

Yuanta Vietnam Residential Property Universe

Stock code	Price (VND k)	Target (VND k)	Rating	% ge up/downside
KDH VN	32.50	47.10	BUY	45%
VHM VN	103.50	58.40	Hold-UPF	-44%
NLG VN	34.85	38.00	Hold-UPF	9%
DXG VN	18.05	26.00	BUY	44%

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (10/12)

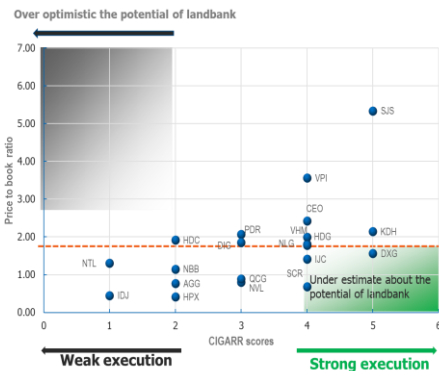
Tiêu điểm

- **Hàng tồn kho tăng đáng kể**, tồn kho Q3/2025 tăng +23% YoY và +28% YTD.
- **Doanh số mở bán trước** cho thấy xu hướng người mua trả trước tăng rõ rệt, với +71% QoQ và +55% YoY.
- **63.686 căn (+59% YoY) đã được cấp giấy phép mở bán** trong 9T2025.

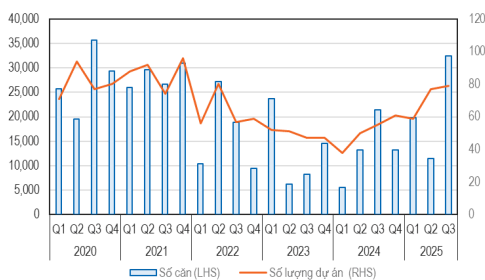
Quan điểm

- **Nguồn cung phục hồi rõ rệt**, đánh dấu sự kết thúc của giai đoạn khan hiếm kéo dài.
- **CĐT hiệu quả sẽ vượt trội CĐT yếu kém bằng năng lực triển khai dự án**, khi sự cạnh tranh tăng trong chu kỳ hồi phục được dẫn dắt bởi nguồn cung.
- **Chúng tôi vẫn yêu thích những CĐT chất lượng** với bảng CĐKT vững mạnh và danh mục dự án sắp ra mắt được triển khai rõ ràng. Khuyến nghị hàng đầu: KDH và DXG.

Chúng tôi đã cập nhật mô hình phân tích CIGARR với top 20 nhà phát triển BĐS nhà ở niêm yết, dựa trên 06 tiêu chí đo lường sức mạnh tài chính và hiệu suất hoạt động. Dự định ban đầu của chúng tôi là thực hiện một bản cập nhật theo quý các nhà phát triển BĐS hàng đầu, tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá trị của phương pháp phân tích theo mô hình CIGARR nằm ở khả năng tìm ra các công ty đang có sự cải thiện về yếu tố nội tại mà có thể đã bị thị trường bỏ qua - và có khả năng sẽ tăng giá trong thời gian ngắn sắp tới.

P/B hiện tại so với điểm CIGARR Q3/2025


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Số căn được cấp phép mở bán trên đà tăng


Nguồn: Bộ Xây dựng, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Khắc Minh Tâm

+84 28 3622 6868 ext 3874

tam.nguyen@yuantaresearch.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Chu Kỳ Mở Rộng Định Hình Bởi Năng Lực Thực Thi

Mô hình CIGARR của chúng tôi chỉ ra sự dịch chuyển rõ ràng sang giai đoạn mở rộng của thị trường BĐS. Hàng tồn kho toàn ngành tăng 23% YoY và 28% YTD trong Q3/2025, phản ánh tiến độ trong các thủ tục hành chính và hoạt động xây dựng trên các dự án tiềm năng. Doanh số mở bán trước cũng đã tăng mạnh, với số tiền người mua trả trước tăng 71% QoQ và 55% YoY.

Đằng sau quá trình cải thiện này là 06 động lực chính đang dẫn dắt thị trường tiến vào giai đoạn mở rộng:

- 1) **Nỗ lực tháo gỡ vướng mắc của Chính phủ đã mang lại kết quả cụ thể**, chẳng hạn như tháo gỡ khó khăn cho 415 dự án với tổng dịch tích 3.039 ha.
- 2) **Nguồn cung cải thiện rõ rệt** trong 9T2025, đã có 215 dự án (+50% YoY), tương đương 63.686 căn (+59% YoY) đã được cấp giấy phép mở bán.
- 3) **Các chỉ báo đại diện củng cố sự vững chắc của thị trường**. Các khoản vay doanh nghiệp bất động sản, nhu cầu cho vay thế chấp và tiêu thụ thép xây dựng trong nước đều đang trên đà đi lên.
- 4) **FDI giải ngân và FDI đăng ký đạt mức cao nhất thập kỷ**. Trong 10T2025, điều này có thể dẫn cải thiện sức mua của người mua nhà
- 5) **Lãi suất thế chấp đối mặt với áp lực tăng**, nhưng điều này khó có thể làm chệch hướng sự phục hồi của tâm lý thị trường bất động sản.
- 6) **Xu hướng nhân khẩu học tích cực** vẫn tiếp diễn, hỗ trợ nhu cầu nhà ở thực tế

Một thị trường đã bị hạn chế bởi sự khan hiếm nguồn cung trong thời gian dài hiện đang bước vào giai đoạn phục hồi. Câu hỏi đặt ra không còn là liệu nguồn cung có trở lại hay không, mà là các chủ đầu tư có thể mở rộng quy mô nhanh đến mức nào? — một kết quả gắn liền với tăng trưởng kinh tế, mở rộng thu nhập và khả năng cải thiện tình hình tài chính của người mua nhà.

Chúng tôi vẫn ưu tiên các chủ đầu tư chất lượng cao với bảng CĐKT vững mạnh và danh mục dự án sắp triển khai rõ ràng. Khuyến nghị hàng đầu: **KDH (MUA)** và **DXG (MUA)** – một "ngôi sao đang lên" có hệ số beta cao. Các chủ đầu tư mới nổi (SCR, AGG, NTL, QCG) và các công ty dịch vụ bất động sản (DXS, CRE, KHG, NRC) cũng nằm trong danh sách theo dõi của chúng tôi, vì tất cả đều có thể hưởng lợi từ giai đoạn mở rộng của thị trường bất động sản.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Nhìn lại quá khứ & Xu hướng tương lai

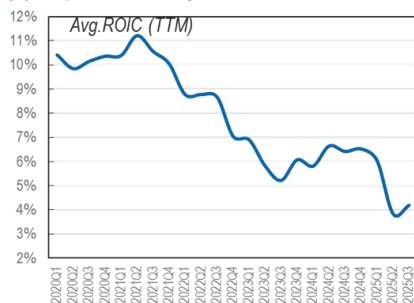
Mô hình CIGARR: Những nhận định từ KQKD Q3/2025 của 20 nhà phát triển bất động sản hàng đầu

- Các chỉ số khả năng thực thi:
 - **Hiệu quả sử dụng vốn (ROIC) vẫn ổn định:** ROIC 12 tháng gần nhất của nhóm chỉ đạt 4,2%, cho thấy khả năng sinh lời yếu kém của vốn đầu tư. Trong số top 20 chủ đầu tư trong Q3/2025, hiệu suất có sự phân hóa: ROIC cải thiện QoQ tại 11 công ty nhưng giảm đối với 9 công ty còn lại.
ROIC thấp cho thấy vốn mà các chủ đầu tư đã triển khai chưa tạo ra được lợi nhuận hiệu quả.
 - **Biên lợi nhuận gộp phục hồi:** Biên lợi nhuận gộp trong 12 tháng gần nhất tăng +0,8 điểm phần trăm QoQ trong Q3/2025, đánh dấu quý cải thiện liên tiếp thứ ba kể từ khi chạm đáy vào Q4/2024.
Sự phục hồi này phản ánh sức mạnh định giá được cải thiện trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt trong thời kỳ thị trường suy thoái.
 - **Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (PATMI) tăng mạnh từ mức nền thấp:** PATMI 9T2025 của top 20 chủ đầu tư đạt 31 nghìn tỷ đồng, tăng +22% YoY.
Nếu tính cả VHM ([NĂM GIỮ - Kém khả quan](#)) và NVL, sự phục hồi còn rõ ràng hơn nữa, với PATMI tăng +143% YoY.

