Equity Report: CTCP Vinhomes

Analyst
Phan The Le
Mail: thelp@gtht.com.vn – ext 702

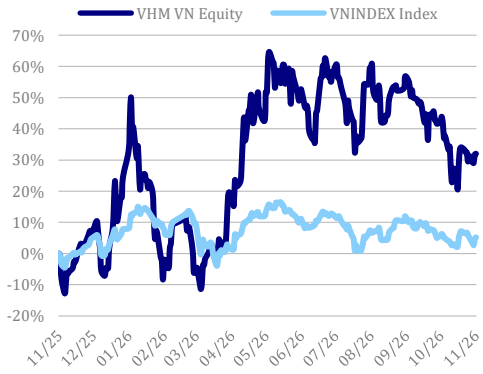
10/11/2026

Lợi nhuận vượt kế hoạch cả năm, tăng trưởng tập trung vào bán buôn và đi kèm nhu cầu vốn lớn

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2026, VHM ghi nhận LNST hợp nhất đạt mức kỷ lục 75,059 tỷ đồng, gấp 4.9 lần cùng kỳ và bằng 125% kế hoạch năm. Doanh thu thuần tăng 302% lên 202,586 tỷ đồng, chủ yếu nhờ bán buôn tại Green Paradise, Global Gate Hạ Long và Saigon Park. Cơ cấu bán buôn, chủ yếu là đất đã có hạ tầng ngoài nhưng chưa hoàn thiện hạ tầng nội khu, đưa biên gộp lên 58.6%, từ 34.9% cùng kỳ. Ở phía bán hàng, doanh số 9 tháng đạt 219,600 tỷ, vượt cả năm 2025; riêng 3Q, bán lẻ chiếm 81% doanh số. Backlog tại 30/9 đạt 185,600 tỷ, gần như đi ngang so với cuối năm 2025 do doanh thu ghi nhận trong 9 tháng xấp xỉ doanh số mới ký trong khi phần bán lẻ mới ký chủ yếu sẽ được ghi nhận khi các đại dự án bước vào giai đoạn bàn giao. Tổng tài sản tăng 69% so với đầu năm, được tài trợ chủ yếu bằng nợ vay và vốn góp, đặt cọc từ đối tác; trong khi VHM tiếp tục mở rộng quỹ đất. Kết quả 9M cho thấy lợi nhuận ghi nhận tăng mạnh, nhưng do phần lớn đến từ bán buôn, chưa đủ cơ sở để xem đây là mặt bằng lợi nhuận mới.

Recommendation:	**TRUNG LẬP**
6-18m TP:	**VND 71,000**
Upside	+14.51%
Current price: (10/11/2026)	VND 62,000

Price performance



Price change	1 M	3 M	1Y
% Abs.	-7.32%	-17.3%	31.99%
% Rel to VNIndex	-6.61%	-15.2%	26.81%
Avg price (VND)	63,152	68,224	62,383

Source: Bloomberg, FiinX, Guotai Haitong (VN)

Nhận định và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với **VHM** với giá mục tiêu **71,000** với các luận điểm đầu tư sau: (1) Bán buôn tiếp tục dẫn dắt lợi nhuận, nhưng nhu cầu vốn phát triển quỹ đất hấp thụ phần lớn dòng tiền thu về; (2) Doanh số và backlog tạo dư địa tăng trưởng trung hạn, sức cầu bán lẻ và khả năng tài trợ dự án quyết định tốc độ chuyển hóa doanh thu.

Rủi ro đầu tư: Sức cầu kênh bán lẻ suy yếu do mặt bằng lãi suất cao; Rủi ro tập trung doanh số vào các đại dự án; Áp lực tái tài trợ do đội chi phí vốn; Rủi ro pháp lý dự án.

Shares in issue (m)	8,214.82	Major shareholder	Vingroup JSC. 71.70%
Market cap. (VND b)	501,104.2	Free float (%)	30.0%
3-month average vol. ('000)	374.92	D/E	0.76
52-week high/ low (VND)	71,300/48,700		

Source: VHM, Bloomberg, Guotai Haitong (VN).

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 VÀ 9T2026

Tóm tắt KQKD

Chỉ tiêu (đvt: Tỷ VND)	3Q2025	3Q2026	% YoY	9T2025	9T2026	% YoY
Doanh thu thuần	**16,420**	**85,364**	**420%**	**50,413**	**202,586**	**302%**
Giá vốn hàng bán	(12,436)	(33,874)	172%	(32,795)	(83,961)	156%
Lợi nhuận gộp	**3,984**	**51,490**	**1,192%**	**17,618**	**118,625**	**573%**
Doanh thu tài chính	7,900	5,064	(36%)	21,831	14,321	(34%)
Trong đó: LN từ HĐ hợp tác đầu tư, kinh doanh	*600*	*2,182*	*264%*	*7,021*	*6,426*	*(8%)*
Chi phí tài chính	(4,966)	(24,398)	391%	(16,828)	(33,433)	99%
Trong đó: Chi phí lãi vay	*(2,699)*	*(4,533)*	*68%*	*(8,794)*	*(10,958)*	*25%*
Trong đó: LN chia cho đối tác BCC	*(2,267)*	*(19,866)*	*776%*	*(8,034)*	*(22,475)*	*180%*
Lãi/(lỗ) LDLK & thanh lý BĐS đầu tư	1	(57)	n.m.	366	(93)	n.m.
Chi phí bán hàng	(448)	(415)	(7%)	(1,088)	(1,551)	43%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,231)	(2,114)	72%	(3,551)	(4,687)	32%
Lợi nhuận từ HĐKD	**5,240**	**29,569**	**464%**	**18,348**	**93,183**	**408%**
Thu nhập khác, ròng	180	(46)	n.m.	(55)	(372)	n.m.
Lợi nhuận trước thuế	**5,420**	**29,523**	**445%**	**18,293**	**92,811**	**407%**
Thuế TNDN	(985)	(6,502)	560%	(2,980)	(17,752)	496%
Lợi nhuận sau thuế	**4,436**	**23,021**	**419%**	**15,313**	**75,059**	**390%**
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	252	(125)	n.m.	932	3,678	295%
LNST cổ đông công ty mẹ	**4,184**	**23,146**	**453%**	**14,381**	**71,381**	**396%**
Cơ cấu doanh thu						
Chuyển nhượng bất động sản	3,705	75,750	1,945%	20,149	170,070	744%
Doanh thu khác	12,715	9,614	(24%)	30,264	32,516	7%
Quản lý BĐS, cho thuê & dịch vụ	*1,614*	*1,544*	*(4%)*	*4,870*	*5,408*	*11%*
Tổng thầu xây dựng, tư vấn thiết kế, giám sát	*8,896*	*6,057*	*(32%)*	*15,266*	*20,970*	*37%*
Tư vấn, môi giới BĐS	*2,205*	*2,014*	*(9%)*	*10,128*	*6,138*	*(39%)*
Tỷ suất	**3Q2025**	**3Q2026**		**9T2025**	**9T2026**	
Biên lợi nhuận gộp	24.3%	60.3%		34.9%	58.6%	
Biên lợi nhuận gộp mảng bán BĐS	68.4%	66.5%		59.3%	67.0%	

