CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

KQKD và doanh số ký bán duy trì tích cực

- Doanh thu và LN sau thuế cổ đông công ty mẹ Q3/26 lần lượt gấp 5.2 và gấp 5.5 lần cùng kỳ, đạt 85.4 nghìn tỷ đồng và 23.1 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ bàn giao các lô lớn tại Sài Gòn Park và Global Gate Hạ Long.
- Lũy kế 9T26, doanh thu và LN sau thuế cổ đông công ty mẹ lần lượt gấp 4.0 lần và 5.0 lần cùng kỳ, đạt 202.6 nghìn tỷ đồng và 71.4 nghìn tỷ đồng. Doanh thu hoàn thành 77.6% dự phóng nhưng LN đã vượt 20% dự phóng cả năm của chúng tôi do giá trị và biên LN các lô bàn giao tại Sài Gòn Park và Global Gate Hạ Long trong Q3 cao hơn kỳ vọng.
- Giá trị hợp đồng ký bán duy trì tích cực, đạt 71.5 nghìn tỷ đồng, giảm 24.8 % sv nền cao Q3/25 và tăng 7.7% sv quý trước. Giá trị hợp đồng ký bán chưa bàn giao tại cuối Q3 đạt 185.6 nghìn tỷ đồng, gần bằng 3 lần doanh thu BĐS bình quân 4 quý gần nhất.

Chi tiết KQKD

Doanh thu Q3 duy trì nhịp tăng mạnh mẽ nhờ bàn giao các lô lớn tại các dự án mới mở bán trong Q2

Doanh thu Q3/26 đạt 85.4 nghìn tỷ đồng, cao gấp 5.2 lần svck và tăng 63.8% sv quý trước, phần lớn được thúc đẩy bởi việc bàn giao các lô lớn tại 2 dự án mới mở bán trong Q2 là Sài Gòn Park và Global Gate Hạ Long. Lũy kế 9T26 doanh thu đạt 202.6 nghìn tỷ đồng, gấp 4 lần svck và hoàn thành 77.6% dự phóng doanh thu cả năm của chúng tôi. Trong đó các dự án đóng góp chính gồm Green Paradise (động lực chính của Q2), Ocean Park 2&3 (động lực chính của Q1), Global Gate Hạ Long, và Sài Gòn Park.

Doanh số ký bán Q3 vẫn tích cực với hơn 80% đến từ các sản phẩm bán lẻ

Giá trị hợp đồng ký bán trong Q3/26 đạt 71.5 nghìn tỷ đồng tăng 7.7% sv quý trước và giảm 24.8% sv mức nền cao Q3 năm ngoái khi Green Paradise bắt đầu mở bán buôn cùng môi trường lãi suất vẫn thuận lợi. Điểm đặc biệt là doanh số mạnh trong kỳ phần lớn đến từ các sản phẩm bán lẻ thay vì bán buôn như các quý trước đó. Tỷ trọng bán lẻ đạt 81% đến từ: 1) công ty tập trung bán các sản phẩm phân khúc giá tầm trung tại các dự án Sài Gòn Park và Green City; 2) kết hợp cùng chính sách bán hàng ưu đãi và hỗ trợ như: chương trình lãi suất cố định 3%-9% trong thời hạn tối đa 5 năm, tặng voucher trị giá tương đương 8–10% giá trị bất động sản đã mua để sử dụng khi mua sản phẩm mới, cùng ưu đãi chiết khấu lên đến 5,1% dành cho hội viên VinClub. Doanh số bán buôn trong kỳ ghi nhận tại dự án Global Gate Hạ Long.

Tỷ trọng bàn giao lô lớn vẫn ở mức cao, giúp biên LN neo cao

Vinhomes là nhà phát triển đại đô thị được quy hoạch đồng bộ, với nhiều dự án quy mô lớn đang trong giai đoạn đầu phát triển. Do đó doanh thu BĐS trong 9T26 phần lớn đến từ bàn giao lô lớn. Điều này góp phần giúp biên LN gộp Q3 neo cao ở mức 60.3%. Trong đó biên LN BĐS ở mức 66.5%, giảm nhẹ 1.9 đ % svck và giảm 18.8 đ % sv Q2, phản ánh sự khác biệt về cơ cấu dự án ghi nhận doanh thu chính trong từng kỳ.

