

CTCP Vinhomes (HSX: VHM)

Giá cổ phiếu chiết khấu về vùng hấp dẫn khi đã phản ánh những lo ngại về điều tiết tín dụng vào BĐS

- Q4/25, lợi nhuận (LN) ròng tăng trưởng 120% svck nhờ ghi nhận các giao dịch bán buôn lớn tại Green Paradise. Năm 2025, LN ròng tăng 29% svck, đạt 105% dự phóng của chúng tôi;
- Năm 2026-27, chúng tôi dự phóng doanh số bán hàng thay đổi -36%/+12% svck do tác động từ lãi suất cao và room tín dụng BĐS bị hạn chế. Qua đó, LN ròng dự phóng thay đổi +3%/-10% svck;
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 123,200 đồng/CP do giá cổ phiếu đã giảm về vùng hấp dẫn, P/B thấp hơn trung bình 5 năm.

Năm 2025 LN ròng đạt mức cao nhất trong lịch sử

Q4/25, doanh thu quy đổi đạt 113.6 nghìn tỷ đồng (+124% svck), LN ròng đạt 26.7 nghìn tỷ đồng (+120% svck). Năm 2025, doanh thu quy đổi đạt 183.9 nghìn tỷ đồng (+30% svck), LN ròng đạt 41.1 nghìn tỷ đồng (+29% svck). Doanh số bán hàng đạt 205.3 nghìn tỷ đồng, đóng góp lớn từ dự án Green Paradise và Wonder City. Doanh số chưa ghi nhận tính đến cuối kỳ đạt 186.4 nghìn tỷ đồng (+98% svck). Qua đó, VHM hoàn thành 100% kế hoạch LN năm, phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Chính sách tiền tệ tác động đến doanh số bán hàng trong năm 2026-27

Chính sách tiền tệ có xu hướng hạn chế dòng vốn tín dụng vào BĐS khi room tín dụng BĐS được giới hạn ở mức 15-16% trong năm nay. Điều này gây lo ngại cho nhà đầu tư và người mua nhà khiến thanh khoản thị trường BĐS có thể chững lại. Chúng tôi cho rằng tiến độ bán hàng của VHM sẽ chậm lại, dự phóng doanh số bán hàng có thể giảm 36% trong năm 2026. Sang năm 2027, chúng tôi kỳ vọng mở bán dự án lớn giúp doanh số bán hàng tăng trở lại, khoảng 12% svck. Qua đó, chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2026-27 thay đổi +3%/-10% svck, tăng 4%/11% so với dự phóng trước.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 123,200 đồng/CP

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 123,200 đồng/CP (tăng 125% so với trước) chủ yếu do bổ sung định giá các dự án mới đã có pháp lý rõ ràng như Phước Vĩnh Tây, Vinhomes ven vịnh Cam Ranh, Vinhomes Cam Lâm và tăng định giá các dự án lớn như Green Paradise và Global Gate Hạ Long. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh phần nào rủi ro liên quan đến chính sách tín dụng BĐS, giá cổ phiếu giảm về vùng hấp dẫn với P/B là 1.5x lần thấp hơn trung bình 5 năm gần nhất, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VHM. Rủi ro đầu tư: (1) lãi suất tăng ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng, (2) NHNN hạn chế room tín dụng vào BĐS sẽ tác động đến kế hoạch triển khai dự án mới (3) chi phí GPMB tăng cao làm giảm biên LN.

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	102,323	154,102	140,770	136,413
LN ròng	31,801	41,107	42,512	38,153
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1%	51%	-9%	-3%
Tăng trưởng LN ròng	-5%	29%	3%	-10%
Biên LN gộp	32%	29%	34%	34%
Biên EBITDA	49%	42%	48%	47%
ROAE	17%	19%	17%	13%
ROAA	6%	6%	6%	5%
EPS (VND/cổ phiếu)	7,742	10,008	10,350	9,289
BVPS (VND/cổ phiếu)	49,334	57,507	67,857	77,146

(Nguồn: VHM, MBS Research)

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 123,200

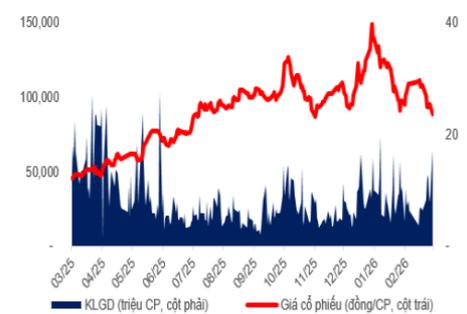
So với giá thị trường

39%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 4%/11% so với dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	88,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	149,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37,750
Vốn hóa (tỷ VND)	363,095
P/E (TTM)	8.8
P/B	1.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	8.0%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup	69.34%
-------------------	--------

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

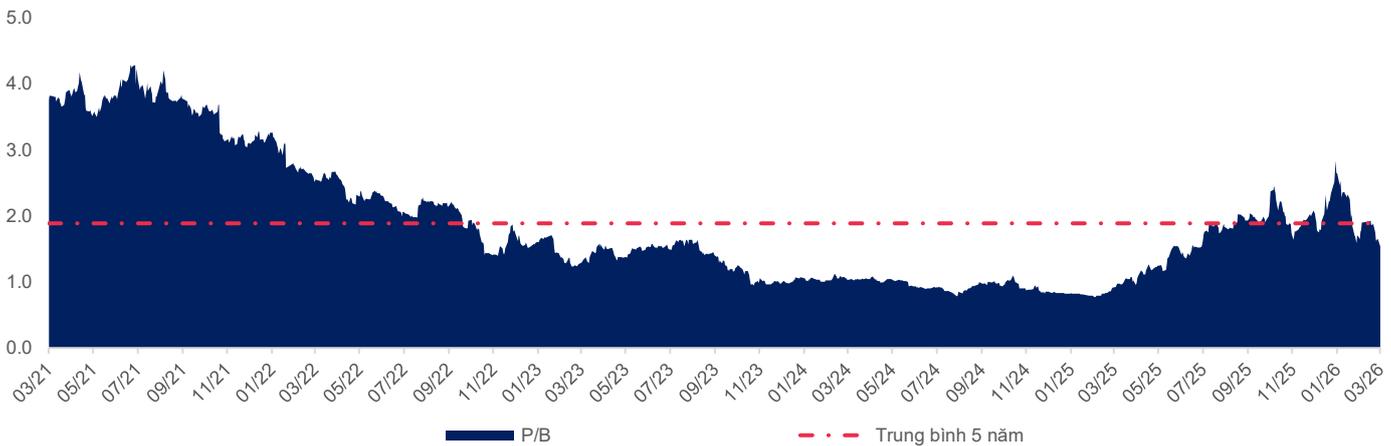
Công ty cổ phần Vinhomes

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) VHM duy trì vị thế dẫn đầu trong phát triển BĐS, liên tục mở rộng quỹ đất sạch lớn tại các thị trường sôi động như Hà Nội, TP HCM, Quảng Ninh, Đà Nẵng. Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng dự án Global Gate Hạ Long (4,120 ha), Làng Vân (512 ha) và Mỹ Lâm (455 ha) được mở bán. Chúng tôi kỳ vọng tiềm năng phát triển dài hạn từ các đại đô thị mới như Vinhomes ven vịnh Cam Ranh, Vinhomes Cam Lâm và KĐT thể thao Olympic khi định hướng giãn dân tại các thành phố lớn đang được triển khai;
- (2) VHM nằm trong danh mục 30 cổ phiếu có khả năng được đưa vào rổ FTSE Global All-Cap trong năm nay. Dòng vốn ngoại sẽ đổ vào thị trường hỗ trợ cho đà tăng giá và thanh khoản của cổ phiếu;
- (3) Chúng tôi tăng giá mục tiêu cho cổ phiếu VHM lên 123,200 đồng/CP do (1) định giá lại các dự án theo tiến độ triển khai trong năm 2025-26 như Green Paradise, Global Gate Hạ Long, Wonder City, Royal Island; (2) bổ sung định giá dự án mới đã có pháp lý rõ ràng gồm Phước Vĩnh Tây, IUT, Tân Mỹ, Vinhomes ven vịnh Cam Ranh, Vinhomes Cam Lâm,..... và (3) định giá thêm mảng tổng thầu xây dựng, quản lý vận hành. Mức giá mục tiêu này tương đương P/B forward trong 12 tháng tới là 1.8x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm là 1.9x.

Hình 1: Diễn biến định giá P/B 5 năm gần nhất: Cổ phiếu VHM hiện được giao dịch ở mức P/B là 1.5x, thấp hơn so với trung bình là 1.9x



(Nguồn: FiinProX, MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Lãi suất tăng ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng do nhu cầu mua BĐS suy giảm;
- (2) NHNN hạn chế room tín dụng vào BĐS khiến huy động vốn gặp khó khăn, dự án mở bán chậm hơn kế hoạch;
- (3) Chi phí GPMB tăng khi địa phương áp dụng bảng giá đất mới, giá đền bù áp dụng theo cơ chế giá thị trường.

Hình 2: Định giá cổ phiếu VHM

Dự án	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Ghi chú
BDS nhà ở	549,899	RNAV	
OCP2	5,219		
Royal Island	9,208		
Wonder City	16,325		
Golden City	18,527		
Green City	9,003		
Green Paradise	129,727		Chúng tôi thay đổi phương pháp định giá từ BV sang RNAV do dự án đang được xây dựng và mở bán. Năm 2025, VHM đã mở bán phân khu B và dự kiến tiếp tục mở bán các phân khu khác trong 2026-27.
Làng Vân	17,588		
Global Gate Hạ Long	139,256		Chúng tôi tăng dự phóng giá bán do vốn đầu tư tăng gấp đôi so với trước.
Phước Vĩnh Tây	57,178		
Mỹ Lâm	6,235		
Tân Liễu	894		
IUT	20,210		
Tân Mỹ	25,641		
Cam Ranh	45,475		
Cam Lâm	49,413		Chúng tôi định giá phân khu 1 (2,050 ha) đã có pháp lý rõ ràng
BDS KCN	14,788	DCF	Gồm KCN Vũng Áng, Nam Tràng Cát, Ngũ Phúc và Tân Trào GD1 và KCN của nhà máy Vinfast Hải Phòng.
Khác	34,646	DCF	Bao gồm mảng tổng thầu xây dựng, quản lý vận hành và cho thuê thương mại. Chúng tôi áp dụng mức tỷ lệ chiết khấu WACC là 11.5%.
Tổng giá trị tài sản	599,333		
(+) Tiền & tương đương tiền	49,949		
(+) Đầu tư ngắn hạn và dài hạn	14,677		
(-) Nợ vay	146,256		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	11,702		
Giá trị doanh nghiệp	506,001		
Số lượng cổ phiếu	4,107,412,004		
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)	123,200		

(Nguồn: VHM, MBS Research)

Hình 3: Chi phí vốn

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro	8.5%
Chi phí VCSH	13.6%

Hình 4: Giả định WACC

WACC	
Chi phí VCSH	13.6%
Chi phí vay	10.1%
Thuế	20%
WACC	11.5%

(Nguồn: MBS Research)

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
DN trong nước										
CTCP Phát triển BDS Phát Đạt	PDR	14,518	27.4	15.7	1.2	1.0	4.4	10.6	2.0	4.9
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	14,628	57.0	33.9	1.0	0.9	3.2	2.0	1.7	1.0
CTCP ĐT và KD nhà Khang Điền	KDH	26,877	25.4	23.8	1.5	1.4	5.9	5.8	3.3	3.6
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	11,739	13.4	13.8	0.9	0.9	6.3	7.3	2.5	4.1
Trung bình			30.8	21.8	1.2	1.1	4.9	6.4	2.4	3.4
DN nước ngoài										
China Merchants Shekou	001979 CH	322,700	20.6	18.4	0.8	0.8	1.5	1.7	1.0	1.1
Poly Developments and Holdings	600048 CH	288,810	22.8	19.7	0.4	0.4	1.2	1.3	0.6	0.7
Ayala Land Inc	ALI PM	121,190	8.7	7.8	0.8	0.8	12.3	13.2	4.9	5.5
Trung bình			17.4	15.3	0.7	0.7	5.0	5.4	2.2	2.4
CTCP Vinhomes	VHM	363,095	8.8	8.5	1.5	1.3	18.7	16.5	6.1	5.6

(Nguồn: Bloomberg, FiinproX và MBS Research)

Cập nhật KQKD Q4/25 và năm 2025

Hình 6: KQKD Q4/25 và năm 2025 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q4/25	svck (%)	2025	svck (%)	% MBS dự phóng	Đánh giá
Số lượng sản phẩm đã bán	23,300	732%	56,100	338%		
Doanh số bán hàng	42,700	102%	205,300	98%	207%	Q4/25 doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh trên mức thấp cùng kỳ năm ngoái. Năm 2025, doanh số bán hàng cao nhất từ trước đến nay, vượt dự phóng của chúng tôi, chủ yếu nhờ mở bán dự án Green Paradise, Wonder City và Royal Island.
Doanh số chưa ghi nhận	186,400	98%	186,400	98%		Doanh số chưa ghi nhận tăng trưởng 98% svck. Doanh số chưa ghi nhận tại dự án Wonder City chiếm tỷ trọng lớn nhất đạt 14%, tiếp đến là Royal Island đạt 13%.
Doanh thu quy đổi (*)	113,600	124%	183,923	30%	143%	
Doanh thu bán BĐS quy đổi (**)	98,063	127%	138,132	22%	146%	Doanh thu bán BĐS chiếm 86% doanh thu trong Q4/25 và 75% cả năm 2025. Các dự án đóng góp lớn gồm Green Paradise (42%), OCP 2&3 (17%/13%) và Royal Island (16%).
Doanh thu	103,010	218%	154,102	51%	165%	
- BĐS	87,503	259%	108,312	48%	184%	
- Xây dựng	8,370	138%	23,636	39%	209%	Tăng mạnh svck do VHM đẩy mạnh cung cấp dịch vụ tổng thầu xây dựng.
Biên LNG	33%	-7 điểm%	29%	-3 điểm%	-15 điểm%	
- BĐS	36%	-10 điểm%	35%	-5 điểm%	-22 điểm%	Biên LNG giảm do biên LNG của OCP2&3 thấp.
- Xây dựng	13%	2 điểm%	9%	0%	0%	
Chi phí QLDN và bán hàng	2,740	-8%	7,690	-8%	109%	
% chi phí quản trị bán hàng/ Doanh thu	3%	-7 điểm%	5%	-3 điểm%	-3 điểm%	
Doanh thu tài chính	7,587	-33%	29,398	10%	127%	
- BCC	4,865	-43%	8,739	-55%	70%	Đây là lợi nhuận được chia từ hợp đồng BCC tại dự án Royal Island.
Chi phí tài chính	5,838	17%	16,588	58%	197%	Quy mô nợ vay cuối 2025 tăng 80% so với cuối 2024.
LNTT	32,986	103%	51,279	26%	104%	
LNST	26,798	85%	42,111	20%	107%	Năm 2025, công ty hoàn thành 86% kế hoạch doanh thu và 100% kế hoạch lợi nhuận năm.
LN ròng	26,726	120%	41,107	29%	105%	LN ròng năm 2025 phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

(Nguồn: VHM, MBS Research)

(*) Doanh thu quy đổi = Doanh thu bán BĐS quy đổi + Doanh thu xây dựng, quản lý và cho thuê BĐS và dịch vụ khác

(**) Doanh thu bán BĐS quy đổi = Doanh thu bán BĐS + Doanh thu từ bán BĐS theo hợp đồng BCC và bán cổ phần dự án BĐS

Tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 thêm 4%/11% so với dự báo trước

Hình 7: Dự phóng KQKD năm 2026-27 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2025	2026	svck (%)	% thay đổi	2027	svck (%)	% thay đổi	Đánh giá
Doanh số bán hàng	205.300	132,411	-36%	48%	148,323	12%	20%	Chúng tôi dự phóng doanh số năm 2026-27 thấp hơn so mức đỉnh lịch sử của năm 2025 do lãi suất tăng và room tín dụng BĐS bị hạn chế.
Doanh thu quy đổi	183.923	178,761	-3%	20%	190,109	6%	34%	
Doanh thu bán BĐS quy đổi	138.132	136,173	-1%	34%	143,263	5%	55%	Doanh thu bán BĐS ổn định nhờ doanh số chưa ghi nhận lớn và mở bán đại dự án mới.
Doanh thu hợp đồng BCC	21.989	37,991	73%	-24%	53,696	41%	194%	Tăng mạnh nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Wonder City, Làng Vân và Royal Island.
Doanh thu	154.102	140,770	-9%	41%	136,413	-3%	17%	
- BĐS	108.312	98,182	-9%	89%	89,567	-9%	21%	
- Xây dựng	23.636	28,363	20%	49%	31,199	10%	14%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu năm 2026-27 nhờ VHM đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhiều dự án lớn.
Lãi gộp	45.432	48,091	6%	24%	46,818	-3%	20%	
- BĐS	37.768	42,507	13%	51%	40,419	-5%	0%	
- Xây dựng	2.087	2,577	24%	41%	3,100	20%	8%	
Biên LNG	29%	34%	5 điểm%	-5 điểm%	34%	0%	1 điểm%	
- BĐS	35%	43%	8 điểm%	-11 điểm%	45%	2 điểm%	-9 điểm%	Biên LNG phục hồi do ghi nhận từ OCP 2&3 giảm dần.
- Xây dựng	9%	9%	0%	0%	10%	1 điểm%	-1 điểm%	
Chi phí quản trị & BH	7.690	10,117	32%	10%	9,821	-3%	7%	
% chi phí quản trị BH/Doanh thu	5%	7%	2 điểm%	-2 điểm%	7%	0%	-1 điểm%	
Doanh thu tài chính	29.398	33,584	14%	19%	31,895	-5%	40%	
- Lãi từ BCC	8.739	21,680	148%	17%	23,348	8%	-10%	
Chi phí tài chính	16.588	17,667	7%	166%	20,088	14%	9%	Quy mô nợ vay tăng mạnh để tài trợ cho dự án mới.
LNTT	51.279	54,132	6%	5%	48,980	-10%	5%	
LNST	42.111	43,491	3%	6%	39,303	-10%	5%	
LN ròng	41.107	42,512	3%	4%	38,153	-10%	11%	Chúng tôi tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 4%/11% so với dự phóng trước.

(Nguồn: VHM, MBS Research)

Hình 8: Danh mục BĐS đang triển khai của VHM

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ lợi ích	Diện tích (ha)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ pháp lý dự án					
					Giấy phép đầu tư	Quy hoạch 1/500	GPMB	Bàn giao đất	Thanh toán TSDĐ	GPXD
Wonder City	Hà Nội	99%	133	18,441						
Golden City	Hải Phòng	100%	241	23,218						
Green City	Tây Ninh	93%	197	28,258						
Green Paradise	TPHCM	100%	2,870	465,923						
Làng Vân	Đà Nẵng	100%	512	43,922						
Global Gate Hạ Long	Quảng Ninh	70%	4,114	456,639						
Phước Vĩnh Tây	Tây Ninh	100%	1,090	90,757						
Mỹ Lâm	Tuyên Quang	66%	455	18,345						
Quang Hanh	Quảng Ninh	99%	32	2,933						
Tân Liễu	Bắc Ninh	66%	134	6,602						
Leman Golf	TPHCM	100%	200	2,129						
IUT	TPHCM	97%	880	59,000						
Tân Mỹ	Tây Ninh	76%	931	74,406						
Cam Ranh	Khánh Hoà	100%	1,250	85,294						
Cam Lâm	Khánh Hoà	100%	10,357	285,267						

(Nguồn: VHM, MBS Research)

Hình 9: Dự phóng thời gian mở bán và bắt đầu bàn giao tại các dự án sắp tới

STT	Dự án	TLSH	2025	2026	2027	2028	Sau 2028
1	Wonder City	99%					
2	Golden City	100%					
3	Green City	93%					
4	Green Paradise	100%					
5	Vinhomes Làng Vân	100%					
6	Global Gate Hạ Long	70%					
7	Vinhomes Phước Vĩnh Tây	100%					
8	Vinhomes Mỹ Lâm	66%					
9	Vinhomes Tân Liễu	66%					
10	IUT	97%					
11	Vinhomes Tân Mỹ	76%					
12	Vinhomes Cam Ranh	100%					
13	Vinhomes Cam Lâm	N/A					

Mở bán: Bắt đầu bàn giao:

(Nguồn: VHM, MBS Research)

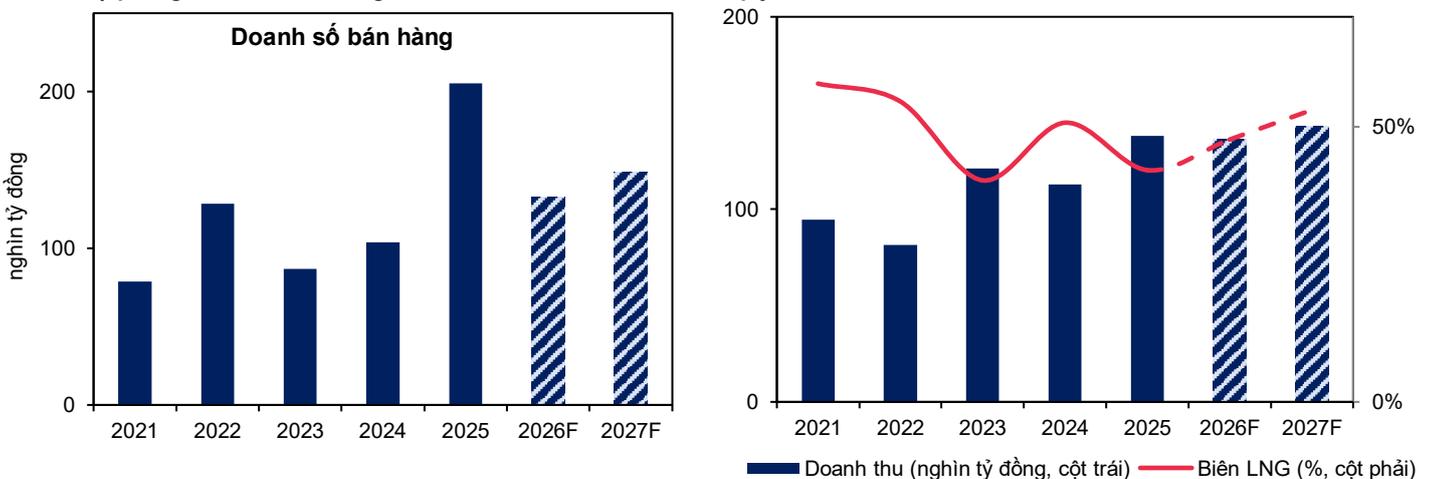
Chúng tôi dự phóng doanh số giảm do tác động từ chính sách tín dụng trong năm 2026-27

Doanh số bán hàng năm 2026-27 có thể giảm từ mức cao lịch sử của năm trước do thị trường BĐS đang có dấu hiệu chững lại từ áp lực từ lãi suất cao và room tín dụng BĐS bị hạn chế. Theo số liệu ước tính, room tín dụng tăng lên cho BĐS (số tuyệt đối) có thể giảm khoảng 17% svck trong năm 2026 (năm 2025 số này tăng 32% svck) do tăng trưởng tín dụng BĐS có thể bị giới hạn ở mức 15-16% trong năm nay từ mức tăng trưởng tín dụng BĐS khoảng 22% của năm 2025. Tỷ lệ doanh số bán hàng của VHM/tổng mức tín dụng BĐS tăng thêm cả nước trung bình khoảng 27% trong giai đoạn 2020-25, do đó doanh số bán hàng của VHM có thể ảnh hưởng trong 2026 khi room tín dụng tăng lên cho BĐS bị giảm.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh số bán hàng năm 2026-27 đạt 132 nghìn tỷ đồng (-36% svck)/148 nghìn tỷ đồng (+12% svck). Chúng tôi dự phóng đóng góp chính trong doanh số bán hàng đến từ dự án Green Paradise, Global Gate Hạ Long và Làng Vân. Dự án Green Paradise đã mở bán phân khu B vào cuối năm ngoái và dự kiến tiếp tục mở bán các phân khu tiếp theo vào Q2/26. Hạ tầng kết nối dự án với các vùng trung tâm kinh tế phía Nam đang được đẩy mạnh triển khai như tuyến metro Bến Thành – Cầu Giờ (3 tỷ USD), cầu vượt biển Cầu Giờ - Vũng Tàu (4 tỷ USD) và dự án cầu Cầu Giờ. Chúng tôi kỳ vọng dự án Global Gate Hạ Long sẽ được mở bán trong năm 2026. Dự án có quy mô 4,120 ha, vốn đầu tư 456 nghìn tỷ đồng. Dự án có vị trí thuận lợi, gần cảng biển du lịch, giáp cao tốc Hạ Long – Hải Phòng, giáp vịnh Hạ Long. Dự án đã được khởi công vào ngày 19/12/2025, đang trong quá trình GPMB và xây dựng cơ sở hạ tầng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu bán BĐS quy đổi thay đổi -1%/+5% svck, đạt 136 nghìn tỷ đồng/143 nghìn tỷ đồng. Năm 2026, doanh thu BĐS duy trì ổn định nhờ lượng doanh số chưa ghi nhận lớn từ các dự án đã mở bán trong năm trước như Wonder City, Golden City, Green City và Green Paradise, đóng góp 60% vào doanh thu BĐS. Năm 2027, chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS sẽ tăng nhẹ nhờ mở bán các dự án mới.

Hình 10: Dự phóng doanh số bán hàng, doanh thu và biên LNG bán BĐS quy đổi



(Nguồn: VHM, MBS Research)

Triển vọng từ các đại đô thị mới

VHM đang nghiên cứu phát triển các dự án có quy mô lớn từ vài nghìn ha lên đến chục nghìn ha.

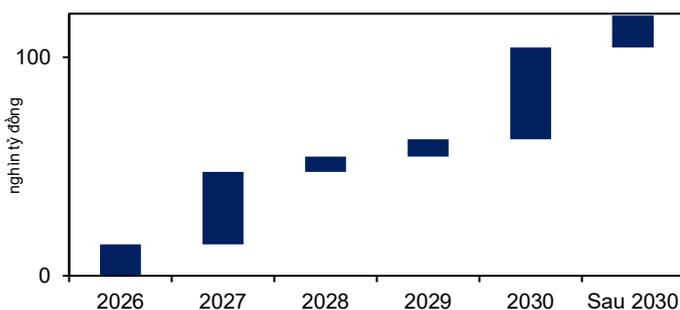
- ✓ Phước Vĩnh Tây là dự án có quy mô 1,090 ha, vốn đầu tư 90 nghìn tỷ đồng. Dự án có vị trí đẹp với 3 mặt giáp sông, cách trung tâm TP HCM khoảng 25 km. Tỉnh Tây Ninh bắt đầu bàn giao đất cho chủ đầu tư Vinhomes từ T12/25.
- ✓ Tại Khánh Hoà, dự án Cam Ranh có quy mô 1,254 ha, vốn đầu tư 85 nghìn tỷ đồng, đã có quy hoạch 1/500, đang tiến hành GPMB và bàn giao đất cho chủ đầu tư. Dự án Cam Lâm có quy mô 10,356 ha, vốn đầu tư 285 nghìn tỷ đồng, đang hoàn thiện pháp lý khu 1 có diện tích 2,050 ha. VHM đang làm thủ tục để tăng tỷ lệ lợi ích tại dự án lên 100%. Dự án được kỳ vọng định hình lại bản đồ đô thị tỉnh Khánh Hòa, thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước, và phát triển khu vực thành thành phố biển ven sân bay hiện đại.
- ✓ Hà Nội đã thông qua chủ trương đầu tư dự án KĐT thể thao Olympic tại phía Nam Hà Nội. Dự kiến dự án có quy mô hơn 9,000 ha, vốn đầu tư hơn 925 nghìn tỷ đồng. Liên danh thực hiện gồm 5 nhà đầu tư, trong đó có Vinhomes. Hiện thông tin chi tiết chưa được công bố. Việc xúc tiến triển khai dự án này cho thấy chiến lược mở rộng sang các đại đô thị quy mô siêu lớn tích hợp đa năng của Vinhomes. Hà Nội định hướng tái cấu trúc đô thị, dự kiến di dời 860,000 người. Quá trình giãn dân sẽ thúc đẩy làn sóng dịch chuyển dân cư, hạ tầng và dòng vốn về các đô thị vệ tinh. Dự án này được kỳ vọng sẽ là điểm đến hấp dẫn cho người mua nhà và nhà đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng tiềm năng của dự án sẽ tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho công ty.

Sức khỏe tài chính vẫn đảm bảo dù quy mô nợ tăng nhanh

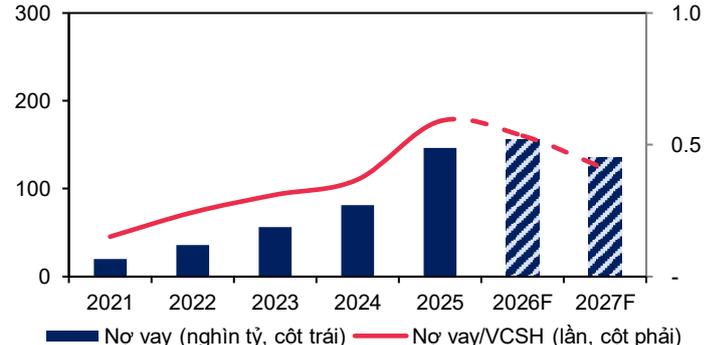
Do phát triển nhiều đại dự án cùng lúc nên VHM đã huy động vốn vay lớn, trong giai đoạn năm 2021 đến nay, tổng nợ vay tăng gấp 7 lần lên 146 nghìn tỷ đồng. Quy mô nợ vay tăng nhanh khiến tỷ lệ nợ vay/VCSH tăng từ 0.15 lên 0.59, cao hơn so với trung bình ngành. Khoản vay dài hạn đến hạn trả trong năm 2026-27 lần lượt là 14.3 và 33.2 nghìn tỷ đồng. Số dư tiền mặt cuối kỳ là gần 50 nghìn tỷ đồng, có thể đảm bảo khả năng thanh toán trong năm nay.

Trong điều kiện môi trường kinh doanh BĐS đang chịu tác động bởi lãi suất và room tín dụng BĐS, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng quy mô nợ trong năm 2026-27 sẽ chậm lại, dự phóng khoảng 156/135 nghìn tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm xuống mức 0.5 và 0.4 trong năm 2026-27.

Hình 11: Nợ vay đến hạn



Hình 12: Dự phóng nợ vay



(Nguồn: VHM, MBS Research)

Cổ phiếu VHM kỳ vọng được phân bổ vào rổ chỉ số FTSE Global All-cap kỳ rà soát T9/26

Dựa theo các tiêu chí lựa chọn của bộ chỉ số FTSE Global All-cap và dữ liệu tại ngày 24/02/2026, MBS Research đã mô phỏng danh mục cổ phiếu có khả năng được lựa chọn vào bộ chỉ số FTSE Global All-cap và khối lượng giao dịch trong kỳ review vào T9/26 sắp tới. Theo dự phóng này và danh mục mẫu mà FTSE công bố vào T11/25 vừa qua, VHM có thể nằm trong số 30 cổ phiếu tiềm năng được phân bổ vào rổ chỉ số này. Mặc dù danh mục có thể sẽ có thay đổi vào thời điểm công bố chính thức, chúng tôi cho rằng khả năng VHM được chọn trong danh mục là khá cao, kéo theo các kỳ vọng về việc thu hút dòng vốn ngoại khi được các quỹ ETF mua vào, tăng thanh khoản và nâng cao vị thế trên thị trường quốc tế. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho cổ phiếu trong thời gian tới.

Hình 13: Dự báo các cổ phiếu được phân bổ vào chỉ số FTSE Global All-cap trong kỳ rà soát T9/26 (dựa trên dữ liệu ngày 24/02/2026)

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá trị mua dự kiến (Triệu USD)	Giá (đồng/CP)	Ước số ngày giao dịch
VIC	1,255,312	69.7	140,500	2.0
VHM	455,923	58.6	106,000	1.8
HPG	217,216	41.6	26,800	4.7
MCH	192,875	9.1	159,100	1.2
FPT	157,574	19.4	104,300	0.4
VPL	149,741	10.5	92,500	4.0
VNM	146,715	23.1	70,600	0.8
TCX	145,381	1.2	56,500	0.2
STB	119,523	1.6	63,000	0.3
MSN	116,975	8.3	84,000	0.0
VJC	110,395	44.0	170,500	3.5
SSI	79,964	4.3	31,150	0.2
SHB	71,432	9.6	16,000	0.3
VRE	67,033	9.7	30,200	1.0
GEE	65,514	12.2	180,800	3.5
SAB	62,589	5.9	49,900	1.5
VPX	60,000	1.0	27,700	0.8
EIB	45,078	4.4	20,850	0.3
POW	42,643	2.7	13,750	0.7
GEX	36,367	5.3	36,700	0.4
KBC	32,961	5.1	34,900	0.5
KDH	31,703	15.0	27,500	2.5
VCI	31,454	45.0	36,650	1.9
FRT	29,122	45.0	169,900	8.0
VND	28,924	2.6	18,500	0.2
DGC	28,521	13.9	68,600	1.0
PVS	24,037	13.2	45,400	0.7
DXG	17,798	14.1	15,400	0.1
HUT	17,734	2.9	15,700	1.7
PDR	17,262	1.0	17,700	1.4

(Nguồn: MBS Research)

Phụ lục

Golden City



- Vị trí: Dương Kinh, Hải Phòng
- Chủ đầu tư: VHM (100%)
- Tổng diện tích: 240 ha
- Vốn đầu tư: 23 nghìn tỷ đồng
- Sản phẩm: 4,937 căn nhà ở thấp tầng
- Dự án có vị trí thuận lợi, nằm kế cận cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, tiếp giáp đường Văn Minh rộng 78m và đường Tự do rộng 60m.
- Tiến độ dự án: Mở bán từ T6/25. Dự kiến thời gian bắt đầu bàn giao vào Q3-4/2026.

Green City



- Vị trí: Hậu Nghĩa, Tây Ninh
- Chủ đầu tư: VHM (93%)
- Tổng diện tích: 197 ha
- Vốn đầu tư: 28 nghìn tỷ đồng
- Sản phẩm: 4,572 căn nhà ở thấp tầng và 17 toàn căn hộ
- Dự án có vị trí thuận lợi tại trung tâm thị trấn Hậu Nghĩa, gần cao tốc TPHCM – Mộc Bài, cách trung tâm TPHCM khoảng 40 phút di chuyển.
- Tiến độ dự án: Mở bán từ T5/25. Dự kiến thời gian bắt đầu bàn giao vào Q3-4/2026.

Green Paradise



- Vị trí: Cần Giờ, TP.HCM
- Chủ đầu tư: VHM (100%)
- Tổng diện tích: 2,870 ha
- Vốn đầu tư: 466 nghìn tỷ đồng
- Sản phẩm: 15,640 căn nhà ở thấp tầng
- Vị trí tiếp giáp khu dự trữ sinh quyển Cần Giờ. Vingroup sẽ xây dựng tuyến Metro tốc độ cao nối KĐT Phú Mỹ Hưng tới dự án (vốn đầu tư khoảng 3 tỷ USD) giúp thời gian di chuyển tới trung tâm TPHCM chỉ khoảng 20 phút.
- Tiến độ dự án: Đang xây dựng và mở bán. Năm 2025, VHM đã mở bán phân khu B. Dự kiến mở bán tiếp phân khu khác trong Q2/26.

Global Gate Hạ Long



- Vị trí: Hạ Long, Quảng Ninh
- Chủ đầu tư: Liên danh giữa VIC (30%) và VHM (70%)
- Tổng diện tích: 4,120 ha
- Vốn đầu tư dự kiến: 457 nghìn tỷ đồng
- Sản phẩm: 47,992 căn nhà ở thấp tầng
- Tiến độ dự án: Khởi công từ T12/2025, đang GPMB và xây dựng hạ tầng. Dự kiến mở bán trong năm 2026-27.

Phước Vĩnh Tây



- Vị trí: Phước Vĩnh Tây, Tây Ninh
- Chủ đầu tư: VHM
- Tổng diện tích: 1,090 ha
- Vốn đầu tư dự kiến: 90 nghìn tỷ đồng
- Tiến độ dự án: Đã bàn giao đất đợt 1 (351 ha) và đang GPMB. Dự kiến mở bán trong năm 2026-27.

(Nguồn: VHM, MBS Research)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	102,323	154,102	140,770	136,413	LN trước thuế	40,848	51,279	54,132	48,980
Giá vốn hàng bán	(69,356)	(108,671)	(92,679)	(89,596)	Khấu hao	1,800	2,317	942	1,242
Lợi nhuận gộp	32,967	45,432	48,091	46,818	Thuế đã nộp	(5,775)	(9,168)	(10,642)	(9,677)
Chi phí quản lý DN	(4,593)	(5,983)	(5,911)	(5,664)	Các khoản điều chỉnh khác	(16,533)	(16,304)	7,723	(30,405)
Chi phí bán hàng	(3,791)	(1,707)	(4,206)	(4,157)	Thay đổi VLD	(42,739)	12,551	(47,126)	34,938
LN từ HĐKD	24,583	37,742	37,973	36,997	LCTT từ HĐKD	(22,400)	40,674	5,030	45,078
EBITDA thuần	26,383	40,059	38,915	38,239	Đầu tư TSCĐ	(10,645)	(17,830)	(16,415)	(13,468)
LN trước thuế & lãi vay	24,583	37,742	37,973	36,997	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2,470	2,477	-	-
Thu nhập lãi	26,844	29,398	33,584	31,895	LCTT từ đầu tư	25,385	(82,767)	(26,027)	(32,372)
Chi phí tài chính	(10,487)	(16,588)	(17,667)	(20,088)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	22	4	-	-
Thu nhập ròng khác	(95)	724	216	156	Tiền vay ròng nhận được	22,760	64,387	9,482	(20,345)
TN từ các Cty LK & LD	3	2	25	20	Dòng tiền từ HĐTC khác	(10,485)	-	-	-
LN trước thuế	40,848	51,279	54,132	48,980	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(605)	(1,130)	-	-
Thuế TNDN	(5,775)	(9,168)	(10,642)	(9,677)	LCTT từ hoạt động TC	11,692	63,261	9,482	(20,345)
Lợi nhuận sau thuế	35,073	42,111	43,491	39,303	Tiền & tương đương tiền đầu kì	14,103	28,780	49,949	38,432
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,271	1,004	978	1,149	LC tiền thuần trong năm	14,677	21,168	(11,516)	(7,640)
LN ròng	31,801	41,107	42,512	38,153	Tiền & tương đương tiền cuối	28,780	49,949	38,432	30,793
Chi trả cổ tức	-	-	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	31,801	41,107	42,512	38,153					
					Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027	Tăng trưởng doanh thu thuần	-1%	51%	-9%	-3%
Tiền và tương đương tiền	28,780	49,949	38,432	30,793	Tăng trưởng EBITDA	-10%	52%	-3%	-2%
Đầu tư ngắn hạn	5,392	2,259	2,891	2,938	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-12%	54%	1%	-3%
Phải thu khách hàng	168,406	215,216	227,862	241,353	Tăng trưởng LN trước thuế	-6%	26%	6%	-10%
Hàng tồn kho	54,696	134,793	107,803	129,377	Tăng trưởng LN ròng	-5%	29%	3%	-10%
Tổng tài sản ngắn hạn	285,479	500,835	455,562	482,474	Tăng trưởng EPS	1%	29%	3%	-10%
Tài sản cố định	13,573	20,968	22,799	24,573					
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên LN gộp	32%	29%	34%	34%
BĐS đầu tư	16,916	16,070	15,820	15,564	Biên EBITDA	49%	42%	48%	47%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	31%	27%	30%	28%
Đầu tư vào công ty LD, LK	191	193	855	315	ROAE	17%	19%	17%	13%
Khoản đầu tư dài hạn khác	247,001	247,222	248,553	274,011	ROAA	6%	6%	6%	5%
Tổng tài sản dài hạn	278,730	285,541	288,998	315,401	ROIC	11%	10%	10%	8%
Tổng tài sản	564,209	786,375	744,560	797,875					
					Vòng quay tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Vay & nợ ngắn hạn	34,276	43,377	47,715	38,172	Cổ tức chi trả/LN ròng	0%	0%	0%	0%
Phải trả người bán	19,960	20,237	17,638	18,664	Tổng nợ vay/VCSH	37%	59%	53%	41%
Phải trả ngắn hạn khác	224,296	281,560	179,646	203,047	Nợ vay ròng/VCSH	24%	39%	40%	32%
Tổng nợ ngắn hạn	278,532	345,174	244,998	259,882	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	9%	12%	16%	13%
Vay & nợ dài hạn	47,016	102,879	108,023	97,221	Khả năng thanh toán lãi vay	3.2	3.3	3.1	2.6
Các khoản phải trả khác	17,917	90,417	100,142	110,074					
Tổng Nợ dài hạn	64,933	193,295	208,165	207,294	Số ngày phải thu	69	56	68	77
Tổng nợ	343,465	538,470	453,163	467,177	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	288	453	425	527
					Số ngày phải trả tiền bán	105	68	69	76
Vốn điều lệ	41,074	41,074	41,074	41,074					
Thặng dư vốn cổ phần	(6,756)	(6,756)	(6,756)	(6,756)	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.0	1.5	1.9	1.9
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	0.8	1.1	1.4	1.4
LN giữ lại	167,206	200,769	243,281	281,435	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.2	0.1
Các quỹ thuộc VCSH	1,111	1,116	1,116	1,116					
Vốn chủ sở hữu	202,636	236,204	278,716	316,870	Định giá				
Lợi ích cổ đông thiểu số	18,108	11,702	12,680	13,829	EPS	7,742	10,008	10,350	9,289
Tổng vốn chủ sở hữu	220,744	247,906	291,396	330,699	BVPS	49,334	57,507	67,857	77,146
Tổng nợ và VCSH	564,209	786,375	744,560	797,875	P/E	11.4	8.8	8.5	9.5
					P/B	1.8	1.5	1.3	1.1

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, P. Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đình Hà Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đình Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hương

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Logistics - Vật liệu cơ bản

Võ Đức Anh