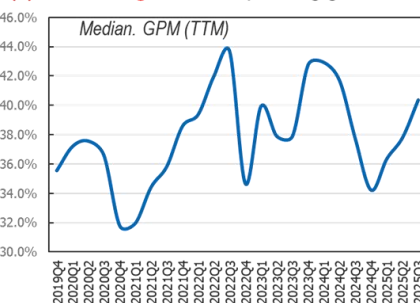
Hình 1: Mô hình phân tích CIGARR – Cập nhật KQKD Q3/2025

► Historical execution ability metrics

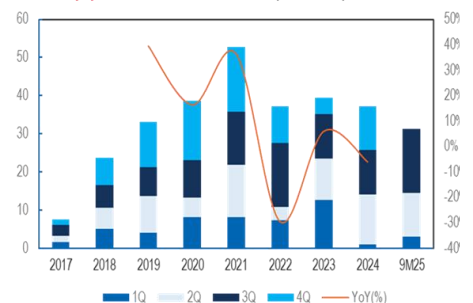
(1) Capital efficiency



(2) Increasing ASPs / Expanding gross margin

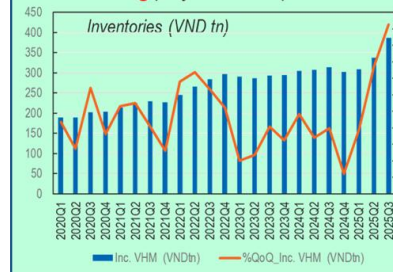


(3) Growth in PATMI (VNDtn)

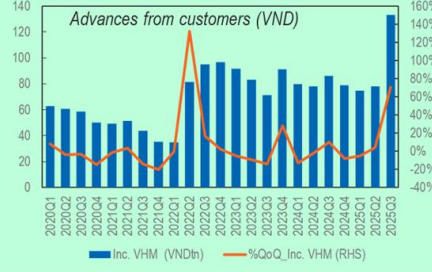


► Future earnings potential metrics

(4) Acquiring new projects and/or Accelerating project development.

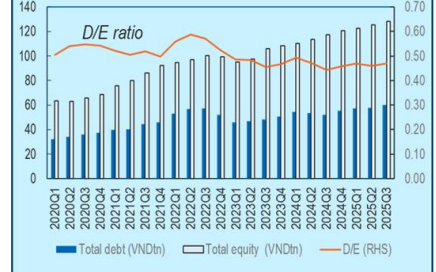


(5) Ramping up presales



► Liquidity measures

(6) Reasonable financial leverage



Nguồn: Yuanta Việt Nam; Tỷ lệ D/E của ngành không bao gồm VHM và NLG.

- Các chỉ số tiềm năng lợi nhuận trong tương lai
 - **Hàng tồn kho tăng đáng kể** khi số liệu Q3/2025 tăng +14% QoQ, 23% YoY và +28% YTD, cho thấy (1) các thủ tục hành chính trơn sẽ hơn, và (2) tiến độ xây dựng được đẩy nhanh tại các dự án trọng điểm do một số dự án lớn đã khởi công trong Q2/2025.

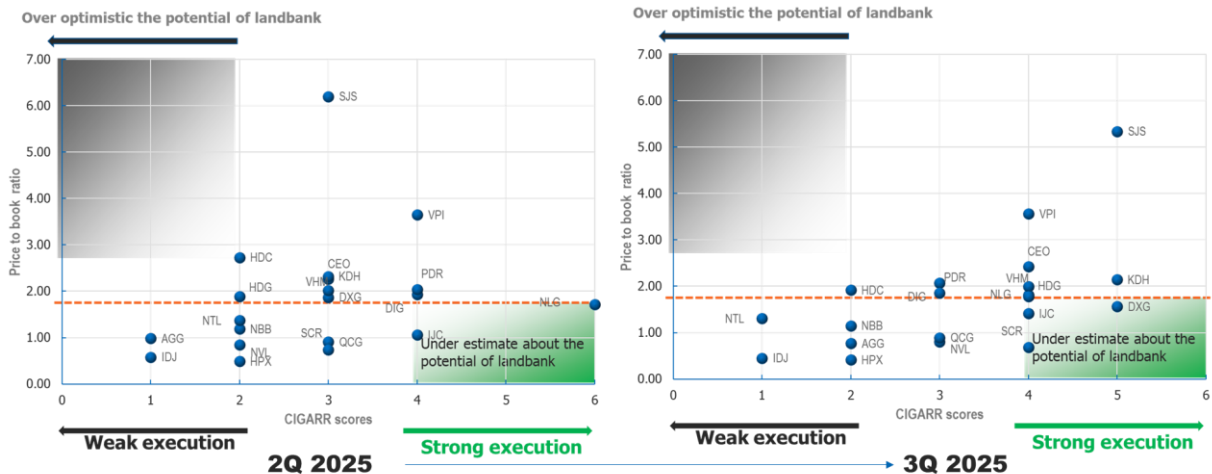
- **Thay đổi chiến lược:** Những CĐT thận trọng như NLG ([NẮM GIỮ - Kém khả quan](#)) hiện đang đẩy nhanh nỗ lực mở rộng quỹ đất và đã đạt được một vài sự tiến triển đáng chú ý.
- **Chiến lược tập trung:** Các CĐT tập trung quỹ dự án tại TP.HCM như KDH vẫn kiên định với chiến lược đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện pháp lý (như thanh toán tiền sử dụng đất, đền bù) đồng thời tiếp tục gia tăng quỹ đất ngay tại khu vực này.
- **Doanh số mở bán trước cho thấy xu hướng tăng trưởng rõ rệt:** Khoản mục người mua trả trước tăng +71% QoQ và +55% YoY. Có 8/20 CĐT báo cáo sự cải thiện về doanh số mở bán trước — xu hướng thường thấy ở giai đoạn đầu của chu kỳ mở rộng.

Chỉ số thanh khoản

- Hầu hết các CĐT trong danh mục theo dõi của chúng tôi vẫn duy trì đòn bẩy tài chính ở mức hợp lý, và khả năng thanh khoản được cải thiện sau khi đã huy động vốn thành công từ thị trường vốn.
- Thanh khoản trên CĐT của toàn bộ CĐT trong nhóm đều đã cải thiện, nhờ (1) phát hành thêm cổ phiếu tại thời điểm giá cổ phiếu đã có sự hồi phục, (2) thoái vốn các dự án đang triển khai, và (3) trạng thái tiền mặt rủng rì từ hoạt động mở bán trước.

Định giá & điểm CIGARR: Như các hình bên dưới, dựa trên sự sàng lọc của chúng tôi từ KQKD Q3/2025, DXG, SCR, IJC được xếp vào nhóm cổ phiếu “tiềm năng của quỹ đất bị đánh giá thấp” (vùng có màu xanh lá).

Hình 2: P/B hiện hành vs. điểm CIGARR



Lưu ý: Không thể chỉ dựa vào điểm CIGARR của một công ty để đưa ra đánh giá nên mua hay bán cổ phiếu công ty đó, vì còn cần phải tính đến yếu tố giá. Tuy nhiên, mô hình CIGARR sẽ cung cấp một cơ sở vững chắc để đánh giá xu hướng chung của ngành cũng như giúp người phân tích có thể “đãi cát tìm vàng”, tìm ra các doanh nghiệp có triển vọng đầu tư.
 Nguồn: Yuanta Việt Nam

Mở rộng tầm nhìn để xác định cơ hội giao dịch mới, trong bối cảnh chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản đang bước vào một giai đoạn mở rộng của một chu kỳ mới.

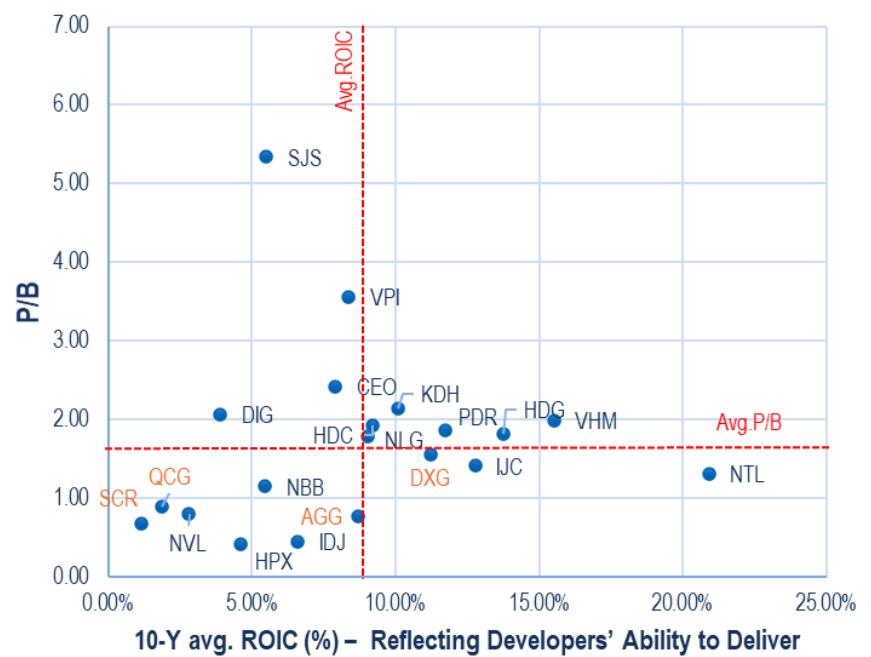
Chúng tôi kỳ vọng sự thay đổi này sẽ mang lại lợi ích cho các CĐT ở các mức độ khác nhau. Mức độ hưởng lợi của từng chủ đầu tư, phần nào sẽ dựa trên khả năng triển khai dự án trong quá khứ của các CĐT. Để sàng lọc ra các CĐT tiềm năng, chúng tôi sử dụng (1) ROIC bình quân 10 năm (%) là thang đo chính cho năng lực của mỗi CĐT trong việc liên tục mang lại KQKD tích cực, (2) định giá tương đối (P/B), và (3) sự hiểu biết của chúng tôi về danh mục dự án của các CĐT.