Mặc dù thời điểm bắt đầu bàn giao Sài Gòn Park và Global Gate Hạ Long như kỳ vọng của chúng tôi, giá trị bàn giao và biên lợi nhuận cao hơn kỳ vọng tại 2 dự án này khiến LN ròng 9T26 vượt 20% dự phóng của chúng tôi cho cả năm.

Chi phí tài chính tăng mạnh phần lớn do LN chia sẻ cho các đối tác BCC

Chi phí tài chính Q3/26 ở mức 24.4 nghìn tỷ đồng, gần gấp 5 lần cùng kỳ, phần lớn do lợi nhuận chia sẻ cho các đối tác theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) tăng mạnh, đạt 19.9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận chia sẻ cho các đối tác BCC trong Q3 phần lớn tại dự án Global Gate Hạ Long khi dự án này là 1 trong 2 dự án bàn giao chính trong kỳ và tỷ lệ lợi ích của VHM đối với dự án này ở mức 70%. Bên cạnh đó chi phí lãi vay và phát hành trái phiếu cũng tăng mạnh 67.9% svck, lên 4,533 tỷ đồng trong Q3 khi dư nợ vay tăng mạnh.

Chuyên viên cao cấp phân tích
Nguyễn Thị Thúy Nga
ngantt1@vpbanks.com.vn

Tóm tắt KQKD của VHM trong Q3/26 và 9T26

Tỷ đồng	Q3/26	Q3/25	% svck	% sv quý trước	9T26	% svck	sv dự phóng cả năm của VPbankS
Giá trị hợp đồng ký bán	71,500	95,100	-24.8%	7.7%	219,604	35.1%	77.3%
Doanh số ký bán BĐS chưa ghi nhận lũy kế	185,600	223,900	-17.1%	-5.7%			
Doanh thu	**85,364**	**16,420**	**419.9%**	**63.8%**	**202,586**	**301.9%**	**77.6%**
_BĐS	75,750	3,705	1944.7%	91.6%	170,070	744.1%	87.0%
_Xây dựng	6,057	8,896	-31.9%	-36.1%	20,970	37.4%	63.4%
_Quản lý BĐS và dịch vụ khác	3,557	3,819	-6.9%	15.3%	11,546	-23.0%	35.4%
LN gộp	**51,490**	**3,984**	**1192.5%**	**44.0%**	**118,625**	**573.3%**	**116.8%**
Chi phí BH&QLDN	(2,529)	(1,679)	50.7%	5.6%	(6,238)	34.5%	40.3%
Doanh thu tài chính	5,064	7,900	-35.9%	6.7%	14,321	-34.4%	96.3%
_Hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh (BCC)	2,182	600	263.6%	-15.3%	7,223	63.4%	95.2%
Chi phí tài chính	(24,398)	(4,966)	391.3%	365.4%	(33,433)	98.7%	161.7%
Thu nhập khác ròng	(46)	180	n/a	-83.4%	(372)	575.2%	0.0%
LN trước thuế	29,523	5,420	444.7%	-9.3%	92,811	407.4%	116.7%
LN sau thuế	23,021	4,436	419.0%	-12.8%	75,059	390.2%	118.0%
LN sau thuế cổ đông công ty mẹ	**23,146**	**4,184**	**453.2%**	**2.0%**	**71,381**	**396.4%**	**119.8%**
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	3.0%	10.2%	-7.3 đ %	-1.6 đ %	3.1%	-6.1 đ %	-2.8 đ%
Biên LN gộp	**60.3%**	**24.3%**	**+36.1 đ %**	**-8.3 đ %**	**58.6%**	**+23.6 đ%**	**+19.7 đ %**
_BĐS	66.5%	68.4%	-1.9 đ %	-18.8 đ %	67.0%	+7.7 đ %	+22.0 đ %
_Xây dựng	14.2%	5.0%	+9.2 đ %	+8.5 đ %	8.5%	+1.7 đ %	+1.3 đ %
_Quản lý BĐS và dịch vụ khác	8.2%	26.3%	-18.2 đ %	-41.1 đ %	24.7%	-6.2 đ%	-9.4 đ %

Các điểm nhấn chính trong bảng CĐKT và lưu chuyển tệ

Tài sản tiếp tục mở rộng mạnh, tập trung vào đầu tư, phát triển các dự án BĐS trọng điểm hiện hữu và sắp tới.

