

Báo cáo lần đầu

CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (HOSE: VHM)



Công ty Cổ phần Vinhomes (HOSE: VHM)

Ngày 29/4/2025

- Giá hiện tại: **58.400 VND**
- Giá mục tiêu: **66.100 VND**
- Khuyến nghị: **KHẢ QUAN** +13,2%

Mã cổ phiếu	VHM
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	62.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	34.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	240.283,6
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	11.520.000
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	4.107,4
Beta	0,88
P/E	8,53
P/B	1,14

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

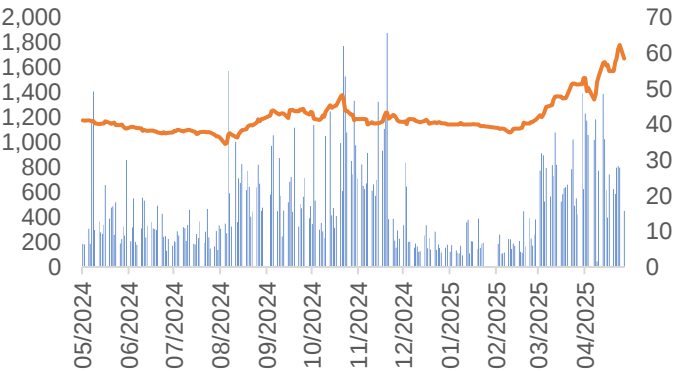
Công ty Cổ phần Vinhomes (HOSE: VHM), được thành lập năm 2008, là công ty bất động sản hàng đầu Việt Nam, trực thuộc Tập đoàn Vingroup, với vị thế dẫn đầu về thị phần và quy mô quỹ đất. Hoạt động chính của công ty bao gồm phát triển và vận hành bất động sản nhà ở, thương mại dịch vụ, văn phòng và công phong trong kiến tạo các khu đô thị phức hợp với chiến lược dài hạn là duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững, mở rộng quỹ đất chiến lược, đẩy mạnh chuyển đổi số và phát triển các đại đô thị kiểu mẫu mang tầm vóc quốc tế.

KẾT QUẢ KINH DOANH NỔI BẬT, KHẲNG ĐỊNH VỊ THẾ DẪN ĐẦU

Luận điểm đầu tư

- Dẫn đầu thị trường, sở hữu quỹ đất lớn:** Vinhomes là nhà phát triển bất động sản hàng đầu, với gần 19.000 ha quỹ đất tại các vị trí chiến lược và năng lực triển khai đại đô thị đồng bộ.
- Kết quả kinh doanh tốt, tài chính lành mạnh:** Năm 2024, doanh thu đạt 102.323 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 35.073 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch năm. Đòn bẩy thấp, thanh khoản tốt, khả năng huy động vốn linh hoạt.
- Triển vọng tích cực nhờ các đại dự án sắp triển khai:** Với gần 94.200 tỷ đồng doanh số chưa bàn giao, cùng nhiều đại đô thị sắp mở bán tại Hà Nội, TP.HCM, Long An, Hải Phòng, VHM có dư địa tăng trưởng mạnh giai đoạn 2025–2026.
- Rủi ro từ giao dịch nội bộ cần theo dõi:** Giao dịch nội bộ với công ty mẹ và các công ty trong hệ sinh thái chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của VHM – đặc biệt là các giao dịch liên quan đến mô hình hợp tác đầu tư BCC. Việc chuyển đổi dần sang hình thức sở hữu trực tiếp và tăng cường minh bạch tài chính được kỳ vọng sẽ giảm thiểu rủi ro này trong tương lai.

Diễn biến giá cổ phiếu VHM



Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Doanh số ký bán (tỷ đồng)	128,200	87,000	103,900	132,000
Tăng trưởng YoY	62.5%	-32.1%	19.4%	27.0%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	62,393	103,557	102,323	97,200
Tăng trưởng YoY	-26.6%	66.0%	-1.2%	-5.0%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	29,162	33,533	35,073	39,676
Tăng trưởng YoY	-25.1%	15.0%	4.6%	13.1%
Biên lợi nhuận gộp (%)	49.2%	34.5%	32.2%	40.0%
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	41.1%	27.0%	24.0%	32.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	46.7%	32.4%	34.3%	40.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	6,621	7,664	7,742	10,983
ROA (%)	9.7%	8.3%	6.3%	6.5%
ROE (%)	20.6%	20.2%	15.8%	15.7%
Nợ vay/VCSH	24.4%	31.0%	36.8%	34.6%

MỤC LỤC

Phần I: Tổng quan doanh nghiệp

Phần II: Tình hình tài chính của doanh nghiệp

Phần III: Luận điểm đầu tư

Phần IV: Rủi ro hoạt động kinh doanh

Phần V: Dự phóng kết quả kinh doanh

Phần VI: Định giá

Phần VII: Phụ lục

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ SẢN PHẨM

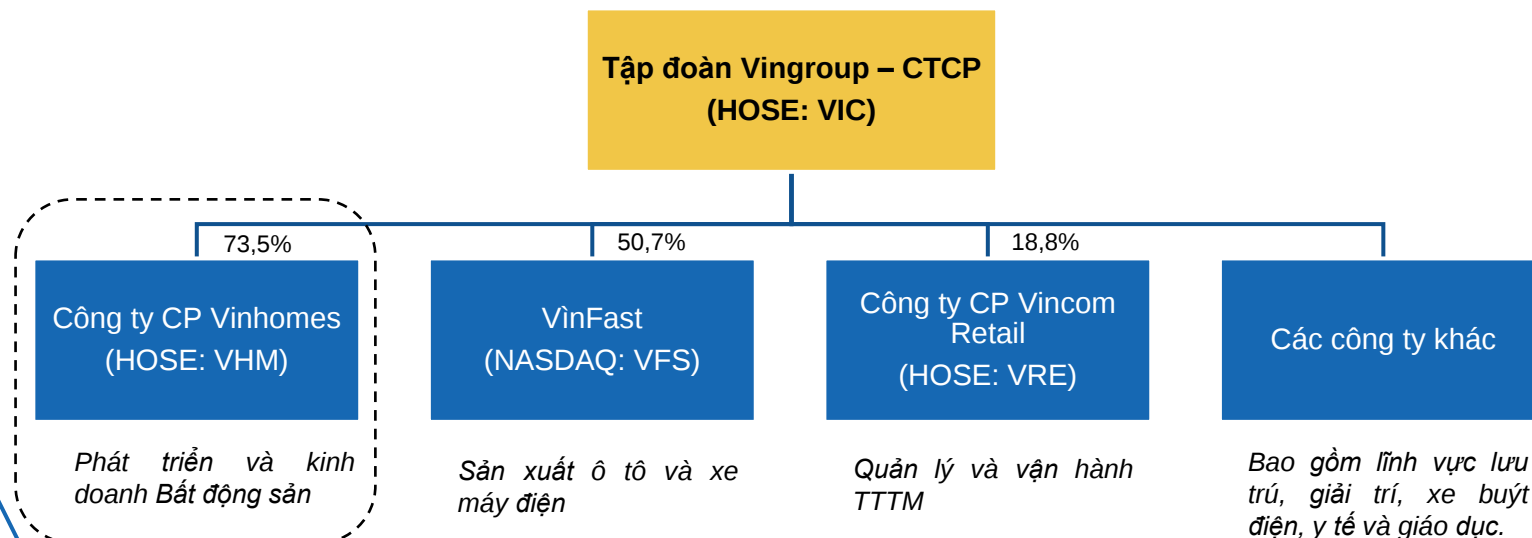
VHM hoạt động trong 4 lĩnh vực kinh doanh chính:



Phát triển và kinh doanh BĐS Nhà ở và TMDV	Cho thuê BĐS	Quản lý BĐS nhà ở	BDS công nghiệp
- Tổng diện tích quỹ đất 188 triệu m² - Phát triển các dự án KĐT phức hợp có quy mô lớn với diện tích từ 300ha trở lên 4 dòng sản phẩm chính Vinhomes Diamond: nhà ở cao tầng và thấp tầng thuộc phân khúc cao cấp Vinhomes Ruby: Căn hộ có diện tích lớn dành cho nhóm khách hàng gia đình Vinhomes Sapphire: Căn hộ hiện đại dành cho giới trẻ Happy Home: Nhà ở xã hội tại vùng ven	- Quản lý và cho thuê 5 dự án căn hộ/riệt thự dịch vụ - Vận hành khai thác 9 tòa văn phòng tại Hà Nội, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Hưng Yên với tổng diện tích 379.000 m²	Vận hành và quản lý 30 khu đô thị tại 7 tỉnh thành với hơn 110.000 căn hộ; phục vụ gần 493.000 cư dân	Sở hữu 1 dự án Khu phức hợp nhà máy sản xuất ô tô, xe máy điện Vinfast tại KKT Đình Vũ, Cát Hải, Hải Phòng

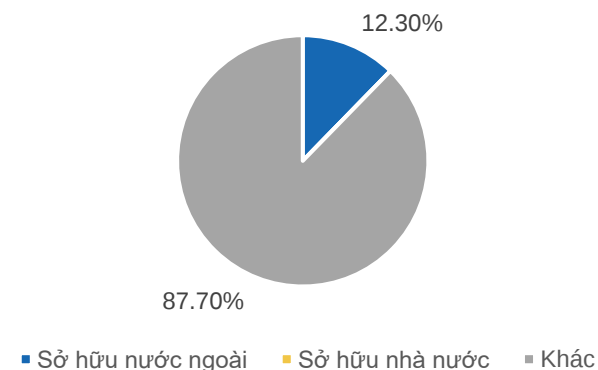
* Thông tin tại 31/12/2024

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Tại thời điểm 31/12/2024, trong cơ cấu cổ đông của VHM có duy nhất 1 cổ đông lớn chiếm trên 5% vốn cổ phần là Công ty mẹ - Tập đoàn Vingroup (HOSE: VIC). Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nước ngoài chiếm 12,3%, tuy nhiên tại thời điểm 31/12/2024 không có cổ đông nước ngoài nào chiếm trên 5% vốn cổ phần của VHM.

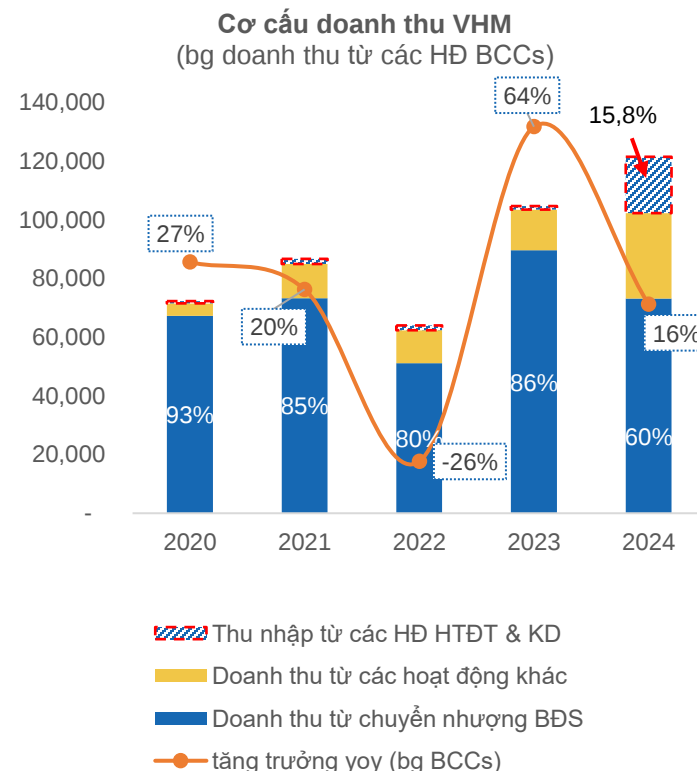
Cơ cấu sở hữu theo nhóm nhà đầu tư (31/12/2024)



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Doanh thu thuần chủ yếu đến từ hoạt động chuyển nhượng BĐS, thu nhập từ các hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh tăng mạnh trong năm 2024

- Năm 2024 doanh thu thuần giảm nhẹ so với năm 2023 xuống 102.323 tỷ đồng (-1,2% yoy)
- Thu nhập từ các HĐ BCCs (khoản lợi nhuận được chia từ các HĐ HTĐT và KD với Tập đoàn Vingroup và các công ty trong cùng tập đoàn, được ghi nhận tại khoản mục doanh thu từ hoạt động tài chính) tăng đột biến lên hơn 19.200 tỷ đồng trong năm 2024.
- Tổng doanh thu (bao gồm doanh thu từ các HĐ BCCs) duy trì mức tăng trưởng +16% yoy, đạt trên 121.500 tỷ đồng (vượt kế hoạch 120.000 tỷ của năm 2024).
- Trong cơ cấu doanh thu, doanh thu từ chuyển nhượng BĐS (bg doanh thu từ các HĐ BCCs) chiếm tỷ trọng lớn với ~76% năm 2024.
- Lợi nhuận sau thuế đạt 35.000 tỷ, hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận năm 2024
- Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống còn 38% (từ mức cao 64% và 55% của năm 2022, 2023). Tuy nhiên điều này không phản ánh hiệu quả hoạt động của VHM giảm mà do các nguyên nhân:
 - Tỷ trọng thu nhập từ các HĐ HTĐT&KD không được ghi nhận vào doanh thu thuần
 - Tỷ trọng doanh thu từ chuyển nhượng BĐS (hoạt động kinh doanh có biên lợi nhuận cao) giảm
 - Một số dự án đại đô thị có chi phí phát triển cao do giá đất tăng

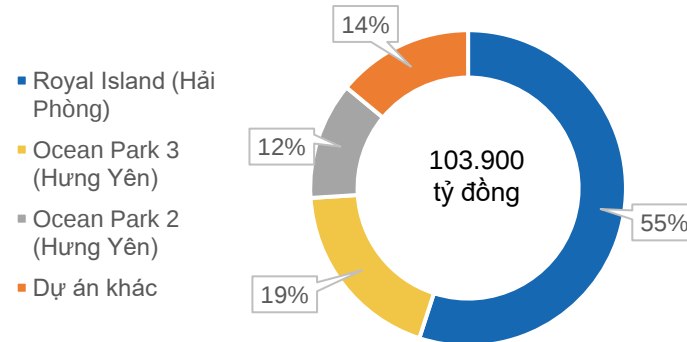


II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

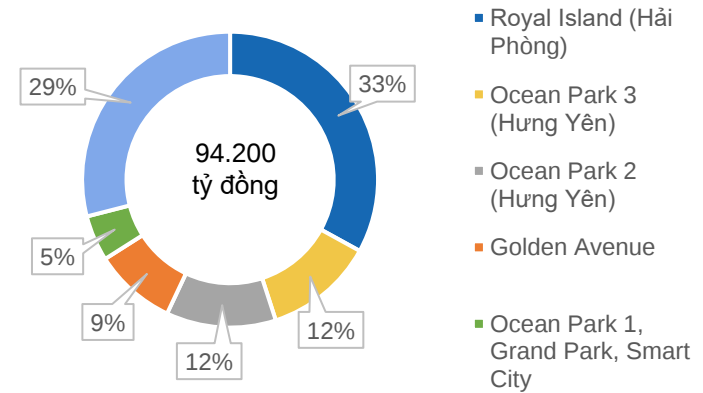
Doanh số ký bán và triển vọng doanh thu được thúc đẩy bởi các đại dự án

II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh số bán hàng 2024



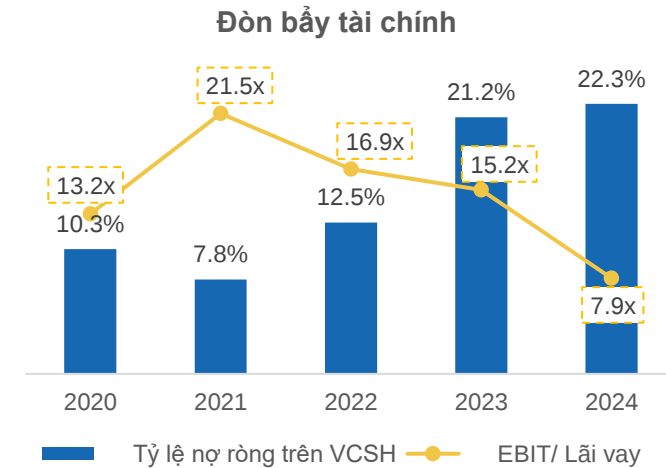
Doanh số chưa bàn giao 2024



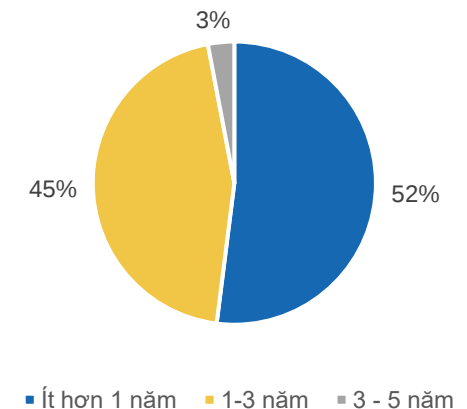
- Doanh số ký bán năm 2024 phản ánh khả năng phục hồi của thị trường, với tổng giá trị hợp đồng ký đạt 103,9 nghìn tỷ đồng (+19,4% so với cùng kỳ), dù số lượng sản phẩm bán ra giảm xuống còn 12.800 căn (-56% so với cùng kỳ). Doanh số cả năm chủ yếu đến từ các sản phẩm thấp tầng có giá trị cao từ các đại dự án Royal Island, OP 2,3.
- Triển vọng năm 2025: Doanh số chưa ghi nhận đạt 94,2 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024 là nền tảng vững chắc cho lợi nhuận năm tới. Các dự án đóng góp chính cho lợi nhuận năm 2025 bao gồm Royal Island, Ocean Park 3, Golden Avenue (Quảng Ninh) và một số giao dịch bán buôn tiềm năng.

Đòn bẩy tài chính có xu hướng tăng nhưng vẫn ở mức an toàn, khả năng chi trả lãi vay được đảm bảo; tuy nhiên dòng tiền biến động mạnh

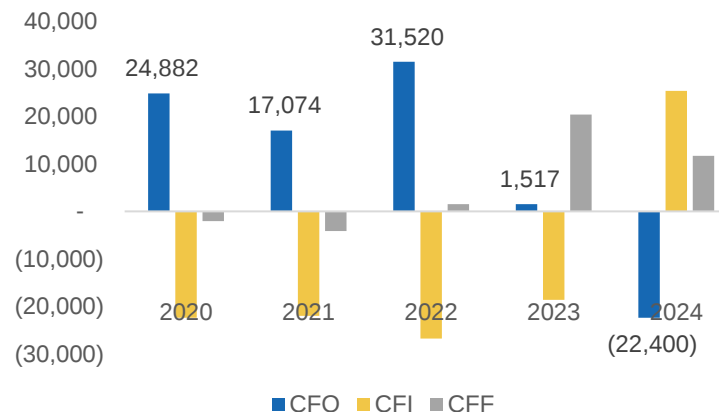
- Năm 2024 VHM ghi nhận mức tăng nhẹ trong tỷ lệ nợ ròng/VCSH, đạt 22,3% tiếp tục xu hướng tăng nhẹ trong 3 năm trở lại đây, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức thấp so với mặt bằng ngành BĐS.
- Đáng chú ý chỉ số EBIT/lãi vay giảm mạnh còn 7,9 lần – mức thấp nhất trong 5 năm cho thấy biên lợi nhuận giảm trong khi chi phí lãi vay gia tăng.
- Dòng tiền của VHM thể hiện sự biến động mạnh, đặc biệt là từ năm 2023 trở đi. Năm 2024 dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) -22.400 tỷ; mặc dù doanh thu và lợi nhuận vẫn cao. Năm 2024, VHM đã phát hành thành công 22,4 nghìn tỷ TPDN cho thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn mới. Tuy nhiên thời gian đáo hạn nợ trung bình ở mức 1,95 năm có thể gây những lo ngại về áp lực đáo hạn trong thời gian tới.



Cơ cấu nợ theo thời gian đáo hạn



Dòng tiền



II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cập nhật KQKD Quý I/2025: doanh số ký bán vượt trội tạo nền tảng tăng trưởng các quý tới

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ 1/2025

	Q1-2025	QoQ	YoY	KH 2025	% KH 2025	2025F	%2025F
Doanh số ký bán	35,000	66%	116%	150,000		131,000	27%
				~200,000			
Tổng doanh thu (bg bán buôn và dự án BCC)	19,300	-63%	124%	180,000	11%	92,000	21%
Doanh thu thuần	15,698	-52%	91%			97,200	16%
<i>trong đó: doanh thu từ chuyển nhượng BĐS</i>	7,200	-70%	76%			68,040	11%
Giá vốn bán hàng	(10,540)					(58,320)	
Lợi nhuận gộp	5,158	-60%	191%			38,880	
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(2,105)					(7,776)	
Lợi nhuận thuần HĐKD	3,053	-69%	254%			31,104	
Thu nhập trước thuế	3,839	-76%	171%			49,595	8%
Lợi nhuận sau thuế	2,652	-82%	193%	42,000	6%	39,676	7%
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	2,689	-78%	204%			37,692	7%

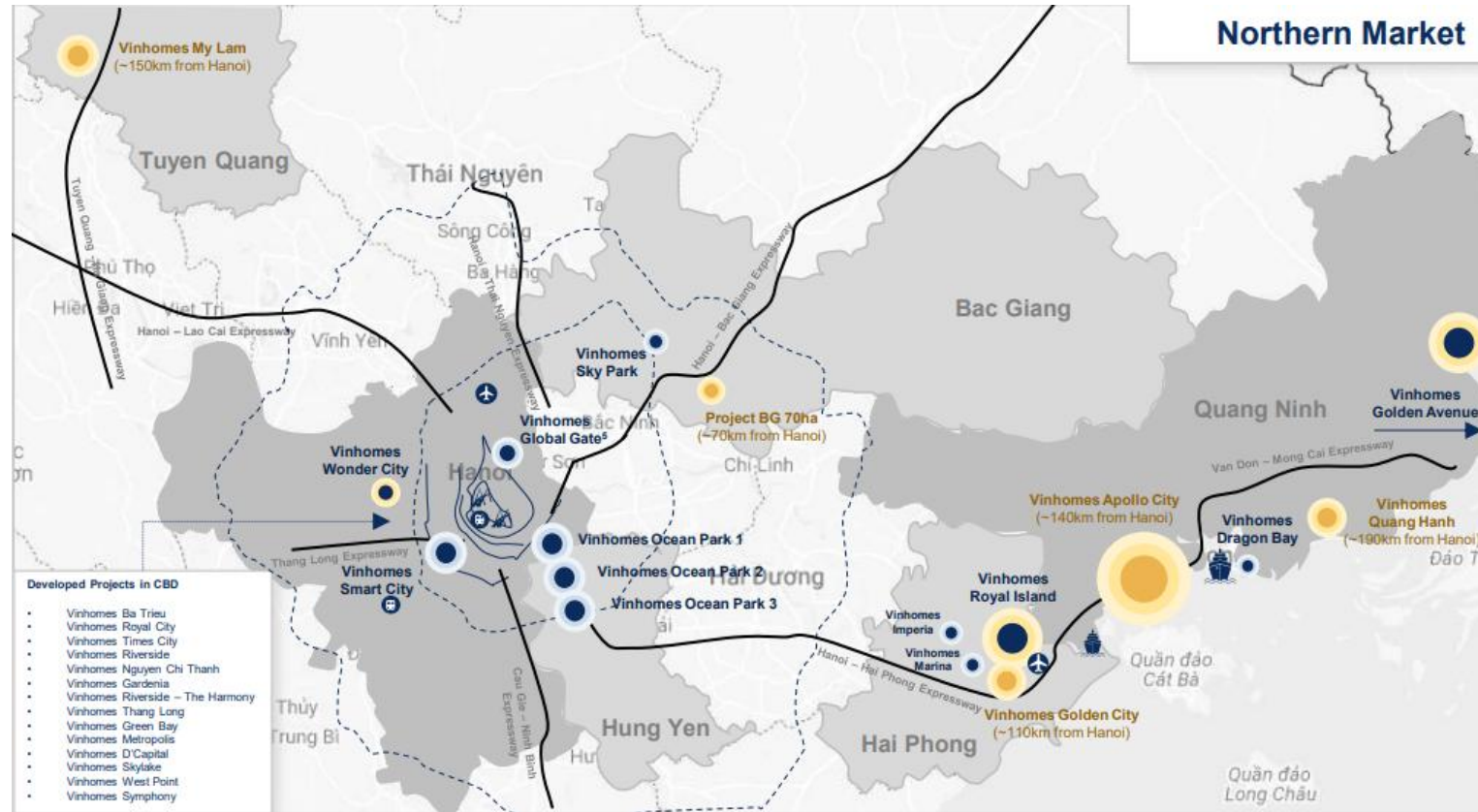
- **Doanh số ký bán Q1/2025 bứt phá:** Trong quý 1/2025, VHM ghi nhận doanh số ký bán đạt 35.000 tỷ đồng (+66% QoQ, +116% YoY), trong đó khoảng 80% đến từ dự án VHM Wonder City (Hà Nội) được mở bán vào tháng 3/2025. Doanh số bán tăng trưởng mạnh góp phần nâng tổng giá trị doanh thu chưa ghi nhận lên khoảng 120.000 tỷ đồng, chủ yếu từ các dự án OP2, OP3, Royal Island, Golden Avenue và Wonder City.
- **Doanh thu thuần giảm theo quý:** Mặc dù tăng 124% YoY, doanh thu thuần quý này chỉ đạt 19.300 tỷ đồng, giảm 63% so với quý 4/2024. Sự sụt giảm này phản ánh tính chu kỳ trong hoạt động bàn giao sản phẩm, vốn thường thấp trong quý đầu năm. Biên lợi nhuận gộp đạt 32,9%, tương đương mức trung bình của năm 2024.
- **Tiến độ thực hiện kế hoạch năm:** So với kế hoạch kinh doanh 2025 đã được thông qua, doanh thu ghi nhận trong quý 1 (bao gồm từ cả dự án bán buôn và hợp đồng BCC) đạt 11%, trong khi đó lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 6% mục tiêu cả năm. Trong các quý tiếp theo, doanh số bán và doanh thu được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng với đóng góp từ các dự án đã mở bán (~50%) và các dự án dự kiến mở bán mới (~50%).

II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Triển vọng dài hạn đến từ chiến lược mở bán các đại dự án

Năm 2025 VHM tập trung mở bán các đại dự án tại các vị trí có điều kiện thị trường và pháp lý thuận lợi, trong đó thị trường phía Nam bao gồm tp HCM và các tỉnh lân cận sẽ là trọng điểm trong giai đoạn 2025 – 2026.

Các dự án tại Hà Nội và các tỉnh phía Bắc



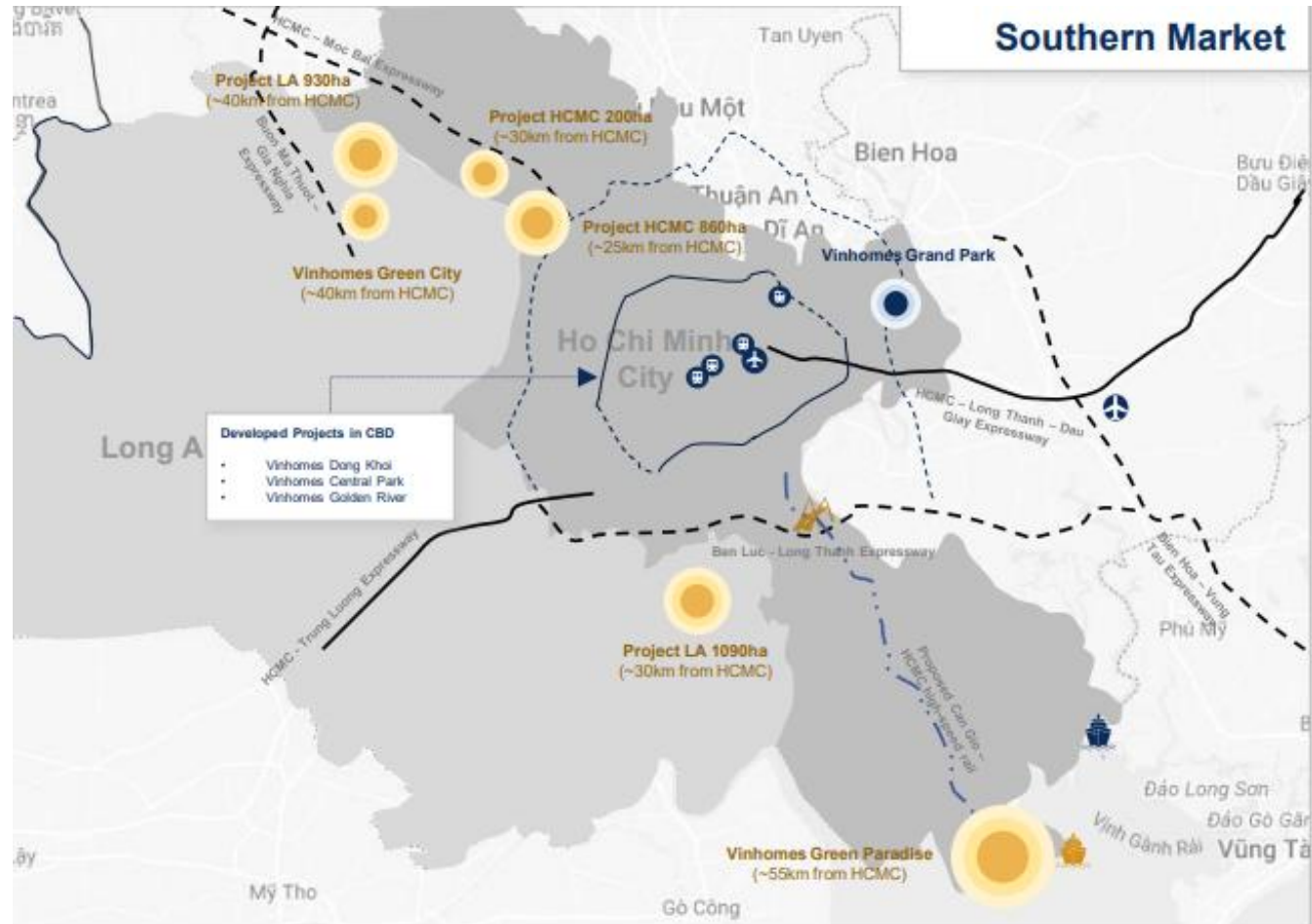
 Dự án chuẩn bị mở bán
  Dự án đang mở bán
  Dự án đã hoàn thành

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng dài hạn đến từ chiến lược mở bán các đại dự án

Năm 2025 VHM tập trung mở bán các đại dự án tại các vị trí có điều kiện thị trường và pháp lý thuận lợi, trong đó thị trường phía Nam bao gồm tp HCM và các tỉnh lân cận sẽ là trọng điểm trong giai đoạn 2025 – 2026.

Các dự án tại Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận



Dự án chuẩn bị mở bán



Dự án đang mở bán



Dự án đã hoàn thành

Nguồn: VHM, NHSV Research

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng dài hạn đến từ chiến lược mở bán các đại dự án

Các dự án đã và dự kiến chuẩn bị triển khai trong thời gian tới

Dự Án	Vị trí	Diện tích (ha)	Khởi công (dự kiến)
Dự án đang triển khai			
Ocean Park 2	Văn Giang, Hưng Yên	458	08/2021
Ocean Park 3	Văn Giang, Hưng Yên	294	2022
Golden Avenue	Quảng Ninh	116	04/2021
Royal Island	Vũ Yên, Hải Phòng	870	2022
Global Gate	Cổ Loa, Hà Nội	385	09/2024
Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội	133	12/2024
Vinhomes Golden City	Dương Kinh Kiến Thụy, Hải Phòng	241	01/2025
Vinhomes Green City	Hậu Nghĩa, Đức Hòa, Long An	197	03/2025
Vinhomes Green Paradise	Cần Giẻ, Hồ Chí Minh	2,870	04/2025
Các dự án NOXH - Happy Home			
NOXH Vinhomes Trảng Cát	KKT Cát Hải, Hải Phòng	28	01/2024
Happy Home Cam Ranh	Khánh Hòa	88	01/2024
Happy Home Star City	Thanh Hóa	3	07/2022
Happy Home Quảng Trị	KĐT Nam Đông Hà, Quảng Trị	2	07/2022
Bất động chuẩn bị triển khai			
VHM Quang Hanh	Cẩm Phả, Quảng Ninh	167	2025
VHM Làng Vân	Lien Chiểu, Đà Nẵng	512	2025
Vinhomes Hóc Môn	Hóc Môn, Hồ Chí Minh	880	2025
KĐT ven vịnh Cam Ranh	Cam Ranh, Khánh Hòa	1,254	2025
Vinhomes City Royal	Long An	1,090	2026+
Giảng Võ Complex	Hà Nội	6	2026+
Vinhomes Mỹ Lâm	Tuyên Quang	455	2025
Vinhomes Apollo City	Hạ Long, Quảng Ninh	4,110	2025
Vinhomes Nham Biền Golf	Yên Dũng, Bắc Giang	134	2026+

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vinhomes Green Pradise – Siêu dự án chiến lược thúc đẩy doanh số trung hạn



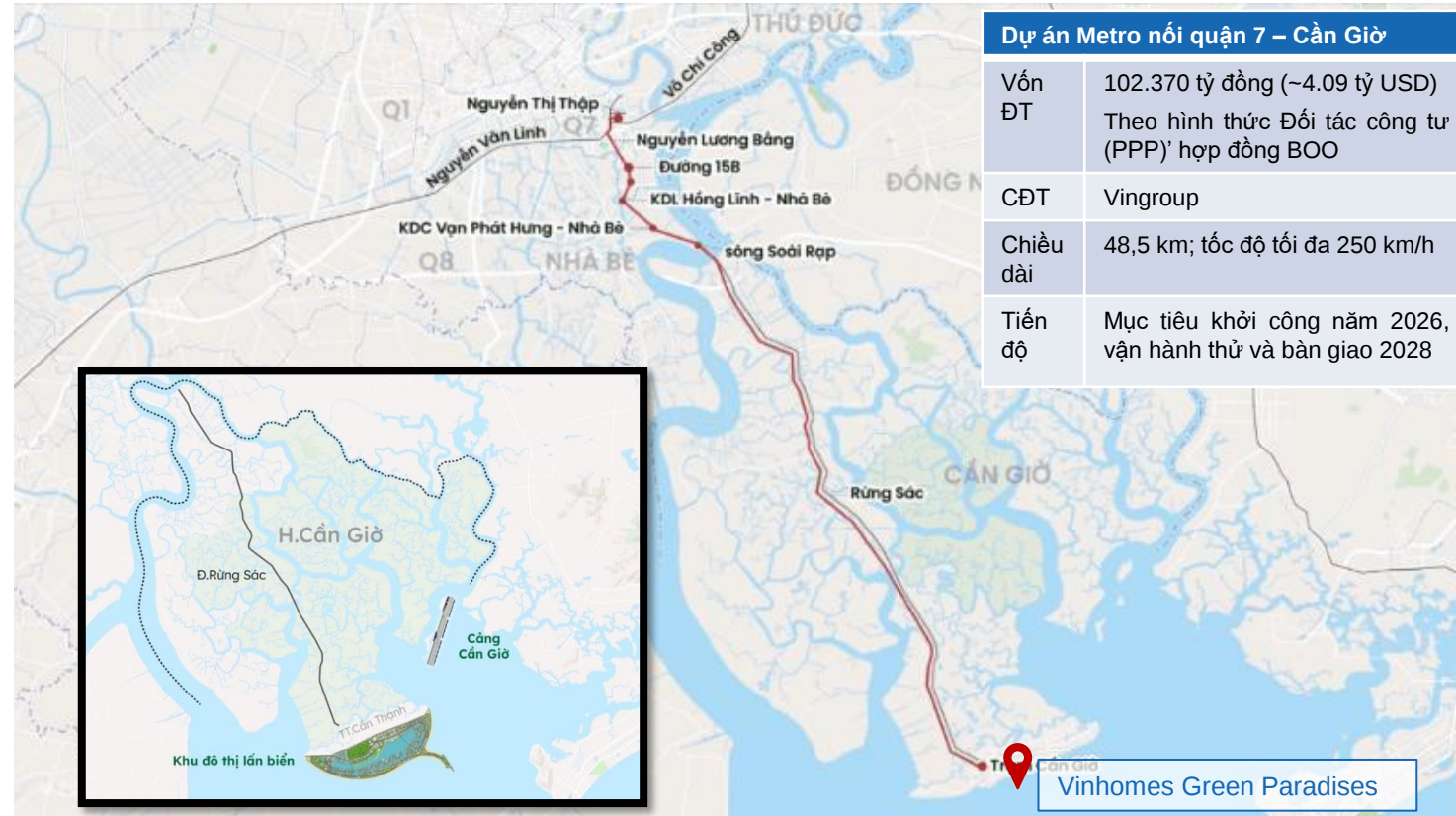
Vinhomes Green Paradises – Cần Giờ

Thông tin dự án

Chủ đầu tư	Công ty CP Đô thị Du lịch Cần Giờ (Công ty CP Vinhomes – 99,99%)
Vị trí	Xã Long Hòa & thị trấn Cần Thạnh, huyện Cần Giờ, thành phố Hồ Chí Minh
Quy mô	2.870 ha – TMĐT: 217.054 tỷ đồng
Sản phẩm	- Tháp điểm nhấn 108 tầng - Khách sạn văn phòng 18 tòa cao 25 tầng - Chung cư: 11 tòa cao 39 tầng - NOXH: 95 tòa chung cư cao 7 tầng; 2.264 căn NOXH thấp tầng - Thấp tầng: 26.968 căn biệt thự, liền kề, biệt thự nghỉ dưỡng
Tiến độ triển khai	Khởi công ngày 19/4/2025

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vinhomes Green Paradise – Siêu dự án chiến lược thúc đẩy doanh số trung hạn



III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đánh dấu bước đi chiến lược của VHM mở rộng về phía đồng bằng sông Cửu Long – đón đầu làn sóng đầu tư công và phát triển hạ tầng giao thông

Đóng góp lớn vào doanh số của VHM trong giai đoạn 2026 - 2028

Được phát triển theo mô hình đô thị cấp tiến ESG với tôn chỉ hài hòa giữa Con người – Thiên nhiên – Công nghệ

Tạo động lực tăng trưởng cho cả khu vực Đông Nam Bộ

Chiến lược bán buôn – lợi ích và hạn chế

Chiến lược bán buôn (Bulk sales) đóng vai trò quan trọng trong chiến lược kinh doanh của VHM, đặc biệt là trong giai đoạn thị trường BĐS có tính thanh khoản thấp. Thông thường hoạt động bán buôn chiếm 30%-50% tổng giá trị hợp đồng ký bán hàng năm của VHM. Chiến lược bán buôn của Vinhomes mang tính cơ hội và linh hoạt, tùy thuộc vào mức độ quan tâm của thị trường

Một số giao dịch bán buôn lớn trong năm 2024:

- Quý 2/2024: VHM thực hiện giao dịch bán buôn 1.700 căn với tổng giá trị khoảng 16.000 tỷ đồng
- Quý 4/2024: Ghi nhận 2 giao dịch bán buôn lớn với tổng giá trị 9.300 tỷ đồng

Ngoài ra VHM cũng đã đàm phán các giao dịch bán buôn lớn với giá trị ước tính khoảng 40.000 tỷ đồng tại 2 dự án đang triển khai là Vinhomes Global Gate (Đông Anh, Hà Nội) và Vinhomes Wonder City (Đan Phượng, Hà Nội).

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ



Giúp đẩy nhanh tiến độ thu tiền mặt và ghi nhận lợi nhuận sớm
Hỗ trợ đòn bẩy tài chính
Tối ưu hóa chi phí bán hàng và vận hành

Tính chất không ổn định của các giao dịch bán buôn gây biến động lớn trong kết quả tài chính



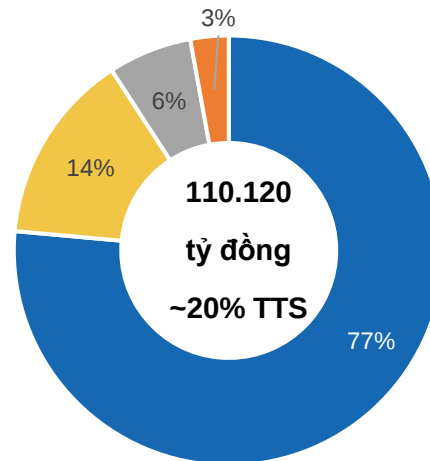
Giao dịch với các công ty liên quan thuộc Vingroup làm gia tăng nguy cơ thất thoát dòng tiền

Giao dịch nội bộ của VHM với các bên liên quan trong Tập đoàn Vingroup

VHM cho các đơn vị thành viên khác của Vingroup vay tiền với mức lãi suất thương mại. Những khoản vay này được giới hạn ở mức 5% tổng tài sản

Giao dịch nội bộ dưới dạng hợp đồng BCC trong đó VHM đóng vai trò cung cấp vốn phát triển dự án và được hưởng 90%-99% lợi nhuận của dự án

Giao dịch với các bên liên quan tại 31/12/2024

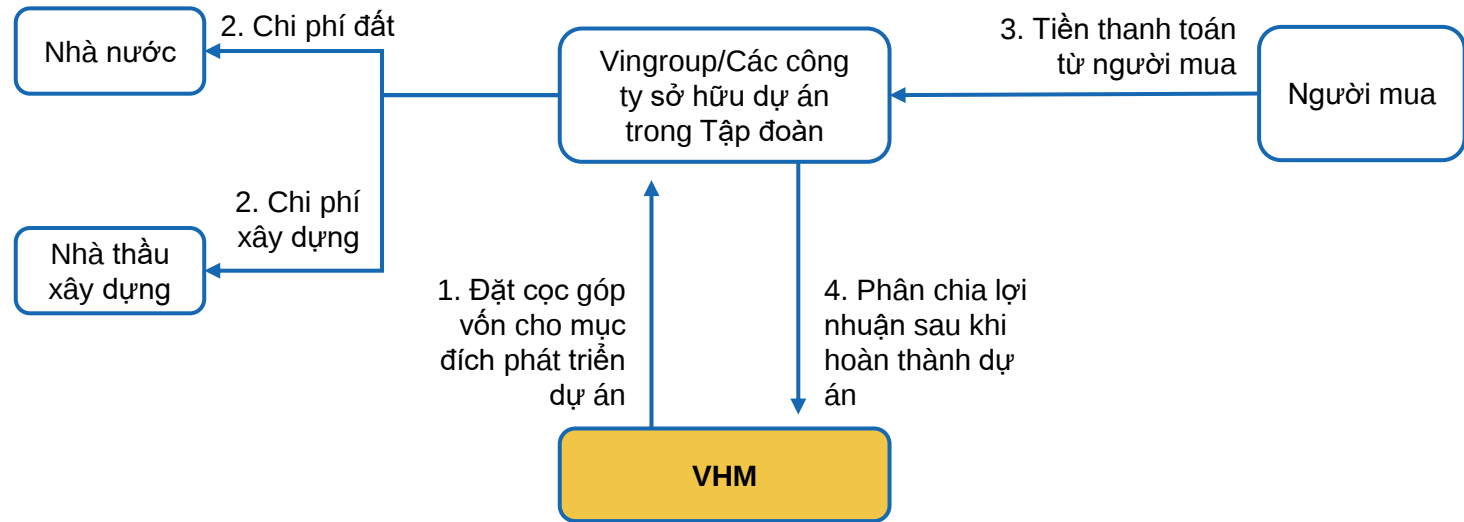


- Đặt cọc, góp vốn cho mục đích phát triển dự án hoặc cho các HĐ BCC
- Cho thuê tài chính dài hạn (VinFast)
- Cho vay ngắn hạn (VinBus)
- Khác

Các khoản mục trong cơ cấu tài sản của VHM liên quan đến Công ty mẹ và nhóm các công ty trong hệ sinh thái, bao gồm cả các khoản đặt cọc góp vốn dưới dạng các Hợp đồng HTĐT & KD, các khoản phải thu và cho vay chiếm khoảng 20% tổng tài sản của VHM tại thời điểm 31/12/2024. Mặc dù một phần trong số này phục vụ hoạt động kinh doanh nhưng mức độ cao của các giao dịch này làm hạn chế tính độc lập tài chính giữa các đơn vị trong Tập đoàn, đồng thời tiềm ẩn rủi ro thất thoát dòng tiền.

IV. RỦI RO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Các hợp đồng BCC có cấu trúc phức tạp và khó theo dõi



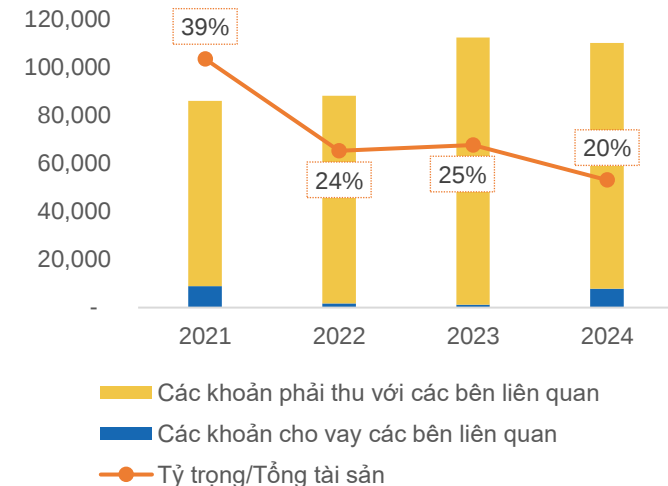
IV. RỦI RO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mặc dù các giao dịch dưới dạng HĐ BCC được một hội đồng độc lập phê duyệt, các thông tin về dòng tiền liên quan đến các HĐ này không được công bố.

Theo ban lãnh đạo, VHM sẽ từng bước tái cấu trúc các khoản đặt cọc và giảm mô hình hợp tác BCC với Vingroup và chuyển sang mô hình chuyển nhượng dự án hoặc cổ phần. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp tăng cường tính minh bạch của dòng tiền và giảm tỷ trọng tài sản liên quan đến công ty mẹ và các công ty có liên quan trong Tập đoàn trong tổng tài sản của VHM trong thời gian tới.

Dự kiến trong thời gian tới tỷ trọng các khoản đặt cọc và hợp đồng BCC sẽ giảm, đồng thời VHM sẽ tăng sở hữu lên 100% tại một số dự án bằng hình thức nhận chuyển nhượng từ Vingroup và các công ty trong hệ sinh thái.

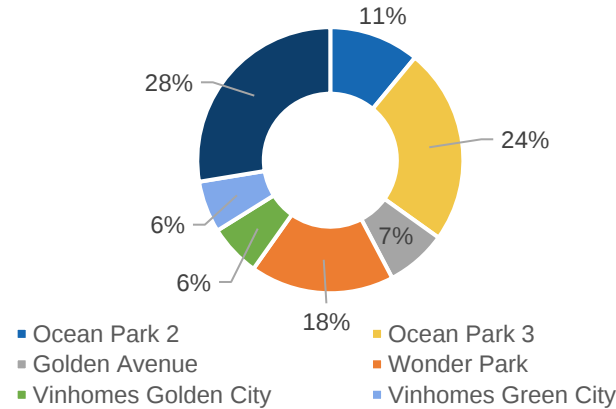
Tổng giao dịch với các bên liên quan



Doanh số bán hàng 2025 tăng trưởng mạnh nhờ mở bán dự án mới, trong khi doanh thu ghi nhận giảm do số lượng sản phẩm bàn giao trong kỳ sụt giảm

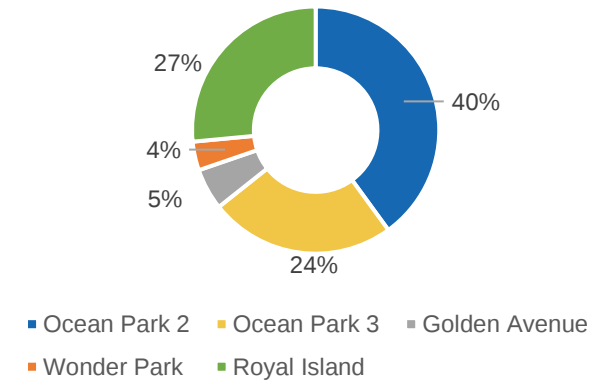
V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Cơ cấu doanh số bán dự kiến 2025 theo dự án (bg các dự án BCC)

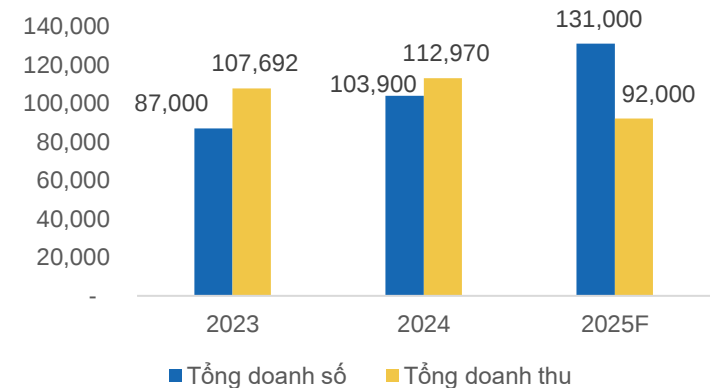


- Doanh số ký bán dự kiến năm 2025 tiếp tục đã tăng trưởng năm 2024 với +26% đạt trên 130.000 tỷ đồng; trong đó ~40%-45% đến từ các dự án đã mở bán (OCp2, 3 và Golden Avenue), ~30% từ các dự án mới mở bán (Wonder Park, VH Golden City, VH Green City) và phần còn lại là doanh thu từ dự án dưới hợp đồng BCC (Royal City)
- Trong khi đó, doanh thu ghi nhận dự kiến giảm, đạt khoảng 92.000 tỷ (bg doanh thu từ các dự án BCC) do sự sụt giảm các dự án đến thời điểm bàn giao trong kỳ.

Cơ cấu doanh thu dự phóng năm 2025 theo dự án (bg các dự án BCC)



Doanh số bán hàng và doanh thu (bg các dự án BCC)



Lợi nhuận 2025 tiếp tục đà tăng trưởng trên cơ sở lợi nhuận từ các dự án theo hợp đồng HTĐT&KD duy trì tỷ trọng cao

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	
Doanh thu thuần	103,557	102,323	97,200	Kế hoạch chỉ tiêu 2025: Năm 2025 VHM đặt kế hoạch doanh thu 180.000 tỷ đồng, tăng 27% so với doanh thu điều chỉnh năm 2024 (bao gồm cả doanh thu từ các dự án dưới dạng HĐ BCC). Chỉ tiêu LNST đạt 42.000 tỷ đồng, tăng 20% so với LNST năm 2024.
Doanh thu chuyển nhượng BDS	89,669	73,162	68,040	
% y-o-y	75.1%	-18.4%	-7.0%	
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	38,880	Năm 2025 VHM tiếp tục ghi nhận doanh số bán hàng từ phần còn lại của dự án Ocean Park 2&3, tiếp tục triển khai các đợt bán mới của Royal Island và mở bán mới các dự án Wonder City, Green City (Hậu Nghĩa).
Biên lợi nhuận gộp	34.5%	32.2%	40.0%	
Chi phí bán hàng & hoạt động	(7,756)	(8,384)	(7,776)	
% chi phí bán hàng & hoạt động	7.5%	8.2%	8.0%	Doanh thu năm 2025 chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án Ocean Park 2&3 và Golden Avenue.
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	27,951	24,583	31,104	
Thu nhập tài chính	19,954	26,844	29,160	
Chi phí tài chính	(3,870)	(10,487)	(10,376)	Thu nhập tài chính bao gồm phần lợi nhuận tiếp tục nhận được từ Hợp đồng BCC dự án Royal Island với tỷ lệ lợi nhuận của VHM là 80%.. Trong trường hợp đảm bảo tiến độ triển khai, dự án Vinhomes Global Gate có thể bàn giao một phần vào cuối năm 2025 và đóng góp vào thu nhập tài chính của VHM
Thu nhập khác	(735)	(95)	-	
Lợi nhuận trước thuế	43,310	40,848	49,889	
Biên lợi nhuận trước thuế	41.8%	39.9%	51.3%	Tỷ trọng chi phí bán hàng và hoạt động kỳ vọng tiếp tục ổn định ở mức 8%
Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ	33,533	35,073	39,911	
Biên lợi nhuận sau thuế	32.4%	34.3%	41.1%	

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Giá mục tiêu của VHM là 66.100 đồng/cp, upside +13,2% từ mức 58.400 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VHM với giá mục tiêu là **66.100 VNĐ/cổ phiếu** (+13,2% so với mức giá đóng cửa ngày 29/04/2025 là 58.400 VNĐ/cổ phiếu) dựa theo phương pháp định giá tổng các thành phần (SOTP) bao gồm (1) Các dự án KĐT; (2) BĐS cho thuê và văn phòng; và (3) BĐS Khu công nghiệp

- **Bán BĐS:** Sử dụng phương pháp định giá RNAV chiết khấu dòng tiền đối với các dự án đã triển khai và có kế hoạch cụ thể.
- **BĐS KCN:** Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF.
- **BĐS cho thuê và văn phòng:** Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của 5 năm 2025-2029 với diện tích cho thuê hiện hữu của các dự án văn phòng. Giá trị cuối kỳ được xác định bằng phương thức tỷ suất vốn hóa (cap rate) thu nhập ròng (NOI) ước tính khi hoạt động ổn định.

Dự Án	Giá trị định giá (tỷ đ)	Tỷ trọng/Tổng TS	Phương pháp
BĐS Nhà ở	301,101	94,5%	RNAV
BĐS KCN	6,324	2,0%	DCF
BĐS cho thuê và văn phòng	11,051	3,5%	Cap rate
Tổng giá trị tài sản ròng dự phóng	318,452		
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	34,172		
(-) Tổng nợ vay	(81,292)		
Giá trị tài sản ròng	271,332		
Số lượng cổ phiếu hiện hành (triệu)	4,107		
Giá mục tiêu (đồng/CP)	66,100		

VI. ĐỊNH GIÁ

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	103,557	102,323	97,200
Giá vốn bán hàng	(67,850)	(69,356)	(58,320)
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	38,880
Chi phí bán hàng	(3,663)	(3,791)	(3,402)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(4,093)	(4,593)	(4,374)
Lợi nhuận thuần HĐKD	27,951	24,583	31,104
Thu nhập tài chính	19,954	26,844	29,160
Chi phí tài chính	(3,870)	(10,487)	(10,670)
Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết	11	3	-
Thu nhập trước thuế	43,310	40,848	49,595
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(9,777)	(5,775)	(9,919)
Lợi nhuận sau thuế	33,533	35,073	39,676
Lợi ích của cổ đông thiểu số	161	3,271	1,984
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	33,371	31,801	37,692
CHỈ SỐ CHÍNH			

	2023	2024E	2025F
Biên lợi nhuận gộp	34.5%	32.2%	40.0%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	27.0%	24.0%	32.0%
Biên lợi nhuận sau thuế	32.4%	34.3%	40.8%
YoY doanh số bán	-32.1%	19.4%	27.0%
Y0Y doanh thu thuần	66.0%	-1.2%	-5.0%
YoY lợi nhuận sau thuế	15.0%	4.6%	13.1%
Tồn kho/Tổng tài sản	12.4%	9.7%	11.8%
Nợ ròng/VCSH	31.0%	36.8%	34.6%
ROA	8.3%	6.3%	6.5%
ROE	20.2%	15.8%	15.7%
EPS	7,664	7,742	10,983
BVPS	41,177	49,334	70,029

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	444,631	564,209	603,209
Tài sản ngắn hạn	242,341	285,479	307,654
Tiền và tương đương tiền	14,103	28,780	25,423
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,931
Các khoản phải thu	132,871	168,406	179,680
Hàng tồn kho, ròng	55,318	54,696	71,105
Tài sản lưu động khác	36,215	28,205	25,516
Tài sản dài hạn	202,290	278,730	295,554
Phải thu dài hạn	33,800	107,670	103,237
Tài sản dài hạn dở dang	60,790	81,990	98,389
Tài sản dài hạn khác	107,700	89,070	93,928
Tổng nguồn vốn	444,631	564,209	603,209
Nợ ngắn hạn	211,073	278,532	281,603
Phải trả người bán	20,452	19,960	19,440
Người mua trả tiền trước	35,137	40,286	38,880
Vay ngắn hạn	18,290	34,276	37,704
Nợ ngắn hạn khác	137,194	184,009	185,578
Nợ dài hạn	50,921	64,933	63,170
Vay dài hạn	38,394	47,016	51,717
Nợ dài hạn khác	12,527	17,917	11,453
Vốn chủ sở hữu	182,636	220,744	258,436
Vốn cổ phần	43,544	41,074	41,074
Thặng dư vốn cổ phần	1,260	-6,756	-6,756
Lãi chưa phân phối	133,392	167,206	204,898
Vốn khác	1,106	1,111	1,111
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3,335	18,108	18,108

VII. PHỤ LỤC

**Trụ sở chính**

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.