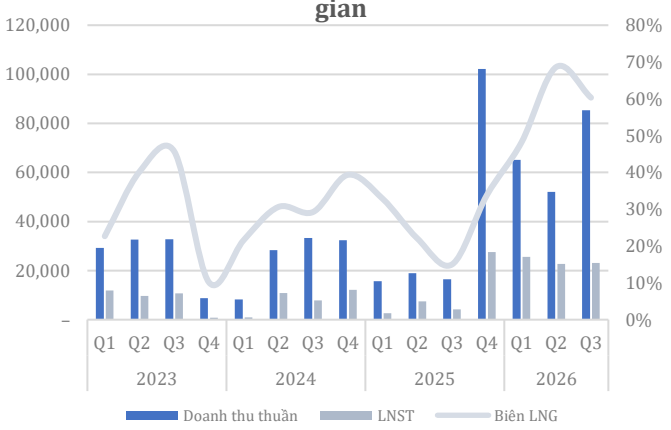
Nguồn: VHM, FiinX, GTHTS tổng hợp

Nhận định KQKD

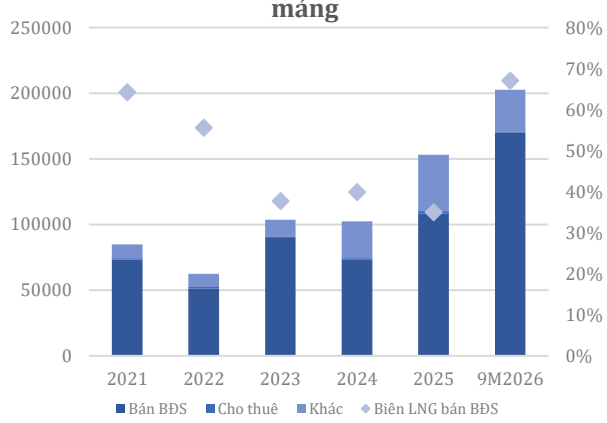
- **Doanh thu ghi nhận tập trung vào bán buôn, trong khi bán lẻ mới cải thiện về doanh số.** Doanh thu bán bất động sản 9T2026 đạt 170,070 tỷ, trong đó bán buôn ước tính đóng góp khoảng 93%, chủ yếu từ Green Paradise 46,000 tỷ, Global Gate Hạ Long 45,300 tỷ, Ocean Park 2 & 3 40,300 tỷ và Sài Gòn Park 26,800 tỷ đồng. Doanh thu bán buôn ghi nhận vượt doanh số bán buôn ký mới trong kỳ, cho thấy kết quả còn bao gồm việc thực hiện các hợp đồng ký từ trước. Ở chiều doanh số, tổng giá trị ký mới đạt VND 219,600bn (+35% YoY), với bán buôn tăng khoảng 57% lên 132,600 tỷ và bán lẻ tăng khoảng 12% lên 87,000 tỷ. Các đại dự án Vinhomes Cần Giờ, Hạ Long Xanh và Hóc Môn tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu bán buôn. Bán lẻ chiếm 81% doanh số Q3 và gấp 3 lần svck, cho thấy sức hấp thụ có dấu hiệu cải thiện nhưng chưa đủ cơ sở để kết luận xu hướng bền vững. ***Vì vậy, trọng tâm đánh giá tăng trưởng tiếp theo là khả năng chuyển hóa backlog bán lẻ thành doanh thu và dòng tiền, thay vì chỉ dựa vào presales.***
- **Lợi nhuận vượt kế hoạch đến từ bán buôn, chưa phải từ bàn giao:** LNST hợp nhất 9M2026 đạt 75,059 tỷ đồng, bằng 125% kế hoạch năm, trong khi doanh thu điều chỉnh mới đạt 82%; mức vượt kế hoạch đến từ biên gộp, không phải từ quy mô doanh thu. Doanh thu BĐS cả ba quý chủ yếu là bán buôn đất chưa đầu tư hạ tầng nội khu, nên biên gộp lên 58.6% svck; còn doanh thu bàn giao bán lẻ ước tính chỉ đạt mức khiêm tốn 12,000 tỷ, chủ yếu đến từ các dự án đã phát triển trước đó. Chúng tôi cho rằng chất lượng của phần lợi nhuận đã ghi nhận còn phụ thuộc vào điều khoản thanh toán và nghĩa vụ hạ tầng còn lại của các giao dịch bán buôn, những thông tin VHM chưa công bố.

- **Dòng tiền kinh doanh chưa phản ánh tiền thu từ khách hàng.** CFO 9M2026 đạt 181,070 tỷ đồng nhờ phải trả tăng 391,929 tỷ đồng, trong đó được hỗ trợ chủ yếu bởi vốn góp của đối tác (+260,817 tỷ đồng), tương đương khoảng hai phần ba mức tăng phải trả, không phải tiền thu từ người mua. Cùng kỳ, VHM chi 272,493 tỷ đồng góp vốn vào đơn vị khác, và tiền cùng tương đương tiền vẫn giảm từ 49,085 tỷ đồng xuống 39,530 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng CFO kỳ này chủ yếu như kết quả của biến động vốn lưu động và nguồn tài trợ, chưa phải thước đo trực tiếp cho tiền thu từ khách hàng.

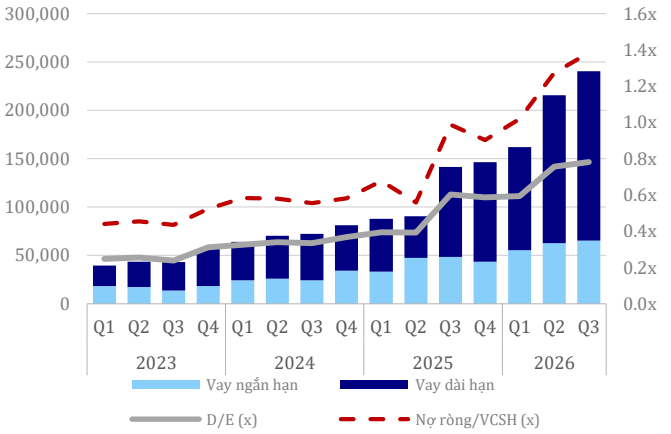
Doanh thu và LNST của VHM theo thời gian



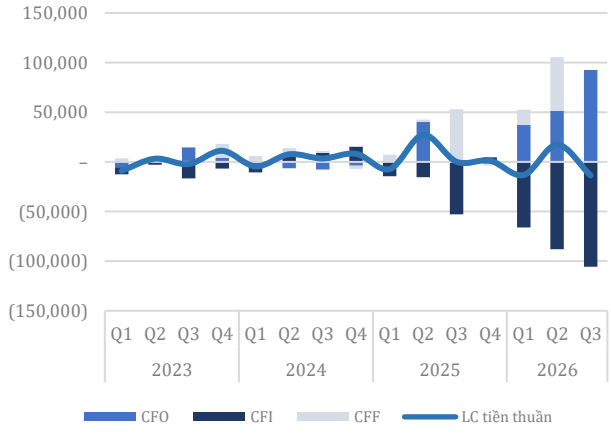
Cơ cấu đóng góp doanh thu theo các mảng



Tình hình nợ vay và sức khỏe tài chính của VHM

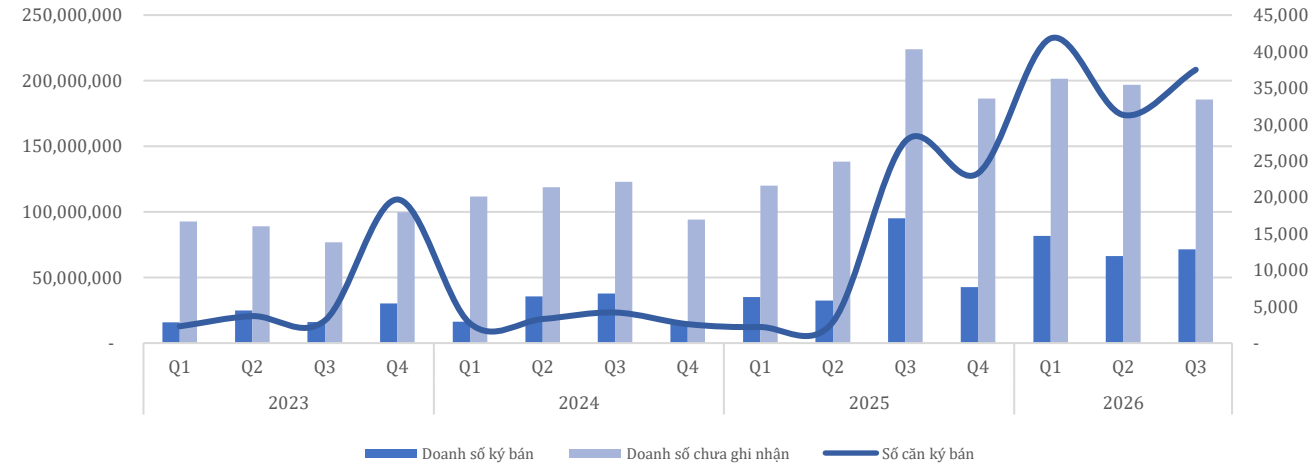


Lưu chuyển tiền tệ trong kỳ



- Bảng cân đối mở rộng mạnh, đi kèm mức độ phụ thuộc cao hơn vào vốn đối tác và nợ vay. Tổng tài sản tăng 70% lên 1,339,199 tỷ đồng, trong đó hàng tồn kho tăng 88% và trả trước người bán tăng gần ba lần, phù hợp với việc mở rộng quỹ đất và triển khai các dự án mới. Về nguồn vốn, vốn góp và đặt cọc của đối tác tăng lên 315,018 tỷ đồng, trong khi nợ vay tăng 64% lên VND 240,622bn; nợ ròng/VCSH theo đó tăng lên 60.2%.

VHM ghi nhận doanh số tăng đáng kể bắt đầu từ giai đoạn Q3 2025



Nguồn: VHM, GTHTS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Bán buôn tiếp tục dẫn dắt lợi nhuận, nhưng nhu cầu vốn phát triển quỹ đất hấp thụ phần lớn dòng tiền thu về.

LNST hợp nhất VHM 9T2026 tăng 390% YoY, tương đương 125% kế hoạch năm, trong khi doanh thu điều chỉnh mới đạt 82% kế hoạch. Chênh lệch này phản ánh cơ cấu ghi nhận nghiêng về bán buôn: kênh này ước tính chiếm khoảng 93% doanh thu BĐS, đưa biên gộp lên 58.6%. Tỷ trọng bán buôn trong doanh số ký mới biến động theo nhịp mở bán, từ khoảng 87% trong Q1, khi Green Paradise, Global Gate Hạ Long và Sài Gòn Park mở các phân khu đầu tiên, xuống 19% trong Q3, khi chưa có thêm phân khu mở bán mới. Diễn biến này cho thấy lợi nhuận từ các dự án mới được ghi nhận tập trung ở giai đoạn đầu, trước khi chuyển sang bàn giao bán lẻ.

