

## Tác động gián tiếp và hạn chế từ thuế đối với thị trường BĐS nhà ở

**Phạm Ngọc Trung, CFA**  
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản  
trung.pn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**  
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

- Khung thuế giữa Mỹ và Việt Nam hiện đã được công bố. HSC cho rằng mức thuế 20% sẽ phần nào giảm áp lực cho Việt Nam so với mức đe dọa ban đầu là 46%. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm rằng các mức thuế này sẽ chỉ có tác động hạn chế đến thị trường BĐS nhà ở.
- Trên thực tế, chúng tôi đánh giá ngành vẫn được hỗ trợ bởi một số yếu tố tích cực như (1) quy trình phê duyệt dự án đang được nới lỏng, (2) mặt bằng lãi suất vẫn ở mức tương đối thấp, và (3) hạ tầng tiếp tục được cải thiện. Trong nửa cuối năm 2025, HSC kỳ vọng doanh số bán nhà sẽ phục hồi, đóng vai trò là yếu tố hỗ trợ tích cực cho ngành.
- Chúng tôi ưa thích KDH (Mua vào, giá mục tiêu 37.600đ) và NLG (Mua vào, giá mục tiêu 48.200đ) nhờ quỹ đất vững chắc, bảng CĐKT lành mạnh và doanh số bán nhà mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2025.

### Tác động từ thuế là không đáng kể

Khung thuế giữa Mỹ và Việt Nam hiện đã được công bố. HSC cho rằng mức thuế 20% sẽ phần nào giảm áp lực cho Việt Nam so với mức đe dọa ban đầu là 46%. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm rằng các mức thuế này sẽ chỉ có tác động hạn chế đến thị trường BĐS nhà ở.

### Tiếp tục nhận được sự hỗ trợ từ Chính phủ đối với ngành

HSC nhận thấy thị trường BĐS đang được hỗ trợ bởi một số yếu tố tích cực, bao gồm: (1) quy trình phê duyệt dự án đang được nới lỏng và (2) mặt bằng lãi suất vẫn ở mức tương đối thấp. Quan sát thị trường cho thấy một số ngân hàng hiện đang áp dụng mức lãi suất vay mua nhà rất hấp dẫn, cố định trong 2-3 năm ở mức 5,5%. Ngoài ra, Chính phủ cũng triển khai gói tín dụng hỗ trợ người dưới 35 tuổi mua nhà lần đầu. Những yếu tố này sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu trong thời gian tới. Đồng thời, đầu tư mạnh vào hạ tầng tiếp tục là một trong những mục tiêu trọng điểm của Chính phủ nhằm hỗ trợ tăng trưởng GDP, từ đó tạo thêm động lực cho thị trường BĐS.

Do đó, HSC cho rằng năm 2025 là thời điểm thuận lợi đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở, với nền tảng tăng trưởng đã được thiết lập trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư trong nước sẽ đẩy mạnh nguồn cung mới trong nửa cuối năm 2025, tận dụng tâm lý thị trường đang cải thiện. Giá bán tại Hà Nội ở mức cao đã thúc đẩy dòng vốn đầu tư dịch chuyển rõ rệt về phía Nam, nơi có mặt bằng giá hấp dẫn hơn và nhiều dự án đang chuẩn bị triển khai. HSC đánh giá KDH và NLG sẽ là những bên hưởng lợi chính, do kế hoạch mở bán năm 2025 của hai doanh nghiệp này chủ yếu tập trung tại TP.HCM và các tỉnh lân cận.

### Khuyến nghị

HSC tiếp tục ưa thích KDH (Mua vào, giá mục tiêu 37.600đ) và NLG (Mua vào, giá mục tiêu 48.200đ) nhờ kế hoạch mở bán trong năm 2025 và các yếu tố cơ bản của cổ phiếu vững chắc. Cả hai cổ phiếu này hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 37,5% và 35,2% so với RNAV, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 28,1% và 23,6%. HSC cũng đánh giá tích cực về VHM nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và tốc độ mở bán được đẩy nhanh, tuy nhiên đợt tăng giá gần đây khiến tiềm năng tăng giá còn lại không nhiều. Nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy VHM khi xuất hiện các nhịp điều chỉnh mạnh. Đối với PDR (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu), chúng tôi cho rằng cổ phiếu này sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, khi phần lớn thông tin bất lợi đã được phản ánh vào giá, và ba đợt mở bán dự kiến trong năm nay gồm Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower và Q1 Quy Nhơn.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/7.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
CRE	8,550	Tăng tỷ trọng	-	8,000	-	(6.43)	29.6	16.6	0.69	0.66	-	-
DXG	16,650	Nắm giữ	-	14,530	-	(12.7)	64.4	53.6	1.36	1.32	-	-
DXS	8,960	Tăng tỷ trọng	-	7,600	-	(15.2)	22.0	14.7	0.82	0.78	0	0
KDH	29,200	Mua vào	-	37,600	-	28.8	28.7	19.8	1.61	1.50	0	0
NLG	38,950	Mua vào	-	48,200	-	23.7	21.5	21.7	1.47	1.40	1.28	1.28
NVL	15,100	Giảm tỷ trọng	-	10,500	-	(30.5)	N/a	N/a	0.80	0.82	-	-
PDR	17,750	Mua vào	-	20,600	-	16.1	54.4	27.5	1.37	1.31	0	0
VHM	76,000	Nắm giữ	-	77,000	-	1.32	9.07	8.95	1.32	1.15	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 2/7/2025.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Đẩy nhanh mở bán giúp cải thiện doanh số bán nhà trong nửa cuối năm 2025

Khung thuế giữa Mỹ và Việt Nam đã được công bố, với mức thuế 20% – thấp hơn đáng kể so với mức đề xuất ban đầu là 46%, qua đó giúp giảm áp lực lên thị trường. HSC kỳ vọng thuế này sẽ chỉ có tác động hạn chế đến thị trường BĐS nhà ở. Trên thực tế, một số yếu tố hỗ trợ vẫn tiếp tục hiện diện, bao gồm: (1) quy trình phê duyệt dự án đang được nới lỏng và (2) mặt bằng lãi suất tương đối thấp – những yếu tố này được kỳ vọng sẽ giúp doanh số bán nhà phục hồi trong nửa cuối năm 2025. HSC ưa thích KDH (Mua vào, giá mục tiêu 37.600đ) và NLG (Mua vào, giá mục tiêu 48.200đ) nhờ quỹ đất lớn, bảng CĐKT lành mạnh và triển vọng doanh số bán nhà tích cực.

### Tác động gián tiếp và hạn chế từ thuế đối với thị trường BĐS nhà ở

HSC kỳ vọng mức thuế của Mỹ áp lên lĩnh vực BĐS nhà ở sẽ chỉ có tác động hạn chế, do mức thuế 20% hiện tại đã phần nào giảm bớt áp lực so với lo ngại ban đầu về mức thuế cao tới 46%. Trong khi đó, Chính phủ tiếp tục duy trì chính sách hỗ trợ nền kinh tế và theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm nay, đồng thời đặt ra các mục tiêu tham vọng hơn kể từ năm 2026 trở đi.

Chúng tôi cũng nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ khác cho thị trường BĐS, bao gồm: (1) quy trình phê duyệt dự án đang được nới lỏng và (2) mặt bằng lãi suất vẫn ở mức tương đối thấp. Quan sát thị trường cho thấy một số ngân hàng hiện đang triển khai các gói vay mua nhà rất hấp dẫn, cố định trong 2–3 năm ở mức 5,5%. Ngoài ra, Chính phủ cũng triển khai gói tín dụng hỗ trợ người dưới 35 tuổi mua nhà lần đầu. Những yếu tố này sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu trong thời gian tới. Bên cạnh đó, đầu tư mạnh vào hạ tầng tiếp tục là mục tiêu ưu tiên của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng GDP, và thị trường BĐS chắc chắn sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này.

HSC nhấn mạnh rằng thị trường BĐS nhà ở đang trong quá trình phục hồi sau giai đoạn suy giảm trong năm 2023 do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tín dụng và các vướng mắc pháp lý liên quan đến phê duyệt dự án. Từ năm 2024, nguồn cung và cầu tại khu vực miền Bắc đã phục hồi mạnh mẽ và dự kiến sẽ duy trì đà tăng trong năm 2025, trong khi nguồn cung và cầu trên toàn thị trường được dự báo sẽ cải thiện đáng kể trong năm 2025–2026.

Giai đoạn 5–6 năm vừa qua là thời kỳ đầy thách thức đối với ngành BĐS, khiến cổ phiếu các doanh nghiệp phát triển dự án giao dịch với mức chiết khấu lớn so với RNAV, dao động trong khoảng 50–30%. Tuy nhiên, với triển vọng đang dần được cải thiện như đã đề cập, HSC cho rằng mức chiết khấu này sẽ ngày càng thu hẹp, mở ra nhiều cơ hội hấp dẫn cho nhà đầu tư.

HSC cho rằng năm 2025 là thời điểm thuận lợi đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở, với nền tảng tăng trưởng đã được thiết lập trong năm 2024. Nhu cầu nhà ở vẫn được duy trì ổn định, được củng cố bởi mặt bằng lãi suất thấp và sự hỗ trợ liên tục về pháp lý. Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư trong nước sẽ đẩy mạnh nguồn cung mới trong nửa cuối năm 2025, tận dụng tâm lý thị trường đang cải thiện. Giá bán tại Hà Nội ở mức cao đã thúc đẩy dòng vốn đầu tư dịch chuyển rõ rệt về phía Nam, nơi có mặt bằng giá hấp dẫn hơn và nhiều dự án đang chuẩn bị triển khai. HSC đánh giá KDH và NLG sẽ là những bên hưởng lợi chính, do kế hoạch mở bán năm 2025 của hai doanh nghiệp này chủ yếu tập trung tại TP.HCM và các tỉnh lân cận.

Các chủ đầu tư trong nước được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh hoạt động mở bán trong nửa cuối năm 2025, sau khi thị trường ghi nhận sự áp đảo của các chủ đầu tư nước ngoài trong năm 2024. Đáng chú ý, mặc dù thị trường phía Nam khá trầm lắng trong Q1/2025 nhưng nhiều đợt mở bán mới đã được lên kế hoạch tại khu vực này và được kỳ vọng sẽ cải thiện tâm lý thị trường trong thời gian tới. Bên cạnh đó, HSC cũng quan sát thấy dòng vốn đầu tư đang quay trở lại khu vực phía Nam, do mặt bằng giá tại Hà Nội tăng mạnh, qua đó hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ cho các doanh nghiệp có dự án tập trung tại miền Nam.

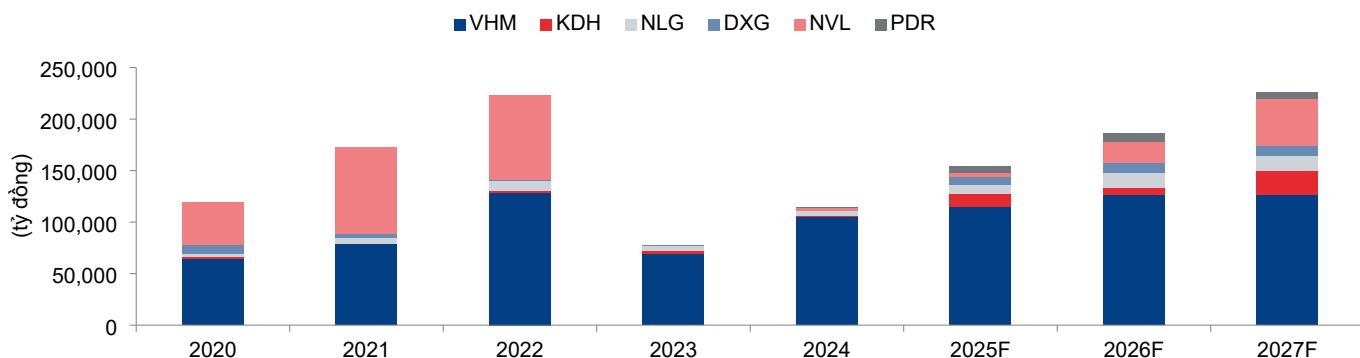
Một số dự án mở bán trong Q1/2025 như Eton Park (TP. Thủ Đức), The Gio (Bình Dương) và Eco Retreat (Long An) ghi nhận tỷ lệ đặt chỗ cao. Trong số các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC, chỉ có VHM mở bán dự án mới trong Q1/2025 (Vinhomes Wonder City). Bốn doanh nghiệp còn lại – PDR, DXG, NLG và KDH – đều có kế hoạch mở bán các dự án tại khu vực phía Nam trong nửa cuối năm 2025.

HSC dự báo doanh số bán nhà trong năm 2025 của năm doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị (không bao gồm VHM) sẽ tăng trưởng mạnh 326% đạt 40,4 nghìn tỷ đồng, sau một năm 2024 trầm lắng. Thị trường ấm lên, tâm lý nhà đầu tư cải thiện và các biện pháp hỗ trợ từ Chính phủ được kỳ vọng sẽ giúp nâng cao tỷ lệ hấp thụ trong năm nay. Cho năm 2026–2027, HSC dự báo tổng doanh số bán nhà của năm doanh nghiệp này sẽ tăng trưởng 48,1% đạt 59,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và tiếp tục tăng trưởng 67% đạt 100 nghìn tỷ đồng trong năm 2027.

Đối với VHM, HSC dự báo doanh số bán nhà sẽ tăng trưởng 9% đạt 115 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tăng trưởng tiếp 10,4% lên 127 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và giữ ổn định ở mức 127 nghìn tỷ đồng trong năm 2027.

**Biểu đồ 1: Doanh số bán nhà dự báo của các công ty BĐS HSC khuyến nghị**

Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của 5 sẽ công ty BĐS HSC khuyến nghị tăng trưởng lần lượt là 326% và 48% trong năm 2025 và 2026



Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 2: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty BĐS HSC khuyến nghị**

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	28,831	33,371	31,877	34,428	34,884	35,843
KDH	1,102	716	810	1,041	1,519	1,468
NLG	556	484	518	698	691	758
DXG	215	176	253	264	317	840
NVL	2,162	606	(6,412)	(928)	(777)	2,446
PDR	1,137	684	155	285	563	696
<b>Tổng</b>	<b>34,003</b>	<b>36,037</b>	<b>27,201</b>	<b>35,788</b>	<b>37,197</b>	<b>42,051</b>
<b>Tổng (trừ NVL)</b>	<b>31,841</b>	<b>35,431</b>	<b>33,613</b>	<b>36,716</b>	<b>37,974</b>	<b>39,605</b>
<b>Tăng trưởng</b>						
VHM	-25.7%	15.7%	-4.5%	8.0%	1.3%	2.7%
KDH	-8.3%	-35.0%	13.1%	28.5%	45.9%	-3.4%
NLG	-48.1%	-12.9%	7.0%	34.7%	-1.0%	9.7%
DXG	-81.4%	-18.1%	43.8%	4.3%	20.1%	165.0%
NVL	-33.0%	-72.0%	-1158.1%	-85.5%	-16.3%	-414.8%
PDR	-39.0%	-39.8%	-77.3%	83.9%	97.5%	23.6%
<b>Tổng</b>	<b>-28.2%</b>	<b>6.0%</b>	<b>-24.5%</b>	<b>31.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>13.0%</b>
<b>Tổng (trừ NVL)</b>	<b>-27.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.3%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027: Kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ hơn**

Với doanh số bán nhà bắt đầu phục hồi trong năm 2024 và dự kiến tăng mạnh hơn trong năm 2025, HSC cho rằng hầu hết các doanh nghiệp phát triển BĐS đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và đang bước vào chu kỳ phục hồi. Tất cả các doanh nghiệp

đều được dự báo ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận với tổng lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng 31,6% trong năm 2025 và tiếp tục tăng 3,9% trong năm 2026 (Bảng 2).

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng của tổng lợi nhuận bị kéo giảm đáng kể do ảnh hưởng từ Vinhomes – doanh nghiệp được dự báo chiếm tới 93,8% tổng lợi nhuận nhưng chỉ tăng trưởng 1,3% trong năm 2026. HSC lại có cái nhìn khác về tăng trưởng, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị (không tính đến NVL và VHM) vẫn duy trì mức tăng trưởng cao 31,8% trong năm 2026.

PDR được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh từ mức nền thấp của năm 2024, với lợi nhuận thuần tăng trưởng 83,9% đạt 285 tỷ đồng, nhờ doanh thu từ bán nền tại dự án Quy Nhơn Iconic (tỉnh Bình Định). NLG theo sau với mức tăng trưởng 34,7%, được hỗ trợ bởi lượng đặt chỗ tại các dự án Akari City, Southgate, Cần Thơ và Izumi. KDH dự kiến ghi nhận tăng trưởng 28,5% nhờ vào lượng đặt chỗ ban đầu tại dự án The Gladia. Trong khi đó, doanh thu từ dự án căn hộ cao tầng trọng điểm của DXG – The Prive (dự kiến mở bán trong Q2/2025) – được kỳ vọng sẽ ghi nhận trong năm 2027, với mức tăng trưởng ấn tượng 165%.

**Khuyến nghị**

HSC tiếp tục ưa thích KDH (Mua vào, giá mục tiêu 37.600đ) và NLG (Mua vào, giá mục tiêu 48.200đ) nhờ kế hoạch mở bán trong năm 2025 và các yếu tố cơ bản của cổ phiếu vững chắc. Cả hai cổ phiếu này hiện đang giao dịch với mức chiết khấu lần lượt 37,5% và 35,2% so với RNAV, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 28,1% và 23,6%. HSC cũng đánh giá tích cực về VHM nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và tốc độ mở bán được đẩy nhanh, tuy nhiên đợt tăng giá gần đây khiến tiềm năng tăng giá còn lại không nhiều. Nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy VHM khi xuất hiện các nhịp điều chỉnh mạnh. Đối với PDR (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu), chúng tôi cho rằng cổ phiếu này sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, khi phần lớn thông tin bất lợi đã được phản ánh vào giá, và các yếu tố hỗ trợ gồm ba đợt mở bán dự kiến trong năm nay: Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower và Q1 Quy Nhơn.

Trong khi đó, HSC ghi nhận rằng DXG, với kế hoạch mở bán dự án trọng điểm The Prive trong năm nay, đang phát đi tín hiệu tích cực về triển vọng hoạt động, khi riêng dự án này chiếm tới 28,1% ước tính RNAV. Tuy nhiên, HSC vẫn lo ngại về vấn đề quản trị doanh nghiệp thiếu đồng đều tại DXG, đặc biệt là các rủi ro pháp lý liên quan đến dự án The Prive và Gem Sky World – những yếu tố có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán. Đối với NVL, HSC ghi nhận các tiến triển tích cực về mặt pháp lý tại các dự án trọng điểm của công ty như Aqua City và NovaWorld Phan Thiết. Tuy nhiên, quá trình tái cơ cấu những khoản nợ lớn của NVL cần được theo dõi chặt chẽ. Công ty vẫn phụ thuộc rất lớn vào sự hợp tác nhiều phía (từ phía Chính phủ, các chủ nợ và khách hàng) để duy trì hoạt động.

**Bảng 3: Định giá cổ phiếu BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC**

	Mã CK	Khuyến nghị	Giá cổ phiếu (tại ngày 3/7)	RNAV	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	3Y avg. discount
1	KDH	Mua vào	29,350	46,950	37,600	28.1%	-37.5%	36.1%
2	NLG	Mua vào	39,000	60,200	48,200	23.6%	-35.2%	37.0%
3	PDR	Đang xem xét	17,850	25,700	20,600	15.4%	-30.5%	29.9%
4	VHM	Nắm giữ	76,300	118,400	77,000	0.9%	-35.6%	54.0%
5	DXG	Đang xem xét	16,900	28,300	14,500	-14.2%	-40.3%	46.0%
6	NVL	Nắm giữ	14,900	17,700	10,500	-29.5%	-15.8%	32.5%
<b>Bình quân</b>							<b>-32.5%</b>	<b>39.3%</b>

*Nguồn: HSC ước tính*

**KDH** (Mua vào, giá mục tiêu 37.600đ): Với toàn bộ quỹ đất nằm tại TP.HCM, KDH được hưởng lợi từ nhu cầu ở thực cao, hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ tốt. Thương hiệu mạnh, tỷ lệ vay nợ thấp cùng với năng lực đã được chứng minh trong việc phát triển quỹ đất, xử lý thủ tục pháp lý và triển khai các dự án chất lượng giúp Công ty duy trì lợi thế cạnh tranh bền vững. KDH có vị thế tốt để tận dụng xu hướng hợp nhất ngành trong bối cảnh khung pháp lý ngày càng siết chặt, với dự án Tân Tạo — động lực tăng trưởng chính trong trung hạn — dự kiến hoàn tất đền bù trong năm 2025 và mở bán vào năm 2026. Trong Q3/2025, KDH dự kiến mở bán khoảng 200 căn thấp tầng thuộc dự án Foresta (12 ha, TP.HCM). HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của KDH đạt

1.041 tỷ đồng, tăng trưởng 28,5%, tương ứng với P/E dự phóng 2025 là 28,7 lần và P/B dự phóng là 1,6 lần.

**NLG** (Mua vào, giá mục tiêu 48.200đ): Quỹ đất của NLG phần lớn đã hoàn tất tiền sử dụng đất, giúp Công ty nổi bật so với nhiều chủ đầu tư khác trong bối cảnh chi phí đất đai ngày càng tăng sau khi Luật Đất đai mới được ban hành. Trong năm 2025, doanh số bán nhà từ dự án Southgate (165 ha, Long An) sẽ là động lực chính thúc đẩy tổng doanh số. Đồng thời, NLG cũng có kế hoạch tái mở bán hai dự án lớn tại Đồng Nai là Izumi (170 ha) và Paragon (45 ha), đồng thời dự kiến bán 15% cổ phần tại dự án Izumi. Công ty hiện đang tiến hành đàm phán để nhận chuyển nhượng thêm hai dự án mới tại Đồng Nai và Quảng Ninh. HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của NLG đạt 698 tỷ đồng, tăng trưởng 34,7%, tương ứng với P/E dự phóng 2025 là 21,5 lần và P/B dự phóng là 1,5 lần.

**PDR** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): HSC kỳ vọng các thương vụ bán sỉ và thoái vốn sẽ giúp đẩy nhanh dòng tiền của PDR trong ngắn hạn. Cụ thể, PDR có kế hoạch thoái toàn bộ 94% cổ phần tại CTCP Đầu tư BĐS Ngô Mây – chủ đầu tư dự án Q1 Tower (tên cũ: Cadia Quy Nhơn) tại tỉnh Bình Định. Bên cạnh đó, Công ty cũng đang triển khai bán sỉ giai đoạn 1 của dự án Bình Dương Tower (tỉnh Bình Dương), với hợp đồng dự kiến được ký trong tháng 7/2025 và thu tiền vào tháng 9/2025. Chúng tôi cũng ghi nhận PDR đang cơ cấu lại danh mục quỹ đất, chuyển hướng mở rộng quỹ đất tại TP.HCM và các tỉnh lân cận thay vì tập trung vào các địa phương miền Trung như trước đây. Lợi nhuận năm 2025 dự kiến sẽ được đóng góp chủ yếu từ lượng đặt chỗ tại Quy Nhơn Iconic và thương vụ thoái vốn nêu trên. HSC hiện đang xem xét lại khuyến nghị và dự báo đối với PDR. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 285 tỷ đồng, tăng trưởng 83,9%, tương ứng với P/E dự phóng 2025 là 54,4 lần và P/B dự phóng là 1,4 lần.

**VHM** (Nắm giữ, giá mục tiêu 77.000đ): VHM là doanh nghiệp phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam, với năng lực triển khai dự án vượt trội và quỹ đất lớn trải dài khắp cả nước. HSC tin rằng VHM sẽ tiếp tục hưởng lợi từ quá trình đô thị hóa và sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam – những yếu tố sẽ thúc đẩy nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng trong trung và dài hạn. Trong năm 2025, VHM đang đẩy mạnh hoạt động mở bán tại cả miền Bắc và miền Nam. Điều này được kỳ vọng sẽ cải thiện dòng tiền và lợi nhuận của Công ty trong giai đoạn tới.

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của VHM đạt 34,4 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 8%, tương ứng với P/E dự phóng 2025 là 9,1 lần và P/B dự phóng là 1,3 lần.

**DXG** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): HSC kỳ vọng DXG sẽ tái mở bán hai dự án trong năm 2025 gồm The Prive (tên cũ: DXH Riverside) tại TP. Thủ Đức và phần còn lại của dự án Gem Sky World (khoảng 1.700 sản phẩm). Tuy vậy, HSC vẫn lo ngại về chất lượng quản trị doanh nghiệp chưa đồng đều tại DXG, đặc biệt là các vấn đề pháp lý liên quan đến hai dự án trên.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của DXG đạt 264 tỷ đồng, tăng trưởng 4,3%, tương ứng với P/E dự phóng 2025 là 64,4 lần và P/B dự phóng là 1,4 lần.

**NVL** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): NVL đang từng bước vượt qua các thách thức hiện tại. HSC ghi nhận những tiến triển tích cực về mặt pháp lý tại các dự án trọng điểm của công ty như Aqua City và NovaWorld Phan Thiết. Tuy nhiên, quá trình tái cơ cấu những khoản nợ lớn của NVL cần được theo dõi chặt chẽ. Công ty vẫn phụ thuộc rất lớn vào sự hợp tác nhiều phía (từ phía Chính phủ, các chủ nợ và khách hàng) để duy trì hoạt động.

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)