

**CTCP Vinhomes (HOSE: VHM)**

Bất động sản Dân cư

**Khuyến nghị 12 tháng**

**MUA**

Giá mục tiêu (12 tháng)	<b>VND167,560 (P/B 2.4x)</b>
Tiềm năng tăng giá	<b>13.7%</b>
Giá đóng cửa gần nhất	<b>VND147,400</b>

**Bước vào giai đoạn cao điểm ghi nhận LN từ loạt đại đô thị**

**Luận điểm đầu tư**

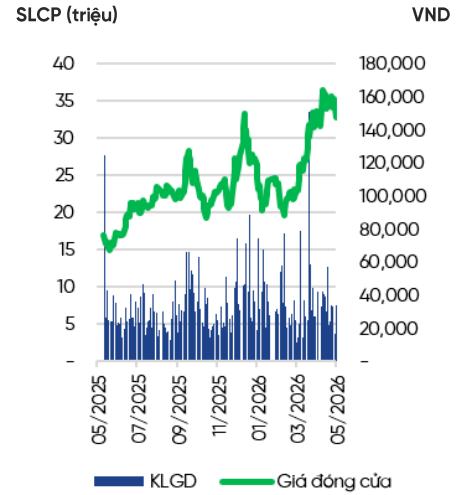
- **Các thương vụ bán buôn hỗ trợ dòng tiền triển khai dự án:** VHM đang tập trung triển khai các dự án đô thị lớn trên khắp cả nước. Các dự án Hải Vân Bay (512ha), Global Gate Hạ Long (4,120ha), Saigon Park (TP.HCM, 880ha) đã được ra mắt để chính thức mở bán trong năm 2026. Chúng tôi dự báo doanh số hợp đồng ký bán của VHM sẽ đạt 284,060 tỷ đồng trong năm 2026 (+38.4% svck). Chúng tôi cho rằng kênh bán buôn tiếp tục chiếm tỷ trọng cao (40%-50%) trong cơ cấu doanh số giai đoạn 2026-27, nhờ tối ưu hóa chi phí vốn và rút ngắn thời gian thu tiền trong quá trình triển khai các đại dự án. Trong khi đó, trong bối cảnh người mua cá nhân vẫn duy trì tâm lý thận trọng trong nửa đầu 2026 do mặt bằng lãi suất cao, chúng tôi cho rằng Vinhomes có lợi thế duy trì sức hấp thụ tốt nhờ các chính sách bán hàng linh hoạt và ưu đãi.
- **Backlog lớn hỗ trợ KQKD giai đoạn 2026-27:** Tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận tại cuối Q1/26 của VHM đạt 201,600 tỷ đồng, tăng 68% svck và 8.2% sv quý trước. Dự án Green Paradise và Wonder City đóng góp lớn nhất vào tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận lũy kế (mỗi dự án chiếm 20%-25%), theo sau là Royal Island (Hải Phòng), Golden City, Green City và Golden Avenue (Quảng Ninh). Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2026 đạt 261,213 tỷ đồng (+70.4% svck), trong đó doanh thu bán bất động sản đạt 195,520 tỷ đồng (+80% svck) chủ yếu đến từ việc ghi nhận thương vụ bán lẻ lớn tại các dự án Green Paradise, Ocean Park 2&3, Global Gate Hạ Long, Saigon Park, và bàn giao sản phẩm tại Golden City và Green City. LNST CĐ công ty mẹ ước tính đạt 59,595 tỷ đồng (+42.2% svck) trong năm 2026.
- Hợp lực từ hệ sinh thái Vingroup: **Công ty trong cùng tập đoàn đầu tư vào các dự án đường sắt cao tốc, các dự án BĐS của VHM được hưởng lợi.** Cụ thể, Vinspeed đã khởi công các tuyến metro Bến Thành – Cần Giờ (tháng 12/2025) và Hà Nội – Quảng Ninh (tháng 4/2026). Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc tham gia các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia có thể mang lại lợi thế hỗ trợ Vingroup và Vinhomes trong thúc đẩy pháp lý dự án cũng như mở rộng quỹ đất ở các vị trí chiến lược.

**Rủi ro đầu tư**

- **Rủi ro pháp lý và chậm tiến độ xây dựng:** Các dự án đại đô thị đòi hỏi nhiều cấp phê duyệt và khối lượng đầu tư hạ tầng lớn. Sự chậm trễ trong mỗi khâu cộng dồn có thể khiến tiến độ bàn giao và ghi nhận doanh thu lùi lại.
- **Rủi ro hấp thụ thị trường:** Dù VHM sở hữu thương hiệu mạnh và tỷ lệ hấp thụ trong ở mức cao trong lịch sử, việc giá nhà tăng nhanh trong giai đoạn 2020-24 đã làm suy giảm khả năng chi trả tại các đô thị lớn.
- **Rủi ro biến động lợi nhuận do thời điểm bàn giao:** KQKD của VHM phụ thuộc phần lớn vào tiến độ bàn giao các dự án đại đô thị, những giai đoạn không có dự án lớn được bàn giao có thể dẫn tới doanh thu sụt giảm mạnh. Mặc dù các thương vụ bán lẻ lớn có thể giúp hạn chế rủi ro này, tiến độ ghi nhận cũng phụ thuộc vào thời điểm hoàn tất pháp lý thương vụ.

Vốn hóa (tỷ đồng)	605,431
Số CP lưu hành (tr CP)	4,107
Cao nhất 52 tuần	164,000
Thấp nhất 52 tuần	67,400
Giá mục tiêu	167,560
Tiềm năng tăng giá	13.7%
Tỷ suất cổ tức	3.6%
Tổng tỷ suất sinh lời	17.3%

**DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU**



VND	2025	2026	svck
EPS	10,200	14,509	42.2%
BVPS	60,675	68,833	13.4%
P/E (12 tháng, x)	16.4	11.5	-4.9x
P/B (hiện tại, x)	2.8	2.4	-0.4x
ROA (%)	6.2	7.4	1.2 đ%
ROE (%)	17.8	22.4	4.6 đ%
D/E (%)	58.7	54.9	3.8 đ%

**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 39,040 ha (tính đến tháng 03/2026), 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](mailto:huyenptt@vpbanks.com.vn)

## Cập nhật KQKD Q1/26 và tình hình tài chính, dòng tiền

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q1/26 của VHM

(Tỷ đồng)	Q1/26	% svck	% sv quý trước	Thực hiện sv VPBankS dự phóng 2026	Thực hiện sv KHKD 2026
Giá trị hợp đồng ký bán	81,700	133.4%	91.3%	34.1%	27.2%
Doanh số bán BĐS chưa ghi nhận lũy kế	201,600	68.0%	8.2%		
<b>Doanh thu sau điều chỉnh</b>	<b>71,541</b>	<b>271.3%</b>	<b>-37.0%</b>	56.2%	25.1%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>65,114</b>	<b>314.8%</b>	<b>-36.8%</b>	55.5%	
Bán bất động sản	54,783	660.9%	-37.4%	64.2%	
Xây dựng	5,429	137.4%	-35.1%	28.8%	
Dịch vụ khác	4,903	-21.1%	-31.3%	37.1%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>31,370</b>	<b>508.2%</b>	<b>-6.7%</b>	62.4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	48.2%	15.3 đ %	15.5 đ %		
<i>Bán bất động sản (%)</i>	54.7%	28.4 đ %	18.5 đ %		
<i>Xây dựng (%)</i>	7.0%	-2.2 đ %	-5.5 đ %		
<i>Dịch vụ khác (%)</i>	21.2%	-28.0 đ %	8.3 đ %		
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(570)</b>	<b>-11.0%</b>	<b>-79.2%</b>	10.1%	
% Chi phí BH&QLDN/ Doanh thu	0.9%	-3.2 đ %	-1.8 đ %		
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>4,510</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-40.6%</b>	31.6%	
Lãi tiền gửi và cho vay	2,210	14.9%	-7.9%		
Hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh BCC	2,465	-6.4%	-49.3%		
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(3,792)</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-35.0%</b>	22.5%	
Chi phí lãi vay và phát hành TPDN	(2,561)	-29.7%	-8.1%		
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>30,727</b>	<b>700.3%</b>	<b>-6.8%</b>	59.0%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>25,625</b>	<b>866.3%</b>	<b>-4.4%</b>	63.1%	42.7%
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>25,552</b>	<b>850.3%</b>	<b>-4.4%</b>	69.1%	
<i>Biên LNST CĐ công ty mẹ (%)</i>	39.2%	22.1 đ %	13.3 đ %		

Nguồn: VHM, VPBankS Research

### Vinhomes Green Paradise và Vinhomes Ocean City thúc đẩy doanh thu quý 1 cao kỷ lục

Vinhomes ghi nhận doanh thu Q1/26 đạt mức 65,114 tỷ đồng, giảm 36.8% sv Q4/25 nhưng tăng 315% svck, đánh dấu mức doanh thu quý 1 kỷ lục, chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động bàn giao bất động sản (54,783 tỷ đồng, -37.4% sv quý trước, +661% svck). Trong kỳ, công ty chủ yếu ghi nhận doanh thu từ thương vụ bán lô lớn tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2&3 (Hưng Yên) và Green Paradise (Cần Giờ, TP.HCM).

Doanh thu quy đổi (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 71,541 tỷ đồng trong Q1 (-37% sv quý trước, +271% svck), sau khi tính cả sản phẩm được bàn tại Vinhomes Royal Island (Hải Phòng) và Wonder City (Hà Nội).

Doanh thu quy đổi lần lượt hoàn thành 25% kế hoạch cả năm của công ty và 56% dự phóng của chúng tôi.

### Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ tỷ trọng sản phẩm bán lẻ lớn cao trong kỳ

Biên lợi nhuận gộp Q1/26 đạt 48.2%, tăng 15.3 điểm % svck và 15.5 điểm % sv quý trước, chủ yếu nhờ sản phẩm bàn giao trong kỳ chủ yếu là bán lẻ với giá vốn tốt và chi phí phát triển thấp hơn so với sản phẩm bán lẻ. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng biên LN gộp của các doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc đáng kể vào cơ cấu sản phẩm bàn giao trong từng kỳ, biên LN gộp của VHM có thể biến động trong các quý tiếp theo khi tỷ trọng sản phẩm bán lẻ gia tăng. Do đó, chúng tôi duy trì kỳ vọng biên lợi nhuận gộp cả năm 2026 của công ty ở mức 35-40%.

Lợi nhuận sau thuế Q1/26 đạt 25,625 tỷ đồng, giảm 4.4% sv quý trước nhưng tăng 866% svck, lần lượt hoàn thành 43% kế hoạch của công ty và 63% dự phóng của chúng tôi.

LNST cổ đông công ty mẹ Q1/26 đạt 25,552 tỷ đồng, giảm 4.4% sv quý trước nhưng tăng 850% svck.

**Hình 2: Tóm tắt thay đổi trong bảng CĐKT**

(Tỷ đồng)	Tháng 3/2026	% kể từ đầu năm	% trên Tổng TS	% kể từ đầu năm	(Tỷ đồng)	2025	% kể từ đầu năm	% trên VCSH	% kể từ đầu năm
<b>Tổng tài sản</b>	<b>869,975</b>	<b>10.4%</b>			<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>869,975</b>	<b>10.4%</b>		
Tiền, tương đương tiền và ĐTTC ngắn hạn	46,126	-18.9%	5.3%	-1.9 đ %	<b>Nợ phải trả</b>	<b>597,132</b>	<b>10.9%</b>		
Phải thu ngắn hạn của khách hàng	27,680	17.8%	3.2%	0.2 đ %	Tổng nợ vay	162,067	10.8%	59.4%	0.7 đ %
Hàng tồn kho	138,885	5.7%	16.0%	-0.7 đ %	NM trả tiền trước	115,257	22.5%		
Trả trước cho người bán	71,997	6.8%	8.3%	-0.3 đ %	Nhận góp vốn và đặt cọc	120,974	3.0%		
Tạm ứng tiền GPMB	96,822	6.3%	11.1%	-0.4 đ %	Chi phí phải trả xây dựng	61,463	17.1%		
Đặt cọc và phải thu liên quan đến góp vốn phát triển dự án	228,407	34.7%	26.3%	4.7 đ %	Nợ phải trả khác	137,371	7.1%		
Xây dựng dở dang	97,043	1.2%	11.2%	-1.0 đ %	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>272,842</b>	<b>9.5%</b>		
Tài sản khác	163,014	7.2%	18.7%	-0.6 đ %					

Nguồn: VHM, VPBankS Research

Tính đến ngày 31/03/2026, hàng tồn kho của VHM đạt mức 138,885 tỷ đồng, tăng 5.7% kể từ đầu năm, trong đó gần 85% là chi phí đầu tư, xây dựng và phát triển các dự án bất động sản, bao gồm Vinhomes Global Gate Hạ Long, Ven Vịnh Cam Ranh, Green Paradise, Hải Vân Bay, Golden City, Green City, Ocean Park 2&3, và một số dự án khác.

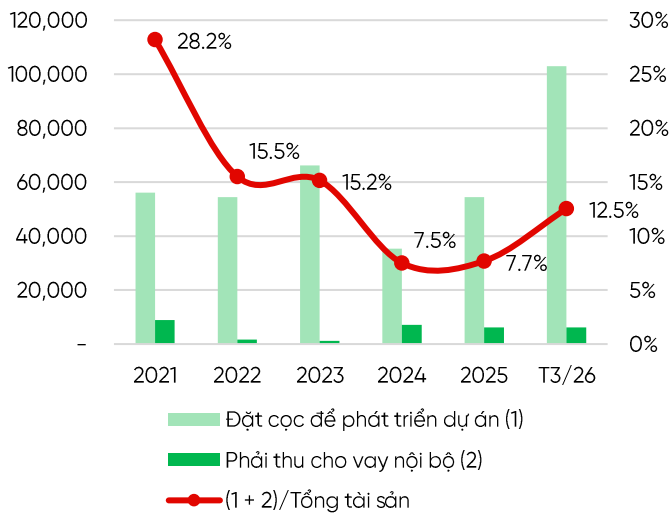
Các khoản đặt cọc cho đối tác để phát triển dự án và phải thu từ đối tác theo BCC đạt 228,407 tỷ đồng, tăng 34.7% kể từ đầu năm, phản ánh việc mở rộng hợp tác và nhu cầu vốn đáng kể trong quá trình đẩy mạnh triển khai các dự án mới của công ty.

Tổng nợ vay tăng 10.8% từ đầu năm lên 162,067 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 59.4%, tăng 0.7 điểm % kể từ đầu năm, cao hơn so với trung bình của các doanh nghiệp trong ngành ở mức quanh 40%.

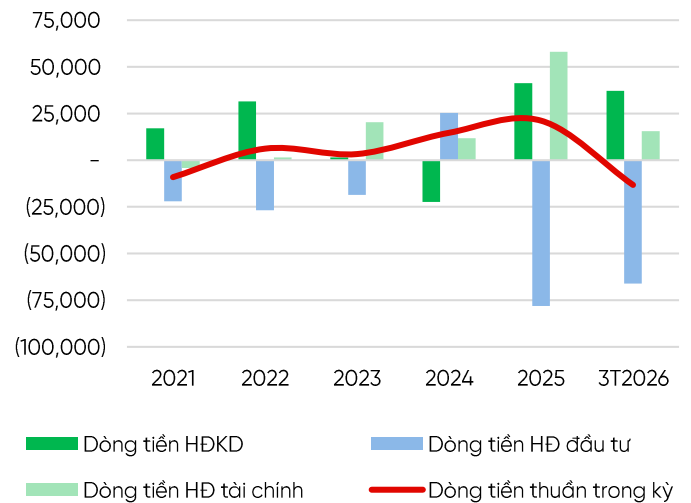
Xét trong bối cảnh lịch sử, mức đòn bẩy hiện tại không phải là yếu tố bất thường. Trong giai đoạn 2015-2018, tỷ lệ đòn bẩy của VHM từng duy trì trên 50% khi công ty chuẩn bị triển khai các đại dự án như Ocean Park 1, Smart City (Hà Nội) và Grand Park (TP.HCM) (tỷ lệ nợ vay/VCSH vào cuối năm 2018 đạt 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 Q1/26 ở mức 46,126 tỷ đồng, đưa tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH đạt 42.5%, 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 115,257 tỷ đồng vào cuối Q1/26, và các khoản nhận góp vốn, đặt cọc từ đối tác phát triển dự án, đạt 120,974 tỷ đồng, qua đó góp phần đa dạng hóa cấu trúc tài trợ và giảm áp lực huy động nợ thuần.

**Hình 3: Số dư với các bên liên quan**



**Hình 4: Lưu chuyển tiền trong kỳ (tỷ đồng)**



**Nguồn:** VHM, VPBankS Research

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đạt mức 37,220 tỷ đồng trong 3 tháng đầu năm 2026 (cải thiện đáng kể sv mức 636 tỷ đồng của cùng kỳ năm 2025). Động lực chính đến từ sự gia tăng mạnh của các khoản phải trả cho đối tác và nhà thầu xây dựng trong bối cảnh nhiều dự án chưa đến giai đoạn bàn giao, qua đó bù đắp cho việc dòng tiền từ bán hàng chưa được ghi nhận đáng kể.

Ở chiều ngược lại, dòng tiền hoạt động đầu tư âm 66,032 tỷ đồng (sv mức 14,532 của cùng kỳ), chủ yếu do đẩy mạnh giải ngân vào các đơn vị phát triển dự án để triển khai các dự án đại đô thị trọng điểm.

## Triển vọng 2026-27: Bước vào giai đoạn cao điểm ghi nhận lợi nhuận từ loạt dự án đại đô thị

### Bức tranh ngành Bất động sản dân cư: Lùi một bước để tiến ba bước

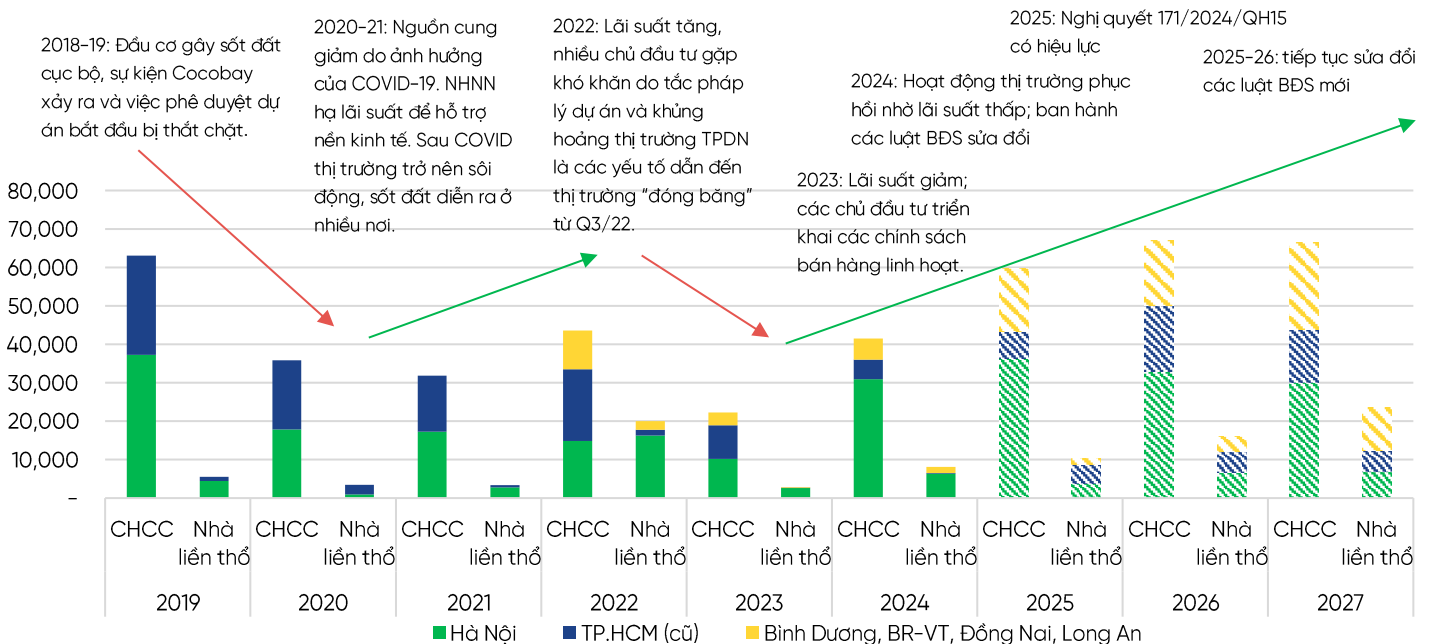
**Hoạt động cho vay bất động sản được kiểm soát chặt chẽ hơn nhằm hạn chế đà tăng giá nhà.** Hiện tại, mặt bằng lãi suất thả nổi đã tăng lên mức 12%-13.5%/năm, tiệm cận vùng đỉnh ghi nhận vào cuối năm 2022. Mức độ phụ thuộc của thị trường bất động sản vào tín dụng ngân hàng đang ở mức đáng kể, với tổng dư nợ tín dụng bất động sản đạt chiếm 25.5% tổng dư nợ toàn nền kinh tế vào cuối năm 2025. Do đó, việc kiểm soát chặt chẽ hơn về điều kiện cho vay mua nhà sẽ tác động trực tiếp đến thanh khoản thị trường, đặc biệt ở thị trường thứ cấp, qua đó được kỳ vọng sẽ góp phần giúp hạ nhiệt đà tăng giá nhà, hạn chế bớt hoạt động đầu cơ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển bền vững trong dài hạn. Mặt khác, nguồn cung sơ cấp đang tiếp tục được Nhà nước tăng cường phê duyệt, chủ đầu tư sơ cấp tiếp tục kết hợp với ngân hàng thương mại để đưa ra chính sách thanh toán kèm các gói vay lãi suất ưu đãi, cho thấy **môi trường chính sách đối với ngành bất động sản vẫn là hỗ trợ nhưng sẽ bao gồm những điều chỉnh có chủ đích.**

**Điều chỉnh hành lang pháp lý nhằm giảm áp lực chi phí đầu vào cho chủ đầu tư.** Trong năm 2025, cơ quan quản lý đã liên tục điều chỉnh và bổ sung các quy định theo hướng phù hợp hơn với điều kiện thị trường, tập trung vào ba trọng tâm: (1) giảm nghĩa vụ tài chính liên quan đến tiền sử dụng đất, (2) rút gọn và chuẩn hóa quy trình phê duyệt dự án, và (3) cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở xã hội cho người dân. Song song đó, Bộ Xây dựng tiếp tục đề xuất sửa đổi Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản, dự kiến trình Chính phủ vào tháng 6/2026 và đưa ra thảo luận tại Quốc hội vào kỳ họp tháng 10, qua đó kỳ vọng tạo nền tảng pháp lý đồng bộ hơn cho sự phát triển của thị trường trong trung hạn.

**Hạ tầng giao thông tiếp tục là động lực quan trọng cho nhu cầu nhà ở.** Nhiều dự án giao thông trọng điểm như Sân bay Long Thành giai đoạn 1, Vành đai 3 TP.HCM, Vành đai 4 Hà Nội,... dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026, qua đó kích thích hoạt động của thị trường BĐS tại các khu vực lân cận. Tại Hà Nội, các khu vực phía Tây và Bắc thành phố tiếp tục thu hút người mua nhờ kết nối với trung tâm ngày càng cải thiện; trong khi ở phía Nam, khu vực TP.HCM mở rộng (Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu) cùng Đồng Nai và Long An sẽ là các khu vực tăng trưởng mạnh nhất.

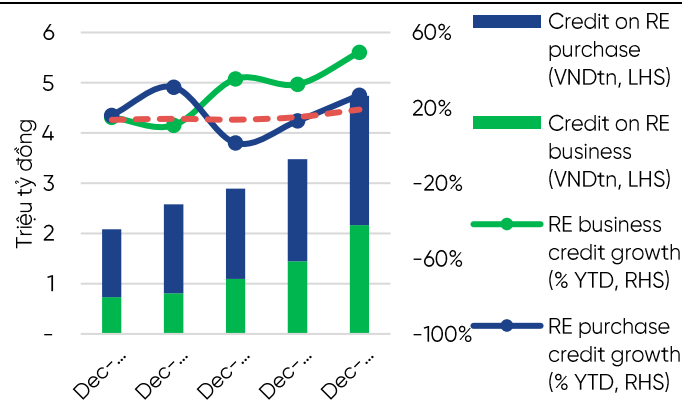
Chi tiết về triển vọng thị trường Bất động sản nhà ở năm 2026-27 có trong [Báo cáo cập nhật Ngành](#) của chúng tôi.

**Hình 5: Nguồn cung nhà được dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong các năm tới (đơn vị: căn)**

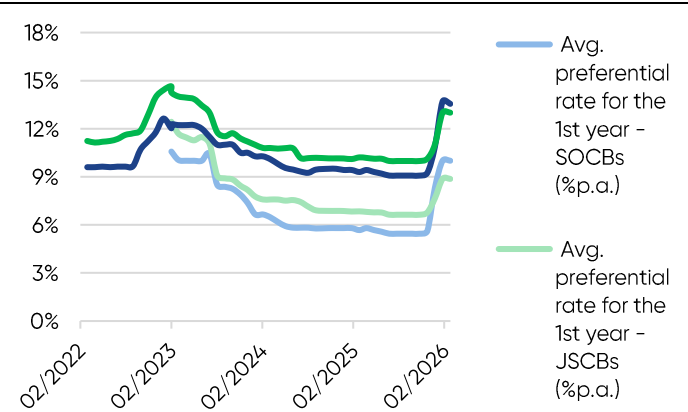


Nguồn: CBRE, VPBankS Research

**Hình 6: Tăng trưởng tín dụng ngành bất động sản**

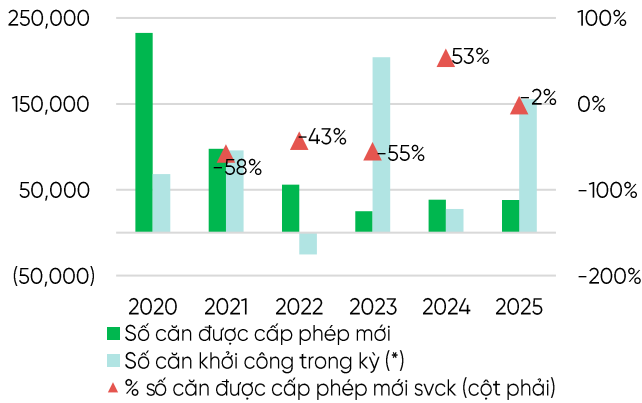


**Hình 7: Lãi suất cho vay mua nhà trung bình tại các NHTM**

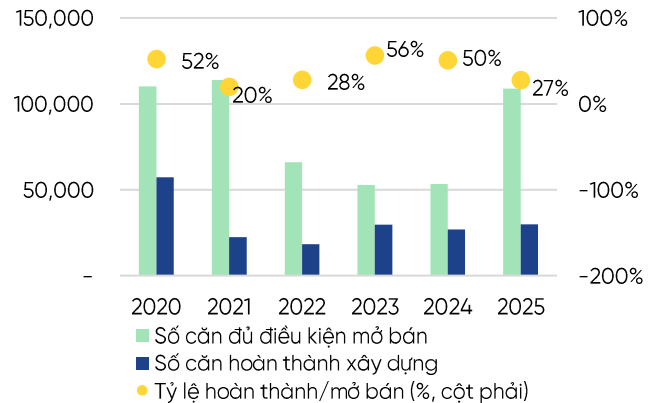


Nguồn: Bộ Xây dựng, NHNN, các NHTM, VPBankS Research

**Hình 8: Số căn được cấp phép mới theo Bộ Xây dựng**



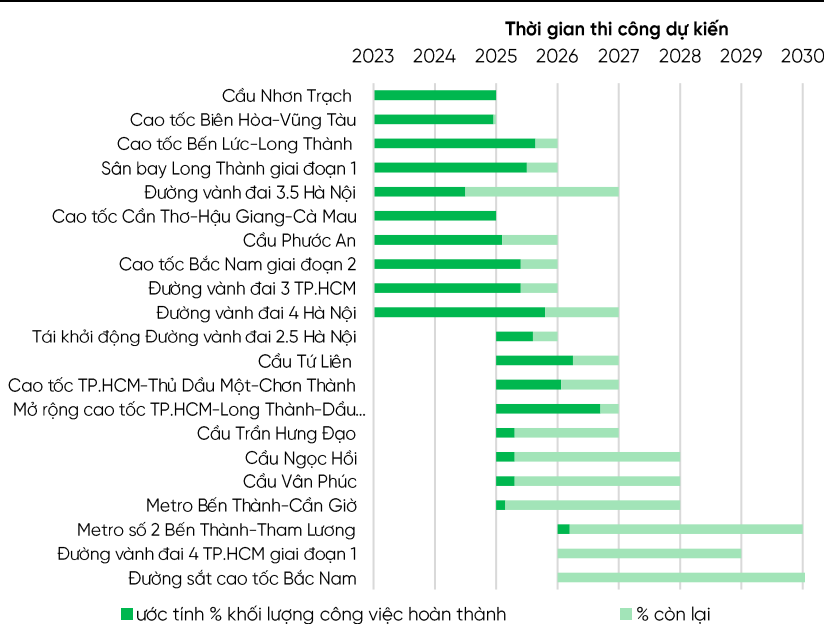
**Hình 9: Ước tính tỷ lệ hoàn thành xây dựng/mở bán**



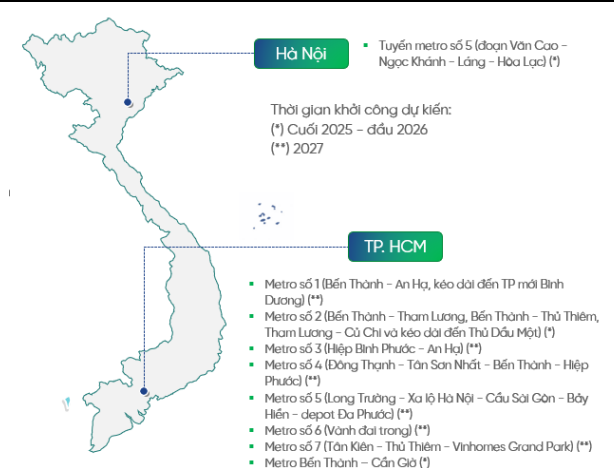
Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Ghi chú:  
\*: Chúng tôi tính toán số căn khởi công xây dựng trong kỳ dựa trên giả định sau: số căn đang xây dựng tại cuối kỳ = số căn đang xây dựng tại đầu kỳ - số căn đã hoàn thành + số căn khởi công xây dựng trong kỳ.

**Hình 10: Tiến độ một số dự án hạ tầng giao thông trọng điểm**



**Hình 11: Kế hoạch Metro giai đoạn 2025-27**



Nguồn: Bộ Giao thông vận tải, VPBankS Research

**Hình 12: Một số dự án hạ tầng và các dự án BĐS hưởng lợi**

Dự án hạ tầng	Khu vực	Dự án BĐS hưởng lợi
<b>Đường vành đai 3 TP.HCM dự kiến hoàn thành toàn bộ tuyến chính vào cuối 2026</b>	Khu Đông TP.HCM (cũ)	Vinhomes Grand Park (VHM), The 9 Stellars (Sơn Kim Land), MT Eastmark City (Điện Phúc Thành)
	Đông Nai (Nhơn Trạch)	Elyse Island (NLG), Fiato Airport City (Thang Long Real), DIC Wisteria City (DIG), SwanBay & SwanPark (SwanCity)
	Bình Dương (Dĩ An, Thuận An, Thủ Dầu Một)	Bcons City & Bcons Polygon (Bcons), Picity Sky Park (Pi Group), The Gió Riverside (AGG)
	Tây Ninh (Bến Lức – Long An)	Waterpoint (NLG)
<b>Đường vành đai 4 TP.HCM (dự kiến khởi công đồng loạt vào tháng 9/2026)</b>	Tây Ninh (Bến Lức, Cần Đước, Cần Giuộc, Đức Hòa – Long An)	Vinhomes Green City, Waterpoint, Lucky City (Novaland), The Sol City (Thắng Lợi Group), T&T City Millennia (T&T Group)
	Bình Dương (Bến Cát, Tân Uyên)	Artisan Park (Gamuda Land), Mega City (Kim Oanh), Orchard Hill (CapitaLand)
	Đông Nai (Nhơn Trạch, Trảng Bom, Long Thành)	Fiato Airport City, Eco Village Saigon River (Ecopark), KDC Tam An (SZL)
	Bà Rịa – Vũng Tàu (Phú Mỹ)	Phú Mỹ Future City (Hung Vượng Holdings)
<b>Sân bay Long Thành GĐ1 (vận hành thương mại trong 2026)</b>	Khu vực Nhơn Trạch và Long Thành (bán kính 10–20km)	Gem Sky World (Đất Xanh), Century City (Kim Oanh), Khu dân cư D2D Lộc An (D2D) Fiato Airport City, STC Long Thành (STC Golden Land), Tam An, Fiato Airport City, STC Long Thành (STC Golden Land)
	Khu vực ven sông Đồng Nai	Aqua City (NVL), Elyse Island & Izumi City (NLG)
<b>Đường vành đai 4 Hà Nội (dự kiến thông xe đường song hành vào Q2/26)</b>	Khu Tây (Hoài Đức, Đan Phượng)	Vinhomes Wonder City, Vinhomes Smart City, Noble Palace Tây Thăng Long (Sunshine Group), The Phoenix Garden (Hải Phát Land, An Quý Hưng & DIA), Hinode Royal Park (Vietracimex)
	Khu Bắc (Mê Linh)	Mê Linh New City (HUD), Hana Garden (CEO)
	Khu Nam (Thanh Oai, Hà Đông)	The Manor Central Park (Bitexco), Thanh Hà Cienco 5 (Mường Thanh)
	Khu vực Hưng Yên & Bắc Ninh	Vinhomes Ocean Park 2 & 3
<b>Các cầu vượt sông Hồng (dự kiến hoàn thành trong 2027–28)</b>	<b>Cầu Tứ Liên</b>	Vinhomes Global Gate, Sun Grand City Lotus Harbour, Eurowindow River Park
	<b>Cầu Trần Hưng Đạo</b>	Vinhomes Riverside, Le Grand Jardin & Berriver Jardin (BRG), MIPEC Riverside (MIPEC)
	<b>Cầu Thượng Cát, Cầu Hồng Hà</b>	Vinhomes Wonder Park, The Phoenix Garden
	<b>Cầu Mễ Sở</b>	Vinhomes Ocean Park 2 & 3, Ecopark Hưng Yên, Him Lam Thường Tín

Nguồn: Thông tin các dự án, VPBankS Research

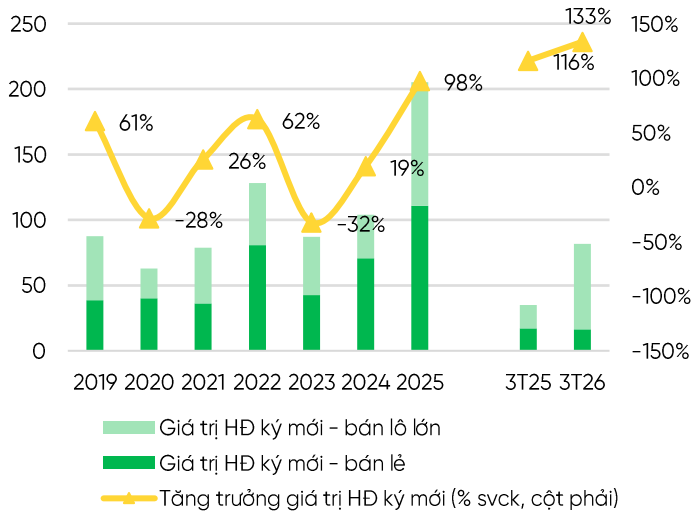
**VHM đang bước vào giai đoạn cao điểm ghi nhận lợi nhuận từ loạt dự án đại đô thị, đặc biệt là từ các thương vụ bán lô lớn**

**Doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh mẽ, tạo tiền đề ghi nhận lợi nhuận tương lai**

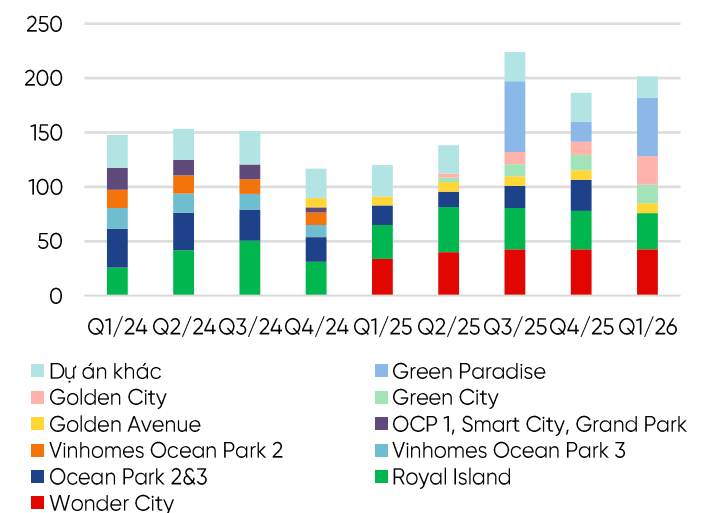
Giá trị hợp đồng ký bán trong Q1/26 đạt mức 81,700 tỷ đồng, tăng mạnh 133% svck và 91.3% sv quý trước, tiếp tục đến từ các dự án Green Paradise (TP.HCM, mở bán vào tháng 12/2025), Green City (Tây Ninh, mở bán vào tháng 6/2025), Golden City (Hải Phòng, mở bán vào tháng 6/2025), và Ocean Park 2&3 (Hưng Yên). Trong kỳ, 80% giá trị hợp đồng đến từ các thương vụ bán lô lớn, qua đó tạo dòng tiền hỗ trợ doanh nghiệp triển khai dự án trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao và nhu cầu từ người mua cá nhân chịu ảnh hưởng bởi điều kiện tín dụng bất động sản thắt chặt.

Tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận tính đến cuối tháng 3/2026 đạt 201,600 tỷ đồng, tăng 68% svck và 8.2% sv quý trước. Dự án Green Paradise và Wonder City đóng góp lớn nhất vào tổng doanh số bán BĐS chưa ghi nhận lũy kế (mỗi dự án chiếm 20%-25%), theo sau là Royal Island (Hải Phòng), Golden City, Green City và Golden Avenue (Quảng Ninh). Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong doanh số bán hàng tạo nền tảng ghi nhận lợi nhuận cho các quý tới.

**Hình 13: Cơ cấu bán lẻ-bán lô lớn (nghìn tỷ đồng)**



**Hình 14: Doanh số bán hàng chưa ghi nhận (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: VHM, VPBankS Research

**Cập nhật tiến độ pháp lý các dự án đang/sắp triển khai của VHM**

Trong 4T2026, VHM đã cho ra mắt hai dự án Vinhomes Hải Vân Bay (Đà Nẵng, 512ha) và dự án Global Gate Hạ Long (Quảng Ninh) giai đoạn 1. Cả hai dự án đều ghi nhận sự quan tâm tích cực từ thị trường, với Hải Vân Bay ghi nhận đã đạt tỷ lệ booking hơn 80% trên giỏ hàng mở bán lần đầu và Global Gate Hạ Long ghi nhận 5,000 lượt booking sau 24h đầu ra mắt. VHM cũng đã khởi công dự án Vinhomes Saigon Park (880ha) ở Hóc Môn, TP.HCM, vào cuối tháng 4, dự án dự kiến được mở bán trong năm 2026.

Việc mở bán các dự án theo đúng tiến độ sẽ giúp Vinhomes có được dòng tiền sớm thông qua việc bán lô lớn, với doanh thu tương ứng dự kiến được ghi nhận vào năm 2025-26.

Các dự án mới tại Mỹ Lâm (Tuyên Quang) và Nham Biễn (Bắc Ninh) dự kiến được mở bán vào đầu năm 2027. Đối với Vinhomes Mỹ Lâm, Vinpearl có kế hoạch khai trương tổ hợp giải trí ở Vinhomes Mỹ Lâm với các hạng mục khách sạn – công viên giải trí VinWonders – sân golf vào Q4/26, trong khi Vincom Retail dự kiến khai trương khu phố thương mại J-Town tại khu đô thị này. Chúng tôi cho rằng sự cộng hưởng từ các dịch vụ trong hệ sinh thái sẽ giúp thu hút khách hàng đến trải nghiệm và thúc đẩy tỷ lệ lấp đầy tại dự án này.

**Hình 15: Cập nhật tiến độ pháp lý các dự án đang/sắp triển khai của VHM**

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ lợi ích của VHM	Chủ đầu tư	Quy mô (ha)	Kế hoạch phát triển *						
					trước 2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029 trở đi
<b>Bất động sản nhà ở thương mại</b>											
Ocean Park	Hà Nội	99%	VHM	420							
Ocean Park 2	Hưng Yên	100%	VHM	458							
Ocean Park 3	Hưng Yên	100%	VHM	294							
Golden Avenue	Quảng Ninh	100%	VHM	69							
Royal Island	Hải Phòng	95%	VIC	877							
Wonder City	Hà Nội	100%	VIC	133							
Golden City	Hải Phòng	100%	VHM	241							
Green City	Long An	93%	VHM	197							
Green Paradise	TP.HCM	100%	VHM	2,870							
Hải Vân Bay	Đà Nẵng	100%	VPL	512							
Global Gate Hạ Long	Quảng Ninh	70%	VIC-VHM	4,100							
Saigon Park	TP.HCM	97%	VHM	880							
Léman Golf	TP.HCM	100%	VHM	200							
Mỹ Lâm	Tuyên Quang	66%	VHM	455							
Nham Biển	Bắc Giang	66%	VHM	134							
Quang Hanh (khu A)	Quảng Ninh	99%	VIC	32							
Kỳ Trình	Hà Tĩnh	66%	VHM	84							
Phước Vĩnh Tây	Long An	100%	VHM-VIG	1,090							
Tân Mỹ	Long An	76%	VHM	931							
Ven Vịnh Cam Ranh	Khánh Hòa	100%	VHM-VinES	1,121							
Cam Lâm	Khánh Hòa	100%	Liên danh do VHM đứng đầu	10,357							
Global Sportia	Hà Nội	35%	VIC-VHM	9,171							
<b>Bất động sản nhà ở xã hội</b>											
Happy Home Trảng Cát	Hải Phòng	100%	VHM	28							
Phố Hiến	Hưng Yên	100%	VHM	30							
<b>Bất động sản công nghiệp</b>											
Vũng Áng	Hà Tĩnh	99%	VHIZ	965							
Tân Trào	Hải Phòng	99%	VHIZ	226							
Ngũ Phúc	Hải Phòng	99%	VHIZ	238							

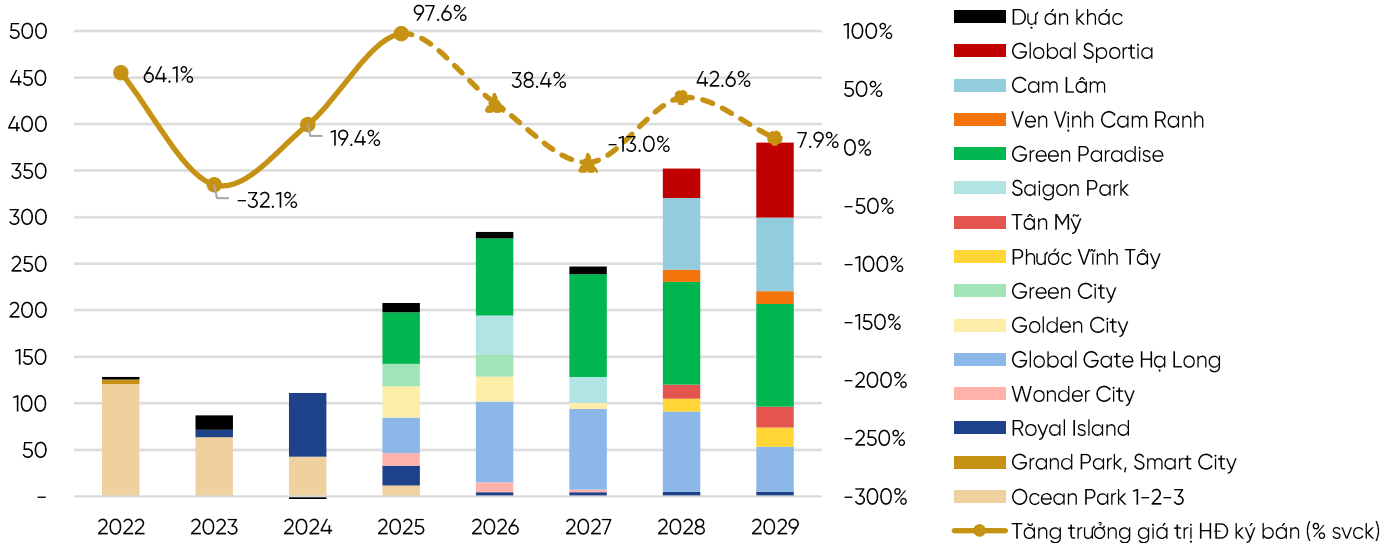
(\*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án từ lúc khởi công đến lúc hoàn tất bàn giao dựa trên ước tính của chúng tôi và có thể thay đổi theo kế hoạch của công ty và điều kiện thị trường

khởi công  mở bán  bàn giao

Nguồn: VHM, VPBankS Research

Chúng tôi ước tính doanh số hợp đồng ký bán đạt 284,060 tỷ đồng (+38.4% svck) trong năm 2026 và 247,043 tỷ đồng (-13.0% svck), được dẫn dắt bởi các dự án Vinhomes Green Paradise, Global Gate Hạ Long và Saigon Park. Sang năm 2028, doanh số dự báo tăng 42.6% svck lên 352,300 tỷ đồng, chủ yếu đến từ các dự án hiện hữu và bắt đầu ghi nhận đóng góp từ các đại đô thị mới như Cam Lâm và Ven Vịnh Cam Ranh (Khánh Hòa), cùng với Tân Mỹ và Phước Vĩnh Tây (Tây Ninh).

**Hình 16: Dự báo doanh số bán hàng (tỷ đồng)**



Nguồn: VHM, VPBankS Research

Chúng tôi cho rằng kênh bán buôn tiếp tục chiếm tỷ trọng cao (ở mức 40%-50%) trong cơ cấu doanh số giai đoạn 2026-27, nhờ tối ưu hóa chi phí vốn và rút ngắn thời gian thu tiền trong quá trình triển khai các đại dự án. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, nhu cầu từ các đối tác bán buôn đang gia tăng, không chỉ đến từ các đối tác hiện hữu mà còn mở rộng sang các nhà đầu tư mới trong khu vực Đông Nam Á.

Trong khi đó, trong bối cảnh người mua cá nhân vẫn duy trì tâm lý thận trọng trong nửa đầu 2026 do mặt bằng lãi suất cao, chúng tôi cho rằng Vinhomes có lợi thế duy trì sức hấp thụ tốt hơn thị trường nhờ các chính sách bán hàng linh hoạt và ưu đãi. Cụ thể, doanh nghiệp đã triển khai gói ưu đãi lãi suất trần 6% trong 5 năm, cho các hợp đồng ký trong giai đoạn 20/04-20/07/2026, áp dụng với một số dự án nhất định.

**Hình 17: Vinhomes Golden City**

- Vị trí: Dương Kinh, Kiến Thụy, Hải Phòng
- Tổng diện tích dự án: 240.6ha
- Chủ đầu tư: Vinhomes
- Sản phẩm: Nhà liền kề/Biệt thự, Nhà ở xã hội
- Số lượng: Hơn 6,000 căn thấp tầng và TMDV; chung cư cao tầng dành cho nhà ở xã hội
- Tiến độ hiện tại: Đang hoàn thiện hạ tầng giao thông và cảnh quan tiện ích nội khu, trong đó các cấu phần công viên rừng và bể bơi đang được đẩy mạnh thi công. Dự án đã được mở bán từ Q2/25.
- Dự án có lợi thế về vị trí đáng chú ý khi nằm tại Dương Kinh – cửa ngõ Đông Nam Hải Phòng, khu vực đang nổi lên như cực tăng trưởng mới nhờ hưởng lợi trực tiếp từ quy hoạch hạ tầng:
  - Dự án kết nối thuận tiện với các trục giao thông chiến lược như cao tốc Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh, mạng lưới tỉnh lộ 353/363, đường ven biển, cầu Rào 3 và tuyến đường kết nối từ đường Bùi Viện tới đường ven biển (được lên kế hoạch triển khai trong giai đoạn 2026-29), qua đó gia tăng khả năng tiếp cận trung tâm Hải Phòng, Hà Nội, Quảng Ninh và các vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc.
  - Vị trí gần cụm cảng nước sâu Lạch Huyện, tổ hợp logistics Nam Đồ Sơn, sân bay Cát Bi, sân bay Tiên Lãng tương lai và tuyến đường sắt liên vận Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng giúp khu vực này hưởng lợi lớn từ xu hướng mở rộng logistics, công nghiệp và dòng vốn FDI.
  - Trong khi thị trường bất động sản Hải Phòng hiện ghi nhận sức nóng tập trung chủ yếu tại Thủy Nguyên và Bắc Sông Cấm nhờ động lực hành chính – đô thị hóa, khu vực Nam và Đông Nam thành phố (Dương Kinh – Đồ Sơn – Tiên Lãng) đang nổi lên như vùng tăng trưởng kế tiếp nhờ quy hoạch hạ tầng logistics, cảng biển và giao thông liên vùng quy mô lớn. Điều này giúp Vinhomes Golden City có tiềm năng hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển phát triển đô thị về phía Nam Hải Phòng trong trung và dài hạn.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

**Hình 18: Vinhomes Green City**

- Vị trí: Hậu Nghĩa, Đức Hòa, Long An
- Tổng diện tích dự án: 197.2ha
- Chủ đầu tư: Công ty CP Phát triển Thành phố Xanh (Vinhomes sở hữu 99.6% cổ phần)
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liền kề/Biệt thự, Khu tái định cư và Nhà ở xã hội
- Số lượng căn hộ: 5,400 căn thấp tầng và TMDV, 25 tòa nhà cao tầng thương mại
- Tiến độ hiện tại: Đang xây dựng các phân khu nhà ở và tiện ích nội khu. Trong đó, các hạng mục công viên nước và khu biệt thự ven hồ đã gần hoàn thiện. Dự án đã được mở bán vào Q2/25.
- Dự án có vị trí chiến lược tại trung tâm hành lang phát triển Tây Bắc TP.HCM, nơi đang được quy hoạch trở thành một cực tăng trưởng mới trong cấu trúc đô thị đa trung tâm của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.
  - Dự án nằm tại điểm giao thoa của nhiều trục hạ tầng trọng điểm gồm Vành đai 3, Vành đai 4, Quốc lộ 22 (trục TP.HCM – Tây Ninh – Mộc Bài), Quốc lộ N2 (kết nối Long An với Đồng bằng sông Cửu Long), tuyến đường tỉnh ĐT823/ĐT824, trục động lực Đức Hòa, cao tốc TP.HCM – Mộc Bài (dự kiến triển khai trong 2026–28).
  - Vị trí liền kề các cụm công nghiệp lớn tại Đức Hòa, Mỹ Quý Tây và hệ thống logistics khu vực giúp dự án hưởng lợi trực tiếp từ quá trình công nghiệp hóa, dịch chuyển dân cư và gia tăng nhu cầu nhà ở thực từ lực lượng lao động, chuyên gia.



Nguồn: VHM, VPBankS Research

**Hình 19: Vinhomes Green Paradise**

- Vị trí: Cần Giờ, TP.HCM
- Tổng diện tích dự án: 2,870ha (NSA: 810ha)
- Chủ đầu tư: Vinhomes
- Sản phẩm: Chung cư/Nhà liền kề/Biệt thự
- Số lượng: Hơn 32,000 căn thấp tầng và TMDV; hơn 30,000 căn cao tầng (bao gồm cả bán lẻ và bán lô lớn)
- Tiến độ hiện tại: Tính đến tháng 5/2026, dự án đã san lấp mặt bằng hơn 55% tổng khối lượng. Các trục đường nội khu đang được thi công, trong khi mạng lưới cống thoát nước và hệ thống lưới điện ngầm đã hoàn thiện. Dãy nhà phố đầu tiên đang bước vào giai đoạn thi công móng cọc. Dự án đã được mở bán từ Q4/25.
- Dự án sở hữu lợi thế vị trí khi nằm tại cửa ngõ biển duy nhất của TP.HCM, hưởng lợi trực tiếp từ loạt đại dự án hạ tầng quy mô lớn đang được quy hoạch và triển khai, qua đó từng bước tái định vị Cần Giờ từ khu vực ven biển biệt lập thành cực tăng trưởng mới về đô thị, du lịch nghỉ dưỡng, logistics và kinh tế biển.
  - Tuyến đường sắt tốc độ cao Bến Thành – Cần Giờ (dự kiến hoàn thành năm 2028) và cầu Cần Giờ (thay thế phà Bình Khánh, dự kiến triển khai trong 2027–29) giúp rút ngắn thời gian kết nối với trung tâm TP.HCM.
  - Cao tốc Bến Lức – Long Thành kết nối Sân bay Long Thành với các tỉnh phía Tây Nam Bộ, đi qua Cần Giờ
  - Dự án cách siêu cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ 15–25km. Siêu cảng Cần Giờ có tổng mức đầu tư 7.2 tỷ USD, được định hướng trở thành trung tâm logistics hàng hải mới của khu vực.
  - Cầu Cần Giờ – Vũng Tàu (dự kiến hoàn thành năm 2028).



Nguồn: VHM, VPBankS Research

**Hình 20: Vinhomes Hải Vân Bay**

- Vị trí: phường Hải Vân, TP. Đà Nẵng
- Tổng diện tích dự án: 512,2ha
- Chủ đầu tư: Vinpearl. Tuy nhiên, VHM là đơn vị thi công chính và nắm giữ 100% lợi ích trong dự án.
- Sản phẩm: Biệt thự/Nhà liền kề/Khu nghỉ dưỡng/Khách sạn/Shophouse
- Số lượng: 5,576 căn thấp tầng
- Tiến độ hiện tại: Dự án đã ra mắt phân khu Bạch Vân vào đầu Q2/26, dự kiến hoàn thành xây thô 350 căn vào cuối năm 2026. Trong khi đó, tổ hợp giải trí VinWonders Hải Vân và công viên Đảo Ngọc dự kiến hoàn thiện vào cuối năm 2027.
- Dự án hưởng lợi từ xu hướng mở rộng đô thị về phía Tây Bắc của Đà Nẵng, sự phát triển của cảng Liên Chiểu và chiến lược phát triển Đà Nẵng thành trung tâm tài chính – du lịch quốc tế.
  - Dự án kết nối trực tiếp với hệ thống hạ tầng chiến lược gồm hầm Hải Vân, cao tốc La Sơn – Túy Loan, đường ven biển Nguyễn Tất Thành nối dài, ga Kim Liên (tuyến đường sắt Bắc – Nam), sân bay quốc tế Đà Nẵng và trung tâm thành phố, giúp tăng khả năng tiếp cận Huế, Hội An và toàn bộ hành lang kinh tế miền Trung.
  - Đặc biệt, dự án tiếp giáp với cảng Liên Chiểu (vốn đầu tư 1.7 tỷ USD) – trung tâm của Khu thương mại tự do Đà Nẵng theo quy hoạch. Khi hoàn thiện, cảng Liên Chiểu được kỳ vọng trở thành trung tâm logistics quốc tế quan trọng, giảm tải cho cảng Tiên Sa và thúc đẩy mạnh dòng vốn FDI vào khu vực.



Nguồn: VHM, VPBankS Research





**Tổng hợp dự báo KQKD giai đoạn 2026–2027**
**Hình 23: Dự báo KQKD 2026–2027**

	2025	Dự phóng cũ		Dự phóng mới				Ghi chú về dự phóng KQKD
	Tỷ VND	2026 Tỷ VND	2027 Tỷ VND	2026 Tỷ VND	svck +/-	2027 Tỷ VND	svck +/-	
<b>Doanh thu</b>	<b>153,271</b>	<b>71,065</b>	<b>121,111</b>	<b>261,213</b>	<b>70.4%</b>	<b>291,797</b>	<b>11.7%</b>	Chúng tôi dự báo doanh thu bán BĐS tăng 82.4% svck trong năm 2026, chủ yếu đến từ việc ghi nhận thương vụ bán lô lớn tại các dự án Green Paradise, Ocean Park 2&3, Global Gate Hạ Long và Saigon Park, bên cạnh việc bắt đầu ban giao sản phẩm tại Golden City và Green City. Chúng tôi dự báo doanh thu BĐS tăng 4.8% svck trong năm 2027 từ mức nền cao của 2026, đến từ bán giao nhà tại các dự án đã mở bán trong giai đoạn năm 2025 - nửa đầu năm 2026, tại Hải Phòng, Quảng Ninh, Đà Nẵng, TP.HCM và Tây Ninh. Doanh thu dự phóng mới thay đổi so với dự phóng cũ do chúng tôi điều chỉnh cách ghi nhận các thương vụ bán lô lớn từ doanh thu tài chính lên doanh thu thuần.
Bán bất động sản	108,597	39,009	85,809	195,520	80.0%	207,523	6.1%	
Xây dựng	23,618	18,824	21,014	33,053	40.0%	49,711	50.4%	
Môi giới và quản lý dự án BĐS	14,216	4,640	5,266	25,595	80.0%	27,166	6.1%	
Khác	6,840	8,592	9,022	7,045	3.0%	7,397	5.0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>46,343</b>	<b>22,526</b>	<b>42,306</b>	<b>101,576</b>	<b>119.2%</b>	<b>115,527</b>	<b>13.7%</b>	<i>Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản cải thiện so với 2025 nhờ đóng góp của các sản phẩm bất động sản lớn với giá vốn tốt.</i>
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	30.2%	31.7%	34.9%	38.9%	8.7 đ%	39.6%	0.7 đ%	
<i>Biên LN gộp bán BĐS (%)</i>	35.0%	40.0%	40.2%	45.0%	10.0 đ%	48.4%	3.3 đ%	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(8,088)</b>	<b>(5,663)</b>	<b>(7,395)</b>	<b>(15,476)</b>	<b>91.3%</b>	<b>(15,997)</b>	<b>3.4%</b>	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>29,332</b>	<b>60,588</b>	<b>49,676</b>	<b>14,878</b>	<b>-49.3%</b>	<b>18,639</b>	<b>25.3%</b>	Đến từ bàn giao các dự án Royal Island, Wonder City, và một số thương vụ chuyển nhượng cổ phần dự án mới với quy mô nhỏ.
Lãi từ chuyển nhượng cổ phần, bán dự án theo hợp đồng hợp tác đầu tư	14,545	46,298	42,365	7,588	-47.8%	11,691	54.1%	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(15,151)</b>	<b>(26,268)</b>	<b>(24,828)</b>	<b>(20,675)</b>	<b>36.5%</b>	<b>(19,808)</b>	<b>-4.2%</b>	Chi phí tài chính tăng 36.5% svck trong năm 2026 trong bối cảnh lãi suất tăng cao trong nửa đầu năm và dư nợ vay của doanh nghiệp tăng để triển khai dự án. Chúng tôi kỳ vọng áp lực chi phí lãi vay sẽ hạ nhiệt trong năm 2027.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>52,810</b>	<b>52,070</b>	<b>60,710</b>	<b>79,523</b>	<b>50.6%</b>	<b>98,196</b>	<b>23.5%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>43,335</b>	<b>40,614</b>	<b>47,354</b>	<b>63,618</b>	<b>46.8%</b>	<b>76,593</b>	<b>20.4%</b>	
<b>LNST CĐ công ty mẹ</b>	<b>41,895</b>	<b>36,977</b>	<b>43,113</b>	<b>59,595</b>	<b>42.2%</b>	<b>72,898</b>	<b>22.3%</b>	
EPS (VND)	10,200	9,003	10,497	14,509	42.2%	17,748	22.3%	

Nguồn: VHM, VPBankS Research

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
(Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>102,323</b>	<b>153,271</b>	<b>261,213</b>	<b>291,797</b>
Giá vốn hàng bán	(69,356)	(106,928)	(159,637)	(176,270)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>32,967</b>	<b>46,343</b>	<b>101,576</b>	<b>115,527</b>
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(4,593)	(6,188)	(10,522)	(10,740)
Chi phí bán hàng	(3,791)	(1,899)	(4,954)	(5,257)
<b>EBIT</b>	<b>24,583</b>	<b>38,255</b>	<b>86,100</b>	<b>99,530</b>
Khấu hao	1,800	2,298	3,683	3,417
<b>EBITDA</b>	<b>26,383</b>	<b>40,553</b>	<b>89,783</b>	<b>102,948</b>
Doanh thu tài chính	26,844	29,332	14,878	18,639
Chi phí tài chính	(10,487)	(15,151)	(20,675)	(19,808)
Thu nhập ròng từ HĐ khác	(1,895)	(1,926)	(4,465)	(3,586)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	3	2	2	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>40,848</b>	<b>52,810</b>	<b>79,523</b>	<b>98,196</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(5,775)	(9,475)	(15,905)	(21,603)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>35,073</b>	<b>43,335</b>	<b>63,618</b>	<b>76,593</b>
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>31,801</b>	<b>41,895</b>	<b>59,595</b>	<b>72,898</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
(Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>40,848</b>	<b>52,810</b>	<b>79,523</b>	<b>98,196</b>
Khấu hao và hao mòn	1,800	2,298	3,683	3,417
Chi phí lãi vay	7,589	11,214	16,541	15,467
Các điều chỉnh khác	(24,123)	(28,422)	3,401	3,504
Thay đổi vốn lưu động	(48,515)	3,289	(67,296)	(64,250)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>(22,400)</b>	<b>41,189</b>	<b>35,853</b>	<b>56,333</b>
Đầu tư TSCĐ	(10,645)	(15,431)	(35,712)	(4,301)
Thanh lý TSCĐ	2,470	4,661	(3,403)	(3,525)
Thu hồi cho vay, bán công cụ nợ	(9,501)	10,690	(360)	810
Mua, bán công ty con	27,448	(110,008)	(46,273)	(80,551)
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	15,613	32,001	-	-
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>25,385</b>	<b>(78,088)</b>	<b>(85,748)</b>	<b>(87,567)</b>
Phát hành cổ phiếu	22	-	(0)	-
Mua lại cổ phiếu	(10,485)	-	-	-
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	59,211	51,340	40,423	47,380
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(36,451)	7,871	10,917	(6,957)
Trả cổ tức	(605)	(1,130)	(24,644)	-
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>11,692</b>	<b>58,081</b>	<b>26,695</b>	<b>40,423</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	14,103	28,780	49,962	26,762
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	14,677	21,182	(23,200)	9,190
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>28,780</b>	<b>49,962</b>	<b>26,762</b>	<b>35,952</b>

<b>Chỉ tiêu về tăng trưởng</b>	2024	2025	2026	2027
Doanh thu (svck)	-1.2%	49.8%	70.4%	11.7%
Lợi nhuận gộp (svck)	-7.7%	40.6%	119.2%	13.7%
Lợi nhuận ròng (svck)	-4.7%	31.7%	42.2%	22.3%

<b>Chỉ tiêu về khả năng sinh lời</b>	2024	2025	2026	2027
Biên lợi nhuận gộp	32.2%	30.2%	38.9%	39.6%
Biên EBITDA	25.8%	26.5%	34.4%	35.3%
Biên LN thuần từ HĐKD	24.0%	25.0%	33.0%	34.1%
Biên lợi nhuận ròng	31.1%	27.3%	22.8%	25.0%
ROAA	6.3%	6.2%	7.4%	8.7%
ROAE	15.8%	17.8%	22.4%	24.0%

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
(Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	28,780	49,962	26,762	35,952
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5,392	2,259	2,619	2,214
Phải thu ngắn hạn	168,406	219,950	263,310	272,367
Hàng tồn kho	54,696	131,415	134,150	168,235
Tài sản ngắn hạn khác	28,205	93,304	74,869	66,078
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>285,479</b>	<b>496,890</b>	<b>501,711</b>	<b>544,845</b>
Tài sản cố định	14,622	22,356	21,962	20,325
Đầu tư dài hạn	29,436	28,337	25,354	22,400
Tài sản dài hạn khác	234,673	240,274	265,060	278,637
<b>Tổng tài sản</b>	<b>564,209</b>	<b>787,857</b>	<b>814,086</b>	<b>866,207</b>
Nợ vay ngắn hạn	34,276	43,377	72,935	61,504
Phải trả ngắn hạn	19,960	19,961	29,801	32,906
Nợ ngắn hạn khác	224,296	279,752	269,908	287,541
<b>Tổng nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>278,532</b>	<b>343,090</b>	<b>372,644</b>	<b>381,951</b>
Nợ vay dài hạn	47,016	102,946	82,408	90,905
Nợ dài hạn khác	17,917	92,605	76,311	69,794
<b>Tổng nợ phải trả dài hạn</b>	<b>64,933</b>	<b>195,550</b>	<b>158,719</b>	<b>160,698</b>
Vốn cổ phần	41,074	41,074	41,074	41,074
LNST chưa phân phối	167,206	202,644	235,595	275,844
Khác	12,464	5,498	6,055	6,640
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>220,744</b>	<b>249,217</b>	<b>282,724</b>	<b>323,558</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>564,209</b>	<b>787,857</b>	<b>814,086</b>	<b>866,207</b>

<b>Chỉ tiêu về sử dụng đòn bẩy</b>	2024	2025	2026	2027
EBIT/Lãi vay (lần)	5.7	4.4	5.7	7.2
EBITDA/(Lãi vay+CAPEX)	1.4	1.5	1.7	5.2
VCSH/Tổng tài sản	39.1%	31.6%	34.7%	37.4%
Nợ vay/VCSH	36.8%	58.7%	54.9%	47.1%
Nợ vay ròng/VCSH	21.3%	37.8%	44.6%	35.3%

<b>Chỉ tiêu về thanh khoản (lần)</b>	2024	2025	2026	2027
Vòng quay tài sản	0.2	0.2	0.3	0.3
Vòng quay phải thu	5.3	7.2	12.2	14.6
Số ngày phải thu (ngày)	69.2	51.0	30.0	25.0
Vòng quay phải trả	5.1	7.7	10.5	9.3
Số ngày phải trả (ngày)	72.1	47.5	34.8	39.2
Vòng quay hàng tồn kho	1.9	1.6	2.0	1.9
Số ngày HTK (ngày)	196.2	221.6	185.5	189.1
Chỉ số TT hiện hành	1.0	1.4	1.3	1.4
Chỉ số TT nhanh	0.8	1.1	1.0	1.0

<b>Chỉ tiêu về định giá (lần)</b>	2024	2025	2026	2027
EPS (đồng)	7,742	10,200	14,509	17,748
P/E	21.6	16.4	11.5	9.4
PEG 1 năm	21.1	0.5	0.3	0.4
EV/EBIT	29.9	20.5	9.5	8.1
EV/EBITDA	27.9	19.3	9.1	7.8
P/B	3.1	2.8	2.4	2.1

Nguồn: VHM, VPBankS Research

## Định giá: Giá mục tiêu 167,560 VND/CP (tiềm năng tăng giá 13.7%)

Chúng tôi sử dụng phương pháp Định giá tài sản thuần (RNAV) với WACC giả định cho mỗi dự án, dựa trên kế hoạch triển khai và bán hàng được VHM công bố, để điều chỉnh lại giá trị hợp lý của bất động sản tồn kho và đầu tư. Nhằm phản ánh hợp lý các rủi ro trong việc triển khai và bán hàng, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau cho giá trị hiện tại ròng (NPV) của từng dự án, tùy theo tiến độ thực hiện, tình trạng giải phóng mặt bằng và khả năng hấp thụ của thị trường.

Trong báo cáo này, chúng tôi áp dụng mức phần bù rủi ro thị trường là 9.1% (theo cập nhật của NYU Stern vào tháng 4/2026) và lãi suất phi rủi ro là 4.3% (lãi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tại thời điểm cuối Q1/26), và beta là 1.4 lần (trung bình 2 năm điều chỉnh theo Bloomberg).

VHM dự kiến chia cổ tức năm tài chính 2025 cho cổ đông, bao gồm:

- Cổ tức tiền mặt ở mức 6,000 đồng/CP, thời gian chia cổ tức dự kiến diễn ra trong Q3/26. Dựa trên giá mục tiêu của chúng tôi, tỷ suất cổ tức cho năm 2026 sẽ đạt 3.6%, như vậy tổng tỷ suất sinh lời của cổ phiếu sẽ đạt 17.3% so với mức giá đóng cửa ngày 27/05.
- Cổ tức bằng cổ phiếu, tỷ lệ 100%. Chúng tôi đưa ra hai kịch bản giá mục tiêu tương ứng với số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại và số lượng cổ phiếu lưu hành pha loãng hoàn toàn vào cuối năm 2026, giả định doanh nghiệp hoàn tất kế hoạch phát hành cổ phiếu 100%.

Hình 24: Định giá RNAV cho VHM

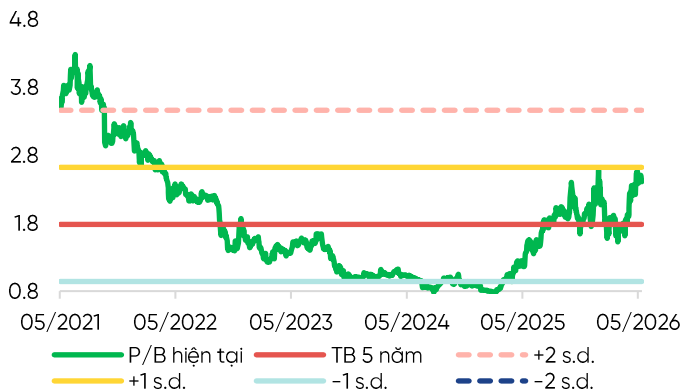
Định giá các mảng kinh doanh	Giá trị hợp lý		Phương pháp	Các giả định	
	Tỷ VND	VHM sở hữu %		Tỷ VND	
<b>Bất động sản nhà ở</b>	<b>886,414</b>	<b>815,507</b>	DCF	Beta điều chỉnh (lần)	1.4
<i>Các dự án đóng góp chính</i>				Phần bù rủi ro thị trường	8.1%
Wonder City	10,945	99%		Lãi suất phi rủi ro	4.3%
Golden City	25,900	100%		Chi phí sử dụng VCSH	15.9%
Royal Island	18,437	86%		Chi phí sử dụng vốn vay	10.6%
Green City	21,026	93%		Tỷ lệ nợ	37%
Hải Vân Bay	39,474	100%		Tỷ lệ VCSH	63%
Green Paradise	229,414	100%		WACC	14.0%
Global Gate Hạ Long	265,266	70%			
Saigon Park	15,926	97%			
Phước Vĩnh Tây	35,916	100%			
Ven Vịnh Cam Ranh	26,427	100%			
Cam Lâm	101,153	100%			
Global Sportia	96,530	35%			
<b>Xây dựng</b>	<b>23,180</b>	<b>100%</b>		<b>23,180</b>	DCF
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>			<b>838,687</b>		
<b>Cộng:</b>					
Tiền và tương đương tiền			35,838	<b>Giá trị sổ sách tại cuối Q1/26</b>	
Đầu tư tài chính ngắn hạn			10,288		
<b>Trừ:</b>					
Vay nợ			162,067		
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>			<b>722,746</b>		
Số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại (triệu)			4,107		
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>			<b>175,960</b>		
Số lượng cổ phiếu lưu hành nếu DN hoàn tất kế hoạch phát hành (triệu)			8,215		
<b>Giá mục tiêu sau pha loãng (VND)</b>			<b>87,981</b>		

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

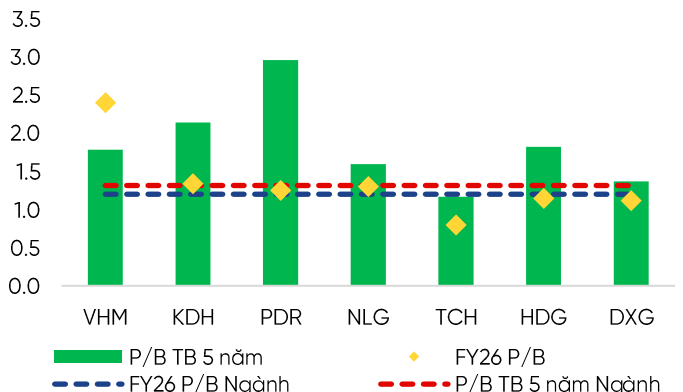
**Rủi ro đầu tư**

- **Rủi ro pháp lý và chậm tiến độ xây dựng:** Các dự án khu đô thị quy mô lớn của VHM nhạy cảm với tiến độ hoàn thiện thủ tục pháp lý do đòi hỏi nhiều cấp chấp thuận. Sự chậm trễ nào trong các quy trình cấp phép có thể ảnh hưởng đến tiến độ thi công và thời điểm ghi nhận doanh thu từ dự án;
- **Rủi ro hấp thụ thị trường và rủi ro giá bán:** Trong bối cảnh giá nhà tăng nhanh hơn thu nhập trong vài năm gần đây, áp lực về khả năng chi trả của người mua nhà đã gia tăng, nếu mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức cao sẽ làm suy yếu tỷ lệ hấp thụ;
- **Rủi ro biến động lợi nhuận do thời điểm bàn giao:** KQKD của VHM phụ thuộc phần lớn vào tiến độ bàn giao các dự án đại đô thị, những giai đoạn không có dự án lớn được bàn giao có thể dẫn tới doanh thu sụt giảm mạnh. Mặc dù các thương vụ bán lô lớn có thể giúp hạn chế rủi ro này, tiến độ ghi nhận cũng phụ thuộc vào thời điểm hoàn tất pháp lý thương vụ.
- **Rủi ro giá cổ phiếu biến động mạnh do đang giao dịch ở vùng định giá cao so với lịch sử:** VHM đang được giao dịch ở mức P/B hiện tại là 2.4 lần, cao hơn trong vòng 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm và cao hơn so với trung bình ngành. Do đó, cổ phiếu có thể đối mặt với áp lực điều chỉnh mạnh hơn trong trường hợp tiến độ mở bán dự án mới, kết quả bán hàng hoặc diễn biến thị trường không đạt kỳ vọng của nhà đầu tư.

**Hình 25: VHM đang được giao dịch ở mức P/B cao hơn trong vòng 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm**



**Hình 26: P/B fwd 2026 của một số cổ phiếu so với trung bình 5 năm và trung bình ngành (lần)**



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

**Hình 27: Độ nhạy của giá mục tiêu theo mức thay đổi của giá nhà trong năm 2026**

Độ nhạy của giá mục tiêu theo mức thay đổi của giá nhà trong năm 2026										
Kịch bản thận trọng					Kịch bản cơ sở		Kịch bản tích cực			
-20%	-15%	-10%	-5%	0%	3%	4%	6%	8%	10%	
153,847	156,828	159,809	162,790	165,771	<b>167,560</b>	168,156	169,349	170,541	171,734	

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 28: Độ nhạy của giá mục tiêu theo WACC**

Độ nhạy của giá mục tiêu theo thay đổi giá định WACC (%)										
Kịch bản thận trọng					Kịch bản cơ sở		Kịch bản tích cực			
17.3%	16.8%	16.3%	15.8%	15.3%	14.8%	14.3%	13.8%	13.3%	12.8%	12.3%
153,874	156,476	159,143	161,877	164,682	<b>167,560</b>	170,515	173,552	176,675	179,888	183,198

Nguồn: VPBankS Research

Hình 29: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 26/05/2026)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Vốn hóa		P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 12T	ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		VND	Tỷ VND	12T	2026	Hiện tại	2026	% svck	12T	2026	12T	2026	2025		
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	23,300	26,148	23.3	21.1	1.4	1.3	19.6	6.2	6.4	3.4	5.0	48.0		
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	26,600	12,906	19.7	25.3	1.0	1.3	16.8	5.5	6.9	2.4	2.7	37.2		
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	15,550	34,746	10.7	N/A	0.7	N/A	N/A	7.3	N/A	1.3	N/A	114.4		
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	16,950	16,913	27.8	25.6	1.4	1.3	223.2	5.1	4.9	2.4	3.2	44.6		
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	15,150	16,853	71.3	22.4	1.2	1.1	(25.0)	1.7	4.4	0.6	1.7	23.0		
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC)	DIG VN	13,800	10,991	15.5	N/A	1.1	N/A	538.5	7.3	N/A	3.4	N/A	22.3		
<b>Trung bình</b>				<b>28.0</b>	<b>23.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>154.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.7</b>	<b>2.3</b>	<b>3.1</b>	<b>48.3</b>		
<b>Trung vị</b>				<b>21.5</b>	<b>23.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>19.6</b>	<b>5.9</b>	<b>5.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>40.9</b>		
<b>CTCP Vinhomes</b>	<b>VHM VN</b>	<b>153,800</b>	<b>631,720</b>	<b>9.8</b>	<b>11.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>38.8</b>	<b>27.7</b>	<b>22.4</b>	<b>9.0</b>	<b>7.4</b>	<b>58.7</b>		

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

## **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](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### **Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu**

Email: [equityresearch@vpbanks.com.vn](mailto:equityresearch@vpbanks.com.vn)