Bán buôn giúp VHM thu tiền nhanh: phải thu khách hàng chỉ tăng 18% so với đầu năm, lên 27,032 tỷ đồng, dù doanh thu BĐS gấp 8.2 lần cùng kỳ. Tuy nhiên, **nhu cầu đầu tư quỹ đất còn lớn hơn lợi nhuận** tạo ra: trong 9T2026, đặt cọc đầu tư tăng khoảng 240,000 tỷ đồng và trả trước người bán tăng gần ba lần. Chúng tôi nhận định bán buôn sẽ tiếp tục là động lực lợi nhuận chính, do phần lớn quỹ đất tại các đại dự án hiện hữu chưa được mở bán, trong khi nhiều dự án mới đang hoàn thiện pháp lý. Tuy nhiên, khả năng chuyển hóa lợi nhuận thành dòng tiền tự do phụ thuộc vào vào quy mô đầu tư quỹ đất và khả năng duy trì nguồn giao dịch bán buôn mới với các chủ đầu tư thứ cấp.

2. Doanh số và backlog tạo dư địa tăng trưởng trung hạn, sức cầu bán lẻ và khả năng tài trợ dự án quyết định tốc độ chuyển hóa doanh thu

Doanh số ký mới 9M2026 đạt 219,600 tỷ đồng (+35% YoY), đã vượt cả năm 2025, và backlog đạt 185,600 tỷ đồng, gấp 1.7 lần bình quân 2021-2025, tạo nền doanh thu cho giai đoạn 2027-2028. Tuy nhiên, mức tăng doanh số chủ yếu đến từ bán buôn: doanh số bán lẻ 9M chỉ tăng khoảng 12% và chỉ bứt lên trong Q3, đóng góp 81% doanh số quý nhờ chương trình cố định lãi suất 3-9%/năm của VHM. Trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà tăng lên 12-15%/năm và 55-60% người mua sử dụng đòn bẩy theo công bố của Ban Lãnh đạo VHM, chúng tôi cho rằng sức hấp thụ bán lẻ chưa hoàn toàn phản ánh nhu cầu thị trường bền vững, và cần được kiểm chứng sau khi ưu đãi lãi suất kết thúc.

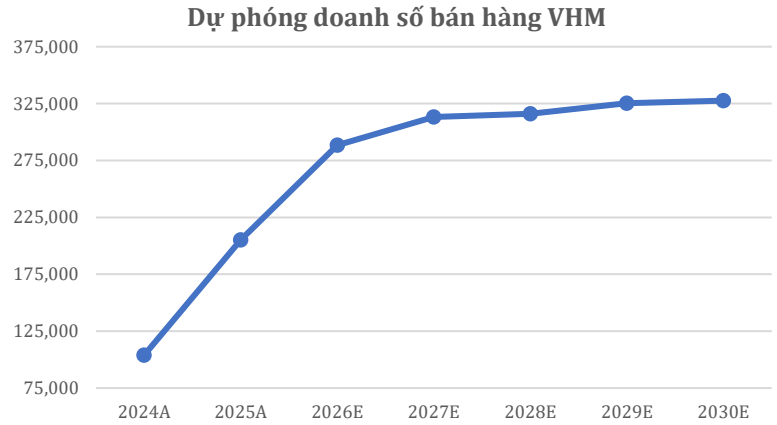
Cơ cấu backlog có khoảng 56% là bán lẻ, tạo nền doanh thu cho các năm tới nhưng chưa đồng nghĩa với dòng tiền có thể thu hồi trong ngắn hạn: khoảng 48% backlog tập trung tại các dự án cũ, còn phần bán lẻ mới tại các đại dự án mới chủ yếu được ghi nhận từ năm 2027. Khoảng chờ này đòi hỏi nguồn vốn lớn, trong khi nợ vay đã tăng 64% lên 240,622 tỷ đồng và tiền mặt giảm còn 39,530 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi nhận định backlog lớn tạo độ phủ doanh thu nhưng chưa đảm bảo chuyển hóa tương ứng thành dòng tiền; sức cầu bán lẻ sau ưu đãi và khả năng cân đối vốn sẽ quyết định tốc độ hiện thực hóa backlog.

RỦI RO ĐẦU TƯ

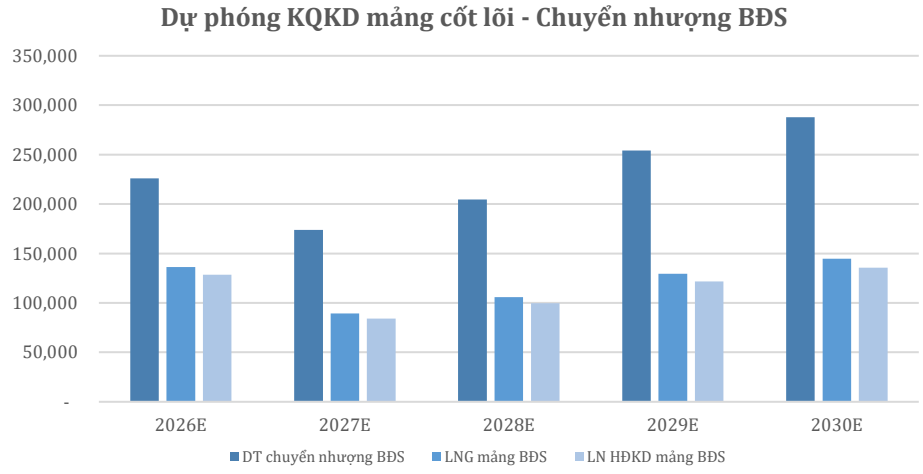
- **Sức cầu bán lẻ suy yếu**: Lãi vay mua nhà thả nổi ở mức cao gây áp lực lên khả năng chi trả và sức hấp thụ sản phẩm, dẫn tới doanh số bán lẻ chậm lại.
- **Tập trung đại dự án:** Green Paradise và Global Gate Hạ Long chiếm khoảng 45% giá trị dự án quy về VHM, khiến triển vọng doanh thu và dòng tiền nhạy cảm với tiến độ triển khai, hấp thụ và bàn giao tại hai dự án.
- **Tái tài trợ và chi phí vốn:** Nợ vay đạt 240,622 tỷ đồng, chi phí nợ bình quân 11.06%; khoảng 49% dư nợ đáo hạn trong 1-3 năm, chủ yếu là trái phiếu. Áp lực tái tài trợ có thể làm tăng chi phí vốn và hạn chế nguồn lực phát triển dự án nếu điều kiện huy động vốn không thuận lợi.
- **Rủi ro thực thi và chính sách**: Các thay đổi về phương pháp xác định giá đất, nghĩa vụ tài chính và chính sách kiểm soát giá bất động sản có thể làm tăng chi phí phát triển dự án, kéo dài thời gian hoàn thiện pháp lý hoặc ảnh hưởng đến sức cầu và biên lợi nhuận.

DỰ PHÓNG KQKD 2026-2027

- Chúng tôi dự phóng doanh số ký mới đạt 280,680 tỷ đồng (+36.7% YoY), thấp hơn cận dưới kế hoạch ĐHĐCĐ là 300,000 tỷ đồng. Dự phóng phản ánh giả định doanh số dự phóng quý 4 đạt 68,943 tỷ đồng, tương đương Q3, thay vì giả định tăng tốc vào cuối năm khi chưa có đủ cơ sở về tiến độ mở bán các phân khu mới. Năm 2027E, doanh số tăng 8.6% lên 313,561 tỷ đồng, dẫn dắt bởi Green Paradise (78,488 tỷ đồng) và Global Gate Hạ Long (64,393 tỷ đồng). Các đại dự án mới gồm Khu đô thị thể thao Olympic, Cam Ranh và Phước Vĩnh Tây được kỳ vọng đóng góp khoảng 31% doanh số.
- Chúng tôi giả định bán buôn duy trì ở mức khoảng 56-58% doanh số giai đoạn 2027E-2028E, tương đương mức bình quân 9T2026. Tỷ trọng bán buôn biến động theo nhịp mở bán phân khu, không phản ánh suy giảm mang tính cơ cấu, phù hợp với mô hình phát triển đô thị tổng thể của VHM, khi các nhà phát triển thứ cấp thường tham gia sớm thông qua giao dịch quy mô lớn. Tuy nhiên, giả định này phụ thuộc vào khả năng huy động vốn và tiêu thụ sản phẩm của đối tác, đặc biệt trong bối cảnh sức cầu bán lẻ còn chịu áp lực từ lãi suất.



- Chúng tôi ước tính doanh thu thuần dự phóng tăng 80% lên 275,712 tỷ đồng năm 2026E, nhờ ghi nhận bán buôn tại Green Paradise, Ocean Park 2 & 3, Global Gate Hạ Long và Sài Gòn Park, cùng các đợt bàn giao đầu tiên tại Green Paradise, Green City và Golden City trong 4Q2026E. Năm 2027E, doanh thu giảm 16% xuống 230,789 tỷ đồng và biên gộp giảm về 42.8%, khi phần lớn backlog bán buôn được ghi nhận trong năm 2026, trong khi bàn giao bán lẻ tại các dự án mới đang trong giai đoạn đầu. Doanh thu dự phóng phục hồi 13% năm 2028E, khi backlog cuối 2027E đạt 277,069 tỷ đồng bắt đầu được chuyển hóa thành doanh thu. Diễn biến này phản ánh tính tập trung của lợi nhuận 2026E và độ trễ trong quá trình hiện thực hóa backlog bán lẻ.



Nguồn: GTHTS ước tính

- LNST công ty mẹ dự phóng đạt 88,846 tỷ đồng năm 2026E (+112% YoY), giảm 10.9% xuống 79,166 tỷ đồng năm 2027E, trước khi tăng 9.6% lên 86,797 tỷ đồng năm 2028E. Chi phí lãi vay tăng 36% lên 15,261 tỷ đồng năm 2026E và lên 19,312 tỷ đồng năm 2027E, khi nợ vay tăng lên 312,966 tỷ đồng để tài trợ quỹ đất và chi phí phát triển.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng điều chỉnh (RNAV) để định giá VHM, nhằm phản ánh giá trị danh mục dự án hiện hữu và tiềm năng phát triển quỹ đất dài hạn. Phạm vi định giá bao gồm các dự án đang triển khai, mở bán và các dự án trong pipeline đã có quy hoạch được chấp thuận, với thời hạn dự phóng đến năm 2035. Các dự án bất động sản được định giá chủ yếu theo phương pháp RNAV, trong khi các mảng kinh doanh khác được đánh giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

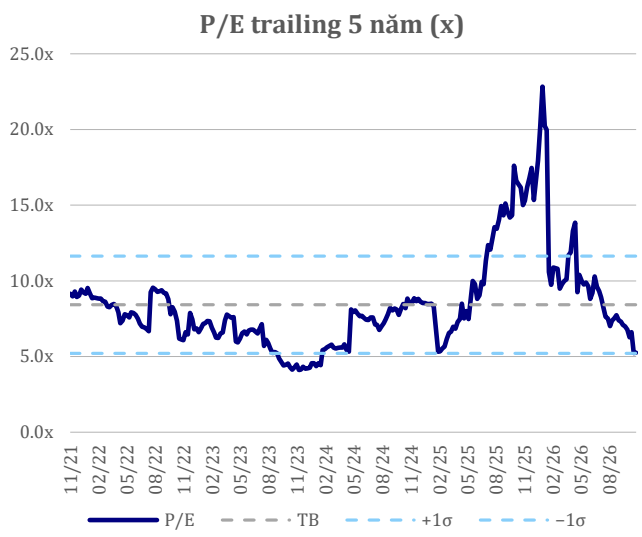
Chúng tôi áp dụng WACC 14.45% để chiết khấu dòng tiền và điều chỉnh giá trị một số dự án thông qua mức chiết khấu riêng, phản ánh rủi ro pháp lý, tiến độ triển khai và khả năng hấp thụ thị trường.

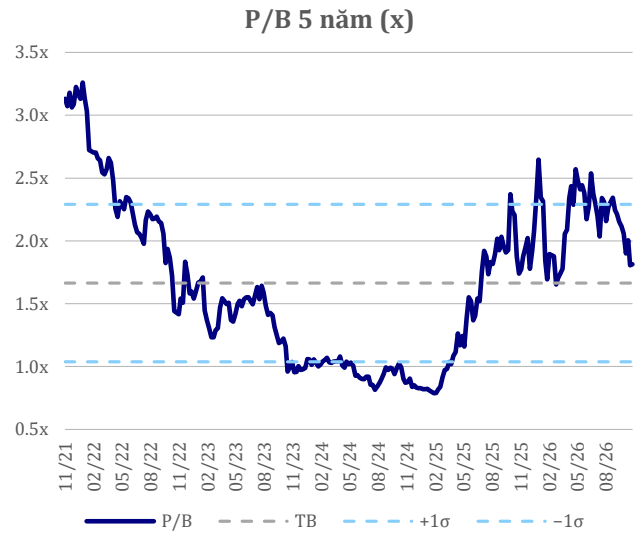
Trên cơ sở đó, chúng tôi xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu **VHM** là **71,000 VNĐ/Cổ phiếu.**

Khuyến nghị: TRUNG LẬP

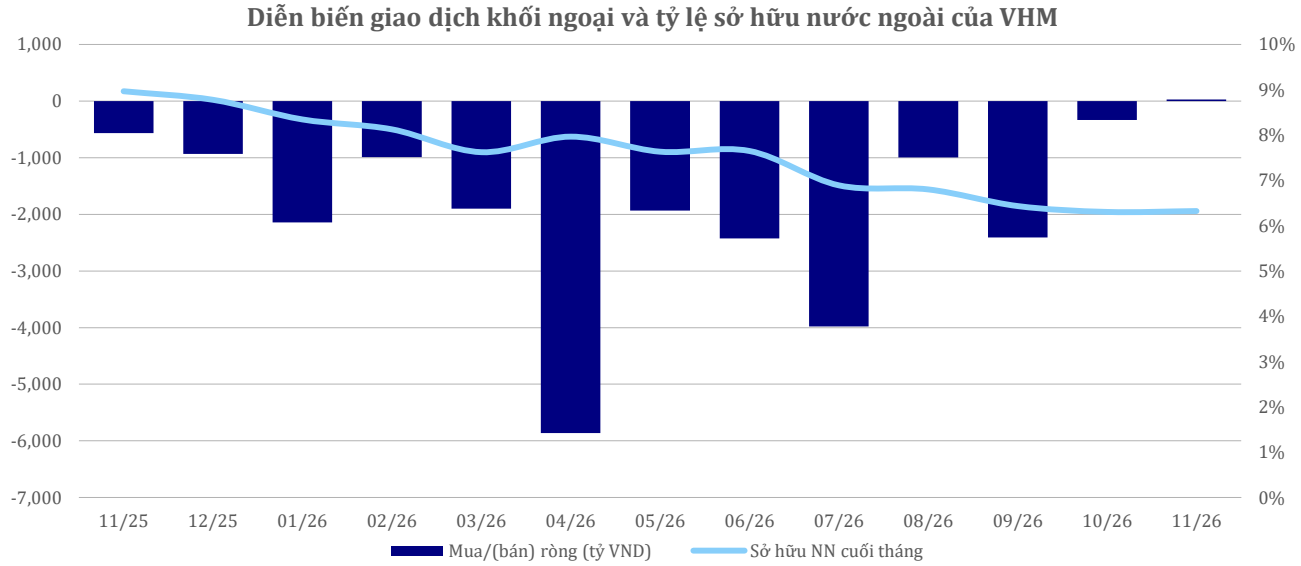
Cấu phần	Phương pháp	Giá trị 100% (tỷ VND)	Lợi ích KT VHM	Giá trị quy về VHM (tỷ VND)	VND/cp
A. Bất động sản để bán					
Vinhomes Green Paradise (Cần Giờ)	**RNAV**	139,250	99.6%	138,651	16,878
Vinhomes Global Gate Hạ Long	**RNAV**	167,355	70.0%	117,149	14,261
Vinhomes Sài Gòn Park	**RNAV**	33,970	98.2%	33,355	4,060
Vinhomes Ocean City (OP1/OP2/OP3)	**RNAV**	1,120	100.0%	1,120	136
Vinhomes Golden City	**RNAV**	480	100.0%	480	58
Vinhomes Royal Island (BCC)	**RNAV**	13,931	95.0%	13,234	1,611
Vinhomes Wonder City (BCC)	**RNAV**	1,363	99.0%	1,349	164
Vinhomes Hải Vân Bay	**RNAV**	29,256	100.0%	29,256	3,561
Global Sportia (KĐT thể thao Olympic)	**RNAV**	135,000	35.0%	47,250	5,752
KĐT ven vịnh Cam Ranh	**RNAV**	50,297	99.8%	50,206	6,112
Dự án khác, KCN	**DCF**	80,864	100.0%	80,864	9,844
Vinhomes Cam Lâm	**RNAV**	59,435	100.0%	59,435	7,235
Vị thế backlog và tồn kho	**RNAV**	146,320	100.0%	146,320	17,812
Tổng giá trị dự án				**718,669**	**87,484**
B. Mảng khác					
Dịch vụ (quản lý, cho thuê, khác)	**DCF**	33,752	100.0%	33,752	4,109
TSCĐ, BĐS đầu tư, đầu tư LDLK & dài hạn	**Book value**	99,688	100.0%	99,688	12,135
Tổng GAV (A + B)				**852,109**	**103,728**
(+) Tiền, tương đương tiền & ĐTTC ngắn hạn	**Book value**			55,452	6,750
(−) Nợ vay ngắn & dài hạn	**Book value**			240,622	29,291
(−) Thuế & các khoản phải nộp Nhà nước	**Book value**			34,012	4,140
(−) Lợi ích CĐKKS	**Book value**			21,044	2,562
(−) Cổ tức phải trả	**Book value**			296	36
(−) LN chia sẻ HĐ hợp tác đầu tư, KD phải trả	**Book value**			28,313	3,447
RNAV				**583,273**	**71,000**
Chiết khấu RNAV (%)			0.0%	-	-
RNAV sau chiết khấu				**583,273**	**71,000**
RNAV/cp (VND)					**71,000**

Phụ lục: Biểu đồ diễn biến giao dịch của VHM





Nguồn: FiinX, GTHTS tổng hợp



Bảng tiến độ các dự án VHM đang triển khai

Dự án	Quy mô (ha)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Ocean Park 2 - The Empire	458									
Ocean Park 3 - The Crown	294									
Royal Island	877									
Global Gate - Cổ Loa	385									
Wonder City	133									
Green City - Tây Ninh	197									
Golden City - Hải Phòng	241									
Happy Home Tràng Cát (NOXH)	28									
Green Paradise - Cần Giờ	2,870									
Global Gate Hạ Long	4,121									
Hải Vân Bay	512									
Sài Gòn Park - Hóc Môn	880									
Global Sportia	9,171									
City Royal - Phước Vĩnh Tây	1,090									
KĐT ven vịnh Cam Ranh	1,254									
Vinhomes Tân Mỹ	931									
Vinhomes Mỹ Lâm Tuyên Quang	455									
KĐT Điện Biên	229									
NOXH Bà Điểm - TP.HCM	192									
Bình Minh - Tam Hưng	600									
Vinhomes Cam Lâm	10,357									

Mở bán
Bàn giao

Thông tin các dự án Vinhomes

Dự án	TMĐT (tỷ VND)	Chủ đầu tư	Quyền lợi KT VHM
Vinhomes Ocean Park 2	37,994	VHM	100%
Vinhomes Ocean Park 3	32,000	VHM	100%
Vinhomes Royal Island	44,045	VIC (BCC với VHM)	95%
Vinhomes Global Gate (Cổ Loa)	42,215	VIC/VEFAC (BCC)	5%
Vinhomes Wonder City	18,441	VIC (BCC)	99%
Vinhomes Green City	28,258	VHM2 (CTCP PT Thành Phố Xanh)	93%
Vinhomes Golden City	23,218	VHM	100%
Vinhomes Green Paradise	465,923	VHM2 (CTCP ĐT Du lịch Cần Giờ)	100%
Happy Home Tràng Cát (NOXH)	5,834	VHM	100%
Vinhomes Global Gate Hạ Long (Hạ Long Xanh)	456,639	VHM - VIC	70%
Vinhomes Sài Gòn Park (KĐT ĐH Quốc tế)	59,000	CTCP ĐTĐH Quốc tế Berjaya VN	97%
Vinhomes Hải Vân Bay (Làng Vân)	43,922	Vinpearl (VPL) - VHM	100%
Global Sportia (KĐT Thể thao Olympic)	1,225,011	VHM - VinFast - Tương Lai - Ngọc Quý	35%
KĐT ven vịnh Cam Ranh (KH 1.254 ha)	194,000	VHM - VinES	99.80%
KĐT mục tiêu Bình Minh - Tam Hưng	111,137	VHM	100%
Vinhomes City Royal	90,757	VHM - VIG	100%
Vinhomes Tân Mỹ	74,406	VHM - Đại Sơn - Thái An	76%
KĐT Điện Biên	23,660	CTCP PT Thành Phố Xanh	99.6%
NOXH Bà Điểm - TP.HCM	64,053	VHM - CTCP Delta	99.8%
Vinhomes Mỹ Lâm	18,345	VHM	66%
Vinhomes Cam Lâm	285,267	VHM - Phát Đạt - Trường Lộc - DTX - Phú Thọ Land	100%

Nguồn: VHM, GTHTS tổng hợp

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Sàn/Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	YTD (%)	EPS (VND)	Tăng trưởng DT (%)	ROA (%)	ROE (%)	P/B	P/E fwd	EV/ EBIT DA
A. Việt Nam											
Vinhomes	**VHM VN**	**HOSE**	**496,175**	**1.3**	**11,637**	**49.8**	**9.4**	**38.8**	**1.73**	**7.7**	**7.8**
Khang Điền	KDH VN	HOSE	18,578	(47.4)	1,262	41.9	4.4	3.4	0.99	14.2	14.9
Nam Long	NLG VN	HOSE	10,941	(24.5)	1,235	(21.6)	2.3	1.8	0.88	13.8	6.8
Novaland	NVL VN	HOSE	33,629	(14.8)	2,724	(23.2)	2.5	10.6	0.51	594	27.0
Trung vị peer VN (loại NVL)			***14,760***	***(36.0)***	***1,248***	***10.2***	***3.4***	***2.6***	***0.9***	***14.0***	***10.9***
B. Quốc tế											
Aldar Properties	ALDAR UH	UAE	445,370	(4.0)	7,741	47.0	7.3	16.5	1.42	6.5	6.1
Emaar Development	EMAARDEV UH	UAE	408,670	4.2	23,925	43.6	16.3	35.7	1.39	4.1	1.4
DLF	DLFU IN	Ấn Độ	505,826	10.8	5,289	2.5	6.1	9.3	4.10	32.6	57.3
Lodha Developers	LODHA IN	Ấn Độ	319,564	11.3	10,187	21.0	6.3	14.6	5.05	24.6	17.8
Godrej Properties	GPL IN	Ấn Độ	148,144	(9.3)	12,696	4.7	1.6	7.2	2.82	17.1	33.1
CK Asset Holdings	1113 HK	Hồng Kông	560,540	30.0	12,714	27.2	2.7	0.1	0.43	12.7	9.1
Henderson Land	12 HK	Hồng Kông	467,457	10.3	4,633	1.9	1.3	1.1	0.44	15.5	22.0
Mitsubishi Estate	8802 JP	Nhật Bản	785,451	6.3	40,506	10.5	3.5	8.6	1.74	19.0	17.0
Sumitomo Realty & Dev.	8830 JP	Nhật Bản	501,930	(14.4)	41,146	4.3	3.2	8.5	1.20	12.8	16.8
Ayala Corp	AC PM	Philippines	137,503	19.8	41,573	3.4	3.2	10.2	0.65	6.3	15.9
Trung vị peer quốc tế			***456,414***	***8.3***	***12,705***	***7.6***	***3.3***	***9.0***	***1.40***	***14.2***	***16.9***

Nguồn: Bloomberg, GTHTS tổng hợp

Phụ lục: Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**153,271**	**275,712**	**230,789**
Giá vốn hàng bán	(106,928)	(130,872)	(131,936)
Lợi nhuận gộp	**46,343**	**144,839**	**98,853**
Chi phí bán hàng	(1,899)	(1,985)	(1,362)
Chi phí quản lý DN	(6,188)	(6,903)	(7,801)
LN từ HĐKD (EBIT)	**38,255**	**135,952**	**89,690**
Doanh thu tài chính	29,332	22,547	22,995
Chi phí tài chính	(15,151)	(43,782)	(24,312)
Trong đó: chi phí lãi vay	(11,214)	(15,261)	(19,312)
LN từ công ty LDLK	2	1	-
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	372	(467)	-
LNTT	**52,810**	**114,251**	**88,374**
Thuế TNDN	(9,475)	(20,828)	(14,933)
LNST trước lợi ích CĐTS	**43,335**	**93,423**	**73,441**
Lợi ích CĐTS	(1,440)	(4,578)	(3,598)
LNST sau lợi ích CĐTS	**41,895**	**88,846**	**69,842**
EBITDA	40,553	138,307	91,878
EPS báo cáo (VND)	10,200	10,815	8,502
BVPS (VND)	57,963	37,032	45,534
Số CP lưu hành cuối năm (tr)	4,107	8,215	8,215
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	**2025A**	**2026F**	**2027F**
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	49.8%	79.9%	(16.3%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	55.6%	255.4%	(34.0%)
Tăng trưởng LNTT	29.3%	116.3%	(22.6%)
Tăng trưởng LNST công ty mẹ	31.7%	112.1%	(21.4%)
Tăng trưởng EPS báo cáo	38.8%	6.0%	(21.4%)
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp	30.2%	52.5%	42.8%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	25.0%	49.3%	38.9%
Biên EBITDA	26.5%	50.2%	39.8%
Biên LNST	28.3%	33.9%	31.8%
ROE	17.6%	32.8%	20.6%
ROA	5.3%	8.7%	5.2%
Hiệu quả hoạt động			
Số ngày tồn kho	448.9	522.1	741.5
Số ngày phải thu	54.7	33.4	44.3
Số ngày phải trả	68.1	72.1	87.8
Chu kỳ chuyển đổi tiền	435.5	483.5	698.0
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.44x	1.30x	1.39x
Thanh toán nhanh	0.74x	0.63x	0.63x
Thanh toán tiền mặt	0.14x	0.08x	0.09x
Cơ cấu vốn			
Nợ vay/Tổng tài sản	18.4%	19.8%	21.6%
Nợ vay/VCSH	58.7%	82.5%	78.2%
Nợ phải trả/Tổng tài sản	68.6%	76.0%	72.3%
Nợ ròng/VCSH	37.8%	59.1%	58.9%
EBIT/Lãi vay (lần)	3.4x	8.9x	4.6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025A	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	49,962	60,264	61,189
Đầu tư TC ngắn hạn	2,259	15,921	15,921
Các khoản phải thu ngắn hạn	219,950	377,995	365,830
Hàng tồn kho	131,415	243,021	293,021
TS ngắn hạn khác	93,304	244,485	236,267
Tổng TS ngắn hạn	**496,890**	**941,687**	**972,229**
Tài sản cố định (ròng)	22,356	14,630	13,167
Bất động sản đầu tư	15,919	24,163	23,438
XDCB dở dang	95,922	103,735	113,735
Đầu tư TC dài hạn	12,417	70,678	127,063
TS dài hạn khác	144,352	204,867	194,465
Tổng TS dài hạn	**290,967**	**418,074**	**471,868**
Tổng tài sản	**787,857**	**1,359,761**	**1,444,097**
Phải trả người bán	19,961	31,723	31,723
Người mua trả tiền trước	94,089	101,428	68,670
Nợ vay ngắn hạn	43,377	72,936	84,774
Nợ vay dài hạn	102,946	196,026	227,841
Nợ phải trả khác	278,268	631,492	631,492
Tổng nợ phải trả	**538,641**	**1,033,604**	**1,044,500**
Vốn cổ phần	41,074	82,148	82,148
Thặng dư vốn CP	(6,756)	(6,756)	(6,756)
LN sau thuế chưa phân phối	202,644	227,699	297,541
Quỹ và vốn khác	1,116	1,121	1,121
VCSH công ty mẹ	**238,079**	**304,212**	**374,055**
Lợi ích CĐTS	11,138	21,944	25,543
Tổng vốn chủ sở hữu	**249,217**	**326,157**	**399,598**
Tổng cộng nguồn vốn	**787,857**	**1,359,761**	**1,444,097**
LCTT (tỷ đồng)	**2025A**	**2026F**	**2027F**
Tiền đầu năm	28,780	49,085	60,264
Lợi nhuận trước thuế	52,810	114,251	88,374
Khấu hao	2,298	2,356	2,188
Thay đổi vốn lưu động	24,384	95,383	(43,696)
Điều chỉnh khác	(38,303)	(33,614)	(46,204)
Tiền từ hoạt động KD	**41,189**	**178,376**	**661**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	(10,770)	(15,415)	(10,000)
Cho vay, đầu tư góp vốn, ròng	(99,319)	(265,983)	(56,384)
Lãi cho vay, cổ tức nhận được	32,001	17,001	22,995
Tiền từ hoạt động đầu tư	**(78,088)**	**(264,397)**	**(43,389)**
Cổ tức đã trả	(1,130)	(24,701)	-
Tăng/(giảm) vốn	-	(751)	-
Vay/(trả nợ) ròng	59,211	122,651	43,653
Tiền từ hoạt động tài chính	**58,081**	**97,199**	**43,653**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**21,182**	**11,179**	**925**
Ảnh hưởng tỷ giá	-	-	-
Tiền cuối năm	**49,962**	**60,264**	**61,189**

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index.** Kỳ hạn đầu tư**: 6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng>= 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích luỹ	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index** Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Haitong Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Haitong Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI HAITONG VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Le Phan The

Research Analyst

thelp@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 702

Tran Thi Hong Nhung

Director

nhungtth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

CHỨNG KHOÁN GUOTAI HAITONG (VIỆT NAM)
GUOTAI HAITONG SECURITIES (VIETNAM)

CONTACT	Hanoi Head Office	HCMC Branch
Advising: (024) 35.730.073 Stock ordering: (024) 35.779.999 Email: info@gtht.com.vn Website: www.gtht.com.vn	R9-10, 1st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội Tel: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	3rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Tel: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696