1. **“Ngôi sao đang lên”: DXG (BUY).** Theo quan điểm của chúng tôi, DXG cho thấy tiềm năng mạnh mẽ về lợi nhuận trong tương lai, danh mục dự án mở rộng và tầm nhìn chiến lược đang cải thiện. Điều này định vị DXG như một CĐT đáng được cân nhắc vào danh sách các doanh nghiệp đầu ngành.

2. **Các CĐT mới nổi: SCR, AGG, NTL và QCG (Không đánh giá).** Nhóm này bao gồm các CĐT nhỏ hơn đang trong giai đoạn đầu tăng trưởng. Mặc dù họ có thể chưa có những kết quả đáng kể, nhưng quỹ đất mà họ đang sở hữu cho thấy được những dấu hiệu về tiềm năng trong thời gian tới.

3. Dịch vụ bất động sản: DXS, CRE, KHG, và NRC. Những doanh nghiệp này được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ giai đoạn mở rộng tiếp theo của thị trường bất động sản.

Hình 3: P/B và ROIC bình quân 10 năm (%) – Phản ánh năng lực triển khai dự án của các CĐT



Nguồn: Yuenta Việt Nam. Dữ liệu tại 09/12/2025

Sáu trụ cột của một thị trường vững mạnh hơn

1. Nỗ lực tinh giản quy trình hành chính của Chính phủ đã mang lại kết quả cụ thể

- **Khung pháp lý đặc biệt đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất sang phát triển nhà ở**, giúp giải quyết nút thắt cho 415 dự án với tổng diện tích 3.039 ha.

Theo Nghị quyết 171, cả Hà Nội và TP.HCM đang tiến hành phê duyệt danh sách các dự án thí điểm theo từng đợt. Hà Nội đã thông qua Đợt 1 (148 lô, 840 ha; phê duyệt vào ngày 29/04) và Đợt 2 (150 lô, 690 ha; phê duyệt vào ngày 10/07), và hiện đang xem xét Đợt 3. Tại TP.HCM — sau quá trình tái cơ cấu cấp tỉnh — Đợt 1 (54 lô, 655 ha) đã được phê duyệt vào ngày 29/09 và Đợt 2 (63 lô, 854 ha) vào ngày 14/11.

- **Nghị quyết của Quốc hội sẽ được soạn thảo để giải quyết một số thiếu sót cấp bách** thay vì sửa đổi Luật Đất đai hay các quy định liên quan.

[02 quy định đáng chú ý](#) sẽ được xem xét vào tháng 12/2025, bao gồm: (1) Nếu trên 75% người sử dụng đất đồng ý bồi thường, chính quyền có thể buộc thu hồi phần diện tích còn lại và (2) Hướng dẫn chi tiết về xác định tiền sử dụng đất.

- **Các cơ quan chức năng cấp cao nhất đang tích cực tháo gỡ các nút thắt hành chính quan trọng:**

Dự án Aqua City đã được cấp giấy phép mở bán cho khoảng 2.400 căn, và quá trình xác định tiền sử dụng đất đã được đẩy nhanh. Một số dự án của các chủ đầu tư niêm yết hiện đã thanh toán tiền sử dụng đất hoặc phí bổ sung — bao gồm The Privé của DXG, Khu công nghiệp Lê Minh Xuân của KDH, Waterpoint Giai đoạn 2 của NLG, và Trảng Cát UA của KBC.

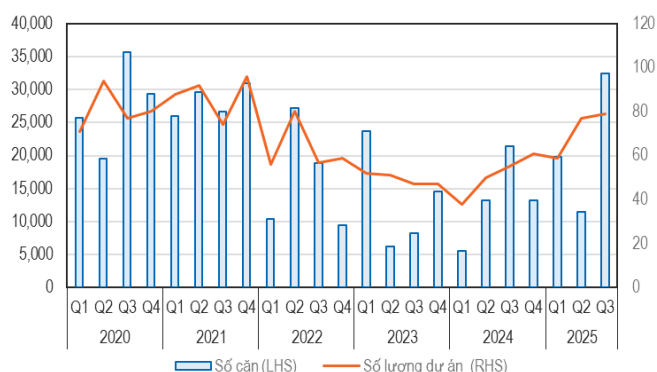
2. Nguồn cung đang cải thiện rõ rệt

Trong Q3/2025, đã có 32.449 căn (+138% QoQ; +52% YoY) được phê duyệt mở bán trước tại 79 dự án (+3% QoQ; +44% YoY). Điều này củng cố xu hướng tăng kể từ mức thấp nhất về số lượng căn hộ được phê duyệt mở bán trước trong Q2/2024.

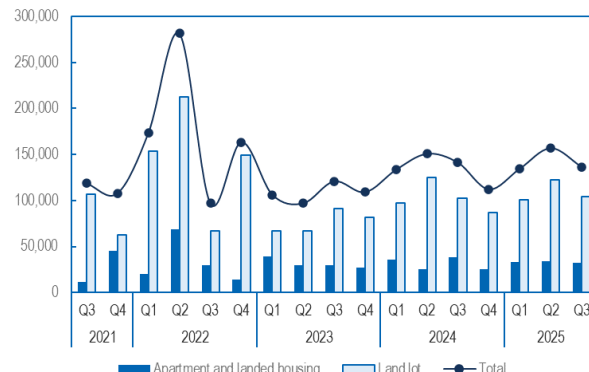
Trong 9T2025, có 215 dự án (+50% YoY), tương đương 63.686 căn (+59% YoY) đã được cấp giấy phép mở bán.

Thị trường ghi nhận 428.336 giao dịch trong 9T2025 (+1% YoY). Mặc dù mức tăng trưởng này chưa báo hiệu đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhưng nó cho thấy nhu cầu cơ bản vẫn kiên cường.

Hình 4: Số căn được cấp phép mở bán trước gia tăng



Hình 5: Số giao dịch bất động sản

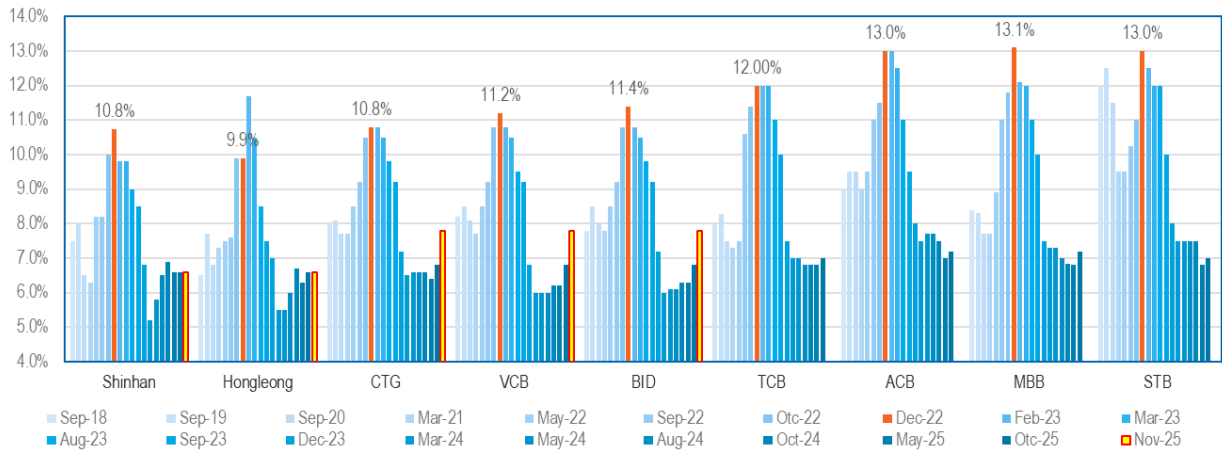


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuenta Việt Nam

3. Lãi suất thế chấp chịu áp lực gia tăng nhưng khó có thể làm chệch hướng phục hồi tâm lý thị trường bất động sản

Lãi suất thế chấp ưu đãi ở mức 5,5% – 7,5% cho các kỳ hạn 12–36 tháng nhìn chung vẫn ổn định trong những tháng gần đây.

Hình 6: Lãi suất cho vay thế chấp mua nhà ưu đãi 12-36 tháng của các NHTM



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Tuy nhiên, sau tin đồn về kết quả cuộc họp của NHNN vào ngày 20/10/2025, kỳ vọng về việc tăng lãi suất cho vay — đối với cả cho vay ký quỹ và cho vay thế chấp nhà ở — đã gia tăng trên thị trường. Các chuyên viên tín dụng mà chúng tôi trao đổi đã xác nhận rằng lãi suất thế chấp cố định 18 tháng của Vietcombank (VCB), BIDV, và Vietinbank (CTG) đã tăng từ 6,8%/năm lên 7,8%/năm. Trong khi đó, một số ngân hàng nhỏ hơn đã âm thầm tăng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng trở lên từ 6%/năm lên khoảng 7%/năm.

Xu hướng này là điển hình vào dịp cuối năm, khi các ngân hàng sắp đạt mức trần tăng trưởng tín dụng và điều chỉnh lãi suất thế chấp phù hợp với điều kiện nguồn cung tín dụng bị thắt chặt hơn.

Chúng tôi kỳ vọng rằng ngay sau khi NHNN phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng mới vào đầu năm tài chính tiếp theo, lãi suất thế chấp sẽ ổn định, mặc dù áp lực tăng vẫn có thể kéo dài.

Do nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng, lãi suất cho vay có tác động đáng kể đến hoạt động kinh tế nói chung. Đây là lý do tại sao các nhà hoạch định chính sách — trong giới hạn của các điều kiện vĩ mô toàn cầu — có xu hướng ưu tiên duy trì chi phí đi vay ở mức hợp lý và phải chăng để hỗ trợ tăng trưởng GDP.

Chúng tôi cho rằng việc lãi suất cho vay mua nhà tăng thêm +0,5 đến +1,0 điểm phần trăm, tức là nâng lãi suất ưu đãi 12 tháng lên trong khoảng từ 6,2-7,5% đến 7,2-8,5%, khó có khả năng đảo ngược sự phục hồi về tâm lý của thị trường bất động sản.

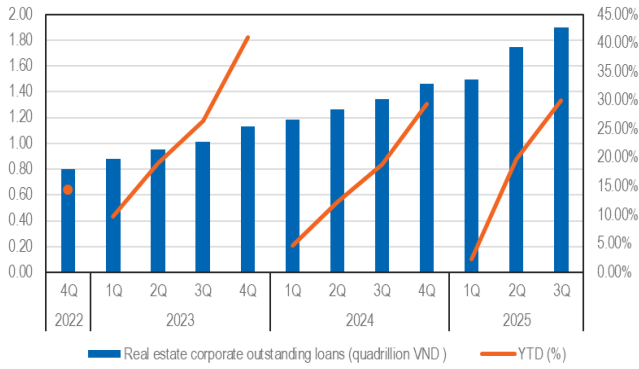
Quan điểm này được củng cố bởi dữ liệu lịch sử, khi lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi 12 tháng dao động trong khoảng 7-9% trong giai đoạn phục hồi chu kỳ trước của thị trường bất động sản (2014-2018).

4. Các chỉ báo đại diện cũng chỉ ra khả năng phục hồi của thị trường bất động sản

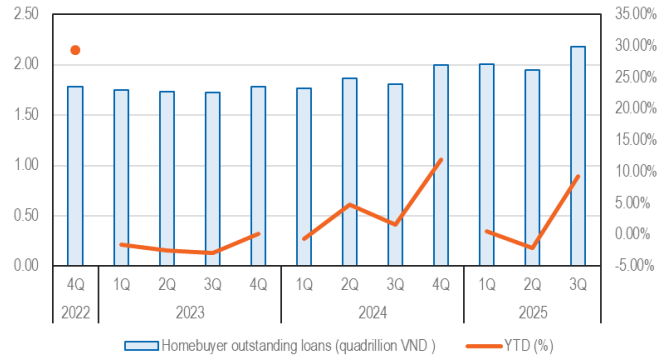
- **Tăng trưởng tín dụng thế chấp nhấn mạnh khả năng phục hồi của tâm lý người mua nhà.** Các khoản vay mua nhà tăng +9,34% YTD tính đến cuối Q3/2025, duy trì đà tích cực sau mức tăng trưởng cả năm 11,94% trong năm 2024. Đây là một sự phục hồi đáng chú ý so với mức tăng trưởng thấp nhất +0,08% YoY trong năm 2023.

Tăng trưởng cho vay doanh nghiệp bất động sản đã tăng mạnh, báo hiệu cả việc chuẩn bị nguồn cung mới và tái cơ cấu bảng cân đối kế toán. Hoạt động cho vay doanh nghiệp đối với lĩnh vực bất động sản đã tăng đáng kể trong vài năm qua -- tăng +41% YoY vào năm 2023, tăng +29% vào năm 2024, và tiếp tục tăng +30% YTD tính đến cuối Q3/2025.

Hình 7: Dư nợ cho vay doanh nghiệp bất động sản (nghìn tỷ đồng)



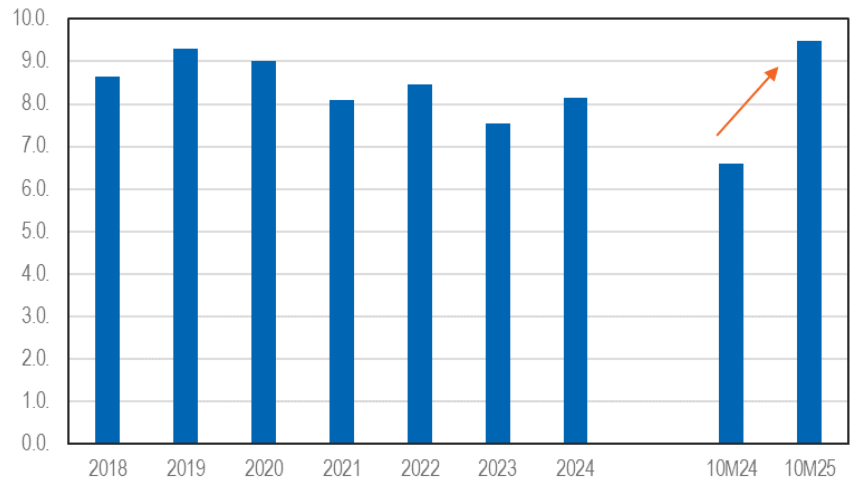
Hình 8: Dư nợ cho vay mua nhà (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yunta Việt Nam

- Tiêu thụ thép xây dựng trong nước đã hình thành xu hướng tăng.** Tiêu thụ thép xây dựng trong 10T2025 đạt 9,5 triệu tấn (+44% YoY) – đã vượt qua mức của bất kỳ năm nào trước đây. Kết quả này được tạo ra trên đà phục hồi 8% YoY vào năm 2024, sau mức sụt giảm 11% vào năm 2023. Việc sử dụng thép không nhất thiết chỉ dành cho bất động sản nhà ở, nhưng con số tăng trưởng này cũng cho thấy sự vững chắc trong xây dựng nhà ở.

Hình 9: Tiêu thụ thép xây dựng trong nước (triệu tấn)

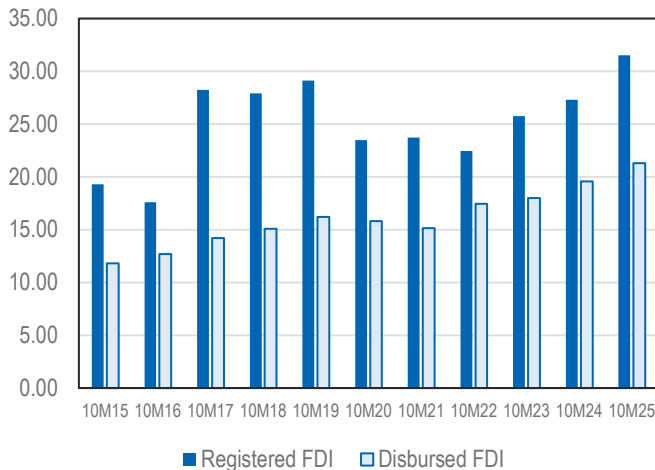


Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, Yunta Việt Nam.

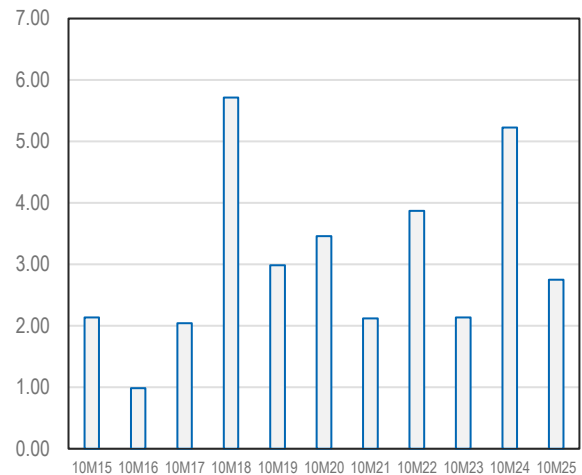
5. Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam vẫn duy trì mạnh mẽ.

- **FDI giải ngân và đăng ký đạt mức cao nhất trong thập kỷ vào 10T2025.** FDI giải ngân đạt 21,3 tỷ USD (+9% YoY), FDI đăng ký đạt tổng cộng 31,5 tỷ USD (+15% YoY) -- Cả 02 số liệu này đều thiết lập cột mốc cao nhất trong giai đoạn mười tháng đầu năm trong hơn một thập kỷ qua.
- **Dòng vốn FDI chảy vào bất động sản ở mức trung bình thập kỷ.** Trong mười tháng đầu năm, tổng FDI đăng ký vào lĩnh vực bất động sản đạt 2,8 tỷ USD (-47% YoY).

Hình 10: Tổng giá trị FDI (tỷ USD)



Hình 11: Giá trị FDI đăng ký đối với lĩnh vực bất động sản (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, Yuanta Việt Nam

- **Điểm khác biệt then chốt so với thời kỳ suy thoái 2008–2013 là sức mạnh niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài.** Không giống như cuộc suy thoái trước - tâm lý nhà đầu tư nước ngoài đối với Việt Nam suy yếu rõ rệt, niềm tin hiện tại vẫn vững chắc, được phản ánh qua dòng vốn FDI kiên cường và sự quan tâm liên tục vào các lĩnh vực sản xuất và dịch vụ.
- **Niềm tin FDI mạnh mẽ hỗ trợ đà phục hồi.** Theo quan điểm của chúng tôi, dòng vốn nước ngoài bền vững vào nền kinh tế rộng lớn hơn có thể dần dần cải thiện sức mua của người mua nhà bằng cách hỗ trợ việc làm, triển vọng thu nhập và hoạt động kinh tế nói chung.

6. Đặc điểm nhân khẩu học

Việt Nam đang ở giai đoạn cuối của thời kỳ “dân số vàng”, với khoảng một thập kỷ còn lại trước khi số lượng người phụ thuộc (trẻ em, và người cao tuổi) gia tăng, bắt đầu tạo gánh nặng đáng kể lên lực lượng lao động.

Do đó, dù nhân khẩu học không hoàn hảo từ góc độ phát triển kinh tế dài hạn, nhưng những yếu tố thuận lợi vẫn sẽ kéo dài thêm một thập kỷ nữa.

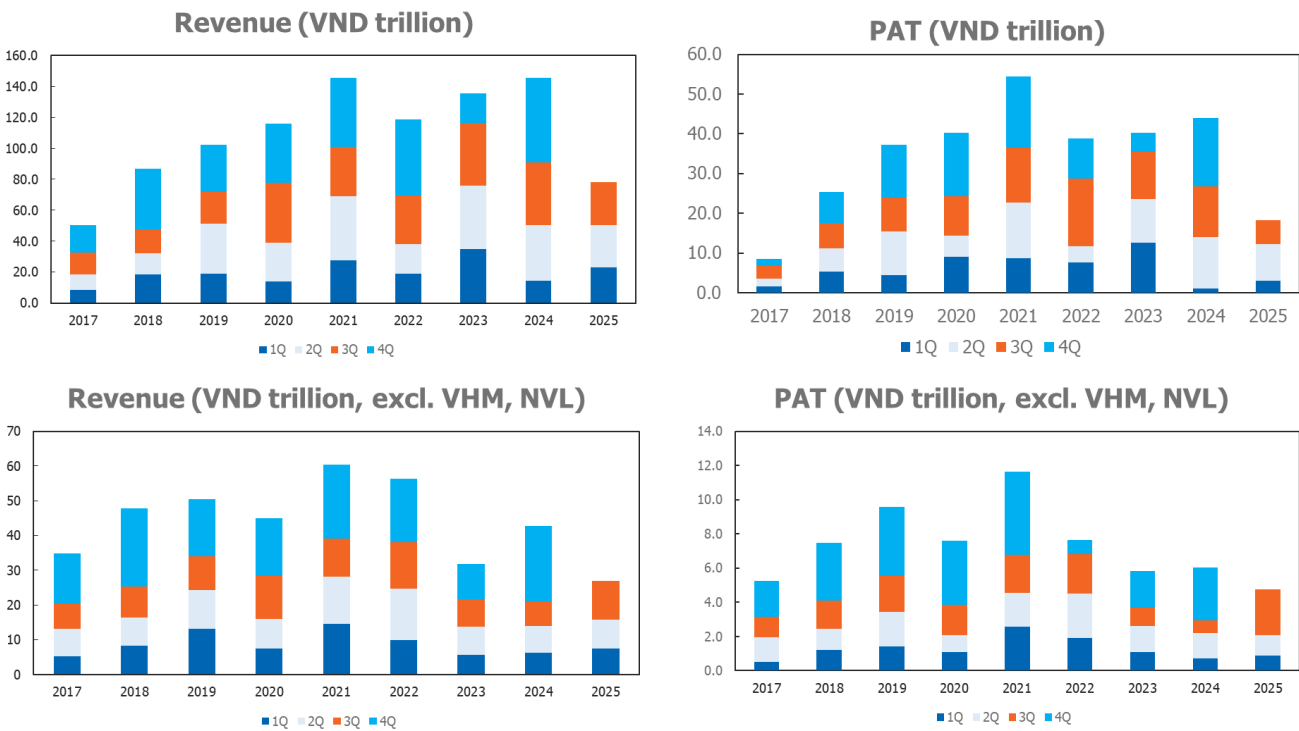
Khung phân tích Q3/2025: Hít thở sâu

Các chỉ số về khả năng thực thi

KQKD tổng thể kém khả quan... Top 20 chủ đầu tư hàng đầu báo cáo doanh thu 9T2025 đạt 78 nghìn tỷ đồng (-14% YoY) và LNST đạt 18 nghìn tỷ đồng (-32% YoY), lần lượt hoàn thành chỉ 33% và 37% so với mục tiêu cả năm.

... nhưng tốc độ tăng trưởng cốt lõi ghi nhận tăng nếu loại bỏ các yếu tố gây nhiễu. Các công ty có quy mô lớn và đang trong quá trình tái cấu trúc thường làm chệch các so sánh trong ngành. Khi loại bỏ VHM và NVL, hiệu suất của ngành cho thấy sự cải thiện rõ rệt: Doanh thu toàn ngành tăng 27% YoY và LNST tăng 61% YoY trong 9T2025. Điều này phản ánh sự phục hồi trên diện rộng đối với các chủ đầu tư quy mô vừa và vốn hóa lớn.

Hình 12: KQKD Q3/2025 của Top 20 CĐT niêm yết



LNST và lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)

Row	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Sum
2022Q1	1	35	63	270	97	244	21	14	174	299	2	1	36	1,080	282	12	57	12	4,540	64	7,304
2022Q2	120	27	79	133	79	362	11	57	191	332	0	111	58	749	413	15	64	7	509	219	3,534
2022Q3	42	28	-1	153	72	251	93	55	119	352	0	8	13	197	718	2	21	3	14,494	82	16,701
2022Q4	-186	188	4	-408	172	248	18	12	33	119	14	437	4	239	-267	-5	-91	97	8,928	134	9,691
2023Q1	5	29	79	-95	32	303		30	108	200	0	7	2	-377	24	1	1	12	11,917	322	12,600
2023Q2	76	48	10	156	20	45		18	142	248	1	121	0	-153	276	-11	2	58	9,652	122	10,833
2023Q3	54	37	17	68	32	84	4	22	69	208	0	66	1	171	102	10	1	35	10,695	39	11,716
2023Q4	41	46	66	47	47	289	71	48	76	62	8	290	363	1,646	283	15	5	81	826	40	4,350
2024Q1	200	36	-117	31	1	221	17	15	39	63	0	-77	5	-567	53	1	5	44	885	92	949
2024Q2	25	41	126	33	50	74	29	40	74	278	1	145	396	941	50	-16	1	51	10,784	24	13,147
2024Q3	24	44	7	31	13	138	11	28	87	70	0	-52	4	3,120	51	26	1	47	7,866	110	11,625
2024Q4	47	66	89	158	0	153	4	3	156	398	0	497	-48	-2,307	369	62	1	122	11,537	104	11,412
2025Q1	10	39	-35	48	14	155	14	12	45	122	0	108	6	-443	51	9	2	67	2,689	141	3,056
2025Q2	81	52	67	81	58	-18	33	6	97	199	0	99	1	-161	65	7	29	104	7,508	4	8,312
2025Q3	109	47	211	93	538	285	6	6	254	236	1	146	13	-878	86	24	1	3	4,184	118	5,483

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Kỳ vọng LNST tăng trưởng hai chữ số trong năm chuyển đổi chiến lược từ phòng thủ sang mở rộng. Ngành bất động sản đang đặt mục tiêu tăng trưởng LNST là 12% trong 2025E, được hỗ trợ bởi mục tiêu tăng trưởng tổng doanh thu toàn ngành lên tới 62% YoY.

Có 16/20 chủ đầu tư hàng đầu đang đặt mục tiêu tăng trưởng LNST trong 2025, so với chỉ 11 công ty vào năm 2023 và 14 công ty vào năm 2024. Điều này cho thấy hầu hết các chủ đầu tư hiện đã chuẩn bị tốt về mặt nguồn cung. Mục tiêu tăng trưởng LNST trung bình là 92% YoY, với mức tăng trưởng trung vị là 27% YoY.

Hình 13: Kế hoạch lợi nhuận năm 2025 của Top 20 CĐT niêm yết

Sales					
Ticker	2024A	2025 Guidance	Growth Rate (2025 guidance vs 2024A)	9M25	Completion Rate (9M25/2025 guidance)
AGG	1,913	800	-58%	556	70%
CEO	1,308	1,543	18%	990	64%
DIG	1,545	3,500	127%	2,025	58%
DXG	4,737	7,000	48%	2,763	39%
HDC	556	1,652	197%	281	17%
HDG	2,786	2,936	5%	1,928	66%
HPX	1,616	2,327	44%	714	31%
IDJ	687	857	25%	821	96%
IJC	1,052	2,086	98%	1,060	51%
KDH	3,295	3,800	15%	2,869	76%
NBB	67	404	507%	30	7%
NLG	7,196	6,794	-6%	3,941	58%
NTL	903	80	-91%	13	17%
NVL	9,042	13,411	48%	5,399	40%
PDR	2,017	2,982	48%	964	32%
QCG	729	2,000	174%	354	18%
SCR	800	800	0%	951	119%
SJS	645	1,211	88%	371	31%
VHM	102,889	180,000	75%	51,093	28%
VPI	1,896	2,450	29%	824	34%
Sector	145,680	236,633	62%	77,946	33%

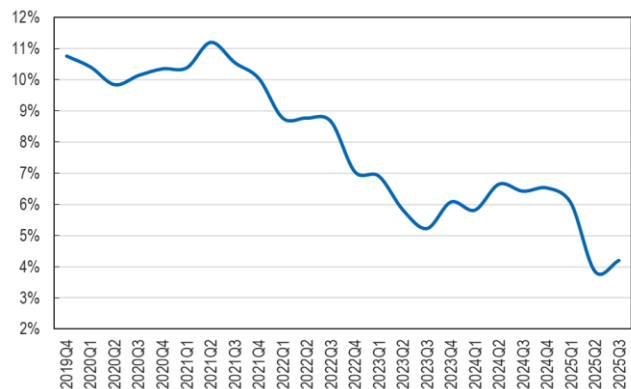
PAT					
Ticker	2024	2025 Guidance	Growth Rate (2025 guidance vs 2024A)	9M25	Completion Rate (9M25/2025 guidance)
AGG	261	340	30%	199	59%
CEO	166	182	10%	148	81%
DIG	102	574	461%	221	39%
DXG	454	368	-19%	511	139%
HDC	66	424	545%	610	144%
HDG	766	1,057	38%	571	54%
HPX	65	110	69%	56	51%
IDJ	86	104	21%	24	23%
IJC	355	429	21%	397	93%
KDH	803	1,000	25%	841	84%
NBB	1	2	86%	1	40%
NLG	1,382	701	-49%	441	63%
NTL	357	24	-93%	21	85%
NVL	3,321	-12	-100%	-1,820	
PDR	523	880	68%	201	23%
QCG	72	240	234%	34	14%
SCR	9	40	330%	34	85%
SJS	265	602	127%	175	29%
VHM	34,597	42,000	21%	15,313	36%
VPI	308	350	14%	263	75%
Sector	43,958	49,415	12%	18,242	37%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuenta Việt Nam

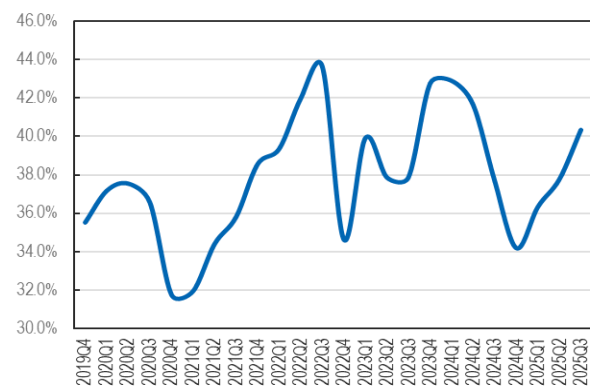
Hiệu quả sử dụng vốn (ROIC) giảm xuống mức thấp: ROIC trong 12 tháng gần nhất chỉ đạt 4,2%, phản ánh tỷ suất sinh lời trên vốn yếu kém. Trong số 20 chủ đầu tư hàng đầu trong Q3/2025, hiệu suất có sự phân hóa: ROIC đã cải thiện QoQ đối với 11 công ty nhưng giảm đối với 9 công ty còn lại.

Kết quả ROIC mờ nhạt này cho thấy vốn đã được triển khai của các chủ đầu tư chưa tạo ra lợi nhuận hiệu quả.

Hình 14: ROIC toàn ngành BĐS 12 tháng gần nhất



Hình 15: Biên LN gộp toàn ngành BĐS 12 tháng gần nhất



Nguồn: Company data, Yuenta Việt Nam

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục phục hồi: Biên lợi nhuận gộp 12 tháng gần nhất tăng 0,8 điểm phần trăm QoQ trong Q3/2025, đánh dấu sự cải thiện của quý thứ ba liên tiếp kể từ khi chạm đáy vào Q4/2024.

Sự phục hồi này phản ánh tiềm năng định giá tốt hơn trong điều kiện nguồn cung bị thắt chặt trong thời kỳ thị trường suy thoái.

Các chỉ số tiềm năng lợi nhuận tương lai cho thấy nguồn cung sẽ dần phục hồi vào năm 2025

Hàng tồn kho trong Q3/2025 đã tăng đáng kể 14% QoQ, 23% YoY, và 28% YTD. Điều này cho thấy rằng (1) các thủ tục hành chính đã suôn sẻ hơn, và (2) tiến độ xây dựng được đẩy nhanh tại các dự án trọng điểm, do nhiều dự án lớn đã khởi công xây dựng trong Q2/2025, như:

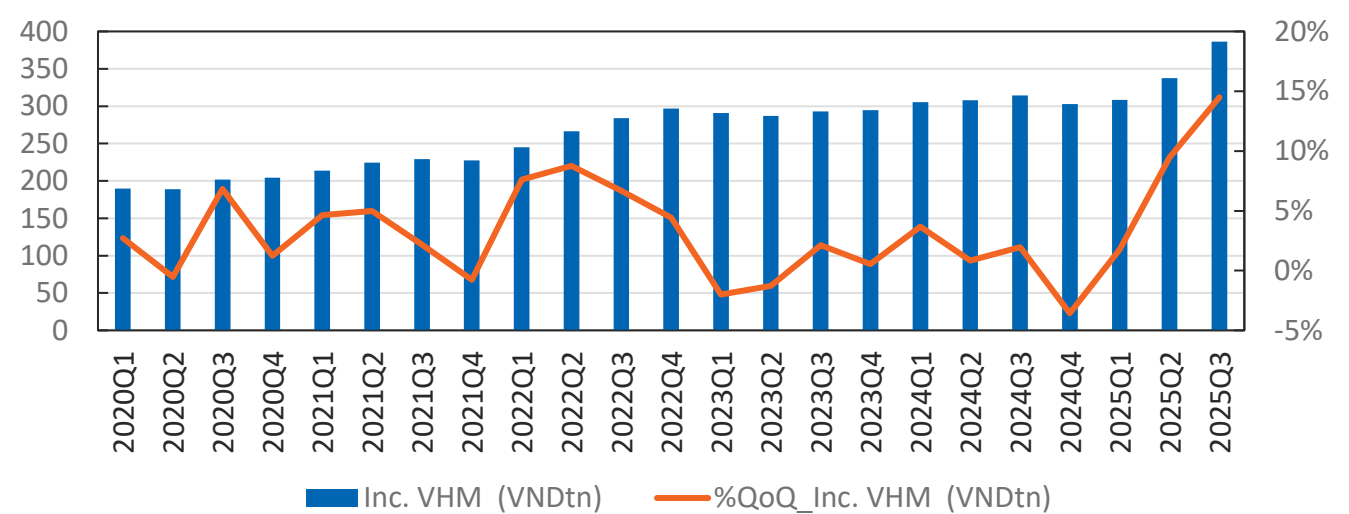
The Privé, 4,2 ha (**DXG**), 04 siêu dự án của **VHM** tại các thị trường tỉnh (Vinhomes Green City 197 ha, Vinhomes Cần Giờ 2.870 ha, Vinhomes Ninh Dương Kiên Thụy 240 ha, Vinhomes Cam Ranh 1.250 ha), **SCR** (Đảo Kim Quy, 48 ha), Dự án The Gio, 2,9 ha (Giai đoạn 2, **AGG**), Thuận An 1 & 2, 4,5 ha (**PDR**).

Chuyển đổi chiến lược: Các chủ đầu tư thận trọng như NLG hiện đang tăng tốc nỗ lực mở rộng quỹ đất và đã đạt được một số tiến bộ đáng chú ý.

Chiến lược trọng tâm: Các chủ đầu tư tập trung quỹ dự án tại TP.HCM như KDH duy trì chiến lược nhất quán — đẩy nhanh thủ tục hành chính (thanh toán tiền sử dụng đất, đền bù) đồng thời tiếp tục mở rộng quỹ đất ngay trong thành phố.

Vinhomes (VHM) nổi bật. VHM tạo sự khác biệt thông qua việc mở rộng quỹ đất mạnh mẽ và đồng thời khởi công xây dựng nhiều siêu dự án.

Hình 16: Hàng tồn kho – Thâu tóm dự án mới và/hoặc đẩy nhanh phát triển dự án

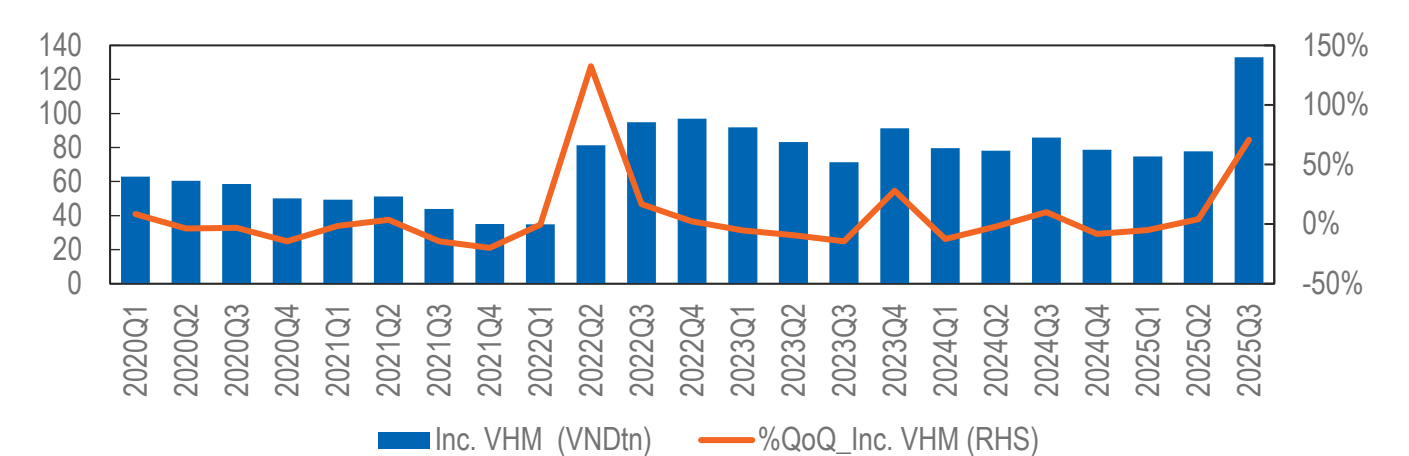


Row L	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Total
2022Q1	6,670	592	4,040	11,400	1,870	1,480	3,950	1,620	3,880	11,500	1,010	15,900	1,240	120,000	12,200	7,340	2,780	3,560	29,700	4,090	244,822
2022Q2	5,051	923	5,374	12,585	1,842	1,465	4,079	2,001	3,671	12,113	1,202	16,083	1,268	125,508	13,107	7,149	2,858	3,693	41,978	4,293	266,242
2022Q3	3,666	1,463	5,630	14,108	1,786	1,529	3,807	1,933	3,542	12,729	1,272	16,105	1,234	129,636	13,378	7,130	2,860	3,664	54,628	3,939	284,040
2022Q4	3,723	1,468	5,923	14,238	1,092	1,354	3,595	2,027	3,565	12,441	1,355	14,828	1,211	134,485	12,131	7,203	2,776	3,745	65,816	3,667	296,643
2023Q1	4,059	1,471	6,037	15,114	1,131	1,120		1,736	3,493	12,656	1,418	15,612	1,199	136,905	12,132	7,094	2,842	3,765	60,947	1,987	290,717
2023Q2	3,353	1,458	6,310	14,788	1,155	1,061		1,773	3,091	12,970	1,554	16,269	1,167	139,010	12,171	7,097	2,854	3,850	55,101	1,991	287,024
2023Q3	2,165	1,638	6,279	14,788	1,146	1,093	3,320	1,832	3,089	17,153	1,587	16,868	1,241	137,755	12,158	7,101	2,850	3,842	55,169	2,054	293,129
2023Q4	2,014	1,272	6,553	14,139	1,138	1,060	2,980	1,728	3,073	18,788	1,576	17,416	1,003	138,759	12,200	7,036	3,665	4,194	52,380	3,714	294,687
2024Q1	1,229	1,443	6,787	14,010	1,283	941	2,895	1,720	2,773	20,491	1,662	18,118	983	141,043	12,302	7,034	4,018	4,257	58,809	3,760	305,555
2024Q2	1,084	1,328	7,657	13,896	1,303	899	2,756	1,657	4,019	21,458	1,795	19,232	695	142,186	12,523	7,029	4,101	4,266	56,364	3,870	308,120
2024Q3	900	1,275	7,865	13,830	1,344	891	2,671	1,550	3,733	22,450	1,874	20,371	508	145,429	12,854	6,923	4,017	4,310	58,034	3,361	314,188
2024Q4	776	1,374	8,157	13,440	1,361	874	2,698	1,433	3,683	22,180	1,949	18,061	500	147,031	13,400	6,638	3,452	4,233	48,781	2,959	302,980
2025Q1	671	1,421	9,088	13,387	1,380	872	2,755	1,387	3,700	22,404	1,980	17,609	510	149,059	14,038	1,262	3,286	4,283	55,731	3,525	308,347
2025Q2	605	1,374	9,192	14,230	1,408	784	2,451	932	3,725	23,007	2,018	17,967	519	150,533	14,106	1,202	3,555	4,249	80,630	5,061	337,549
2025Q3	523	1,404	8,658	14,635	1,433	792	2,566	842	4,180	23,086	2,026	17,916	506	152,706	14,977	1,178	3,582	4,356	125,690	5,421	386,476

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuenta Việt Nam

Hoạt động mở bán trước ghi nhận xu hướng tăng rõ rệt. Khoản mục khách hàng trả trước đã tăng 71% QoQ và 55% YoY. Có 8/20 chủ đầu tư đã báo cáo sự cải thiện trong hoạt động bán trước. Xu hướng này thường phù hợp với các giai đoạn đầu của một chu kỳ mở rộng.

Hình 17: Khách hàng trả trước – Hoạt động mở bán trước



Row L	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Total	(+/-)
2022Q1	4,570	460	1,720	2,010	154	1,230	143	1,790	17	149	31	2,970	292	10,300	1,430	666	1,030	149	5,810	47	34,968	-111
2022Q2	3,726	790	1,644	2,119	203	1,051	312	1,906	7	376	29	3,543	251	12,562	2,204	326	986	164	48,975	130	81,305	46,336
2022Q3	2,676	1,146	1,479	2,177	162	1,044	509	1,773	7	529	28	3,838	169	14,864	2,110	348	948	92	60,421	502	94,822	13,517
2022Q4	3,106	430	1,460	2,383	94	750	1,099	2,026	10	988	28	3,271	88	15,963	1,239	366	530	95	62,337	585	96,846	2,024
2023Q1	3,627	388	1,538	2,655	135	497		2,061	6	836	28	3,617	36	16,617	1,134	241	612	84	56,810	852	91,774	-5,072
2023Q2	2,650	1,192	1,664	2,462	179	325		2,042	7	1,355	51	3,351	56	17,155	196	241	571	72	49,284	428	83,283	-8,491
2023Q3	1,176	1,260	1,685	2,469	166	382	776	2,116	8	897	56	3,323	22	17,778	4	241	567	17	38,103	289	71,336	-11,947
2023Q4	1,899	1,100	1,765	1,753	172	296	574	1,906	7	2,354	51	3,815	18	19,195	4	230	585	3	54,504	1,019	91,248	19,913
2024Q1	735	1,099	1,844	1,458	238	96	1,247	1,884	7	2,702	51	4,204	16	19,531	4	178	576	59	43,551	240	79,722	-11,527
2024Q2	767	879	1,971	1,333	222	9	1,102	1,703	7	2,939	44	4,519	11	19,633	4	191	816	83	41,715	239	78,187	-1,534
2024Q3	656	847	2,367	983	224	21	1,089	1,544	8	2,927	47	4,638	12	20,181	4	153	699	3	49,421	111	85,934	7,746
2024Q4	480	817	2,426	1,134	274	19	714	1,297	12	1,903	43	3,024	4	18,915	4	81	497	655	46,383	86	78,768	-7,166
2025Q1	394	763	2,589	1,764	324	15	815	1,208	8	1,315	50	2,279	4	18,273	27	137	644	846	43,294	76	74,825	-3,943
2025Q2	328	568	3,008	1,213	346	16	692	666	16	384	51	2,679	4	18,436	51	148	435	683	47,943	175	77,842	3,016
2025Q3	234	542	3,044	2,942	293	14	663	532	16	379	29	2,447	4	18,789	25	94	584	683	100,841	830	132,986	55,144

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

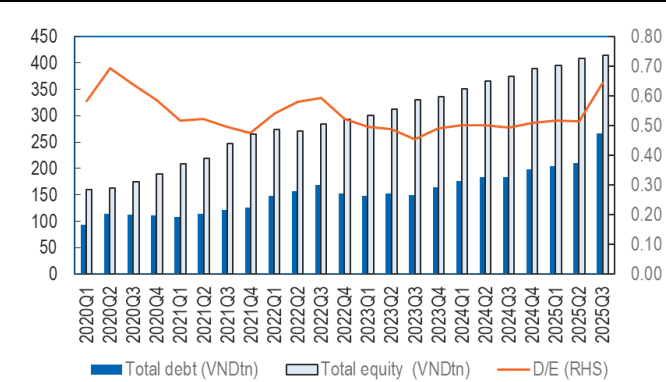
Đòn bẩy trở lại mức bình thường (loại trừ VHM/ NVL); Nguồn vốn ngân hàng trở thành kênh chủ chốt

Hầu hết các chủ đầu tư trong phạm vi phân tích của chúng tôi duy trì mức đòn bẩy tài chính hợp lý, và thanh khoản đã cải thiện sau các hoạt động tăng vốn cổ phần thành công. Tổng nợ vay đạt 266 nghìn tỷ đồng trong 9T2025 (+27% QoQ / +44% YoY), nâng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của ngành từ 0,51x lên 0,64x. Tuy nhiên, loại trừ VHM (một chủ đầu tư lớn, có đòn bẩy cao) và NVL (hiện đang tái cấu trúc), ngành vẫn nằm trong phạm vi đòn bẩy hợp lí với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là 0,4x.

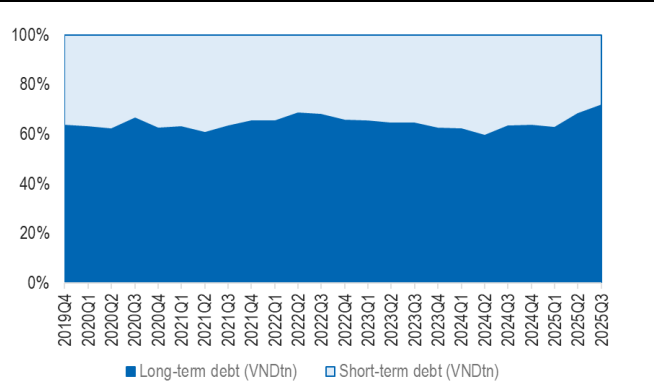
Thanh khoản đã được củng cố, nhờ vào: (1) Phát hành cổ phiếu trong bối cảnh thị trường chứng khoán phục hồi, (2) Phát hành trái phiếu có chọn lọc, và (3) Thoái vốn khỏi các dự án tiềm năng.

Xu hướng vay nợ cũng phản ánh việc các chủ đầu tư ngày càng phụ thuộc vào nguồn vốn ngân hàng. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp trên thực tế chỉ có thể tiếp cận được đối với các chủ đầu tư lớn có quan hệ ngân hàng mạnh mẽ, do các ngân hàng thương mại hiện là bên nắm giữ trái phiếu chính. Đối với hầu hết các chủ đầu tư khác, khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu vẫn bị hạn chế, dẫn đến sự phụ thuộc lớn hơn vào các khoản vay ngân hàng — thường chỉ khả dụng cho các dự án đã có các phê duyệt hành chính quan trọng. Trong bối cảnh này, sự gia tăng tổng nợ vay cho thấy một môi trường cấp vốn hỗ trợ hơn chứ không phải là sự gia tăng căng thẳng tài chính.

Hình 18: Tổng nợ vay tăng, nhưng vốn chủ sở hữu tăng nhanh hơn trong nhiều quý vừa qua.



Hình 19: Nợ dài hạn chiếm ưu thế, cho thấy cấu trúc vốn bền vững hơn.



Tình hình thanh khoản

3Q2025	Cash coverage of short-term debt		1883%	155%	162%	187%	175%	268%	98%	255%	129%	105%	47%	5%	33%	10%	18%	20%	15%	2%	12%
	Net debt to equity	-74%	-17%	1%	35%	12%	45%	22%	5%	15%	23%	39%	17%	34%	47%	48%	57%	69%	110%	239%	119%
	Liability to Asset	12%	21%	29%	38%	41%	44%	45%	47%	48%	56%	65%	34%	42%	44%	51%	55%	56%	59%	76%	77%
Ticker		NTL	CEO	IDJ	KDH	DXG	HDG	NLG	QCG	DIG	SJS	VHM	IJC	AGG	HDC	PDR	HPX	SCR	VPI	NBB	NVL

Tổng nợ vay (tỷ đồng)

Row	L	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Total	QoQ_Change
2022Q1		2,876	1,750	5,365	4,304	1,606	7,100	5,510	377	1,168	4,433	2,367	3,218	0	69,600	4,810	452	1,696	1,437	25,510	4,401	147,980	21,748
2022Q2		2,321	1,739	5,090	5,978	1,770	6,881	5,312	353	1,004	5,762	3,060	4,441	0	68,567	4,842	453	1,801	1,562	31,861	4,487	157,286	9,307
2022Q3		1,665	1,663	5,302	5,982	1,709	6,595	4,755	321	968	7,206	3,121	4,596	0	71,743	5,265	457	1,851	1,562	40,152	4,223	169,135	11,849
2022Q4		1,534	1,165	3,845	5,771	1,690	6,123	3,318	201	1,010	6,771	3,130	5,179	0	64,577	4,440	417	1,909	1,608	36,177	3,966	152,832	-16,304
2023Q1		1,218	1,107	2,763	5,965	1,704	5,861	0	217	912	6,468	2,705	5,605	0	62,729	3,476	584	1,957	1,572	39,699	3,955	148,498	-4,334
2023Q2		1,382	639	2,725	6,027	1,676	5,669	0	221	1,046	5,803	3,869	5,047	87	61,579	3,889	598	2,727	1,578	43,369	4,043	151,974	3,476
2023Q3		1,406	616	2,809	5,616	1,626	5,628	2,669	150	1,033	4,984	3,546	5,662	150	58,944	3,366	590	2,700	1,562	43,126	4,111	150,296	-1,678
2023Q4		1,460	822	3,112	5,289	1,705	5,426	2,465	109	991	6,346	3,640	6,107	150	57,705	3,105	582	2,994	1,456	56,684	4,627	164,775	14,479
2024Q1		1,489	575	4,239	5,207	1,742	5,313	2,390	103	1,072	7,674	3,082	6,214	0	58,233	3,542	570	3,115	1,456	63,897	6,502	176,417	11,642
2024Q2		1,231	563	4,325	5,088	1,802	5,152	2,295	98	557	7,740	3,076	6,532	0	59,215	4,184	434	3,008	1,025	70,538	6,219	183,082	6,665
2024Q3		1,036	543	3,679	5,421	1,651	5,047	1,997	142	562	7,808	3,479	6,590	0	59,837	4,415	421	3,016	594	72,171	5,693	184,102	1,020
2024Q4		1,417	528	3,850	6,556	1,598	4,884	2,041	165	1,194	7,098	4,426	6,961	0	61,532	5,343	380	3,676	571	81,292	4,549	198,061	13,959
2025Q1		1,418	501	3,350	7,545	1,586	4,784	1,878	167	1,165	7,400	4,527	7,101	0	59,257	5,337	367	3,791	519	87,950	5,951	204,596	6,535
2025Q2		1,231	481	3,367	5,894	1,430	5,013	1,556	170	1,111	9,142	4,449	6,851	0	61,831	5,682	378	4,139	782	90,401	6,132	210,040	5,444
2025Q3		1,193	433	3,280	6,339	1,626	4,879	2,379	180	1,147	9,884	4,372	6,992	0	64,284	5,892	362	4,176	956	141,490	6,043	265,905	55,865

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuenta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office

Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

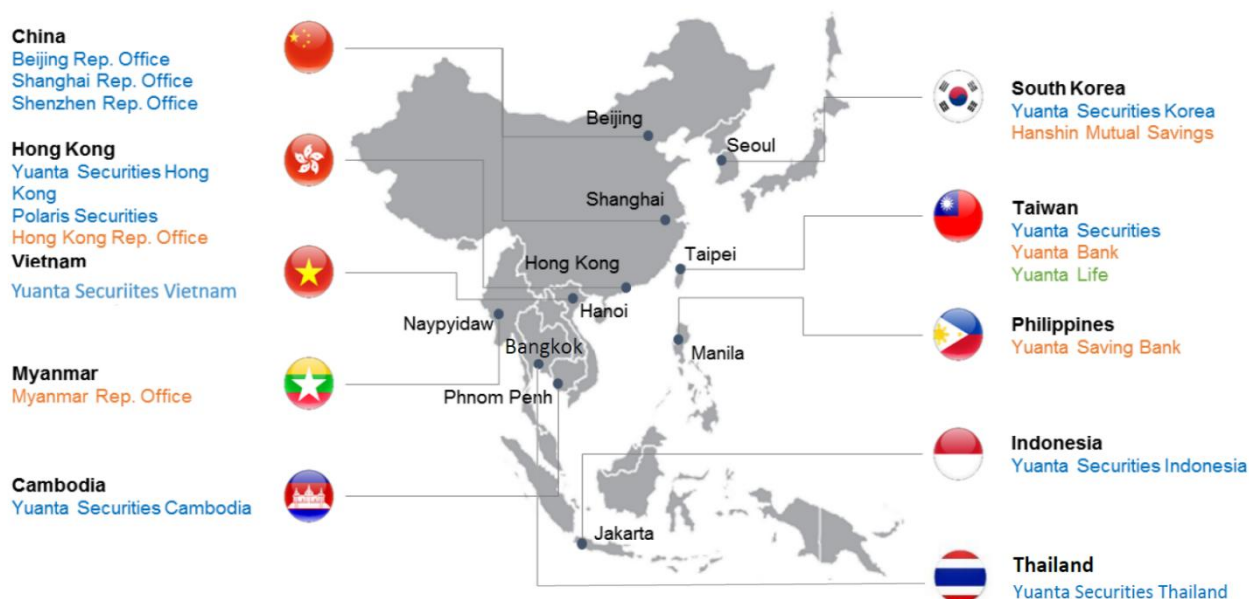
Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn