

## BĐS nhà ở: Hậu thuẫn từ chính sách trước rào cản thanh khoản

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

- Xung lực từ chính sách đang thúc đẩy thị trường BĐS Việt Nam bước vào chu kỳ mở rộng nguồn cung mới. Động lực này được củng cố mạnh mẽ bởi các biện pháp tháo gỡ rào cản pháp lý, cùng với sự hồi sinh của hình thức đầu tư Xây dựng - Chuyển giao (BT).
- Ở chiều ngược lại, lực cầu của thị trường đang vấp phải rào cản lớn từ môi trường tín dụng thắt chặt kết hợp với lãi suất cho vay mua nhà neo ở mức cao (12%–15%) và áp lực chi phí VLXD tăng mạnh.
- Do đó, HSC đánh giá cao các nhà phát triển BĐS có yếu tố nền tảng vững chắc và được hỗ trợ bởi nhu cầu ở thực. NLG là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu mang tính chiến lược, cùng với các cơ hội đầu tư ngắn hạn như PDR và TCH.

### Bước vào chu kỳ tăng trưởng nguồn cung nhờ cú hích chính sách

HSC tin rằng thị trường BĐS Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng nguồn cung mới nhờ có chuyển biến về mặt chính sách. Chu kỳ này được định hình bởi lập trường chính sách thực tế và định hướng ưu tiên tăng trưởng nhất quán từ Chính phủ, nhằm tháo gỡ các nút thắt pháp lý tồn đọng trong thời gian dài và đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án. Thêm vào đó, sự trở lại của mô hình Xây dựng - Chuyển giao (BT) – phương thức vốn gần như đóng băng trong nhiều năm qua – được kỳ vọng sẽ mở ra cơ chế mới giúp các nhà phát triển BĐS tăng cường tích lũy quỹ đất và đẩy mạnh hoạt động triển khai dự án. Trong vòng 12–24 tháng tới, chúng tôi dự báo hoạt động mở bán dự án sẽ cải thiện rõ rệt, đặc biệt là tại các đô thị đang thiếu hụt nguồn cung. Điều này dự báo mang lại lợi thế vượt trội cho các nhà phát triển BĐS có quy mô lớn, sở hữu năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng, mối quan hệ chặt chẽ với Chính phủ và năng lực chuyên môn để tái cấu trúc, vận hành các dự án gắn liền với hạ tầng theo khung pháp lý BT.

### Thiếu hụt nguồn cầu dai dẳng và áp lực TSLN gia tăng

Tuy nhiên, áp lực từ phía cầu vẫn còn khi các thách thức cốt lõi được dự báo sẽ tiếp diễn. Tình trạng thắt chặt thanh khoản của hệ thống ngân hàng và mặt bằng lãi suất neo cao tiếp tục làm suy yếu khả năng chi trả cũng như hạn chế quyền tiếp cận nguồn vốn tín dụng của người mua nhà. Hơn nữa, các nhà phát triển BĐS nhiều khả năng sẽ phải đối mặt với áp lực kìm hãm từ chi phí xây dựng leo thang và áp lực cạnh tranh gia tăng khi số lượng dự án đang triển khai ngày một nhiều hơn, trong bối cảnh nhu cầu ở thực vẫn chưa hồi phục. Sự cộng hưởng của các yếu tố này dự kiến sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận và dòng tiền từ HĐKD của doanh nghiệp. HSC nhận định sự lệch pha giữa điều kiện nguồn cung đang cải thiện và môi trường tín dụng còn nhiều thách thức có thể khiến tốc độ phục hồi của tỷ lệ hấp thụ chậm hơn kỳ vọng. Hệ quả là, các chủ đầu tư sẽ phải phụ thuộc lớn vào các chính sách chiết khấu và chương trình ưu đãi bán hàng để kích cầu.

### Định giá và khuyến nghị

Trong bối cảnh đó, chúng tôi ưa thích các nhà phát triển BĐS có yếu tố nền tảng vững chắc, năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng, cùng với dự án có sẵn để mở bán. Đồng thời, danh mục dự án của các công ty này cần tập trung mạnh vào phân khúc phục vụ nhu cầu ở thực. NLG là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu. Đối với những nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro cao và đang tìm cơ hội đầu tư ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng giá hấp dẫn ở PDR – công ty có thể sẽ hưởng lợi từ sự hồi sinh của hình thức đầu tư BT, và TCH – công ty chúng tôi kỳ vọng sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh trong ngắn hạn.

Các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu bình quân 43% so với ước tính RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 35,9%. Mức chiết khấu ngày càng sâu này phản ánh sự nhạy cảm rõ rệt của thị trường trước các rào cản về thanh khoản và mặt bằng lãi suất đang tăng.

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

| Mã CK | Giá (đồng) | Khuyến nghị   | Giá mục tiêu (đồng) |                | Tiềm năng tăng/giảm (%) | P/E (lần) |       | P/B (lần) |       | L. suất cổ tức (%) |       |      |
|-------|------------|---------------|---------------------|----------------|-------------------------|-----------|-------|-----------|-------|--------------------|-------|------|
|       |            |               | Cũ                  | Mới Th.đổi (%) |                         | 2026F     | 2027F | 2026F     | 2027F | 2026F              | 2027F |      |
| DXG   | 13,050     | Mua vào       | -                   | 16,667         | -                       | 27.7      | 70.0  | 9.31      | 1.14  | 1.02               | -     | -    |
| KDH   | 22,550     | Mua vào       | -                   | 32,300         | -                       | 43.2      | 19.9  | 14.9      | 1.28  | 1.19               | 0     | 0    |
| NLG   | 26,400     | Mua vào       | -                   | 39,700         | -                       | 50.4      | 17.1  | 13.3      | 0.97  | 0.92               | 1.89  | 1.89 |
| NVL   | 15,100     | Tăng tỷ trọng | -                   | 18,000         | -                       | 19.2      | 15.4  | 10.8      | 0.71  | 0.67               | -     | -    |
| PDR   | 16,050     | Tăng tỷ trọng | -                   | 19,200         | -                       | 19.6      | 61.5  | 14.7      | 1.25  | 1.15               | -     | -    |
| TCH   | 15,050     | Tăng tỷ trọng | -                   | 20,000         | -                       | 32.9      | 4.26  | 3.68      | 0.75  | 0.61               | 0.32  | 0.32 |
| VHM   | 156,000    | Nắm giữ       | -                   | 163,400        | -                       | 4.74      | 10.3  | 9.69      | 2.13  | 1.75               | 0     | 0    |

Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2026.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Chu kỳ tăng trưởng nguồn cung mới được định hình bởi yếu tố chính sách

HSC cho rằng thị trường BĐS Việt Nam bước vào chu kỳ mở rộng nguồn cung mới. Động lực này được củng cố mạnh mẽ bởi các biện pháp tháo gỡ rào cản pháp lý, cùng với sự hồi sinh của mô hình Xây dựng - Chuyển giao (BT). Tuy nhiên, lực cầu vẫn hạn chế do tình trạng thắt chặt thanh khoản và mặt bằng lãi suất neo ở mức cao. Trong khi đó, chi phí xây dựng tăng vọt cùng với áp lực cạnh tranh lớn khi có thêm nguồn cung mới, nhiều khả năng sẽ gây sức ép lên tỷ suất lợi nhuận. Do đó, HSC ưa thích các nhà phát triển BĐS có năng lực triển khai dự án tốt, bằng ĐKKT lành mạnh, và tập trung vào phân khúc phục vụ nhu cầu ở thực. NLG là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi. Đối với các cơ hội đầu tư có khẩu vị rủi ro cao, chúng tôi lựa chọn PDR nhằm đón đầu xu hướng phục hồi của mô hình BT và TCH nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực.

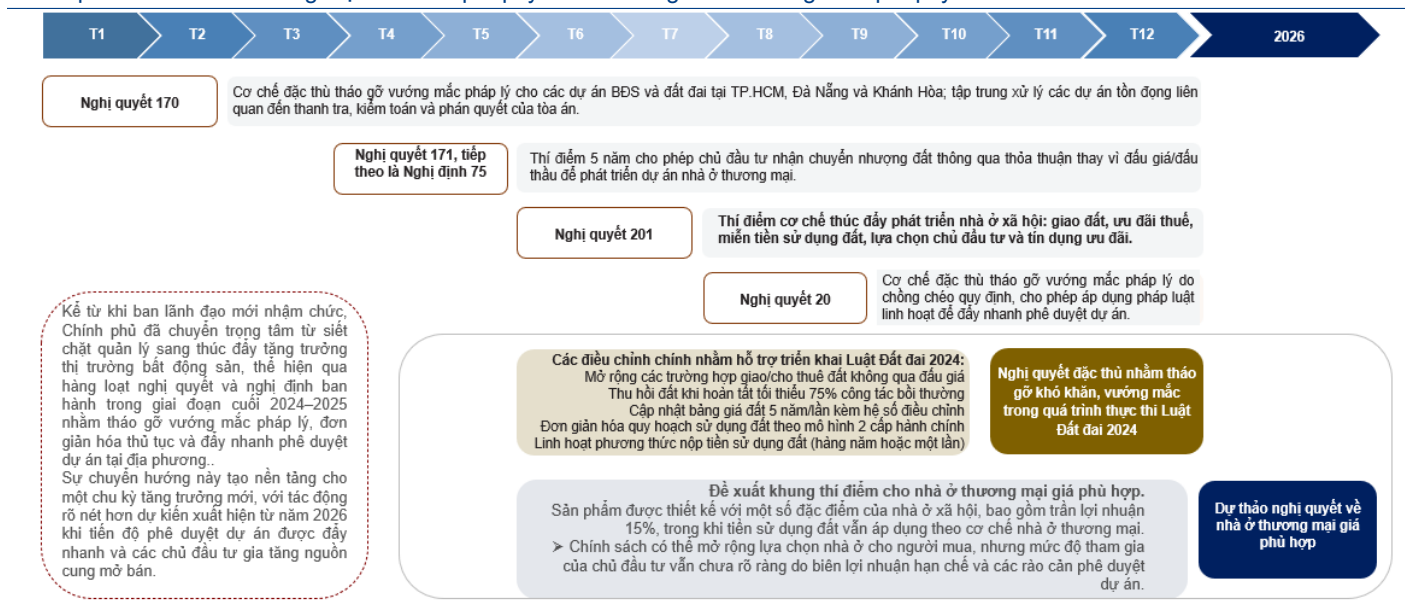
### Chu kỳ tăng trưởng nguồn cung mới nhờ cú hích chính sách

HSC tin rằng thị trường BĐS Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng nguồn cung mới nhờ có chuyển biến về mặt chính sách. Chu kỳ này được định hình bởi lập trường chính sách thực tế và định hướng ưu tiên tăng trưởng nhất quán từ Chính phủ, nhằm tháo gỡ các nút thắt pháp lý vốn tồn đọng trong thời gian dài.

Trong Kết luận mới nhất của Phiên họp toàn thể lần thứ 2 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2026-2030, Chính phủ đã nhấn mạnh việc giải phóng nguồn lực đất đai như một động lực tăng trưởng kinh tế cốt lõi. Các nhiệm vụ trọng tâm trong năm 2026 có tác động đến lĩnh vực BĐS bao gồm việc rà soát, sửa đổi toàn diện Luật Đất đai với mục tiêu hoàn thành trong năm 2026, hoàn tất phê duyệt quy hoạch sử dụng đất điều chỉnh trong Q2/2026 và tháo gỡ các rào cản pháp lý cho các dự án thuộc diện thanh tra, kiểm toán trước Q3/2026. Chúng tôi tin rằng các biện pháp này có thể giúp tái khởi động các dự án đang bị đóng băng, đồng thời giải phóng một lượng nguồn cung mới vốn đang được mong đợi vào thị trường.

**Bảng 1: Các văn bản pháp lý trọng yếu của ngành bất động sản được ban hành kể từ năm 2025**

Chính phủ đã ban hành hàng loạt văn bản pháp lý nhằm tháo gỡ các vướng mắc pháp lý

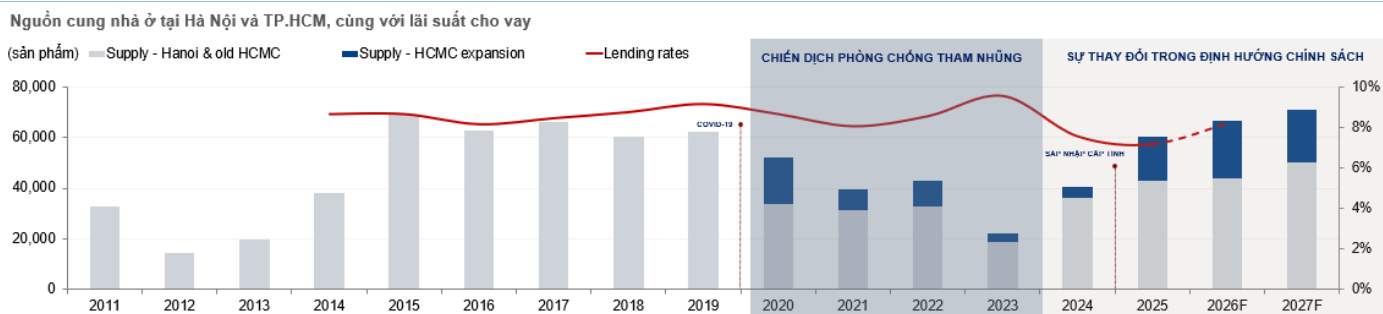


Nguồn: HSC

Trong khi đó, Quốc hội đang thúc đẩy quy trình sửa đổi luật mang tính quyết định là Luật Đất đai, tiếp theo đó là Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản, dự kiến được thông qua trong năm 2027. Trong quá khứ, những bước ngoặt về mặt pháp lý thường là cột mốc khởi đầu cho một chu kỳ tăng trưởng mới của thị trường BĐS. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn hiện tại sẽ tiếp tục vận hành theo mô hình mang tính chu kỳ này.

## Bảng 2: Tổng nguồn cung nhà ở tại TP.HCM và Hà Nội & mặt bằng lãi suất cho vay

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung thị trường sẽ bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới



### 1 Chạm đáy và phục hồi

Cải cách pháp lý: Luật Đất đai 2013, Luật Kinh doanh BĐS 2014, Luật Nhà ở 2014.

Lãi suất cho vay giảm mạnh: từ 17% (2011) xuống 8,7% (2014).

### 2 Thị trường bùng nổ – nguồn cung tăng mạnh

Các thay đổi này dẫn đến sự phục hồi mạnh bắt đầu từ năm tài chính 2014, với sự mở rộng nhanh của nguồn cung mới tại Hà Nội và TP.HCM.

Lãi suất duy trì ổn định quanh mức 8,6% trong giai đoạn 2014–2018, trước khi tăng lên 9,2% vào năm 2019.

### 3 Chậm lại – Tăng cường giám sát, siết chặt quản lý

Siết chặt quản lý tạo nên tăng cho thị trường kỷ luật hơn, với kiểm soát chặt hơn đối với phê duyệt dự án, bán hàng hình thành trong tương lai và dòng tín dụng.

Lãi suất tăng, siết phát hành trái phiếu, hạn chế tín dụng cho cả chủ đầu tư và vay mua nhà.

### 4 Cải cách pháp lý và các yếu tố chính sách hỗ trợ

Tháo gỡ các nút thắt pháp lý thông qua Luật Đất đai sửa đổi 2024, Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi, Luật Nhà ở sửa đổi và Nghị quyết 171/2014/QH15.

Nới lỏng tín dụng vào lĩnh vực cùng với nhiều đợt giảm lãi suất từ năm 2023.

Nguồn: HSC

Đồng thời, Chính phủ đã chính thức tái áp dụng mô hình BT theo Luật số 57/2024/QH15 (thông tin chi tiết được thảo luận trong báo cáo đã được chúng tôi phát hành: "[Hình thức đầu tư BT hồi sinh: Hạ tầng kích hoạt chu kỳ quỹ đất mới](#)"), mô hình vốn gần như đóng băng trong những năm gần đây. Cơ chế này được kỳ vọng sẽ đa dạng hóa các kênh tích lũy quỹ đất, đồng thời tạo ra lợi thế cạnh tranh vượt trội cho nhóm doanh nghiệp BĐS đầu ngành – những đơn vị có năng lực triển khai dự án và có uy tín trong việc đồng hành cùng chính quyền địa phương để triển khai, tái cơ cấu các dự án hạ tầng phức tạp theo hình thức BT.

## Nhu cầu chịu áp lực lớn từ nhiều rào cản vĩ mô

Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, lực cầu của thị trường đang vấp phải rào cản lớn do điều kiện thanh khoản hệ thống ngân hàng bị thắt chặt và mặt bằng lãi suất neo ở mức cao. Cụ thể, theo nhóm phân tích ngành ngân hàng của chúng tôi, khoảng trống giữa tốc độ tăng trưởng tiền gửi và tốc độ tăng trưởng tín dụng ngày càng nới rộng. Thực trạng này cho thấy thanh khoản hệ thống ngân hàng vẫn đang trong trạng thái eo hẹp. Tính đến Q1/2026, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt khoảng 3-4%, trong khi tăng trưởng huy động vốn chỉ quanh mức 0,6-1%. Trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng đã tăng tốc lên mức xấp xỉ 19%, vượt xa tốc độ tăng trưởng tiền gửi ở mức 11-15%, càng làm thắt chặt thêm tình trạng thanh khoản trên toàn hệ thống ngân hàng.

Thực trạng này hoàn toàn phù hợp với nội dung trong các cuộc thảo luận của chúng tôi với các nhà phát triển BĐS, khi nhiều công ty trong số đó tiếp tục gặp khó trong việc tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng trong bối cảnh room tín dụng bị hạn chế và điều kiện thanh khoản thắt chặt. Trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp phục hồi chậm sau giai đoạn khủng hoảng vào cuối năm 2022, tín dụng ngân hàng cùng với tiền ứng trước từ khách hàng tiếp tục là hai kênh tài trợ vốn cốt lõi của các chủ đầu tư. Do đó, khả năng tiếp cận nguồn vốn tiếp tục là một điểm nghẽn lớn đối với lĩnh vực BĐS, bất chấp sự hồi phục trên diện rộng của đà tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế.

### Lãi suất vay mua nhà tiếp tục tăng

So với cùng kỳ năm ngoái, lãi suất vay mua nhà trên toàn hệ thống ngân hàng đã tăng thêm khoảng 350-600 điểm cơ bản. Hầu hết các ngân hàng hiện đang áp dụng mức lãi suất cố định cho kỳ hạn 12-24 tháng trong khoảng 9,5%-12,5%, cá biệt có những

trường hợp ghi nhận mức lãi suất lên đến 13,5%-14% tại các ngân hàng lớn do Nhà nước nắm cổ phần chi phối. Giả định tỷ suất lợi nhuận dao động từ 3,5% - 4,5%, lãi suất cho vay mua nhà thả nổi hiện dao động trong khoảng 11% - 15%, cao hơn nhiều so với mức 9% - 11% cách đây một năm. Sự cộng hưởng giữa mặt bằng chi phí đất đỏ và xu hướng thắt chặt chi tiêu của người dân được dự báo sẽ đè nặng lên tâm lý người mua nhà, khiến thanh khoản phân khúc nhà ở khó bứt phá trong thời gian còn lại của năm.

Số liệu gần đây tiếp tục cho thấy sự phân hóa rõ rệt trong biểu lãi suất cho vay mua nhà, mặc dù "mức sàn" lãi suất chung đã bị đẩy lên cao hơn. Các ngân hàng thương mại có vốn Nhà nước phần lớn đã rời bỏ vị thế dẫn đầu về lãi suất thấp. BIDV và VietinBank hiện đang niêm yết mức lãi suất cố định nằm ở nhóm cao nhất trên thị trường (12%-13,5%). Trong khi Agribank vẫn duy trì mức lãi suất danh nghĩa thấp hơn là 6,3%, mức này lại đi kèm với các tiêu chí thẩm định đặc biệt khắt khe và quy trình sàng lọc tín dụng thận trọng, điều này vô tình làm hạn chế khả năng tiếp cận vốn của khách vay thông thường. Các ngân hàng tư nhân như TCB và MBB vẫn giữ vững năng lực cạnh tranh tương đối tốt hơn, với mức lãi suất ưu đãi kỳ đầu là 8,5%-9,5%, mặc dù biên độ lãi suất thả nổi tại các tổ chức tín dụng này – hiện đang đạt đỉnh ở mức 15% – đang tiềm ẩn rủi ro lớn về "cú sốc lãi suất" cho khách vay vốn. Các ngân hàng nước ngoài, cụ thể là HSBC và Shinhan Bank, vẫn là nhóm có mức lãi suất cho vay hấp dẫn nhất khi chào mức lãi suất từ 5,5% - 8,1%, tuy nhiên các đơn vị này lại duy trì tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản đảm bảo tương đối thận trọng (70-80%) cùng với các yêu cầu xét duyệt điều kiện vay vốn rất nghiêm ngặt.

### Bảng 3: Lãi suất cho vay mua nhà tại một số ngân hàng ở Việt Nam

Hầu hết các ngân hàng hiện đang áp dụng lãi suất cố định trong 12–24 tháng đầu ở mức 9,5%–12,5%.

| Ngân hàng                    | Lãi suất ưu đãi (%/năm) | Kỳ hạn ưu đãi (tháng) | Lãi suất sau ưu đãi | Kỳ hạn tối đa (năm) | Tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản bảo đảm tối đa |
|------------------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---|
| <b>NHTM nhà nước (Big 4)</b> |                         |                       |                     |                     |   |
| Agribank                     | 8%/8.5%/9.8%            | 6/12/18               | Thả nổi             | 40                  | (Tối đa 5 tỷ đồng)                                |
| BIDV                         | 9.7%/10%/ <b>13.5%</b>  | 6/12/18               | Thả nổi             | 30                  | 100%  |
| Vietcombank                  | 9.6%/9.6%               | 6/12                  | Thả nổi             | 30                  | 100% (Tối đa 50 tỷ đồng)                          |
| VietinBank                   | 12.0%                   | 24                    | <b>~11.1%</b>       | 20 - 35             | 70% - 100%  |
| <b>NHTM tư nhân</b>          |                         |                       |                     |                     |   |
| Techcombank                  | 5.99%-12.99%            | 24                    | <b>~15.0%</b>       | 35                  | 90%   |
| PVcomBank                    | 3.99%                   | 3                     | <b>12.0%</b>        | 25                  | 85%   |
| MB Bank                      | 6%/9.5%                 | 12/24                 | Thả nổi             | 35                  | 80%   |
| VIB                          | 7.8%/11.4%              | 6/24                  | Thả nổi             | 30                  | 85%   |
| ACB                          | 6.9%/12%                | 3/12                  | Thả nổi             | 15                  | 100%  |
| HDBank                       | > 7.8%                  | 3/6                   | Thả nổi             | 50                  | (tối thiểu 0,5 tỷ đồng)                           |
| VPBank                       | 6.9%-12.3%              | Thay đổi              | Thả nổi             | 35                  | 100% (Tối đa 20 tỷ đồng)                          |
| Sacombank                    | 7.49% - 12.0%           | Thay đổi              | Thả nổi             | 30                  | 100%  |
| LPBank                       | 11.0%- <b>15.0%</b>     | 3                     | Thả nổi             | 35                  | 100%  |
| <b>NHTM nước ngoài</b>       |                         |                       |                     |                     |   |
| HSBC                         | 5.5%/8.99%              | 6/60                  | Cơ bản + 0.75%      | 25                  | 70% (Tối đa 12 tỷ đồng)                           |
| Shinhan Bank                 | 7.95%/8%/8.1%           | 12/24/36              | Thả nổi             | 30                  | 70%   |
| Woori Bank                   | 7.2%/8.7%               | 6/36                  | Thả nổi             | 30                  | 80%   |

Dữ liệu đến T3-2026  
Nguồn: HSC thu thập

Nhằm hỗ trợ người mua nhà trong bối cảnh lãi suất cho vay mua nhà neo ở mức cao, Vinhomes (VHM) đã tung ra một số giải pháp tài trợ vốn hướng tới việc cải thiện khả năng chi trả và mở rộng tệp khách hàng tiềm năng của mình:

- **Chương trình "5 năm không lo lãi suất" giai đoạn đầu (Tháng 3/2026):** VHM đã bảo vệ người mua nhà một cách hiệu quả trước những biến động của lãi suất bằng cách áp dụng mức lãi suất vay mua nhà cố định ở mức 3,3% / 5,3% / 7,8% lần lượt trong 18 / 24 / 36 tháng đầu tiên, đồng thời trần lãi suất thả nổi được giới hạn ở mức 9% cho hai năm tiếp theo. Điều quan trọng là VHM sẽ chi trả toàn bộ phần chi phí lãi vay vượt quá ngưỡng trần 9%, qua đó chuyển giao một phần rủi ro lãi suất từ người mua nhà sang cho chủ đầu tư.

- Chương trình "5 năm không lo lãi suất" mở rộng (Tháng 4/2026):** Tiếp nối chương trình tháng 3/2026, VHM đã nâng cao hơn nữa mức độ hỗ trợ tài chính bằng cách hạ mức trần chi phí vay vốn xuống 6% cho toàn bộ thời gian 5 năm (60 tháng). Đây là một gói nâng cấp đáng kể so với mức trần 9% trước đó (vốn hiện chỉ áp dụng cho thời gian gia hạn 2 năm của các gói kỳ hạn ngắn hơn). Bằng việc cam kết tài trợ toàn bộ chi phí lãi vay vượt ngưỡng 6%, giải pháp điều chỉnh này đã tối ưu hóa cơ chế phòng vệ rủi ro trước biến động của lãi suất thả nổi, đồng thời giảm nhẹ áp lực trả nợ gốc và lãi cho khách hàng trong một chu kỳ dài hơn.
- Giải pháp chuyển đổi "Vàng sang Bất động sản" (Tháng 5/2026):** VHM đã tung ra chương trình cho phép khách hàng quy đổi vàng hiện có để thực hiện thanh toán mua BĐS nhà ở. Dựa trên các thông tin ghi nhận ở thời điểm hiện tại, giải pháp này dự kiến sẽ đi kèm với cam kết mua lại sau 3 hoặc 5 năm, cho phép người mua thu hồi giá trị tương đương lần lượt là 106% hoặc 110% lượng vàng định giá ban đầu (tùy thuộc vào các điều khoản và điều kiện sau cùng). Chúng tôi đang chờ công ty công bố thông tin chi tiết hơn về chương trình này.

HSC tin rằng với việc lãi suất vay mua nhà tiếp tục neo ở mức cao, nguồn cầu sẽ vẫn neo ở mức thấp trong năm nay. Yếu tố này cộng hưởng với nguồn cung gia tăng từ tiến độ phê duyệt dự án được nói lỏng như đã thảo luận ở phần trên có thể buộc các nhà phát triển BĐS phải giảm giá bán hoặc tung ra các chương trình khuyến mãi lớn để kích cầu. Rủi ro doanh số bán nhà thấp hơn dự báo của chúng tôi có thể đến từ nhu cầu thị trường yếu hơn kỳ vọng do tác động của mặt bằng lãi suất cao, đặc biệt là trong bối cảnh tỷ lệ hấp thụ của thị trường trong 24 tháng qua chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu đầu tư thay vì ở thực.

### Chi phí VLXD và nhân công tăng vọt

#### Bảng 4: Giá nguyên vật liệu xây dựng chính

Cát, đá và nhựa đường – các vật liệu đầu vào chủ chốt cho hoạt động san lấp mặt bằng và phát triển hạ tầng khu công nghiệp – là những nhóm chịu tác động mạnh nhất

| Nguyên vật liệu                          | Q1/2026        | So với cùng kỳ | So với quý trước | T3-26          | So với tháng trước |
|--|----------------|----------------|------------------|----------------|--------------------|
| Xi măng (đồng/kg)                        | 1,937          | 9.0%           | 7.0%             | 2,028          | 7.2%               |
| Thép (đồng/kg)                           | 15,724         | 4.7%           | 6.1%             | 16,033         | 2.2%               |
| <b>Cát xây dựng (đồng/m<sup>3</sup>)</b> | <b>806,606</b> | <b>68.2%</b>   | <b>5.4%</b>      | <b>876,512</b> | <b>13.4%</b>       |
| <b>Đá xây dựng (đồng /m<sup>3</sup>)</b> | <b>438,393</b> | <b>32.2%</b>   | <b>9.4%</b>      | <b>502,940</b> | <b>23.3%</b>       |
| <b>Nhựa đường (VND/kg)</b>               | <b>16,219</b>  | <b>6.2%</b>    | <b>10.7%</b>     | <b>19,264</b>  | <b>31.7%</b>       |
| Gạch xây (đồng/unit)                     | 1,570          | 7.7%           | 7.7%             | 1,732          | 15.5%              |
| Gạch ốp lát (đồng/m <sup>2</sup> )       | 573,310        | 1.8%           | 1.8%             | 591,791        | 4.9%               |

Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng

Đà tăng của chi phí xây dựng đã mạnh hơn kể từ Q1/2026, với chi phí cát, đá và nhựa đường tăng mạnh nhất. Cụ thể, giá cát và giá đá đã tăng vọt lần lượt ở mức 68% so với cùng kỳ và 32% so với cùng kỳ, trong khi giá nhựa đường tăng 6% so với cùng kỳ. Giá bán của cả ba loại VLXD trong tháng 3/2026 này đều tăng cao hơn nhiều so với tháng trước. Thực tế này cho thấy áp lực chi phí đẩy từ giá dầu diesel và chi phí vận tải leo thang – hệ quả từ tình hình xung đột địa chính trị tại Trung Đông – đã bắt đầu thấm thấu và lan tỏa rõ nét vào cấu giá của các loại VLXD. Đồng thời, chi phí nhân công cũng tăng mạnh trong bối cảnh làn sóng bùng nổ xây dựng nhà ở và hạ tầng tại Việt Nam đang diễn ra, điều này càng làm thu hẹp tỷ suất lợi nhuận của công ty. Giá thành xây dựng gia tăng sẽ tiếp tục gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các nhà phát triển BĐS. Vui lòng xem thông tin chi tiết về đà tăng của chi phí xây dựng trong [báo cáo ngành BĐS](#) của chúng tôi.

### Doanh số bán nhà và lợi nhuận – Năm 2026 tăng trưởng mạnh nhờ các thương vụ bán buôn của Vinhomes

HSC dự báo các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ đẩy mạnh hoạt động mở bán dự án trong các giai đoạn tới nhờ hưởng lợi từ quy trình phê duyệt pháp lý thông thoáng hơn và tâm lý thị trường cải thiện, mặc dù các công ty vẫn còn thận trọng trong ngắn hạn. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của 6 nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị trong năm 2026 sẽ tăng trưởng vững chắc 22,7%, đạt 306 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, kết quả này có sự phân hóa lớn. Trong khi chúng

tôi kỳ vọng Vinhomes sẽ ghi nhận kết quả vượt trội nhờ các thương vụ bán buôn, các chủ đầu tư khác có thể ghi nhận doanh số bán nhà sụt giảm do tỷ lệ hấp thụ suy yếu trong bối cảnh thắt chặt tín dụng.

Nhìn xa hơn cho năm 2027-2028, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà sẽ tăng trưởng khiêm tốn ở mức 1,8% trong năm 2027 lên 311 nghìn tỷ đồng trước khi giảm 15,5% trong năm 2028 xuống còn 263 nghìn tỷ đồng. Sự thay đổi này được thúc đẩy bởi môi trường pháp lý cải thiện, tạo điều kiện giải phóng nguồn cung lớn từ các nhà phát triển BĐS khác. Ở chiều ngược lại, chúng tôi chưa nhận thấy triển vọng rõ nét về khả năng duy trì quỹ đạo tăng trưởng của Vinhomes trong giai đoạn tiếp theo.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 1,8% trong giai đoạn 2025- 2028. Doanh số bán nhà tích cực hơn kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận của các chủ đầu tư. Theo đó, tổng lợi nhuận thuần toàn ngành dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt ở mức 51,5%, 11,9%, 24%, đạt 70 nghìn tỷ đồng, 79 nghìn tỷ đồng và 97 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028.

- VHM** – Được kỳ vọng sẽ mở bán một số dự án đại đô thị trong năm 2026, bao gồm Green Hạ Long (quy mô hiện tại đạt 4.120 ha), Vinhomes Saigon Park Hóc Môn (880 ha), và Vinhomes Hải Vân Bay (512,2 ha). Đáng chú ý, thời điểm mở bán của dự án Vinhomes Saigon Park Hóc Môn (880 ha) được kỳ vọng sẽ diễn ra sớm hơn so với các dự báo trước đây của chúng tôi. HSC dự báo hoạt động bán buôn sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong giai đoạn đầu triển khai các siêu dự án này, từ đó tạo động lực tăng trưởng tích cực cho doanh số bán nhà năm 2026 của VHM, với mức tăng trưởng 30,4%, đạt 267 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, do hiện chưa có đủ cơ sở để dự báo các thương vụ bán buôn của VHM trong giai đoạn 2027-2028, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà sẽ giảm lần lượt 8% và 33,5% so với cùng kỳ, lần lượt trong năm 2027 và 2028.
- KDH** – Bước vào giai đoạn mở bán với lộ trình rõ ràng, bắt đầu với phân khu cao tầng tại dự án The Gladia (606 căn) dự kiến sẽ được mở bán trong Q3/2026. Dự án Cát Lái với quy mô 8,2 ha mới được công ty thầu tóm dự kiến mở bán trong năm 2028, nhắm vào phân khúc trung đến cao cấp với dòng sản phẩm nhà phố và biệt thự. Các kế hoạch mở bán tiếp theo trong tương lai bao gồm phân khu thấp tầng của dự án 11A (Solina) và Khu công nghiệp Lê Minh Xuân trong năm 2027. Trong dài hạn, dự án trọng điểm Tân Tạo có kế hoạch mở bán vào năm 2028 – đây sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho giá cổ phiếu khi tiền độ đền bù đất có tiến triển tích cực. Thông tin chi tiết về các dự báo lợi nhuận được trình bày trong Bảng 5.
- NLG** – Đặt mục tiêu đẩy mạnh doanh số bán nhà lên 23,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, dựa trên kế hoạch mở bán các dự án Izumi, Waterpoint, Sol Garden, và CC5 Mizuki Park. NLG tiếp tục là đơn vị hưởng lợi từ việc nới lỏng quy trình phê duyệt pháp lý khi công ty gần đây đã nhận được giấy phép mở bán cho nhiều dự án tại TP.HCM, Đồng Nai, Long An, Cần Thơ và Hải Phòng. Yếu tố này cộng hưởng với việc nâng cao năng lực đội ngũ bán hàng nội bộ, cùng chiến lược định giá tập trung vào phân khúc trung cấp, sẽ là bệ đỡ vững chắc đảm bảo cho tỷ lệ hấp thụ các sản phẩm của công ty. Mặc dù đưa ra dự báo thận trọng hơn so với KHKD của BLĐ – do có quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu của thị trường trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt và lãi suất neo ở mức cao – chúng tôi vẫn dự báo doanh số bán nhà sẽ tăng trưởng ấn tượng, lần lượt đạt 46,5% và 14,5% trong năm 2027 và 2028.
- DXG** – Dự án The Privé được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho doanh số bán nhà trong giai đoạn 2026-2028. Ngoài dự án The Privé, danh mục dự án đang trong giai đoạn triển khai của DXG bao gồm nhiều dự án tại TP.HCM (trước đây thuộc Bình Dương), với Gem Sky World dự kiến mở bán vào năm 2027, kế đến là Opal City View và DXH Park View vào năm 2028. Khi cả hai dự án nhận được phê duyệt pháp lý (điển hình là Opal City View đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500), lộ trình mở bán ngày càng định hình rõ nét, tạo nền tảng vững chắc cho quỹ đạo tăng trưởng trong trung hạn. HSC dự báo doanh số bán nhà hàng năm sẽ đạt khoảng 7.000 - 13.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028, được hỗ trợ bởi các đợt mở bán liên tiếp và danh mục dự án mới đang được mở rộng.

- NVL** – Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ mở bán trở lại dự án Aqua City trong nửa cuối năm 2026 khi quy trình phê duyệt pháp lý có tiến triển trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, do nguồn cung tại khu vực này còn rất lớn và đòi hỏi phục của nhu cầu vẫn còn mờ nhạt, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với triển vọng doanh số bán nhà của NVL. Mặc dù vậy, việc mở bán trở lại dự án Aqua City sẽ là cột mốc quan trọng cần theo dõi, vì hoạt động này đánh dấu một bước tiến lớn trong tiến trình hồi phục của công ty sau cuộc khủng hoảng trái phiếu – sự cố trước đó đã dẫn đến tình trạng căng thẳng thanh khoản nghiêm trọng và đẩy công ty vào vị thế mất khả năng thanh toán. Ngược lại, lộ trình phát triển các dự án BĐS nghỉ dưỡng như NovaWorld Hồ Tràm và NovaWorld Phan Thiết đã bị lùi lại sang năm 2028 và xa hơn nữa khi BLĐ ưu tiên hoàn thiện pháp lý và chờ nhu cầu của thị trường sơ cấp tại TP.HCM phục hồi mạnh hơn.
- PDR** – Tập trung vào các dự án BT để tích lũy quỹ đất có vị trí đắc địa tại TP.HCM. Các cột mốc quan trọng sắp tới bao gồm việc triển khai dự án bệnh viện ung bướu quy mô 1.000 giường bệnh và kế hoạch phát triển dự án 239 Cách Mạng Tháng 8 tại Quận 3 trong giai đoạn 2026-2030 (ước tính gồm 300 căn hộ cao tầng). PDR có định hướng đẩy mạnh các thương vụ bán buôn đối với dự án Thuận An 2 và Serenity Phước Hải nhằm đẩy mạnh dòng tiền, qua đó hỗ trợ nhu cầu tài trợ vốn cho các dự án BT bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng. Công ty dự kiến ghi nhận doanh số bán nhà từ dự án nhà ở thuộc phân khúc cao cấp tại Quận 3 này từ năm 2028 và ghi nhận doanh thu vào năm 2030.
- TCH** – Bất chấp mặt bằng lãi suất cao và tăng trưởng tín dụng kém được dự báo sẽ đè nặng lên doanh số bán nhà trong NĐTC 2026-2027 (năm tài chính kết thúc vào tháng 3), dự kiến đạt 10.100 tỷ đồng, giảm 19,3% so với cùng kỳ, HSC dự báo doanh số bán nhà của công ty sẽ phục hồi mạnh trong NĐTC 2027-2028 lên mức 12,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27%). Đòi hỏi phục này được hỗ trợ bởi lực triển khai dự án vững chắc, uy tín cao tại địa phương, cùng chính sách đưa ra giá bán bình quân hợp lý và vị trí chiến lược của các dự án trọng điểm, tiêu biểu là dự án New City II và Green River. Động lực này sẽ tạo tiền đề cho giai đoạn bàn giao cao điểm trong NĐTC 2028-2029. Qua đó, công ty giữ vững nền tảng vững chắc cho chu kỳ tăng trưởng liên tục, đổi đời nhờ hai dự án Lô 1.14 và Tô Hiệu – cả hai đều được kỳ vọng sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý vào cuối năm nay.

**Bảng 3: Doanh số bán hàng thực tế và dự báo, các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC**

| Doanh số bán hàng (tỷ đồng) | 2022           | 2023          | 2024           | 2025           | 2026F          | 2027F          | 2028F          |
|-----------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>BDS nhà ở</b>            |                |               |                |                |                |                |                |
| VHM                         | 128,200        | 87,000        | 103,900        | 205,300        | 267,795        | 246,294        | 163,832        |
| KDH                         | 2,305          | 3,423         | 583            | 5,198          | 4,858          | 8,608          | 18,508         |
| NLG                         | 10,052         | 3,977         | 5,204          | 11,850         | 12,885         | 18,874         | 21,616         |
| DXG                         | 687            | 37            | 0              | 13,205         | 6,934          | 8,867          | 12,883         |
| NVL                         | 47,200         | 524           | 290            | 0              | 2,692          | 15,078         | 32,312         |
| PDR                         | 0              | 0             | 639            | 694            | 260            | 545            | 9,574          |
| TCH                         | 1,147          | 2,523         | 5,550          | 12,740         | 10,194         | 12,924         | 4,085          |
| <b>Tổng cộng</b>            | <b>189,590</b> | <b>97,483</b> | <b>116,166</b> | <b>248,986</b> | <b>305,618</b> | <b>311,190</b> | <b>262,810</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>          |                |               |                |                |                |                |                |
| VHM                         | 62.5%          | -32.1%        | 19.4%          | 97.6%          | 30.4%          | -8.0%          | -33.5%         |
| KDH                         | 488.0%         | 48.5%         | -83.0%         | 791.5%         | -6.5%          | 77.2%          | 115.0%         |
| NLG                         | 69.7%          | -60.4%        | 30.9%          | 127.7%         | 8.7%           | 46.5%          | 14.5%          |
| DXG                         | -83.0%         | -94.6%        | -100.0%        | 100.0%         | -47.5%         | 27.9%          | 45.3%          |
| NVL                         | -36.7%         | -98.9%        | -44.7%         | -100.0%        | 100.0%         | 460.0%         | 114.3%         |
| PDR                         | 0.0%           | 0.0%          | 100.0%         | 8.6%           | -62.5%         | 109.6%         | 1656.7%        |
| TCH                         | 100.0%         | 120.0%        | 120.0%         | 129.5%         | -20.0%         | 26.8%          | -68.4%         |
| <b>Tổng cộng</b>            | <b>15.7%</b>   | <b>-48.6%</b> | <b>19.2%</b>   | <b>114.3%</b>  | <b>22.7%</b>   | <b>1.8%</b>    | <b>-15.5%</b>  |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 4: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC**

| (tỷ đồng)             | 2022          | 2023          | 2024           | 2025          | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>BĐS nhà ở</b>      |               |               |                |               |               |               |               |
| VHM                   | 28,831        | 33,371        | 31,801         | 41,895        | 62,276        | 66,159        | 79,072        |
| KDH                   | 1,102         | 716           | 810            | 1,053         | 1,271         | 1,694         | 3,764         |
| NLG                   | 556           | 484           | 518            | 701           | 747           | 965           | 2,128         |
| DXG                   | 215           | 176           | 253            | 229           | 237           | 1,777         | 2,640         |
| NVL                   | 2,162         | 606           | -6,455         | 1,744         | 2,185         | 3,121         | 5,676         |
| PDR                   | 1,137         | 684           | 155            | 515           | 256           | 1,066         | 58            |
| TCH                   | 246           | 744           | 855            | 194           | 3,220         | 3,728         | 4,035         |
| <b>Tổng</b>           | <b>34,249</b> | <b>36,781</b> | <b>27,937</b>  | <b>46,331</b> | <b>70,192</b> | <b>78,510</b> | <b>97,372</b> |
| <b>Tổng – trừ VHM</b> | <b>5,418</b>  | <b>3,410</b>  | <b>-3,864</b>  | <b>4,436</b>  | <b>7,916</b>  | <b>12,351</b> | <b>18,301</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>    |               |               |                |               |               |               |               |
| VHM                   | -25.7%        | 15.7%         | -4.7%          | 31.7%         | 48.6%         | 6.2%          | 19.5%         |
| KDH                   | -8.3%         | -35.0%        | 13.1%          | 30.0%         | 20.7%         | 33.3%         | 122.2%        |
| NLG                   | -48.1%        | -12.9%        | 7.0%           | 35.3%         | 6.6%          | 29.2%         | 120.5%        |
| DXG                   | -81.4%        | -18.1%        | 43.8%          | -9.5%         | 3.5%          | 649.8%        | 48.6%         |
| NVL                   | -32.9%        | -72.0%        | -1165.2%       | N/m           | 25.3%         | 42.8%         | 81.9%         |
| PDR                   | -39.0%        | -39.8%        | -77.3%         | 232.3%        | -50.3%        | 316.4%        | -94.6%        |
| TCH                   | -38.6%        | 202.4%        | 14.9%          | -77.3%        | 1559.8%       | 15.8%         | 8.2%          |
| <b>Tổng</b>           | <b>-28.3%</b> | <b>7.4%</b>   | <b>-24.0%</b>  | <b>65.8%</b>  | <b>51.5%</b>  | <b>11.9%</b>  | <b>24.0%</b>  |
| <b>Tổng – trừ VHM</b> | <b>-27.9%</b> | <b>-37.1%</b> | <b>-213.3%</b> | <b>N/m</b>    | <b>78.4%</b>  | <b>56.0%</b>  | <b>48.2%</b>  |

Nguồn: HSC ước tính

## Dự báo lợi nhuận

HSC dự báo lợi nhuận của các công ty phát triển BĐS nhà ở trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2026–2028, nhờ nới lỏng quy trình phê duyệt pháp lý, từ đó đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án. Tổng lợi nhuận thuần dự kiến tăng từ 46,3 nghìn tỷ đồng trong 2025 lên 70,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 51,5%), 78,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 11,9%) và 97,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2028 (tăng trưởng 24%). Nếu loại trừ VHM, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các công ty còn lại vẫn rất vững chắc, đạt lần lượt 78,4% trong năm 2026, 56% trong năm 2027 và 48,2% trong năm 2028. Điều này cho thấy đà phục hồi diễn ra trên diện rộng chứ không chỉ phụ thuộc vào công ty dẫn đầu thị trường.

VHM tiếp tục là công ty đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận của toàn ngành, lần lượt chiếm khoảng 89%, 84% và 81% tổng lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2028 của nhóm công ty trong danh sách khuyến nghị. Chúng tôi kỳ vọng các thương vụ bán buôn tại các siêu dự án sẽ là động lực cốt lõi thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận cho công ty. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các nhà phát triển BĐS khác được kỳ vọng sẽ vượt trội hơn VHM khi toàn ngành bước ra khỏi giai đoạn suy thoái kéo dài.

Trong số các công ty này, TCH và DXG được dự báo sẽ ghi nhận lợi nhuận phục hồi mạnh nhất. Lợi nhuận của TCH được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2026 khi các dự án trọng điểm (Hoàng Huy New City và Hoàng Huy Green River) bước vào giai đoạn ghi nhận doanh thu. Sự phục hồi của NVL phản ánh tiến trình bình thường hóa dần trong hoạt động phát triển dự án và bán hàng sau cuộc khủng hoảng trái phiếu và áp lực thanh khoản giai đoạn 2022–2024. DXG được dự báo sẽ có bước nhảy vọt về lợi nhuận trong năm 2027 khi dự án nhà ở cốt lõi (The Privé tại TP.HCM) bắt đầu bàn giao. Trong khi đó, KDH và NLG sẽ ghi nhận điểm rơi lợi nhuận mạnh mẽ nhất vào năm 2028 nhờ doanh số bán nhà cao trong năm 2025/2026.

Chúng tôi lưu ý rằng đà tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2026–2028 phần lớn đến từ các dự án đã được mở bán trong giai đoạn 2024–2026, xét theo chu kỳ phát triển thông thường từ 12–18 tháng đối với các dự án thấp tầng và 18–24 tháng đối với các dự án cao tầng. Do đó, tác động từ sự suy yếu của nhu cầu do mặt bằng lãi suất cao và điều kiện tín dụng thắt chặt nhiều khả năng sẽ chỉ có tác động rõ nét từ cuối năm 2028 trở đi. HSC nhận thấy rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng xảy ra nếu tình trạng thắt chặt thanh khoản của ngành ngân hàng kéo dài hơn dự kiến và các điều kiện tài trợ vốn không được cải thiện trong năm 2026.

## Định giá và khuyến nghị

Các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu bình quân 43% so với ước tính RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 35,9%. Mức chiết khấu ngày càng sâu này phản ánh sự nhạy cảm rõ nét của thị trường trước các rào cản về thanh khoản và mặt bằng lãi suất đang gia tăng.

Trong danh sách khuyến nghị, HSC ưa thích cổ phiếu NLG và xem đây là ý tưởng đầu tư dài hạn nhờ có nền tảng cơ bản vững chắc, bảng CĐKT lành mạnh và danh mục dự án hướng tới nhu cầu ở thực. Vị thế này giúp NLG phòng vệ hiệu quả trước các yếu tố bất lợi của thị trường, được minh chứng bởi doanh số bán nhà vững chắc ở mức 2 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026 bất chấp môi trường tín dụng đầy thách thức. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục hưởng lợi từ những nỗ lực của Chính phủ nhằm đẩy nhanh quy trình phê duyệt pháp lý.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cũng đánh giá PDR và TCH là những ý tưởng đầu tư hấp dẫn nhờ có chiến lược tái định vị quyết liệt và tiềm năng mở rộng mạnh quỹ đất sạch. PDR đang biến năng lực hoàn thiện pháp lý thành một lợi thế cạnh tranh cốt lõi bằng cách chủ động tham gia vào các dự án theo hình thức BT quy mô lớn tại TP.HCM, tiêu biểu là việc xúc tiến triển khai dự án hạ tầng y tế trọng điểm (đặc biệt là việc tham gia vào dự án bệnh viện ung bướu quy mô 1.000 giường bệnh). Đồng thời, TCH đang củng cố vững chắc vị thế dẫn dắt tại thị trường Hải Phòng. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận đột biến nhờ bàn giao các dự án trọng điểm như Green River và New City II, kết hợp với động lực tăng trưởng dài hạn từ dự án Lô 1.14/CTHH-01 (quy mô 3,25 ha) tại khu vực Bắc Sông Cấm vừa trúng thầu trong thời gian gần đây.

### Bảng 7: Định giá các công ty phát triển BĐS

Các doanh nghiệp phát triển bất động sản nhà ở trong danh sách khuyến nghị của HSC hiện đang giao dịch với mức chiết khấu trung bình 43%, cao hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 35,9% trong ba năm qua.

| Mã CK       | Khuyến nghị | Thị giá (đồng) | Giá mục tiêu (đồng) | Tiềm năng tăng giá (%) | RNAV/cp dự phóng (đồng) | Chiết khấu của thị giá so với RNAV dự phóng | Chiết khấu bình quân 3 năm đối với RNAV | P/E trượt dự phóng 1 năm | P/E trượt dự phóng 3 năm |
|-------------|-------------|----------------|---------------------|------------------------|-------------------------|---|---|--------------------------|--------------------------|
| VHM         | Hold        | 156,000        | 163,400             | 4.7%                   | 163,393                 | -4.5%                                       | -44.2%                                  | 12.9                     | 7.4                      |
| KDH         | Buy         | 22,550         | 32,300              | 43.2%                  | 46,175                  | -51.2%                                      | -35.1%                                  | 24.1                     | 39.5                     |
| NLG         | Buy         | 26,400         | 39,700              | 50.4%                  | 56,640                  | -53.4%                                      | -34.0%                                  | 18.9                     | 25.0                     |
| DXG         | Buy         | 13,050         | 16,667              | 27.7%                  | 31,700                  | -58.8%                                      | -44.9%                                  | 67.9                     | 90.2                     |
| NVL         | Add         | 15,100         | 18,000              | 19.2%                  | 30,688                  | -50.8%                                      | -29.1%                                  | 17.8                     | 289.4                    |
| PDR         | Add         | 16,050         | 19,200              | 19.6%                  | 27,452                  | -41.5%                                      | -27.8%                                  | 48.5                     | 75.0                     |
| TCH         | Add         | 15,050         | 20,000              | 32.9%                  | 25,401                  | -40.8%                                      | N/a                                     | 10.0                     | N/a                      |
| <b>Avg.</b> |             |                |                     | <b>28.3%</b>           |                         | <b>-43.0%</b>                               | <b>-35.9%</b>                           | <b>28.6</b>              | <b>87.8</b>              |

(\* TCH tính từ báo cáo khuyến nghị lần đầu ngày 4/3/2026  
Nguồn: HSC ước tính

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