Hàng tồn kho tại cuối Q3 chiếm 18.5% tổng tài sản và tăng 8.6% sv quý trước, đạt 247.3 nghìn tỷ đồng. Trong đó 85% là chi phí GPMB, tiền sử dụng đất và chi phí xây dựng các dự án: Global Gate Hạ Long, Ven Vịnh Cam Ranh, Green Paradise, Ocean Park 2&3, Grand Park, Golden City, Green City và một số dự án khác. Mặc dù vẫn tăng tương đối mạnh, mức tăng hàng tồn kho trong Q3, sau khi loại trừ tác động của giá vốn hàng bán ghi nhận trong kỳ, phần nào giảm tốc so với Q2.

Trong khi đó khoản trả trước người bán và các khoản tạm ứng, đặt cọc, góp vốn liên quan đến nhận chuyển nhượng và hợp tác phát triển dự án tiếp tục tăng mạnh hơn cả Q2.

- Trả trước người bán chiếm 14.8% tổng tài sản tại cuối Q3 và tăng 60.7% sv cuối Q2, tương đương tăng 74.9 nghìn tỷ đồng, cho thấy công ty tiếp tục đẩy mạnh GPMB, san lấp và xây dựng.
- Các khoản tạm ứng, đặt cọc và góp vốn liên quan đến nhận chuyển nhượng và hợp tác phát triển dự án chiếm 30.8% tổng tài sản và tăng mạnh 30.7% sv cuối Q2, tương đương tăng 96.9 nghìn tỷ đồng, cho thấy công ty dồn lực mạnh vào các dự án hợp tác phát triển, điển hình là Global Sportia (hay Vinhomes Olympic).

Nguồn vốn được hỗ trợ mạnh từ dòng tiền nhận góp vốn, đặt cọc

Dòng tiền đầu tư các dự án trong kỳ phần lớn đến từ nhận góp vốn, đặt cọc. Khoản này tăng mạnh 90.9% sv cuối Q2, tương đương tăng 204.1 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó dòng tiền lợi nhuận trong kỳ (30.7 nghìn tỷ) cùng nợ vay ròng (23.9 nghìn tỷ) cũng đóng góp một phần vào nguồn vốn trong Q3. Nhờ dòng tiền mạnh từ việc nhận góp vốn và đặt cọc, nợ vay ròng hạ nhiệt so với Q2.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH tăng nhẹ 2.5 đ % sv quý trước lên mức 78.2%. So với quá khứ, mức đòn bẩy hiện tại không quá cao. Trong giai đoạn 2015-2018, tỷ lệ đòn bẩy của VHM từng ở mức 66% - 151% khi công ty chuẩn bị triển khai các đại dự án như Ocean Park 1, Smart City (Hà Nội) và Grand Park (TP.HCM). Do đó, chúng tôi cho rằng mức đòn

bẩy hiện tại nhìn chung được kiểm soát và phù hợp với giai đoạn triển khai và mở rộng nhiều dự án cùng lúc của công ty.

Tóm tắt bảng cân đối kế toán

	Q3/26	% sv cuối Q2/26	% sv đầu năm	Thay đổi sv cuối Q2/26 (Tỷ đồng)	Thay đổi sv đầu năm (Tỷ đồng)	% Trên tổng tài sản
TỔNG TÀI SẢN	**1,339,199**	**20.3%**	**68.5%**	**226,006**	**544,494**	
Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	55,452	-19.0%	-17.8%	(12,966)	(11,983)	4.1%
Phải thu ngắn hạn khách hàng	27,032	4.8%	17.8%	1,236	4,076	2.0%
Hàng tồn kho	247,303	8.6%	*88.2%*	*19,619*	*115,888*	18.5%
Trả trước cho người bán	198,291	60.7%	*194.1%*	*74,882*	*130,878*	14.8%
Tạm ứng tiền GPMB	87,369	-6.1%	*-4.1%*	*(5,712)*	*(3,697)*	6.5%
Tạm ứng, đặt cọc và góp vốn liên quan đến nhận chuyển nhượng, hợp tác phát triển dự án	412,440	30.7%	129.1%	96,867	232,443	30.8%
Xây dựng dở dang	101,235	12.8%	5.5%	11,468	5,313	7.6%
Tài sản khác	210,077	24.0%	51.7%	40,611	71,576	15.7%
NGUỒN VỐN						
Nợ phải trả	1,031,406	24.5%	89.1%	202,986	485,919	77.0%
Nợ vay	240,622	11.7%	64.4%	25,114	94,300	18.0%
Người mua trả tiền trước	127,273	-14.1%	35.3%	(20,930)	33,185	9.5%
Nhận góp vốn và đặt cọc	428,654	90.9%	202.6%	204,091	287,001	32.0%
Chi phí phải trả	81,368	19.8%	35.0%	13,439	21,082	6.1%
Nợ phải trả khác	153,489	-10.9%	48.8%	(18,728)	50,351	11.5%
VCSH	307,792	8.1%	23.5%	23,020	58,576	23.0%
D/E	78.2%	+2.5 đ %	+19.5 đ %			

Tóm tắt lưu chuyển tiền tệ

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
DÒNG TIỀN THUẦN TRONG KỲ	**(7,287)**	**27,179**	**96**	**1,194**	**(13,249)**	**17,344**	**(13,650)**
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO)	**636**	**40,458**	**1,815**	**(1,719)**	**37,220**	**51,356**	**92,494**
_Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trước thay đổi vốn lưu động	4,096	2,735	896	30,173	29,402	32,276	30,658
_Thay đổi vốn lưu động	(3,460)	37,723	918	(31,892)	7,818	19,080	61,835
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI)	**(14,532)**	**(15,552)**	**(52,720)**	**4,716**	**(66,032)**	**(88,076)**	**(105,673)**
Dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF)	**6,609**	**2,273**	**51,001**	**(1,803)**	**15,563**	**54,064**	**(471)**
_Vay nợ ròng	6,609	2,280	51,097	(775)	15,725	54,689	23,911
_Trả cổ tức	-	(7)	(100)	(1,024)	(162)	126	(24,369)

Nhận định nhanh của VPBankS về triển vọng KQKD các quý tới

Tổng giá trị hợp đồng BĐS ký bán chưa ghi nhận (backlog) tính đến cuối Q3/26 đạt hơn 185.6 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 5.7% sv cuối Q2/26, gần bằng 3 lần doanh thu BĐS bình quân 4 quý gần nhất. Trong đó, khoảng 85% backlog là các sản phẩm bán lẻ, cho thấy triển vọng kết quả kinh doanh các quý tới phụ thuộc nhiều vào tiến độ xây dựng nhà tại các dự án. Tuy nhiên với khả năng ghi nhận doanh thu sớm từ kênh bán buôn (có thể ghi nhận sau 3 tháng mở bán), việc mở bán các phân khu, dự án mới thời gian tới sẽ là một yếu tố tiềm năng thúc đẩy kết quả các quý sau. Với doanh thu bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng Green Paradise sẽ là động lực thúc đẩy chính cho Q4/26. Với bán buôn, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận bàn giao lô lớn tại Global Gate Hạ Long và có tiềm năng ghi nhận lô lớn đầu tiên tại Global Sportia trong Q4. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng LN Q4/26 sẽ hạ nhiệt so với Q3/26. Chúng tôi kỳ vọng LN sẽ tăng trưởng mạnh trong Q1/27 nhờ bắt đầu bàn giao lô lớn tại Global Sportia cùng các sản phẩm bán lẻ tại Global Gate Hạ Long và Green Paradise.

Chi tiết cơ cấu backlog và tiến độ các dự án, vui lòng xem tài liệu tóm tắt KQKD Q3 của Vinhomes.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

Công ty cổ phần Chứng khoán VPBank

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

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn