

## Cập nhật những thay đổi đang diễn ra trong ngành BĐS

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

- Trong dự thảo nghị quyết của Bộ Chính trị vừa được ban hành gần đây nhằm đưa ra các giải pháp then chốt để đạt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số, đất đai được xem là một trong những động lực tăng trưởng chính. HSC kỳ vọng sẽ có thêm một đợt sửa đổi Luật Đất đai vào năm 2026.
- Lãi suất huy động tiếp tục tăng trong thời gian gần đây, báo hiệu khả năng lãi suất cho vay mua nhà tăng cao hơn nữa. Điều này có thể làm suy yếu nhu cầu mua nhà trong năm nay. Để ứng phó với tình hình này, một số nhà phát triển BĐS, ví dụ như VHM, đã tung ra các chương trình hỗ trợ lãi suất cho người mua nhà.
- Thị trường đang bước vào giai đoạn hạ nhiệt trong ngắn hạn do nguồn cung tăng, nhu cầu yếu đi cũng như gia tăng chi phí xây dựng gây áp lực lên biên lợi nhuận. Tuy nhiên, triển vọng dài hạn có thể khả quan nhờ những thay đổi rất quan trọng về pháp lý và hỗ trợ của nhà nước.

### Kỳ vọng sửa đổi Luật Đất đai

Trong dự thảo nghị quyết của Bộ Chính trị vừa được ban hành gần đây nhằm đưa ra các giải pháp then chốt để đạt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số, đất đai được xem là một trong những động lực tăng trưởng chính. Trên cơ sở này, những thay đổi liên quan đến quy định pháp lý được kỳ vọng sẽ diễn ra trong năm 2026 có thể định hình lại triển vọng ngành. Những yếu tố này bao gồm khả năng sửa đổi Luật Đất đai (đặt mục tiêu hoàn thành trong năm), sửa đổi quy hoạch sử dụng đất mục tiêu hoàn thành trong Q2/2026 và những nỗ lực nhằm giải quyết các rào cản pháp lý cho các dự án đang bị thanh tra hoặc điều tra trong Q3/2026. Ngoài ra, việc có thể kích hoạt lại các mô hình PPP có thể giúp mở rộng các kênh phát triển quỹ đất, đặc biệt là đối với các nhà phát triển BĐS có quy mô lớn.

### Lãi suất cho vay mua nhà tiếp tục neo ở mức cao

Lãi suất huy động tiếp tục tăng trong thời gian gần đây, báo hiệu khả năng lãi suất cho vay mua nhà tăng cao hơn nữa. Điều này có thể làm suy yếu nhu cầu mua nhà trong năm nay. Chúng tôi nhận thấy mức lãi suất cho vay mua nhà của các ngân hàng trên thực tế có sự khác biệt khá lớn, trong đó các ngân hàng thương mại quốc doanh đang đưa ra mức lãi suất khá cao tiệm cận 14% cố định trong hai năm, trong khi các ngân hàng tư nhân và nước ngoài có lãi suất cạnh tranh hơn (ở mức 8–10%). Để ứng phó với mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà tăng cao, một số nhà phát triển, bao gồm Vinhomes, đã tung ra các chương trình ưu đãi nhằm bù đắp phần chi phí tài chính tăng thêm cho khách vay.

### Đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất

HSC đánh giá giai đoạn sắp tới sẽ có sự chuyển dịch theo hướng **tăng nguồn cung nhưng nhu cầu suy yếu** do chi phí vay vốn tăng cao. Do đó, chúng tôi dự báo thị trường sẽ bước vào giai đoạn hạ nhiệt giá bán ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp. Nguồn cung tăng cao đồng nghĩa với việc các nhà phát triển sẽ phải chịu áp lực cạnh tranh cao hơn. Hơn nữa, trong ngắn hạn, biên lợi nhuận của các chủ đầu tư có thể đảo chiều với áp lực do chi phí xây dựng tăng trong bối cảnh giá nhiên liệu leo thang.

Tuy nhiên, trong dài hạn, chủ trương cải cách mạnh mẽ pháp lý có thể trở thành động lực tăng trưởng tích cực cho sự phục hồi của ngành. Hầu hết cổ phiếu của các nhà phát triển BĐS đang giao dịch ở mức thấp với chiết khấu lớn so với RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm. Chúng tôi khuyến nghị NĐT tích lũy cổ phiếu khi giá xuống mức thấp, đặc biệt là NLG, KDH, TCH.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/3.*

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
DXG	13,050	Tăng tỷ trọng	-	18,400	-	41.0	50.1	5.93	1.04	0.89	-	-
KDH	24,000	Mua vào	-	37,000	-	54.2	31.4	13.4	1.40	1.28	0	0
NLG	26,400	Mua vào	-	39,700	-	50.4	17.1	13.3	0.97	0.92	1.89	1.89
NVL	12,550	Tăng tỷ trọng	-	14,000	-	11.6	68.2	23.6	0.76	0.74	-	-
PDR	14,500	Nắm giữ	-	18,500	-	27.6	9.20	112	1.05	1.04	0	0
TCH	14,950	Mua vào	-	18,000	-	20.4	5.13	3.73	0.68	0.56	0	0
VHM	98,000	Nắm giữ	-	123,300	-	25.8	11.0	10.9	1.47	1.29	-	0

*Giá cổ phiếu tại ngày 23/3/2026.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất

Dự thảo nghị quyết của Bộ Chính được ban hành trong thời gian gần đây đã chỉ rõ đất đai là động lực tăng trưởng kinh tế then chốt, với kỳ vọng sẽ có thêm một đợt sửa đổi Luật Đất đai trong năm 2026. Trong khi đó, đà tăng của lãi suất huy động có khả năng dẫn đến lãi suất cho vay mua nhà tăng cao, tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu nhà ở trong ngắn hạn, thúc đẩy các nhà phát triển như VHM tung ra các chương trình hỗ trợ khách mua nhà. Thị trường đang bước vào giai đoạn hạ nhiệt trong ngắn hạn do nguồn cung tăng, nhu cầu yếu đi và chi phí xây dựng leo thang, nhưng vẫn còn triển vọng phục hồi trong dài hạn nhờ các cải cách pháp lý và định giá hấp dẫn. Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm NLG, KDH và TCH.

## Cập nhật Khung pháp lý & Quy định

Trong nội dung Dự thảo nghị quyết của Bộ Chính trị về giải pháp thực hiện mục tiêu tăng trưởng hai con số, nội dung liên quan đến việc khơi thông nguồn lực đất đai đã được nhắc đến. Chúng tôi điểm lại một số nội dung chính như sau:

- **Sửa đổi Luật Đất đai:** Tiến hành Việc sửa đổi Luật Đất đai, dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2026.

Theo tinh thần của Nghị quyết 68, HSC kỳ vọng sẽ có một số thay đổi tích cực trong Luật Đất đai sửa đổi năm 2026, giúp tháo gỡ những nút thắt trong việc phê duyệt dự án, xác định tiền sử dụng đất ở mức hợp lý và đủ hấp dẫn đối với các doanh nghiệp (chúng tôi kỳ vọng tiền sử dụng đất có thể sẽ không tăng mạnh như những lo ngại ban đầu theo Luật Đất đai 2024). Điều này có thể giúp doanh nghiệp giữ vững tỷ suất lợi nhuận và kích thích nguồn cung mới.

- **Quy hoạch sử dụng đất:** Việc xem xét và phê duyệt điều chỉnh Quy hoạch sử dụng đất được đẩy mạnh để hoàn thành trong Q2/2026.
- **Gỡ vướng cho dự án đang bị thanh tra/kiểm toán:** Chính phủ đang tập trung tháo gỡ khó khăn, vướng mắc pháp lý cho các dự án tồn đọng, đặc biệt là các dự án đã có kết luận thanh tra/kiểm tra hoàn thành trước Q3/2026. Điều này được kỳ vọng sẽ khởi động lại các dự án đang bị đình trệ và bơm thêm nguồn hàng vào thị trường.
- **Khôi phục mô hình PPP:** Các dự án đầu tư theo hình thức PPP, phần lớn đã rơi vào tình trạng trì trệ trong giai đoạn trước, dự kiến có thể sẽ được khôi phục trở lại từ đó có thể làm đa dạng hóa các chiến lược mở rộng quỹ đất của các chủ đầu tư, đặc biệt mang lại lợi ích cho các nhà phát triển BĐS quy mô lớn với năng lực triển khai dự án tốt, cũng như giúp thiết lập mối quan hệ vững chắc với chính quyền địa phương.

## Lãi suất & Các xu hướng tài chính

Chúng tôi nhận thấy môi trường tín dụng đang bị thắt chặt khi lãi suất huy động tiếp tục xu hướng tăng:

- **Chi phí huy động vốn tăng:** Lãi suất huy động tiếp tục tăng, với **NCB** đạt mức gần **9%**, **Cake by VPB** ở mức **8,8%**, và **VPB** ở mức **8%** (kỳ hạn 6 tháng) dành cho khách hàng VIP.
- **Áp lực lãi suất cho vay mua nhà:** So với cùng kỳ năm ngoái, lãi suất cho vay mua nhà tại các ngân hàng đã tăng từ 150-350 điểm cơ bản, với hầu hết các ngân hàng đang đưa ra lãi suất cố định cho 2 năm ở mức 8,5% - 9,5% (trong một số trường hợp cực đoan lên đến khoảng 14%). Giả định tỷ suất lợi nhuận dao động từ 3,5% - 4%, lãi suất cho vay mua nhà thả nổi hiện dao động trong khoảng 10% - 14%, cao hơn nhiều so với mức 8,5% - 10% cách đây một năm. Chúng tôi dự báo phần chi phí tăng thêm này sẽ gây áp lực lên nhu cầu mua nhà.

Dữ liệu gần đây cho thấy có sự phân hóa rõ rệt trong việc đưa ra lãi suất cho vay mua nhà. Nhóm 4 ngân hàng quốc doanh lớn đang nằm ở nhóm niêm yết mức cao nhất thị trường, với lãi suất lên đến 14%, trong khi các ngân hàng tư nhân như TCB và MBB vẫn duy trì mức cạnh tranh hơn, khoảng 8,5% - 9,8%. Các ngân hàng

nước ngoài tiếp tục đưa ra các điều khoản hấp dẫn nhất, với mức lãi suất từ 7,9% – 8,5% và thời gian cố định lãi suất kéo dài lên đến 36 tháng.

Chúng tôi hiểu rằng các ngân hàng quốc doanh có các ưu tiên chính sách rộng hơn, bao gồm cả mức độ hạn chế dòng vốn tín dụng chảy vào lĩnh vực bất động sản. Do đó, mức lãi suất cố định từ 13,6% – 13,9% cho 24 tháng được niêm yết có thể không phản ánh đầy đủ chi phí vốn thực tế mà hầu hết người mua nhà phải đối mặt. HSC nhận định lãi suất thả nổi 10%–14% tuy cao nhưng chưa đến mức nguy hiểm có thể gây vỡ nợ diện rộng, nhờ khả năng hấp thụ của thị trường và sức khỏe tài chính doanh nghiệp ở mức tốt hơn giai đoạn trước. Mức lãi này chủ yếu làm chậm lại thay vì triệt tiêu nhu cầu, cho thấy triển vọng vẫn trong tầm kiểm soát. Mặc dù vậy, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi chặt chẽ các diễn biến của lãi suất trong giai đoạn tới.

**Bảng 1: Lãi suất cho vay mua nhà một số NHTM tại Việt Nam**

Hầu hết các ngân hàng đang áp dụng lãi suất cho vay mua nhà trong khoảng 8,5%–13,9%, cố định trong 24 tháng.

Ngân hàng	Lãi suất ưu đãi	Kỳ hạn cố định	LTV	Kỳ hạn tối đa	phí tắt toán trước hạn
Public Bank Vietnam	9.0%/ 9.5%	6/12 tháng	≤80%	30 năm	2% (năm 1–3) → miễn từ năm 7
BIDV	8.3%/8.5%/8.8%	6/12/18 tháng	≤70%	15 năm	2% (2 năm đầu ), sau đó 1%
HDBank	7.8%/ 8.5%	12/24 tháng	≤80%	50 năm	3% → 0% (miễn từ năm 4)
Shinhan Bank	8.95%/ 9.6%	12/24 tháng	≤80%	30 năm	2% → miễn từ năm 5
Techcombank	8.5%/ 9%/ 9.5%	6/12/24 tháng	≤80%	Không cụ thể	2.5% → 1%
Vietcombank	9.6%/9.9%/13.6%/13.9%	6/12/18/24 tháng	≤70% (100% có tài sản bảo đảm khác)	35 năm	2% → miễn từ năm 6

*Nguồn: HSC thu thập dữ liệu từ đầu tháng 3*

- **Các chương trình hỗ trợ từ nhà phát triển BĐS:** Để đối phó với tình trạng lãi suất tăng cao, gần đây Vinhomes (VHM) đã tung ra chính sách "5 năm không lo lãi suất" nhằm giảm thiểu rủi ro cho người mua nhà:
  - **Lãi suất cố định:** 3,3% (trong 18 tháng đầu), 5,3% (trong 24 tháng tiếp theo) và 7,8% (trong 36 tháng kế tiếp).
  - **Trần lãi suất:** Trong hai năm cuối, lãi suất thả nổi được giới hạn tối đa ở mức **9%**. Vinhomes cam kết sẽ chi trả cho bất kỳ phần chênh lệch nào của thị trường vượt quá mức trần này.

**Cập nhật tình hình mở bán & Danh mục dự án**

Hoạt động của các nhà phát triển BĐS đang dần tăng tốc khi các hoạt động "thăm dò thị trường" và mở bán sớm trở nên sôi động hơn:

- **VHM:** Đã bắt đầu hoạt động thăm dò thị trường cho các dự án mới là Vinhomes Hải Vân Bay và Vinhomes Green Bay Hạ Long.
- **Masterise Homes:** Đã chính thức mở bán Masteri Cosmo Central, một phân khu cao tầng nằm trong dự án The Global City.
- **Phân khúc tầm trung & Các dự án mới nổi:** Các hoạt động đáng chú ý bao gồm Phát Đạt - PDR (với dự án Astral City/Lapura) và Đất Xanh - DXG (với dự án The Prive).

**Tóm tắt & Triển vọng:**

HSC đánh giá giai đoạn sắp tới sẽ có sự chuyển dịch theo hướng **tăng nguồn cung nhưng nhu cầu suy yếu** do chi phí vay vốn tăng cao. Do đó, chúng tôi dự báo thị trường sẽ bước vào giai đoạn hạ nhiệt giá bán ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp. Nguồn cung tăng cao đồng nghĩa với việc các nhà phát triển sẽ phải chịu áp lực cạnh tranh cao hơn.

Hơn nữa, trong ngắn hạn, áp lực lên tỷ suất lợi nhuận có khả năng tăng khi chi phí xây dựng tăng, do giá VLXD cao hơn cùng với chi phí nhiên liệu leo thang.

Tuy nhiên, trong dài hạn, việc thực thi Luật Đất đai sửa đổi có thể mang lại sự hỗ trợ đáng kể. Chi phí đất đai, một trong những yếu tố đầu vào quan trọng nhất, có thể chuyển dịch theo hướng thuận lợi hơn. Trong khi đó, việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý sẽ giúp khai thông nguồn cung và mang lại cho các nhà phát triển sự linh hoạt lớn hơn, ngay cả trong một môi trường thị trường đầy thách thức.

Các nhà phát triển bất động sản đang giao dịch với mức chiết khấu so với RNAV khá lớn so với bình quân quá khứ cũng như gần giá trị sổ sách. Điều này cho thấy định giá ngành đang ở mức hấp dẫn, (Bảng 2). Chúng tôi khuyến nghị NGĐT tích lũy cổ phiếu khi giá xuống mức thấp, đặc biệt là NLG, KDH, TCH.

**Bảng 2: Định giá, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị**

Mã CK	Thị giá	Vốn hóa	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm	P/E (trượt dự phóng 1 năm)	P/E bình quân 3 năm (trượt dự phóng 1 năm)	P/B trượt dự phóng 1 năm	Bình quân trượt dự phóng 1 năm P/B
	Đồng	(triệu USD)	%	%	xS	xS	xS	xS
VHM	98,000	15,626	28.4%	48.0%	14.6	9.6	1.8	1.4
KDH	24,000	1,088	48.1%	35.3%	29.2	44.3	1.5	2
NLG	26,400	511	53.4%	35.0%	12.9	26.2	1.2	1.6
DXG	13,050	592	57.5%	44.9%	35.4	53.7	1.1	1.3
NVL	12,550	1,142	46.2%	30.9%	17.4	93.7	0.7	0.8
PDR	14,500	575	45.3%	27.8%	47.8	58.3	1.2	1.8
TCH	14,950	517	43.7%	N/a	8.5	N/a	0.8	N/a
Trung bình*			<b>46.1%</b>	<b>37.0%</b>	<b>23.7</b>	<b>47.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính  
Giá đóng cửa ngày 20/3.

## 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)