểm

### Cập nhật khuyến nghị MUA - giá mục tiêu 66,500 VND/cổ phiếu

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM) là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu Việt Nam, sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1) Quỹ đất lớn và chiến lược, (2) Hồ sơ năng lực nổi bật với nhiều dự án được đầu tư hiệu quả và (3) Giá trị thương hiệu cao và uy tín trên thị trường. Năm 2024, Vinhomes ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng âm nhẹ với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt giảm 1.2% và 4.8% so với cùng kỳ, tuy nhiên chúng tôi đánh giá kết quả trên vẫn tương đối tích cực trong bối cảnh thị trường bất động sản chưa hồi phục đáng kể trong năm 2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu VHM với mức giá mục tiêu 66,500 VND/cổ phiếu, được định giá dựa trên phương pháp RNAV vì tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn trong các năm tới được đảm bảo bởi kế hoạch triển khai nhiều dự án trọng điểm quy mô lớn bắt đầu từ 2025 như: Wonder City, Dương Kinh Kiến Thụy, Hậu Nghĩa Đức Hòa...

### Cập nhật kết quả kinh doanh 2024

- Doanh số kí mới đạt 103.9 nghìn tỷ VND (+19% YoY) với hơn 12,800 sản phẩm được kí chủ yếu nhờ mở bán dự án Vinhomes Royal Island (chiếm 55% doanh số), bên cạnh đó Vinhomes tiếp tục bán các sản phẩm còn lại tại siêu đô thị Vinhomes Ocean Park 2-3.
- Doanh thu chưa bàn giao cuối năm 2024 đạt 94.2 nghìn tỷ VND (-6% YoY), trong đó dự án Royal Island tiếp tục đóng góp tỷ trọng cao nhất, lên đến 33%.
- Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Vinhomes lần lượt đạt 102,045 tỷ VND (-1.2% YoY) và 31,527 (-4.8% YoY) chủ yếu nhờ bàn giao các dự án đã mở bán trước như Ocean Park 1-2-3, cùng Royal Island.

### Triển vọng 2025-2026

Với kì vọng thị trường bất động sản hồi phục tích cực hơn nhờ khơi thông pháp lý và tâm lý lạc quan, cùng kế hoạch triển khai các dự án trọng điểm quy mô lớn của Vinhomes, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh Vinhomes giai đoạn 2025-2026 như sau:

- 2025: Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 124,899 tỷ VND (+22% YoY) và 31,424 tỷ VND (-0.3% YoY), chủ yếu nhờ tiếp tục bàn giao các dự án Royal Island, Ocean Park 2-3.
- 2026: Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 105,400 tỷ VND (-16% YoY) và 34,414 tỷ VND (+9.5% YoY) nhờ bàn giao các dự án trọng điểm giai đoạn mới như: Wonder City, Dương Kinh Kiến Thụy và Hậu Nghĩa Đức Hòa.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro chu kỳ: Chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động kinh tế vĩ mô; (2) Rủi ro chính sách: Chịu sự điều tiết chặt chẽ bởi Chính phủ do có tầm quan trọng đối với nền kinh tế.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>62,393</b>	<b>103,334</b>	<b>102,045</b>	<b>124,899</b>	<b>105,400</b>
LN HKKD (tỷ VND)	25,621	27,933	23,641	32,955	32,185
<b>LN thuần (tỷ VND)</b>	<b>28,831</b>	<b>33,125</b>	<b>31,527</b>	<b>31,424</b>	<b>34,414</b>
EPS (đồng)	6,611	7,597	7,665	7,635	8,362
BPS (đồng)	33,349	41,177	49,199	56,579	64,957
Biên LN gộp (%)	49%	34%	32%	35%	36%
Biên LNST (%)	47%	32%	34%	25%	33%
<b>ROE (%)</b>	<b>19.6%</b>	<b>18.2%</b>	<b>15.9%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.3%</b>
PER (x)	7.2	6.3	6.2	8.7	8.0
PBR (x)	1.4	1.1	1.0	1.2	1.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

## MỤC LỤC

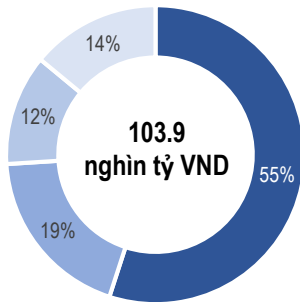
- 3 **Cập nhật kết quả kinh doanh 2024**
- 4 **Dự phóng kết quả kinh doanh 2025 - 2026**
- 5 **Định giá và khuyến nghị**
- 6 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 12 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2024

Khoản mục (Tỷ VND)	Q4/2023	Q4/2024	YoY	2023	2024	YoY	
<b>Doanh thu thuần</b>	8,698	33,136	281%	103,334	102,045	-1.2%	Doanh thu chủ yếu đến từ việc bàn giao sản phẩm tại các dự án đã được mở bán trước đó như: Vinhomes Ocean Park 1-2-3 (55.5 nghìn tỷ VND) và Golden Avenue (4.2 nghìn tỷ VND)
<i>Doanh thu bàn giao bất động sản</i>	3,932	25,727	554%	89,669	73,203	-18.4%	
<i>Doanh thu khác</i>	4,766	7,409		13,887	28,842		Doanh thu khác (chủ yếu cung cấp dịch vụ xây dựng) đã tăng mạnh tỷ trọng lên mức 39.4% trong năm 2024 (2023: 15.5%)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>882</b>	<b>11,956</b>	<b>1256%</b>	<b>35,590</b>	<b>32,425</b>	<b>-8.9%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	10.1%	36.1%		34.5%	31.8%		Do đóng góp cao hơn của doanh thu khác (biên lợi nhuận thấp hơn)
Doanh thu tài chính	4,912	10,500	114%	19,954	26,343	32.0%	Lợi nhuận được chia theo hình thức hợp tác kinh doanh BCC dự án Vinhomes Royal Island: 18,956 tỷ VND
Lợi nhuận trước thuế	1,323	15,852	1098%	43,310	40,860	-5.7%	
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>826</b>	<b>11,536</b>	<b>1297%</b>	<b>33,125</b>	<b>31,527</b>	<b>-4.8%</b>	

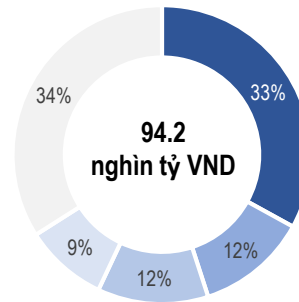
Trọng điểm kinh doanh năm 2024 của Vinhomes là mở bán dự án Vinhomes Royal Island vào tháng 03/2024, đây là dự án đóng góp hơn một nửa doanh thu mở bán của Vinhomes trong năm từ đó giúp Vinhomes đạt mức **103.9 nghìn tỷ VND**, tăng **19.4%** so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, Vinhomes tiếp tục bán các phân khu còn lại thuộc các dự án siêu đô thị Vinhomes Ocean Park 1-2-3. Tính tới thời điểm cuối năm 2024, doanh thu chưa ghi nhận của Vinhomes **đạt 94.2 nghìn tỷ VND (-6% YoY)** với đóng góp chủ yếu từ các dự án kể trên.

Doanh thu mở bán VHM năm 2024



■ Royal Island ■ Ocean Park 3 ■ Ocean Park 2 ■ Khác

Doanh thu chưa ghi nhận VHM thời điểm cuối năm 2024



■ Royal Island ■ Ocean Park 3 ■ Ocean Park 2 ■ Golden Avenue ■ Khác

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2025-2026

Theo kế hoạch do Vinhomes chia sẻ, trong vòng 2 năm tới 2025-2026, Vinhomes sẽ tập trung triển khai các dự án trọng điểm gồm: Wonder City, Dương Kinh Kiến Thụy, Hậu Nghĩa Đức Hòa, Long Beach và Phước Vĩnh Tây. Chi tiết thực trạng các dự án kể trên như sau:

### Cập nhật các dự án trọng điểm Vinhomes giai đoạn 2025-2026

Dự án	Vị trí	Diện tích	Lợi ích của VHM	Tình trạng
<b>Wonder City</b>	Hà Nội	133 ha	100%	Đang hoàn tất giấy tờ pháp lý
<b>Dương Kinh Kiến Thụy</b>	Hải Phòng	241 ha	100%	Đã phê duyệt tiền sử dụng đất
<b>Hậu Nghĩa Đức Hòa</b>	Long An	197 ha	76.9%	Đã có giấy phép đầu tư. Đang giải phóng mặt bằng.
<b>Long Beach</b>	TP. Hồ Chí Minh	2,870 ha	100%	Đã có Quy hoạch 1/500
<b>Phước Vĩnh Tây</b>	Long An	1,089 ha	79%	Đang thực hiện đền bù

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Căn cứ vào kế hoạch của doanh nghiệp cùng tình trạng thực tế các dự án, chúng tôi kỳ vọng tiến độ triển khai cụ thể các dự án như sau:

- Năm 2025:

+ Mở bán: Vinhomes sẽ tiếp tục bán các sản phẩm còn lại tại Royal Island, đồng thời mở bán các dự án mới gồm: Wonder City, Dương Kinh Kiến Thụy và Hậu Nghĩa Đức Hòa.

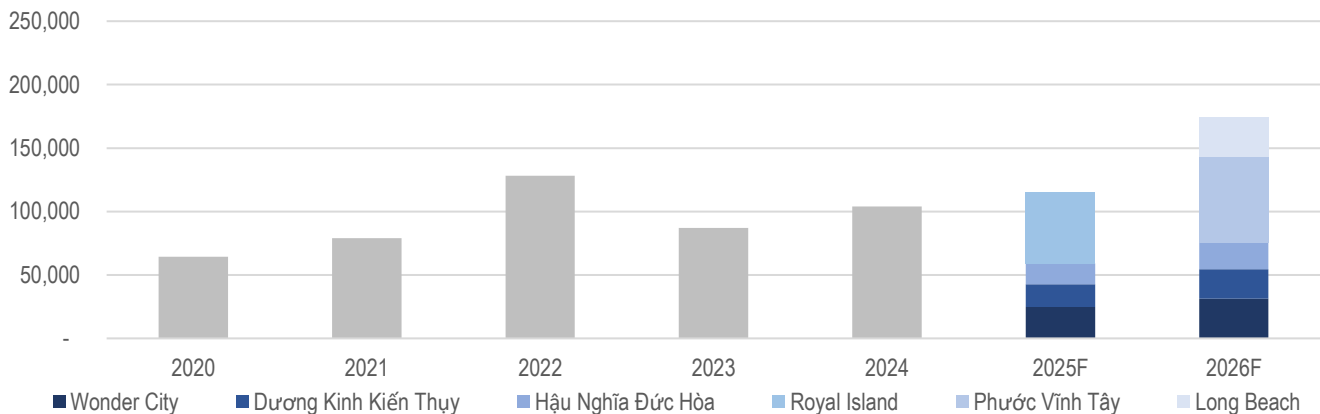
+ Bàn giao: Vinhomes sẽ tiếp tục bàn giao - ghi nhận doanh thu các dự án trước đó gồm: Royal Island, Ocean Park 1-2-3, Golden Avenue và ghi nhận một phần dự án Dương Kinh Kiến Thụy.

- Năm 2026:

+ Mở bán: Vinhomes sẽ mở bán 2 dự án mới gồm Long Beach và Phước Vĩnh Tây song song cùng 3 dự án được mở bán trong 2025.

+ Bàn giao: Các dự án Wonder City, Dương Kinh Kiến Thụy, Hậu Nghĩa Đức Hòa và một phần dự án Phước Vĩnh Tây kỳ vọng sẽ đóng góp chính doanh thu.

### Dự phóng doanh thu mở bán Vinhomes giai đoạn 2025-2026 (Tỷ VND)



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

## Định giá và khuyến nghị

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 66,500 VND

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu VHM với mức giá mục tiêu ở là 66,500 VND tương ứng với mức upside 29.1% (so với giá đóng cửa ngày 25/03/2025 là 51,500 VND) vì tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận các năm tới được đảm bảo bởi kế hoạch triển khai nhiều dự án trọng điểm quy mô lớn.

### Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chính là RNAV để định giá các dự án bất động sản đã có kế hoạch triển khai của Vinhomes; đối với các dự án chưa có kế hoạch, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá. Sau đó, chúng tôi thực hiện chiết khấu 40% giá trị RNAV, nhằm phản ánh mức chiết khấu RNAV trung bình quá khứ của VHM. Chi tiết về mô hình định giá được trình bày dưới bảng sau:

Mô hình định giá cổ phiếu VHM		
	Giá trị (Tỷ VND)	Phương pháp
1. Các dự án đang triển khai	306,818	RNAV
Long Beach	146,524	
Phước Vinh Tây	17,720	
Wonder City	16,197	
Hậu Nghĩa Đức Hòa	14,018	
Khác	111,913	
2. Các dự án chưa triển khai	182,292	So sánh
3. Khác	60,806	BV
<b>Tổng giá trị (1+2+3)</b>	<b>549,916</b>	
Chiết khấu	(219,966)	40%
<b>Tổng giá trị đánh giá lại</b>	<b>329,950</b>	
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	35,176	
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng	(92,329)	
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>	<b>272,797</b>	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	4,107	
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>	<b>66,500</b>	
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)	51,500	
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>29.1%</b>	
<b>WACC và thành phần</b>		
Lợi suất phi rủi ro	3.1%	
Beta	1.1	
Phần bù rủi ro VCSH	8.4%	
Chi phí vốn vay	12.0%	
Chi phí vốn cổ phần	12.3%	
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>	

Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

## Tổng quan doanh nghiệp

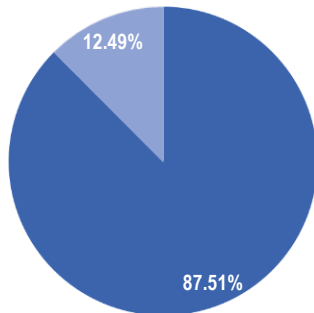
### 1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ phần Vinhomes (HOSE: VHM) có tiền thân là Công ty Cổ phần Đô thị BIDV-PP được thành lập năm 2008. Sau đó vào năm 2018, nhằm thực hiện mục tiêu tái cơ cấu chung của Vingroup, công ty đã được sát nhập cùng với 2 công ty khác trực thuộc tập đoàn để tập trung phụ trách mảng hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản. Cũng trong năm này, vào ngày 17/05/2018, cổ phiếu của Vinhomes – VHM chính thức được niêm yết và giao dịch trên sàn HOSE; VHM đã đóng cửa phiên giao dịch đầu tiên tại mức giá kịch trần 110,500 VND/cổ phiếu, từ đó đưa Vinhomes trở thành doanh nghiệp có vốn hóa lớn thứ 2 trên thị trường chứng khoán Việt Nam – chỉ xếp sau công ty mẹ Vingroup tại thời điểm đấy.

Với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở, từ năm 2010 đến thời điểm ngày 31/12/2024, Vinhomes đã bán lũy kế 252 nghìn sản phẩm căn hộ/biệt thự/nhà phố với doanh số bán hàng lên đến 808 nghìn tỷ VND, từ đó đưa vào vận hành 30 khu đô thị, là nơi an cư cho hơn 493,000 cư dân Vinhomes.

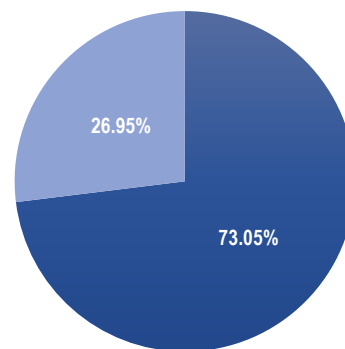
### 2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu VHM theo nhà đầu tư trong và ngoài nước (03/2025)



■ Sở hữu trong nước ■ Sở hữu nước ngoài

Cổ đông lớn VHM (03/2025)



■ Vingroup ■ Khác

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

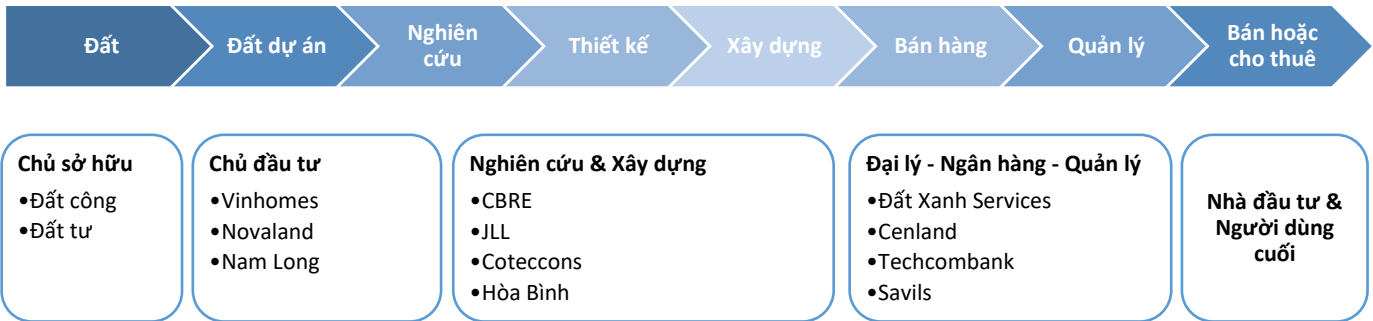
Cơ cấu sở hữu của Vinhomes tương đối tập trung, với cổ đông lớn duy nhất là công ty mẹ - Vingroup, hiện nắm giữ 73.05% cổ phần. Cơ cấu cổ phần cô đặc, với một cổ đông lớn nắm giữ lượng cổ phần kiểm soát - lớn hơn 65%, có thể khiến Vinhomes chịu sự chi phối, phụ thuộc nhiều vào chiến lược Vingroup.

Bên cạnh việc có giá trị vốn hóa thuộc TOP 10 doanh nghiệp lớn nhất thị trường chứng khoán, Vinhomes còn là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành Bất động sản và còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, vì thế cổ phiếu VHM không những được nắm giữ bởi các quỹ đầu tư thụ động, mô phỏng chỉ số ETF mà còn là cổ phiếu yêu thích – chiếm tỷ trọng cao trong danh mục của các quỹ đầu tư chủ động trong và ngoài nước.

### 3. Hoạt động kinh doanh

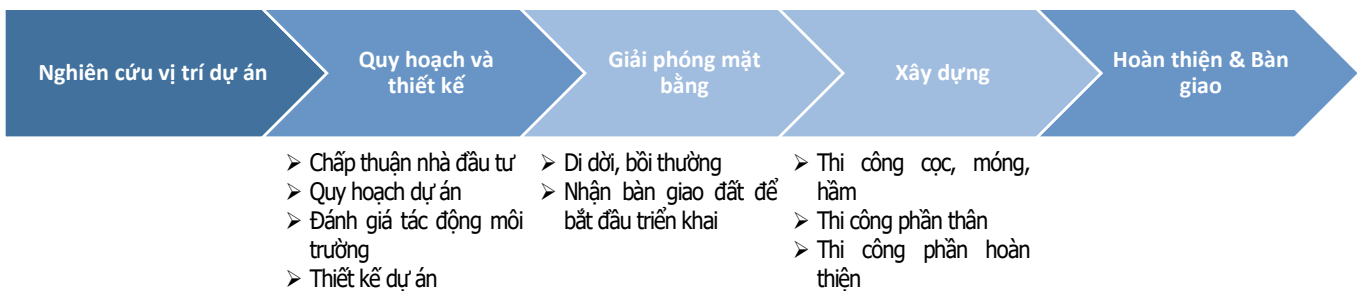
#### Vinhomes trong chuỗi giá trị ngành Bất động sản Việt Nam

Trong ngành Bất động sản, Vinhomes tham gia với vai trò chính là chủ đầu tư – đơn vị phát triển bất động sản. Bên cạnh chủ đầu tư, còn nhiều chủ thể khác tham gia vào các giai đoạn từ trước khi dự án được đầu tư, triển khai và cả sau khi dự án được hoàn thiện, bàn giao; từ đó tạo nên chuỗi giá trị ngành Bất động sản Việt Nam. Chi tiết các đối tượng tham gia ở mỗi giai đoạn của chuỗi giá trị như sau:



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Về mô hình phát triển bất động sản, hầu như các chủ đầu tư – đơn vị phát triển dự án đều tương đối giống nhau, bao gồm cả Vinhomes. Sự khác biệt chủ yếu đến từ khả năng phát triển dự án hiệu quả từ việc nghiên cứu – lựa chọn dự án tiềm năng, đến hồ sơ năng lực tốt giúp rút ngắn quy trình pháp lý...Chi tiết mô hình phát triển bất động sản Vinhomes:

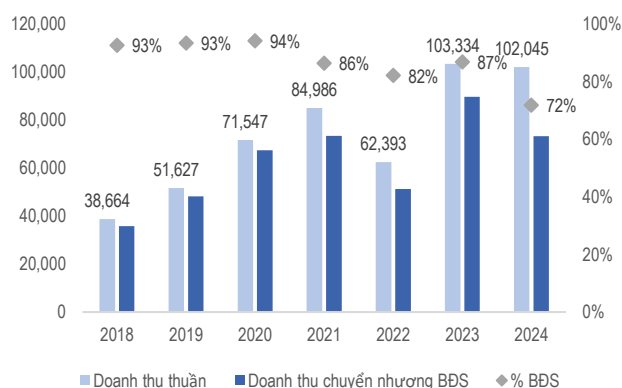


Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

#### Phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở là mảng kinh doanh cốt lõi của Vinhomes

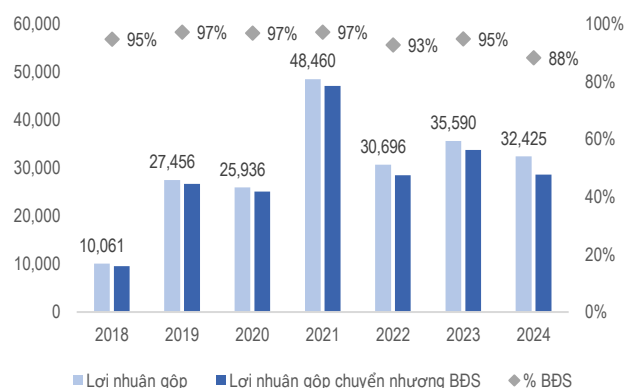
Xuyên suốt quá trình từ lúc mới thành lập, qua giai đoạn tái cơ cấu và cho tới thời điểm hiện tại, Vinhomes vẫn luôn tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở, bên cạnh đó công ty cũng tham gia các lĩnh vực liên quan, phụ trợ như: Dịch vụ tổng thầu, tư vấn thiết kế; dịch vụ quản lý bất động sản, dịch vụ cho thuê bất động sản...để hỗ trợ cho hoạt động đầu tư – phát triển dự án.

**Chuyển nhượng BĐS luôn chiếm tỷ trọng lớn tổng doanh thu VHM (Tỷ VND)**



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

**Lợi nhuận gộp VHM cũng phần lớn đến từ chuyển nhượng BĐS (Tỷ VND)**



Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

Có thể thấy, mảng phát triển và kinh doanh bất động sản luôn duy trì tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Vinhomes.

**Sản phẩm đa dạng loại hình và đầy đủ phân khúc**

Vinhomes là một trong số ít chủ đầu tư bất động sản tham gia cung cấp đa dạng loại hình sản phẩm và đầy đủ phân khúc trên thị trường. Về loại hình, Vinhomes thực hiện đầu tư chung cư và bất động sản liền thổ: biệt thự/shophouse; trong đó, đổi với loại hình chung cư, Vinhomes có 4 dòng thương hiệu bao gồm: Happy Home, Sapphire, Ruby, Diamond lần lượt tương ứng với các phân khúc: Bình dân – nhà ở xã hội, Trung cấp, Cao cấp, Hạng sang.

Các thương hiệu căn hộ của Vinhomes				
Đặc điểm	Happy Home	Sapphire	Ruby	Diamond
Khoảng giá (Triệu VND/m <sup>2</sup> )	<30	30-35	40-50	>60
Phân khúc	Bình dân – Nhà ở xã hội	Trung cấp	Cao cấp	Hạng sang
Tỷ trọng nhu cầu đối với phân khúc	74.9%	19.4%	4.4%	1.3%
Diện tích căn hộ (m <sup>2</sup> )	12-50	28-75	30-140	50-180
Chiều cao trần (m)	N/a	3.2	3.4	3.4
Hành lang (m)	N/a	1.6	1.8	1.8

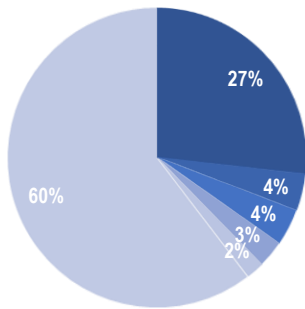
Nguồn: VHM, CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Dẫn đầu về thị phần toàn thị trường bất động sản nhà ở và tất cả các loại hình tham gia**

Trong giai đoạn 2016-2023 Vinhomes chiếm đến 27% thị phần toàn thị trường bất động sản nhà ở - là chủ đầu tư có thị phần cao nhất, bỏ xa vị trí thứ 2 chỉ chiếm 4% và bằng 3 lần tổng thị phần của 4 chủ đầu tư xếp sau. Đồng thời, nhờ hiểu rõ và đáp ứng được nhu cầu của các đối tượng khách hàng khác nhau, nên Vinhomes vẫn duy trì vị thế đứng đầu về thị phần ở tất cả các phân khúc, loại hình sản phẩm mà Vinhomes tham gia.

**Vinhomes đứng đầu thị phần toàn thị trường bất động sản nhà ở**

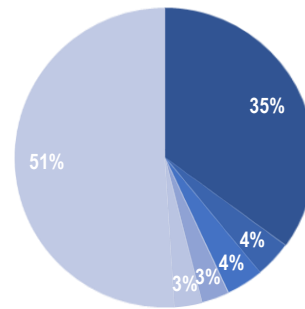
■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Xét riêng loại hình nhà liền thổ, Vinhomes vẫn dẫn đầu về thị phần**

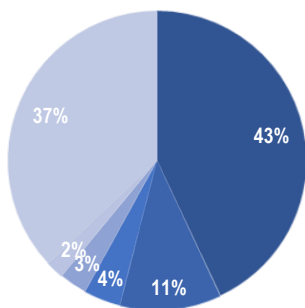
■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Vinhomes chiếm đến 44% thị phần căn hộ phân khúc cao cấp và**

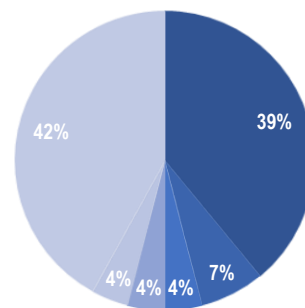
■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**43% thị phần căn hộ phân khúc trung cấp**

■ VHM ■ Vị trí thứ 2 ■ Vị trí thứ 3 ■ Vị trí thứ 4 ■ Vị trí thứ 5 ■ Khác



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam



**Chủ đầu tư uy tín hàng đầu thị trường**

Uy tín của Vinhomes dưới tư cách là một doanh nghiệp phát triển bất động sản đã được công nhận rộng rãi, đặc biệt bởi các tổ chức đánh giá – bình chọn có phương pháp, chuyên môn cao. Vinhomes đã đạt được các giải thưởng như: Top 1 chủ đầu tư bất động sản Việt Nam 2019-2023, Huy chương vàng - Công ty bất động sản tốt nhất Việt Nam bởi Finance Asia Awards 2023, Top 10 chủ đầu tư bất động sản hàng đầu Việt Nam bởi BCI Asia Award 2022 và rất nhiều giải thưởng khác.

Giá trị thương hiệu của Vinhomes được định giá ở mức 1.74 tỷ USD bởi Brand Finance 2023, từ đó giúp Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản Việt Nam đầu tiên lọt vào TOP 20 thương hiệu bất động sản giá trị nhất thế giới.

Bên cạnh đó, các dự án bất động sản Vinhomes phát triển cũng đạt được nhiều giải thưởng như:

- Vinhomes Riverside: Bất động sản tốt nhất thế giới.
- Vinhomes Central Park: Dự án phức hợp tốt nhất Châu Á – Thái Bình Dương.
- Vinhomes Grand Park: Dự án nhà ở cao tầng tốt nhất Việt Nam.
- Vinhomes Ocean Park: Dự án phức hợp tốt nhất Việt Nam.
- Vinhomes Smart City: Nhà phát triển đô thị tốt nhất.

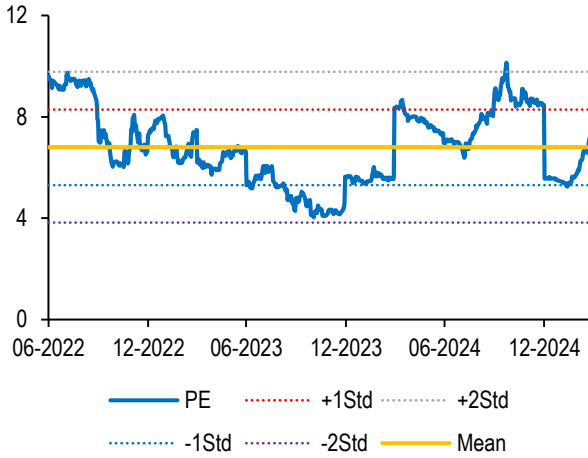


**Thành phố Ocean City với quy mô lên đến 1,200 ha hình thành từ 3 đại đô thị Vinhomes Ocean Park, The Empire và The Crown**



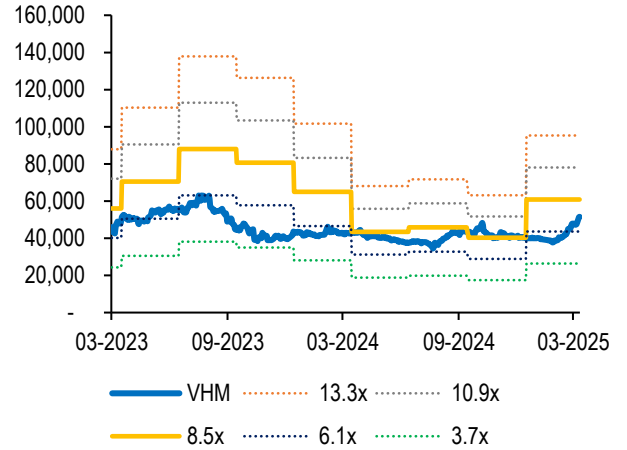
**Tòa nhà cao nhất Việt Nam: Landmark 81 thuộc khu đô thị Vinhomes Central Park là biểu tượng của Tp. Hồ Chí Minh**

**PER của VHM**



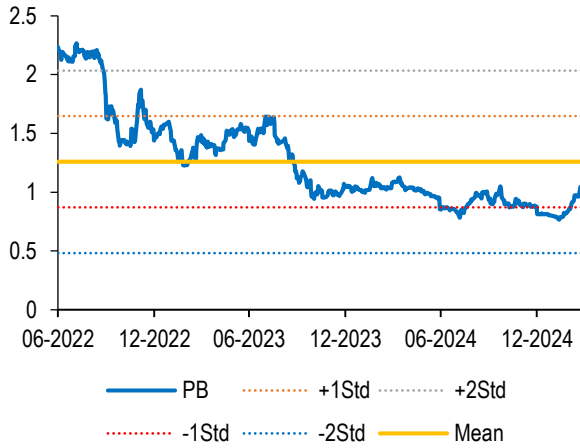
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PER của VHM**



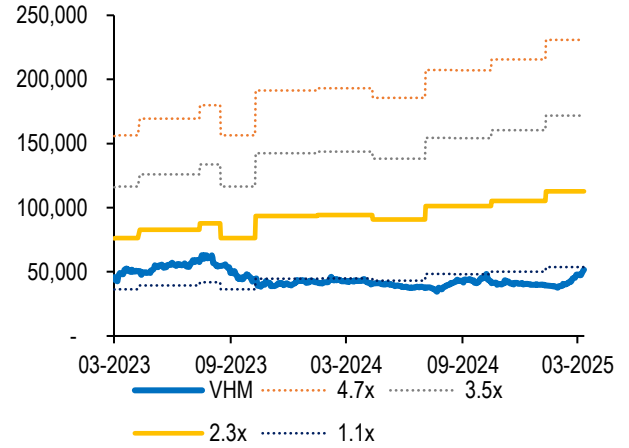
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PBR của VHM**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PBR của VHM**



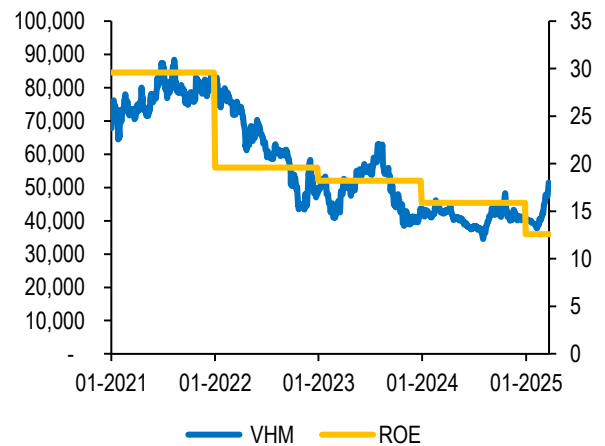
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**EV/EBITDA của VHM**



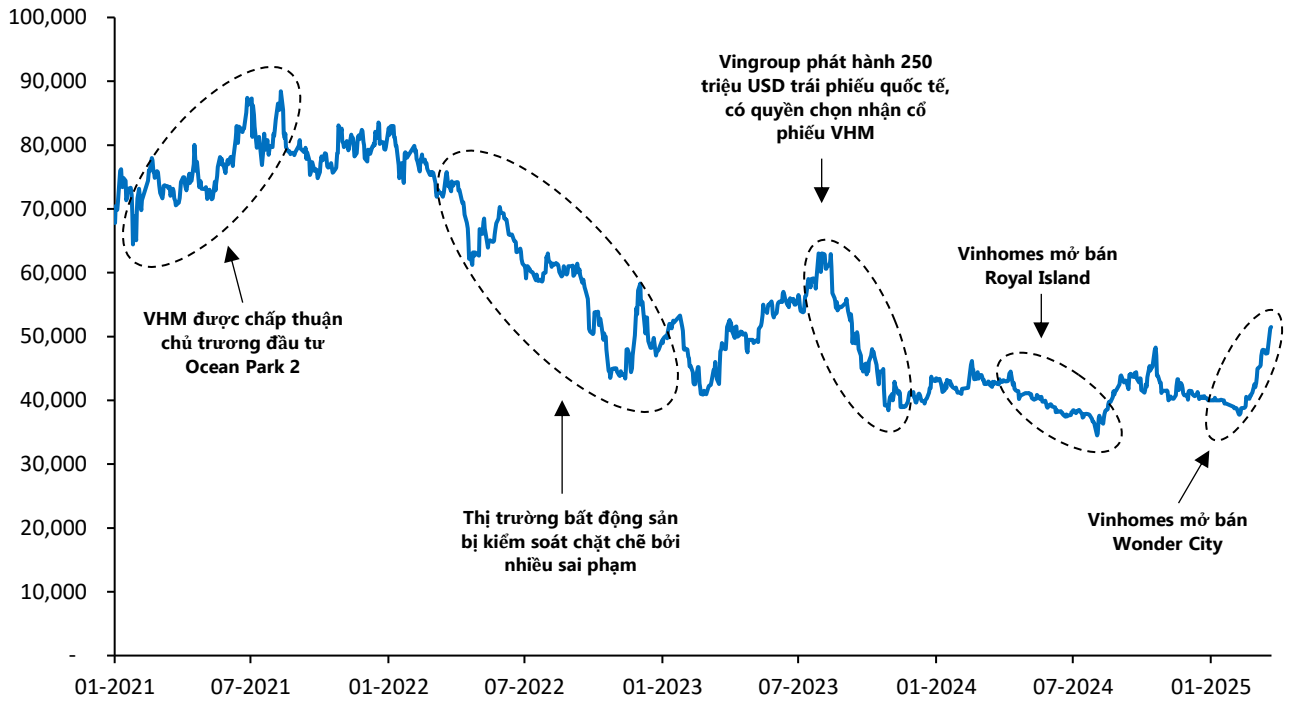
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Giá và ROE dự phóng của VHM**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Những sự kiện quan trọng của VHM**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Phụ lục: Báo cáo tài chính**

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>62,393</b>	<b>103,334</b>	<b>102,045</b>	<b>124,899</b>	<b>105,400</b>
Giá vốn hàng bán	(31,696)	(67,744)	(69,620)	(81,576)	(67,157)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>30,696</b>	<b>35,590</b>	<b>32,425</b>	<b>43,323</b>	<b>38,243</b>
Chi phí bán hàng	(2,432)	(3,474)	(3,938)	(4,647)	(2,715)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(2,644)	(4,183)	(4,846)	(5,720)	(3,342)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	<b>25,621</b>	<b>27,933</b>	<b>23,641</b>	<b>32,955</b>	<b>32,185</b>
Doanh thu tài chính	16,690	20,363	26,343	12,543	17,865
Chi phí tài chính khác	(2,319)	(905)	(1,328)	-	-
Chi phí lãi vay	(2,076)	(3,092)	(7,301)	(8,154)	(9,702)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	56	11	3	-	-
Lãi/lỗ khác	670	(1,066)	(497)	(211)	(117)
<b>LN trước thuế</b>	<b>38,643</b>	<b>43,244</b>	<b>40,860</b>	<b>37,133</b>	<b>40,231</b>
Thuế thu nhập DN	(9,481)	(9,957)	(5,808)	(5,586)	(5,053)
<b>LN sau thuế</b>	<b>29,162</b>	<b>33,287</b>	<b>35,052</b>	<b>31,547</b>	<b>35,178</b>
CĐTS	331	161	3,525	123	765
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>28,831</b>	<b>33,125</b>	<b>31,527</b>	<b>31,424</b>	<b>34,414</b>
EBITDA	26,837	30,084	25,311	33,972	33,044
EPS	6,611	7,597	7,665	7,635	8,362

**Lưu chuyển tiền tệ**

Năm (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Lãi trước thuế</b>	<b>38,643</b>	<b>43,244</b>	<b>40,860</b>	<b>37,133</b>	<b>40,231</b>
Khấu hao và phân bổ	1,217	2,150	1,670	1,017	858
Thay đổi vốn lưu động	9,598	(8,616)	(26,985)	(26,327)	(80,942)
Điều chỉnh khác	(18,454)	(21,476)	(36,982)	(23,610)	(27,252)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>31,004</b>	<b>15,302</b>	<b>(21,436)</b>	<b>(11,787)</b>	<b>(67,105)</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(18,299)	(13,703)	(11,905)	(1,000)	(1,000)
Đầu tư khác	(8,530)	(19,567)	34,923	4,956	5,576
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(26,829)</b>	<b>(33,270)</b>	<b>23,018</b>	<b>3,956</b>	<b>4,576</b>
Tiền chi trả cổ tức	(9,384)	-	(605)	(192)	-
Tiền từ vay ròng	11,400	21,238	24,373	11,372	33,338
Tiền thu khác	-	17	(10,462)	0	(0)
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>2,016</b>	<b>21,255</b>	<b>13,306</b>	<b>11,180</b>	<b>33,338</b>
Dòng tiền đầu kỳ	4,626	10,817	14,103	28,991	32,338
Tiền trong kỳ	6,191	3,287	14,887	3,348	(29,191)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>10,817</b>	<b>14,104</b>	<b>28,991</b>	<b>32,338</b>	<b>3,147</b>

**Bảng cân đối kế toán**

Năm (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>196,535</b>	<b>242,341</b>	<b>287,466</b>	<b>332,248</b>	<b>473,575</b>
Tiền và tương đương tiền	10,817	14,103	28,991	32,338	3,147
Đầu tư ngắn hạn	6,297	3,834	3,270	3,270	3,270
Phải thu ngắn hạn	96,209	132,871	171,858	146,934	197,727
Hàng tồn kho	64,362	55,318	48,723	115,081	234,807
TS ngắn hạn khác	18,851	36,215	34,624	34,624	34,624
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>165,277</b>	<b>202,290</b>	<b>273,258</b>	<b>273,988</b>	<b>290,664</b>
Tài sản hữu hình	9,340	11,671	14,693	18,392	21,513
Tài sản dở dang dài hạn	50,683	60,790	83,691	63,691	63,691
Đầu tư dài hạn	15,524	17,037	17,216	17,216	17,216
Tài sản dài hạn khác	89,731	112,792	157,659	174,690	188,245
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>361,813</b>	<b>444,631</b>	<b>560,724</b>	<b>606,236</b>	<b>764,240</b>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>187,762</b>	<b>211,073</b>	<b>290,350</b>	<b>274,597</b>	<b>378,896</b>
Nợ phải trả	15,031	20,452	18,765	34,524	70,442
Vay ngắn hạn	15,330	18,290	43,306	23,060	37,872
Nợ ngắn hạn khác	157,401	172,331	228,279	217,012	270,582
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>25,528</b>	<b>50,921</b>	<b>49,931</b>	<b>80,760</b>	<b>99,287</b>
Vay dài hạn	20,876	38,394	37,986	69,603	88,130
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	917	771	472	-	-
Nợ dài hạn khác	3,735	11,756	11,473	11,157	11,157
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>213,291</b>	<b>261,994</b>	<b>340,281</b>	<b>355,357</b>	<b>478,182</b>
Vốn góp	43,544	43,544	41,074	41,074	41,074
LN chưa phân phối	99,934	133,392	166,651	198,075	232,489
Vốn chủ khác	476	1,106	1,111	-	(0)
Cổ đông thiểu số	3,309	3,335	18,362	18,485	19,250
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>148,522</b>	<b>182,636</b>	<b>220,443</b>	<b>250,879</b>	<b>286,057</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>361,813</b>	<b>444,631</b>	<b>560,724</b>	<b>606,236</b>	<b>764,240</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	4,354	4,354	4,107	4,107	4,107
Giá trị sổ sách (VND/cp)	33,349	41,177	49,199	56,579	64,957

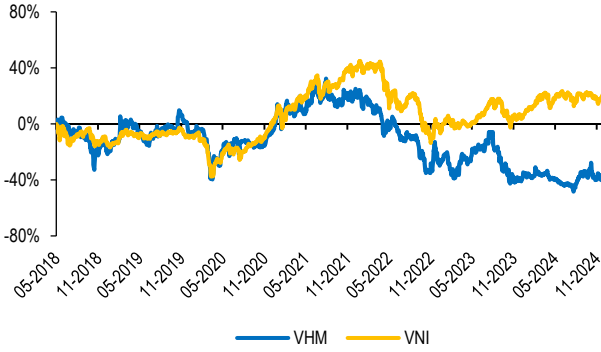
**Chỉ số tài chính**

Năm (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT ngắn hạn	1.0	1.1	1.0	1.2	1.2
Hệ số TT nhanh	0.7	0.9	0.8	0.8	0.6
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Hệ số Ng/TTS	10%	13%	14%	15%	16%
Hệ số Ng/Nguồn vốn	25%	32%	40%	40%	47%
<b>Năng lực hoạt động</b>					
Số ngày HTK	742	298	256	515	1,276
Số ngày phải thu	563	469	615	429	685
Số ngày phải trả	766	580	759	669	1,276
Vòng quay tiền mặt	539	187	112	275	685
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>					
Biên Lợi nhuận gộp	49%	34%	32%	35%	36%
Biên Lợi nhuận ròng	47%	32%	34%	25%	33%
ROE	19.6%	18.2%	15.9%	12.6%	12.3%
ROA	8.1%	7.5%	6.3%	5.2%	4.6%
<b>Định giá</b>					
PE	7.2	6.3	6.2	8.7	8.0
PB	1.4	1.1	1.0	1.2	1.0
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng DTT	-27%	66%	-1%	23%	-16%
Tăng trưởng EBIT	-40%	9%	-15%	39%	-2%
Tăng trưởng LNNT	-25%	14%	5%	-10%	12%
Tăng trưởng EPS	-26%	15%	1%	0%	10%

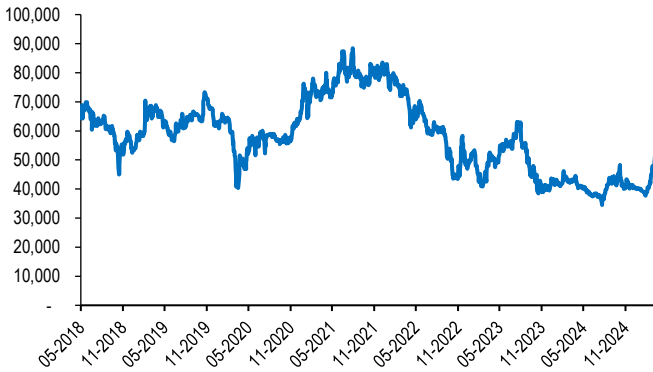
Nguồn: VHM, Shinhan Securities Vietnam

## CTCP Vinhomes (VHM VN)

### Giá cổ phiếu



### Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
02/02/2024 (BC lần đầu)	MUA	77,000	49.5	16.3/109.5
25/03/2025 (BC cập nhật)	MUA	66,500	55.6	29.1/95.6

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Ngọc Lê

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VHM VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,  
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000