



BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG

TÁI CÂN BẰNG SAU GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG LỆCH PHA



Đỗ Thạch Lam, CFA – lam.dt@vdsc.com.vn
Nguyễn Thị Quỳnh Giao – giao.ntq@vdsc.com.vn



Sau chu kỳ điều chỉnh từ nửa cuối 2022 – 2024, năm 2025 được xem là năm tạo nền của thị trường BDS dân dụng, khi các nút thắt pháp lý dần được tháo gỡ, hạ tầng liên vùng được đẩy nhanh và cấu trúc cung – cầu bắt đầu tái định hình. Chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ đánh dấu giai đoạn tái cân bằng của thị trường, trong bối cảnh: 1/ Hạ tầng liên vùng tiếp tục được đẩy nhanh, giúp cải thiện khả năng kết nối và rút ngắn đáng kể thời gian di chuyển giữa TP.HCM và các khu đô thị vệ tinh; 2/ nguồn cung mới được kỳ vọng cải thiện và phân hóa cân bằng hơn; và 3/ Mức độ hấp thụ có xu hướng chậm lại khi yếu tố lãi suất không còn đóng vai trò hỗ trợ mạnh, nhu cầu sẽ tập trung nhiều hơn vào phân khúc ở thực.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị đối với cổ phiếu bất động sản dân dụng theo hướng đầu tư trung – dài hạn, ưu tiên các doanh nghiệp có quỹ đất sạch, pháp lý rõ ràng và khả năng triển khai bán hàng, ghi nhận doanh thu trong giai đoạn tới, với lựa chọn ưa thích gồm KDH (Mua, GMT: 39.400 đồng/cp) và NLG (Mua, GMT: 39.300 đồng/cp). Ngoài ra, chúng tôi cũng chú ý đến một số doanh nghiệp có câu chuyện trong năm 2026 (KQKD và giá trị bán hàng ghi nhận tăng trưởng tích cực), gồm: TCH (Mua, GMT: 23.500 đồng/cp) và HDG (Mua, GMT: 36.300 đồng/cp).

Triển vọng cung – cầu thị trường: Phục hồi có chọn lọc, phân hóa rõ nét từ 2026

- Thị trường Bất động sản dân dụng được kỳ vọng bước vào giai đoạn tái cân bằng từ năm 2026, khi các nút thắt pháp lý từng bước được tháo gỡ và môi trường triển khai dự án dần cải thiện. Nguồn cung mới kỳ vọng sẽ phân hóa đều hơn cho các phân khúc bình dân – trung cấp, với sự dịch chuyển rõ nét ra các khu vực vệ tinh quanh TP.HCM cũ như Bình Dương, Long An, Đồng Nai và Bà Rịa – Vũng Tàu.
- Ở phía cầu, động lực thị trường trong giai đoạn tới được dự báo chuyển dịch rõ rệt từ yếu tố “ưu đãi lãi suất” sang “khả năng chi trả thực” của người mua. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất năm 2026 được dự báo tăng, sức mua sẽ mang tính chọn lọc hơn, ưu tiên các dự án có mức giá phù hợp, vị trí kết nối thuận lợi và pháp lý rõ ràng. Điều này góp phần định hình lại nhịp phục hồi theo hướng bền vững hơn so với các giai đoạn trước.
- Về mặt bằng giá năm 2026, đặc biệt tại TP.HCM mới được kỳ vọng ổn định và bền vững hơn khi sự góp mặt của phân khúc bình dân – trung cấp được kỳ vọng sẽ góp phần kéo mặt bằng giá về mức phù hợp.
- Với định hướng phát triển lĩnh vực với giá trị gia tăng cao (công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ, cơ khí,...), Việt Nam cũng đồng thời phát triển các Khu kinh tế lớn - với lợi thế về hạ tầng phát triển và được hưởng ưu đãi về thuế TNDN. Thị trường BDS tại các địa phương này cũng sẽ thu hút dòng tiền của nhà đầu tư trong giai đoạn tới.

Triển vọng bán hàng và KQKD duy trì tích cực

- Với triển vọng thị trường BDS vẫn nằm trong pha phục hồi và kỳ vọng khả quan về nguồn cung và khả năng hấp thụ trong năm 2026, chúng tôi ước tính doanh số bán hàng và doanh thu từ bàn giao BDS của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi vẫn sẽ ghi nhận kết quả tích cực. Trong đó, giá trị bán hàng của từng công ty ước đạt: KDH (8,300 tỷ đồng, + 33%YoY), NLG (11.595 tỷ đồng, +16%), HDG (1.125 tỷ đồng), TCH (14.600 tỷ đồng, +68%YoY).
- Cho mục tiêu đầu tư trung - dài hạn, chúng tôi ưa thích KDH (Mua, GMT: 39.400 đồng/cp) và NLG (Mua, GMT: 39.300 đồng/cp) khi i/ Kỳ vọng tăng trưởng tích cực về giá trị bán hàng trong năm 2026, ii/ Lợi thế về quỹ đất tại thị trường cấp I và các đô thị vệ tinh. Ngoài ra, chúng tôi cũng chú ý đến một số doanh nghiệp có câu chuyện trong năm 2026, gồm: TCH (Mua, GMT: 23.500 đồng/cp) với KQKD tăng trưởng từ mở bán dự án tại thị trường tiềm năng, ii/ HDG (Mua, GMT: 36.300 đồng/cp) với doanh thu hồi phục từ bàn giao dự án.

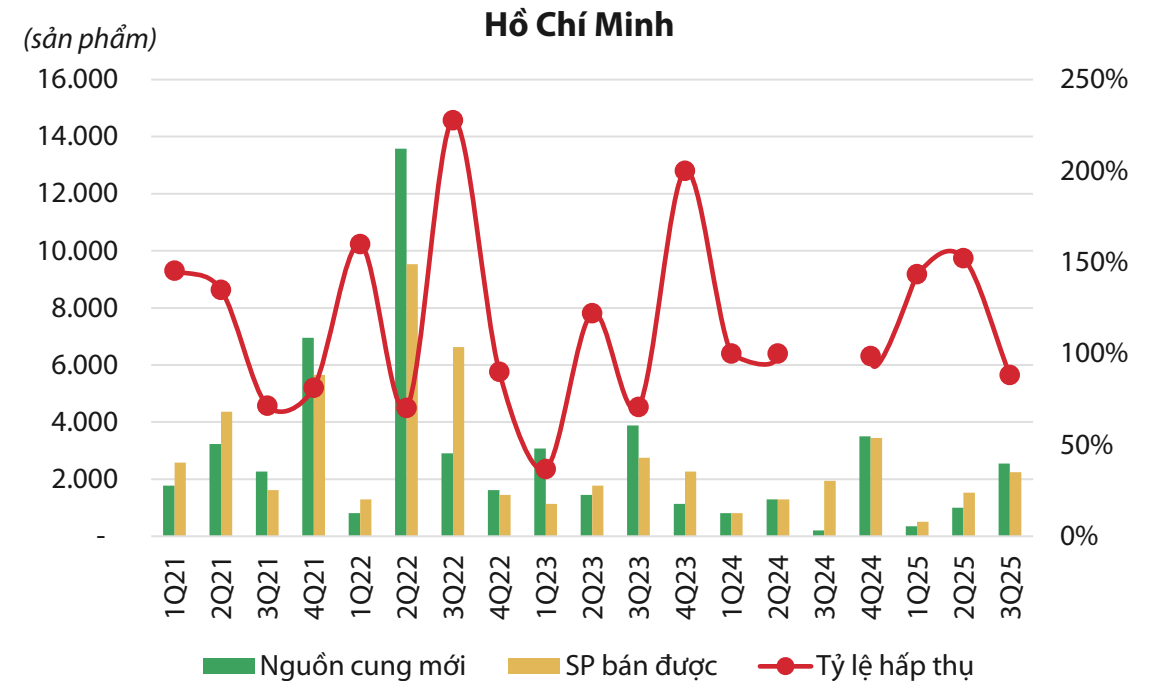
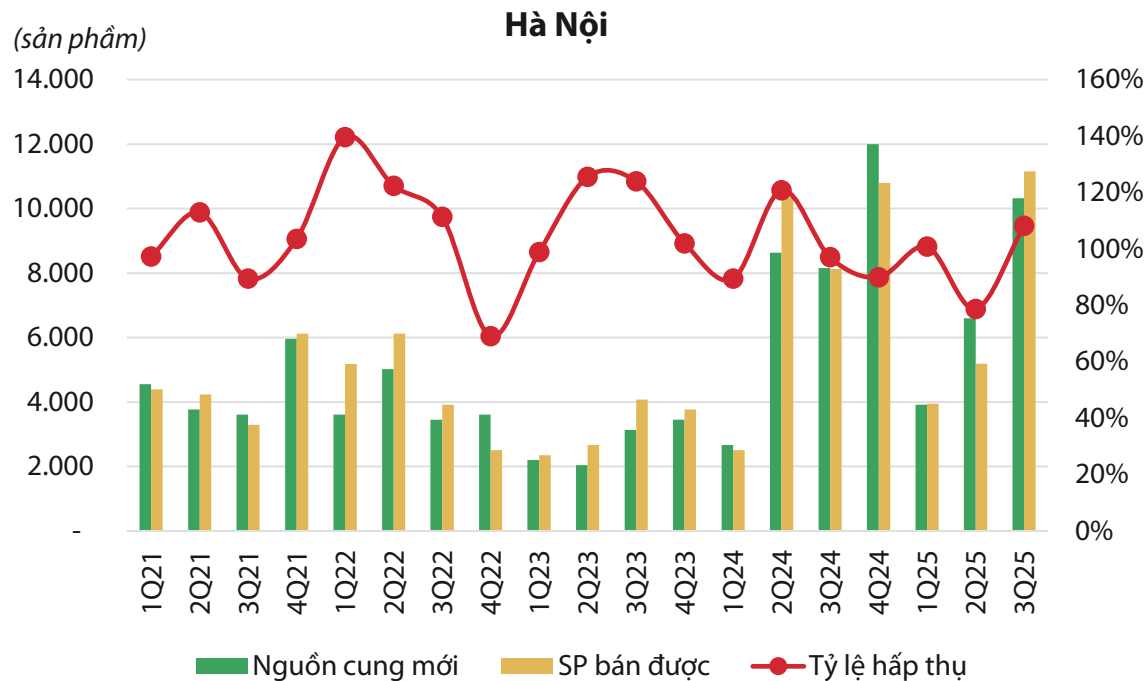
Rủi ro

- Mặt bằng lãi suất tăng nhanh hơn dự kiến hoặc sức cầu suy yếu có thể ảnh hưởng đến tốc độ hấp thụ nguồn cung mới trong giai đoạn 2026–2027.

Phần I:		
Nhìn lại năm 2025	<u>Thị trường cấp I – Lệnh pha cung – cầu tiếp tục hiện hữu</u>	<u>5</u>
	<u>Giá bán sơ cấp ghi nhận mức tăng mạnh</u>	<u>6</u>
	<u>Thị trường cấp II – Động lực dẫn dắt nguồn cung phía Nam</u>	<u>7</u>
Phần II:		
Triển vọng thị trường 2026	<u>Hạ tầng ngày càng được hoàn thiện</u>	<u>8</u>
	<u>Dòng tiền tìm đến các thị trường tiềm năng mới</u>	<u>9</u>
	<u>Các điểm nghẽn pháp lý đã dần được tháo gỡ</u>	<u>10</u>
	<u>Tiền đề cho nguồn cung “giá hợp lý” quay trở lại từ 2026</u>	<u>11</u>
	<u>Mặt bằng lãi suất dự kiến cũng nhích tăng trở lại</u>	<u>13</u>
	<u>Liệu có gây áp lực lên thị trường và các doanh nghiệp Bất động sản?</u>	<u>14</u>
	<u>Thị trường Bất động sản đang ở đâu trong Chu kỳ hồi phục?</u>	<u>15</u>
	<u>Dự phóng kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi</u>	<u>16</u>
Phần III:		
Danh mục cổ phiếu	<u>KDH – Chuyển mình để phát triển trong chu kỳ mới</u>	<u>19</u>
	<u>NLG – Tận dụng thời điểm để bứt phá</u>	<u>24</u>
	<u>HDG – Trở lại quỹ đạo phát triển dự án</u>	<u>27</u>
	<u>TCH – Quý đất tiềm năng tại Hải Phòng</u>	<u>30</u>

- Tính đến Quý III/2025, thị trường căn hộ tại các đô thị cấp I ghi nhận sự cải thiện về nguồn cung mới, song cấu trúc nguồn cung tiếp tục lệch mạnh sang phân khúc cao cấp và hạng sang. Tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh, các dự án có mức giá ở phân khúc cao cấp (từ 70 - 120 triệu đồng/m²) chiếm tỷ trọng lớn nhất trên tổng nguồn cung mở bán trong 9 tháng.
- Tỷ lệ hấp thụ toàn thị trường duy trì ở mức cao – cho thấy nhu cầu vẫn tương đối lớn tại các thị trường này; tỷ lệ hấp thụ toàn thị trường Quý III/2025 đạt 109%, nhờ loạt dự án mới có vị trí gần trung tâm, quỹ đất mở rộng về phía Tây – Bắc (Hà Nội) và phía Đông (TP.HCM). Chính sách nới lỏng tín dụng và lãi suất thấp giúp các sản phẩm vẫn có thể tiếp cận đối với một bộ phận lớn người mua.

Tính đến Quý III/2025, thị trường căn hộ tại các đô thị cấp I ghi nhận sự cải thiện về nguồn cung mới, song cấu trúc nguồn cung tiếp tục lệch mạnh sang phân khúc cao cấp và hạng sang.

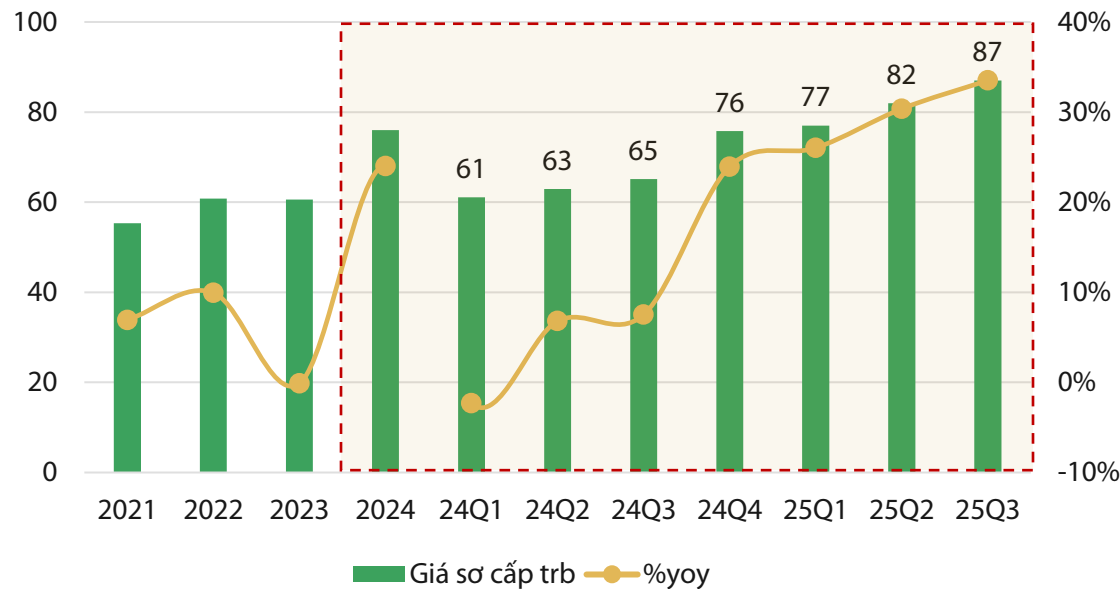


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

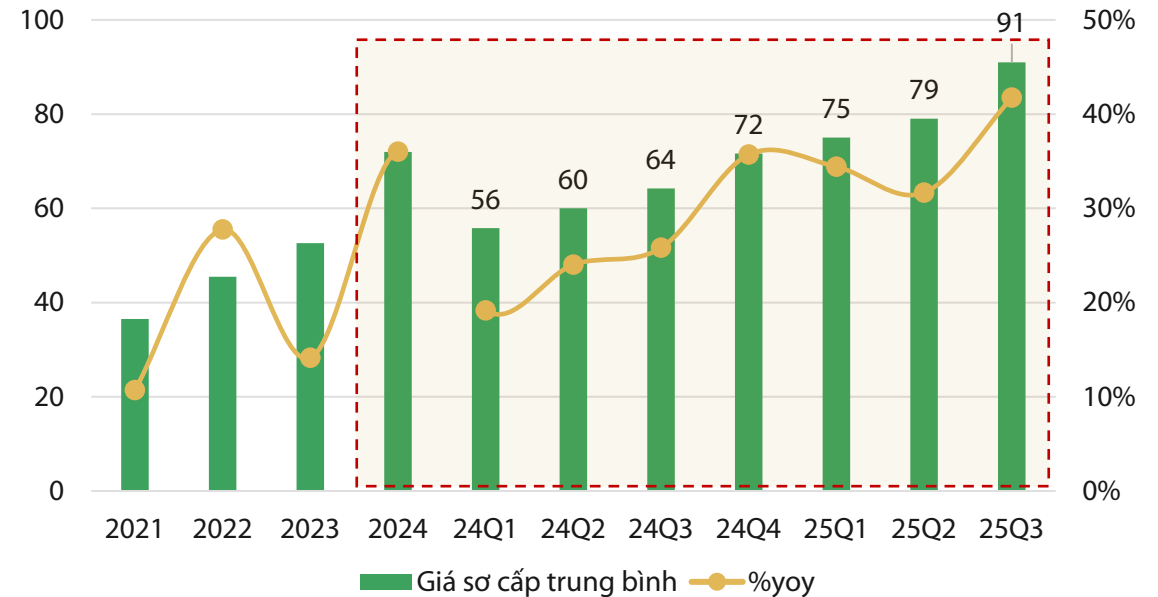
- Giá bán sơ cấp tại hai thị trường cấp I tiếp tục tăng mạnh trong Quý III/2025, khi phần lớn nguồn cung mới tập trung vào phân khúc cao cấp và hạng sang. Tại Hà Nội, giá sơ cấp trung bình đạt 91 triệu đồng/m² (+16% QoQ, +41% YoY), lần đầu vượt TP.HCM và phản ánh xu hướng phát triển mạnh ở các khu vực gần trung tâm nơi quỹ đất ngày càng hạn chế. TP.HCM ghi nhận mức giá sơ cấp trung bình đạt 87 triệu đồng/m² (+6% QoQ, +31% YoY), với nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án cao tầng thuộc phân khúc trung – cao cấp.
- Sự gia tăng giá bán diễn ra trong bối cảnh thị trường thiếu hụt sản phẩm vừa túi tiền, khiến giá thứ cấp cũng tăng theo, dù tốc độ thấp hơn. Theo quan sát của chúng tôi, các sản phẩm BĐS tại thị trường thứ cấp cũng đã ghi nhận mức tăng ~20-30% YoY trong 2025 – phản ánh nhu cầu mua nhà của người dân tại các thành phố lớn vẫn còn tương đối cao, hỗ trợ bởi chính sách tín dụng nới lỏng cho việc mua BĐS.

Giá bán sơ cấp ghi nhận mức tăng đáng kể ở cả hai thị trường Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh (triệu đồng/m²)

Hồ Chí Minh



Hà Nội

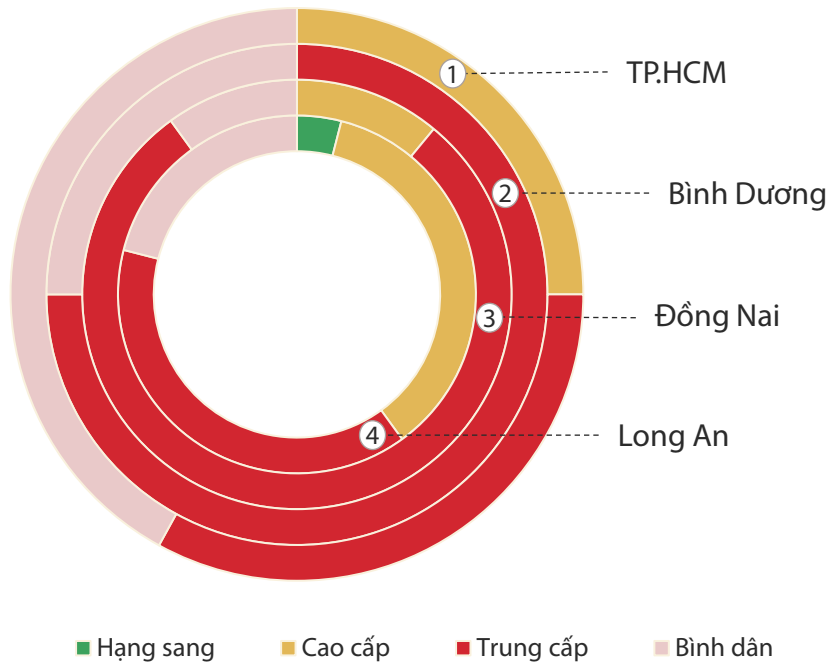


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

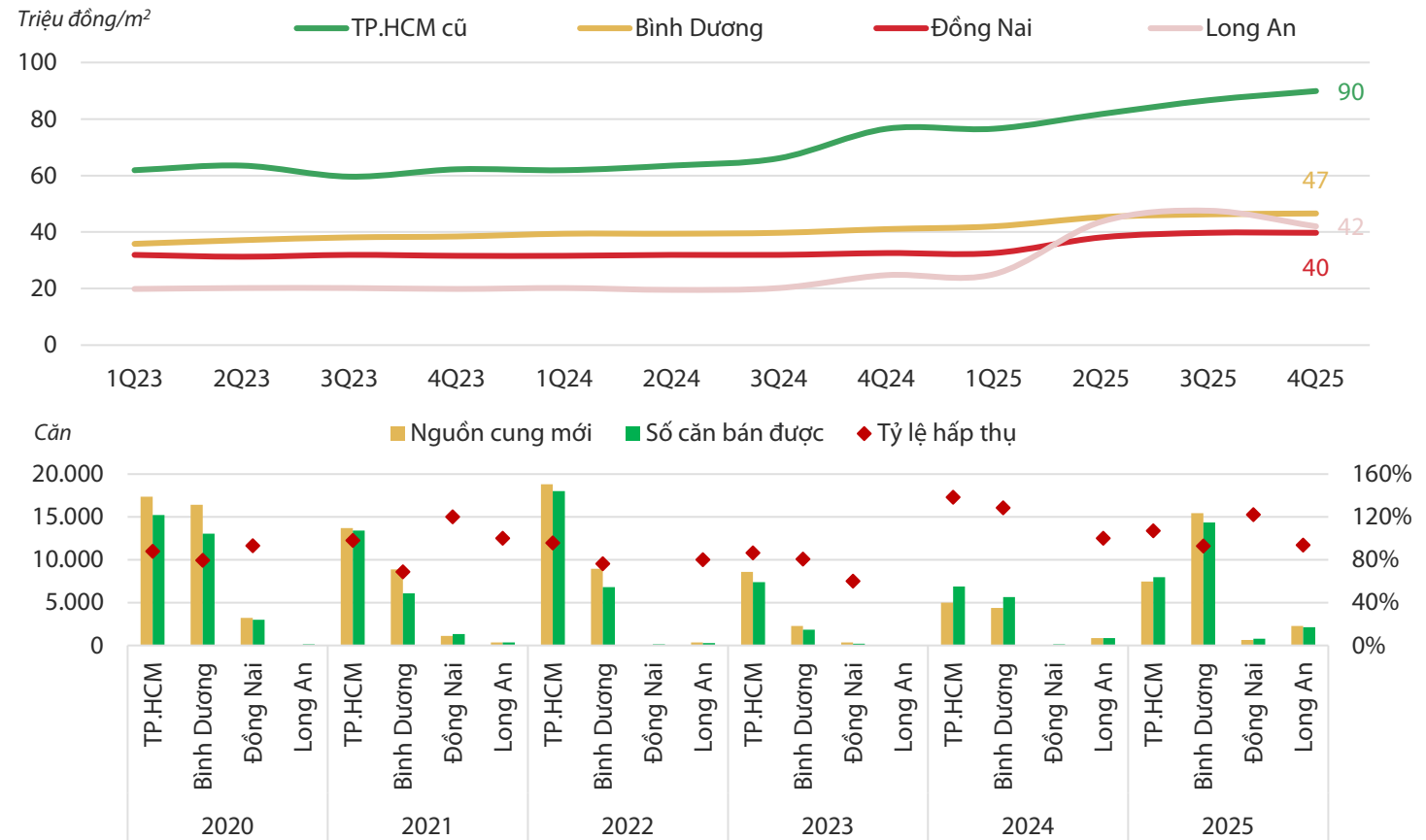
- Bên cạnh thị trường cấp I, các thành phố vệ tinh như Bình Dương, Long An và Bà Rịa – Vũng Tàu đang nổi lên như những điểm dẫn dắt nguồn cung căn hộ mới trong Quý III/2025, đặc biệt ở phân khúc trung cấp. Riêng Bình Dương ghi nhận hơn 4.150 căn hộ mở bán, chiếm tỷ trọng lớn nhất toàn khu vực phía Nam với mức giá sơ cấp trung bình ở ~46 triệu đồng/m².
- Sự sôi động của thị trường cấp II phản ánh xu hướng dịch chuyển nhu cầu ra các đô thị vệ tinh, với sự phát triển hạ tầng kết nối và có mức giá phù hợp hơn với khả năng chi trả của người mua ở thực.

Khi giá bán tại thị trường cấp I vượt ngưỡng chi trả, nguồn cung vừa túi tiền giúp thị trường cấp II trở thành tâm điểm hấp thụ chính

Cơ cấu nguồn cung

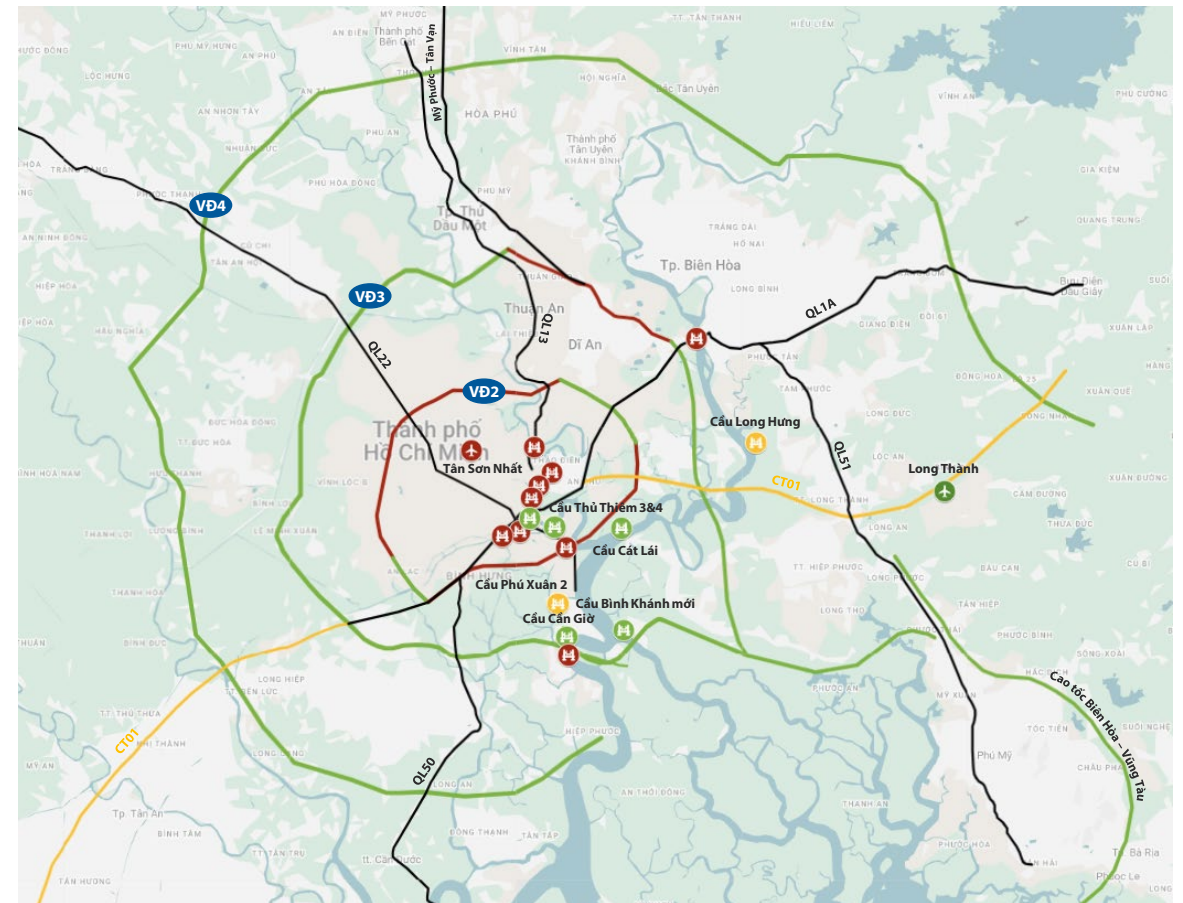
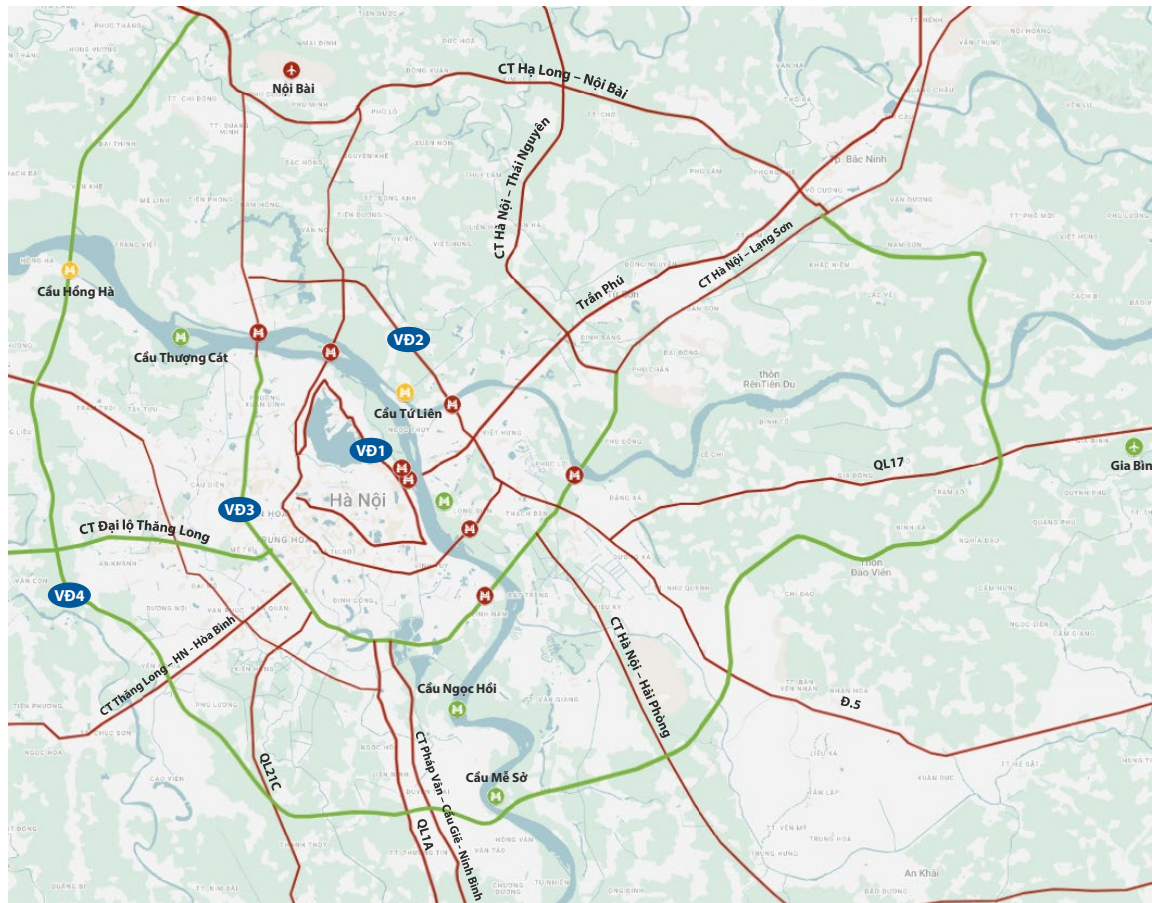


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp.



Đồng thời, VDSC nhận thấy các tỉnh/ thành phố vệ tinh đang được hưởng lợi trực tiếp từ tốc độ phát triển hạ tầng, bao gồm các đường vành đai, cao tốc liên vùng, cầu nổi giúp mở rộng kết nối giữa TP.HCM, Hà Nội với các khu vực lân cận, kỳ vọng rút ngắn đáng kể thời gian di chuyển.

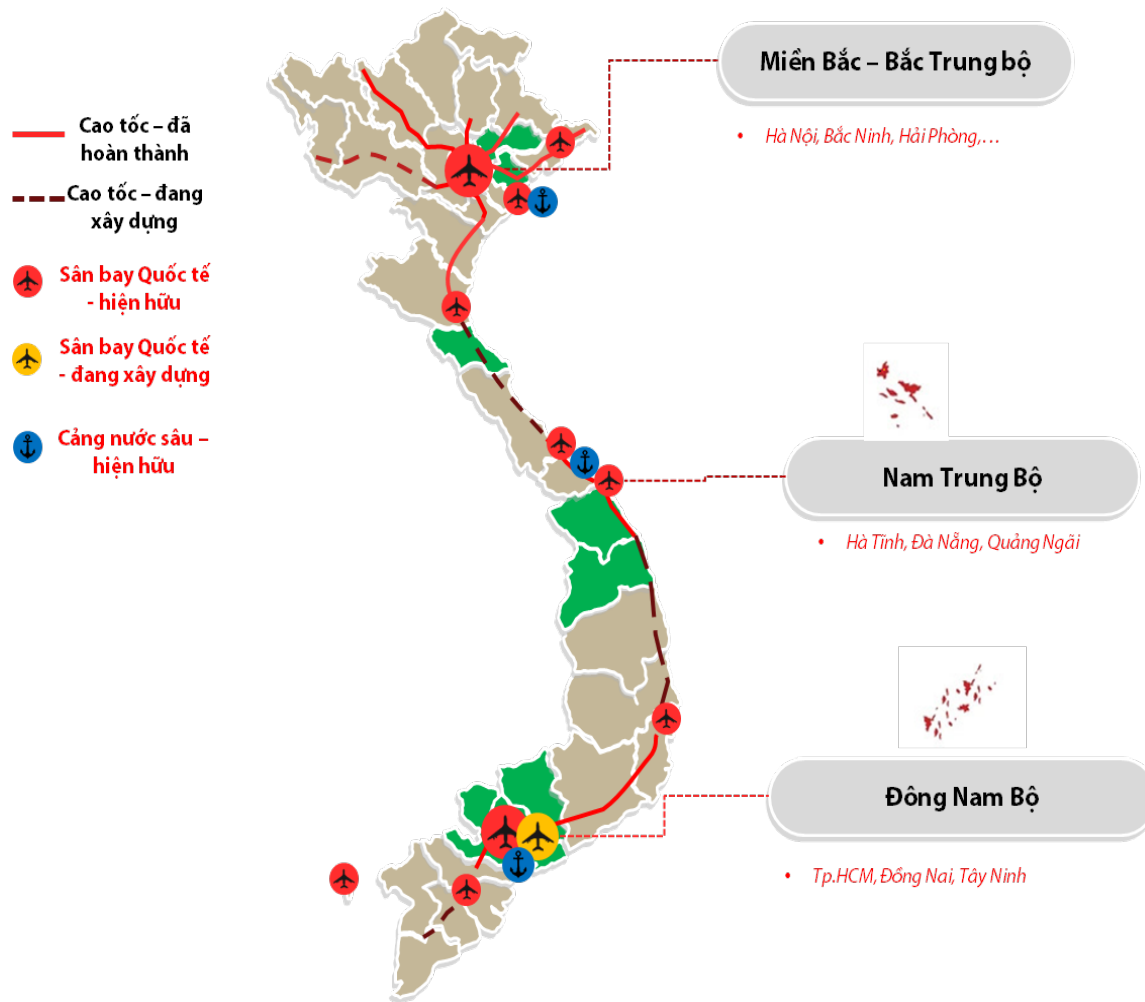
Việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng liên vùng tại Hà Nội và TP.HCM tạo điều kiện cho cung – cầu bất động sản dịch chuyển ra các đô thị vệ tinh.



Ghi chú: **màu đỏ**: đã hoàn thành; **màu xanh**: đang thực hiện; **màu vàng**: đang trong kế hoạch

Nguồn: CTCK Rồng Việt.

Kế hoạch phát triển hạ tầng của Việt Nam giai đoạn 2025-2026, cùng với các vùng kinh tế trọng điểm



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Với định hướng phát triển lĩnh vực với giá trị gia tăng cao (công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ, cơ khí,...), Việt Nam cũng đồng thời phát triển các Khu kinh tế lớn - với lợi thế về hạ tầng phát triển và được hưởng ưu đãi về thuế TNDN.

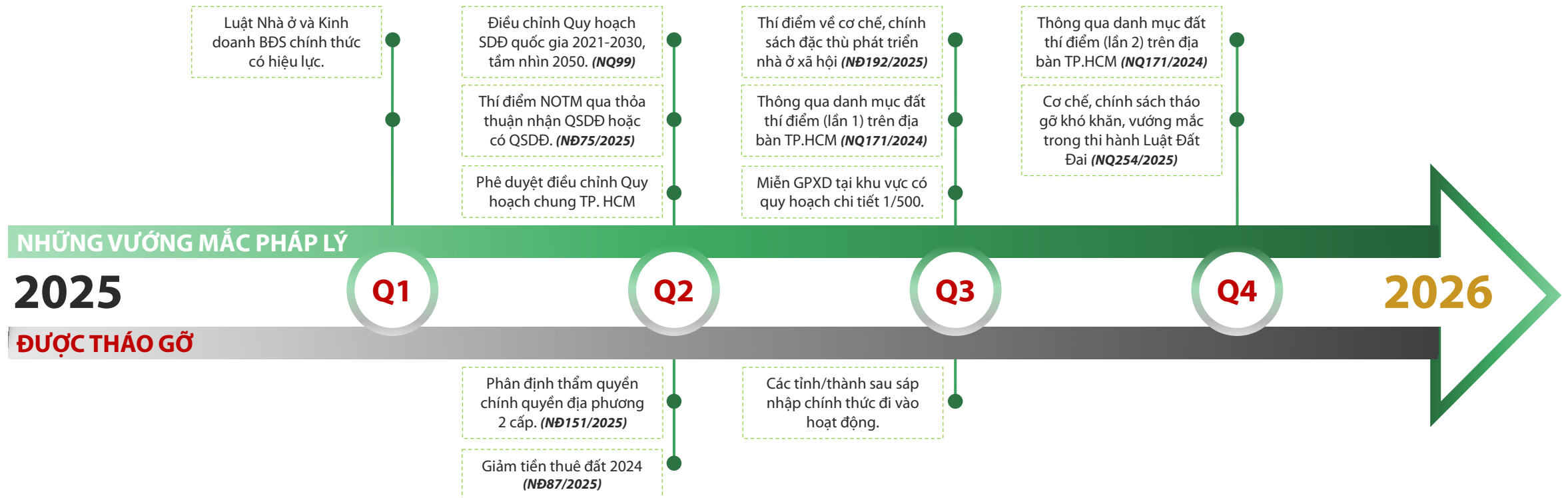
Đi cùng phát triển hệ thống hạ tầng và các Khu kinh tế lớn, là đẩy nhanh quá trình đô thị hóa và phát triển các dự án BĐS để thu hút người lao động và các chuyên gia. Qua đó, thị trường BĐS tại các địa phương này cũng sẽ thu hút dòng tiền của nhà đầu tư trong giai đoạn tới.

Các Khu kinh tế lớn và định hướng phát triển

KHU KINH TẾ	ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN
Đình Vũ – Cát Hải (Hải Phòng)	Ngành nghề chính: Dịch vụ cảng biển, logistics, công nghiệp và dịch vụ
Vũng Áng (Hà Tĩnh)	Công nghiệp nặng, năng lượng, khai khoáng
Chu Lai (Quảng Ngãi)	Ngành nghề chính: điện tử, dệt may, cơ khí ô tô
Các khu thương mại tự do (Đà Nẵng, Hải Phòng, Tp.HCM)	Ngành nghề chính: Thương mại, logistics, dịch vụ tài chính, khu công nghệ cao

Năm 2025, Chính phủ đã liên tục ban hành và triển khai nhiều giải pháp quan trọng nhằm tháo gỡ điểm nghẽn pháp lý vốn kéo dài nhiều năm trong thị trường bất động sản. Nổi bật như: 1/ điều chỉnh quy hoạch sử dụng đất ở nhiều địa phương, 2/ phát triển nhà ở thương mại (NOTM) thông qua nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (NĐ 75), 3/ đẩy nhanh phê duyệt thủ tục đầu tư cho các dự án mới (đề xuất miễn GPXD đối với các dự án đã có quy hoạch chi tiết 1/500, phân định thẩm quyền cấp phép đầu tư theo mô hình chính quyền 2 cấp, NQ 254 với cơ chế tháo gỡ vướng mắc trong thi hành Luật Đất đai,...).

Các cải cách pháp lý mang tính cấu trúc trong năm 2025 giúp khơi thông nguồn cung mới và mở khóa nguồn cung bị kìm hãm trong nhiều năm, với tác động dự kiến thể hiện rõ hơn từ 2026



Nguồn: Quốc hội; Thư viện Pháp luật; Bộ Xây dựng; Bộ TN&MT; Báo Chính phủ (2025), CTCK Rông Việt tổng hợp.

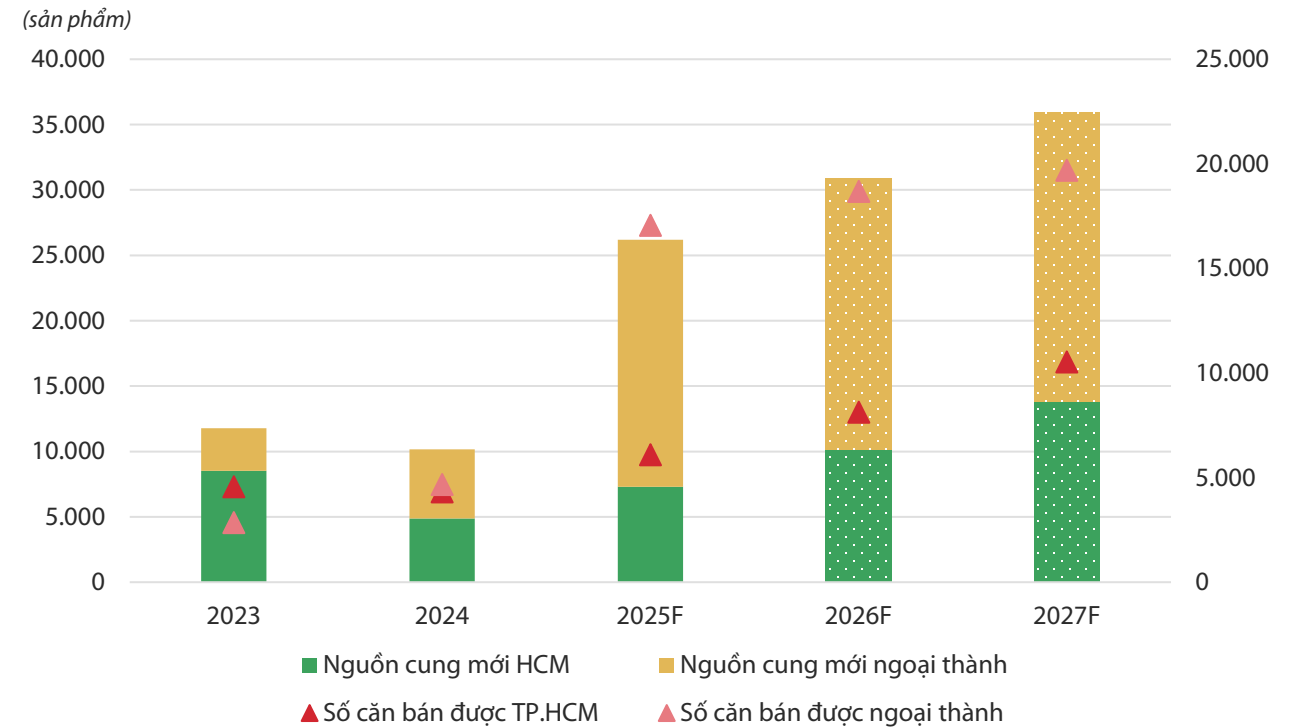
- Chúng tôi kỳ vọng việc tháo gỡ các điểm nghẽn pháp lý trong năm 2025 sẽ giúp mở rộng nguồn cung bất động sản mới từ năm 2026. Trong giai đoạn tới, nguồn cung bất động sản tại TP.HCM mới kỳ vọng sẽ được bù đắp đáng kể từ khu vực ngoại thành như Bình Dương, Đồng Nai, Long An và Bà Rịa – Vũng Tàu, trong bối cảnh không gian phát triển được mở rộng sau sáp nhập và kết hợp với chiến lược đẩy nhanh hạ tầng liên vùng.
- Nhờ đó, cơ cấu nguồn cung tại TP.HCM “mới” được kỳ vọng sẽ phân hóa cân bằng hơn, với sự xuất hiện trở lại của các dự án thuộc phân khúc bình dân – trung cấp, thay vì tiếp tục tập trung chủ yếu ở phân khúc cao cấp.

Điểm nghẽn về pháp lý tiếp tục được tháo gỡ

ĐỘNG LỰC	TÁC ĐỘNG
Thí điểm NOTM không cần đất ở	Xử lý dự án bị vướng mắc, tồn đọng
Miễn GPXD cho khu vực có QH 1/500	Rút ngắn thời gian triển khai dự án
Phân quyền 2 cấp	Đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án
Nghị quyết 254: mở rộng danh mục thu hồi đất, “ổn định” bảng giá đất	Hỗ trợ CĐT hoàn thành GPMB và tiền sử dụng đất

Nguồn: CTCK Rồng Việt.

Nguồn cung bất động sản giai đoạn 2023–2027F: khu vực ngoại thành đóng vai trò bù đắp cho nguồn cung TP.HCM mới



Lưu ý: Ngoại thành bao gồm Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai và Long An.
 Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt.

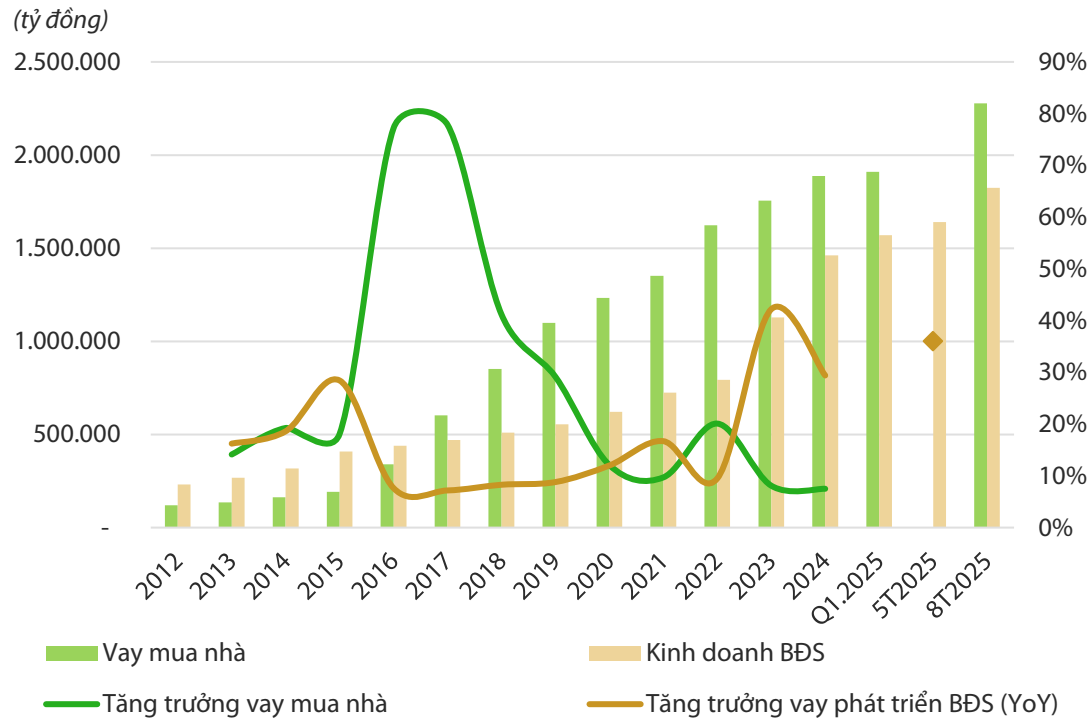
Nguồn cung sơ cấp dự kiến 2025–2026: Khu vực vệ tinh đóng vai trò bù đắp cho TP.HCM

Tên dự án	Vị trí	Quy mô sản phẩm (căn)	Giá bán sơ cấp (VAT) (triệu đồng/m ²)	Chủ đầu tư
Solaria Rise	Bến Lức, Long An	700 căn	41 - 49	Nam Long Group
Picity Sky Park	Dĩ An, Bình Dương	1.568 căn	47 - 50	Pi Group
Orchard Hill (Sycamore)	Thủ Dầu Một, BD	774 căn	43 - 50	CapitaLand
TT AVIO	Dĩ An, Bình Dương	1.900 căn	31 - 42	TT Capital
Green Tower	Dĩ An, Bình Dương	1.296 căn	58 - 65	TBS Land
Destino Centro	Bến Lức, Long An	2.048 căn	26 - 35	SeaHoldings
Bcons Avenue	Dĩ An, Bình Dương	536 căn	39 - 45	Bcons PS
Vũng Tàu Centre Point	TP. Vũng Tàu	595 căn	45 - 55	DIC Holdings
Maison Grand Phú Mỹ	Phú Mỹ, BRVT	1.248 căn	38 - 42	Tumys Homes
Phú Đông SkyOne	Dĩ An, Bình Dương	780 căn	36 - 43	Phú Đông Group
Cát Tường Phú An	Đức Hòa, Long An	1.703 căn	24 - 27	Cát Tường Group
Astral City (La Pura)	Thuận An, Bình Dương	5.000 căn	48 - 58	Phát Đạt & Danh Khôi
The Maris (Vega Polaris)	TP. Vũng Tàu	539 căn	55 - 68	TDG Group
The Felix	Thuận An, Bình Dương	1.200 căn	35 - 45	C-Holdings
Bcons Solary	Dĩ An, Bình Dương	1.000 căn	33 - 40	Bcons Group
A&T Saigon Riverside	Thuận An, Bình Dương	668 căn	35 - 40	A&T Group
Happy One Mori	Thuận An, Bình Dương	1.000 căn	38 - 44	Vạn Xuân Group
The Win City	Đức Hòa, Long An	6.000 căn	25 - 29	Tập đoàn Thăng Lợi
ArtStella	Dĩ An, Bình Dương	600 căn	38 - 42	ATTLand
Midori Park The Ten	Thủ Dầu Một, BD	300 căn	48 - 55	Becamex Tokyu
Opal Luxury	Dĩ An, Bình Dương	3.400 căn	38 - 46	Đất Xanh Group
The Esme Dĩ An	Dĩ An, Bình Dương	1.139 căn	45 - 50	Thiên Hà - Băng Dương
Bcons New Sky	Thuận An, Bình Dương	600 căn	34 - 42	Bcons Group
Fiato Uptown	Thủ Đức (giáp BD)	800 căn	55 - 62	Thăng Long Real

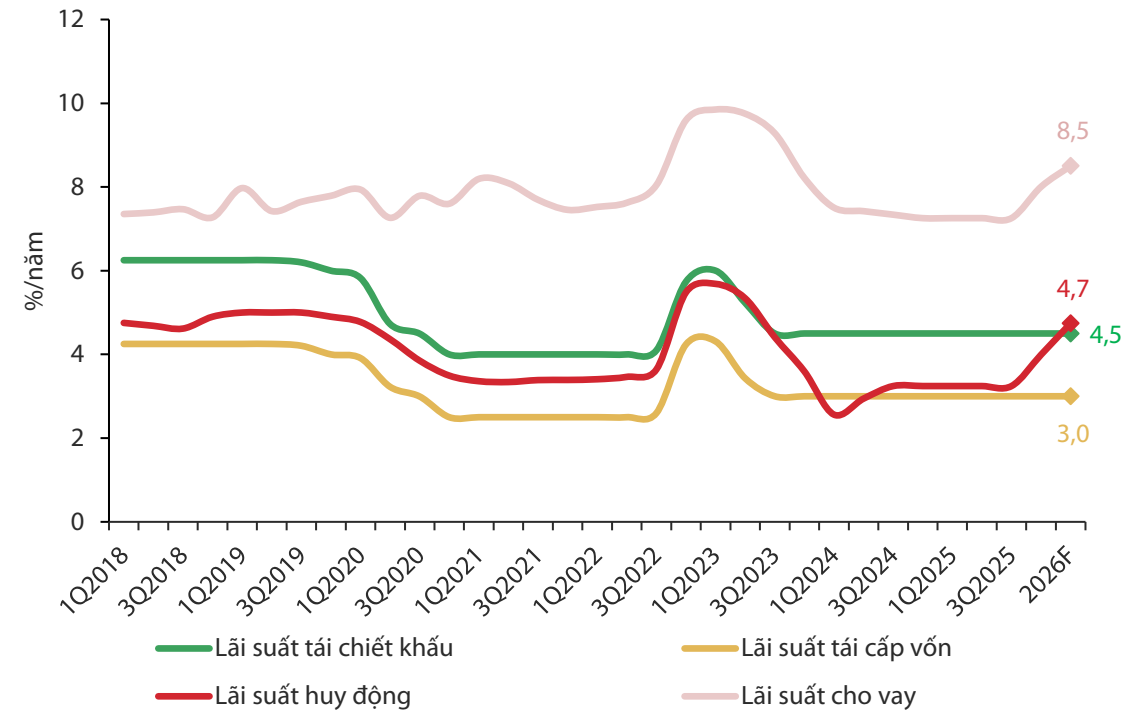
Nguồn: Batdongsan.cxm, CTCK Rong Việt tổng hợp ngày 5/1/2026.

- Nếu như các chính sách ưu đãi lãi suất thấp trong năm 2024–2025 đã thúc đẩy nhu cầu vay mua nhà, chúng tôi cho rằng môi trường lãi suất năm 2026 sẽ không còn thuận lợi khi mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ tăng (~100bps).
- Trong bối cảnh đó, nhu cầu vay mua bất động sản nhiều khả năng chậm lại so với giai đoạn trước, phản ánh sự thận trọng hơn của cả phía chủ đầu tư và người mua nhà. Đồng thời, chi phí vốn tăng trở lại khiến sức mua trên thị trường dần chuyển từ yếu tố “ưu đãi lãi suất” sang “khả năng chi trả thực của người mua”, qua đó góp phần định hình lại nhịp phục hồi theo hướng bền vững hơn trong giai đoạn tới.

Tăng trưởng tín dụng bất động sản kỳ vọng chậm lại khi mặt bằng lãi suất ước tính tăng nhẹ trở lại từ 2026



Nguồn: Bộ Xây dựng, CTCK Rồng Việt.



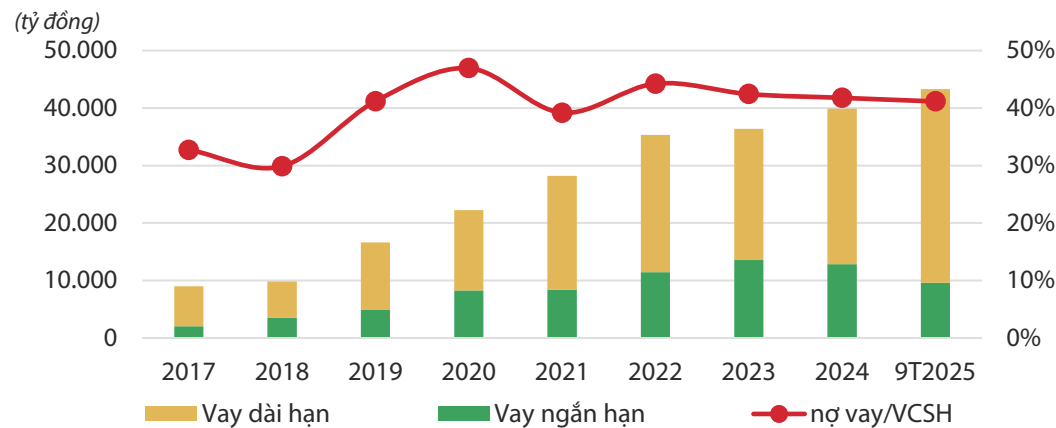
Nguồn: Bộ phận Chiến lược Thị trường CTCK Rồng Việt ước tính.

Với việc mặt bằng lãi suất lên mức mới, về phía doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy rủi ro tài chính nhìn chung vẫn trong tầm kiểm soát khi tỷ lệ nợ vay/TTS duy trì quanh mức ~40%. Tuy nhiên, đối với người mua và nhà đầu tư, chúng tôi cho rằng lãi suất tăng có thể ảnh hưởng đến tâm lý, khiến sức cầu thận trọng hơn và tiếp tục ưu tiên các dự án có giá hợp lý, pháp lý rõ ràng và phục vụ nhu cầu ở thực.

Hàng tồn kho các doanh nghiệp BĐS duy trì xu hướng tăng

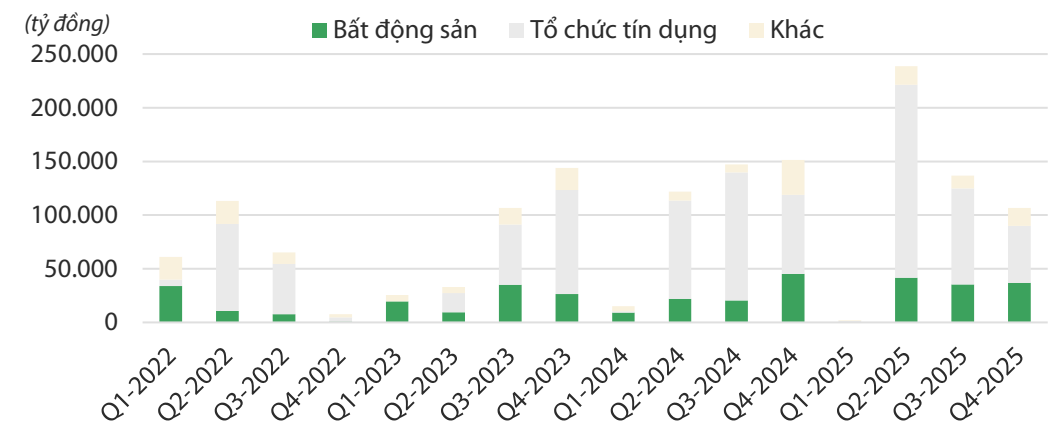


Nợ vay/ tổng tài sản các DN BĐS duy trì quanh mức 40%

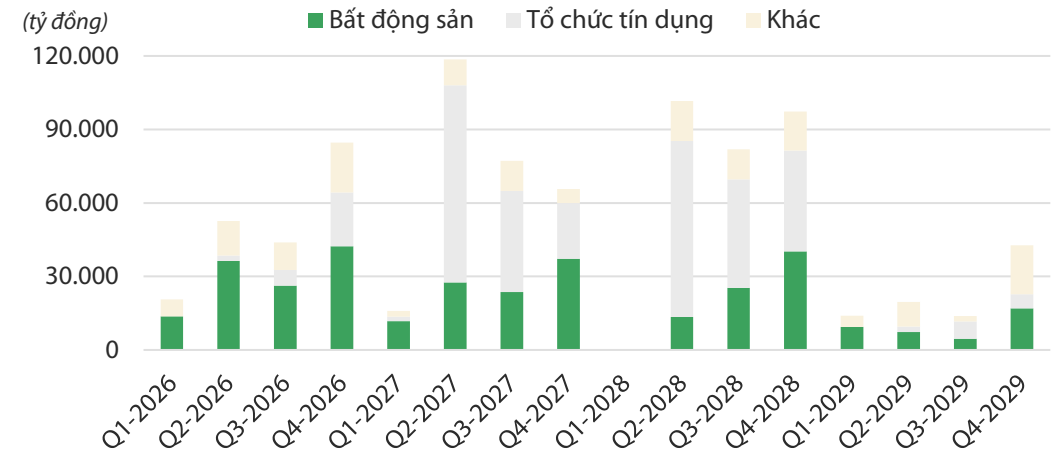


Ghi chú: dữ liệu trên bao gồm các doanh nghiệp: KDH, NLG, HDG, DXG, PDR, TCH, TAL, DIG, HDC.
Nguồn: FiinProX, CTCK Rông Việt.

Giá trị phát hành TPDN ngành BĐS tăng nhẹ trở lại năm 2025



Điểm rơi giá trị đáo hạn TPDN ngành BĐS ước tính vào năm 2027

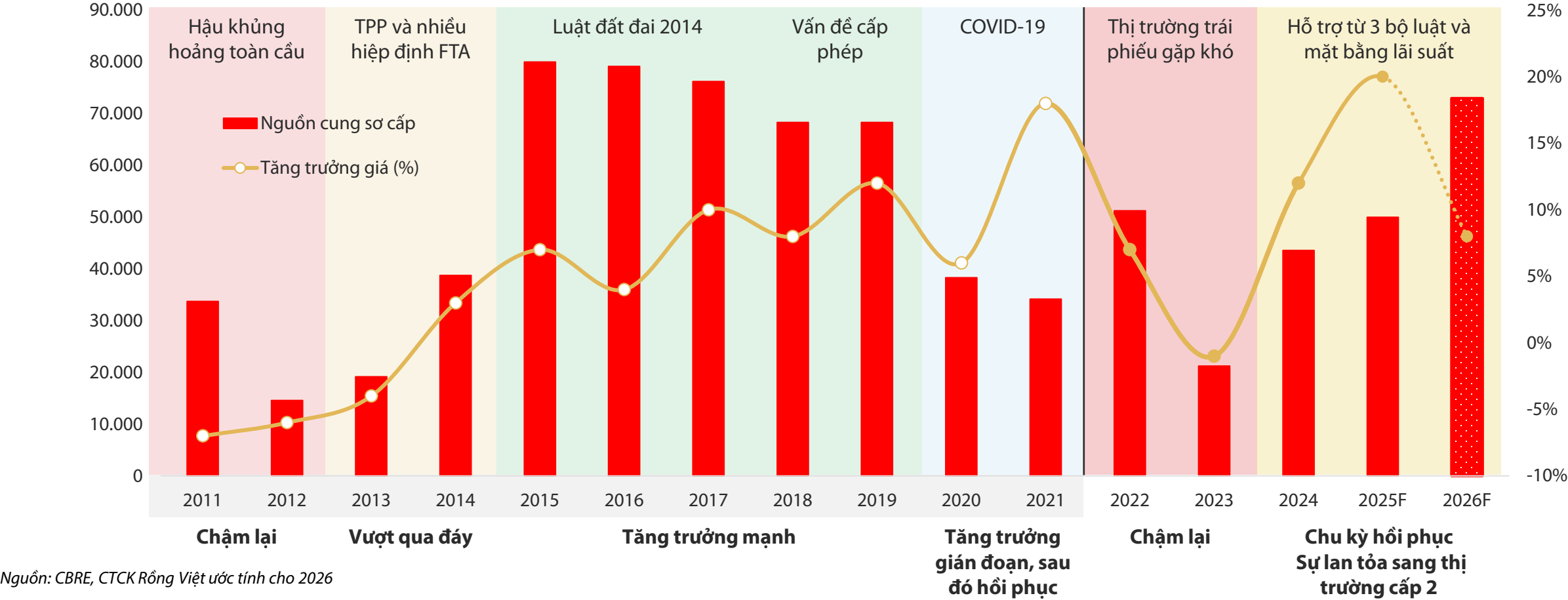


Nguồn: HNX, Bộ phận dữ liệu CTCK Rông Việt.

Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS vẫn đang trong chu kỳ hồi phục, với i/ Nguồn cung sẽ tăng rõ rệt trong 2026, ii/ Đặt trong bối cảnh nền lãi suất vẫn hỗ trợ cho người mua có nhu cầu ở thực và iii/ Kỳ vọng phát triển hạ tầng và phát triển các đô thị vệ tinh.

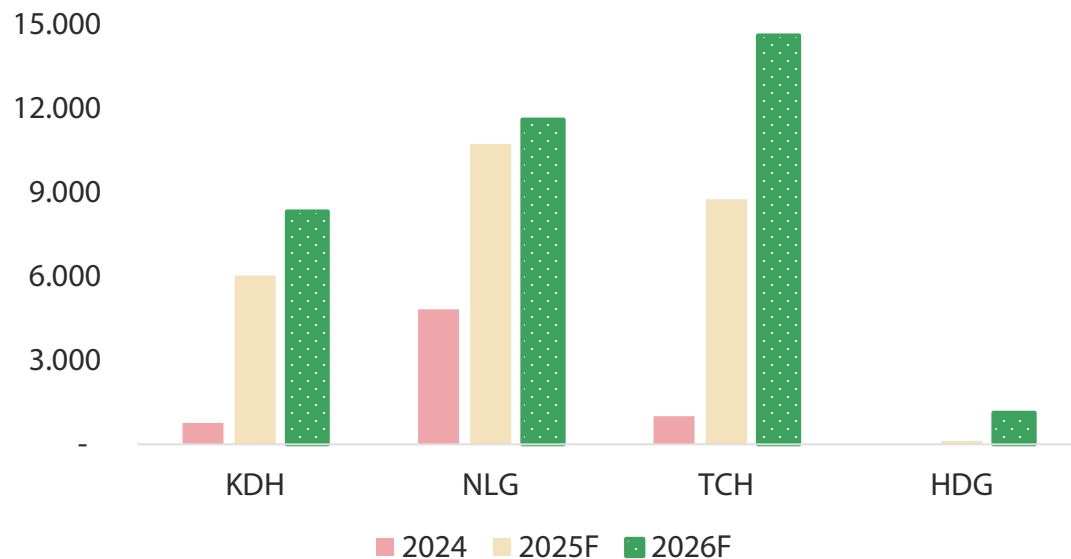
Chu kỳ tăng trưởng của thị trường Bất động sản giai đoạn 2011 – 2026F

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng GDP	6,2%	5,3%	5,4%	6,0%	6,7%	6,2%	6,9%	7,1%	7,0%	2,9%	2,6%	8,0%	5,1%	6,8%	8,02%	8,7%
Lãi vay	17,0%	13,5%	10,4%	8,7%	7,1%	7,0%	7,1%	7,4%	7,7%	7,6%	7,8%	8,0%	9,3%	6,5%	7,5%	8,5%



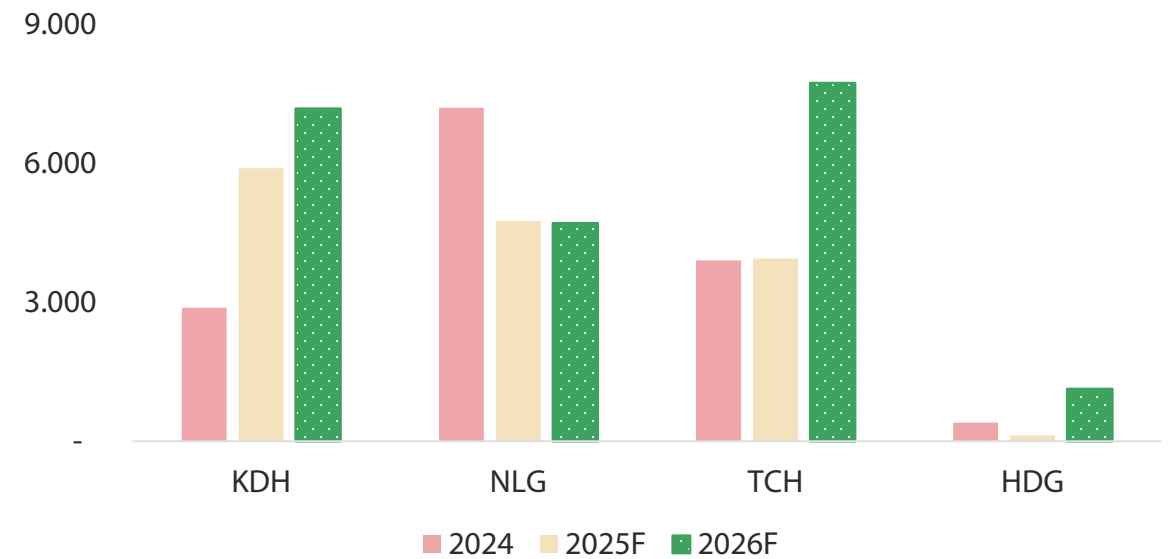
- Với triển vọng thị trường BĐS vẫn nằm trong pha phục hồi và kỳ vọng khả quan về nguồn cung và khả năng hấp thụ trong năm 2026, chúng tôi ước tính doanh số bán hàng và doanh thu từ bàn giao BĐS của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi vẫn sẽ ghi nhận kết quả tích cực. Trong đó, giá trị bán hàng của từng công ty ước đạt: KDH (8.300 tỷ đồng, + 33%YoY), NLG (11.595 tỷ đồng, +16%), HDG (1.125 tỷ đồng), TCH (14.600 tỷ đồng, +68%YoY).
- Cho mục tiêu đầu tư trung - dài hạn, chúng tôi ưa thích KDH (Mua, GMT: 39.400 đồng/cp) và NLG (Mua, GMT: 39.200 đồng/cp) khi i/ Kỳ vọng tăng trưởng tích cực về giá trị bán hàng trong năm 2026, ii/ Lợi thế về quỹ đất tại thị trường cấp I và các đô thị vệ tinh. Ngoài ra, chúng tôi cũng chú ý đến một số doanh nghiệp có câu chuyện trong năm 2026, gồm: TCH (Mua, GMT: 23.500 đồng/cp) với KQKD tăng trưởng từ mở bán và bàn giao các dự án tại thị trường tiềm năng, ii/ HDG (Mua, GMT: 36.300 đồng/cp) với doanh thu hồi phục từ bàn giao dự án.

Giá trị bán hàng ước tính của các công ty theo dõi (tỷ đồng)



Nguồn: Doanh nghiệp, CTCK Rồng Việt ước tính.
TCH: NĐTTC 2025 từ 1/4/2025-31/3/2026

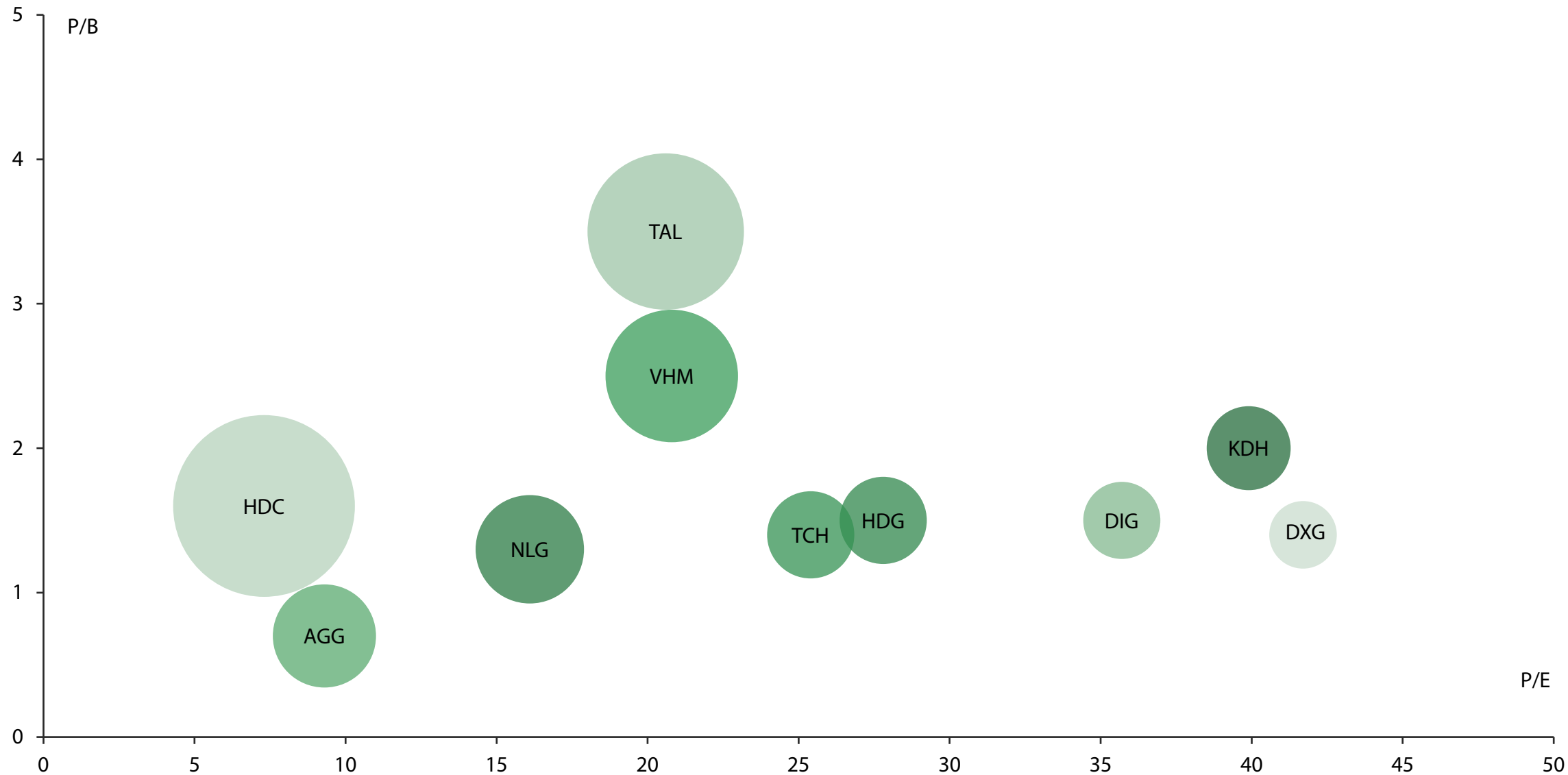
Doanh thu từ BĐS của các công ty trong danh mục theo dõi (tỷ đồng)



Nguồn: Doanh nghiệp, CTCK Rồng Việt ước tính.
TCH: NĐTTC 2025 từ 1/4/2025-31/3/2026

Cổ phiếu	VHTT (Tỷ đồng)	GTKL.B Q 3T (tr.đng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE(*)	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	Doanh thu% (*)	LNST-CĐCTM% (*)
KDH	35.799	209.035	39.400	31.900	0	23,5	21,7	31,4	28,9	1,5	2,2	4,2	809	779	1.033	19.431	19.324	21.920	22,3	32,6
NLG	15.065	92.514	39.200	31.050	0	38,8	4,6	9,1	22,7	1,2	1,7	17,5	1.285	2.008	4.324	25.139	23.997	26.936	-1,1	115,3
HDG	9.656	97.685	36.300	26.100	500	39,1	29,4	7,0	13,1	1,2	1,9	15,0	1.036	2.060	3.722	18.133	18.093	21.364	32,8	80,7
TCH	16.327	155.929	23.500	17.900	500	31,3	38,9	6,1	17,0	1,1	1,2	11,8	1.280	1.539	2.921	14.234	14.182	16.613	80,3	86,0
VHM(*)	544.643	694.334	N.A	132.600	N.A	N.A	41,2	N.A	7,6	N.A	1,9	12,7	7.348	N.A	N.A	49.334	N.A	N.A	N.A	N.A
AGG(*)	2.300	7.074	N.A	14.150	N.A	N.A	49,3	N.A	48,8	N.A	1,4	7,7	1.830	N.A	N.A	19.050	N.A	N.A	N.A	N.A
DIG(*)	11.183	293.991	N.A	17.300	N.A	N.A	56,5	N.A	70,8	N.A	2,6	4,3	163	N.A	N.A	11.053	N.A	N.A	N.A	N.A
TAL(*)	18.000	29.069	N.A	50.000	N.A	N.A	39,3	N.A	N.A	N.A	N.A	17,7	2.096	N.A	N.A	12.244	N.A	N.A	N.A	N.A
HDC(*)	4.445	121.840	N.A	22.250	N.A	N.A	46,3	N.A	29,2	N.A	2,8	23,9	331	N.A	N.A	11.266	N.A	N.A	N.A	N.A
DXG(*)	18.911	374.179	N.A	17.000	N.A	N.A	24,3	N.A	N.A	N.A	1,4	3	289	N.A	N.A	11.909	N.A	N.A	N.A	N.A

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 05/01/2026.
 Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023
 * Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất
 N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
 LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 05/01/2026

MUA: 36%

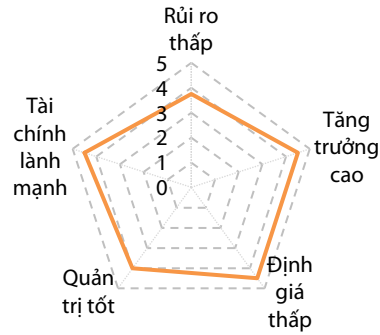
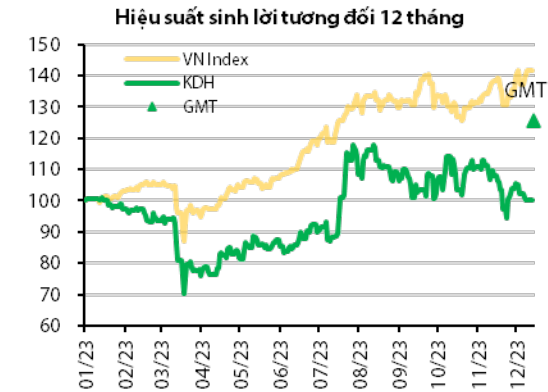
GTT: 28.900

GMT: 39.400

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (triệu \$)	32.881
SLCPĐLH (triệu CP)	1.122
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	6.121
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	201
SH NHĐTNN còn lại (%)	18,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	22,05 – 38,1

Doanh thu (tỷ đồng)	3.279	5.943	7.266
LNST (tỷ đồng)	810	859	1.139
ROA (%)	3,0	6,0	8,7
ROE (%)	5,2	9,5	13,4
EPS (đồng)	809	779	1.033
GTSS (đồng)	19.431	19.324	21.920
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	44,6	46,2	34,6
P/B (x)	1,9	1,9	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh 2026 kỳ vọng tăng trưởng nhờ dự án trụ cột Gladia

- Tính đến T12/2025, dự án Gladia đã mở bán được hơn 100 sản phẩm thấp tầng và bàn giao 30 căn trong Q3/2025. Theo ước tính của chúng tôi, KDH sẽ tiếp tục bàn giao khoảng 40 - 50 sản phẩm trong Q4/2025, phần còn lại sẽ được khách hàng thanh toán theo tiến độ và bàn giao vào 2026.
- Với số lượng sản phẩm tiếp tục mở bán và bàn giao còn lại hơn 140 căn, chúng tôi kỳ vọng KDH có thể ghi nhận doanh thu và LNST-CĐM năm 2026 lần lượt là 7.266 tỷ đồng (+22% YoY) và 1.129 tỷ đồng (+33% YoY). Biên lợi nhuận gộp ước tính duy trì mức cao ~70% nhờ bàn giao sản phẩm thấp tầng.

Sự thay đổi về mặt phát triển dự án và nguồn cung mới được mở khóa từ 2026

- Trong giai đoạn 2026–2028, KDH sẽ bước vào chu kỳ đầu tư mới với hai dự án trọng điểm: 1/ Gladia cao tầng (616 sản phẩm) dự kiến được khởi công từ Q1/2026; 2/ Solina giai đoạn 1 (89 ha) – bao gồm khoảng 500 sản phẩm thấp tầng và 1.000 căn hộ, hiện đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính và có giấy phép xây dựng – sẽ sẵn sàng triển khai từ 2026.
- Đáng chú ý, KDH thay đổi chiến lược phát triển dự án: Với các dự án thấp tầng sau Gladia, Công ty sẽ mở bán ngay khi có Giấy phép bán hàng (nhà ở hình thành trong tương lai) thay vì chỉ bán hàng sau khi hoàn thành xây dựng như giai đoạn trước. Việc này giúp rút ngắn vòng quay vốn, tăng tốc độ thu tiền và hỗ trợ tài chính cho doanh nghiệp trong việc hoàn thiện pháp lý đối với các dự án mới (KDC Phong Phú 2, Bình Trưng mở rộng, Tân Tạo và KCN Lê Minh Xuân), qua đó củng cố dư địa tăng trưởng trung - dài hạn.

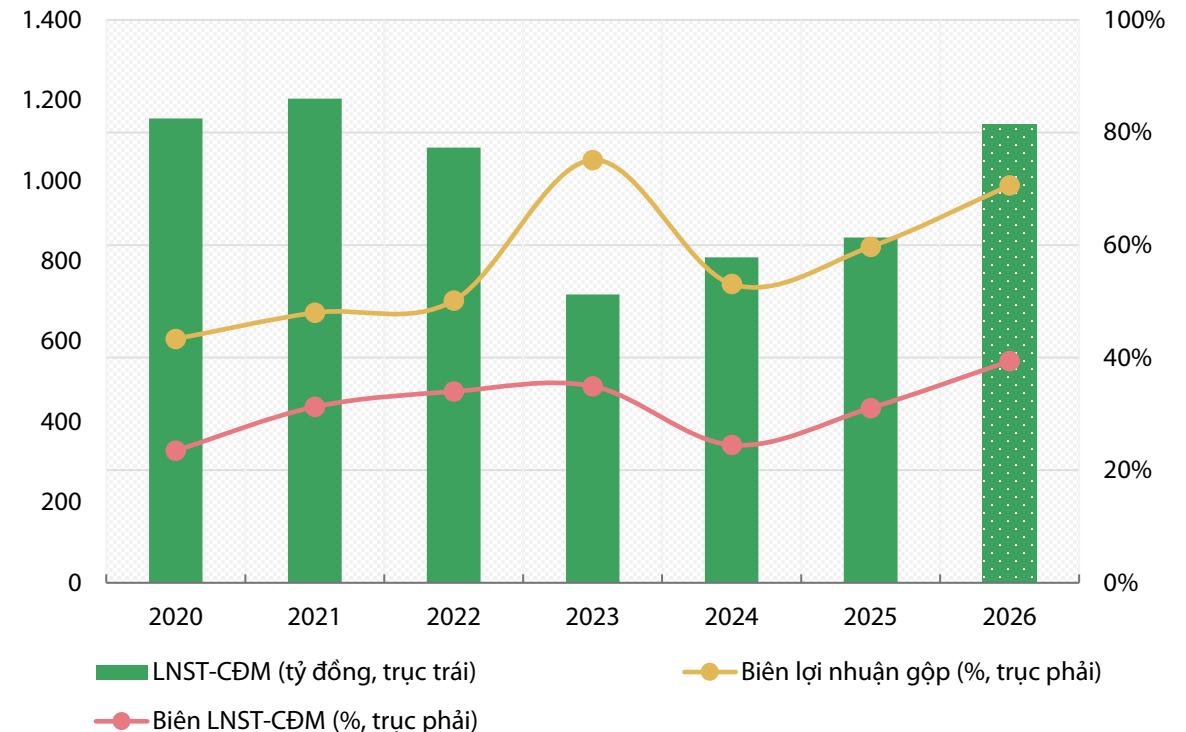
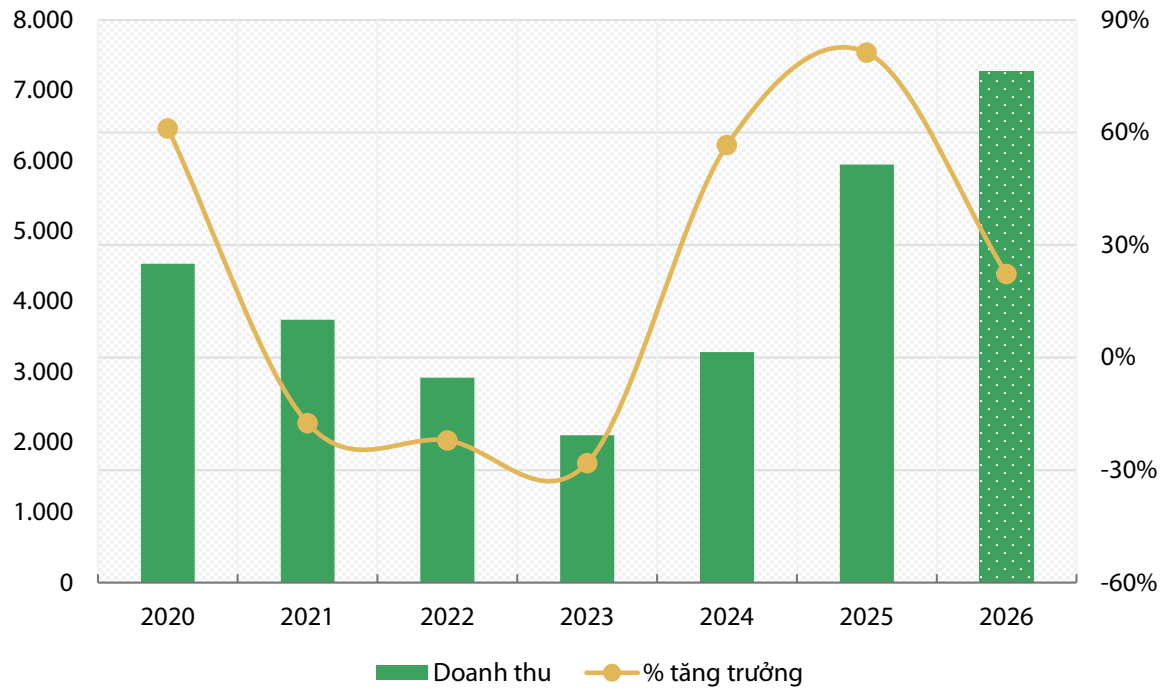
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ bàn giao dự án nhanh hơn ước tính.
- Tiến độ hoàn thiện pháp lý và mức độ hấp thụ sản phẩm thấp hơn kỳ vọng ảnh hưởng đến dòng tiền tương lai của doanh nghiệp.

Năm 2026, kết quả kinh doanh của KDH dự kiến chủ yếu đến từ việc bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia, trong bối cảnh các dự án mới (Gladia cao tầng, Solina) chưa bước vào giai đoạn ghi nhận doanh thu.

- Tính đến cuối năm 2025, Gladia đã bán hơn 100 sản phẩm thấp tầng, trong đó 30 căn đã được bàn giao trong Q3/2025; chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ tiếp tục bàn giao khoảng 40 – 50 sản phẩm vào quý 4/2025, phần còn lại dự kiến hoàn tất bàn giao trong năm 2026 theo tiến độ thanh toán của khách hàng.
- Với khoảng 140 - 150 căn thấp tầng được bàn giao, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-CĐM năm 2026 của KDH lần lượt đạt 7.266 tỷ đồng (+22% YoY) và 1.129 tỷ đồng (+33% YoY). Biên lợi nhuận gộp cao (~70%) của sản phẩm thấp tầng Gladia tiếp tục là yếu tố then chốt giúp lợi nhuận tăng trưởng nhanh hơn doanh thu trong năm 2026.

Doanh thu và LNST-CĐM kỳ vọng tăng trưởng, biên lợi nhuận gộp và biên LNST-CĐM cải thiện nhờ cơ cấu sản phẩm bàn giao là thấp tầng (tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Trong giai đoạn 2024–2025, KDH đã tập trung hoàn thiện các công tác pháp lý, giải phóng mặt bằng (GPMB) và nghĩa vụ tài chính về đất tại nhiều dự án trọng điểm, qua đó tạo tiền đề quan trọng để mở khóa pipeline phát triển trong các năm tới. Cụ thể:

1. Solina: đã hoàn tất đóng tiền sử dụng đất cho giai đoạn 1 (13 ha) từ 7/2024, đồng thời sở hữu giấy phép xây dựng, sẵn sàng triển khai và mở bán theo lộ trình từ 2026–2027;
2. Khu dân cư Phong Phú 2 và Bình Trưng – Bình Trưng Đông: hiện đã hoàn tất bồi thường, được phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời phê duyệt nhà đầu tư.
3. KDC Tân Tạo: đang trong quá trình hoàn tất đền bù, giải phóng mặt bằng, dự kiến hoàn thành trong 2026.

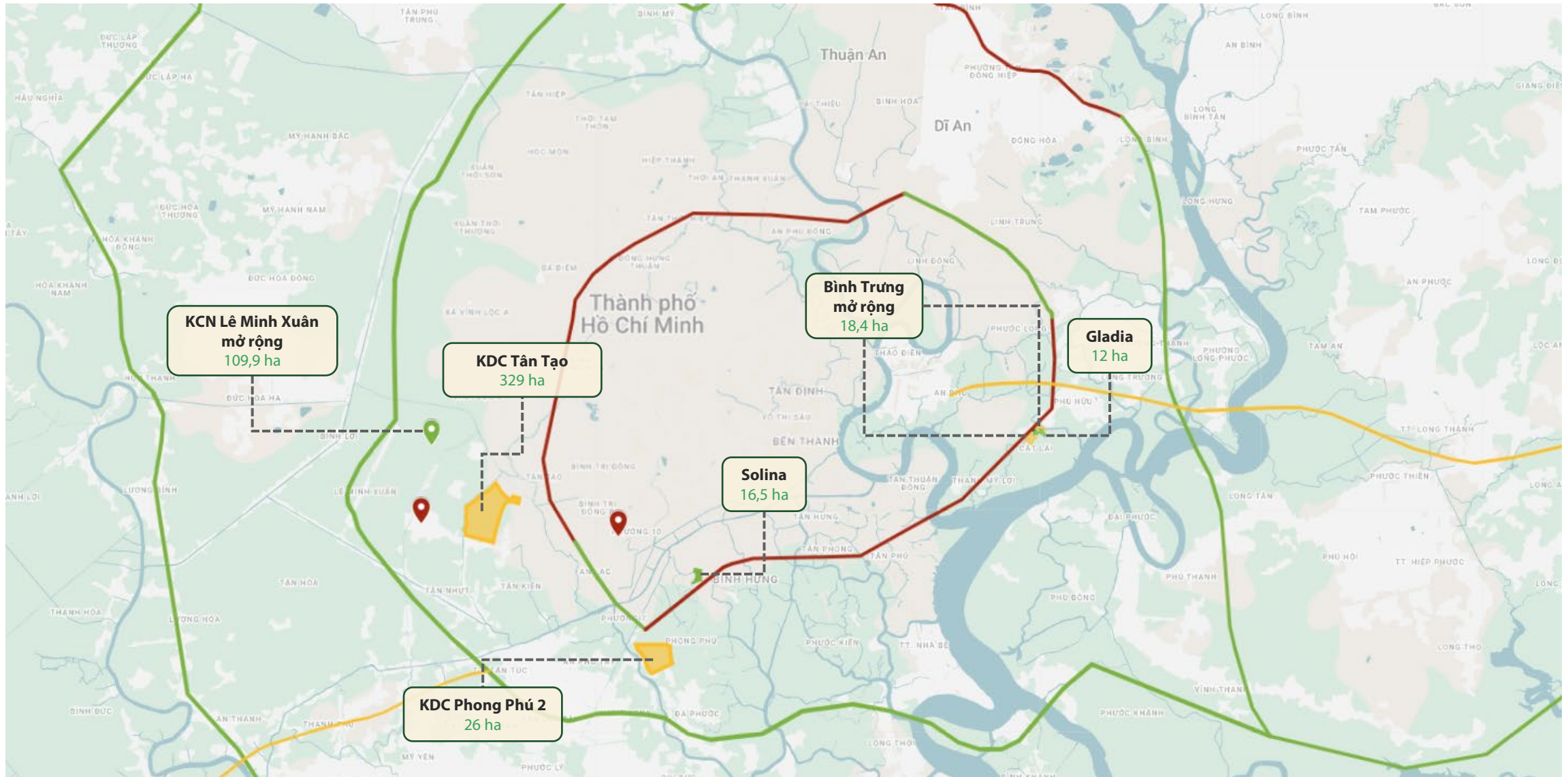
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng những bước tiến về pháp lý và công tác bồi thường, GPMB trong giai đoạn 2024–2025 là yếu tố then chốt giúp KDH chủ động nguồn cung dự án cho giai đoạn 2026 - 2030.

Hàng tồn kho của KDH tiếp tục tăng trưởng chủ yếu đến từ công tác bồi thường, GPMB và đóng tiền sử dụng đất tại các dự án trọng điểm (tỷ đồng)

	1Q-FY23	2Q-FY23	3Q-FY23	4Q-FY23	1Q-FY24	2Q-FY24	3Q-FY24	4Q-FY24	1Q-FY25	2Q-FY25	3Q-FY25
HÀNG TỒN KHO	12.656	12.953	17.153	18.788	20.491	21.458	22.450	22.180	22.404	23.008	23.086
KDC Tân Tạo	5.405	5.595	5.932	6.352	6.698	6.558	6.650	6.858	7.200	8.146	8.271
BT - BTĐ	1.134	1.215	2.870	3.157	3.426	4.171	4.329	4.421	4.542	4.638	4.764
ĐN - BTĐ	3.299	3.344	3.368	3.380	3.743	3.474	3.543	3.662	3.686	3.725	3.667
KDC Phong Phú 2				1.675	1.663	1.779	1.797	1.810	1.810	1.835	1.864
An Dương Vương	608	619	656	1.233	1.367	1.552	1.741	684	371	-	-
Solina	548	567	596	609	1.424	1.543	1.721	1.816	1.855	1.865	1.909
BTM - BTĐ			962	965	994	1.075	1.249	1.374	1.413	1.451	1.237
Phú Hữu	409	385	227	120	91	52	-	-	-	-	-
Khác	1.249	1.224	2.583	1.291	1.079	1.249	1.416	1.550	1.524	1.343	1.370

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Vị trí các dự án của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt tổng hợp

Bảng tổng hợp định giá KDH

	% sở hữu	Phương pháp	NPV (tỷ đồng)
Classia	100%	DCF	125
Privia	100%	DCF	476
Bình Trưng Mới - Bình Trưng Đông	51%	DCF	2.534
Đoàn Nguyên - Bình Trưng Đông	51%	DCF	2.166
Solina (GD1)	100%	DCF	5.678
Solina (GD2)	100%	DCF	731
Phong Phú 2 (GD1)	100%	DCF	6.820
Phong Phú 2 (các giai đoạn sau)	100%	MV	2.715
Tan Tao mega township	100%	MV	14.400
Le Minh Xuan IP expansion	51%	DCF	4.268
Bình Trưng - Bình Trưng Đông	100%	MV	9.084
Khác	100%	BV	1.524
Tổng			50.519
(+) Tiền và tương đương tiền			2.107
(+) Đầu tư tài chính			260
(+) Khác			(2.051)
(-) Nợ			(7.400)
Giá trị tài sản ròng			43.435
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)			1.102
Giá mục tiêu (đồng/CP)			39.400

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng độ nhạy của KDH theo Chi phí vốn và Chi phí nợ (VND)

Chi phí vốn	Chi phí nợ					
		7%	8%	9%	10%	11%
	9%	41.724	40.937	40.183	39.462	38.771
	11%	41.294	40.525	39.789	39.085	38.410
	13%	40.874	40.123	39.405	38.716	38.057
	15%	40.464	39.731	39.029	38.356	37.712
	17%	40.064	39.348	38.662	38.004	37.374

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

MUA: 32%

GTT: 29.700

GMT: 39.300

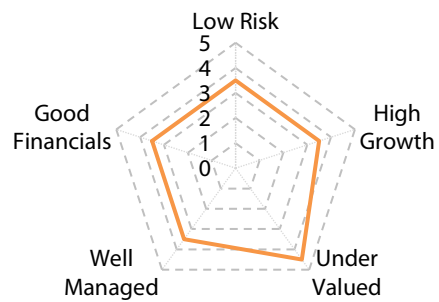
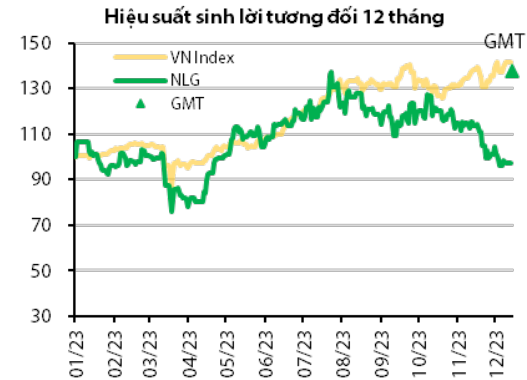
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A

2025F

2026F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (triệu \$)	14.847
SLCPĐLH (triệu CP)	485
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.318
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	79
SH NĐTNN còn lại (%)	4,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	23,6 – 45,63

Doanh thu (tỷ đồng)	7.196	4.753	4.700
LNST (tỷ đồng)	518	773	1.664
ROA (%)	1,8	2,7	6,1
ROE (%)	3,6	6,8	13,4
EPS (đồng)	1.285	1.594	3.432
GTSS (đồng)	25.139	19.047	21.379
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x)	28,0	27,0	12,6
P/B (x)	1,4	2,3	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh số bán hàng kỳ vọng bứt phá – giai đoạn “gieo mầm” cho chu kỳ tăng trưởng mới

- Tính đến 10T2025, doanh số bán hàng của Nam Long đạt 9.293 tỷ đồng (+79% so với 2024), nhờ đồng loạt mở bán các dự án trọng điểm như Waterpoint, Mizuki, cho thấy sự hồi phục mạnh mẽ của nhu cầu và khả năng hấp thụ tích cực tại các đô thị vệ tinh.
- Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2025 – 2026 là giai đoạn “gieo mầm” khi Nam Long tập trung mạnh vào bán hàng với loạt dự án chủ lực như Waterpoint 2 (Park Village, Solaria Rise, The Pearl), Mizuki (CC5 – Trellia Cove, LK11, CCTM1&2), Izumi (1A2, Canaria), Akari giai đoạn 3 và Nam Long Cần Thơ. Qua đó, doanh số bán hàng năm 2026 ước đạt khoảng 11.595 tỷ đồng (+8% YoY) với kỳ vọng nhu cầu hấp thụ tại các đô thị vệ tinh duy trì tích cực.

Kết quả kinh doanh 2026 chưa bứt phá, nhưng biên lợi nhuận cải thiện trước khi bước vào điểm rơi 2027

- Doanh thu và LNST-CĐM năm 2026 của NLG lần lượt ước đạt 4.700 tỷ đồng (-1% YoY) và 1.664 tỷ đồng (+115% YoY) chủ yếu đến từ bàn giao: 1/ Dự án Waterpoint Long An (2.981 tỷ đồng, trong đó phần lớn đến từ dự án Park Village), còn lại từ các căn diện tích lớn thuộc Waterpoint 1 với 938 tỷ đồng; 2/ Dự án Nam Long Cần Thơ (914 tỷ đồng); 3/ Dự án Anzen Residences (646 tỷ đồng) - với kỳ vọng bắt đầu bàn giao giai đoạn 1 từ cuối năm 2026, tương đương khoảng 266 căn (~30% dự án).
- Lợi nhuận kỳ vọng cải thiện nhờ cơ cấu bàn giao tập trung vào sản phẩm thấp tầng với biên lợi nhuận gộp và LNST-CĐM lần lượt ước đạt 62,4% và 35,4%, qua đó LNST-CĐM 2026 dự kiến đạt 1.664 tỷ đồng (+115% YoY). Quan trọng hơn, chúng tôi kỳ vọng điểm rơi lợi nhuận của NLG là vào 2027, khi lượng backlog tích lũy lớn trong hai năm “gieo mầm” 2025–2026 bắt đầu chuyển hóa mạnh thành doanh thu và lợi nhuận.

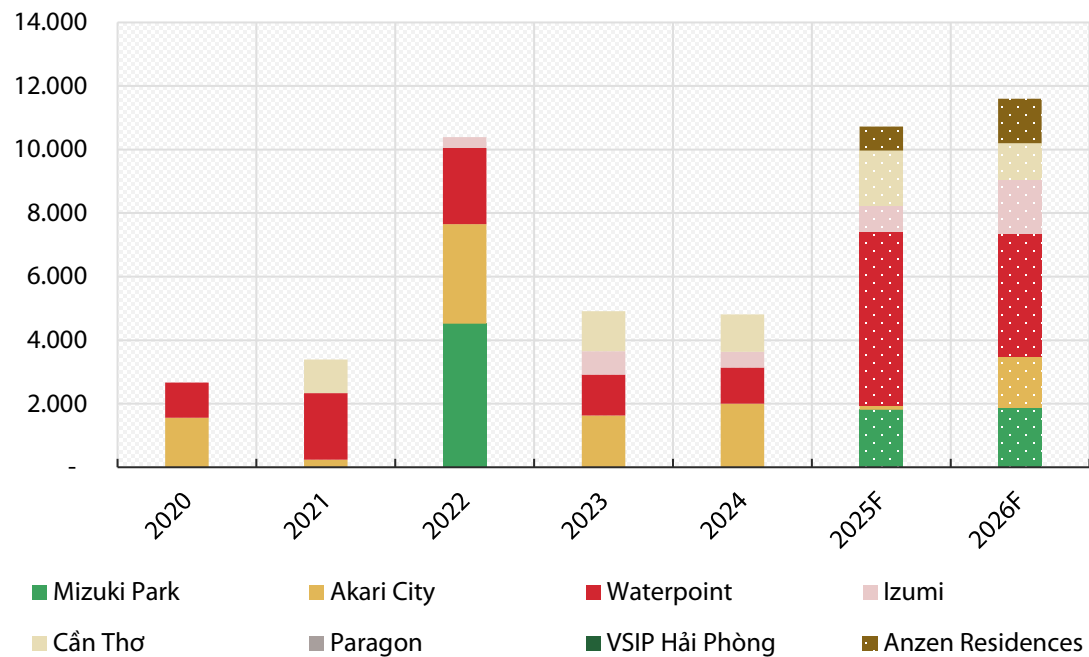
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Lãi suất cho vay tăng hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ dự án, (đặc biệt tại các sản phẩm biệt thự có giá trị cao) ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp.

- Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2025–2028 sẽ là chu kỳ đẩy mạnh bán hàng của NLG, khi Công ty mở bán gần như toàn bộ danh mục dự án, mở rộng từ 5 dự án (2022–2024) lên 9 dự án (2025–2028), bao gồm cả các dự án hiện hữu (Waterpoint, Mizuki, Izumi, Akari giai đoạn 3) và dự án mới (Anzen Residences, Elyse Island). Theo đó, doanh số bán hàng năm 2025 và 2026 lần lượt ước đạt 10.721 tỷ đồng (+123% YoY) và 11.595 tỷ đồng (+8% YoY), tích lũy backlog cho giai đoạn sau.
- Về mặt doanh thu, chúng tôi cho rằng chưa có sự bứt phá trong 2026 do độ trễ ghi nhận. Mặc dù doanh số bán hàng tăng mạnh, doanh thu thuần năm 2026 ước đạt ~4.700 tỷ đồng (-1% YoY) do phần lớn sản phẩm bán ra trong giai đoạn “giao mùa” 2025–2026 sẽ được bàn giao và ghi nhận từ cuối 2026–2027 trở đi, phản ánh tính chất ghi nhận doanh thu bán hàng của các doanh nghiệp BĐS.

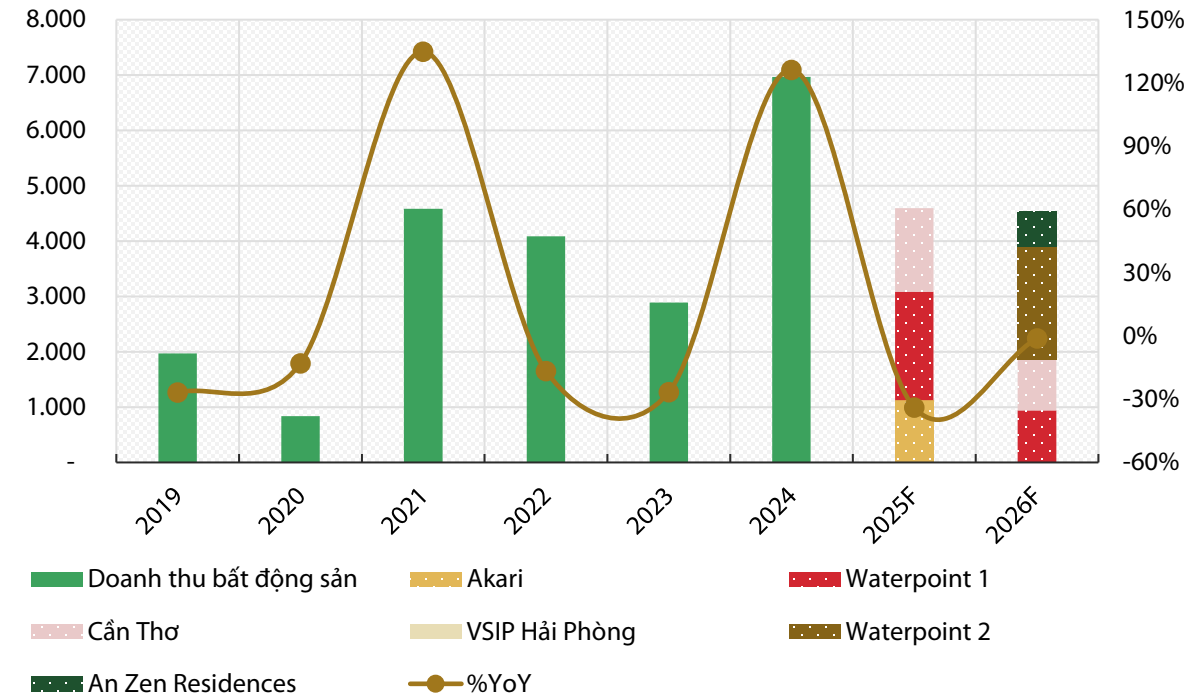
Doanh số bán hàng 2026 kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng...

(Tỷ đồng)

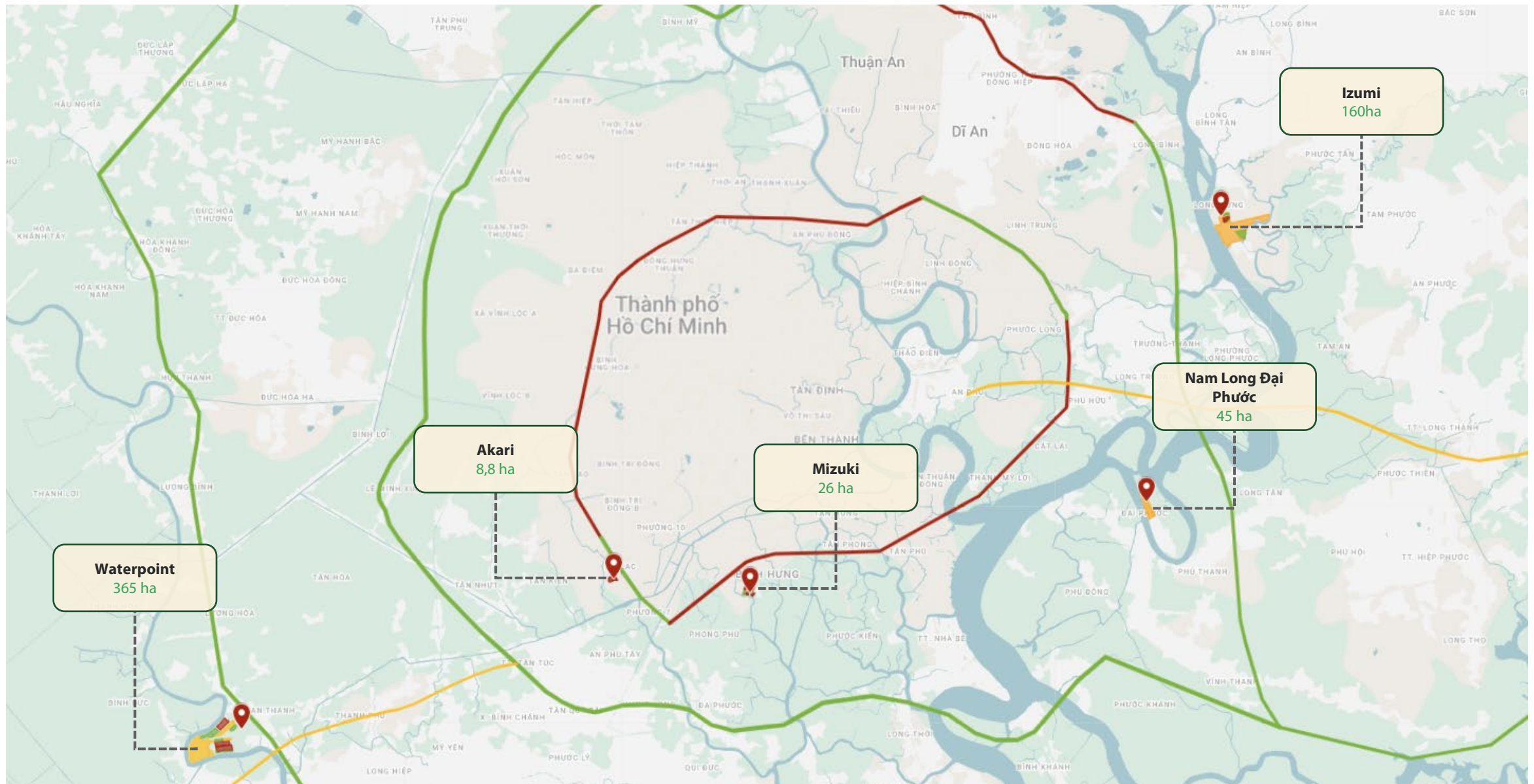


...Trong khi doanh thu bàn giao ước tính chưa có sự bứt phá

(Tỷ đồng)



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt ước tính



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng tổng hợp định giá NLG

	% sở hữu	Phương pháp	NPV (tỷ đồng)
Mizuki	50%	DCF	541
Akari	50%	DCF	1.115
Southgate	65%	DCF	3.458
Cần Thơ	100%	DCF	1.038
VSIP Hải Phòng	50%	BV	337
Paragon Đại Phước	50%	DCF	1.412
Izumi	50%	DCF	5.314
Waterpoint phase 2	65%	MV	3.040
Anzen Residence	100%	DCF	1.122
Khác		BV	697
Tổng			18.074
(+) Tiền và tương đương tiền			5.983
(+) Đầu tư tài chính			121
(+) Khác			18.074
(-) Nợ			(5.087)
Giá trị tài sản ròng			19.091
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)			485
Giá mục tiêu (đồng/CP)			39.300

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng độ nhạy của NLG theo Chi phí vốn và Chi phí nợ (VND)

		Chi phí nợ				
Chi phí vốn		7,5%	8,5%	9,5%	10,5%	11,5%
	10,5%	42.494	41.276	40.123	39.030	37.994
	12,5%	42.012	40.819	39.690	38.620	37.605
	14,5%	41.539	40.372	39.266	38.218	37.224
	16,5%	41.077	39.934	38.851	37.825	36.851
	18,5%	40.624	39.505	38.445	37.439	36.485

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt ước tính

MUA: 37%

GTT: 26.500

GMT: 36.300

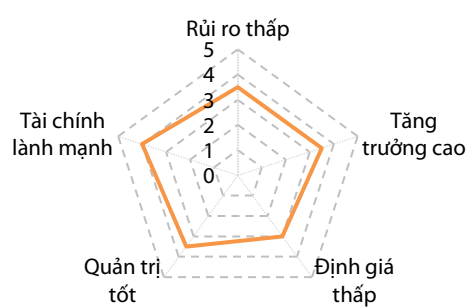
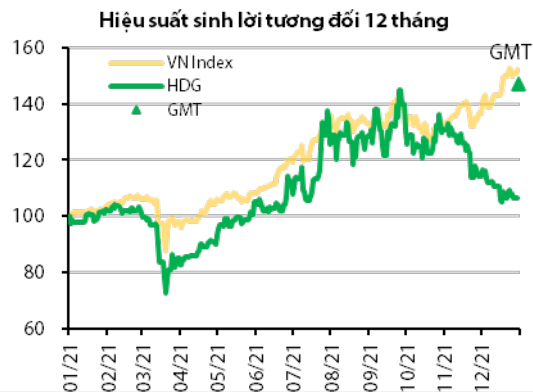
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024

2025

2026



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.786
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	370
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.627
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	79
SH NĐTNN còn lại (%)	31,4
BQ giá 52 tuần('000 VND)	17,91 – 36,4

Doanh thu (tỷ đồng)	2.718	2.743	3.643
LNST-CĐ mẹ (tỷ đồng)	348	762	1.377
ROA (%)	3,4	6,4	9,2
ROE (%)	5,7	11,4	17,4
EPS (đồng)	1.036	2.060	3.722
GTSS (đồng)	18.133	18.093	21.364
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	31,2	15,7	7,0
P/B (x)	1,8	1,8	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh trong năm 2026 – kết quả tích cực từ bàn giao dự án BĐS

- Năng lượng: theo dự báo của ENSO, pha La Nina dự kiến sẽ kết thúc và chuyển sang pha Trung tính/El Nino. Do đó, chúng tôi kì vọng rằng sản lượng các nhà máy thủy điện sẽ giảm nhẹ và dự kiến đạt 1,37 tỷ Kwh (-3%YoY); qua đó tổng sản lượng các nhà máy điện của HDG có thể đạt 1,65 tỷ Kwh (-3%YoY).
- BDS dân dụng: Với việc đẩy mạnh mở bán giai đoạn 03 của dự án Charm Villa (~110 căn thấp tầng) trong năm 2026 – khi thị trường BDS dự kiến duy trì triển vọng tích cực tại các thành phố lớn - Doanh thu và lợi nhuận gộp từ BDS dự kiến lần lượt đạt 1.125 tỷ đồng và 857 tỷ đồng (cải thiện so với việc không ghi nhận doanh thu BDS trong các năm trước).
- Tổng hợp lại, doanh thu và lợi nhuận gộp trong năm 2026 của HDG dự kiến lần lượt đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (+33%YoY) và 2,6 nghìn tỷ đồng (+35%YoY). Cùng với việc công ty không phải trích lập dự phòng cho dự án HP4, LNST – công ty mẹ của doanh nghiệp có thể đạt 1.377 tỷ đồng (+81%YoY).

Chuyển động chính sách – Khởi động lại các dự án tiềm năng

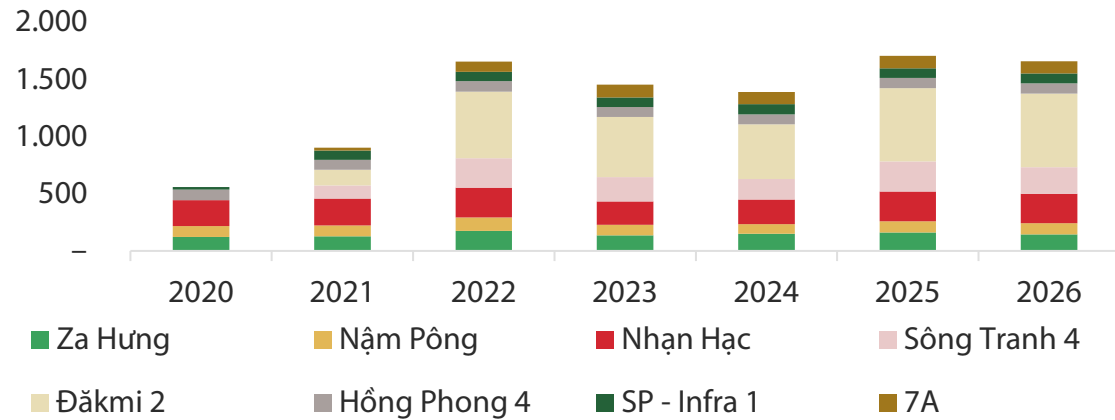
- Với việc thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua quyền sử dụng đất với đất khác tại Hà Nội và Tp.HCM trong năm 2025-2026, các dự án của doanh nghiệp (62 Phan Đình Giót, Green Lane, Minh Long) có thể tiếp tục triển khai các bước pháp lý tiếp theo (hoàn thiện chủ Trương đầu tư, đóng tiền sử dụng đất), qua đó là tiền đề cho việc đầu tư các dự án trong giai đoạn 2027 trở về sau. Ngoài ra với việc chính sách giá cho các dự án NLTT mới đã tương đối rõ ràng, doanh nghiệp dự kiến triển khai đầu tư dự án điện gió Phước Hữu (50MW, Ninh Thuận) trong 2026 và dự kiến đóng góp vào doanh thu từ năng lượng trong các giai đoạn sau đó.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

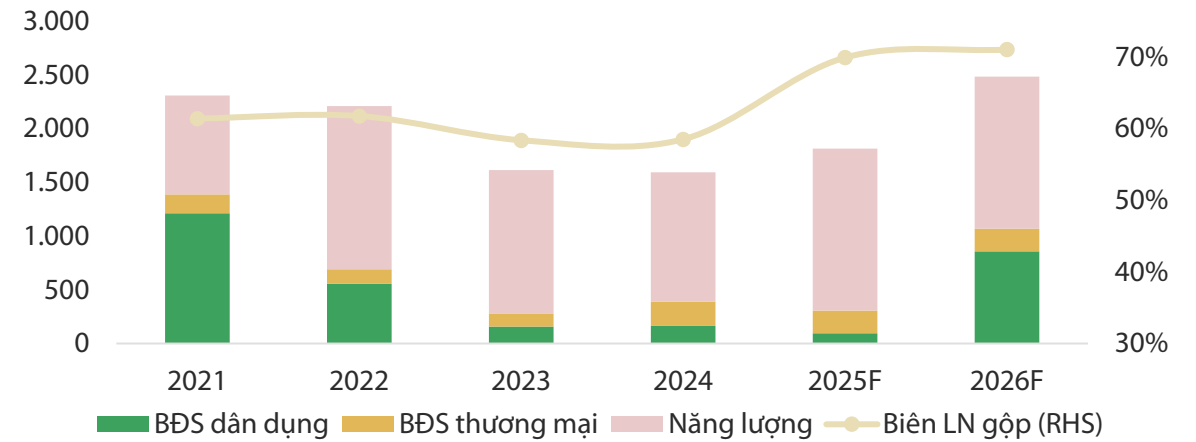
Việc phê duyệt danh sách thí điểm chậm hơn kỳ vọng/không được phê duyệt có thể làm ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp

Nhà đầu tư cần chú ý tới việc trích lập/hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu (chưa nằm trong dự phóng về KQKD của doanh nghiệp).

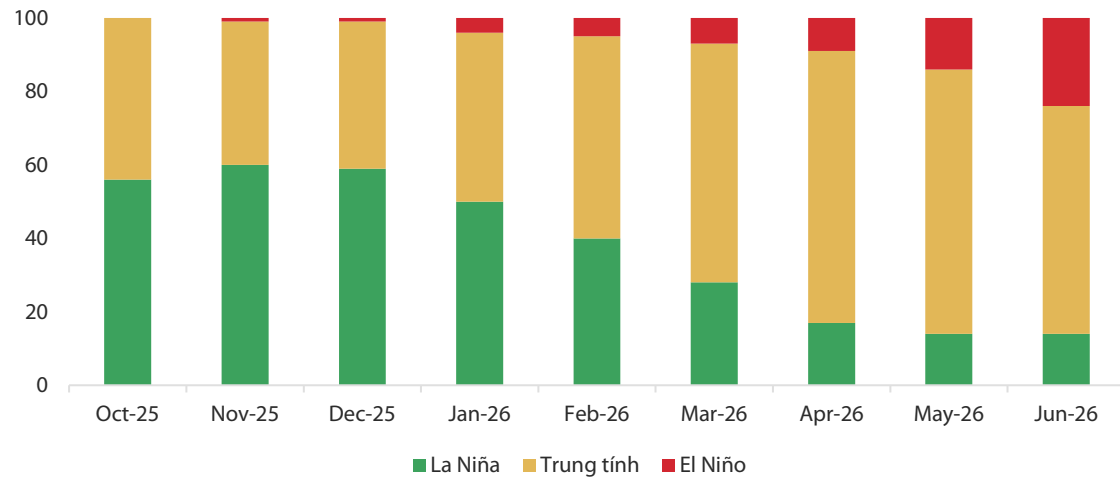
Sản lượng điện khai thác của HDG giai đoạn 2020-2026 (nghìn Kwh)



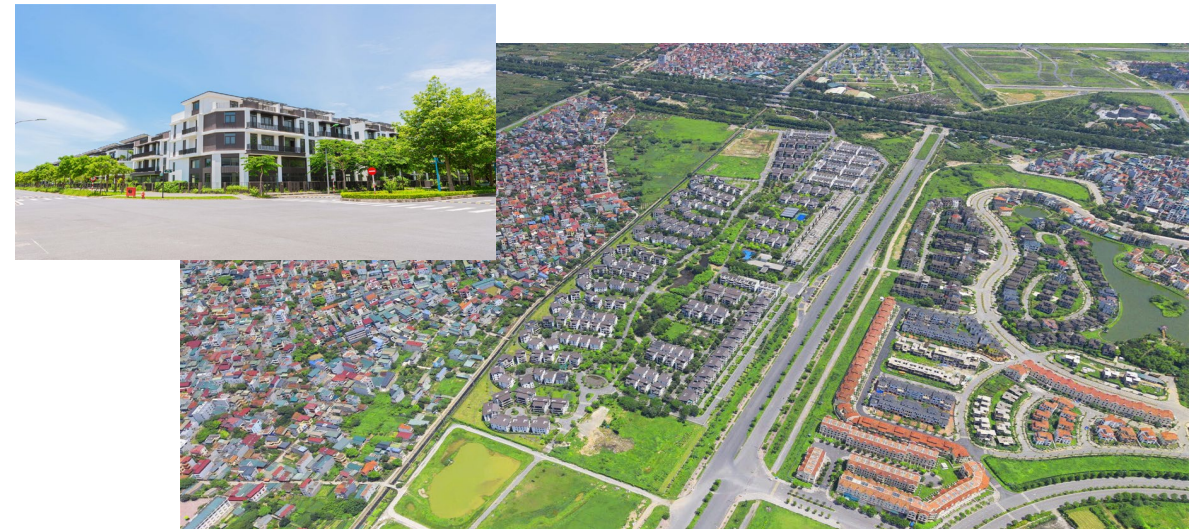
Lợi nhuận gộp của HDG giai đoạn 2021-2026 (tỷ đồng)



Dự phóng của ENSO (%) – Pha La Nina dự kiến giảm nhẹ trong 2026



Dự án Charm Villa – với các sản phẩm sẵn sàng bàn giao trong 2026-2027



Nguồn: ENSO, HDG, CTCK Rong Việt.

Với việc thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua quyền sử dụng đất với đất khác tại Hà Nội và Tp.HCM trong năm 2025-2026, các dự án của doanh nghiệp (62 Phan Đình Giót, Green Lane, Minh Long) có thể tiếp tục triển khai các bước pháp lý tiếp theo (hoàn thiện chủ Trương đầu tư, đóng tiền sử dụng đất), qua đó là tiền đề cho việc đầu tư các dự án trong giai đoạn 2027 trở về sau.

Ngoài ra với việc chính sách giá cho các dự án NLTT mới đã tương đối rõ ràng, doanh nghiệp dự kiến triển khai đầu tư dự án điện gió Phước Hữu (50MW, Ninh Thuận) trong 2026 và dự kiến đóng góp vào doanh thu từ năng lượng trong các giai đoạn sau đó.

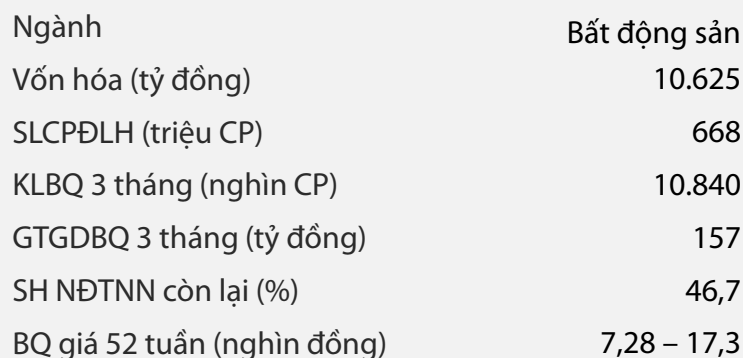
Kế hoạch phát triển dự án năng lượng của HDG giai đoạn 2025-2027

Project	Legal process	2025				2026				2027				2028	2029
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
La Trong Hydro HPP 22MW - Quang Tri	Under construction				COD										
Son Linh-Son Nham HPP 24MW - Quang Nam	Under construction								COD						
Phuoc Huu Wind HPP 50MW - Ninh Thuan	Selecting Equipment Supplier												COD		
Binh Gia Wind PP 80MW- Lang Son	Bidding for selecting investor, COD 2028													COD	
7Aexpansion Wind PP 21MW- Ninh Thuan	Preparing the pre-feasibility study, COD 2028													COD	
Le Thuy Wind PP 30MW - Quang Tri	Investment proposing, COD 2029														COD

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Các dự án BĐS của HDG nằm trong danh mục thí điểm thực hiện dự án không có đất ở

Dự án	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Hiện trạng đất	Hiện trạng pháp lý
Green Lane	2,3	Chung cư	Đất khác (không gồm đất ở)	Trong danh mục chờ xét duyệt thực hiện thí điểm thực hiện dự án không có đất ở
Hado Minh Long	2,7	Chung cư Nhà phố	Đất khác (không gồm đất ở)	Nằm trong danh mục thực hiện thí điểm thực hiện dự án không có đất ở
62 Phan Đình Giót	2,2	Tòa nhà hỗn hợp	Đất nhà xưởng	Nằm trong danh mục thực hiện thí điểm thực hiện dự án không có đất ở



Doanh thu (tỷ đồng)	4.667	4.712	8.496
LNST-CĐ mẹ (tỷ đồng)	855	1.432	2.664
ROA (%)	5,7	8,5	12,9
ROE (%)	9,4	12,8	19,0
EPS (đồng)	1.280	1.539	2.921
GTSS (đồng)	14.234	14.182	16.613
Cổ tức tiền mặt (đồng)		500	500
P/E (x)	11,7	13,0	6,8
P/B (x)	1,1	1,4	1,2

Các dự án tiềm năng tại thành phố Hải Phòng và tập trung bán hàng trong giai đoạn NĐTC 2025-2026

- TCH là doanh nghiệp quy mô lớn tại thành phố Hải Phòng và đang sở hữu quỹ đất lớn tại khu đô thị tại thành phố Thủy Nguyên, khu vực quy hoạch mới của thành phố Hải Phòng. Các dự án đều nằm ở những vị trí được kỳ vọng sẽ có tỷ lệ lấp đầy cao khi: 1/ Trung tâm hành chính chính trị mới của thành phố Hải Phòng (sau sát nhập) được dịch chuyển về khu vực Thủy Nguyên, 2/ Hệ thống cơ sở hạ tầng đang dần hoàn thiện, để kết nối thành phố mới Thủy Nguyên với trung tâm Tp. Hải Phòng và KCN VSIP-Hải Phòng.
- Trong giai đoạn NĐTC 2025-2026, doanh nghiệp đồng loạt mở bán các sản phẩm thấp tầng tại khu vực (với dự án HH New City-II và HH Green River) và đạt tỷ lệ hấp thụ tương đối khá quan (~30% số sản phẩm được hấp thụ trong giai đoạn mở bán đầu tiên) và là cơ sở cho việc ghi nhận KQKD khả quan trong các quý tới. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của TCH trong NĐTC 2025-26 lần lượt đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 2024) và 8,5 nghìn tỷ đồng (+80%YoY); LNST-CĐM cho NĐTC 2026 dự kiến đạt 2,66 nghìn tỷ đồng (+86%YoY). Hiện TCH đang giao dịch ở mức P/B 2026 ở 1,2x, mức định giá hấp dẫn so với vị thế và tiềm năng phát triển của doanh nghiệp..

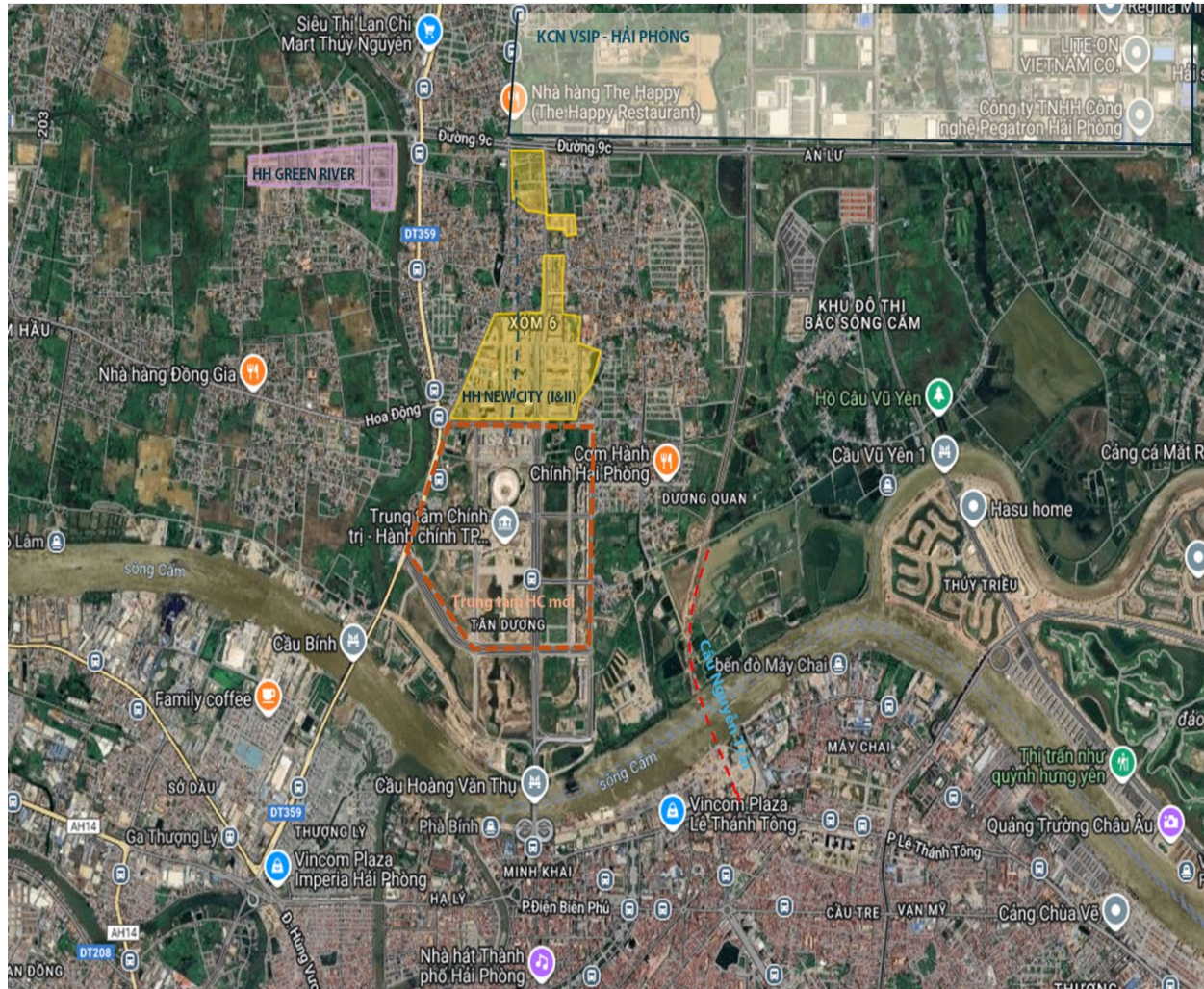
Tập trung phát triển quỹ đất tại thành phố Hải Phòng – trọng điểm kinh tế tại miền Bắc

- TCH có nhiều lợi thế để tiếp tục phát triển quỹ đất tại thành phố Hải Phòng – trọng điểm phát triển công nghiệp tại miền bắc – đến từ: 1/ Kinh nghiệm triển khai đấu thầu/đấu giá các dự án BĐS tại Hải Phòng, 2/ Sức khỏe tài chính tương đối tốt – công ty đang có dư nợ vay tương đối thấp, trong khi có dòng tiền tiềm năng từ bàn giao các dự án BĐS. Trong NĐTC 2026, doanh nghiệp dự kiến hoàn thành GPMB và khởi công dự án chung cư kết hợp TTTM tại 150 Tô Hiệu – khu vực trung tâm Tp.Hải Phòng, tiền đề cho ghi nhận KQKD tích cực trong các năm sau.

RỦI RO CHO KHUYẾN NGHỊ

- Mức hấp thụ các sản phẩm BĐS (đặc biệt là sản phẩm thấp tầng) thấp hơn so với kỳ vọng.

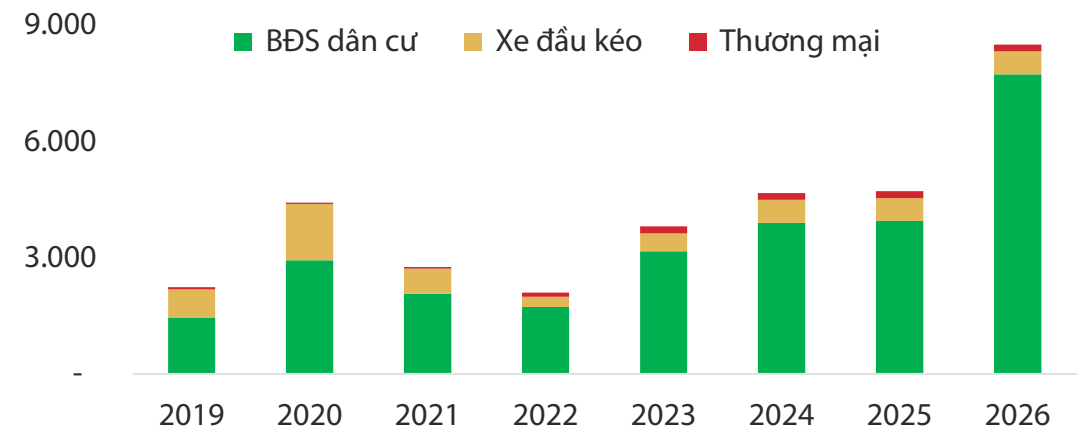
Vị trí và tiến độ một số dự án của TCH tại thành phố Hải Phòng



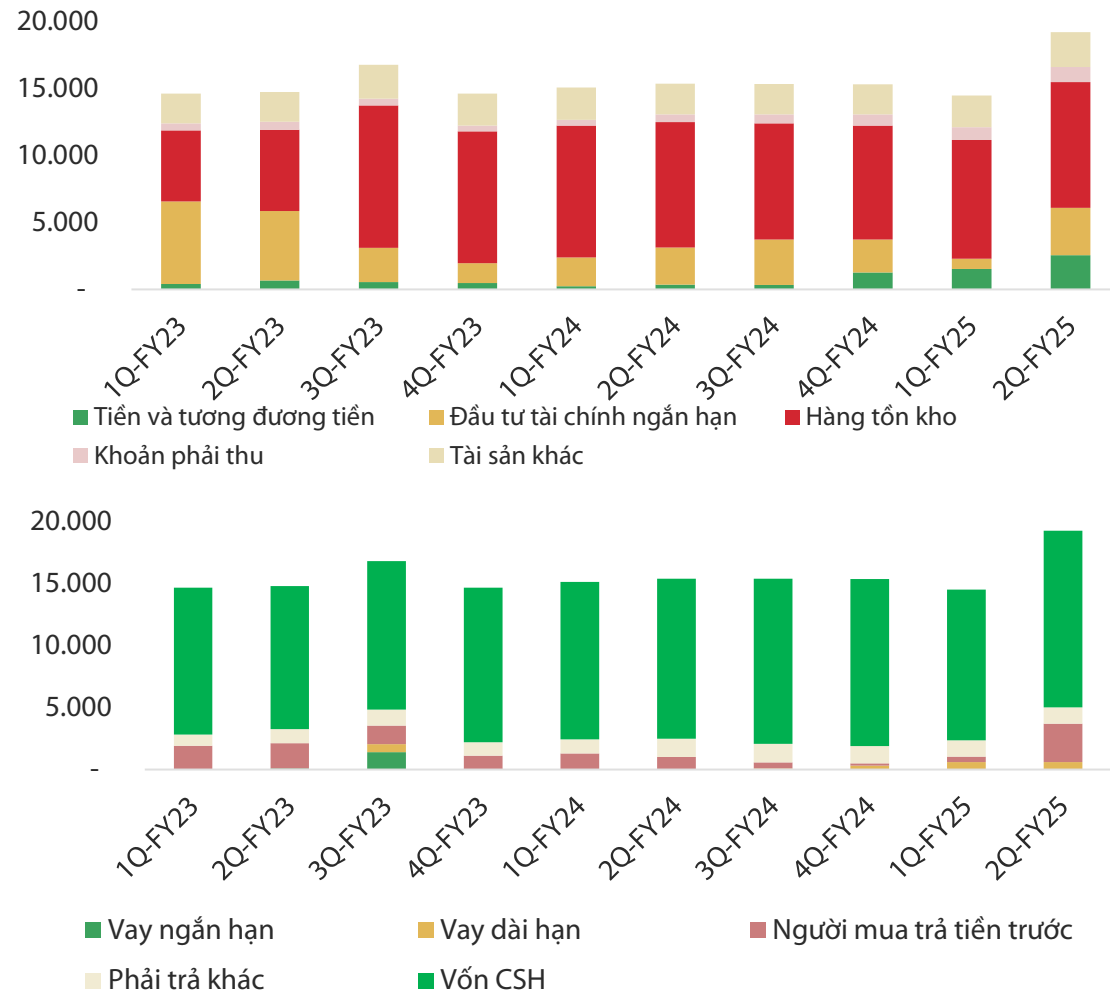
Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Dự án	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Hiện trạng
Hoàng Huy Commerce II	1,6	Căn hộ	Đã ký hợp đồng bán hàng với ~35% tổng số căn hộ, dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng trong 2027
Hoàng Huy Green River	32,5	Nhà liên kế, NOXH	Đang xây dựng các khu nhà ở Đã ký hợp đồng bán hàng với ~35% tổng số căn liên kế, dự kiến bắt đầu bàn giao trong quý 3/NĐTC 2025
Hoàng Huy New City – II	49,3	Nhà liên kế, căn hộ, NOXH	Đang xây dựng các khu nhà ở thấp tầng Đã ký hợp đồng bán hàng với ~35% tổng số căn liên kế (giá trị bán hàng ước tính đạt ~4.000 tỷ đồng), dự kiến bắt đầu bàn giao trong quý 4/NĐTC2025

Doanh thu của TCH duy trì tăng trưởng tích cực, từ việc bàn giao dự án (tỷ đồng)



Cơ cấu tài sản – nguồn vốn của TCH, với việc sử dụng ít đòn bẩy tài chính để phát triển dự án (tỷ đồng)



Định giá của TCH

Dự án	% sở hữu	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
BĐS dân cư			16.030
HH commerce	68%	DCF	319
HH New city (II)	68%	DCF	6.545
HH New city (II) - Chung cư	68%	DCF	1.694
HH Green River	100%	DCF	5.901
HH Commerce II	100%	DCF	1.571
BĐS thương mại	68%	Thu nhập ròng	1.202
Xe đầu kéo	58%	RNAV	467
Tổng			17.703
(+) Tiền & tương đương tiền			3.637
(-) Nợ			-
Giá trị tài sản ròng			21.340
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)			912
Giá trị hợp lý			23.500

Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt tổng hợp.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE