

Phân tích lợi nhuận Q4/2025 của ngành BĐS

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

- Các công ty phát triển BĐS nhà ở trong danh sách khuyến nghị của HSC công bố KQKD Q4/2025 vững chắc, với nhiều công ty ghi nhận lợi nhuận vượt dự báo. Các mảng BĐS KCN và Xây dựng cũng ghi nhận xu hướng tương tự.
- Ngược lại, lợi nhuận của các công ty môi giới BĐS không đạt kỳ vọng do chi phí vận hành tăng cao và trích lập dự phòng nợ xấu lớn, mặc dù doanh thu cải thiện – phù hợp với quan điểm của chúng tôi rằng khối lượng giao dịch trên thị trường cải thiện.
- Trong khi chúng tôi dự báo cổ phiếu của các công ty phát triển BĐS nhà ở sẽ tiếp tục chịu áp lực trong ngắn hạn do chính sách siết chặt tín dụng và lãi suất tăng, nhưng triển vọng của các nhà phát triển BĐS KCN và các công ty xây dựng đang trở nên tích cực hơn. Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là NLG, IDC, và CTD.

Phân tích lợi nhuận Q4/2025

Nhìn chung, Q4/2025 là một quý tích cực của các nhà phát triển BĐS nhà ở, với 4 trên 6 công ty ghi nhận KQKD vượt kỳ vọng nhờ lợi nhuận tăng trưởng vững chắc so với cùng kỳ. Kết quả này phản ánh sự sôi động của thị trường vào cuối năm 2024 và sang 9 tháng đầu năm 2025. DXG ghi nhận KQKD kém nhất, với lợi nhuận giảm mạnh do tỷ suất lợi nhuận mỏng và chi phí bán hàng & quản lý tăng cao. Động lực tăng trưởng lợi nhuận có sự khác biệt, với KDH hoàn toàn dựa vào hoạt động bán giao nhà, trong khi VHM hưởng lợi lớn từ hoạt động bán buôn (đặc biệt là ghi nhận một lượng lớn doanh thu tại các dự án Ocean Park 2–3 và Green Paradise). NLG/PDR ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động thoái vốn tại các dự án, và NVL ghi nhận hoàn nhập dự phòng. Các công ty môi giới BĐS ghi nhận KQKD đáng thất vọng (mặc dù doanh thu vững chắc) do chi phí bán hàng & quản lý cao và trích lập dự phòng nợ khó đòi tăng cao. Nhóm BĐS KCN tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực (tăng 14,9% so với cùng kỳ), với sự dẫn dắt của KBC. CTD tiếp tục duy trì chuỗi thành tích ấn tượng với doanh thu tăng mạnh, tỷ suất lợi nhuận cải thiện và khối lượng dự án chưa triển khai cao kỷ lục.

Triển vọng năm 2026 – BĐS nhà ở gặp khó khăn nhưng đây là năm hấp dẫn cho BĐS KCN và xây dựng

Với chính sách siết chặt tín dụng và lãi suất tăng, HSC tiếp tục dự báo cổ phiếu của các công ty phát triển BĐS nhà ở sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn. Trong bối cảnh đó, chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 46.700đ) nhờ có định giá hấp dẫn, vị thế tiền mặt thuần, doanh số bán nhà năm 2025 vững chắc và kế hoạch mở bán năm 2026 linh hoạt ở phân khúc bình dân – trung cấp, phân khúc có khả năng phục hồi tốt. Ngược lại, yếu tố nền tảng của ngành BĐS KCN vẫn còn vững chắc: nhu cầu vẫn còn nguyên vẹn sau các thông báo về thuế quan, tình hình thu hút vốn FDI đang cải thiện, nhưng giá cho thuê có thể sẽ tăng chậm lại do sẽ có thêm nguồn cung mới. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của toàn ngành sẽ tăng trưởng 19% trong năm 2026. IDC (Mua vào, giá mục tiêu 69.000đ) là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi. Đối với ngành Xây dựng, chúng tôi nhận thấy đây là cách tiếp cận hấp dẫn nhất để hưởng lợi từ chu kỳ phát triển hạ tầng của Việt Nam. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vẫn là CTD (Mua vào, giá mục tiêu: 87.000đ), nhờ có khối lượng dự án chưa triển khai cao kỷ lục, đạt 62,5 nghìn tỷ đồng, sự gia tăng của các dự án đầu tư công và lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 36,9% trong 3 năm tới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/2.

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 (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CRE	6,990	Nắm giữ	-	9,600	-	-	-	-	-	-	-	-
CTD	61,853	Mua vào	-	104,762	-	-	-	-	-	-	-	-
DXG	13,735	Tăng tỷ trọng	-	18,400	-	-	-	-	-	-	-	-
DXS	5,790	Mua vào	-	14,000	-	-	-	-	-	-	-	-
IDC	44,850	Mua vào	-	56,900	-	-	-	-	-	-	-	-
KBC	27,000	Mua vào	-	44,500	-	-	-	-	-	-	-	-
KDH	29,955	Mua vào	-	37,000	-	-	-	-	-	-	-	-
NLG	35,674	Mua vào	-	38,700	-	-	-	-	-	-	-	-
NVL	10,300	Tăng tỷ trọng	-	14,000	-	-	N/a	N/a	-	-	-	-
PDR	19,583	Nắm giữ	-	18,500	-	-	-	-	-	-	-	-
PHR	50,490	Tăng tỷ trọng	-	66,000	-	-	-	-	-	-	-	-
VGC	38,112	Tăng tỷ trọng	-	52,800	-	-	-	-	-	-	-	-
VHM	41,500	Nắm giữ	-	123,300	-	-	-	-	-	-	-	-

*Giá cổ phiếu tại ngày 5/11/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Kết thúc năm 2025 vững chắc, nhiều thách thức ở phía trước

Các nhà phát triển BĐS nhà ở trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD Q4/2025 vững chắc, với nhiều công ty có lợi nhuận vượt kỳ vọng nhờ doanh số bán nhà vững chắc, trong khi các công ty môi giới BĐS hoạt động kém hiệu quả. Các công ty BĐS KCN và xây dựng cũng tiếp tục ghi nhận KQKD tích cực. Chúng tôi cho rằng các công ty phát triển BĐS nhà ở và môi giới BĐS sẽ gặp nhiều thách thức trong ngắn hạn, nhưng các công ty BĐS KCN và xây dựng lại có bối cảnh phục hồi tốt. Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là NLG, IDC và CTD..

Các công ty phát triển BĐS nhà ở – Lợi nhuận tốt phản ánh doanh số bán nhà vững chắc trong các quý trước

Q4/2025 là một quý tích cực đối với các nhà phát triển BĐS nhà ở, với 4 trên 6 công ty ghi nhận lợi nhuận vượt xa dự báo của HSC – hoặc ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc so với cùng kỳ hoặc trường hợp của Novaland (NVL) bắt đầu có lãi trở lại. Kết quả trên có được là nhờ doanh số bán nhà vững chắc, dựa trên điều kiện thị trường sôi động trong năm 2024–2025, với khối lượng giao dịch và giá mở bán sơ cấp cải thiện đáng kể. Chúng tôi lưu ý rằng lãi suất chỉ mới bắt đầu tăng vào cuối năm 2025, và chính sách siết chặt tín dụng bắt đầu áp dụng từ năm 2026. Tập đoàn Đất Xanh (DXG) là trường hợp ngoại lệ đáng chú ý, khi ghi nhận lợi nhuận rất yếu ở mức 6,2 tỷ đồng (giảm 96,2% so với cùng kỳ và giảm 93,4% so với quý trước), do tỷ suất lợi nhuận gộp thấp ở cả mảng môi giới và mảng kinh doanh BĐS, cùng với chi phí bán hàng & quản lý cao hơn do chi phí nhân viên và trích lập dự phòng nợ khó đòi tăng cao.

Các động lực tăng trưởng lợi nhuận có sự khác biệt, khi các nhà phát triển BĐS ghi nhận lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi từ hoạt động bàn giao căn hộ và lợi nhuận từ các hoạt động khác. KDH chỉ ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động bàn giao nhà trong khi doanh thu của VHM chủ yếu đến từ doanh thu bán buôn với việc ghi nhận một lượng doanh thu lớn từ các dự án Ocean Park 2, 3 và Green Paradise. NLG và PDR ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động thoái vốn tại các dự án. Lợi nhuận của NVL chủ yếu đến từ việc hoàn nhập dự phòng tại dự án Lake View.

Trong số các công ty có lợi nhuận vượt kỳ vọng, VHM có KQKD đáng chú ý nhất. Lợi nhuận thuần của VHM tăng vọt 131,7% so với cùng kỳ và tăng 538,8% so với quý trước đạt 26,7 nghìn tỷ đồng – cao hơn 33,5% so với dự báo của HSC. Doanh thu chủ yếu đến từ việc ghi nhận doanh thu bán buôn tại các dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 3 (chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận do thiếu thông tin chi tiết) và doanh thu bán buôn tại dự án Green Paradise (sát với dự báo). Thảo luận chi tiết cho từng nhà phát triển BĐS được trình bày ở bảng bên dưới:

Bảng 1: Lợi nhuận Q4/2025, các công ty phát triển BĐS nhà ở

Nhìn chung KQKD của các công ty phát triển BĐS nhà ở tăng trưởng mạnh, lợi nhuận của một số công ty vượt dự báo của HSC

(tỷ đồng)	Q4/25	So với quý trước	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng	So với dự báo	Ghi chú
DXG	6	-93%	-96%	256	229	-10.6%	Thấp hơn	Doanh thu sát dự báo, nhưng tỷ suất lợi nhuận kém tích cực và chi phí dự phòng lớn đã làm giảm lợi nhuận thuần
PDR	314	265%	High	155	515	232.1%	Vượt dự báo	Lợi nhuận thuần cốt lõi vượt dự báo nhờ thu nhập từ thoái vốn
VHM	26,726	539%	132%	31,801	41,107	29.3%	Vượt dự báo	Doanh thu bán sỉ dự án Vinhomes Green Paradise sát dự báo trong khi số lượng sản phẩm bàn giao của dự án OCP2,3 vượt mạnh so với dự báo
KDH	496	110%	25%	810	1,053	30.0%	Vượt dự báo	Tỷ suất lợi nhuận gộp của The Gladia vượt nhẹ so với dự báo
NLG	348	138%	-30%	518	701	35.3%	Sát dự báo	Động lực chính là thu nhập từ bán 15% cổ phần tại các dự án Izumi và hoạt động bàn giao tại Southgate, Cần Thơ
NVL	3,638	-514%	-255%	(6,455)	1,700	126.3%	Vượt dự báo	Mức vượt dự báo đến từ khoản hoàn nhập dự phòng liên quan đến dự án Lakeview
Tổng (*)	31,528	715%	208%	27,085	45,305	67.3%		

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Môi giới BĐS – kết quả không đạt kỳ vọng

Bảng 2: Lợi nhuận Q4/2025, các công ty ngành môi giới BĐS

Cả 2 công ty đều ghi nhận lợi nhuận kém tích cực

(tỷ đồng)	Q4/25	So với quý trước	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng	So với dự báo	Ghi chú
CRE	9	-61%	-18%	42	75	79%	Thấp hơn	Thấp hơn dự báo do chậm hạch toán dự án on Louis City booking delay
DXS	3	-96%	-92%	141	336	138%	Thấp hơn	Thấp hơn dự báo do chi phí dự phòng và tỷ suất lợi nhuận thấp hơn ước tính
Tổng	12	-88%	-74%	183	411	125%		

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

KQKD trong quý của các công ty môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị đáng thất vọng, với tổng lợi nhuận thuần của hai công ty đạt 12 tỷ đồng, giảm 74% so với cùng kỳ mặc dù tổng doanh thu tăng 110,9% so với cùng kỳ lên 2,1 nghìn tỷ đồng, tái khẳng định quan điểm của chúng tôi về thị trường BĐS phục hồi mạnh trong năm nay, với sự dẫn dắt của TP.HCM. KQKD của cả hai công ty đều thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi.

Mặc dù không thể xác nhận điều này, chúng tôi nhận thấy dấu hiệu chứng tỏ các công ty môi giới có thể đã ghi nhận trước hoặc ghi nhận quá mức các khoản chi phí để chuẩn bị cho một giai đoạn đầy thách thức của thị trường – phù hợp với quan điểm của chúng tôi rằng nhu cầu sẽ suy yếu vào năm 2026 trong bối cảnh siết chặt tín dụng và lãi suất tăng cao.

Đánh giá chi tiết lợi nhuận của các công ty môi giới BĐS như sau:

KQKD Q4/2025 của **CRE** thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi không ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City. Lợi nhuận thuần đạt 9 tỷ đồng (giảm 16,8% so với cùng kỳ và giảm 59,3% so với quý trước) trên doanh thu 518 tỷ đồng (tăng 34,9% so với cùng kỳ). Tính chung cả năm 2025, doanh thu và lợi nhuận thuần chỉ đạt lần lượt 51,6% và 60,3% dự báo của chúng tôi và hoàn thành 25% và 32,7% KHLĐ của BLĐ công ty đề ra.

KQKD của từng mảng có sự khác biệt: doanh thu Q4/2025 của mảng môi giới BĐS vững chắc ở mức 461 tỷ đồng (tăng 34,9% so với cùng kỳ và tăng 55,9% so với quý trước) với tỷ suất lợi nhuận gộp khá thấp ở mức 25,8% (không đổi so với cùng kỳ; cao hơn so với mức 11,6% trong Q3/2025), trong khi doanh thu của mảng đầu tư thứ cấp yếu hơn nhiều do không ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City (so với dự báo 1 nghìn tỷ đồng của chúng tôi), nên chỉ có 18 tỷ đồng (giảm 58,4% so với cùng kỳ) chủ yếu đến từ dự án Bình Minh Garden và HUD Mê Linh.

Lợi nhuận thuần Q4/2025 của **DXS** đạt 3 tỷ đồng, giảm 92,7% so với cùng kỳ và giảm 96,6% so với quý trước. Mặc dù doanh thu vượt dự báo, lợi nhuận thuần vẫn giảm mạnh do tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể suy yếu (giảm xuống còn 41,9%, thấp hơn nhiều so với mức 56,2% trong Q4/2024 và 57,9% trong Q3/2025).

Doanh thu mảng kinh doanh BĐS đạt 465 tỷ đồng (tăng gấp 5 lần so với cùng kỳ và tăng gấp 3 lần so với quý trước), mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này giảm mạnh xuống 17,3% từ 44,2% trong Q3/2025. Chi phí bán hàng & quản lý tăng lên 243 tỷ đồng (tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ và tăng gấp 3 lần so với quý trước), chủ yếu do tăng trích lập dự phòng cho các khoản đặt cọc liên quan đến việc chậm triển khai dự án.

Lợi nhuận thuần và doanh thu năm 2025 lần lượt đạt 336 tỷ đồng (tăng trưởng 139,3% so với cùng kỳ) và 3.939 tỷ đồng (tăng trưởng 65,8% so với cùng kỳ), tương đương 77,5% và 112% dự báo của chúng tôi (và đạt 81,7% và 76,4% KHKD của BLĐ công ty).

BĐS KCN: KQKD vững chắc tiếp tục khẳng định đà phục hồi sau thông báo thuế quan

Tổng lợi nhuận thuần Q4/2025 của các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi tiếp tục tăng trưởng vững chắc, đạt 14,9% so với cùng kỳ và 45,1% so với quý trước, lên 3.300 tỷ đồng, nhờ việc đẩy mạnh hoạt động bàn giao đất KCN. Trong đó, lợi nhuận thuần của KBC tăng mạnh nhất, tăng 768% so với cùng kỳ và tăng 112% so với quý trước, vượt dự báo của chúng tôi nhờ bàn giao nhiều đất KCN hơn và doanh thu mảng BĐS nhà ở cải thiện.

Bảng 3: Lợi nhuận Q4/2025 của các công ty BĐS - Khu công nghiệp

Lợi nhuận Q4/2025 của các công ty BĐS - Khu công nghiệp tăng trưởng mạnh trong Q4/2025

(tỷ đồng)	Mã CK	Q4/25	So với quý trước	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng	So với dự báo	Ghi chú
1	PHR	68	-74%	-70%	460	513	11.5%	Thấp hơn	Thấp hơn dự báo do chi phí BH&QL tăng và chi phí dự phòng lớn
2	VGC	552	500%	3%	1,105	1,403	27.0%	Vượt dự báo	Mảng KCN sát dự báo, mảng kính xây dựng kém hơn dự báo, lợi nhuận thuần được hỗ trợ bởi thu nhập tài chính nhập dự phòng
3	IDC	449	-47%	25%	1,996	1,931	-3.3%	Vượt dự báo	Vượt dự báo do bàn giao đất KCN mạnh hơn kỳ vọng và mảng năng lượng duy trì tích cực
4	KBC	651	112%	768%	382	2,147	462%	Vượt dự báo	Hoạt động bàn giao thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng, lợi nhuận thuần được hỗ trợ bởi thu nhập tài chính
5	BCM	1,239	198%	-10%	2,106	3,488	65.6%	Vượt dự báo	Vượt dự báo nhờ thu nhập từ công ty liên kết/liên doanh – chủ yếu từ VSIP
6	SIP	354	-3%	10%	1,170	1,356	15.9%	Sát dự báo	Kết quả hoạt động ổn định, dù doanh số bán đất KCN thấp hơn kế hoạch (28,7ha so với 45ha). Mảng tiện ích vững chắc và hoạt động bàn giao bất động sản nhà ở được kỳ vọng sẽ củng cố lợi nhuận thuần
Tổng		3,313	45.1%	14.9%	7,219	10,838	50.1%		

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

IDC tiếp tục ghi nhận KQKD Q4/2025 vững chắc, với lợi nhuận thuần đạt 449 tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ) trên doanh thu 2.200 tỷ đồng (tăng 10,5% so với cùng kỳ), cao hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ diện tích đất KCN được bàn giao cao hơn. Doanh thu từ mảng BĐS KCN tăng 35% so với cùng kỳ, với khoảng 18 ha đất được bàn giao trong Q4/2025 (cả năm 2025 đạt 81 ha), trong khi doanh thu mảng năng lượng tăng 6,2% so với cùng kỳ với tỷ suất lợi nhuận vững chắc. Doanh thu các mảng khác vẫn ổn định trong bối cảnh diện tích đất ở được bàn giao thấp.

Lợi nhuận thuần Q4/2025 của **VGC** đạt 552 tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ) trên doanh thu 4.000 tỷ đồng (tăng 6,7% so với cùng kỳ), vượt kỳ vọng của chúng tôi, mặc dù kết quả này chủ yếu đến từ 243 tỷ đồng lợi nhuận không thường xuyên từ hoàn nhập dự phòng. Nếu loại trừ các khoản này, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi nhìn chung sát với dự báo, nhờ lợi nhuận từ mảng BĐS KCN cao hơn kỳ vọng nhưng bị bù trừ bởi khoản lỗ ở mảng kính xây dựng.

Lợi nhuận thuần Q4/2025 của **PHR** đạt 67 tỷ đồng (giảm 69,9% so với cùng kỳ) trên doanh thu 499 tỷ đồng (giảm 20,5% so với cùng kỳ). Doanh thu và lợi nhuận giảm là do doanh thu cao su thấp hơn kỳ vọng, trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn dự báo do chi phí nhân viên tăng vọt 62% so với cùng kỳ và khoản chi phí dự phòng bất ngờ 28,4 tỷ đồng liên quan đến khoản đầu tư vào nhà máy Thủy điện Ngọc Linh VRG. Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên này, LNST từ HĐKD cốt lõi đạt 90 tỷ đồng (giảm 46,2% so với cùng kỳ), kết quả đáng thất vọng. Theo đó, doanh thu, lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi của cả năm 2025 lần lượt đạt 1.795 tỷ đồng (tăng trưởng 9,8%), 513 tỷ đồng (tăng trưởng 11,4%) và 435 tỷ đồng (tăng trưởng 7,7%), hoàn thành 103%, 86% và 87% dự báo cho cả năm của chúng tôi.

Ngành xây dựng tiếp tục đà tăng trưởng

Bảng 4: Lợi nhuận Q4/2025, CTD

Lợi nhuận của CTD tiếp tục đà tăng trưởng trong Q4/2025 nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh và tỷ suất lợi nhuận cải thiện

(tỷ đồng)	Q4/25	So với quý trước	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng	So với dự báo	Ghi chú
CTD*	228	-22.7%	115%	373	781	109%	Vượt dự báo	Vượt dự báo nhờ doanh thu tăng và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện. Giá trị dự án chưa ghi nhận đạt mức cao kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng, tăng 77,8% svck

*Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính
(* Năm tài chính của CTD bắt đầu từ 1/7)*

KQKD Q2/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6), tương đương Q4/2025, của **CTD** cao hơn kỳ vọng của HSC, với doanh thu 10 nghìn tỷ đồng (tăng 45,3% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần 228 tỷ đồng (tăng 115% so với cùng kỳ). Kết quả trên có được là nhờ doanh thu mảng xây dựng cải thiện (tăng 46,6% so với cùng kỳ và cao hơn dự báo của chúng tôi), tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 3,5% (so với 2,4% trong Q4/2024 và 4% trong Q3/2025) – sát với kỳ vọng, và việc không phát sinh các khoản trích lập dự phòng nợ khó đòi. Công ty đã giành được khối lượng hợp đồng mới trị giá 18 nghìn tỷ đồng trên khắp các lĩnh vực FDI, dân dụng và nghỉ dưỡng, nâng tổng giá trị của các dự án chưa triển khai lên mức cao kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng (gần gấp đôi so với năm ngoái).

Triển vọng năm 2026

Phát triển BĐS nhà ở - Với chính sách siết chặt tín dụng và lãi suất tăng, HSC tiếp tục dự báo cổ phiếu của các công ty phát triển BĐS nhà ở sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn. Việc NHNN đưa ra hạn mức tín dụng siết chặt hơn trong năm 2026 (giới hạn tăng trưởng ở mức 9–13% và một mức trần mới nhằm ngăn chặn tăng trưởng tín dụng BĐS cao hơn tốc độ tăng tín dụng của hệ thống) báo hiệu lập trường chính sách thận trọng hơn. Điều này sẽ gây áp lực lên nhu cầu trong ngắn hạn, đặc biệt là trong bối cảnh lãi suất tăng cao và nguồn cung gia tăng. Sau khi điều chỉnh giảm (khoảng 13-42%) dự báo doanh số bán nhà của các công ty trong danh sách khuyến nghị, HSC dự báo tổng doanh số bán nhà của sáu nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ giảm 22,2% so với cùng kỳ trong năm 2026, sau đó giảm 15,2% so với cùng kỳ trong năm 2027 xuống còn 203,9 nghìn tỷ đồng. Với giả định trên, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2026 của các nhà phát triển BĐS (ngoại trừ NVL) sẽ tăng trưởng khiêm tốn ở mức 8,1%, sau đó tăng trưởng 5,2% trong năm 2027. Để biết thêm thông tin, vui lòng xem Báo cáo Ngành: [Vượt qua giông bão: Chỉ đạo tín dụng của NHNN tạo ra nhiều thách thức](#).

Trong bối cảnh này, chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 46.700đ) nhờ có định giá hấp dẫn – hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 48% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 35% và bình quân 5 năm ở mức 32%. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 1,5 lần. NLG kết thúc Q4/2025 với vị thế tiền mặt thuần nhờ thu được một lượng lớn tiền mặt từ doanh số bán nhà vững chắc (đạt khoảng 12 nghìn tỷ đồng trong năm 2025) và tiền thu được từ đợt phát hành quyền mua trị giá 2.500 tỷ đồng, tạo ra một bộ đệm giúp giảm bớt tác động từ chính sách siết chặt tín dụng và lãi suất tăng. Công ty cũng đã nhận được nhiều giấy phép cho các đợt mở bán sắp tới – Paragon Giai đoạn 2, Mizuki Trelia Cove, Izumi, và giai đoạn tiếp theo của South Gate – mang lại cho công ty sự linh hoạt trong năm 2026. Việc tiếp tục tập trung vào phân khúc bình dân đến trung cấp giúp nhu cầu có khả năng phục hồi tốt hơn so với các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp và xa xỉ.

Các công ty môi giới – Chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh hoạt động mở bán dự án – được hỗ trợ bởi quá trình phê duyệt pháp lý thuận lợi hơn – sẽ giúp giữ vững doanh thu của các công ty môi giới, nhưng nhu cầu suy yếu, chi phí vận hành cao có thể tiếp tục bào mòn khả năng sinh lời của các công ty này.

Mảng BĐS KCN – Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng lo ngại của thị trường về tác động của thuế quan đối với các nhà phát triển BĐS KCN dường như đang bị phóng đại. Nhu cầu ở TP.HCM và các tỉnh lân cận vẫn ổn định, chủ yếu đến từ các lĩnh vực tăng trưởng cao như linh kiện điện tử, sản xuất PCB và bởi các ngành công nghiệp truyền thống như nhựa và thép. Các nhà phát triển cũng ghi nhận sự quan tâm trở lại của dòng vốn FDI trong Q3/2025 sau khi chính sách thuế quan được công bố, xác nhận Việt Nam vẫn giữ được khả năng cạnh tranh so với Ấn Độ, Trung Quốc, Indonesia, Malaysia và Thái Lan.

Mặc dù nhu cầu từ khối FDI vẫn vững chắc, mức tăng của giá cho thuê vẫn bị hạn chế do nguồn cung mới dồi dào và giá thuê tại các thành phố cấp 1 (200–300 USD/m²) đang trở nên kém cạnh tranh hơn trong khu vực. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh về chi phí và kỹ năng lao động, sự ổn định chính trị, tiện ích hạ tầng và các ưu đãi về thuế. Nhìn chung, HSC dự báo tổng lợi nhuận thuần của sáu nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng 19% trong năm 2026, dẫn đầu là KBC với mức tăng trưởng +92% lên 3,7 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận của SIP và BCM suy yếu sau khi tăng mạnh trong năm 2025. Trong giai đoạn 2024–2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt khoảng 20%.

Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là IDC (Mua vào, giá mục tiêu: 69.000đ). Với quỹ đất KCN có sẵn để cho thuê lớn tại các tỉnh quan trọng (tổng diện tích đất KCN có sẵn để cho thuê là 1.300 ha tại Tây Ninh, TP.HCM, Bắc Ninh, Thái Bình, Hải Phòng), HSC tin rằng mảng BĐS KCN của IDC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào các ngành công nghiệp, vật liệu, tiêu dùng thiết yếu mà công ty đang có thế mạnh. Diện tích đất có sẵn để cho thuê tính đến cuối năm 2025 đạt 70 ha và chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2026 sẽ tăng trưởng 4% lên 2.001 tỷ đồng và tăng trưởng 20% trong năm 2027 lên 2.405 tỷ đồng. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ có bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần tính đến cuối Q4/2025 là 1,5 nghìn tỷ đồng và dòng tiền hoạt động mạnh, nền tảng vững chắc để công ty có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức là 6,3%) trong ba năm tới.

Mảng xây dựng - Trong năm 2026, chúng tôi đánh giá mảng xây dựng là cách tiếp cận hiệu quả nhất để hưởng lợi từ các chủ đề về hạ tầng và bất động sản tại Việt Nam. Các nhà thầu sẽ hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Chính phủ và nguồn cung dự án bất động sản đang gia tăng, trong khi chịu rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng do lãi suất tăng cao rất hạn chế. Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là CTD (Mua vào, giá mục tiêu: 87.000đ). Tính đến cuối tháng 12/2025, giá trị dự án chưa triển khai của CTD đạt mức kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng (gần gấp đôi so với cùng kỳ), đa dạng hóa trên các lĩnh vực nhà ở, công nghiệp và hạ tầng công cộng. Đà tăng trưởng ở mảng đầu tư công của CTD tiếp tục duy trì. Sau dự án đường Lương Hòa – Bình Chánh, công ty giành được các hợp đồng lớn bao gồm Nhà hát Opera Hà Nội mới, Sân bay Quốc tế Gia Bình, Sân bay Quốc tế Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC. BLE kỳ vọng mảng này sẽ còn tăng trưởng hơn nữa. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 36,9%, tăng từ 556 tỷ đồng lên 856 tỷ đồng. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 110.000đ.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
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 W: www.hsc.com.vn