

# Triển vọng 2026 | Ngành Bất động sản dân cư

## Năm bắt thời cơ trong giai đoạn mở rộng

### Chuyên viên phân tích:

- Phạm Thị Thanh Huyền ([huyen.phamthithanh@mbs.com.vn](mailto:huyen.phamthithanh@mbs.com.vn))
- Nguyễn Minh Đức ([duc.nguyenminh@mbs.com.vn](mailto:duc.nguyenminh@mbs.com.vn))

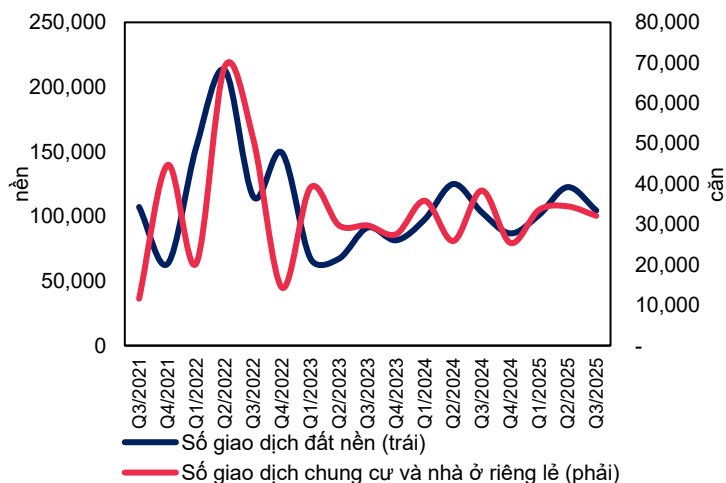
## Tóm tắt

- Năm 2025 trôi qua với nhiều thay đổi trên thị trường bất động sản Việt Nam: vĩ mô thế giới và trong nước biến động, pháp lý cải cách, địa giới hành chính sáp nhập. Những thay đổi này vừa là động lực, vừa là áp lực khi ngành bất động sản chỉ vừa bước ra khỏi giai đoạn khó khăn năm 2022-2024 (nhiều kênh vốn đình trệ, quy hoạch pháp lý chậm trễ kéo theo áp lực tài chính gia tăng cho các doanh nghiệp). Trên thực tế, với những chính sách hỗ trợ pháp lý tích cực của Chính phủ và việc đẩy nhanh phê duyệt quy hoạch tại các địa phương, nhiều doanh nghiệp đã tận dụng cơ hội để triển khai dự án và cho thấy những tín hiệu phục hồi đầu tiên của một chu kỳ mới.
- Nhìn sang năm 2026, có nhiều cơ sở để chúng tôi tin rằng giai đoạn 2026-2027 sẽ là **giai đoạn mở rộng** của ngành bất động sản Việt Nam:
  - (1) hạ tầng phát triển thúc đẩy nhu cầu và giá trị các sản phẩm bất động sản;
  - (2) hỗ trợ pháp lý tích cực cho các doanh nghiệp phát triển BĐS nói riêng và thị trường bất động sản nói chung, tập trung vào nhu cầu ở thực;
  - (3) nguồn cung bất động sản lớn dự kiến được đưa ra thị trường;
  - (4) lãi suất dù tăng nhưng dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp;
  - (5) thị trường trái phiếu ảm đạm, tái mở một kênh huy động hiệu quả cho các doanh nghiệp bất động sản.
- Tuy nhiên, giai đoạn mở rộng cũng đi kèm những quan ngại cho doanh nghiệp, khi: (1) chi phí tiền sử dụng đất có thể tăng mạnh theo bảng giá đất mới, (2) khả năng hấp thụ có thể phần nào bị ảnh hưởng khi giá bán các sản phẩm mới ở mức cao và (3) lãi suất cho vay tăng có thể gây áp lực lên chi phí tài chính nếu tiến độ pháp lý của các dự án chậm trễ.
- Trước những cơ hội và thách thức trong giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đủ nguồn lực để nắm bắt thời cơ trước khi thị trường bước vào giai đoạn quá cung sẽ là các doanh nghiệp hưởng lợi:
  - Đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS: Bên cạnh các doanh nghiệp vốn thường triển khai nhiều dự án trong cùng thời điểm (VHM, NLG), một số doanh nghiệp chúng tôi theo dõi cũng đang “chuyển hướng” từ triển khai lần lượt từng dự án sang triển khai nhiều dự án cùng lúc, tiêu biểu là KDH. Không chỉ thế, các doanh nghiệp còn tăng cường tìm kiếm cơ hội mở rộng quỹ đất thông qua mua bán/ sáp nhập để nắm bắt cơ hội phát triển dự án, chứ không đơn thuần là “tích lũy tài sản” như trước đây, nổi bật trong số đó có PDR.
  - Đối với các doanh nghiệp môi giới bất động sản: Sự sôi nổi trên thị trường bất động sản thường kéo theo sự tích cực về mặt doanh thu môi giới bất động sản của các công ty, và chúng tôi cho rằng giai đoạn 2026-2027 không phải ngoại lệ khi một lượng lớn sản phẩm bất động sản được kỳ vọng đưa ra thị trường. Tuy nhiên, khả năng chiếm lĩnh thị phần và kiểm soát chi phí của từng doanh nghiệp sẽ tác động lớn đến lợi nhuận và định giá các cổ phiếu. Trong nhóm này, chúng tôi lựa chọn DXS là đại diện nổi bật.
- Định giá P/B của hầu hết các cổ phiếu ngành bất động sản theo dõi hiện đang thấp hơn hoặc tương đương so với trung bình 5 năm và thấp hơn mức đỉnh năm 2021. Trong bối cảnh doanh số ký bán và dòng tiền của các doanh nghiệp tích cực hơn nhiều so với thời điểm định giá cao trước đây (2021), chúng tôi cho rằng các cổ phiếu bất động sản vẫn còn tiềm năng tăng giá. Xem xét khả năng bứt phá trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và tiềm năng tăng giá của cổ phiếu, chúng tôi lựa chọn **KDH, PDR** và **DXS** cho chiến lược đầu tư ngành bất động sản năm 2026.

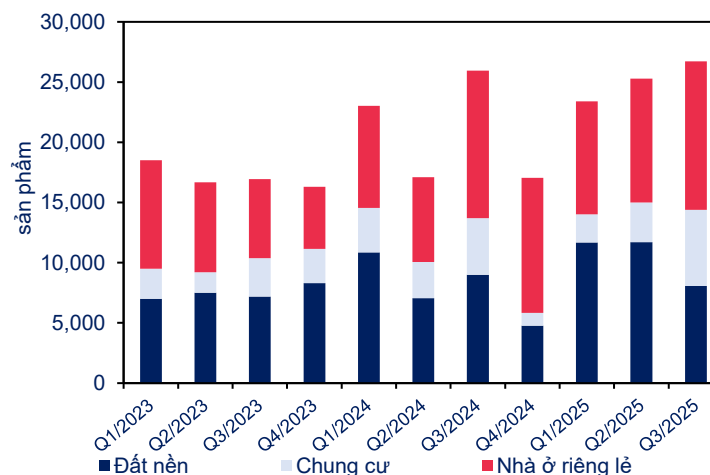
**Tổng quan 9T2025: Nguồn cung cải thiện nhưng lượng giao dịch phần nào bị hạn chế bởi giá bán ở mức cao**

- **Nguồn cung chung cư và nhà ở tăng, nhưng số lượng giao dịch ổn định:** Trong 9T25, theo Bộ Xây dựng, tổng lượng giao dịch đất nền, chung cư và nhà ở riêng lẻ chỉ tăng nhẹ 0.6% svck, trong khi lượng hàng tồn kho cuối Q3/2025 tăng 56.6% sv đầu năm. Lượng giao dịch trong Q2/2025 tăng tốt khi có thông tin hỗ trợ từ sáp nhập tỉnh thành và các kỳ vọng về kết nối hạ tầng - hưởng lợi kinh tế, đặc biệt lượng GD đất nền tăng mạnh khi đây là sản phẩm vốn nhạy với đầu cơ. Bước sang Q3/2025 khi việc sáp nhập đã hoàn tất, lượng GD đất nền giảm, trong khi lượng GD chung cư và nhà ở riêng lẻ vẫn tiếp tục duy trì tốt khi nguồn cung mới từ các dự án dồi dào hơn.
- **Giá cao đã phần nào hạn chế cầu tiêu thụ các sản phẩm bất động sản:** Cũng theo Bộ Xây dựng, giá bán chung cư sơ cấp trung bình tại hai thị trường chính Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh (trước sáp nhập) trong Q3/2025 đã tăng lần lượt 33% và 36% svck. Giá tăng cao khi các nguồn cung mới xuất hiện chủ yếu tại phân khúc cao cấp và hạng sang; phân khúc trung cấp và bình dân vắng bóng tại thị trường Hà Nội và chủ yếu xuất hiện ở khu vực Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu cũ (nay thuộc TP. HCM). Việc này phần nào giải thích cho việc nguồn cung tăng nhưng số lượng giao dịch lại ổn định: mức giá cao đã hạn chế phần nào cầu tiêu thụ các sản phẩm bất động sản, nhất là đối với người dân có thu nhập trung bình – thậm chí trung bình khá. Trên thực tế, tỷ lệ hấp thụ các sản phẩm chung cư thuộc phân khúc cao cấp và hạng sang vẫn ở mức cao (87% - 84% tại thị trường Hà Nội, theo One Mount), trong khi chỉ có khoảng 13% người tại HN và 33% người tại TP. HCM được khảo sát là mua nhà để ở (cũng theo One Mount), điều này có thể cho thấy nhu cầu ở thực vẫn có nhưng xuất hiện ở những phân khúc thấp hơn, đồng thời cho thấy chênh lệch giàu nghèo trong xã hội đang ngày càng lớn.

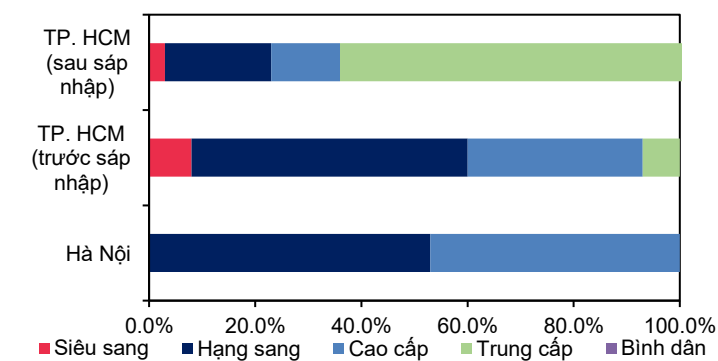
**Tổng số lượng giao dịch đất nền, chung cư và nhà ở riêng lẻ 9T25 tương đối ổn định svck...**



**... trong khi hàng tồn kho tăng sv đầu năm, chủ yếu là phân khúc chung cư và nhà ở riêng lẻ**



**Cơ cấu nguồn cung chung cư mới trong Q3/25: Chủ yếu là phân khúc cao cấp và hạng sang**



**Khoảng giá các phân khúc (triệu VNĐ/ m<sup>2</sup>)**

Siêu sang	> 260	Trung cấp	30-50
Hạng sang	100-260	Bình dân	< 30
Cao cấp	50-100		

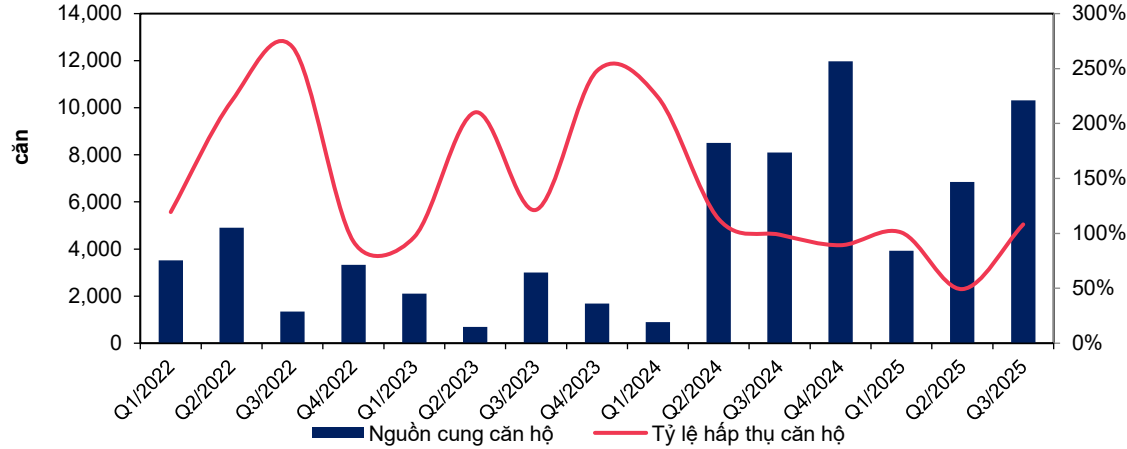
• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

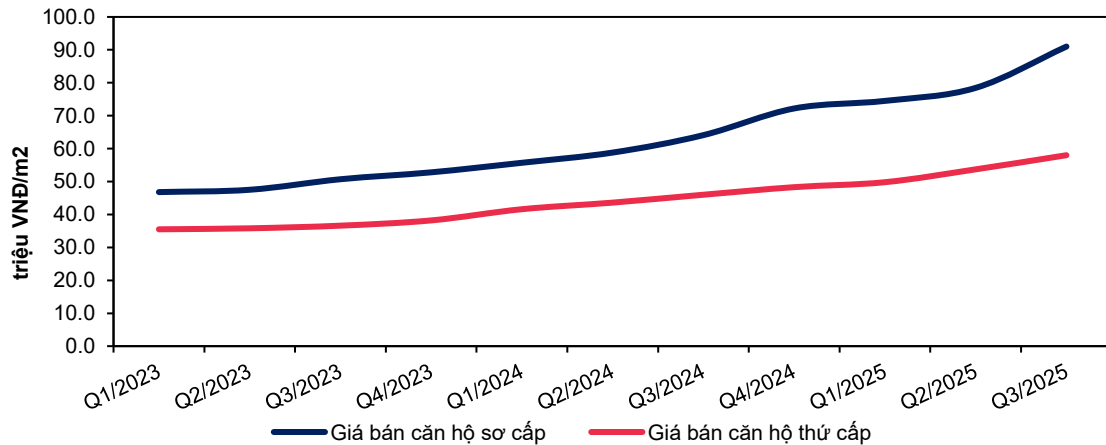
• Nguồn: One Mount, MBS Research

**Thị trường Hà Nội: Giá tăng mạnh ở tất cả các phân khúc khi nguồn cung mới xuất hiện**

**Nguồn cung chung cư Hà Nội và tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh trong Q3/2025 với động lực tăng trưởng chính đến từ khu Đông và khu Tây**

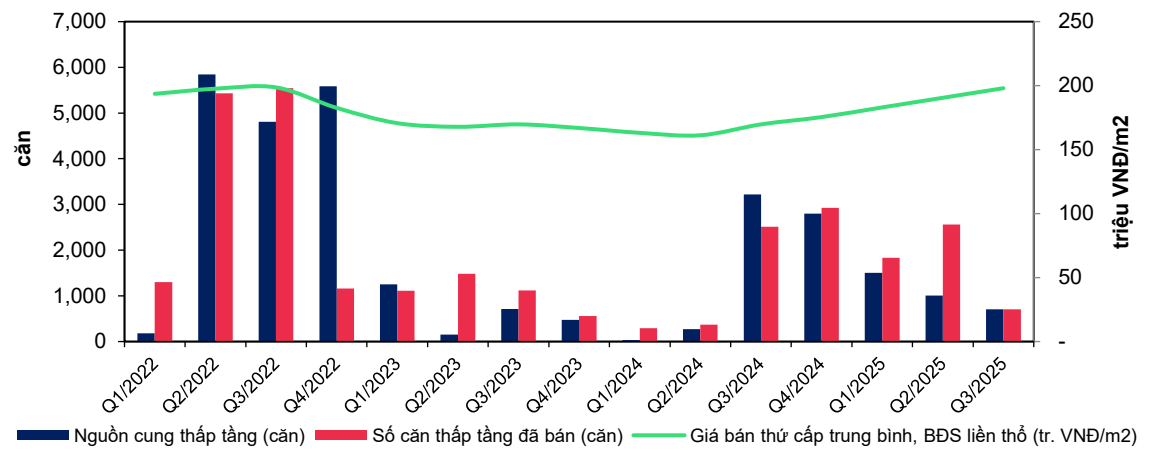


**Giá bán chung cư Hà Nội liên tục lập đỉnh mới trong năm 2025, cho thấy: (1) nguồn cung mới đang ở các phân khúc đất tiền hơn, (2) xu hướng chuyển dịch từ sản phẩm thổ cư sang sang phẩm chung cư đang ngày càng rõ rệt**

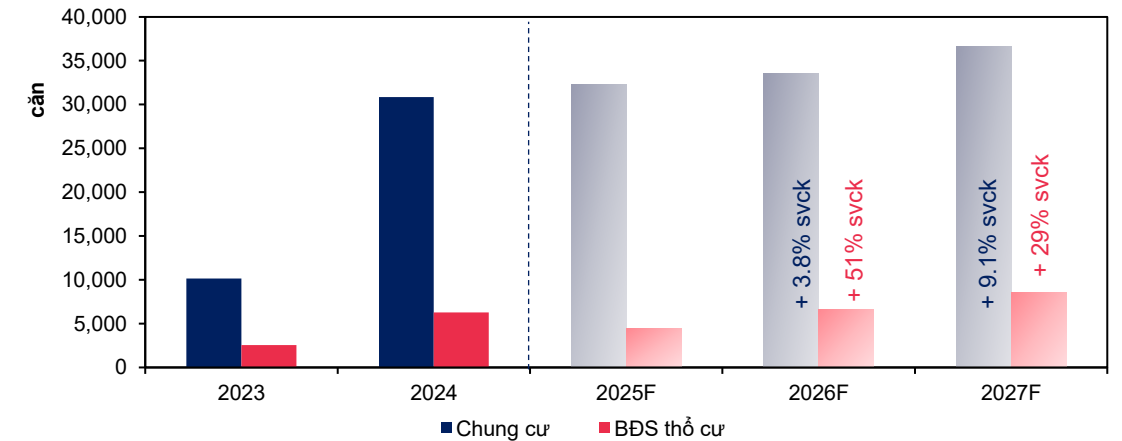


• Nguồn: CBRE, MBS Research

**Nguồn cung BĐS thấp tầng tại Hà Nội: Nguồn cung mới chứng tại từ đầu năm 2025, nhưng giá bán thứ cấp đã quay lại mức cao nhất trong 3 năm gần đây**



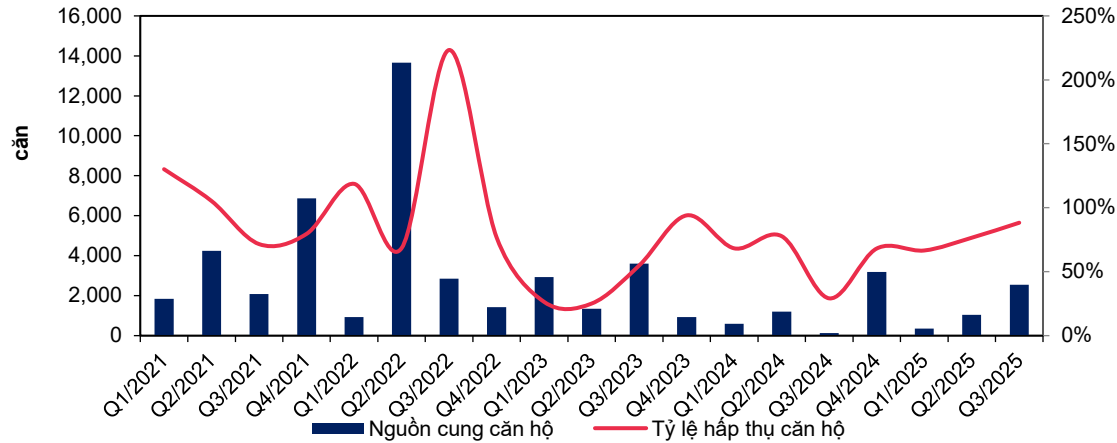
**Dự báo nguồn cung BĐS Hà Nội GD 2026-2027: Nguồn cung chung cư vẫn chiếm đa số, nhưng tốc độ tăng trưởng nguồn cung bất động sản thấp tầng dự kiến sẽ đột phá hơn**



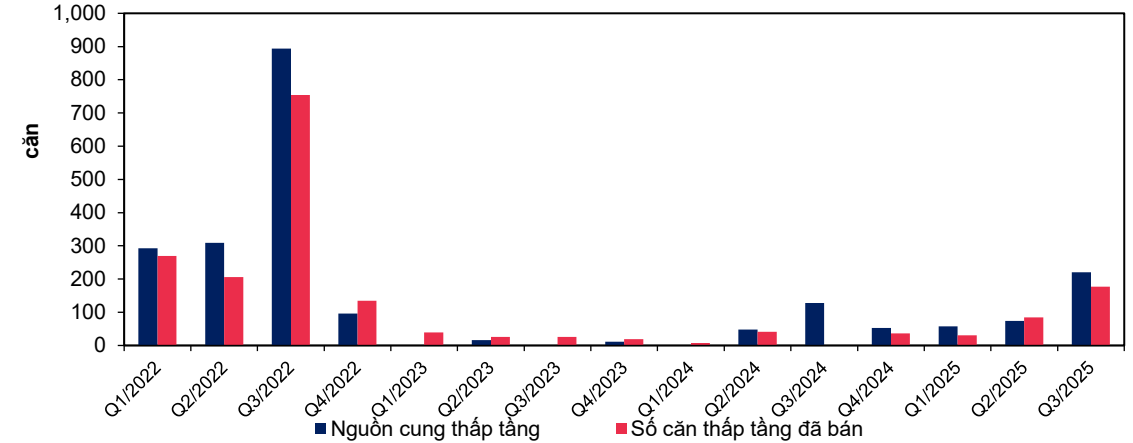
• Nguồn: CBRE, MBS Research

**Thị trường TP. Hồ Chí Minh: Nguồn cung hồi phục tích cực trong nửa cuối năm**

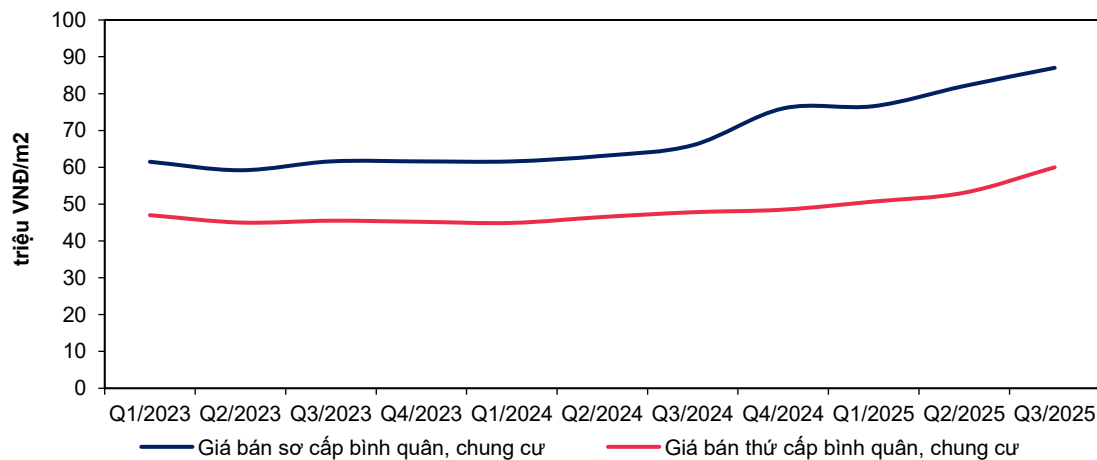
Thị trường chung cư TP. Hồ Chí Minh (trước sáp nhập) ghi nhận phục hồi mạnh mẽ trong Q3/2025 cả về nguồn cung lẫn tỷ lệ hấp thụ



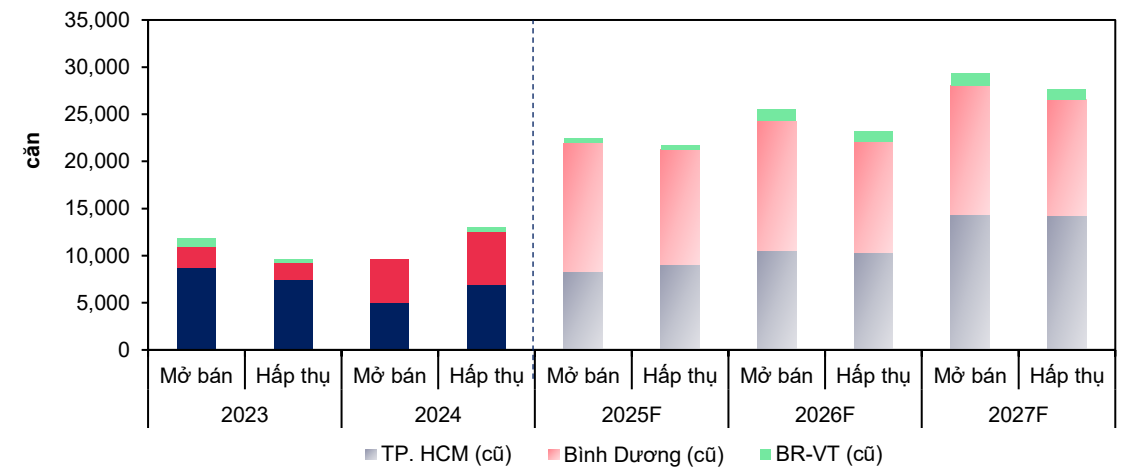
Nguồn cung BĐS thấp tầng tại TP. Hồ Chí Minh: Nối tiếp đà hồi phục, nguồn cung tăng trưởng mạnh mẽ trong Q3/2025 dù tỷ lệ hấp thụ giảm nhẹ



Giá chung cư TP. HCM (cũ): Giá bán sơ cấp tăng cao khi nguồn cung mới ở phân khúc cao cấp, chênh lệch giá bán sơ cấp - thứ cấp ngày càng gia tăng



Dự báo nguồn cung căn hộ tại TP. HCM (sau sáp nhập): Nguồn cung vẫn tăng nhưng khả năng hấp thụ dự báo chậm lại trong bối cảnh giá bán tăng cao



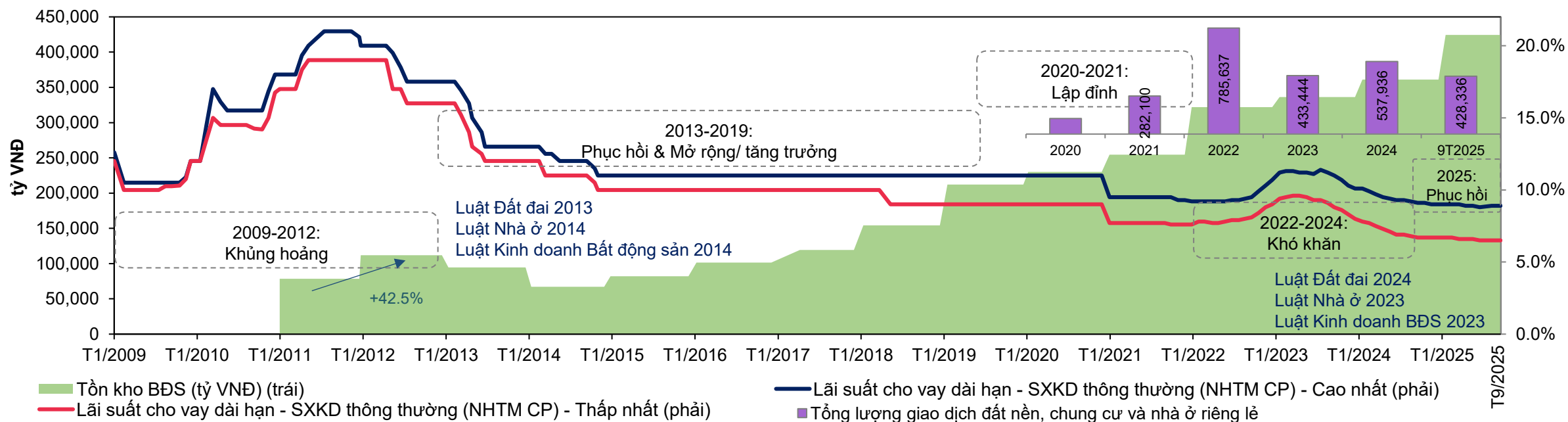
• Nguồn: CBRE, MBS Research

• Nguồn: CBRE, MBS Research

### Chúng ta đang ở đâu trong chu kỳ ngành bất động sản?

- **Nguồn cung tăng lành mạnh:** Trong GD khủng hoảng đỉnh điểm của ngành BĐS VN, giá trị hàng tồn kho BĐS tăng mạnh và tạo đỉnh vào cuối 2012 - đầu 2013. GD 2013-2015 ghi nhận phục hồi trong tiêu thụ khi hàng tồn kho giảm dần, và tăng lành mạnh trong GD 2015-2019 khi nguồn cung mới được đẩy ra thị trường. Năm 2020-2021, mặc dù gặp đại dịch Covid-19, lượng giao dịch và nguồn cung vẫn tạo đỉnh nhờ lãi suất giảm về mức thấp; những diễn biến tiêu cực chỉ thực sự diễn ra trong vòng 2 năm sau khi đại dịch kết thúc (2022-2024) với kênh trái phiếu gần như đóng băng. Bước sang năm 2025, nguồn cung có dấu hiệu phục hồi lành mạnh nhờ nhiều vấn đề pháp lý được giải quyết.
- **Hỗ trợ pháp lý tích cực:** GD phục hồi 2013-2015 chứng kiến sự ra đời của 3 bộ luật quan trọng: Luật Đất đai 2013, Luật Nhà ở 2014 và Luật Kinh doanh BĐS 2014. 10 năm sau, thị trường tiếp tục ghi nhận 3 bộ luật về BĐS được ban hành, kèm theo các nghị quyết nhằm hướng tới hai mục tiêu chính: (1) tăng nguồn cung với mức giá hợp lý, (2) hỗ trợ nhu cầu ở thực, hạn chế đầu cơ, tuy nhiên cũng có nhiều bất cập trong việc thực hiện như gây áp lực chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.
- Như vậy, có nhiều cơ sở để chúng tôi cho rằng GD 2026-2027 sẽ là **giai đoạn mở rộng** của ngành bất động sản Việt Nam - khi các DN nắm bắt được thời cơ sẽ hưởng lợi lớn: (1) hạ tầng phát triển thúc đẩy nhu cầu và giá trị BĐS, (2) hỗ trợ pháp lý tích cực, (3) lãi suất dù tăng nhưng vẫn ở mức thấp, (4) nguồn cung lớn dự kiến đưa ra thị trường.

Diễn biến lãi suất, lượng giao dịch, giá trị tồn kho bất động sản (\*) và ngành bất động sản Việt Nam: 2026-2027 đã sẵn sàng cho giai đoạn mở rộng/ tăng trưởng

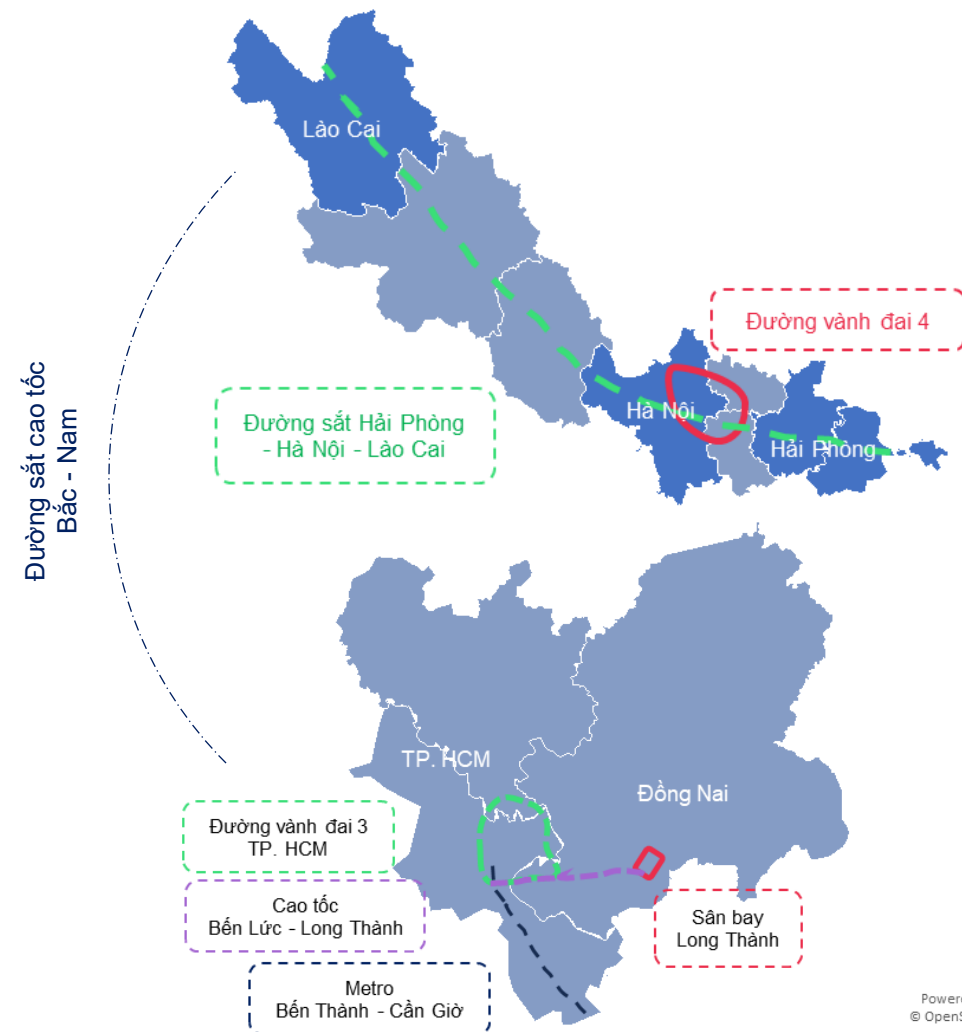




**Bước vào giai đoạn mở rộng: Kết nối hạ tầng làm gia tăng giá trị sản phẩm tại các dự án bất động sản**

- Xu hướng các dự án bất động sản:** Trước năm 2017, xu hướng thường thấy ở các dự án bất động sản của các doanh nghiệp lớn thường là đơn trung tâm (monocentric), tức là thường tập trung tại những quận trung tâm thuộc các thành phố lớn như Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Trong giai đoạn 2017-2024, đã xuất hiện thêm nhiều dự án bất động sản tại các khu vực xa trung tâm thành phố, hoặc các đô thị vệ tinh (xu hướng đa trung tâm - polycentric). Trong thời gian tới (giai đoạn 2025-2030), xu hướng được dự đoán sẽ là mạng lưới (network), tức là xem đô thị như hệ thống các trung tâm có kết nối với nhau thay vì tập trung vào số ít trung tâm nhất định. Theo xu hướng này, kết nối hạ tầng giao thông giữa các khu vực sẽ đóng vai trò quan trọng, đồng thời sẽ có nhiều doanh nghiệp bất động sản có cơ hội hơn, thay vì chỉ là các doanh nghiệp có quỹ đất tại các thành phố lớn với chi phí tiền sử dụng đất đang ngày càng gia tăng. Việc này cũng giúp tăng nguồn cung nhà ở nói chung, hỗ trợ đáp ứng nhu cầu ở thực của thị trường.
- Các dự án hạ tầng giao thông được triển khai sẽ giúp tăng giá trị sản phẩm tại các dự án bất động sản:** Trong giai đoạn 2025-2030, nhiều dự án xây dựng hạ tầng giao thông (cao tốc, đường sắt, sân bay) đang và dự kiến được triển khai, góp phần tạo ra mạng lưới giao thông đồng bộ và hiện đại, từ đó: (1) tăng kết nối hạ tầng liên vùng, (2) mang lại giá trị gia tăng lớn cho các khu vực lân cận, có thể làm tăng giá trị bất động sản tại các khu vực này. Khi hạ tầng giao thông phát triển, mức độ thuận lợi trong sinh hoạt và giá trị sử dụng thực tế tăng lên, giúp giá trị bất động sản tăng đồng thời là động lực để các doanh nghiệp bất động sản triển khai dự án mới. Trên thực tế, nhiều nhà đầu tư thậm chí có xu hướng “đón đầu” các sản phẩm bất động sản khi hạ tầng xung quanh khu vực được triển khai, khiến giá tăng trước khi hạ tầng hoàn thiện.

Một số dự án kết nối hạ tầng nổi bật giai đoạn 2025-2028 tại hai thị trường lớn



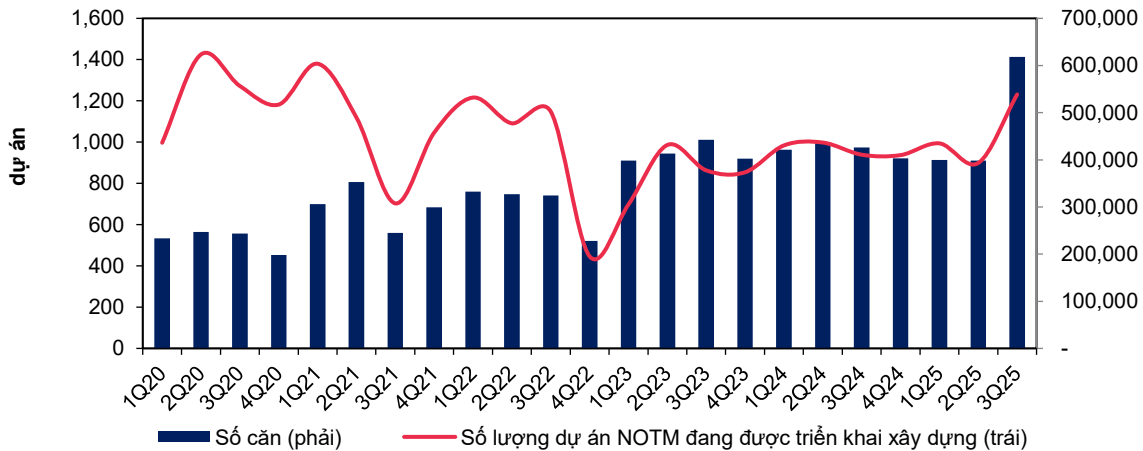
Powered by Bing  
© OpenStreetMap

- Nguồn: Bing, OpenStreetMap, MBS Research tổng hợp

**Bước vào giai đoạn mở rộng: Những nỗ lực về chính sách nhằm thúc đẩy cầu ở thực, hạn chế đầu cơ**

- Hoạt động đầu cơ tài sản nói chung không hoàn toàn xấu, mà phần nào đáp ứng nhu cầu tìm kiếm lợi nhuận, góp phần tạo thanh khoản và thu hút các nhà đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, việc tỷ trọng nhà đầu cơ cao hơn nhiều so với nhà đầu tư trên thị trường bất động sản có thể để lại nhiều hệ quả xấu như bong bóng tài sản, mất thanh khoản, kéo theo nợ xấu tại ngân hàng hay đóng băng tài sản; trong khi nhu cầu nhà ở tại phân khúc trung cấp - bình dân vẫn cao nhưng không được đáp ứng. Điều này đặt ra hai vấn đề lớn cho thị trường BĐS Việt Nam: (1) hạn chế đầu cơ bất động sản, (2) đảm bảo nguồn cung ở phân khúc phù hợp nhu cầu thị trường.
- Chính sách hạn chế đầu cơ bất động sản:** Hiện vẫn chưa có cơ chế chính thức nhằm hạn chế hoạt động đầu cơ bất động sản, tất cả mới chỉ dừng ở mức đề xuất. Gần đây nhất, Bộ Xây dựng đưa ra Dự thảo Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản, trong đó hạn chế mức vay mua mới với bất động sản thứ hai và thứ ba.
- Chính sách đảm bảo nguồn cung phân khúc phù hợp:** Chính phủ đã đưa ra nhiều chính sách để hỗ trợ tăng nguồn cung các sản phẩm bất động sản phù hợp phân khúc vừa túi tiền, nổi bật là Đề án đầu tư xây dựng ít nhất 1 triệu nhà ở xã hội trong giai đoạn 2021-2030, gần đây là Nghị định số 302/2025/NĐ-CP quy định chi tiết về Quỹ nhà ở quốc gia ngày 19/11/2025 (nhằm mục đích cho thuê); đi kèm với đó là các chính sách hỗ trợ liên quan đến trần thu nhập và đối tượng của nhà ở xã hội.
- Các doanh nghiệp phát triển bất động sản niêm yết có phát triển phân khúc nhà ở xã hội** bao gồm: VHM (Happy Home Thanh Hóa, Hải Phòng, Khánh Hòa, Quảng Trị, Hưng Yên, TP. HCM), VGC (NOXH cho khu công nghiệp tại Bắc Ninh, Hà Nam, Phú Thọ, Hưng Yên), NLG (EhomeS Cần Thơ), BCM (Khu 6 Việt Sing, Khu 5 Định Hòa). Mặc dù các phân khúc này không đem lại biên lợi nhuận lớn (lợi nhuận  $\leq 10\%$  tổng mức đầu tư với nhà ở xã hội và  $\leq 20\%$  tổng mức đầu tư với nhà ở thương mại giá phù hợp), chúng góp phần cho thấy trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp nói trên, đồng thời phần nào phản ánh tiến độ thực tế của Đề án về nhà ở xã hội được Chính phủ đưa ra.

**Số lượng nhà ở thương mại đang được xây dựng tăng mạnh trong năm 2025**



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

**Số lượng dự án nhà ở xã hội được chấp thuận chủ trương và triển khai**

Chỉ tiêu	Q3/2025		Lũy kế tính đến Q3/2025	
	Số dự án	Quy mô (số căn)	Số dự án	Quy mô (số căn)
Được giao chủ đầu tư, chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời giao CĐT không qua đấu thầu	93	n/a	380	388,090
Đang triển khai xây dựng	27	19,664	151	132,616
Hoàn thành	19	13,955	165	116,342
Tổng thực hiện	139	n/a	696	637,048

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp



**Bước vào giai đoạn mở rộng: Liên tục cải tiến và hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường bất động sản**

- Như chúng tôi đã đề cập ở báo cáo chiến lược gần nhất, trong nửa đầu 2025, rất nhiều văn bản pháp lý hoặc đề xuất được đưa ra nhằm cải cách và hoàn thiện pháp lý liên quan đến thị trường bất động sản, tuy nhiên một số đề xuất đã bị loại bỏ, có thể kể đến: đề xuất áp thuế thu nhập 20% với lãi bán bất động sản (nghiên cứu lộ trình chuyển sang phương án này khi hệ thống dữ liệu đất đai và dân cư hoàn thiện), hay đề xuất bỏ giấy phép xây dựng với dự án đã có quy hoạch 1/500. Bước sang nửa cuối năm 2025, các đề xuất chính sách liên quan đến phát triển bất động sản xuất hiện ít hơn, nhưng vẫn tập trung vào hai mục tiêu chính: (1) tăng nguồn cung bất động sản, nhất là các phân khúc với mức giá trung cấp - bình dân, (2) hạn chế đầu cơ bất động sản.
- Bên cạnh một số doanh nghiệp có thể được hưởng lợi trực tiếp từ các đề xuất thay đổi chính sách như đề cập phía dưới, chúng tôi cho rằng các đề xuất hoàn thiện pháp lý này sẽ giúp quá trình phát triển của thị trường bất động sản Việt Nam lành mạnh hơn, từ đó hình thành niềm tin vào thị trường, thu hút các nguồn vốn đầu tư và là động lực để các doanh nghiệp bất động sản phát triển dự án.

**Một số điểm đáng chú ý tại các văn bản pháp lý gần đây liên quan đến thị trường bất động sản trong nửa cuối năm 2025**

STT	Văn bản	Vấn đề	Nội dung	Đánh giá tác động
1	Dự thảo Nghị quyết về tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai 2024	Bổ sung 3 trường hợp Nhà nước thu hồi đất, trong đó có cơ chế thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75%	Luật hiện hành: Liệt kê rõ 32 trường hợp nhà nước thu hồi, ngoài các trường hợp trên thì nhà nước không thu hồi, không cưỡng chế; Dự thảo mới: Bổ sung 3 trường hợp về thu hồi đất để phát triển kinh tế - xã hội vì lợi ích quốc gia, công cộng (các khoản 33, 34, 35 Điều 79). Đáng chú ý nhất là khoản 34 với cơ chế "thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75% diện tích đất và 75% trên số hộ sử dụng đất"	Nếu Dự thảo được thông qua, các dự án gặp vướng mắc về GPMB sẽ có cơ sở pháp lý để giải phóng nốt phần mặt bằng còn lại và triển khai dự án. Tuy nhiên cần lưu ý rằng, khoản 34 nói trên có nhiều vấn đề như: (1) khó khăn trong xác định người sử dụng đất, (2) tạo áp lực tâm lý cho chủ đất đặc biệt là nhóm có lợi ích kinh tế lớn hơn nhóm còn lại trong cùng dự án, (3) tỷ lệ diện tích đất và số hộ sử dụng đất có thể chênh lệch lớn dẫn đến không đáp ứng điều kiện. DN có dự án có thể hưởng lợi: <b>KDH (dự án Tân Tạo)</b>
2	Dự thảo Nghị quyết về tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai 2024	Giá đất bồi thường và tái định cư được xác định theo bảng giá đất và hệ số điều chỉnh (Khoản 6 Điều 3)	Giá đất bồi thường và tái định cư được xác định theo bảng giá đất và hệ số điều chỉnh hàng năm. Bảng giá đất được xây dựng theo loại đất, khu vực, vị trí; khu vực có bản đồ địa chính số và cơ sở dữ liệu giá đất thì được xây dựng bảng giá đến từng thửa đất. HĐND cấp tỉnh quyết định bảng giá đất, công bố và áp dụng từ ngày 1/1/2026; sửa đổi, bổ sung bảng giá đất khi cần thiết.	Phản ánh đúng giá trị tài sản được bồi thường, tuy nhiên gây áp lực lên các doanh nghiệp phát triển bất động sản khi tiền sử dụng đất có xu hướng tăng lên hàng năm; đồng thời những lý do khách quan như chậm trễ pháp lý có thể ảnh hưởng đến chi phí bồi thường của doanh nghiệp.

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

**Bước vào giai đoạn mở rộng: Liên tục cải tiến và hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường bất động sản**

Một số điểm đáng chú ý tại các văn bản pháp lý gần đây liên quan đến thị trường bất động sản trong nửa cuối năm 2025 (tiếp theo)

STT	Văn bản	Vấn đề	Nội dung	Đánh giá tác động
3	Nghị định 261/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 100/2024/NĐ-CP và Nghị định 192/2025/NĐ-CP liên quan đến phát triển, quản lý và chính sách NOXH	Nâng trần thu nhập, mở rộng đối tượng được mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội	Tăng trần thu nhập của đối tượng được mua nhà ở xã hội: 20 triệu/tháng với người độc thân (trước đó: 15 triệu/tháng), 30 triệu/tháng với người độc thân nuôi con nhỏ (trước đó: chưa quy định riêng), 40 triệu/tháng với hai vợ chồng (trước đó: 30 triệu/tháng). UBND cấp tỉnh được phép điều chỉnh hệ số thu nhập cho phù hợp với mức sống địa phương, nhưng không vượt tỷ lệ giữa thu nhập bình quân đầu người của tỉnh so với cả nước.	Mở rộng đối tượng tiếp cận nhà ở xã hội, đặc biệt ở các thành phố lớn, điều chỉnh trần thu nhập phù hợp với lạm phát và tình hình thực tế.
4	Nghị định 261/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 100/2024/NĐ-CP và Nghị định 192/2025/NĐ-CP liên quan đến phát triển, quản lý và chính sách NOXH	Cố định lãi suất vay mua nhà ở xã hội ở mức 5.4%	Quy định lãi suất cho vay ưu đãi để mua, thuê mua nhà ở xã hội; xây dựng hoặc cải tạo, sửa chữa nhà ở tại Ngân hàng Chính sách xã hội bằng 5.4%/năm. Trước đó: Lãi suất cho vay ưu đãi để mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt phù hợp với từng thời kỳ	Lãi suất cố định trực tiếp trong Nghị định với khoản vay mua NOXH mang lại ưu đãi lớn cho người vay mua nhà, nhất là trong bối cảnh các NHTM đang tăng lãi suất cho vay cố định và giảm thời gian được hưởng lãi suất cố định.
5	Dự thảo Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản	Chính sách cho vay với người mua nhà ở	Hạn mức cho vay với các khoản vay mua nhà ở (trừ nhà ở xã hội): Không quá 50% giá trị HĐMB nhà ở với các khoản vay mua nhà thứ hai, không quá 30% giá trị HĐMB nhà ở với các khoản vay mua nhà ở từ thứ 3 trở lên	Nếu dự thảo được thông qua, nội dung này sẽ có tác động lớn đến việc hạn chế đầu cơ bất động sản vốn sử dụng đòn bẩy lớn, tuy nhiên: (1) các con số chính xác cần khảo sát thêm, (2) có một vài bất cập liên quan đến vay mua nhà thứ 2 nhưng không phải để đầu cơ mà nâng cao chất lượng cuộc sống, trong khi nhà thứ nhất chưa bán được. Trên thực tế, Trung Quốc đã áp dụng biện pháp hạn chế cho vay với BĐS thứ 2 trở lên này và tương đối thành công trong việc hạn chế đầu cơ bất động sản.
6	Dự thảo Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản	Chính sách phát triển nhà ở thương mại giá phù hợp	Dành tối thiểu 20% trong tổng số dự án xây dựng nhà ở thương mại dự kiến phát triển trong GD 2026 - 2030 theo kế hoạch phát triển nhà ở của địa phương để phát triển dự án nhà ở thương mại giá phù hợp. Lựa chọn chủ đầu tư dự án không thông qua đấu giá, đấu thầu. Lợi nhuận định mức <= 20% tổng vốn đầu tư xây dựng dự án.	Hỗ trợ tăng cung thị trường, vẫn ở mức giá phù hợp nhưng lợi nhuận định mức cao hơn cho các chủ đầu tư, từ đó thúc đẩy động lực phát triển dự án.

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

**Bước vào giai đoạn mở rộng: Liên tục cải tiến và hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường bất động sản**

**Nghị quyết 171/2024/QH15 về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất:** Kể từ khi nghị quyết được ban hành, nhiều địa phương trong đó có Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh đã đưa ra danh sách các dự án thí điểm theo nghị quyết này, từ đó hỗ trợ tăng nguồn cung thị trường. Trong khi Hà Nội đã phê duyệt 2 đợt dự án thí điểm kể từ Q2/2025, TP. Hồ Chí Minh cũng đang đẩy nhanh phê duyệt các dự án thí điểm theo đợt kể từ Q3/2025 (tổng cộng 3 đợt đến thời điểm hiện tại, bao gồm cả các dự án thuộc Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu trước đây). Hoạt động triển khai dự án của các doanh nghiệp bất động sản tại các địa phương nói trên cũng trở nên sôi nổi hơn khi các dự án thí điểm được thông qua.

**Danh sách một số dự án thí điểm của các doanh nghiệp niêm yết theo Nghị quyết 171/2024/QH15 tại Hà Nội (trái) và TP. Hồ Chí Minh (phải)**

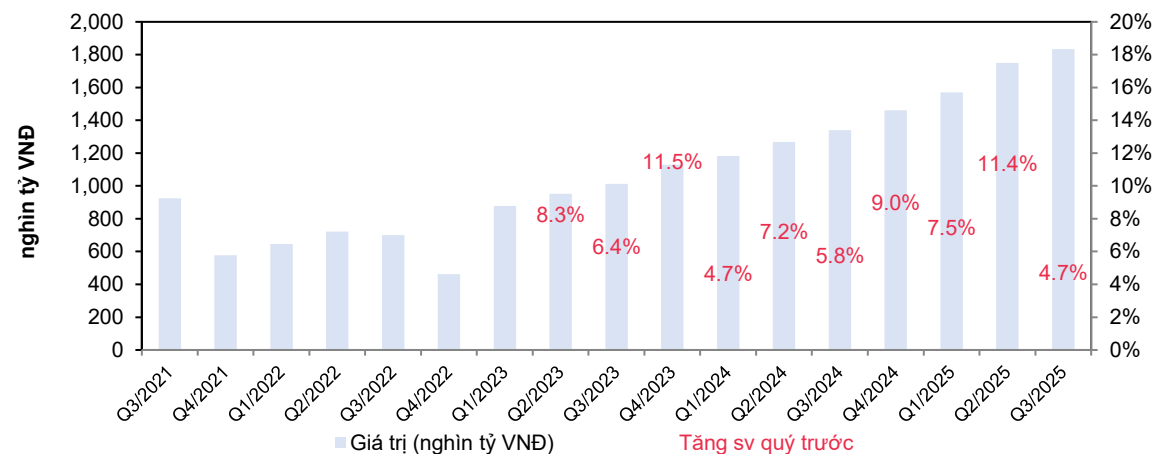
Dự án	Tổng diện tích (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Doanh nghiệp	Mã CP	Dự án	Diện tích (ha)	Tổng mức ĐT (tỷ VNĐ)	Doanh nghiệp	Mã CP
Tổ hợp nhà ở, trường học, CTCC Đức Giang	5.43	4,500	CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang	DGC	Dự án tại Tân Phước	2.09	1,500	CTCP Tập đoàn Sao Mai	ASM
Toà nhà hỗn hợp Văn Phú Complex	2.47	3,232	Liên danh CTCP Đầu tư Văn Phú Invest (*) & CTCP Đầu tư Tân Tri	VPI (*)	Dự án tại Phước Thắng	5.24	468	Công ty Cổ phần Xây dựng DIC Holdings	DC4
Nhà ở cao tầng kết hợp TMDV 6-8 Chùa Bộc	0.98	3,207	Tổng công ty 36 – CTCP	G36	Dự án tại Bình Đông	0.62	801	CTCP Tập đoàn Sao Mai	ASM
Tổ hợp TTTM, văn phòng, nhà ở MIC Tower	2.53	2,485	Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội & CTCP MIC	MIG	Thanh Mỹ Tây	0.18	314	CTCP Địa ốc Sacom	SLD
Công trình hỗn hợp và nhà trẻ phường Yên Sở	1.71	1,744	Liên danh CTCP Xây dựng và phát triển đô thị Hòa Phát (1) & Công ty TNHH thiết bị Phụ tùng Hòa Phát (2)	HPG (công ty mẹ của (1))	Khu chung cư cao tầng & TMDV tại xã Tân Nhựt	1.53	2,462	CTCP Tập đoàn Trường Hải	THA
Toà nhà hỗn hợp văn phòng dịch vụ và thương mại chung cư Đồng Phát Phan Trọng Tuệ	1.20	1,703	CTCP Đầu tư Đồng Phát & CTCP Vinaconex 39	PVV	Khu dân cư Hạnh Phúc - xã Bình Hưng	26.04	11,534	CTCP Tổng Công ty Xây dựng số 1	CC1
Sông Hồng Tower	1.39	968	Tổng CTCP Sông Hồng	SHG	Khu dân cư Bắc Phước Kiển	91.26	19,890	CTCP Quốc Cường Gia Lai	QCG
Nhà ở đa chức năng số 63 Nguyễn Huy Tưởng	1.30	869	CTCP Thiết bị bưu điện	POT	Khu nhà ở phức hợp cao tầng kết hợp TMDV Thủ Đức	1.94	3,811	CTCP Tập đoàn Trường Hải	THA
Khu công cộng cây xanh và nhà ở thấp tầng tại Cầu Diễn	0.92	800	Liên danh CTCP Cao su Hà Nội (*) & CTCP Đầu tư BĐS Quân Anh Mỹ Đình	HRG (*)	Khu nhà ở phức hợp cao tầng kết hợp TMDV Thủ Đức	0.64	1,552	CTCP Tập đoàn Trường Hải	THA
Dự án hỗn hợp văn phòng kết hợp nhà ở tại D9 đường Khuất Duy Tiến	0.30	647	CTCP Xây dựng số 1	VC1					
Khu nhà ở PC1 Gia Lâm, thôn Yên Khê	0.96	163	CTCP Tập đoàn PC1	PC1					
Khu nhà ở hỗn hợp 382 Đông Anh	7.40	127	CTCP 382 Đông Anh	DAC					

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

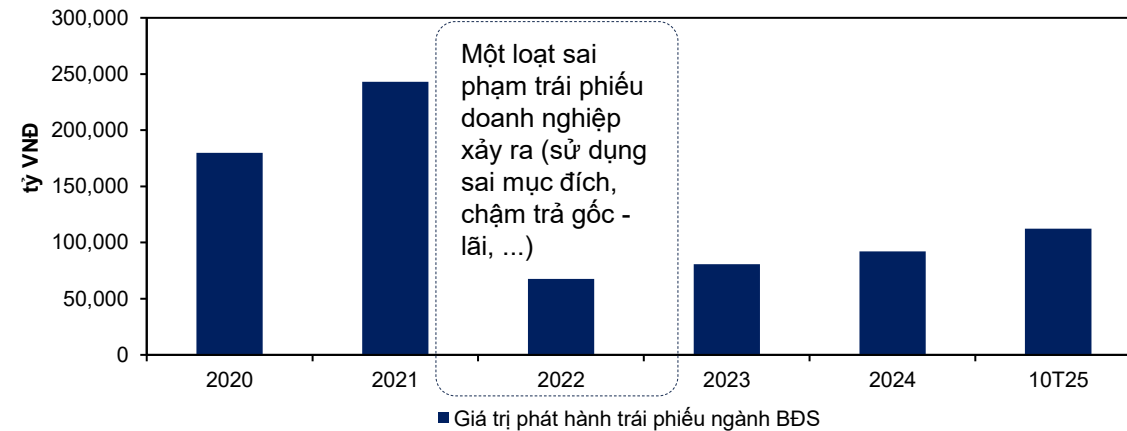
**Bước vào giai đoạn mở rộng: Thị trường trái phiếu dần hồi phục - tái mở kênh vốn cho các dự án bất động sản**

- Kênh tín dụng cho các doanh nghiệp bất động sản liên tục tăng trưởng trong thời gian vừa qua nhưng đã có dấu hiệu chậm lại (Q3/2025: +4.7% so với quý trước). Trong giai đoạn thị trường bất động sản mở rộng, các doanh nghiệp cần lượng vốn lớn để đầu tư phát triển dự án mới hoặc mở rộng quỹ đất, do đó chỉ kênh tín dụng với các quy định nghiêm ngặt về tài sản bảo đảm là không đủ lớn và linh hoạt để đáp ứng nhu cầu của các doanh nghiệp. Hơn nữa, phụ thuộc quá nhiều vào kênh tín dụng cũng tiềm ẩn rủi ro về mặt hệ thống.
- Từ đầu năm 2025 đến nay, có nhiều lý do để chúng tôi tin rằng niềm tin thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã dần hồi phục sau “cú sốc tâm lý” năm 2022 (bê bối trái phiếu của Tập đoàn Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát). Thứ nhất, giá trị phát hành mới trái phiếu ngành bất động sản trong 10T25 đã hồi phục mạnh mẽ, tăng 103.8% svck năm trước, chỉ đứng thứ 2 sau ngành ngân hàng và đã vượt giá trị phát hành cả năm 2024. Thứ hai, các doanh nghiệp BĐS cũng đang thực hiện mua lại trái phiếu tương đối tích cực, có khoảng 13.5% giá trị trái phiếu ngành BĐS đáo hạn trong năm 2026 đã được mua lại trước hạn. Việc mua lại có thể một phần để đảo sang lô trái phiếu mới, nhưng cũng phần nào thể hiện cam kết nghĩa vụ tài chính của các doanh nghiệp với nhà đầu tư, từ đó góp phần củng cố niềm tin thị trường. Thứ ba, hành lang pháp lý về phát hành trái phiếu doanh nghiệp đang ngày càng được hoàn thiện, gần nhất là Dự thảo Nghị định về chào bán, giao dịch trái phiếu riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN trên thị trường quốc tế (21/11/2025).
- Kênh trái phiếu doanh nghiệp hồi phục tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư: Ngoài kênh tín dụng và tiền trả trước từ khách hàng, các kênh huy động như trái phiếu và cổ phiếu đem lại cho doanh nghiệp nguồn vốn dồi dào cũng như cơ hội để đầu tư phát triển các dự án mới với các điều kiện linh hoạt hơn, từ đó nắm bắt được thời cơ trong giai đoạn mở rộng của ngành. Do đó, việc thị trường trái phiếu doanh nghiệp hồi phục là một tín hiệu tích cực cho các doanh nghiệp phát triển bất động sản trong thời gian tới về mặt nguồn lực.

**Dư nợ tín dụng kinh doanh bất động sản đã có dấu hiệu chậm lại trong Q3/2025 khi nhu cầu tín dụng tăng cao nhưng room tín dụng đã gần hết**



**So sánh giá trị phát hành mới trái phiếu ngành bất động sản qua các năm: Giá trị phát hành đang dần hồi phục sau cú sốc niềm tin thị trường năm 2022**

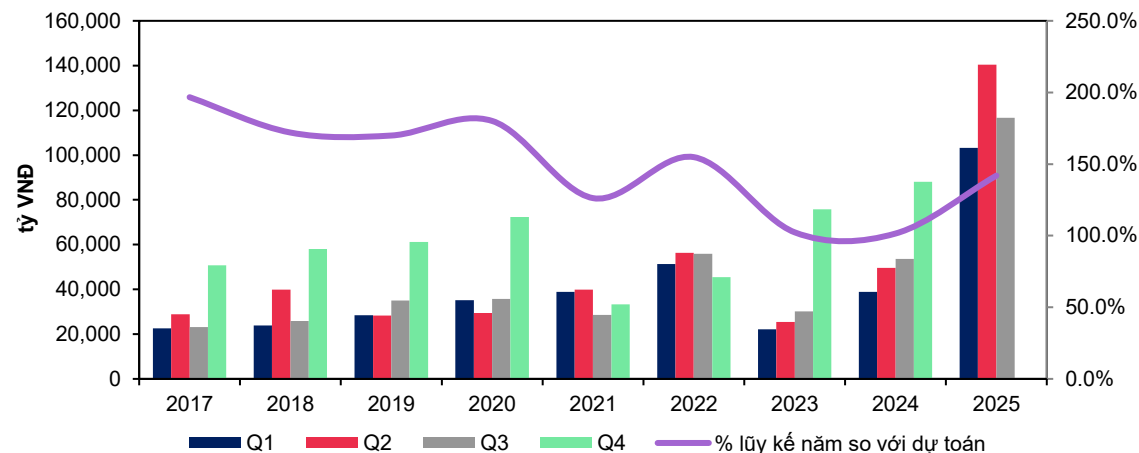


• Nguồn: Bộ Xây dựng, HNX, MBS Research tổng hợp

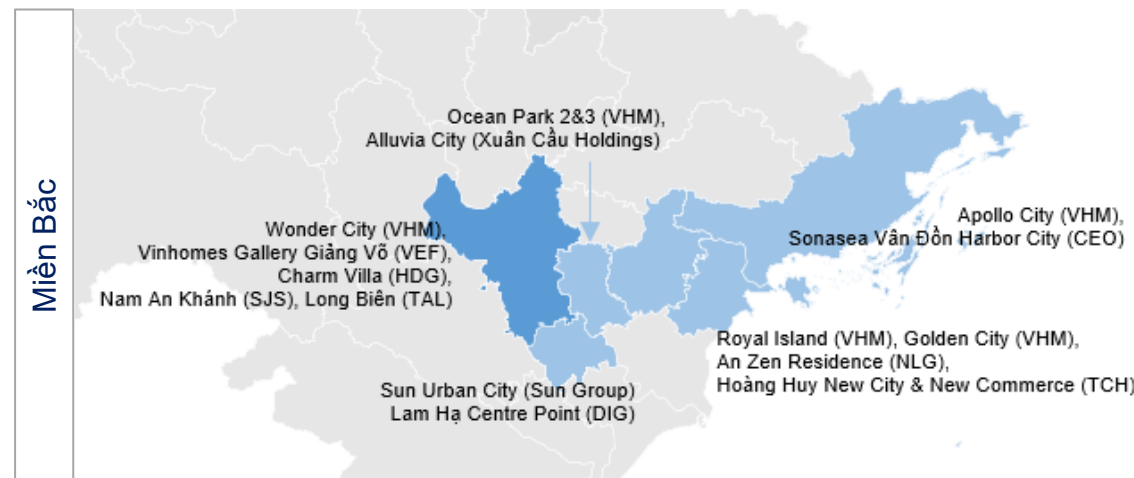
**Các dự án tích cực triển khai: Miền Bắc dự kiến tiếp tục ghi nhận nguồn cung dồi dào, tỷ lệ hấp thụ sẽ vẫn tích cực ở phân khúc chung cư**

- Chỉ riêng trong 9T2025, thu Ngân sách Nhà nước về tiền sử dụng đất đã đạt 360,309 tỷ VNĐ, gấp rưỡi dự toán cả năm 2025, gấp 2.5 lần so với thực hiện 9T2024 và gấp 1.5 lần thực hiện cả năm 2024. Riêng tại Hà Nội, trong 10T2025, thu ngân sách về tiền sử dụng đất đã đạt 89 nghìn tỷ VNĐ (+167% svck, đóng góp 15.7% tổng ngân sách thu về của UBND thành phố), với đóng góp lớn đến từ Công ty TNHH Phát triển KĐT Nam Thăng Long (13.6 nghìn tỷ, dự án KĐT Nam Thăng Long Ciputra) và Vinhomes (12 nghìn tỷ, dự án Vinhomes Wonder City).
- Theo chúng tôi, việc này có thể do: (1) chi phí đất áp dụng theo bảng giá đất mới ở mức cao, (2) nhiều dự án được đẩy nhanh tiến độ pháp lý (có thể do quy hoạch phân khu hoàn thành điều chỉnh) và nhận quyết định tiền sử dụng đất, từ đó hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai trong năm. Chúng tôi cho rằng vẫn còn một phần lớn các dự án đóng tiền sử dụng đất năm 2025 theo phương thức giá đất cụ thể (do các bên thẩm định giá xác định), do đó sẽ ít chịu ảnh hưởng bởi việc giá đất theo bảng giá tăng mạnh. Đây có thể được coi là chỉ báo sớm cho nguồn cung phục hồi tại các dự án bất động sản, khi các doanh nghiệp tích cực đẩy nhanh pháp lý và hoàn thiện nghĩa vụ tài chính để tiến tới mở bán.
- Khu vực phía Bắc dự kiến tiếp tục ghi nhận nguồn cung dồi dào từ các nhà phát triển BĐS như Vinhomes (VHM), Tài chính Hoàng Huy (TCH), Sun Group, Sunshine Group. Đã có những doanh nghiệp bất động sản chủ yếu hoạt động trong khu vực phía Nam thực hiện “Bắc tiến” trong năm 2025 như NLG với dự án An Zen Residence - Hải Phòng, hoặc PDR với kế hoạch mở rộng quỹ đất tại các trung tâm lớn trong đó có Hà Nội. Chúng tôi cho rằng đà hấp thụ tích cực tại các dự án bất động sản cao tầng miền Bắc sẽ tiếp tục được duy trì nhờ nhu cầu tốt, tuy nhiên phân khúc thấp tầng với nguồn cung tăng mạnh mẽ trong GD 2026-2027 có thể ghi nhận tỷ lệ hấp thụ chững lại.

Tiền sử dụng đất đóng góp vào NSNN đã tăng mạnh từ đầu năm 2025, một phần do các dự án được đẩy nhanh tiến độ, nhưng cũng một phần do áp dụng bảng giá đất mới



Bản đồ vị trí một số dự án bất động sản đáng chú ý khu vực phía Bắc GD 2025-2028



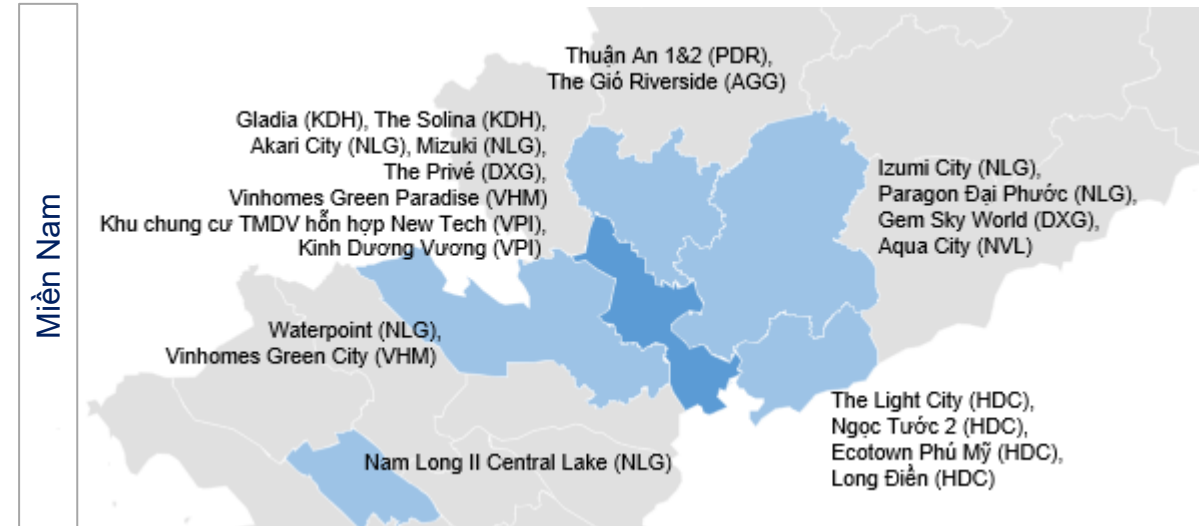
• Nguồn: MBS Research tổng hợp



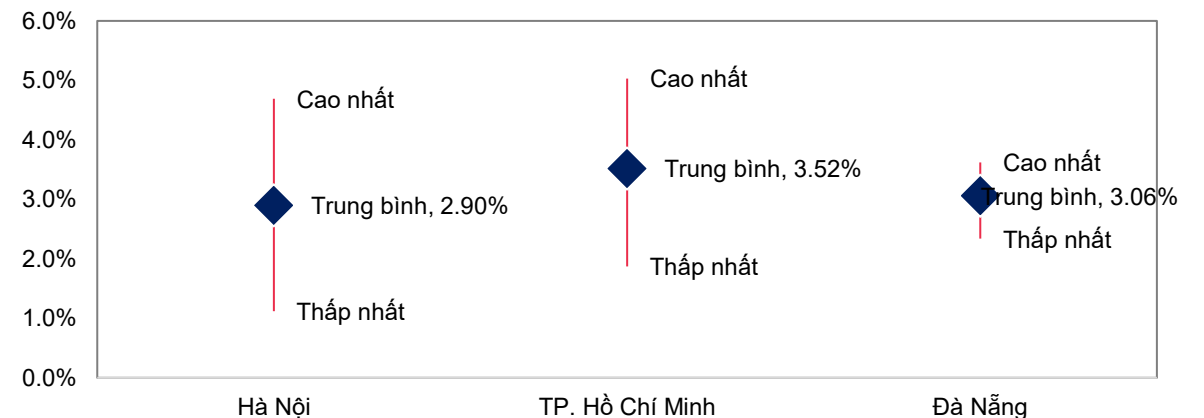
**Các dự án tích cực triển khai: Dòng vốn mới tập trung tại các dự án khu vực phía Nam**

- GD 2025-2026, vốn đầu tư mới cho các dự án bất động sản tập trung chủ yếu tại khu vực phía Nam, đặc biệt là khu vực TP. HCM với nhiều doanh nghiệp phát triển BĐS niềm yết lớn. TP. HCM sau sáp nhập có cơ hội trở thành một trong những siêu đô thị tại khu vực Đông Nam Á, cùng với hạ tầng ngày càng hoàn thiện, do đó được kỳ vọng tiềm năng tăng giá và lợi suất cho thuê ở mức tốt.
- GD 2017-2018, khi thị trường bất động sản khởi sắc, nhiều thương vụ hợp tác với nhà phát triển nước ngoài của các doanh nghiệp BĐS đã được ghi nhận, phần lớn thông qua hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) hoặc hợp tác đầu tư, có thể kể đến: Keppel Land - dự án Saigon Centre (2017), Nishi Nippon Railroad - dự án Waterpoint (hợp tác với NLG, 2018). Giai đoạn 2025-2027, thị trường cũng dự kiến có sự hợp tác của các doanh nghiệp BĐS niềm yết với các doanh nghiệp nước ngoài tại các dự án lớn: PDR - dự án Thuận An 1&2 (đối tác Nhật Bản mua lại 79% cổ phần tại dự án Thuận An 1), NLG – dự án Izumi City (NLG tiếp tục bán 15.1% cổ phần tại dự án này cho đối tác Nhật Bản Tokyu Corporation), KDH – dự án Gladia by the Waters (hợp tác với Keppel Land).
- Hoạt động M&A với doanh nghiệp nước ngoài được kỳ vọng là một kênh tiếp vốn khả thi với các doanh nghiệp trong nước khi kết hợp được quỹ đất và lợi thế am hiểu thị trường với dòng vốn mới từ nước ngoài. Tuy nhiên với những bờ ngõ trong thay đổi địa giới hành chính và khung pháp lý gần đây, cùng với chênh lệch trong định giá (giá đất cụ thể và bảng giá đất), nhiều thương vụ đã bị chậm trễ trong đàm phán. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2026-2027, khi các trung tâm hành chính mới đã “vào guồng” và hành lang pháp lý liên quan được đề xuất hoàn thiện, những hoạt động này sẽ diễn ra sôi nổi hơn, góp phần đưa dòng vốn đầu tư mới về thị trường bất động sản Việt Nam.

**Bản đồ một số dự án bất động sản đáng chú ý khu vực phía Nam GD 2025-2028**



**Lợi suất cho thuê của một số thành phố lớn tại Việt Nam**



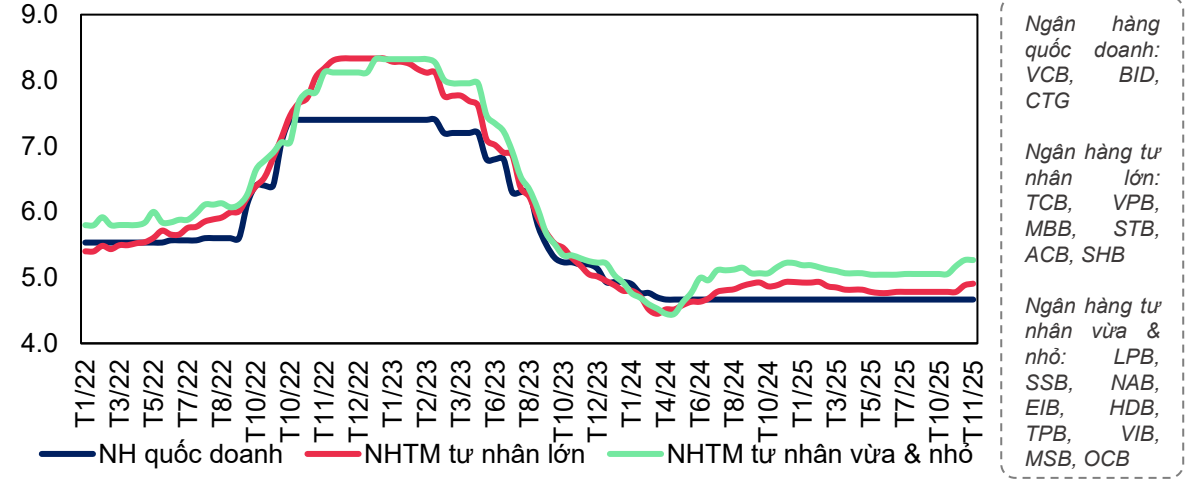
• Nguồn: Global Property Guide, MBS Research tổng hợp



**Mở rộng đi cùng quan ngại: Lãi suất tăng và tiền sử dụng đất ở mức cao có thể dẫn đến áp lực chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp bất động sản**

- Tháng 10/2025, một số ngân hàng thương mại đã nhẹ tăng lãi suất khoảng 0.5% ở một số gói vay mới trong bối cảnh room tín dụng đã gần hết; các gói vay mua nhà cũng có thời gian hưởng lãi cố định ngắn hơn. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất trong năm 2026 sẽ cao hơn một chút so với 2025, tuy nhiên mức tăng không lớn và không tác động quá tiêu cực đến thị trường BĐS.
- Xét về phía nhu cầu, lãi suất tăng sẽ tác động tiêu cực nhiều hơn đến hoạt động đầu cơ thay vì nhu cầu ở thực. Hoạt động đầu cơ vốn nhạy với lãi suất, do đó có thể tạm chững lại nếu tiềm năng tăng giá không thực sự lớn hay thanh khoản không đủ tốt để bù đắp cho chi phí lãi vay và các rủi ro khác. Ngược lại, theo chia sẻ của một số doanh nghiệp, lãi suất tăng nhưng vẫn ở mức thấp phần nào thúc đẩy người mua ở thực đưa ra quyết định mua sản phẩm BĐS nhanh hơn trong giai đoạn đầu, phần vì e ngại lãi suất và giá nhà tiếp tục tăng trong thời gian tới, phần vì muốn hưởng lợi trong thời gian 1-1.5 năm đầu hưởng lãi suất cố định của gói vay.
- Tuy nhiên, quan ngại vẫn còn đó với các doanh nghiệp phát triển BĐS khi: (1) tiền sử dụng đất theo bảng giá đất mới có hiệu lực từ ngày 01/01/2026 ở mức cao, (2) chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng do khan hiếm, và (3) lãi suất tăng gây áp lực lên chi phí tài chính; trong đó quan ngại lớn nhất có thể là tiền sử dụng đất (thường chiếm khoảng 30% tổng mức đầu tư dự án). Các địa phương đã và đang hoàn thành bảng giá đất cho năm 2026 theo quy định của Luật Đất đai năm 2024, phản ánh sát giá thị trường nhưng cũng tạo áp lực lớn lên chi phí đầu tư của các doanh nghiệp và khả năng tiếp cận nhà ở của người dân. Theo đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bất động sản với quỹ đất sạch lớn hoặc giải quyết sớm vấn đề tiền sử dụng đất của các dự án sẽ có khả năng triển khai dự án tích cực hơn trong giai đoạn 2026-2027.

**Lãi suất huy động của một số ngân hàng theo dõi đã tăng nhẹ trong Q4/2025**



**So sánh bảng giá đất một số khu vực theo giai đoạn: Tiền sử dụng đất tăng cao từ lần điều chỉnh gần nhất (2024-2025), dự kiến 2026 không nhiều thay đổi**

Tỉnh thành	Đường	Bảng giá đất 2020-2024	Bảng giá đất 2024-2025	% sv GD trước	Bảng giá đất 2026	% sv GD trước
Hà Nội	Lê Thái Tổ	188	695	270%	702	1%
Hà Nội	Phan Đình Phùng	133	451	240%	469	4%
Hà Nội	Đại La	50	206	314%	210	2%
Hà Nội	Nguyễn Xiển (Nguyễn Trãi - Phạm Tu)	40	131	225%	133	2%
Hà Nội	An Dương Vương	29	102	253%	107	4%
TP. HCM	Đồng Khởi	162	550	239%	n/a	n/a
TP. HCM	Hàm Nghi	101	343	239%	n/a	n/a
TP. HCM	Hai Bà Trưng (Nguyễn Thị Minh Khai - Võ Thị Sáu)	66	267	306%	n/a	n/a
TP. HCM	Bạch Đằng	38	166	337%	n/a	n/a

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

**Bức tranh các doanh nghiệp trong giai đoạn mở rộng: Doanh nghiệp phát triển bất động sản đẩy nhanh triển khai dự án, tìm kiếm để mở rộng quỹ đất**

- Trong giai đoạn 2026-2027, thị trường được kỳ vọng ghi nhận nguồn cung bất động sản lớn đến từ các doanh nghiệp niêm yết. Bên cạnh các số doanh nghiệp thường triển khai khối lượng dự án lớn trong cùng thời điểm như Vinhomes (VHM) hay Nam Long (NLG), một số doanh nghiệp bất động sản chúng tôi theo dõi cũng đang “chuyển hướng” từ việc triển khai lần lượt từng dự án sang triển khai nhiều dự án cùng lúc (Khang Điền - KDH, Đất Xanh - DXG). Cùng với đó, tiến độ mở bán tại các dự án này cũng được đẩy nhanh khi dự án có thể bắt đầu mở bán ngay khi có giấy phép bán hàng, chứ không chờ xây dựng gần hoàn thành. Tiền trả trước của khách hàng hỗ trợ doanh nghiệp bất động sản có nguồn vốn lưu động tốt hơn, từ đó có thể triển khai các dự án mới.
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có khả năng đẩy nhanh tiến độ mở bán các dự án trong giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản là những doanh nghiệp sẽ hưởng lợi lớn, nhờ tận dụng được thời cơ của ngành trước khi: (1) tiền sử dụng đất và các chi phí đầu vào khác tiếp tục tăng, (2) thị trường bất động sản rơi vào trạng thái quá cung hay bão hòa. Việc đẩy nhanh tiến độ dự án có thể cho thấy năng lực tài chính và khả năng huy động vốn vững chắc của doanh nghiệp, cũng như phần nào cho thấy dòng tiền từ các dự án hiện tại đủ để tiếp tục triển khai các dự án mới. Tuy nhiên, việc này cũng tiềm ẩn rủi ro khi có thể tạo áp lực chi phí tài chính lớn cho doanh nghiệp nếu tỷ lệ hấp thụ hay dòng tiền hoạt động không như kỳ vọng.

**Tổng hợp tiến độ dự án của các doanh nghiệp niêm yết theo dõi GD 2025-2027**

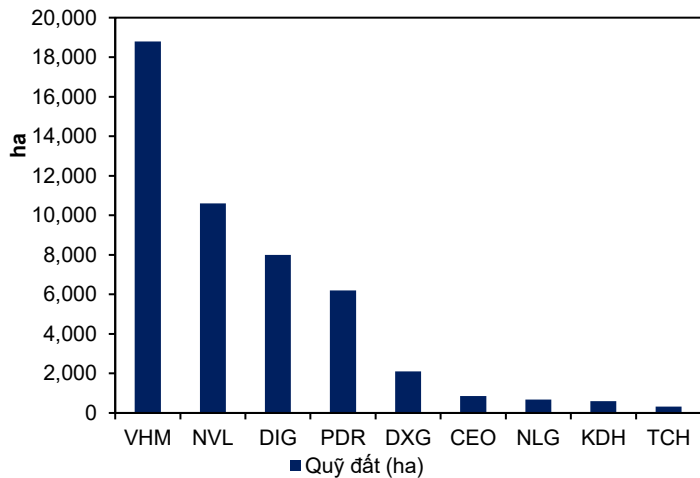
Doanh nghiệp	Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	2025	2025	2026	2026	2027	2027
				1H	2H	1H	2H	1H	2H
VHM	Wonder City	Hà Nội	133	Mở bán		Bàn giao	Bàn giao	Khởi công	Mở bán
	Golden City	Hải Phòng	241		Mở bán	Bàn giao		Bàn giao	
	Green City	Long An	197		Mở bán		Bàn giao	Bàn giao	
	Green Paradise	TP. HCM	2,870	Khởi công	Mở bán				
	Làng Vân	Đà Nẵng	512	Khởi công	Mở bán	Mở bán			
NLG	Akari City	TP. HCM	8.8					Mở bán GD3	
	Waterpoint GD1 (Southgate)	Tây Ninh (Long An cũ)	170	Mở bán phân khu mới		Bàn giao			
	Nam Long II Central Lake	Cần Thơ	80	Đã mở bán					
	Izumi City	Đồng Nai	160		Mở bán phân khu mới	Bàn giao	Tiếp tục mở bán		
	Mizuki Park	TP. HCM	26						
KDH	Paragon Đại Phước	Đồng Nai	45	GPXD	Mở bán	Mở bán		Bàn giao	
	Gladia - Thấp tầng	TP. HCM	5.8		Mở bán & bàn giao	Tiếp tục bàn giao			
	Gladia - Cao tầng	TP. HCM	6.1				Mở bán		Bàn giao
	Bình Trưng - Bình Trưng Đông	TP. HCM	18			Xây dựng		Mở bán	Bàn giao
	The Solina - 11A	TP. HCM	16		Xây dựng			Mở bán	Bàn giao
DXG	The Privé	TP. HCM	4.3		Mở bán	Tiếp tục mở bán		Bàn giao	
	Gem Sky World	Đồng Nai	92		Mở bán trở lại		Tiếp tục bàn giao		
	Opal Luxury	TP. HCM (Bình Dương cũ)	8.4			Mở bán			
	Opal Park View	TP. HCM (Bình Dương cũ)	5.0					Mở bán	
PDR	Quy Nhơn Iconic (Bắc Hà Thanh)	Gia Lai (Bình Định cũ)	43.2		Mở bán phân khu mới	Bàn giao			
	Thuận An 1&2	TP. HCM (Bình Dương cũ)	4.5			Chuyển nhượng 79% cổ phần dự án			
VPI	Khu đất đấu giá xã Tân Kiên	TP. HCM	9.2				GPXD		Mở bán
	Kinh Dương Vương	TP. HCM	1.2				GPXD		Mở bán
	New Tech	TP. HCM	0.9	GPXD		Mở bán			
	KND Phong Nha	Quảng Bình	2.4	GPXD		Mở bán			

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

**Bức tranh các doanh nghiệp trong giai đoạn mở rộng: Doanh nghiệp phát triển bất động sản đẩy nhanh triển khai dự án, tìm kiếm để mở rộng quỹ đất**

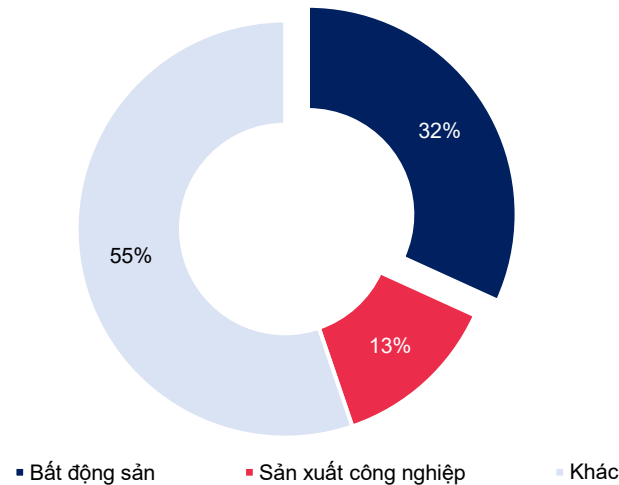
- Không chỉ đẩy nhanh triển khai các dự án hiện tại, một số doanh nghiệp bất động sản cũng tích cực tìm kiếm mở rộng quỹ đất hoặc khu vực thực hiện các dự án, nhằm tìm kiếm động lực tăng trưởng dài hạn. Hoạt động này phần nào được thúc đẩy bởi Nghị quyết 171/2024/QH15 của Quốc hội (hiệu lực từ ngày 1/1/2025), theo đó Nghị quyết này mở rộng mục đích sử dụng đất cho các dự án thí điểm (nhà đầu tư được phép thỏa thuận quyền sử dụng đất nông nghiệp, phi nông nghiệp để làm dự án nhà ở thương mại). Theo Hiệp hội Bất động sản TP. HCM (HoREA), trong vòng 5 năm tới, Nghị quyết 171 ước tính sẽ tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho khoảng 343 khu đất với tổng diện tích 1,913 ha của hơn 300 doanh nghiệp riêng tại TP. HCM, và khoảng 5,000 ha đất dự án trên cả nước.
- Hoạt động mở rộng quỹ đất của các doanh nghiệp bất động sản (cả niêm yết và không niêm yết) từ đầu năm đến nay chủ yếu diễn ra qua hình thức mua bán và sáp nhập (M&A), và thông thường các dự án đã có chủ trương đầu tư hoặc quy hoạch 1/500 sẽ được ưu tiên hơn. Trong số các doanh nghiệp bất động sản niêm yết chúng tôi theo dõi, PDR là doanh nghiệp nổi bật trong kế hoạch M&A để mở rộng quỹ đất để tập trung vào các khu vực trung tâm đại đô thị (TP. HCM, Hà Nội), theo đó doanh nghiệp này bán cổ phần tại 2 dự án ở Bình Dương (cũ) và Bình Định trong năm 2025, sau đó gần đây nhất (T11/2025) đã mua cổ phần tại CTCP Đầu tư Thương mại Dịch vụ AKYN để thực hiện dự án nhà ở thương mại trên khu đất số 239 Cách Mạng Tháng 8, TP. HCM. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp với chiến lược mở rộng quỹ đất hợp lý tại các khu vực đem lại giá trị thương mại cao sẽ có tiềm năng phát triển trong trung và dài hạn, không chỉ là “gom đất để tích trữ tài sản” như trước đây.

**Quỹ đất hiện tại của một số doanh nghiệp bất động sản niêm yết**



• Nguồn: Các doanh nghiệp, MBS Research tổng hợp

**Giá trị giao dịch M&A tại Việt Nam trong tháng 9 và tháng 10/2025: Bất động sản vẫn là lĩnh vực then chốt**



• Nguồn: Grant Thornton, Capital IQ, MBS Research

**Một số thương vụ M&A nổi bật năm 2025 trong lĩnh vực bất động sản tại Việt Nam**

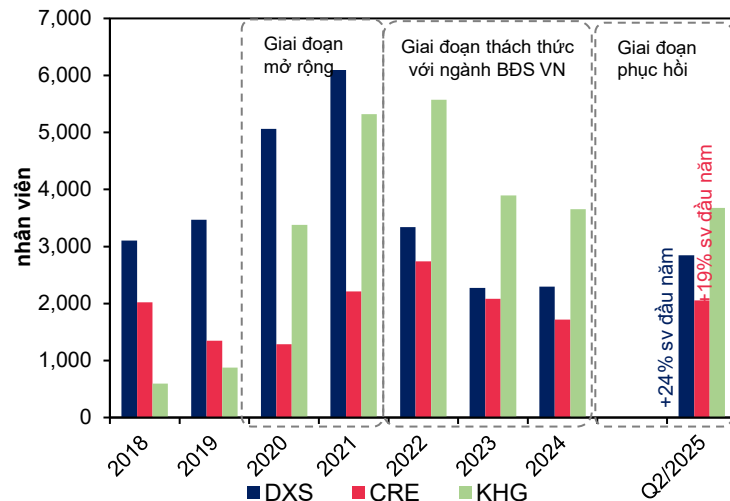
STT	Thương vụ	Giá trị (tr. USD)
1	VRE chuyển nhượng 99.99% vốn góp tại Vincom Nguyễn Chí Thanh	133.0
2	VCG thoái vốn khỏi dự án Cát Bà Amatina	117.7
3	DIG chuyển nhượng dự án Lam Hạ Center Point	51.0
4	Nova Rivergate và ĐTTM Nhà Ròng thu mua 51% cổ phần tại ASCTL1 và ASCTL2	46.5
5	HDC bán cổ phần tại CTCP ĐT XD GT Đại Dương VT	27.0
6	NLG thoái 15% vốn tại dự án Izumi City	n/a
7	PDR chuyển nhượng cổ phần tại Thuận An 1	n/a
8	PDR mua cổ phần tại AKYN	n/a
9	Sơn Kim Land mua dự án Sài Gòn Broadway của NVL	n/a

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

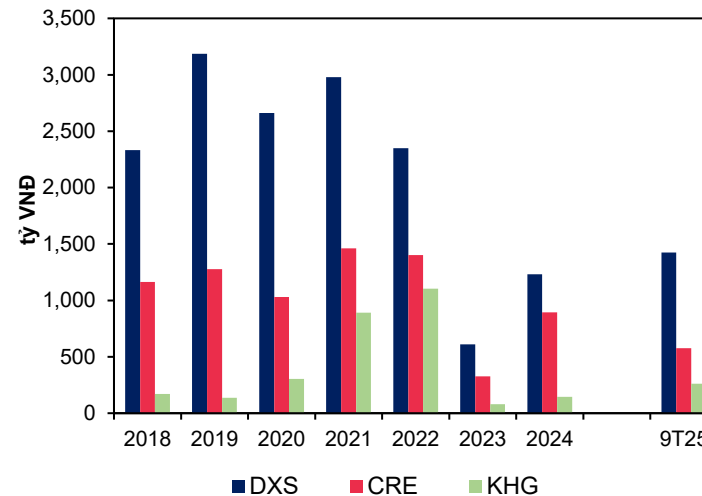
**Bức tranh các doanh nghiệp trong giai đoạn mở rộng: Doanh nghiệp môi giới bất động sản được kỳ vọng hưởng lợi**

- Theo quan sát của chúng tôi, trong quá khứ, khi ngành bất động sản bước vào giai đoạn phục hồi và tăng trưởng, các doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực môi giới bất động sản nhìn chung ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động này ở mức tích cực. Tuy nhiên, bức tranh riêng từng doanh nghiệp còn phụ thuộc nhiều vào khả năng chiếm lĩnh thị phần và kiểm soát chi phí.
- Trong giai đoạn mở rộng 2020-2021 khi lượng giao dịch bất động sản trên thị trường tăng mạnh và tạo đỉnh, số lượng nhân viên của các doanh nghiệp môi giới bất động sản đã có mức tăng trưởng rất rõ ràng (DXS, KHG), đi kèm với đó là doanh thu tích cực. Bước sang giai đoạn khó khăn 2022-2024, một số doanh nghiệp đã nhanh chóng cắt giảm nhân sự để phần nào giảm bớt tác động tiêu cực của doanh thu ảm đạm (DXS), nhưng một số doanh nghiệp lựa chọn giữ lại phần lớn đội ngũ và gồng gánh chi phí chờ thị trường tích cực trở lại (KHG, CRE). Trong năm 2025, nhiều dự án bất động sản mới được đưa ra thị trường đã nhen nhóm dấu hiệu về pha phục hồi và tăng trưởng mới, số nhân viên tại các DN môi giới BĐS đã tăng trở lại cùng với doanh thu. Tuy nhiên, đã có nhiều thay đổi so với giai đoạn trước: (1) khả năng chiếm lĩnh thị phần khác nhau dẫn đến tốc độ phục hồi doanh thu khác nhau, (2) những doanh nghiệp với chính sách nhân sự linh hoạt đã cho thấy hiệu quả rõ ràng hơn trong việc đem lại biên lợi nhuận tích cực.
- Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp với chính sách linh hoạt và tận dụng tốt cơ hội để tăng quy mô và thị phần môi giới bất động sản sẽ là những doanh nghiệp hưởng lợi về lợi nhuận trong giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản sắp tới (GD 2026-2027). Theo đó, chúng tôi ưa thích DXS cho chiến lược đầu tư mảng môi giới bất động sản.

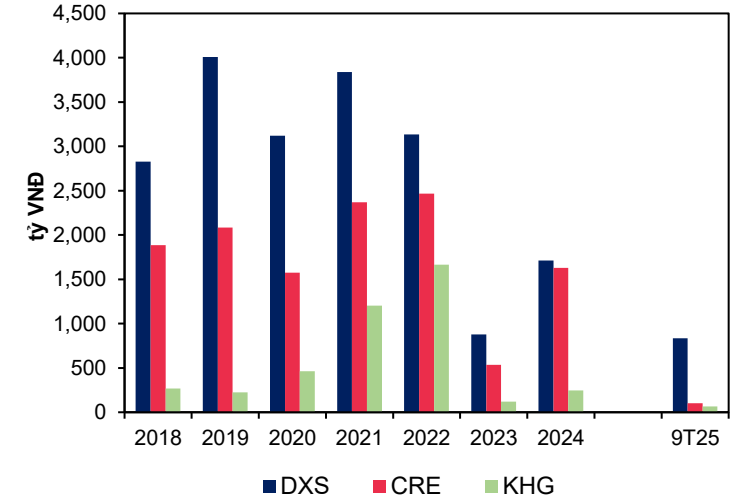
**Số nhân viên của một số DN môi giới bất động sản qua các thời kỳ: Đã có dấu hiệu phục hồi trong năm 2025**



**Doanh thu mảng môi giới BĐS của các doanh nghiệp cũng đã khởi sắc trở lại sau năm 2023 trầm lắng**



**Tuy nhiên lợi nhuận gộp mảng này ở một số công ty lại không tăng tương xứng với doanh thu**



• Nguồn: BCTC các công ty, MBS Research

• Nguồn: BCTC các công ty, MBS Research

• Nguồn: BCTC các công ty, MBS Research

**Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi**

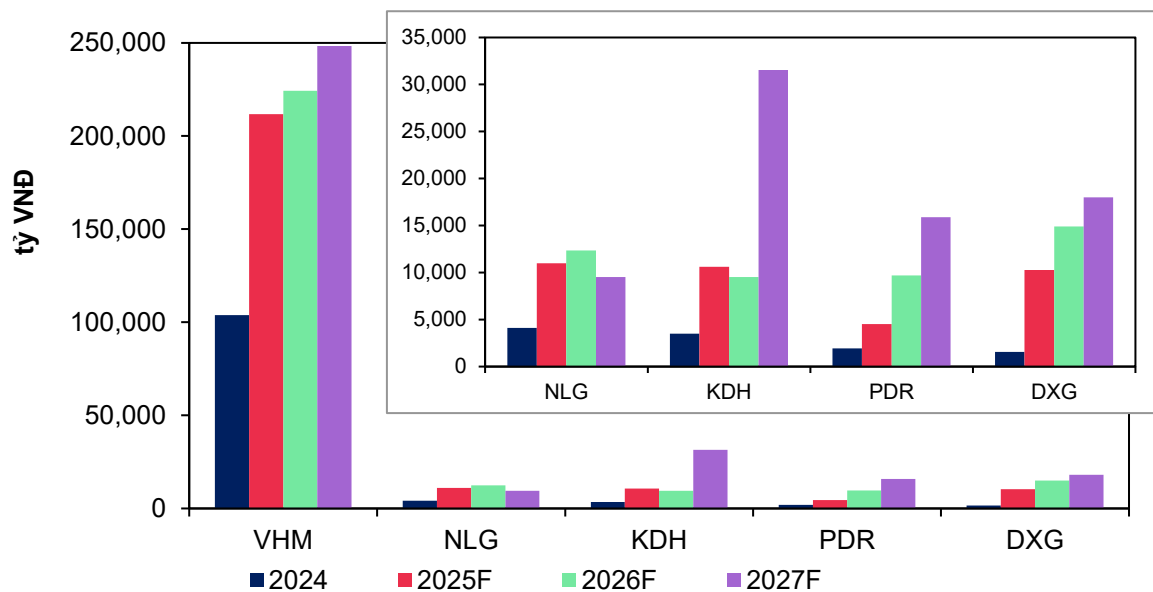
Tỷ đồng	VHM			KDH			NLG			DXG			PDR			VRE			DXS			VPI		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	94,339	128,991	137,766	5,024	8,362	7,172	5,020	6,049	9,751	5,172	6,384	7,150	1,907	2,663	3,777	8,808	13,187	13,318	3,322	3,826	4,156	1,567	2,459	2,654
Tăng trưởng (%)	-7.8%	36.7%	6.8%	53.2%	66.5%	-14.2%	-30.2%	20.5%	61.2%	7.9%	23.4%	12.0%	132.0%	39.7%	41.9%	-1.5%	49.7%	1.0%	36.3%	15.2%	8.6%	-17.4%	57.0%	7.9%
Lợi nhuận gộp	33,238	52,214	59,901	3,039	5,604	4,752	2,173	3,008	5,106	2,596	3,309	3,767	871	1,274	1,985	4,887	6,234	6,325	1,769	2,028	2,218	504	835	930
Biên lợi nhuận gộp (%)	35.2%	40.5%	43.5%	60.5%	67.0%	66.3%	43.3%	49.7%	52.4%	50.2%	51.8%	52.7%	45.7%	47.8%	52.5%	55.5%	47.3%	47.5%	53.3%	53.0%	53.4%	32.2%	34.0%	35.0%
EBITDA	27,612	43,782	50,636	2,400	4,499	3,785	1,220	1,799	3,115	1,222	1,390	1,534	753	1,094	1,714	5,419	6,448	6,558	843	1,007	1,177	320	512	564
Biên EBITDA (%)	65.0%	52.4%	52.3%	47.8%	53.8%	52.8%	24.3%	29.7%	31.9%	23.6%	21.8%	21.5%	39.5%	41.1%	45.4%	61.5%	48.9%	49.2%	25.4%	26.3%	28.3%	17.0%	20.0%	19.0%
LNST CĐ công ty mẹ	39,192	42,964	43,809	1,093	1,410	2,037	753	790	1,469	331	481	548	469	1,321	1,000	6,516	6,021	5,776	450	537	644	429	548	629
Tăng trưởng (%)	23.2%	9.6%	2.0%	34.8%	29.1%	44.5%	45.5%	4.8%	86.0%	29.3%	45.3%	13.9%	202.2%	181.8%	-24.3%	59.1%	-7.6%	-4.1%	219.6%	19.5%	19.8%	30.6%	27.7%	14.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	9,542	10,460	10,666	974	1,257	1,815	1,956	2,051	3,815	299	471	537	478	1,348	1,020	2,798	2,585	2,480	776	928	1,111	1,341	1,712	1,965
BVPS (VND/cổ phiếu)	58,821	69,265	79,946	16,525	17,684	19,354	26,468	27,898	30,982	15,194	15,665	15,822	13,132	14,453	15,453	20,800	23,385	25,865	11,091	11,991	13,069	16,522	18,234	20,199
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	734	587	646	4,757	4,576	10,392	(8,581)	(7,467)	(4,672)	(1,200)	(573)	(477)	4,333	5,267	5,656	2,443	2,869	5,586	(525)	(500)	(339)	(2,937)	(3,524)	(3,348)
Nợ/VCSH	66.2%	72.9%	83.8%	37.9%	47.9%	57.3%	37.8%	33.4%	23.5%	48.0%	53.0%	50.0%	39.7%	30.2%	21.4%	4.4%	4.3%	3.9%	23.5%	24.4%	20.0%	115.0%	103.5%	111.8%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	17.6%	16.3%	14.3%	5.2%	5.8%	7.6%	4.9%	4.9%	8.0%	1.8%	2.7%	3.1%	3.6%	9.3%	6.5%	13.5%	11.1%	9.6%	5.1%	5.6%	6.2%	9.6%	11.5%	12.6%
ROAA (%)	5.0%	4.5%	4.1%	3.0%	3.4%	4.0%	2.4%	2.4%	4.2%	0.9%	1.3%	1.5%	1.8%	5.0%	3.6%	11.0%	9.1%	8.2%	2.6%	2.9%	3.3%	2.9%	3.1%	3.5%

• Nguồn: MBS Research dự phóng

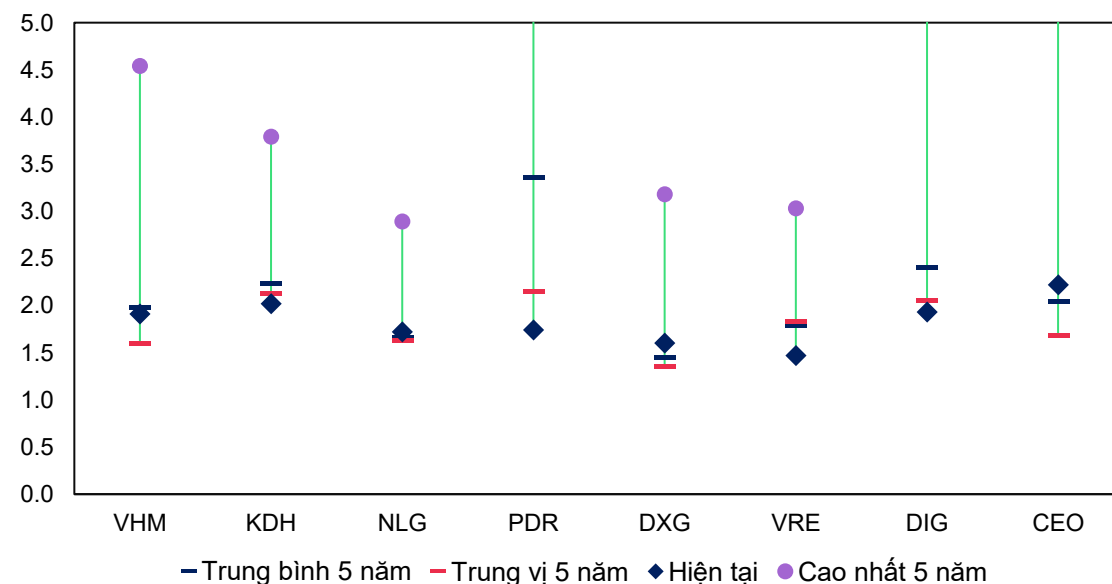
### Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS

- Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2026-2027 sẽ là giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản Việt Nam với nhiều yếu tố hỗ trợ như đã đề cập ở trên, do đó các doanh nghiệp biết nắm bắt thời cơ trước khi thị trường bước vào giai đoạn quá cung sẽ là các doanh nghiệp hưởng lợi. Hiện tại, hầu hết định giá P/B của các cổ phiếu ngành bất động sản chúng tôi theo dõi đang cao hơn trung vị 5 năm, tuy nhiên vẫn thấp hơn hoặc tương đương trung bình 5 năm và thấp hơn mức đỉnh 5 năm. Trong bối cảnh doanh số ký bán của các doanh nghiệp tích cực hơn nhiều so với thời điểm định giá cao trước đây (2021), chúng tôi cho rằng các cổ phiếu bất động sản vẫn còn tiềm năng tăng giá.
- Chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp có một trong các đặc điểm sau: (1) là doanh nghiệp phát triển bất động sản, có tiến triển pháp lý tích cực tại các dự án và có nguồn lực để đẩy mạnh triển khai dự án trong GD 2026-2027, (2) là doanh nghiệp môi giới bất động sản, có khả năng chiếm lĩnh thị phần và kiểm soát chi phí tốt. Bên cạnh đó, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu còn tiềm năng tăng giá hấp dẫn so với giá mục tiêu và so với mức tăng trưởng của doanh số ký bán giai đoạn 2026-2027. Xem xét khả năng bứt phá trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và tiềm năng tăng giá của cổ phiếu, chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS cho chiến lược đầu tư năm 2026.

Dự phóng doanh số ký bán của một số doanh nghiệp phát triển bất động sản trong danh mục theo dõi



P/B một số cổ phiếu bất động sản hiện tại: Hầu hết cao hơn trung vị 5 năm, nhưng thấp hơn trung bình 5 năm và mức đỉnh dù doanh số ký bán tốt hơn



• Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

• Nguồn: FiinProX, MBS Research tổng hợp



**Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS**

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
KDH	Khả quan	43,200	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2026, KDH sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng còn lại tại dự án Gladia by the Waters (11.8 ha) - dự án đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ rất tích cực trong đợt mở bán đầu tiên. Đã có khoảng 100 căn được bán và 30 căn được ghi nhận bàn giao trong Q3/2025.</li> <li>Giai đoạn 2026-2027 cũng là giai đoạn đáng chú ý của KDH khi đồng loạt tiến hành triển khai xây dựng và mở bán các dự án: Gladia (khu cao tầng), Bình Trưng - Bình Trưng Đông (18.2 ha), The Solina (16.4 ha), KCN Lê Minh Xuân mở rộng (109.9 ha). Các dự án này, với vị trí gần trung tâm TP. HCM và phần lớn đã được trả tiền sử dụng đất trước đó, sẽ ít bị ảnh hưởng tăng chi phí bởi bảng giá đất mới có hiệu lực từ 1/1/2026; đồng thời lại hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng và giá bán tăng theo khu vực.</li> <li>Lợi nhuận ròng giai đoạn 2025-2027 được dự báo tăng trưởng kép ấn tượng 36.5% nhờ tích cực đẩy nhanh tiến độ dự án. Bên cạnh đó, dự án Tân Tạo cũng được kỳ vọng có tiến triển khi cơ chế "thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75%" đang đề xuất được chấp thuận.</li> </ul>
PDR	Khả quan	27,900	<ul style="list-style-type: none"> <li>PDR đang thực hiện các thủ tục pháp lý để hoàn tất thương vụ chuyển nhượng 79% cổ phần tại Dự án Thuận An 1 cho đối tác. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ thương vụ này sẽ hỗ trợ dòng tiền tích cực cho PDR để triển khai các dự án sắp tới của doanh nghiệp (các phân khu khác tại Quy Nhơn Iconic, Thuận An, Serenity Phước Hải, các dự án BT), đồng thời mở rộng quỹ đất tại các khu vực trung tâm theo kế hoạch qua hình thức M&amp;A. Sau sáp nhập, PDR cũng sở hữu quỹ đất lớn tại TP. HCM, ước tính khoảng 500 ha.</li> <li>Trong năm 2025, PDR đã hoàn thành toàn bộ nghĩa vụ tài chính cho dự án Quy Nhơn Iconic, và nghĩa vụ tài chính cho Thuận An 1; là cơ sở để tích cực mở bán các phân khu mới tại hai dự án này và là động lực lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2026. Lợi nhuận ròng giai đoạn này được kỳ vọng bứt phá từ nền thấp của các năm trước (giai đoạn 2020-2024 chủ yếu chuyển nhượng dự án, không có lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi)</li> </ul>
DXS	Khả quan	13,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trong giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản, các doanh nghiệp môi giới dự kiến sẽ được hưởng lợi khi lượng giao dịch bất động sản gia tăng, đặc biệt với các doanh nghiệp có khả năng chiếm lĩnh thị phần và chính sách nhân sự linh hoạt như DXS. DXS cũng dự kiến là đơn vị môi giới chính cho các dự án của công ty mẹ trong thời gian tới như The Privé hay Gem Sky World.</li> <li>Bên cạnh mảng môi giới bất động sản, DXS cũng tham gia vào phát triển dự án BĐS thông qua Regal Group (HOSE: RGG, DXS sở hữu 55%) như Regal Regend, Regal Maison, Đất Quảng Riverside, Tịnh Hà Riverside, Regal Heritage. Mặc dù các dự án này chưa được kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận trong ngắn hạn, đây là động lực để DXS tăng quy mô lợi nhuận và chuỗi giá trị trong trung và dài hạn. Lợi nhuận ròng 2025-2026 được dự báo tăng trưởng tích cực lần lượt 220% và 20% svck.</li> </ul>

**Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS**

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VHM	Trung lập	96,300	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển của VHM nhờ sở hữu quỹ đất lớn, tiến độ triển khai nhanh. Năm 2025, VHM mở bán 5 dự án lớn gồm Green Paradise, Green City, Wonder City, Golden City và Làng Vân. Nhờ đó, doanh thu chưa thực hiện đạt mức cao kỷ lục (tính tới cuối Q3/25 là 223.9 nghìn tỷ đồng). Đây là nền tảng vững chắc để công ty có thể đạt được mức LN ròng năm 2025-27 là 40-45 nghìn tỷ đồng.</li> <li>Tuy nhiên, giá cổ phiếu VHM đã tăng mạnh gấp 2.5 lần so với đầu năm và đang giao dịch tại mức P/B là 2.0x cao hơn so với P/B trung bình 3 năm gần nhất là 1.3x và P/B forward là 1.5x. Đà tăng giá có xu hướng chững lại, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể mua tích lũy khi giá điều chỉnh về vùng hấp dẫn hơn.</li> </ul>
NLG	Khả quan	45,600	<ul style="list-style-type: none"> <li>NLG dự kiến ghi nhận lợi nhuận việc chuyển nhượng 15.1% cổ phần tại Izumi City trong Q4/2025, mức LNTT chúng tôi ước tính từ thương vụ này là 250 tỷ VNĐ.</li> <li>Trong năm 2026, lợi nhuận của NLG dự kiến sẽ tiếp tục đến từ bàn giao các sản phẩm của các dự án đang mở bán hiện tại, nổi bật là các phân khu mới của Waterpoint, dự án Nam Long Cần Thơ, Izumi City. Động lực chính cho doanh số ký bán (presale) năm 2026, bên cạnh các dự án kể trên, sẽ có thêm Paragon Đại Phước (kỳ vọng nhận giấy phép bán hàng trong Q4/25 hoặc Q1/26).</li> <li>Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng lợi nhuận lần lượt 45% và 5% trong giai đoạn 2025-2026 khi ghi nhận lãi chuyển nhượng cổ phần tại dự án Izumi và bàn giao tại các dự án hoặc phân khu mới.</li> </ul>
DXG	Khả quan	25,500	<ul style="list-style-type: none"> <li>Năm 2025, DXG đã tái khởi động hai dự án Gem Sky World và The Privé, trong đó The Privé được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2025-2026. Trong bối cảnh nguồn cung căn hộ khan hiếm và giá bán duy trì ở mức cao, dự án này dự kiến đạt mức giá bán bình quân 120–130 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> với biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 60%. Việc tiêu thụ hết toàn bộ đợt mở bán đầu tiên của giai đoạn 1 (~250 căn) phản ánh nhu cầu mạnh mẽ, và chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ của đợt mở bán thứ hai (~220 căn) trong năm 2025 đạt khoảng 90%.</li> <li>Lợi nhuận 2025 của doanh nghiệp chủ yếu nhờ mảng môi giới bất động sản tích cực, tuy nhiên sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2026 khi ghi nhận bàn giao các sản phẩm tại The Privé. Dòng tiền từ dự án này cũng sẽ là nguồn lực tốt để DXG phát triển các dự án khác trong dài hạn như Park View và Park City (được kỳ vọng tháo gỡ về mặt pháp lý).</li> </ul>

**Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS**

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VRE	Khả quan	42,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>VRE dự kiến ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến khoảng 1,900 tỷ VNĐ (trước thuế) từ việc bán Vincom NCT trong quý 4/2025, qua đó giúp lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) cả năm ước đạt 6516 tỷ VNĐ (+59% svck).</li> <li>Năm 2026, động lực tăng trưởng của VRE chủ yếu đến từ việc tăng tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM hiện tại, bên cạnh mức tăng diện tích sàn tương đối khiêm tốn đến từ Vincom Plaza Đan Phượng (GFA ~ 90,000 m<sup>2</sup>). Tuy nhiên, do khoản lợi nhuận đột biến đã ghi nhận năm 2025, lợi nhuận ròng năm 2026 dự kiến tăng trưởng âm svck. Bước sang năm 2027, động lực tăng trưởng lợi nhuận sẽ rõ ràng hơn khi loạt các TTTM mới dự kiến đi vào hoạt động (VMM Green City, VMM Golden City).</li> </ul>
VPI	KKN	n/a	<ul style="list-style-type: none"> <li>VPI đã mở bán dự án Vlasta Thủy Nguyên, đây là nguồn doanh thu chính trong năm 2025-26. Công ty có thể ghi nhận thêm LN từ chuyển nhượng dự án Song Khê - Nội Hoàng, Cồn Khương và Cầu Mây trong năm 2026. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2025-26 tăng trưởng 31%/28% svck.</li> <li>Dự án BT xây dựng tuyến đường nối từ đường Phạm Văn Đồng đến nút giao thông Gò Dưa - Quốc lộ 1 (TP. HCM) đang được gỡ vướng mắc, dự kiến được bồi thường 4 khu đất có vị trí đắc địa tại TPHCM trong năm 2026-27. Chúng tôi nhận thấy dòng vốn đầu tư bất động sản đang có xu hướng dịch chuyển vào khu vực phía Nam và cho rằng VPI có nhiều tiềm năng phát triển nhờ sở hữu quỹ đất lớn hơn 260 ha tại TP. HCM và các tỉnh lân cận.</li> </ul>

**Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên công ty	Mã CP Bloomberg	Giá thị trường VNĐ	Giá mục tiêu VNĐ	Khuyến nghị	Vốn hóa tỷ VNĐ	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)			
						2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F		
<b>Phát triển bất động sản</b>															
CTCP Vinhomes	VHM VN	94,100	96,300	Trung lập	402,526	11.2	10.2	1.8	1.5	5.0	4.5	17.6	16.3		
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	32,900	45,600	Khả quan	13,247	16.8	16.0	1.2	1.2	2.4	2.4	4.9	4.9		
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	30,500	43,200	Khả quan	35,743	31.3	24.3	1.8	1.7	3.0	3.4	5.2	5.8		
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	16,750	25,500	Khả quan	17,983	56.1	35.5	1.1	1.1	0.9	1.3	1.8	2.7		
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	19,700	27,900	Khả quan	20,086	41.2	14.6	1.5	1.4	1.8	5.0	3.6	9.3		
CTCP Tập đoàn C.E.O	CEO VN	22,100	n/a	KKN	13,505	71.4	n/a	2.4	n/a	2.3	n/a	3.3	n/a		
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	18,050	n/a	KKN	12,250	40.5	n/a	1.7	n/a	1.8	n/a	4.4	n/a		
CTCP Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy	TCH VN	18,600	n/a	KKN	17,695	25.8	n/a	1.7	n/a	3.6	n/a	5.7	n/a		
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	HDC VN	24,000	n/a	KKN	5,044	9.0	n/a	1.9	n/a	12.2	n/a	25.2	n/a		
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI VN	57,100	n/a	KKN	18,883	41.0	32.1	3.3	3.0	2.9	3.1	9.6	11.5		
<i>Trung bình</i>								34.4	22.1	1.8	1.6	3.6	3.3	8.1	8.4
<i>Trung vị</i>								35.9	20.2	1.8	1.5	2.6	3.2	5.0	7.6
<b>Môi giới bất động sản</b>															
CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh	DXS VN	9,080	13,000	Khả quan	5,640	13.3	11.1	0.9	0.9	2.6	2.9	5.1	5.6		
CTCP Bất động sản Thế Kỷ	CRE VN	9,000	n/a	KKN	4,219	57.8	n/a	0.8	n/a	1.0	n/a	1.3	n/a		
CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	KHG VN	7,070	n/a	KKN	3,236	51.8	n/a	0.6	n/a	1.0	n/a	1.2	n/a		
<i>Trung bình</i>								41.0	11.1	0.8	0.9	1.5	2.9	2.5	5.6
<i>Trung vị</i>								51.8	11.1	0.8	0.9	1.0	2.9	1.3	5.6

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dữ liệu cập nhật tại ngày 12/12/2025

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

<b>Giám đốc Khối Nghiên cứu</b>	<b>Trưởng phòng</b>			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
<b>Vĩ mô – Chiến lược thị trường</b>	<b>Ngân hàng – Dịch vụ tài chính</b>	<b>Bất động sản – VLXD</b>	<b>Công nghiệp – Năng lượng</b>	<b>Bán lẻ - Tiêu dùng</b>
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đình Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	<b>Logistics – Vật liệu cơ bản</b>
<i>Đình Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>		<i>Võ Đức Anh</i>



# VIETNAM DYNAMICS 2026



**Trụ sở CTCP Chứng khoán MB**

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601

Web: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)