

CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)
BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CU

Green Paradise thúc đẩy lợi nhuận kỷ lục; doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh mẽ

- Doanh thu và LNST CĐ công ty mẹ Q4/25 lần lượt đạt 103.010 tỷ đồng (+218% svck, +527% sv quý trước) và 26.726 tỷ đồng (+120% svck, +539% sv quý trước), chủ yếu nhờ ghi nhận thương vụ bán lô lớn tại Vinhomes Green Paradise.
- Giá trị hợp đồng ký mới trong Q4/25 tăng 102% svck lên 42.700 tỷ đồng, tiếp tục đến từ các dự án Ocean Park 2&3, Golden City, Green City, và Royal Island. Tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận tính đến cuối tháng 12/2025 đạt 186.400 tỷ đồng, tăng 97,9% svck.
- Trong năm 2025, VHM đã khởi công bốn đại dự án mới, bao gồm Global Gate Hạ Long, Hải Vân Bay, Cam Ranh và Phước Vĩnh Tây. Chúng tôi kỳ vọng các dự án Global Gate Hạ Long giai đoạn 1, Hải Vân Bay, Khu đô thị Đại học Quốc tế sẽ được mở bán trong năm 2026; và dự báo doanh số hợp đồng ký bán năm 2026 đạt 239.359 tỷ đồng (+16,6% svck).

Vinhomes Green Paradise (TP.HCM) thúc đẩy KQKD năm 2025 lên mức kỷ lục

Doanh thu Q4/25 của Vinhomes đạt mức 103.010 tỷ đồng, tăng mạnh 218% svck và 527% sv quý trước, chủ yếu đến từ bàn giao bất động sản (87.503 tỷ đồng, +259% svck, +22,6 lần sv quý trước). Trong kỳ, công ty ghi nhận doanh thu từ thương vụ bán buôn tại dự án Green Paradise (Cần Giờ, TP.HCM), bên cạnh việc tiếp tục bàn giao nhà tại Vinhomes Ocean Park 2&3 (Hưng Yên).

Lũy kế cả năm 2025, doanh thu mảng bất động sản đạt 108.312 tỷ đồng, tăng 48% svck. Tổng doanh thu đạt 154.102 tỷ đồng, tăng 50,6% svck, hoàn thành 103% dự phóng của chúng tôi.

Doanh thu sau điều chỉnh (bao gồm doanh thu từ các dự án theo hợp đồng hợp tác kinh doanh/BCC được ghi nhận vào doanh thu tài chính) đạt 113.570 tỷ đồng trong Q4 (+123% svck, +347% sv quý trước), sau khi tính cả sản phẩm được bàn tại Vinhomes Royal Island (Thủy Nguyên, Hải Phòng).

Doanh thu sau điều chỉnh cả năm 2025 đạt 183.923 tỷ đồng, tăng 29,7% svck, lần lượt hoàn thành 102% kế hoạch cả năm của công ty và 111% dự phóng của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp Q4/25 giảm 6,7 điểm % svck còn 32,6%, chủ yếu do 1) tỷ trọng cao hơn của các sản phẩm bàn giao mà Vinhomes phải chia sẻ lợi nhuận với đối tác theo BCC (biên LN gộp mảng bán BĐS giảm 10,0 điểm % svck còn 36,2%); và 2) các dịch vụ có biên lợi nhuận thấp hơn như quản lý dự án và xây dựng đóng góp cao hơn vào tổng doanh thu. Mặt khác, biên lợi nhuận gộp tăng 17,6 điểm % sv Q3/25 do biên LN gộp mảng bán BĐS đã tăng 8,8 điểm % và tỷ trọng đóng góp của mảng xây dựng thấp hơn sv quý trước.

Biên LN gộp cả năm 2025 đạt 29,5% (-2,7 điểm % svck), trong khi biên LN gộp mảng bất động sản năm 2025 đạt 34,9% (-5,1 điểm % svck).

Lợi nhuận sau thuế Q4/25 đạt 26.798 tỷ đồng, tăng 85,2% svck và 504% sv quý trước, đưa LNST cả năm lên mức 42.111 tỷ đồng (+20,1% svck), lần lượt hoàn thành 104% kế hoạch của công ty và 109% dự phóng của chúng tôi.

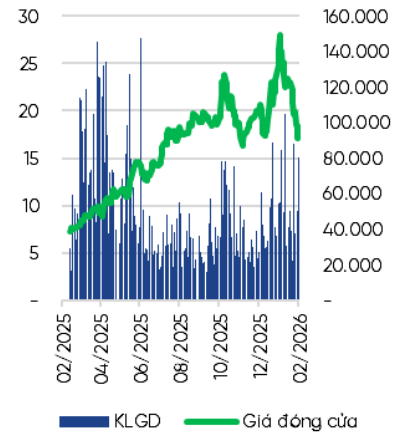
LNST cổ đông công ty mẹ Q4/25 (LN ròng) đạt 26.726 tỷ đồng, tăng 120% svck và 539% sv quý trước, nâng số lũy kế cả năm lên 41.107 tỷ đồng, tăng 29,3% svck.

Giá đóng cửa (đồng/CP)	97.600
Vốn hóa (tỷ đồng)	400.883
Số CP lưu hành (tr CP)	4.107
Cao nhất 52	149.500
Thấp nhất 52	37.750
Giá mục tiêu	129.200
Tiềm năng tăng giá	32,4%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	32,4%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU

SLCP (triệu)

VND



	VHM	VNINDEX
P/E trượt 12T (lần)	9,8	15,2
P/B hiện tại (lần)	1,7	2,2
ROA (%)	6,1	2,3
ROE (%)	18,7	14,7

* dữ liệu tại ngày 05/02/2026

Cơ cấu sở hữu

Vingroup	73,5%
Cổ đông khác	27,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Vinhomes là nhà phát triển bất động sản dân cư hàng đầu tại Việt Nam, và là thành viên của Vingroup – tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam. Vinhomes hiện sở hữu quỹ đất rộng lớn quy mô 19.500 ha (tính đến tháng 12/2025), tập trung chủ yếu tại các khu vực đô thị đông dân cư hoặc các địa phương có tiềm năng phát triển du lịch mạnh mẽ. Vinhomes tiên phong phát triển các dự án đô thị/đại đô thị xanh, tích hợp các tiện ích nội khu đồng bộ từ giáo dục, y tế, thương mại cho tới giao thông công cộng điện hóa và mạng lưới trạm sạc xe điện.

Chuyên viên phân tích

Phan Thị Thanh Huyền

huyenptt@vpbanks.com.vn

Doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh mẽ, backlog ghi nhận trong các quý tới phần lớn là các dự án ở miền Bắc

Giá trị hợp đồng ký bán trong Q4/25 đạt mức 42.700 tỷ đồng, tăng 102% svck và giảm 55,1% sv mức nền cao kỷ lục của Q3, tiếp tục đến từ các dự án Wonder City (Hà Nội, mở bán vào tháng 3/2025), Royal Island và Golden City (Hải Phòng, lần lượt mở bán vào tháng 3/2024 và tháng 6/2025), Green City (Tây Ninh, mở bán vào tháng 6/2025), và Ocean Park 2 (Hưng Yên). Nếu không tính phần bán buôn của dự án Green Paradise, giá trị hợp đồng ký bán trong Q4 đã tăng 41,9% sv quý trước.

Lũy kế cả năm 2025, giá trị hợp đồng ký bán đạt 205.300 tỷ đồng, tăng 97,6% svck, hoàn thành 104% kế hoạch của chúng tôi và vượt kế hoạch của công ty (150.000-200.000 tỷ đồng).

Tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận tính đến cuối tháng 12/2025 đạt 186.400 tỷ đồng, tăng 97,9% svck. Trong đó, doanh số bán lô lớn chiếm 46% và bán lẻ chiếm 54%. Dự án Wonder City và Royal Island đóng góp lớn nhất vào tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận lũy kế (mỗi dự án chiếm hơn 20%), theo sau là Ocean Park 2, Golden City, Green City và Green Paradise. Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong doanh số bán hàng tạo nền tảng ghi nhận lợi nhuận cho các quý tới.

Trong năm 2025, VHM đã khởi công bốn đại dự án mới, bao gồm Global Gate Hạ Long (Quảng Ninh, 4.121ha), Hải Vân Bay (Đà Nẵng, 512ha), Cam Ranh (Khánh Hòa, 1.254ha) và Phước Vĩnh Tây (Tây Ninh, 1.090ha). Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng đã khởi công các dự án khác như sân Golf Quang Hanh (Quảng Ninh), Khu đô thị Sông Trĩ (Hà Tĩnh), KCN Vinhomes Vũng Áng (Hà Tĩnh) và dự án nhà ở xã hội nằm trong Ocean Park2&3 (Hưng Yên).

Chúng tôi kỳ vọng các dự án Global Gate Hạ Long giai đoạn 1, Hải Vân Bay, Khu đô thị Đại học Quốc tế (TP.HCM, 880ha, dự kiến khởi công vào Q3/26) sẽ được mở bán trong năm 2026. Chúng tôi dự báo doanh số hợp đồng ký bán năm 2026 đạt 239.359 tỷ đồng (+16,6% svck).

Tóm tắt KQKD của VHM trong Q4/25 và cả năm 2025

(Tỷ đồng)	Q4/25	% svck	% sv quý trước	2025	% svck	Thực hiện sv VPBankS dự phóng 2025	Thực hiện sv KHKD 2025
Giá trị hợp đồng ký bán	42.700	102,4%	-55,1%	205.300	97,6%	104,3%	136,9%
Doanh số bán BĐS chưa ghi nhận lũy kế	186.400	97,9%	-16,7%	186.400	97,9%		
Doanh thu sau điều chỉnh	113.570	123,2%	347,3%	183.923	29,7%	111,4%	102,2%
Doanh thu thuần	103.010	217,8%	527,3%	154.102	50,6%	103,0%	
Bán bất động sản	87.503	258,8%	2262,0%	108.312	48,0%	92,5%	
Xây dựng	8.370	138,1%	-5,9%	23.636	38,6%	119,3%	
Dịch vụ khác	7.136	58,1%	86,9%	22.155	83,0%	175,4%	
Lợi nhuận gộp	33.622	163,6%	1263,6%	45.432	37,8%	84,2%	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	32,6%	-6,7 đ %	17,6 đ %	29,5%	-2,7 đ %		
<i>Bán bất động sản (%)</i>	36,2%	-10,0 đ %	8,8 đ %	34,9%	-5,1 đ %		
<i>Xây dựng (%)</i>	12,5%	2,1 đ %	7,5 đ %	8,8%	0,1 đ %		
<i>Dịch vụ khác (%)</i>	13,0%	-12,0 đ %	-13,4 đ %	25,2%	6,5 đ %		
Chi phí BH&QLDN	(2.740)	-8,2%	63,3%	(7.690)	-8,3%	94,3%	
<i>% Chi phí BH&QLDN/ Doanh thu</i>	2,7%	-6,5 đ %	-7,6 đ %	5,0%	-3,2 đ %		
Doanh thu tài chính	7.587	-32,9%	-4,0%	29.398	9,5%	119,8%	
Lãi tiền gửi và cho vay	2.400	30,2%	-7,6%	9.524	43,7%		
Lãi từ chuyển nhượng dự án	-	N/A	-100,0%	8.603	1162,6%		
Hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh BCC	4.865	-43,3%	117,7%	10.899	-43,3%		
Chi phí tài chính	(5.838)	16,5%	69,3%	(16.588)	58,2%	79,5%	
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(2.788)	-6,2%	3,3%	(11.582)	52,6%		
Lợi nhuận trước thuế	32.986	103,0%	508,6%	51.279	25,5%	104,0%	
Lợi nhuận sau thuế	26.798	85,2%	504,2%	42.111	20,1%	109,5%	100,3%
LNST cổ đông công ty mẹ	26.726	119,8%	538,8%	41.107	29,3%	117,5%	
<i>Biên LNST CĐ công ty mẹ (%)</i>	25,9%	-11,6 đ %	0,5 đ %	26,7%	-4,4 đ %		

Các điểm nhấn chính trong bảng CĐKT:

Tính đến ngày 31/12/2025, **hàng tồn kho** đã tăng mạnh 146% kể từ đầu năm lên mức 134.793 tỷ đồng, trong đó 80% là bất động sản để bán đang xây dựng, bao gồm chi phí đầu tư, xây dựng và phát triển các dự án Green Paradise, Golden City, Green City, Global Gate Hạ Long Xanh, Cam Ranh, Hải Vân Bay, Ocean Park 2&3 và một số dự án khác. Diễn biến này phản ánh giai đoạn đẩy mạnh triển khai các dự án mới của công ty.

Các khoản đặt cọc cho đối tác để phát triển dự án và phải thu từ đối tác theo BCC đạt 199.684 tỷ đồng, tăng 105% kể từ đầu năm, cho thấy mức độ mở rộng hợp tác và nhu cầu vốn đáng kể trong quá trình triển khai dự án.

Tổng nợ vay đã tăng 79,9% từ đầu năm lên 146.256 tỷ đồng, phản ánh việc công ty huy động vốn để tài trợ cho các dự án quy mô lớn. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu đạt mức 59,0%, tăng 22,2 điểm % kể từ đầu năm, cao hơn so với trung bình của các doanh nghiệp trong ngành ở mức quanh 40%.

Xét trong bối cảnh lịch sử, mức đòn bẩy hiện tại không phải là yếu tố bất thường. Trong giai đoạn 2015-2018, tỷ lệ đòn bẩy của VHM từng duy trì trên 50% khi công ty chuẩn bị triển khai các đại dự án như Ocean Park 1, Smart City (Hà Nội) và Grand Park (TP.HCM) (tỷ lệ nợ vay/VCSH vào cuối năm 2018 đạt 66,3%). Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy tài chính nhiều khả năng sẽ duy trì ở mặt bằng mới khoảng 50-60% trong các năm tới, nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án siêu đô thị đang và sẽ triển khai. Bên cạnh đó, vị thế sử dụng đòn bẩy của VHM thực tế đang tốt hơn so với giai đoạn 2018, với lượng tiền mặt và tương đương tiền tương đối dồi dào tại cuối năm 2025 (+52,8% kể từ đầu năm lên 52.208 tỷ đồng), đưa tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH đạt 37,9%, so với 2018 ở mức 56,9%.

Trong bối cảnh đòn bẩy tài chính gia tăng, khả năng trả nợ của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc đáng kể vào tiến độ triển khai và bàn giao các dự án trọng điểm. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro thanh khoản phần nào được kiểm soát, nhờ quy mô lớn của dòng tiền người mua trả trước và khả năng đa dạng hóa các kênh huy động vốn, bao gồm kênh bán hàng theo lô lớn. Đáng chú ý, khoản người mua trả tiền trước đạt 94.377 tỷ đồng (+103% từ đầu năm) vào cuối Q4/25, và các khoản nhận góp vốn, đặt cọc từ đối tác phát triển dự án, đạt 131.262 tỷ đồng (+214% từ đầu năm), qua đó góp phần đa dạng hóa cấu trúc tài trợ và giảm áp lực huy động nợ thuần.

(Tỷ đồng)	2025	% kể từ đầu năm	% trên Tổng TS	% kể từ đầu năm	(Tỷ đồng)	2025	% kể từ đầu năm	% trên VCSH	% kể từ đầu năm
Tổng tài sản	786.375	39,4%			Tổng nguồn vốn	786.375	39,4%		
Tiền, tương đương tiền và ĐTTC ngắn hạn	52.208	52,8%	6,6%	0,6 đ %	Nợ phải trả	538.470	56,8%		
Phải thu ngắn hạn của khách hàng	23.839	23,5%	3,0%	-0,4 đ %	Tổng nợ vay	146.256	79,9%	59,0%	22,2 đ %
Hàng tồn kho	134.793	146,4%	17,1%	7,4 đ %	NM trả tiền trước	94.377	103,2%		
Trả trước cho người bán	67.668	186,8%	8,6%	4,4 đ %	Nhận góp vốn và đặt cọc	131.262	214,2%		
Tạm ứng tiền GPMB	89.493	-21,3%	11,4%	-8,8 đ %	Chi phí phải trả xây dựng	52.329	70,6%		
Đặt cọc và phải thu liên quan đến góp vốn phát triển dự án	199.684	104,5%	25,4%	8,1 đ %	Nợ phải trả khác	114.245	-20,3%		
Xây dựng dở dang	93.392	13,9%	11,9%	-2,7 đ %	Vốn chủ sở hữu	247.906	12,3%		
Tài sản khác	125.298	-9,9%	15,9%	-8,7 đ %					

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn