

Nguồn cung tăng mạnh nhờ thay đổi chính sách nhằm hỗ trợ phê duyệt pháp lý

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

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- Với việc Chính phủ thay đổi chính sách chuyển sang hỗ trợ tích cực hơn nhằm hướng đến tăng trưởng – được thể hiện qua hàng loạt động thái pháp lý nhằm tháo gỡ các nút thắt – HSC kỳ vọng từ năm 2026, số lượng dự án nhận được phê duyệt và mở bán sẽ tăng mạnh, nhất là khi quy trình cấp phép trở nên thông suốt hơn và các nhà phát triển BĐS triển khai đồng thời nhiều dự án.
- Nếu không có biến động về lãi suất trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đầu tư sẽ neo thanh khoản thị trường ở mức vững chắc nhưng chúng tôi vẫn lo ngại về sức khỏe của ngành trong dài hạn do sự mất cân đối giữa nguồn cung căn hộ cao cấp và nhu cầu ở thực đang suy yếu do giá nhà đang tăng khá nhanh.
- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG và KDH, xem đây là những lựa chọn đầu tư dài hạn nhờ có yếu tố nền tảng tốt và nhu cầu ở thực đối với căn hộ thuộc phân khúc trung cấp vững chắc. NVL cũng là một câu chuyện chuyển biến lợi nhuận thú vị trong ngắn hạn.

Thay đổi chính sách: Từ siết chặt chuyển sang hỗ trợ

Với việc Chính phủ thay đổi chính sách chuyển sang hỗ trợ tích cực hơn nhằm hướng đến tăng trưởng, được thể hiện qua hàng loạt động thái pháp lý nhằm tháo gỡ các nút thắt tồn đọng trong thời gian dài, tinh giản thủ tục đầu tư, giải quyết các dự án tồn đọng và ban hành các cơ chế thí điểm mới cho việc tiếp cận quỹ đất và nhà ở xã hội, chúng tôi xem năm 2025 là năm tích lũy nền tảng. Các chính sách trên dự kiến sẽ có tác động rõ nét từ năm 2026 trở đi, với số lượng dự án nhận được phê duyệt tăng mạnh. Điều này phù hợp với phản hồi từ các nhà phát triển BĐS rằng mức độ sẵn sàng cấp phép của các cơ quan chức năng cải thiện đáng kể và quy trình cấp phép cũng trở nên thông suốt hơn. HSC kỳ vọng sự thay đổi về mặt chính sách này sẽ đẩy nhanh tiến độ mở bán của các dự án từ năm 2026 trở đi, trong khi các nhà phát triển đã chuẩn bị triển khai đồng thời nhiều dự án. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của sáu nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn FY24-27 ở mức 31,7%, nhờ môi trường pháp lý có chuyển biến tích cực.

Nhu cầu vẫn ở mức cao, nhưng việc tập trung vào phân khúc cao cấp làm dấy lên lo ngại

Giá căn hộ ở TP.HCM và Hà Nội tăng mạnh trong năm 2025, chủ yếu được thúc đẩy bởi làn sóng đầu tư vào các loại tài sản có thể tạo ra tiền mặt và môi trường lãi suất thấp. Mặc dù lãi suất vay mua nhà tăng nhẹ từ tháng 10/2025 nhưng theo quan điểm của chúng tôi, mức lãi suất này vẫn có thể chấp nhận được và dự kiến sẽ ổn định trong năm 2026, yếu tố này sẽ tiếp tục hỗ trợ nhu cầu đầu tư. Tuy nhiên, nhu cầu mua nhà ở thật đang suy yếu do giá nhà đang tăng cao, cùng với tình trạng nguồn cung mới chủ yếu tập trung vào phân khúc cao cấp, rủi ro gia tăng đối với tính bền vững của thị trường trong dài hạn, mặc dù trong ngắn hạn thị trường có triển vọng tích cực.

Định giá và khuyến nghị

HSC ưa thích cổ phiếu **NLG** và **KDH**, xem đây là những ý tưởng đầu tư dài hạn nhờ có yếu tố nền tảng tốt, nhu cầu ở thực đối với căn hộ thuộc phân khúc trung cấp vững chắc và là bên hưởng lợi chính từ sự cải thiện trong quy trình phê duyệt pháp lý. Việc tập trung phục vụ khách mua nhà để ở giúp những công ty này phục hồi tốt trước những thách thức chung của ngành bất nguồn từ sự mất cân đối cung-cầu và lãi suất tăng. Chúng tôi cũng xem **NVL** là ý tưởng đầu tư ngắn hạn vì đây là một câu chuyện chuyển biến lợi nhuận đầy tiềm năng, nhờ giải quyết được các nút thắt pháp lý tại các dự án bị trì hoãn trong thời gian dài.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/11.

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
DXG	19,150	Mua vào	-	25,100	-	31.1	62.7	73.3	1.55	1.52	-	-
KDH	34,850	Mua vào	-	44,100	-	26.5	39.2	27.0	2.12	1.98	0	0
NLG	35,950	Mua vào	-	46,200	-	28.5	25.1	24.3	1.38	1.33	1.39	1.39
NVL	15,400	Tăng tỷ trọng	-	17,000	-	10.4	N/a	34.6	0.83	0.81	-	-
PDR	22,600	Nắm giữ	-	22,000	-	(2.65)	11.1	52.1	1.62	1.57	0	0
VHM	99,300	Tăng tỷ trọng	-	106,600	-	7.35	13.8	10.2	1.72	1.47	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 21/11/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Triển vọng tích cực trong ngắn hạn

Với việc Chính phủ thay đổi chính sách chuyển sang hỗ trợ tích cực hơn nhằm hướng đến tăng trưởng, năm 2025 là năm tích lũy nền tảng và các chính sách trên dự kiến sẽ có tác động rõ nét từ năm 2026 trở đi, với số lượng dự án nhận được phê duyệt tăng mạnh, phù hợp với phản hồi của nhà phát triển BĐS rằng quy trình phê duyệt đã trở nên thông suốt hơn. Nhu cầu được kỳ vọng sẽ tiếp tục vững chắc nhờ môi trường lãi suất ổn định trong năm 2026. Tuy nhiên, sự mất cân đối về nguồn cung căn hộ cao cấp vẫn là mối lo ngại chính trong dài hạn. Trong bối cảnh này, HSC ưa thích cổ phiếu NLG và KDH nhờ có yếu tố nền tảng vững chắc và sự hiện diện ở phân khúc trung cấp, vốn có nhu cầu vững chắc và phục vụ cho nhóm khách hàng mua để ở. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng NVL là lựa chọn đầu tư ngắn hạn hấp dẫn với câu chuyện chuyển biến lợi nhuận nhờ những cải thiện liên quan đến quy trình phê duyệt pháp lý.

Thay đổi chính sách: Từ siết chặt chuyển sang hỗ trợ

HSC nhận thấy kể từ khi có thể hệ lãnh đạo mới, Chính phủ thay đổi chính sách đối với ngành BĐS, chuyển từ giai đoạn thắt chặt quy định sang cách tiếp cận có tính hỗ trợ, định hướng tăng trưởng hơn. Rõ ràng, từ cuối năm 2024 và trong suốt năm 2025, Chính phủ đã ban hành một loạt các nghị quyết và nghị định lớn nhằm tháo gỡ các nút thắt pháp lý, tinh giản thủ tục đầu tư, giải quyết các dự án tồn đọng và ban hành các cơ chế thí điểm mới nhằm hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận quỹ đất và phát triển nhà ở xã hội. Các chính sách bao gồm khung pháp lý cho phép nhà phát triển BĐS mua quyền sử dụng đất thông qua thỏa thuận thay vì đấu giá bắt buộc, các cơ chế giải quyết xung đột pháp lý giữa các quy định chồng chéo, và các chỉ thị thúc đẩy các tỉnh đẩy nhanh quy trình phê duyệt dự án (Bảng 1).

Bảng 1: Một số văn bản pháp lý đáng chú ý có hiệu lực trong năm 2025 và tác động đến ngành bất động sản

Nhiều văn bản pháp lý đã được ban hành nhằm hỗ trợ ngành bất động sản phát triển

Stt	Văn bản	Ngày phát hành	Ngày hiệu lực	Nội dung chính
1	Nghị quyết 171/2024/QH15; Nghị định 75/2025/NĐ-CP	30-11-24	1-4-25	Thí điểm cho phép các doanh nghiệp bất động sản tiếp nhận quyền sử dụng đất (bao gồm đất nông nghiệp và đất phi nhà ở) thông qua thương lượng (không đấu giá/đấu thầu) để thực hiện các dự án nhà ở thương mại. Áp dụng trong 5 năm
3	Nghị quyết 170/2024/QH15	29-11-24	1-1-25	Cơ chế đặc thù nhằm xử lý các nút thắt pháp lý của các dự án bất động sản và đất đai tại TP. HCM, Đà Nẵng và Khánh Hòa. Tập trung vào việc giải quyết các trường hợp tồn đọng phát sinh từ thanh tra, kiểm toán và phán quyết của tòa án
4	Nghị quyết 201/2025/QH15; Nghị định 192/2025/ND-CP	29-5-25	1-7-25	Thí điểm và chính sách đặc thù để thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội: giao đất, ưu đãi thuế, miễn phí sử dụng đất, cơ chế lựa chọn nhà đầu tư, chính sách tín dụng ưu đãi
5	Nghị quyết 206/2025/QH15	24-6-25	1-8-25	Cơ chế đặc thù nhằm giải quyết các vướng mắc pháp lý phát sinh từ các quy định pháp luật mâu thuẫn hoặc chưa rõ ràng, cho phép áp dụng linh hoạt một số điều khoản pháp luật trong các trường hợp cụ thể nhằm đẩy nhanh phê duyệt dự án
6	Nghị quyết đặc biệt nhằm giải quyết các khó khăn và nút thắt trong việc thực hiện Luật Đất đai 2024	19-11-25	Chưa áp dụng	Dự thảo Nghị quyết đề xuất một số điều chỉnh quan trọng nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc thực hiện Luật Đất đai 2024. Những điểm chính mà chúng tôi cho rằng sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà phát triển bất động sản nhà ở bao gồm: mở rộng các trường hợp đất có thể được giao hoặc cho thuê mà không thông qua đấu giá hoặc đấu thầu trong một số trường hợp, cho phép chính quyền cấp tỉnh thu hồi đất khi quá trình thương lượng và bồi thường đất đã hoàn thành trên 75% tổng diện tích; cập nhật bảng giá đất mỗi năm năm một lần với hệ số điều chỉnh thay vì sửa đổi hàng năm; đơn giản hóa quy hoạch sử dụng đất bằng cách giảm còn hai cấp hành chính; và cho phép nhà phát triển lựa chọn giữa nộp phí sử dụng đất hàng năm hoặc một lần, cùng các nội dung khác.

Nguồn: HSC

Việc thay đổi chính sách từ Chính phủ đã mở ra một kỷ nguyên mới cho thị trường bất động sản. Vì năm 2025 là năm đặt nền móng về mặt pháp lý, HSC kỳ vọng thị trường sẽ nhận được các tác động hữu hình trong năm 2026, dẫn đến số lượng dự án được phê duyệt tăng cao. Chúng tôi cũng kỳ vọng số lượng dự án mở bán ra thị trường sẽ tăng đáng kể khi quy trình phê duyệt được đẩy nhanh tiến độ (Bảng 2, 3).

Điều này cũng phù hợp với phản hồi từ các nhà phát triển. Trao đổi với chúng tôi trong các buổi thảo luận trong thời gian gần đây, BLĐ của NLG và KDH cho biết các cơ quan chức năng không còn ngăn ngại trong việc cấp phép dự án. Các nhà phát triển BĐS tuân thủ đầy đủ các quy định sẽ được cấp phép dự án nhanh chóng, cũng như nhận được các văn bản quan trọng kịp thời hơn. Chúng tôi cho rằng đây là một tiến triển tích cực cho toàn ngành và kỳ vọng việc này sẽ hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án từ năm 2026 trở đi. Các nhà phát triển cũng đang tích cực đẩy nhanh tiến độ mở bán với nhiều dự án khởi công trong cùng một thời điểm.

Dựa trên môi trường pháp lý được nói lỏng hơn, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của sáu nhà phát triển trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng với CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 31,7%.

Nhu cầu ở thực suy yếu khi giá bán tăng cao, mặc dù tâm lý thị trường vẫn tích cực

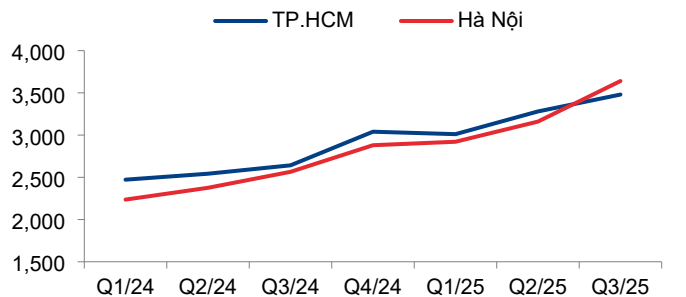
Trong năm 2025, diễn biến nổi bật trên thị trường BĐS Việt Nam là giá căn hộ tăng mạnh tại TP.HCM và Hà Nội. Phân khúc căn hộ phục vụ cho nhu cầu ở thực có mức tăng giá ổn định 5%–7% mỗi năm và lợi suất cho thuê tăng 3%–5% mỗi năm.

Theo CBRE, tính đến cuối Q3/2025, giá bán bình quân sơ cấp tại Hà Nội tăng 16% so với quý trước và tăng 41% so với cùng kỳ lên 3.640 USD/m², cao hơn giá bán tại TP.HCM ở mức 3.480 USD/m² (tăng 6% so với quý trước và tăng 31% so với cùng kỳ). Xu hướng tương tự cũng xuất hiện trên thị trường thứ cấp, với giá bán tăng 8% so với quý trước tại Hà Nội lên 2.320 USD/m² (tăng 26,7% so với cùng kỳ) và tăng 13% so với quý trước tại TP.HCM lên 2.400 USD/m² (tăng 25,2% so với cùng kỳ).

Chúng tôi cho rằng giá căn hộ tăng nhanh là do thị hiếu của khách hàng thay đổi sau đợt khủng hoảng trái phiếu vừa qua, hướng tới các tài sản BĐS “có nền tảng và dễ tạo ra tiền mặt” hơn. Giá căn hộ tại các khu vực trung tâm vẫn neo ở mức cao trong giai đoạn suy thoái vừa qua, nhờ nhu cầu đối với phân khúc này vẫn vững chắc, trong khi thanh khoản của loại hình nhà phố và đất nền ngoại ô đa phần sụt giảm.

Biểu đồ 2: Giá trên thị trường sơ cấp, Hà Nội và TP.HCM

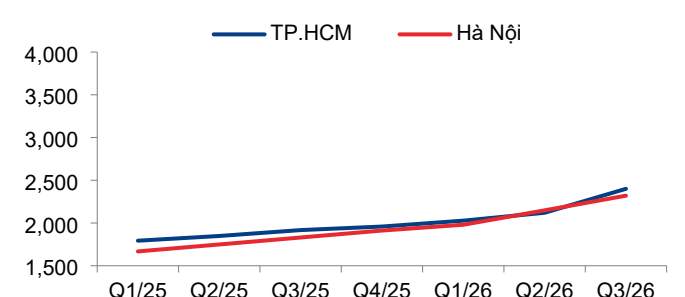
Giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội tăng vượt TP.HCM trong Q3/2025



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 3: Giá bình quân trên thị trường thứ cấp, Hà Nội và TP.HCM

TP.HCM ghi nhận giá trên thị trường thứ cấp tăng mạnh



Nguồn: CBRE, HSC

Đà sụt giảm này, cùng với môi trường lãi suất thấp trong 9 tháng đầu năm 2025 (được hỗ trợ bởi chính sách nới lỏng tiền tệ và chính sách hỗ trợ cho người mua nhà lần đầu) đã kích hoạt một làn sóng đầu tư mạnh mẽ. Thanh khoản tại thị trường thứ cấp đã tạo động lực cho các nhà phát triển mở bán dự án trên thị trường sơ cấp, tạo điều kiện cho các công ty có dự án sớm hơn tăng giá bán, dẫn đến giá bán bình quân trên thị trường tăng mạnh. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy xu hướng khách hàng ưu tiên đầu tư tìm kiếm lợi nhuận hơn là phục vụ nhu cầu ở thực đã thúc đẩy nhu cầu tăng mạnh trong thời gian gần đây. Điều này có nghĩa là phân khúc này ngày càng nhạy cảm với biến động lãi suất.

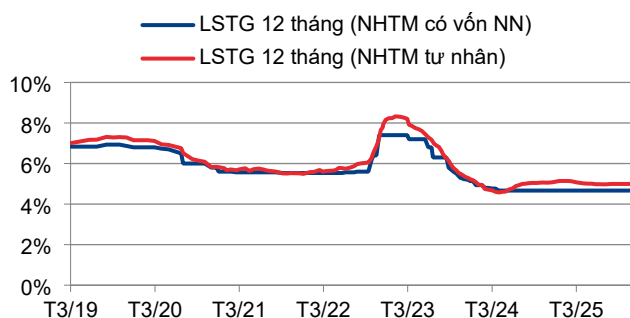
Kể từ tháng 10/2025, lãi suất ngân hàng bắt đầu tăng nhẹ (Bảng 4), dẫn đến xu hướng tăng lãi suất cho vay. Theo nhóm phân tích ngân hàng của HSC, hầu hết các ngân hàng đã cận hạn mức tín dụng và đang hoạt động trong điều kiện thanh khoản thắt chặt. Tuy nhiên, do hạn mức tín dụng sẽ được ấn định lại vào tháng 1/2026, và do

hiều dự án được mở bán trong Q3/2025–Q4/2025 vẫn chưa đến giai đoạn giải ngân, nên chúng tôi nhận định rủi ro căng thẳng tín dụng đối với thị trường BĐS trong Q4/2025 rất hạn chế.

Hơn nữa, mặc dù lãi suất vay mua nhà đã tăng 100–150 điểm cơ bản, nhưng mức này vẫn thấp hơn nhiều so với giai đoạn COVID-19 và chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho ngành này sẽ ổn định trong năm 2026 vì Chính phủ vẫn ưu tiên các mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Điều này sẽ tiếp tục hỗ trợ nhu cầu nhà ở.

Biểu đồ 4: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các ngân hàng HSC khuyến nghị

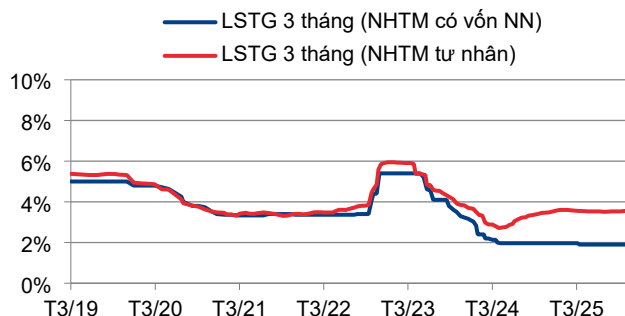
Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng tăng nhẹ trong tháng 10 ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng, các ngân hàng HSC khuyến nghị

...tương tự với kỳ hạn 3 tháng



Nguồn: HSC

Trong trung và dài hạn, HSC vẫn lo ngại về sự mất cân đối ngày càng tăng vì các đợt mở bán mới có xu hướng tập trung vào phân khúc cao cấp và hạng sang. Những phân khúc này chủ yếu thu hút nhu cầu đầu cơ, trong khi nhu cầu ở thực đang có dấu hiệu suy yếu do giá bán tăng cao. Mặc dù vẫn giữ quan điểm triển vọng tích cực cho năm 2026, chúng tôi vẫn thận trọng về sức khỏe của thị trường trong dài hạn do sự mất cân bằng cung-cầu ngày càng nổi rõ.

Xuất hiện dự án được phát triển theo mô hình TOD

Khái niệm mô hình đô thị gắn với giao thông công cộng (TOD) mới xuất hiện trong thời gian gần đây ở Việt Nam khi một số dự án hạ tầng lớn như Tuyến Metro Bến Thành – Suối Tiên tại TP.HCM đi vào hoạt động hoặc dự án Đường sắt cao tốc Bắc-Nam được phê duyệt.

Vinhomes gần đây đã mở bán dự án lớn nhất của mình (2.870 ha) tại Cần Giờ – TP.HCM, cùng với việc phát triển mô hình TOD bằng tuyến Đường sắt cao tốc do một công ty trong hệ sinh thái của VIC là VinSpeed (đơn vị này cũng đang đề xuất đầu tư vào dự án Đường sắt cao tốc Bắc-Nam) kết nối với trung tâm thành phố. Theo công ty, khi hoàn thành, Đường sắt cao tốc Cần Giờ – Bến Thành sẽ giảm thời gian di chuyển từ dự án đến khu trung tâm từ 1 giờ 45 phút (hiện tại) xuống còn khoảng 12 phút. Dự án cũng được lên kế hoạch kết nối với Vũng Tàu thông qua Cầu vượt biển Cần Giờ – Vũng Tàu, dự kiến sẽ giảm thời gian di chuyển giữa các khu vực ven biển xuống còn 10 phút.

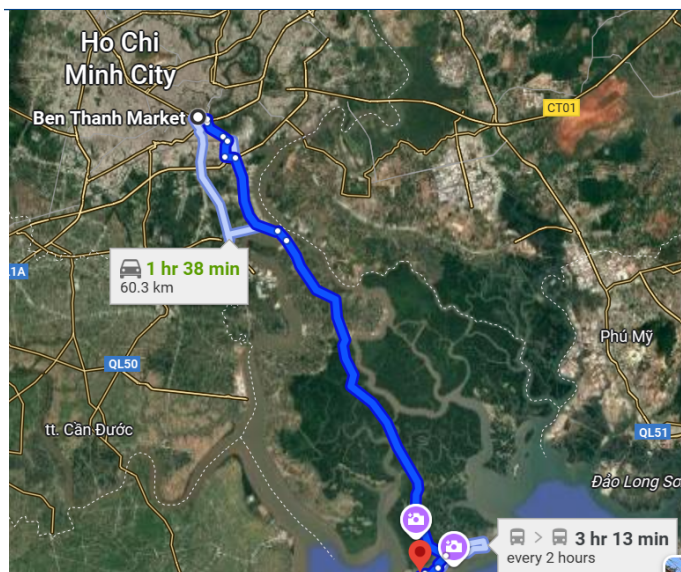
Trong Q3/2025, Vinhomes đã hoàn thành một thương vụ bán buôn trị giá 67 nghìn tỷ đồng với một đối tác địa phương và mở đặt chỗ cho khoảng 2.000 căn hộ thấp tầng trong Q4/2025. Với quy mô lớn, nếu dự án này được triển khai thành công, mức độ cạnh tranh tại thị trường miền Nam sẽ gia tăng đáng kể trong các quý tới.

Biểu đồ 6: Tuyến Bến Thành – Cần Giờ hiện tại

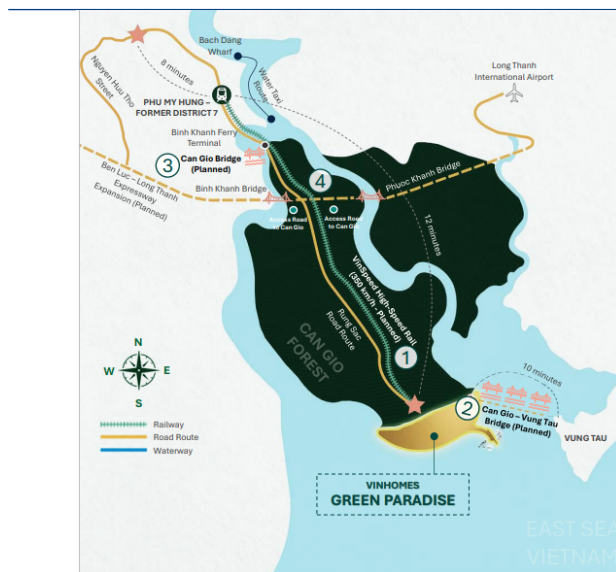
Hiện nay thời gian di chuyển đến Cần Giờ mất gần 2 giờ

Biểu đồ 7: Tuyến đường sắt cao tốc Bến Thành – Cần Giờ theo quy hoạch

Dự kiến thời gian di chuyển sẽ được rút xuống dưới 15 phút với đường sắt cao tốc



Nguồn: Google map



Nguồn: Vinhomes

Doanh số bán nhà và lợi nhuận – vững chắc trong năm 2026-2027

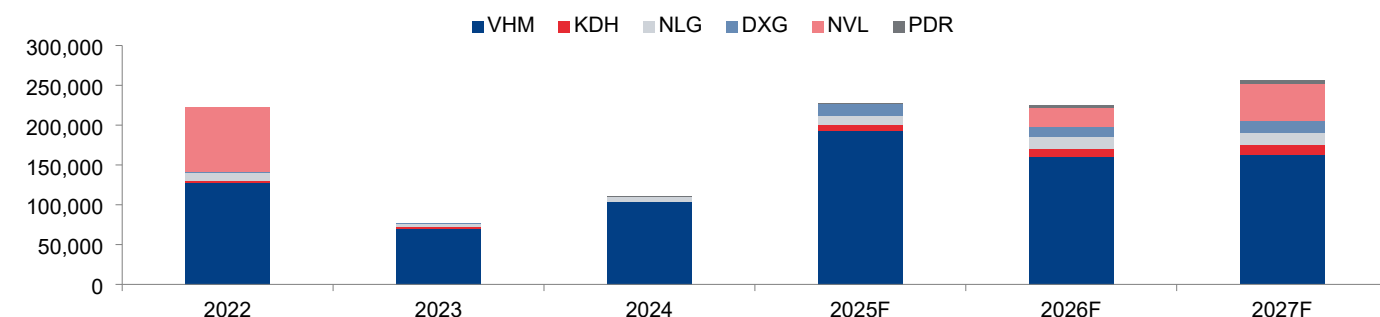
HSC kỳ vọng các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ đẩy nhanh tiến độ mở bán trong các quý tiếp theo khi việc phê duyệt pháp lý thông suốt hơn và tâm lý thị trường cải thiện.

Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của sáu nhà phát triển trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng mạnh 105,7% so với cùng kỳ trong năm 2025 lên 226 nghìn tỷ đồng, sau đó giảm nhẹ 2,1% so với cùng kỳ trong năm 2026 xuống 225 nghìn tỷ đồng (chủ yếu do dự báo doanh số bán nhà của Vinhomes giảm từ mức nền cao trong năm 2025) và tăng 14% so với cùng kỳ trong năm 2027 lên 256 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của sáu nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn FY24-27 ở mức 31,7%, nhờ môi trường pháp lý có chuyển biến tích cực.

Doanh số bán nhà vững chắc dự kiến sẽ giúp lợi nhuận mạnh của các nhà phát triển tăng mạnh hơn nữa. Chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận sẽ tăng trưởng 18,4%/36%/14,8% lên 32 nghìn tỷ đồng, 44 nghìn tỷ đồng và 50 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027.

Biểu đồ 8: Doanh thu chưa ghi nhận thực tế và dự báo (tỷ đồng), các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Doanh thu chưa ghi nhận tổng thể tăng trưởng 105,7% trong năm nay



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, Các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	28,831	33,371	31,877	29,646	39,958	41,545
KDH	1,102	716	810	998	1,446	1,850
NLG	556	484	518	695	719	942
DXG	215	176	253	312	266	2,583
NVL	2,162	606	(6,412)	(1,515)	869	2,529
PDR	1,137	684	155	1,990	425	687
Tổng	34,003	36,037	27,201	32,126	43,683	50,136
Tổng trừ-NVL	31,841	35,431	33,613	33,641	42,814	47,607
Tổng trừ-NVL, VHM	5,295	3,010	2,060	3,995	2,856	6,062
<i>Tăng trưởng</i>						
VHM	-25.7%	15.7%	-4.5%	-6.8%	34.8%	4.0%
KDH	-8.3%	-35.0%	13.1%	23.2%	44.9%	28.0%
NLG	-48.1%	-12.9%	7.0%	34.2%	3.5%	31.0%
DXG	-81.4%	-18.1%	43.8%	23.2%	-14.5%	869.2%
NVL	-33.0%	-72.0%	-1158.1%	-76.4%	N/m	191.0%
PDR	-39.0%	-39.8%	-77.3%	1183.9%	-78.6%	61.6%
Tổng	-28.2%	6.0%	-24.5%	18.4%	36.0%	14.8%
Tổng trừ-NVL	-27.8%	11.3%	-5.1%	0.3%	27.3%	11.2%
Tổng trừ-NVL, VHM	95.2%	-43.2%	-31.6%	130.1%	-28.5%	112.2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù triển vọng hấp dẫn nhờ doanh số bán nhà cải thiện (dẫn đến dòng tiền và lợi nhuận tăng cao), cổ phiếu các nhà phát triển trong danh sách khuyến nghị vẫn đang giao dịch với mức định giá rẻ. Cụ thể, ngành đang giao dịch với P/B là 1,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 8 năm ở mức 3,1 lần (Bảng 12), và thấp hơn nhiều so với bình quân của chu kỳ tăng trưởng trước đó 2017-2020 ở mức khoảng 3-4 lần.

Do đó, chúng tôi tin rằng ngành này có khả năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi (1) Chính phủ chuyển sang chủ trương hỗ trợ tăng trưởng rõ ràng hơn, (2) nhu cầu nhà ở phục hồi bền vững hơn và (3) triển vọng lợi nhuận của các nhà phát triển vững chắc hơn. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của ngành sẽ bắt đầu cải thiện rõ rệt hơn từ năm 2026, đặc biệt các dự án đã được mở bán trong năm 2024-2025 bước vào giai đoạn bán giao. Với mức định giá thấp trong nhiều năm và triển vọng lợi nhuận dự kiến phục hồi, HSC kỳ vọng ngành sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi lợi nhuận có sự cải thiện rõ nét hơn.

Trong số các công ty trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi ưa thích KDH và NLG, xem đây là những ý tưởng đầu tư dài hạn nhờ có nền tảng cơ bản vững chắc và có sản phẩm thuộc phân khúc trung cấp, vốn được thúc đẩy bởi nhu cầu mua để ở. Với vị thế này, các công ty đủ khả năng vượt qua những khó khăn của thị trường do sự mất cân đối giữa cung và cầu và lãi suất tăng cao. Chúng tôi cũng kỳ vọng cả hai nhà phát triển này sẽ hưởng lợi từ những nỗ lực đẩy nhanh quy trình phê duyệt pháp lý của Chính phủ - đặc biệt là KDH, công ty sở hữu quỹ đất lớn ở TP.HCM và cũng đang đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án trọng điểm Tân Tạo (đang ở giai đoạn cuối của quá trình giải phóng mặt bằng).

Trong ngắn hạn, chúng tôi cũng cho rằng NVL là một ý tưởng đầu tư hấp dẫn nhờ có câu chuyện chuyển biến lợi nhuận. Những tiến triển gần đây trong việc giải quyết những vướng mắc pháp lý tại một số dự án lớn – nhờ sự hỗ trợ tích cực của chính phủ – sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng tiếp tục giải ngân và khuyến khích khách hàng tiến hành thanh toán các khoản tiền còn lại.

Các nhà phát triển trong danh sách khuyến nghị hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 7-46% so với RNAV, sát với mức bình quân 3 năm. Tuy nhiên, với triển vọng ngành đang được cải thiện và sự hỗ trợ về mặt chính sách, chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này có dư địa để thu hẹp hơn nữa.

Bảng 10: Giá định định giá chính, Các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	Lãi suất phí rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Phần bù phụ trội	Chiết khấu thị giá so với RNAV – dự báo cũ	Chiết khấu thị giá so với RNAV – dự báo mới
VHM	4.0%	10.25%	12.8%	20%	20%
KDH	4.0%	10.25%	13.9%	10%	10%
NLG	4.0%	10.25%	13.2%	20%	20%
DXG	4.0%	10.25%	15.3%	30%	30%
PDR	4.0%	10.25%	12.5%	10%	10%
NVL	4.0%	10.25%	12.5%	30%	30%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: So sánh định giá, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	Khuyến nghị	Giá cổ phiếu (21/11)	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	RNAVPS	Chiết khấu thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm
VHM	Tăng tỷ trọng	99,300	106,600	7.34%	133,184	25.4%	50.0%
KDH	Mua vào	34,850	44,100	26.5%	48,996	28.9%	36.9%
NLG	Mua vào	35,950	46,200	28.5%	57,700	37.7%	35.0%
DXG	Mua vào	19,350	25,100	29.7%	35,800	45.9%	53.3%
PDR	Nắm giữ	22,600	22,000	-2.7%	24,463	6.8%	29.1%
NVL	Tăng tỷ trọng	15,400	17,000	10.4%	24,260	36.5%	33.0%
Bình quân				16.5%		30.2%	39.6%

Ghi chú: giá đóng cửa ngày 21/11/2025.

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: P/B theo vốn hóa thị trường, ngành bất động sản

Ngành đang giao dịch tại P/B là 1,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 8 năm ở mức 3,1 lần



Ghi chú: (1) P/B theo vốn hóa thị trường bao gồm 6 DN triển bất động sản được HSC khuyến nghị: KDH, NLG, PDR, VHM, DXG và NVL; P/B bình quân được tính theo tỷ trọng vốn hóa thị trường; (2) dữ liệu dựa trên giá đóng cửa tại ngày 21/11/25.

Nguồn: Bloomberg, HSC

Đánh giá các doanh nghiệp phát triển BĐS

KDH (Mua vào, giá mục tiêu 44.100đ) - KDH đã mở bán thành công dự án Gladia tại TP.HCM, dự án được kỳ vọng sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận trong giai đoạn 2025-2027. Bốn dự án đang được phát triển đồng thời bao gồm The Gladia, Bình Trưng Mở rộng, 11A (Solina) và Lê Minh Xuân Mở rộng. Tất cả các dự án này đều nằm ở TP.HCM. Yếu tố này sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, tối ưu hóa dòng tiền và nắm bắt cơ hội thị trường trong những năm tới. Dự án đang được mong đợi Tân Tạo đang có tiến triển tốt và có khả năng hưởng lợi từ Nghị quyết được đề xuất nhằm tháo gỡ các khó khăn và nút thắt theo Luật Đất đai 2024. Nếu được phê duyệt, việc đẩy nhanh tiến độ đền bù đất và hoàn thành thủ tục pháp lý sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu.

NLG (Mua vào, giá mục tiêu 46.200đ) - NLG ghi nhận doanh số bán nhà phục hồi mạnh trên toàn danh mục dự án. Doanh số bán nhà 9 tháng đầu năm 2025 tăng 32% so với cùng kỳ và công ty có nhiều đợt mở bán dự án hơn kỳ vọng của chúng tôi. Đáng chú ý nhất là The Pearl tại Southgate và thành công ban đầu tại dự án Izumi. Những yếu tố thuận lợi về mặt hạ tầng tại Đồng Nai và TP.HCM tiếp tục cải thiện khả năng kết nối và tỷ lệ hấp thụ của dự án, trong khi số lượt đặt cọc chỗ tại dự án Mizuki Giai đoạn 3 cho thấy nhu cầu vẫn vững chắc bất chấp tình trạng chậm cấp phép mở bán. Triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 vẫn tích cực, dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR là 43%, hỗ trợ đà tăng trưởng lợi nhuận vững chắc. Chúng tôi thấy giá trị nằm ở quỹ đất lớn của NLG, phần lớn đã được thanh toán tiền sử dụng đất, không giống như các nhà phát triển khác, vì việc chậm thanh toán tiền sử dụng đất sẽ làm tăng chi phí đất cho các dự án. Trong năm 2025, doanh số bán nhà tăng mạnh (đặc biệt nhờ các dự án Southgate và Mizuki) và việc mở bán trở lại các dự án Izumi và Paragon sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với NLG.

NVL (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 17.000đ) - NVL đang có triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn nhờ có tiến triển cụ thể hơn trong việc giải quyết các nút thắt pháp lý vốn tồn đọng tại các dự án trọng điểm, đáng chú ý nhất là dự án Aqua City. Dự án này đã được cấp phép mở bán 2.400 căn hộ và công tác xây dựng đã được khởi động trở lại. Đối với dự án Lakeview đang chuyển sang giai đoạn xác định tiền sử dụng đất theo Nghị quyết 170. Với dự án Lakeview, công ty có thể hoàn nhập dự phòng 3-4 nghìn tỷ đồng đã trích lập trước đây. Điều này có thể cải thiện đáng kể KQKD năm 2025 và giúp công ty không bị đưa vào diện kiểm soát đặc biệt. Mặc dù chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 trong khi chờ xác nhận chính thức về khoản hoàn nhập này, nhưng công ty có khả năng có lãi trở lại trong năm 2026, dựa trên việc ghi nhận doanh thu tại dự án Aqua City, NovaWorld Hồ Tràm và các dự án chung cư cao tầng tại TP.HCM, cùng với đóng góp lớn hơn từ dự án NovaWorld Phan Thiết và Grand Manhattan dự kiến từ năm 2027. Nhìn chung, NVL đang chuyển đổi từ giai đoạn bị ảnh hưởng bởi các vướng mắc pháp lý sang giai đoạn hoàn thành các thủ tục theo quy định để tái khởi động dự án và mở ra các động lực tăng trưởng cốt lõi, tạo điều kiện cho việc điều chỉnh bằng CĐKT và ghi nhận chuyển biến lợi nhuận.

VHM (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 106.600đ) - VHM là đơn vị hưởng lợi chính từ chủ trương nới lỏng phê duyệt pháp lý. Điều này cho phép công ty đẩy nhanh tiến độ triển khai đồng thời nhiều dự án lớn, bao gồm Vinhomes Green Paradise (2.870 ha), Vinhomes Green City (197,2 ha), Vinhomes Golden City (240,6 ha), Vinhomes Làng Vân (512,2 ha), Vinhomes Wonder City (197,2 ha), cũng như chuẩn bị thêm quỹ đất cho các dự án Vinhomes Green Hạ Long (khoảng 8.640 ha) và Vinhomes Làng Vân (512,2 ha) ở các giai đoạn phát triển sắp tới. Bán buôn có khả năng vẫn là một công cụ quan trọng để đẩy mạnh dòng tiền và rút ngắn chu kỳ dự án, mặc dù chiến lược này vốn dĩ mang lại lợi nhuận thấp hơn so với mô hình bán lẻ hoàn toàn. Tỷ lệ đòn bẩy tiếp tục tăng nhẹ trong các quý gần đây khi công ty đẩy mạnh phát triển nhiều dự án. Trong bối cảnh này, chúng tôi giữ nguyên quan điểm thận trọng đối với rủi ro liên quan đến bảng CĐKT của công ty và rủi ro liên quan đến các cuộc đàm phán bán sỉ nếu điều kiện kinh tế vĩ mô xấu đi.

PDR (Nhắm giữ, giá mục tiêu 22.000đ) - Chúng tôi kỳ vọng việc bán cổ phần tại dự án Bình Dương Tower sẽ giúp PDR đẩy mạnh dòng tiền. Tuy nhiên, tổng giá trị phát triển và tổng định giá sẽ thấp hơn so với việc PDR tự phân phối căn hộ. Ngoài ra, danh mục dự án của PDR sẽ bị hạn chế ở dự án Quy Nhơn Iconic và một số dự án condotel. Những dự án này có doanh số bán nhà thấp do tâm lý thị trường và nhu cầu hiện tại vốn tập trung chủ yếu vào các thành phố lớn. Công ty gần đây cũng bổ việc mua lại quỹ đất mới tại TP.HCM, giúp nâng cao danh mục dự án đang triển khai của công ty. Tuy nhiên, chúng tôi đang chờ có thêm thông tin chi tiết về kế hoạch triển khai trước khi đánh giá tác động của dự án ở phạm vi rộng hơn.

DXG (Mua vào, giá mục tiêu 25.100đ) - Dự án The Privé và mảng môi giới bất động sản vẫn là động lực tăng trưởng chính cho triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của DXG. Chúng tôi kỳ vọng dự án The Privé sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt trong năm 2026 nhờ nguồn cung khan hiếm ở TP.HCM và sự phục hồi của ngành. Mặc dù vậy, đà tăng trưởng này có thể chậm lại sau đợt mở bán ban đầu, đặc biệt khi công ty định vị dự án này thuộc phân khúc cao cấp, làm hạn chế nhu cầu từ khách hàng..

Chúng tôi cũng kỳ vọng công ty sẽ giải quyết các tranh chấp còn tồn đọng với người mua trước đây tại dự Gem Sky World và mở bán trở lại trong năm 2026. Tuy nhiên, sự phục hồi nhu cầu đối với các dự án nằm ngoài khu trung tâm TP.HCM có khả năng sẽ chậm hơn. Đối với các dự án còn lại trong danh mục dự án của DXG, chúng tôi tiếp tục chờ nhận được thông tin chi tiết hơn về tình trạng phê duyệt pháp lý.

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