

# BĐS DÂN DỤNG

**TIỀN ĐỀ CHO TƯƠNG LAI  
VỮNG CHẮC HƠN**



Nguyễn Thị Quỳnh Giao – [giao.ntq@vdsc.com.vn](mailto:giao.ntq@vdsc.com.vn)

Đỗ Thạch Lam, CFA – [lam.dt@vdsc.com.vn](mailto:lam.dt@vdsc.com.vn)





## Tổng quan

Năm 2024, thị trường Bất động sản tiếp tục phục hồi, đặc biệt tại miền Bắc, khi các dự án mở bán mới từ các chủ đầu tư uy tín (Vinhomes, Capitaland, Gamuda Land,...) đều có tỷ lệ hấp thụ cao (từ 50 - 100%). Sang năm 2025, chúng tôi cho rằng nguồn cung sẽ tiếp tục cải thiện tại thị trường miền Bắc, là bàn đạp cho sự lan tỏa nguồn cung ở thị trường miền Nam khi: 1/ Quốc hội phê duyệt thí điểm mở rộng quỹ đất được nhận chuyển nhượng cho mục đích xây dựng nhà ở thương mại; 2/ Bảng giá đất mới giúp rút ngắn thời gian đền bù và tính tiền sử dụng đất giúp nhiều dự án mới được triển khai và các dự án bị tạm dừng trước đó được tái khởi động; 3/ Khu vực phía Nam đang đẩy nhanh quá trình phê duyệt dự án.

Nhìn dài hạn hơn, chúng tôi cho rằng khi ba bộ luật về Bất động sản được thực thi sẽ đưa ra một khung pháp lý hoàn chỉnh, hướng tới mục tiêu để lĩnh vực BĐS dân dụng phát triển bền vững hơn, đồng thời có các chính sách để tháo gỡ những vấn đề pháp lý của các dự án BĐS. Theo đó, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư có nguồn lực tài chính, sở hữu các quỹ đất sạch có chủ trương đầu tư còn hiệu lực, sẽ là những doanh nghiệp hưởng lợi trong thị trường này. KDH tiếp tục là cổ phiếu chúng tôi ưa thích nhất, với quỹ đất nhiều tiềm năng tại TP.HCM. Ngoài ra, DXG cũng là cổ phiếu đáng chú ý với dự án sẵn sàng mở bán trong 2025.

### Các vấn đề pháp lý với các dự án BĐS dần được tháo gỡ

- Ba bộ luật đất đai đã đưa ra một khung pháp lý tương đối hoàn chỉnh, qua đó tác động rõ nét tới các công ty trong ngành, với: i/ Các biện pháp hỗ trợ cải thiện nguồn cung, đặc biệt tại khu vực phía Nam; ii/ Bảo vệ quyền lợi người mua nhà. Ngoài ra, một số chính sách mới có hiệu lực trong giai đoạn 2024-2025 sẽ hỗ trợ đẩy mạnh tháo gỡ pháp lý của các dự án BĐS như: 1/ thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất với đất khác; 2/ Các tỉnh bắt đầu ban hành Bảng giá đất mới.

## Điểm nhấn

### Kỳ vọng nguồn cung và lượng giao dịch tiếp tục cải thiện trong năm 2025

- Tại thị trường Hà Nội, nguồn cung sẽ đến từ các dự án của các chủ đầu tư lớn như: VHM (Vinhomes Global Gate), Capitaland (The Senique). Sức nóng tại thị trường Hà Nội có thể lan tỏa đến thị trường TP. HCM và các thành phố vệ tinh sau khi: 1/ Quốc hội phê duyệt thí điểm mở rộng quỹ đất xây dựng nhà ở thương mại; 2/ Bảng giá đất mới giúp rút ngắn thời gian đền bù và tính tiền sử dụng đất giúp nhiều dự án mới được triển khai và các dự án bị tạm dừng trước đó được tiếp tục; và 3/ Khu vực phía Nam đang đẩy nhanh quá trình phê duyệt dự án. Nguồn cung dự kiến từ một số chủ đầu tư niêm yết như: KDH (Clarita & Emeria), NLG (Mizuki Park), DXH (DXH Riverside)...



## Giá trị bán hàng và lựa chọn đầu tư

- Với triển vọng nguồn cung có sự chuyển biến tích cực trong năm 2025, chúng tôi kì vọng doanh số bán hàng và doanh thu từ bàn giao BĐS của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi sẽ lần lượt tăng trưởng trong năm 2025. Trong đó, giá trị bán hàng của từng công ty ước đạt: 1/KDH (8,836 tỷ đồng, + 976%YoY), NLG (5.303 tỷ đồng, -17%), HDG (909 tỷ đồng), DXG (9.436 tỷ đồng).
- Chúng tôi lựa chọn KDH (Mua, giá mục tiêu: 41.300 đồng/cổ phiếu), khi kỳ vọng tăng trưởng tích cực về giá trị bán hàng trong năm 2025, đến từ: 1/ Cụm dự án phường Bình Trưng Đông (Clarira và Emeria) với tổng sản phẩm ~200 căn thấp tầng, 2/ Dự án Bình Hưng 11A (giai đoạn 1). Ngoài ra, một trong những công ty nổi bật có thể chú ý là DXG với kỳ vọng giá trị bán hàng kỳ vọng có sự phục hồi tích cực khi doanh nghiệp tiếp tục mở bán các sản phẩm tại Gem Sky World và tái khởi động lại dự án DXH Riverside trong năm 2025.

### Điểm nhấn

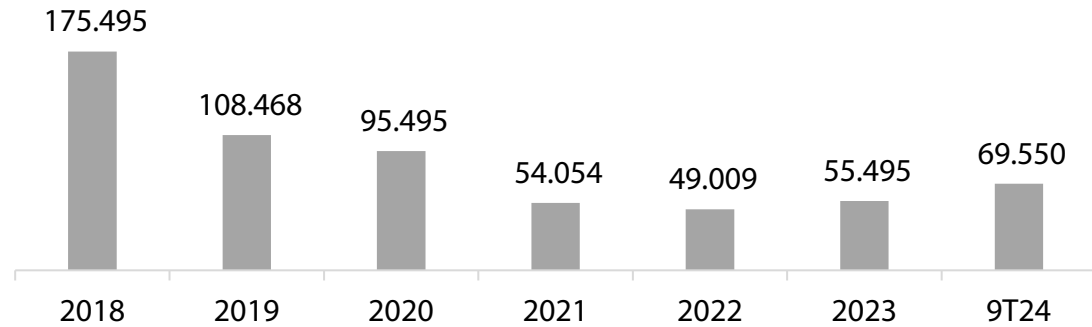
### Rủi ro đối với khuyến nghị

- Bảng giá đất mới làm tăng tiền sử dụng đất trong dài hạn đối với những dự án chưa hoàn thành đóng tiền sử dụng đất.
- Luật mới giới hạn khả năng tiếp cận nguồn vốn rẻ nhất (tiền đặt cọc từ người mua nhà) đối với các chủ đầu tư, làm tăng chi phí vốn của dự án.

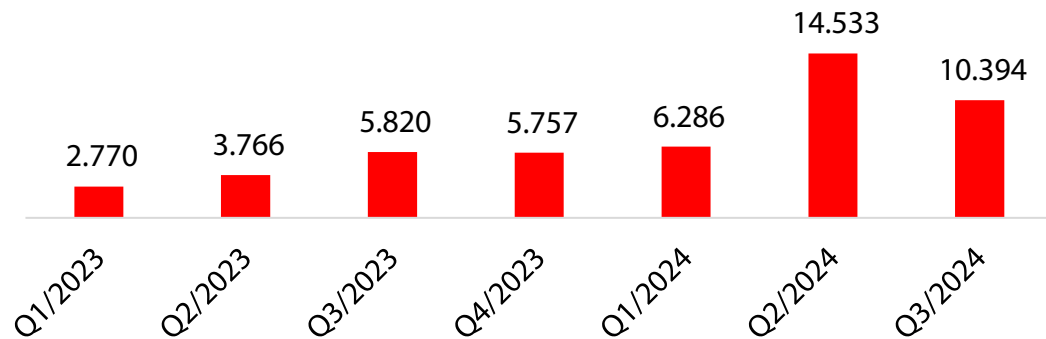
|                                   |                                                                         |           |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Phần I:</b>                    |                                                                         |           |
| <b>Nhìn lại năm 2024</b>          | <u>Thị trường cấp I – cải thiện ở cả nguồn cung và lượng giao dịch</u>  | <u>5</u>  |
|                                   | <u>Thị trường cấp I – dẫn dắt bởi thị trường Hà Nội</u>                 | <u>6</u>  |
|                                   | <u>Thị trường TP.HCM – chưa có dấu hiệu khởi sắc</u>                    | <u>7</u>  |
|                                   | <u>Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có sự chững lại</u>              | <u>8</u>  |
| <b>Phần II:</b>                   |                                                                         |           |
| <b>Triển vọng thị trường 2025</b> | <u>Thị trường bất động sản đang ở đâu trong chu kỳ tăng trưởng?</u>     | <u>9</u>  |
|                                   | <u>Các vấn đề pháp lý dần được tháo gỡ</u>                              | <u>10</u> |
|                                   | <u>Thị trường cấp I – nguồn cung kỳ vọng cải thiện</u>                  | <u>11</u> |
|                                   | <u>Thị trường cấp II – điểm đến tiếp theo của đà hồi phục</u>           | <u>13</u> |
| <b>Phần III:</b>                  |                                                                         |           |
| <b>Danh mục cổ phiếu</b>          | <u>KDH – Quỹ đất “vàng” – nền móng doanh thu bền vững</u>               | <u>17</u> |
|                                   | <u>NLG – Tỷ lệ hấp thụ ở thành phố cấp II – câu chuyện về thời gian</u> | <u>20</u> |
|                                   | <u>HDG – Tín hiệu phục hồi ở những mảng kinh doanh chính</u>            | <u>23</u> |
|                                   | <u>DXG – Tái khởi động dự án DXH Riverside.</u>                         | <u>26</u> |

- Theo số liệu từ Viện nghiên cứu Đánh giá thị trường bất động sản Việt Nam (VAS), nguồn cung trong quý 3/2024 ghi nhận 22.412 sản phẩm được chào bán trên thị trường, với hơn 70% là căn hộ chung cư. Nguồn cung này phần lớn đến từ thị trường phía Bắc (chiếm lần lượt 46% và 48% tổng nguồn cung trong quý 3/24 và trong 9T24) và hầu hết là thuộc phân khúc cao cấp và hạng sang (giá bán trên 80 triệu đồng/m2 với căn hộ chung cư).
- Toàn thị trường ghi nhận 10.400 giao dịch thành công, giảm 25% so với quý 2, tuy nhiên vẫn cao hơn 80% so với cùng kỳ năm 2023. Điều này cho thấy, việc thiếu hụt nguồn cung căn hộ tầm trung đang ảnh hưởng đến tâm lý của người mua nhà khiến họ sẵn sàng chi cao hơn để có thể sở hữu nhà ở.

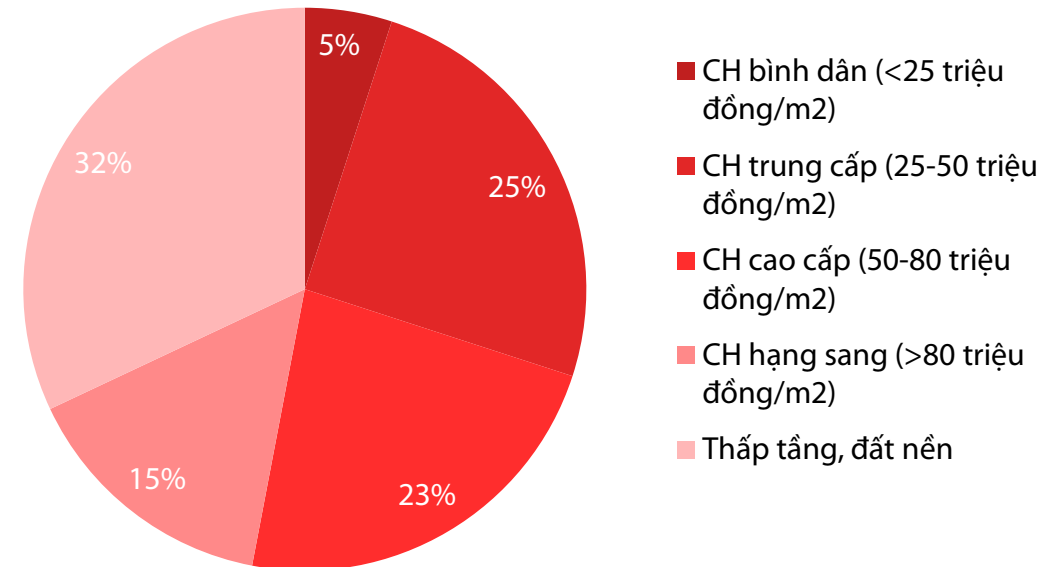
**Hình 1: Nguồn cung BĐS nhà ở giai đoạn 2018 - 9T24**



**Hình 3: Lượng giao dịch BĐS thành công qua các quý**



**Hình 2: Cơ cấu nguồn cung**

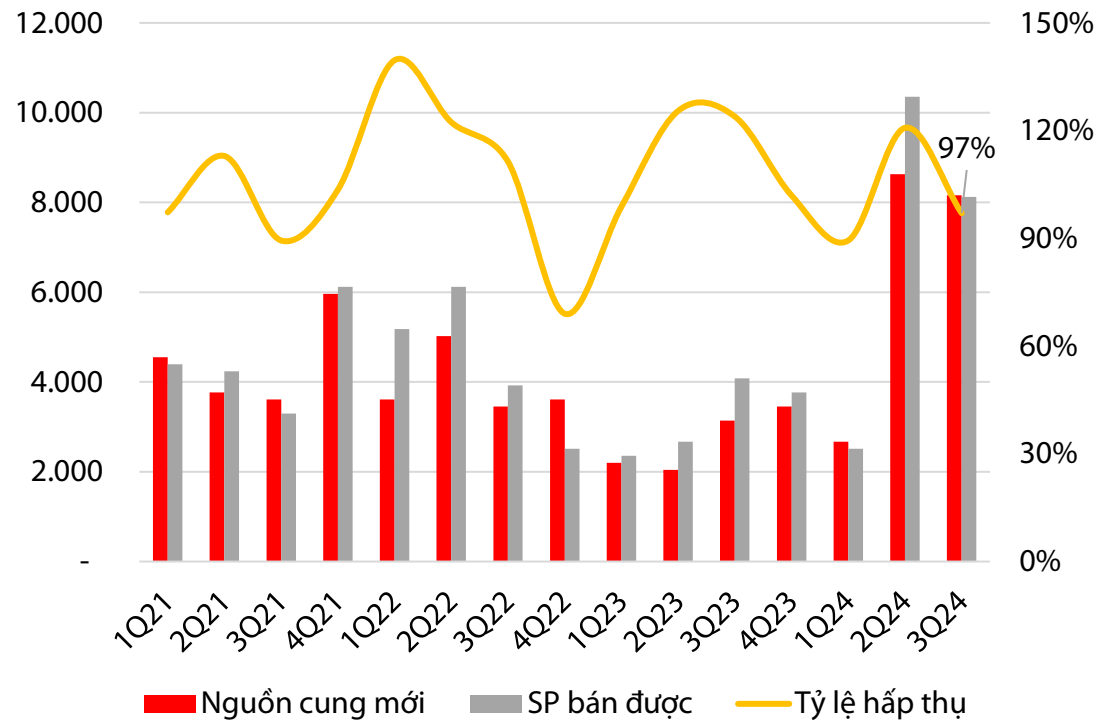


Nguồn: VARS, CTCK Rồng Việt

## Thị trường căn hộ Hà Nội cho thấy tín hiệu hồi phục rõ rệt

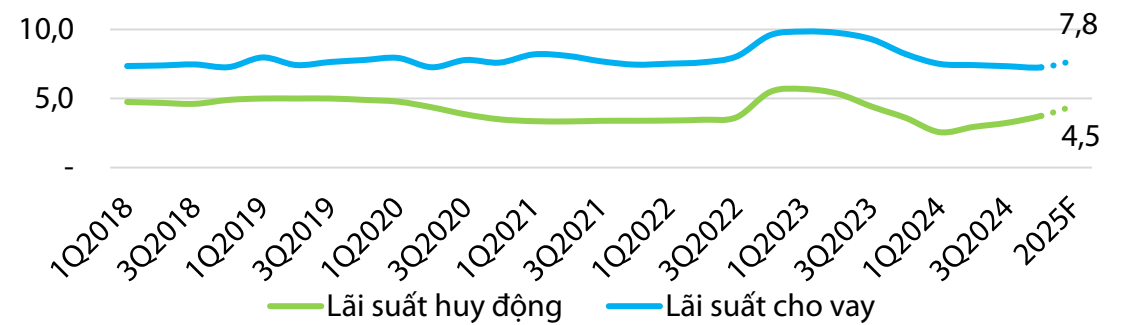
- Trong Q3/2024, nguồn cung và số căn hộ bán được tại Hà Nội ghi nhận ~8.000 căn, với tỷ lệ hấp thụ 97%. Một trong những yếu tố hỗ trợ chính cho sự phục hồi về nhu cầu đến từ mặt bằng lãi suất cho vay vẫn đang duy trì ở mức thấp cùng với các chính sách ưu đãi của các chủ đầu tư.
- Giá bán sơ cấp và thứ cấp của CHCC đều ghi nhận sự tăng giá. Đáng chú ý, giá bán sơ cấp bình quân gần tiệm cận mức 64 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> (+9%QoQ, +26%YoY), do: 1/ phần lớn căn hộ mới bán mới thuộc phân khúc cao cấp và hạng sang “vô tình” đẩy giá bình quân tăng cao, 2/ ngoài nhu cầu cư trú, mức lãi suất hấp dẫn còn thu hút các nhà đầu cơ tham gia để hưởng mức chênh lệch giá.

**Hình 4: Nguồn cung và số CHCC bán được tại Hà Nội**

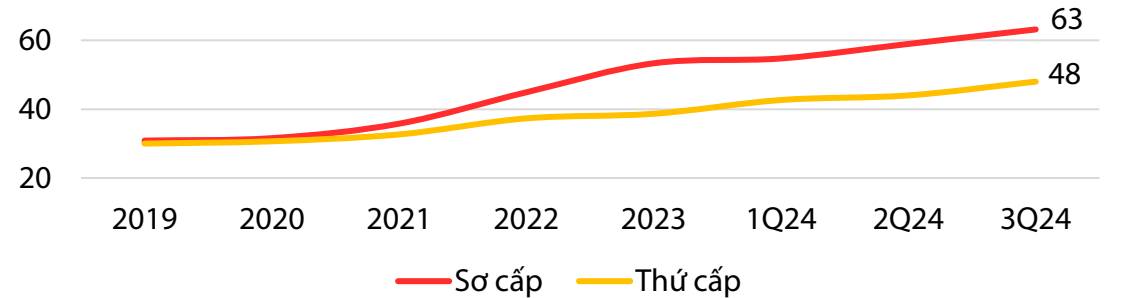


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Lãi suất – yếu tố hỗ trợ cho sự phục hồi nhu cầu (%)**



**Hình 6: Giá bán sơ cấp và thứ cấp CHCC tại Hà Nội**



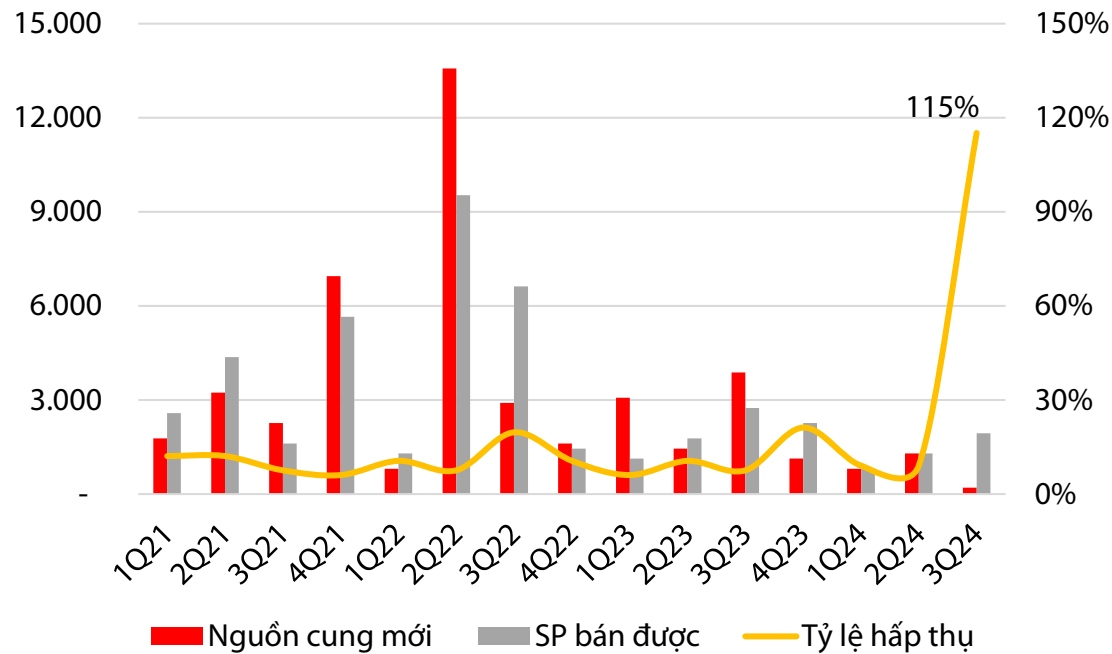
Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt



## Tình trạng thiếu hụt nguồn cung mới vẫn tiếp diễn lại thị trường phía Nam

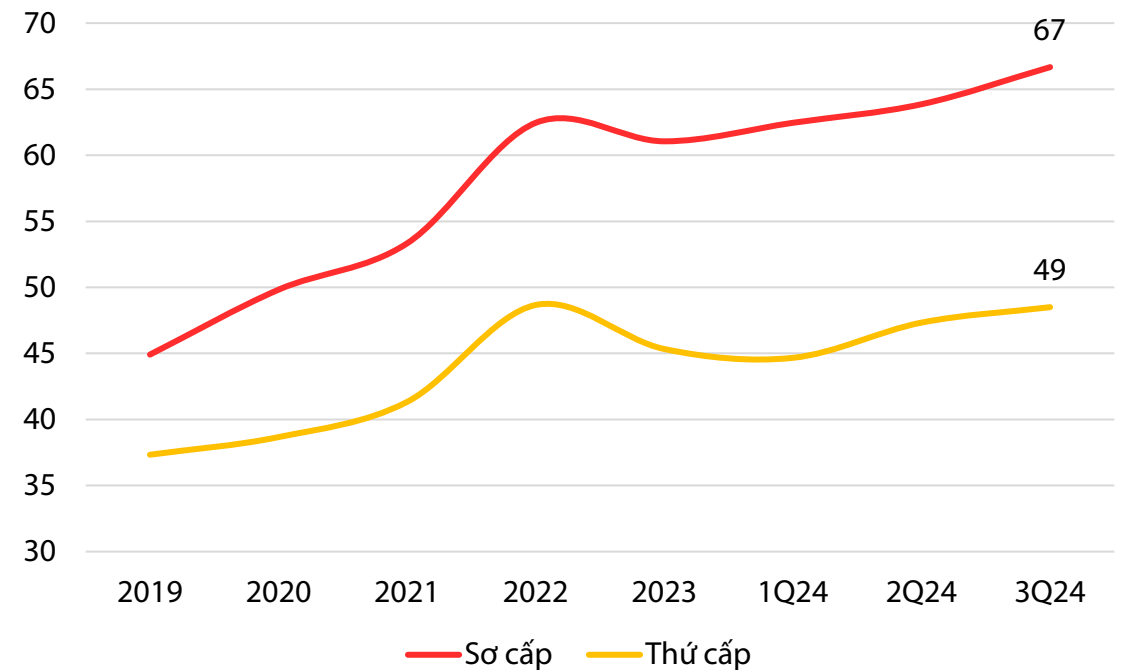
- Nguồn cung sơ cấp tại thị trường Tp.HCM vẫn chưa có dấu hiệu nào cho thấy sự hồi phục khi chỉ ghi nhận 127 căn được mở bán trong quý do sự chậm trễ về mặt pháp lý ảnh hưởng số lượng dự án được phê duyệt.
- Thị trường thứ cấp tại TP. HCM trở nên sôi động hơn, với nguồn cung thứ cấp đến từ các dự án được mở bán trước đây, thể hiện qua: 1/ giá bán thứ cấp bình quân tiếp tục tăng lên mức ~49 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+3% QoQ, +5% YoY); 2/ Tổng lượng giao dịch CHCC tại TP. HCM trong Q3/2024 đạt 1.939 căn (+69% QoQ, -33% YoY) trong khi nguồn cung mới chỉ ghi nhận 127 căn. Điều này cho thấy nhu cầu mua CHCC để cư trú vẫn ở mức cao, đồng thời nhu cầu mua với mục đích đầu tư cũng bắt đầu phục hồi.

**Hình 7: Nguồn cung và số CHCC bán được tại Tp.HCM**



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Giá bán tại thị trường Tp.HCM**

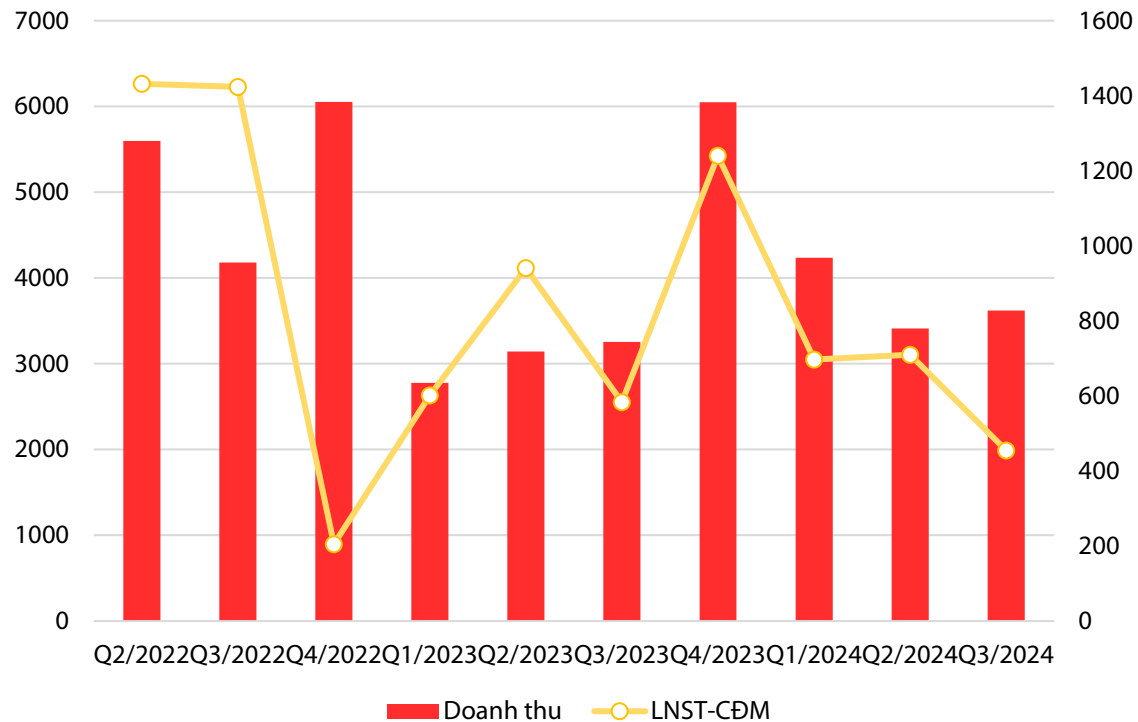


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

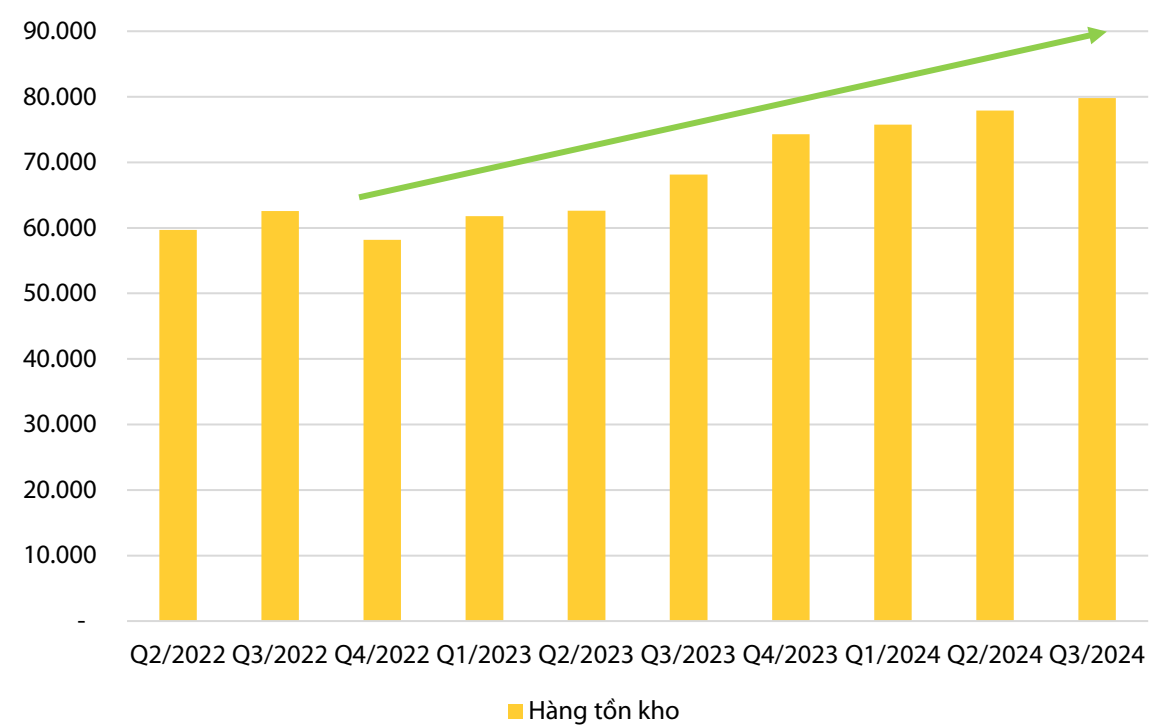
## Doanh nghiệp bất động sản ghi nhận sự chứng lại về doanh thu và sụt giảm về lợi nhuận trong Q3/2024

- Các công ty bất động sản ghi nhận kết quả kinh doanh khiêm tốn trong 3 quý đầu năm 2024, khi: 1/ Kế hoạch bàn giao dự án tập trung trong Q4/2024 như: KDH (The Privia), NLG (Akari2, Cần Thơ, Waterpoint); 2/ Kết quả bán hàng khiêm tốn trong 2023 khiến các công ty chưa thể ghi nhận doanh thu trong 2024.

**Hình 9: Doanh thu và lợi nhuận các công ty BĐS giai đoạn Q2/2022-Q3/2024 (tỷ đồng) (\*)**



**Hình 10: Hàng tồn kho của các công ty BĐS giai đoạn Q2/2022-Q3/2024 (tỷ đồng) (\*)**

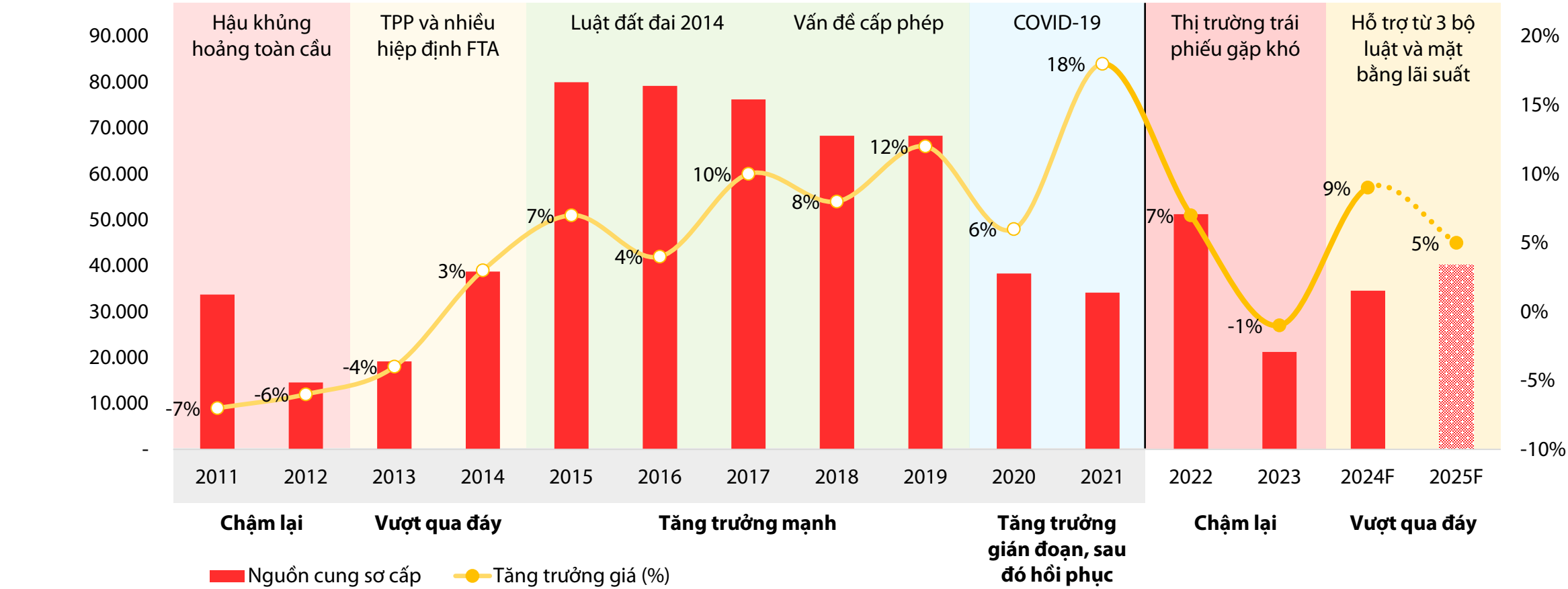


Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt tổng hợp. (\*) Bao gồm dữ liệu từ KDH, NLG, HDG, PDR, TCH, DXG.



**Bảng 1: Chu kỳ tăng trưởng của thị trường Bất động sản giai đoạn 2011 – 2025F**

|                        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F            |
|------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------------------|
| <b>Tăng trưởng GDP</b> | 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%  | <b>6,8%</b>      |
| <b>Lãi vay</b>         | 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%  | <b>7% - 7,5%</b> |
| <b>CPI theo năm</b>    | 18,1% | 6,8%  | 6,6%  | 1,8% | 0,6% | 2,7% | 3,7% | 3,5% | 2,8% | 3,2% | 1,8% | 3,2% | 3,3% | 3,8%  | <b>4,0%</b>      |
| <b>FDI (triệu USD)</b> | 15,6  | 16,4  | 22,4  | 21,9 | 24,1 | 26,9 | 35,9 | 35,5 | 38   | 28,5 | 31,2 | 27,7 | 36,6 | 34,6  | <b>36</b>        |



Nguồn: FiinPro-X, CBRE, CTCK Rông Việt ước tính

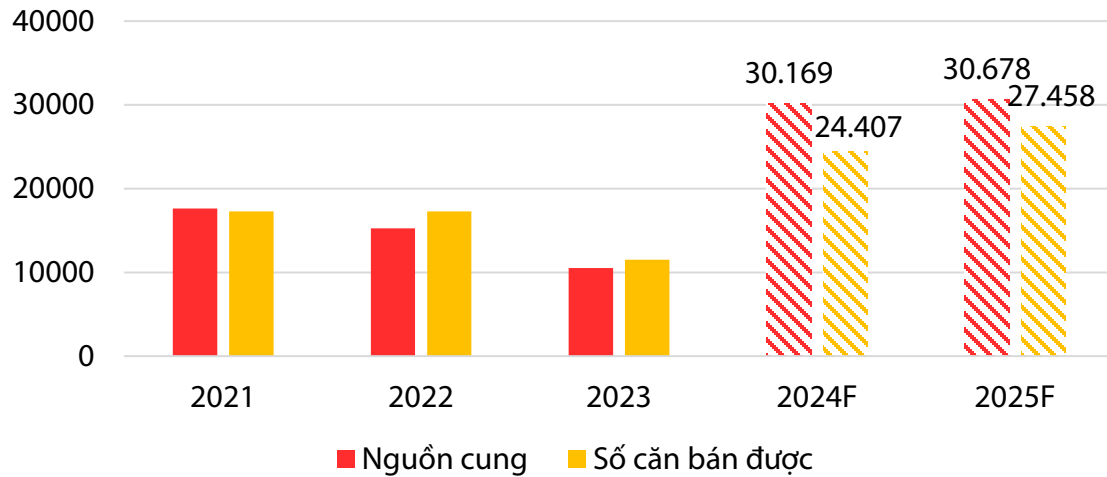
Ba bộ luật đất đai đã đưa ra một khung pháp lý tương đối hoàn chỉnh, qua đó tác động rõ nét tới các công ty trong ngành, với: i/ Các biện pháp hỗ trợ cải thiện nguồn cung, đặc biệt tại khu vực phía Nam; ii/ Bảo vệ quyền lợi người mua nhà. Ngoài ra, một số chính sách mới có hiệu lực trong giai đoạn 2024-2025 sẽ hỗ trợ đẩy mạnh tháo gỡ pháp lý của các dự án BĐS như: 1/ thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua quyền sử dụng đất với đất khác; 2/ Các tỉnh bắt đầu ban hành Bảng giá đất mới.

### Bảng 2: Các vấn đề pháp lý đang chú ý trong giai đoạn 2024-2025

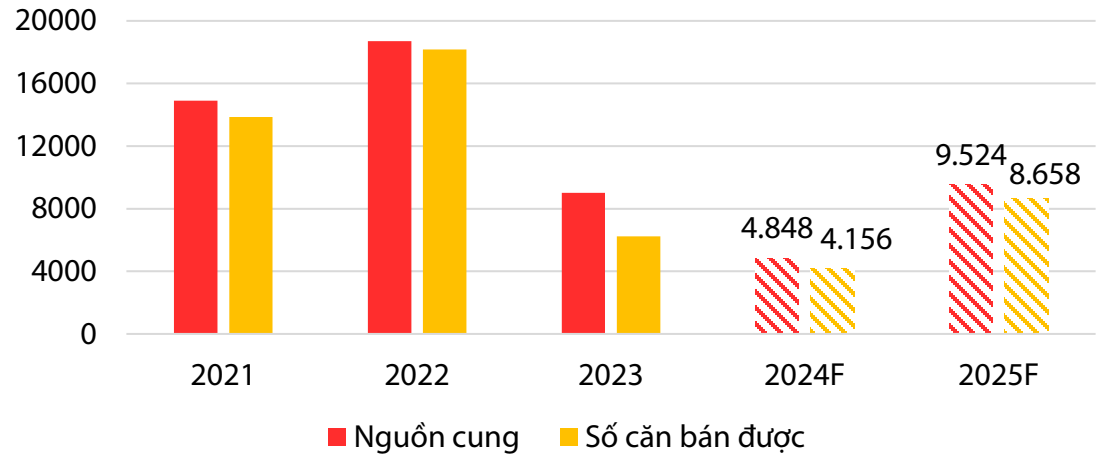
|                                                 | Vấn đề chính                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Các yếu tố hỗ trợ sự phục hồi nguồn cung</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Nghị quyết của Quốc hội về thí điểm làm dự án nhà ở thương mại qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất, thời hạn trong 5 năm. Cụ thể, nhà đầu tư được thực hiện dự án nhà ở thương mại với đất nông nghiệp, phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở và đất khác trong cùng thửa với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.</li> <li>➤ Bảng giá đất mới được xây dựng sát với giá thị trường không chỉ giúp rút ngắn thời gian đền bù giải phóng mặt bằng, mà còn giảm thiểu tình trạng khiếu kiện kéo dài do giá bồi thường không thỏa đáng. Điều này giúp tăng nguồn cung, khi các dự án bị vướng mắc pháp lý khâu đền bù giải phóng mặt bằng được giải quyết cũng như rút ngắn thời gian thực hiện đối với các dự án mới.</li> <li>➤ Khu vực phía Nam đang đẩy nhanh quá trình phê duyệt dự án. Một số dự án tiêu biểu gồm: 1/ Đẩy nhanh phê duyệt 1/500 Khu đô thị lấn biển Cần Giờ (2.870 ha); 2/ Dự án DXH Riverside đã nhận được giấy phép xây dựng.</li> <li>➤ Các tỉnh thành kỳ vọng có quy định cụ thể về rà soát, công bố công khai, lập danh mục các thửa đất nhỏ hẹp, nằm xen kẹt do nhà nước quản lý và việc giao, cho thuê đất đối với các thửa đất này.</li> </ul> |
| <b>Các yếu tố hỗ trợ người mua nhà</b>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Chính thức không quy định về thời hạn sở hữu nhà chung cư (giúp người sở hữu chung cư yên tâm), đồng thời đưa ra quy định/quy chế ưu đãi về cải tạo chung cư;</li> <li>➤ Quy định chi tiết liên quan đến việc kinh doanh nhà ở hình thành trong tương lai, trong đó có quy định chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, nhằm bảo vệ lợi ích của người mua nhà</li> <li>➤ Các nghị định hỗ trợ phát triển Nhà ở xã hội, bao gồm: 1/ Nghị định 100/2024/NĐ-CP quy định về phát triển, quản lý nhà ở xã hội, 2/ Nghị định 115/2024 quy định một số điều, biện pháp thi hành Luật Đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư thực hiện dự án đầu tư có sử dụng đất, kỳ vọng tháo gỡ được vướng mắc, ách tắc nhiều năm qua về thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư các dự án nói chung và nhà ở xã hội nói riêng</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

*Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.*

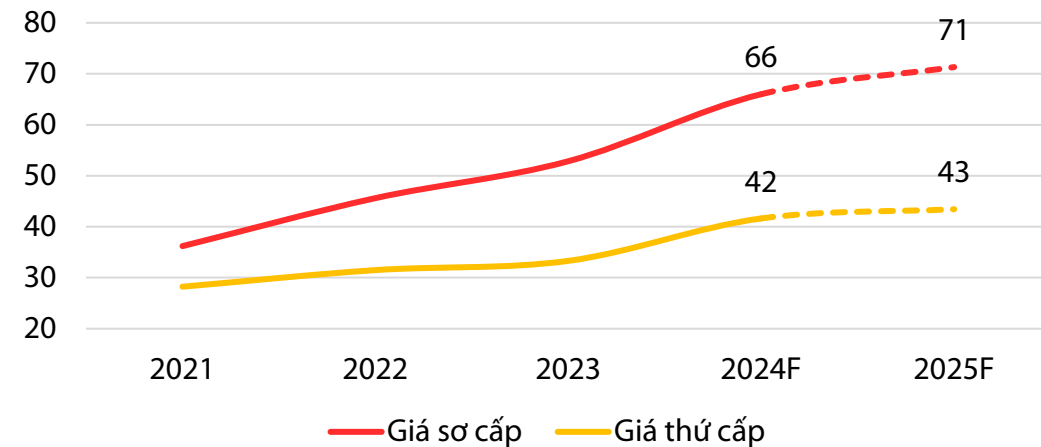
**Hình 11: Nguồn cung và số căn bán được tại thị trường Hà Nội**



**Hình 12: Nguồn cung và số căn bán được tại thị trường TP.HCM**

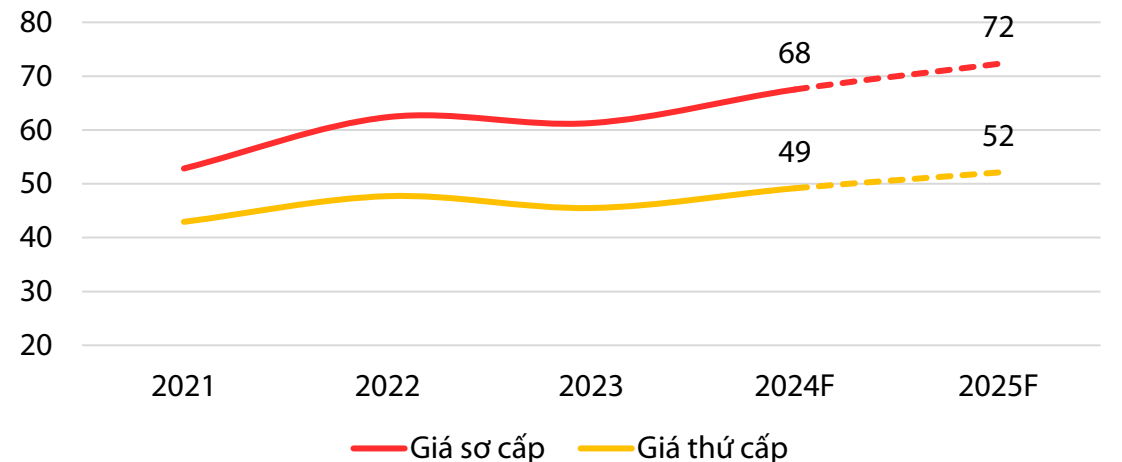


**Hình 13: Ước tính giá bán sơ cấp và thứ cấp tại thị trường HN**



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Hình 14: Ước tính giá bán sơ cấp và thứ cấp tại thị trường HCM**



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Trong 2025, nguồn cung được kỳ vọng phục hồi ở cả thị trường Hà Nội và TP. HCM**

- Đối với thị trường Hà Nội, nguồn cung tiếp tục đến từ các dự án của các chủ đầu tư lớn như: VHM (Vinhomes Global Gate), Capitaland (The Senique),...
- Đối với thị trường TP. HCM, nguồn cung phần lớn là sản phẩm thấp tầng và căn hộ phân khúc cao cấp từ các chủ đầu tư: KDH (Clarita & Emeria), NLG (Mizuki Park), DXH (DXH Riverside),...

**Bảng 3: Các dự án dự kiến mở bán trong 2025 tại các thị trường cấp I**

| Dự án                    | Vị trí  | Nguồn cung                    | CĐT          |
|--------------------------|---------|-------------------------------|--------------|
| Vinhomes Global Gate     | Hà Nội  | 12.000 sản phẩm               | Vinhomes     |
| The Senique              | Hà Nội  | 2.000 sản phẩm                | Capitaland   |
| The Metropolitan         | Hà Nội  | 3.500 sản phẩm                | Mitsubishi   |
| No11                     | Hà Nội  | 364 căn hộ                    | NTL          |
| Clarita & Emeria         | TP. HCM | 200 sản phẩm thấp tầng        | KDH & Keppel |
| Mizuki Park (CC5 & LK11) | TP. HCM | 800 căn hộ & 25 căn thấp tầng | NLG          |
| DXH Riverside            | TP. HCM | 3.200 căn hộ                  | DXG          |
| The Global City          | TP. HCM | 3.000 căn hộ                  | Masterise    |
| Vinhomes Cần Giờ         | TP. HCM | 3.000 sản phẩm                | Vinhomes     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Sự hồi phục sẽ lan tỏa đến các thành phố vệ tinh

- Khi thị trường bắt đầu sôi động trở lại đối với các thành phố cấp I, nhà đầu tư/người mua nhà sẽ chú ý tới các thành phố vệ tinh như: Bình Dương, Đồng Nai, Long An,... Khi đó, các doanh nghiệp có dự án sẵn sàng mở bán sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này.

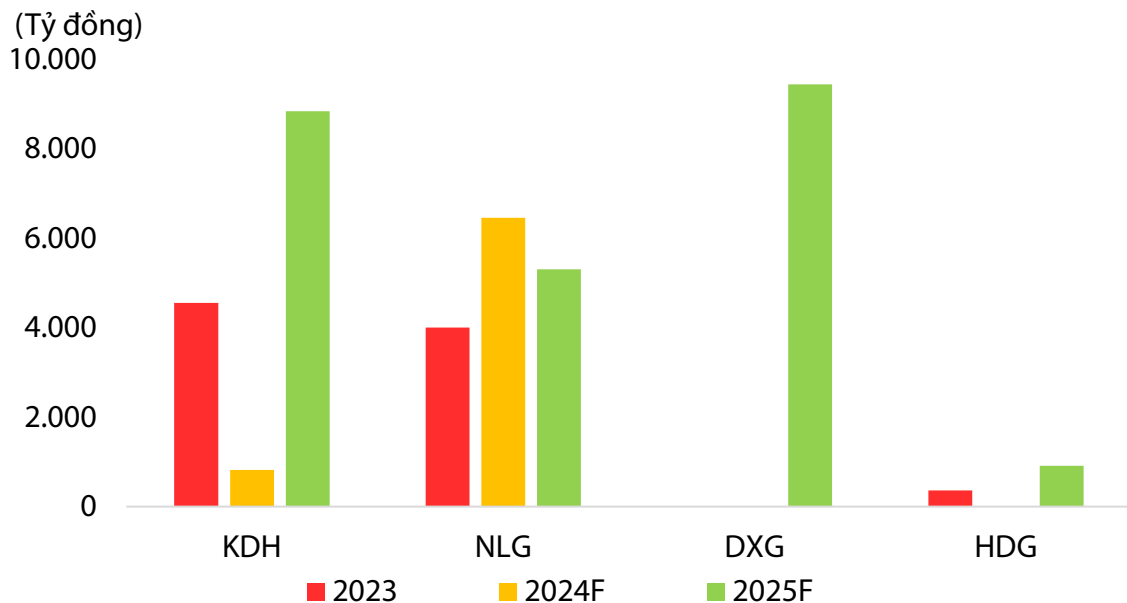
**Bảng 4: Các dự án dự kiến mở bán trong 2025 tại các thành phố vệ tinh**

| Dự án                       | Vị trí     | Nguồn cung               | CĐT |
|-----------------------------|------------|--------------------------|-----|
| <b>Nguyễn Thị Minh Khai</b> | Bình Dương | 5.970 căn hộ             | PDR |
| <b>Nam Long Cần Thơ</b>     | Cần Thơ    | Đất nền và NOXH          | NLG |
| <b>Waterpoint</b>           | Long An    | Sản phẩm thấp tầng       | NLG |
| <b>Izumi City</b>           | Đồng Nai   | Sản phẩm thấp tầng       | NLG |
| <b>Gem Sky World</b>        | Đồng Nai   | 3.900 sản phẩm thấp tầng | DXG |
| <b>The Gió Riverside</b>    | Bình Dương | 3.000 căn hộ             | AGG |
| <b>Sabinco</b>              | Bình Dương | 400 sản phẩm thấp tầng   | ITC |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

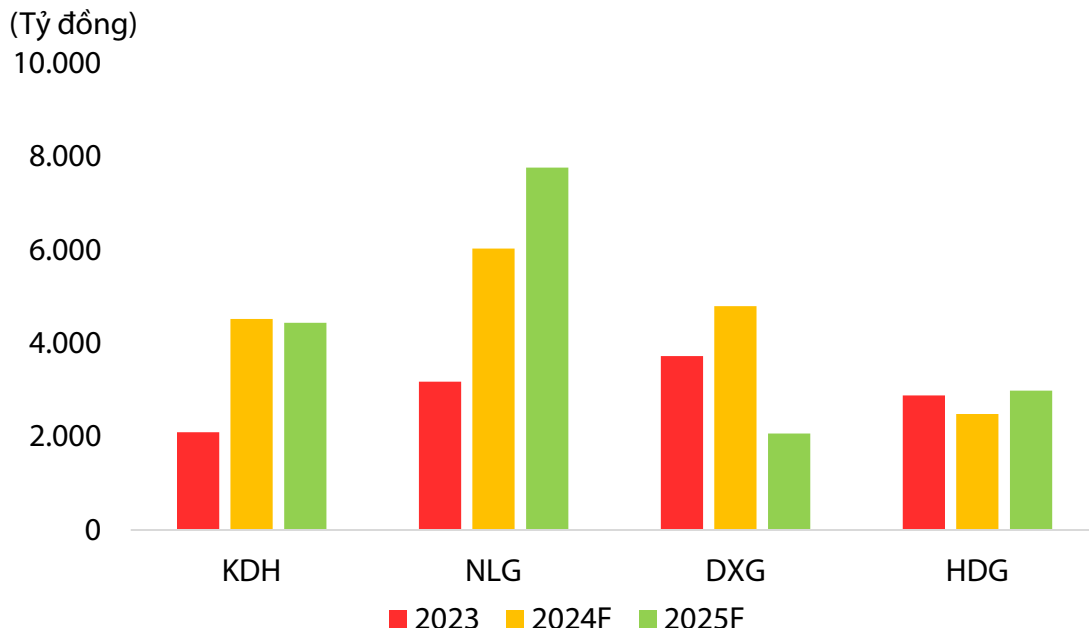
- Với triển vọng nguồn cung có sự chuyển biến tích cực trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng và doanh thu từ bàn giao BĐS của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi sẽ lần lượt tăng trưởng trong năm 2025. Trong đó, giá trị bán hàng của từng công ty ước đạt: 1/KDH (8,836 tỷ đồng, + 976%YoY), NLG (5.303 tỷ đồng, -17%), HDG (909 tỷ đồng), DXG (9.436 tỷ đồng).
- Chúng tôi lựa chọn KDH (Mua, giá mục tiêu: 41.300 đồng/cổ phiếu), khi kỳ vọng tăng trưởng tích cực về giá trị bán hàng trong năm 2025, đến từ: 1/ Cụm dự án phường Bình Trưng Đông (Clarita và Emeria) với tổng sản phẩm ~200 căn thấp tầng, 2/ Dự án Bình Hưng 11A (giai đoạn 1). Ngoài ra, một trong những công ty nổi bật có thể chú ý là DXG với kỳ vọng giá trị bán hàng kỳ vọng có sự phục hồi tích cực khi doanh nghiệp tiếp tục mở bán các sản phẩm tại Gem Sky World và tái khởi động lại dự án DXH Riverside trong năm 2025.

**Hình 15: Giá trị bán hàng ước tính của các công ty theo dõi**



Nguồn: KDH, NLG, HDG, CTCK Rồng Việt ước tính.

**Hình 16: Doanh thu của các công ty trong danh mục theo dõi**

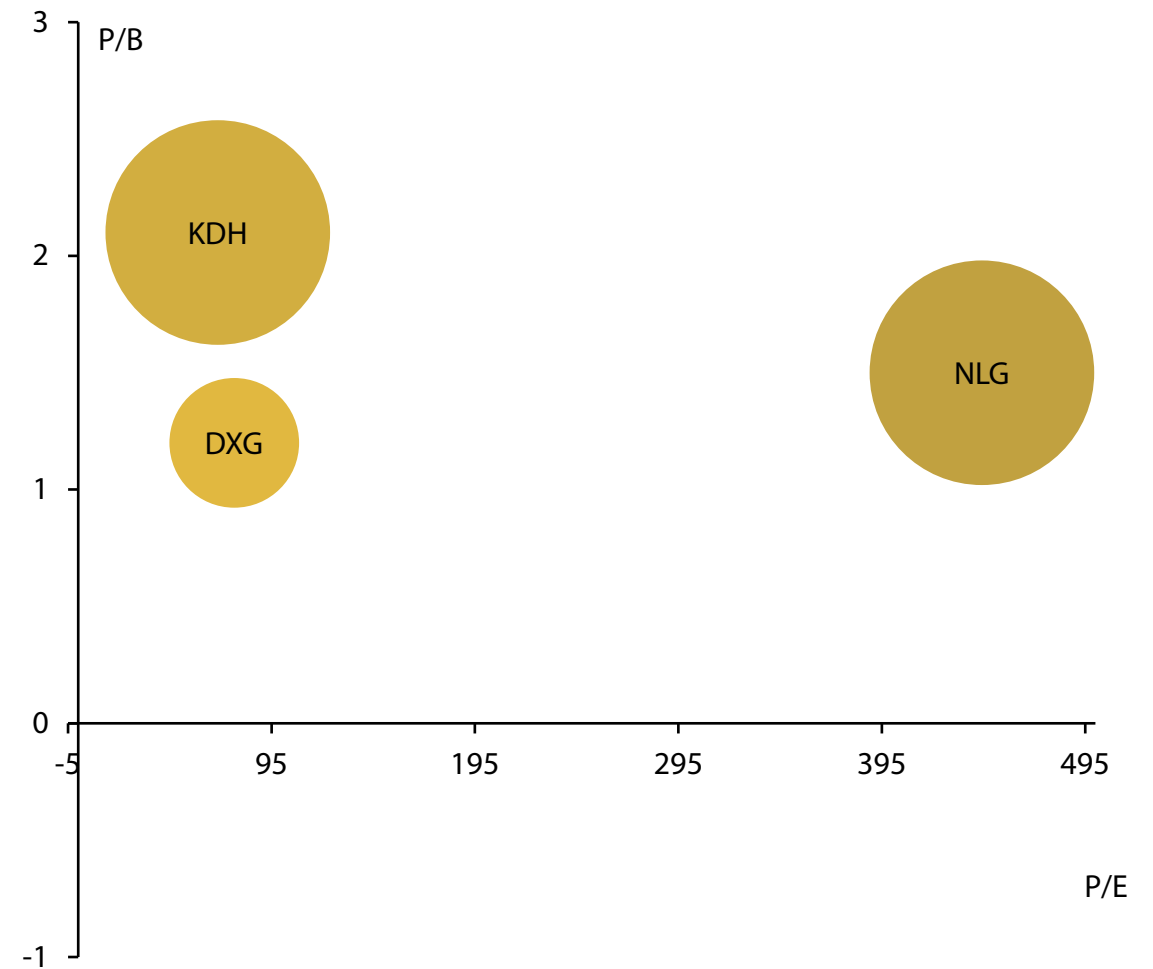
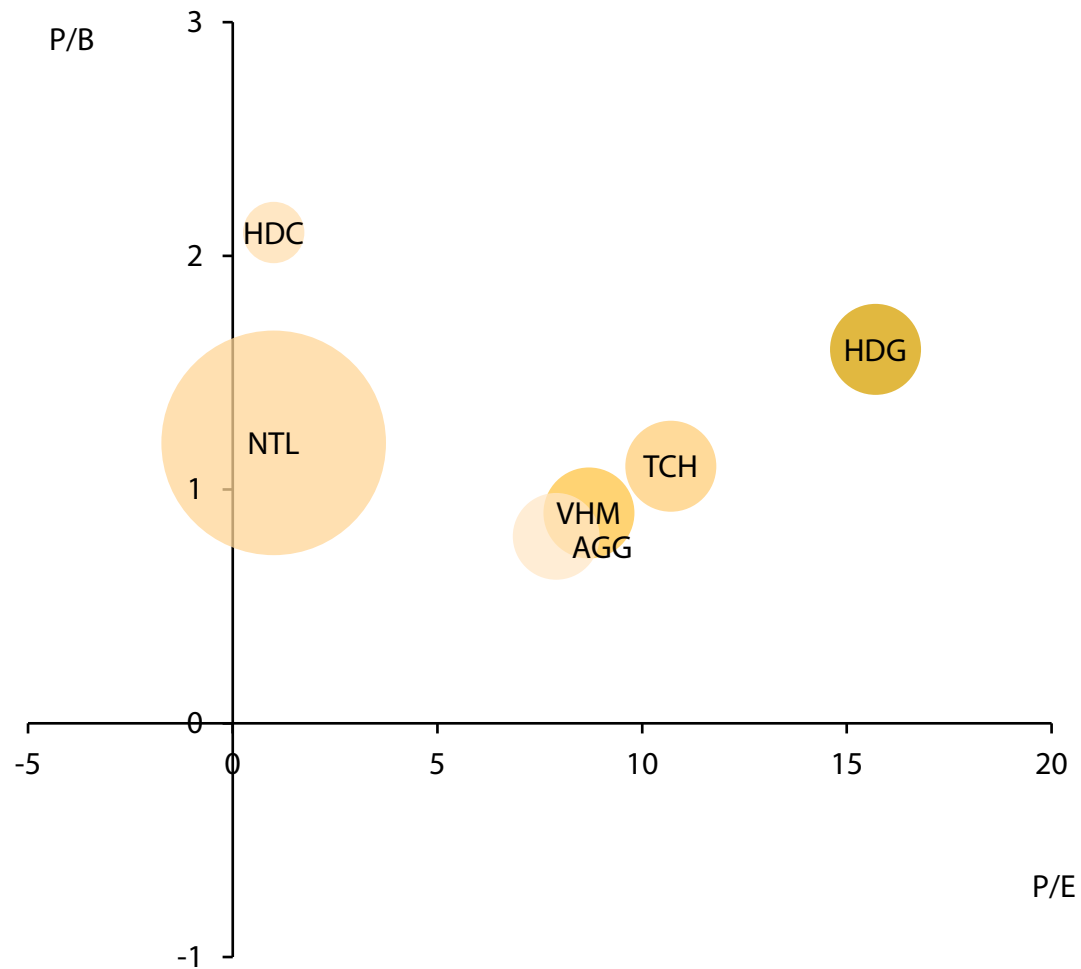


Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt ước tính.

| Cổ phiếu | VHTT (tỷ đồng) | GTKL BQ 3T (tr. đ) | P/E hiện tại (x) | P/B hiện tại (x) | ROE trượt 4Q (%) | Giá mục tiêu | Thị giá tại ngày 19/12/24 | Mức sinh lời kỳ vọng | 2023A |         | 2024E |         | 2025F |         | Tăng trưởng doanh thu |        | Tăng trưởng LNST |        |
|----------|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|---------------------------|----------------------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-----------------------|--------|------------------|--------|
|          |                |                    |                  |                  |                  |              |                           |                      | EPS   | GTSS/CP | EPS   | GTSS/CP | EPS   | GTSS/CP | 2024E                 | 2025F  | 2024E            | 2025F  |
| KDH      | 35.997         | 92.718             | 68,62            | 2,12             | 2,9%             | 41.303       | 35.600                    | 16,0%                | 764   | 15.298  | 979   | 19.668  | 819   | 21.243  | 116,0%                | -1,8%  | 47,5%            | -16,4% |
| NLG      | 14.006         | 54.081             | 444,15           | 1,53             | 3,2%             | 37.999       | 36.400                    | 4,4%                 | 1.187 | 24.386  | 446   | 22.953  | 859   | 22.947  | 69,7%                 | 41,0%  | -64,2%           | 92,0%  |
| HDG      | 10.140         | 98.281             | 15,74            | 1,64             | 11,2%            | 30.900       | 30.150                    | 2,5%                 | 1.977 | 17.593  | 2.186 | 19.036  | 2.939 | 21.524  | -13,8%                | 20,2%  | 7,1%             | 34,5%  |
| DXG (*)  | 12.865         | 59.666             | 76,69            | 1,20             | 1,3%             | 20.200       | 15.000                    | N.A                  | 259   | 14.596  | 196   | 18.090  | 235   | 15.277  | -11,7%                | -37,1% | -75%             | 44,3%  |
| NVL      | 20.379         | 80.336             | N.A              | 0,60             | -7,5%            | N.R          | 10.450                    | N.A                  | 311   | 19.510  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| PDR      | 18.380         | 175.922            | N.A              | 1,67             | 4,5%             | N.R          | 21.050                    | N.A                  | 906   | 11.643  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| DIG      | 11.923         | 172.767            | 78,41            | 1,54             | 0,4%             | N.R          | 19.550                    | N.A                  | 195   | 12.544  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| VHM      | 165.118        | 552.078            | 8,69             | 0,87             | 11,0%            | N.R          | 40.200                    | N.A                  | 7.664 | 41.177  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| TCH      | 10.090         | 87.085             | 10,72            | 1,09             | 10,7%            | N.R          | 15.100                    | N.A                  | 890   | 12.856  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| NTL      | 2.305          | 46.877             | 2,26             | 1,19             | 66,8%            | N.R          | 18.900                    | N.A                  | 2.777 | 11.987  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| HDC      | 4.646          | 71.361             | 36,31            | 2,07             | 5,4%             | N.R          | 26.050                    | N.A                  | 876   | 11.338  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |
| AGG      | 2.535          | 6.083              | 7,94             | 0,80             | 10,4%            | N.R          | 15.600                    | N.A                  | 1.122 | 17.894  | N.A   | N.A     | N.A   | N.A     | N.R                   | N.R    | N.R              | N.R    |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 02/12/2024.  
N.R: Không đánh giá; N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu  
EPS: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu  
GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu  
(\*) dữ liệu được lấy vào ngày 8/1/2025. Giá mục tiêu đã được điều chỉnh sau ngày giao dịch không hưởng quyền.





Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 2/12/2024. Không bao gồm các công ty ghi nhận lỗ dựa trên số liệu 4 quý gần nhất.

MUA: 24%

GTT: 33.000

GMT: 41.300

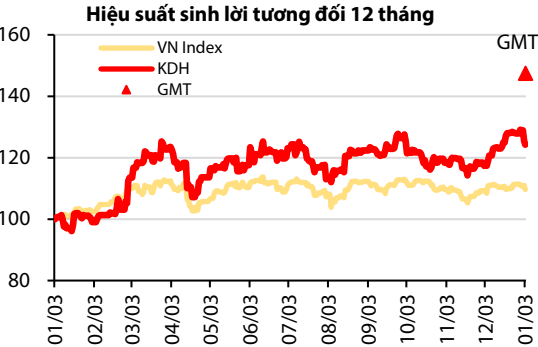
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Ngành                       | Bất động sản  |
| Vốn hóa (triệu \$)          | 27.097        |
| SLCPĐLH (triệu CP)          | 799           |
| KLBO 3 tháng (nghìn CP)     | 3.445         |
| GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)   | 121           |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 11,1          |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 25,09 – 38,95 |

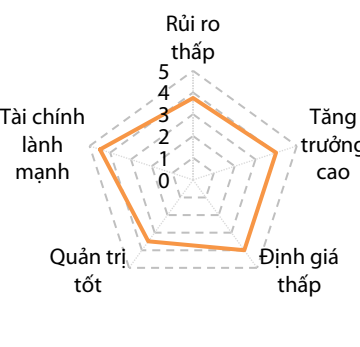
TÀI CHÍNH

|                     | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|---------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 2.093  | 4.523  | 4.440  |
| LNST (tỷ đồng)      | 717    | 1.058  | 885    |
| ROA (%)             | 3,4    | 4,0    | 5,3    |
| ROE (%)             | 6,2    | 6,8    | 8,3    |
| EPS (đồng)          | 831    | 979    | 819    |
| GTSS (đồng)         | 19.427 | 19.668 | 21.243 |
| EPS (đồng)          | 831    | 979    | 819    |
| P/E (x)             | 49,7   | 42,2   | 50,4   |
| P/B (x)             | 2,1    | 2,1    | 1,9    |

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



Tài chính lành mạnh



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh – Cụm dự án phường Bình Trưng Đông sẵn sàng mở bán và ghi nhận doanh thu trong 2025

- Tính đến T12/2024, dự án gần như đã hoàn thành ~85% tiến độ xây dựng, hiện đang hoàn thiện hạ tầng và xin giấy phép bán hàng để có thể mở bán vào Q1/2025. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể bán được 70% tổng dự án (~140 căn) trong năm 2025, với giá trị bán hàng ước đạt 6.320 tỷ đồng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính tỷ lệ bàn giao đạt ít nhất 40%, mang về 3.611 tỷ đồng doanh thu cho KDH trong năm 2025.
- Ngoài ra, doanh thu trong năm cũng được đóng góp bởi ~10% số sản phẩm còn lại từ dự án The Privia (dự kiến hoàn thành bàn giao trong quý 1/2025). Qua đó, doanh thu của KDH trong năm 2025 ước tính đạt 4.440 tỷ đồng (tương đương so với năm 2024).

Kết quả kinh doanh 2025 – giữ đà ổn định

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của KDH trong năm 2025 sẽ tiếp tục giữ đà ổn định khi công ty bàn giao cụm dự án phường Bình Trưng Đông; biên lợi nhuận gộp cải thiện ở mức 61% do phần lớn bàn giao sản phẩm thấp tầng.

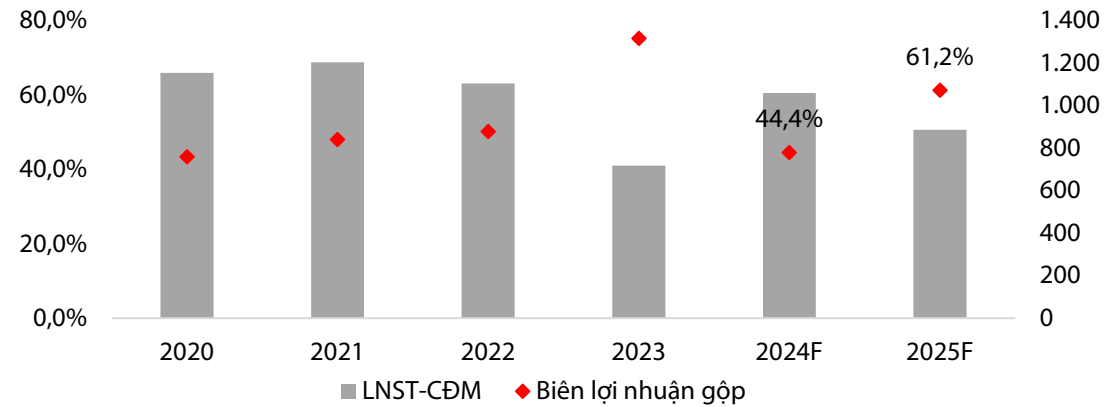
Dự án Bình Hưng 11A – Hứa hẹn mang lại dòng tiền cho năm 2026

- Chúng tôi kỳ vọng dự án Solina giai đoạn 1 (13ha) sẽ có giấy phép xây dựng và tiến hành khởi công phân khu thấp tầng vào nửa cuối năm 2025. Với ước tính 484 sản phẩm thấp tầng, tổng giá trị bán hàng của toàn dự án có thể đạt 12.584 tỷ đồng, đem lại dòng tiền tương đối lớn cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 trở về sau. Ngoài ra, giai đoạn 2 (3ha) kỳ vọng có thể hoàn tất thủ tục đền bù, xin giao đất và đóng tiền sử dụng đất vào 2026.

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.

**Hình 17: Lợi nhuận và biên lợi nhuận của KDH giai đoạn 2020 - 2025**



**Hình 19: Cụm dự án phường Bình Trưng Đông – dự kiến mở bán và ghi nhận doanh thu trong năm 2025**



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

**Hình 18: Quỹ đất của KDH dự kiến phát triển trong giai đoạn 2025-2026**



**Hình 20: Dự án Solina GĐ1 đã hoàn thành tiền sử dụng đất, dự kiến triển khai vào năm 2025**



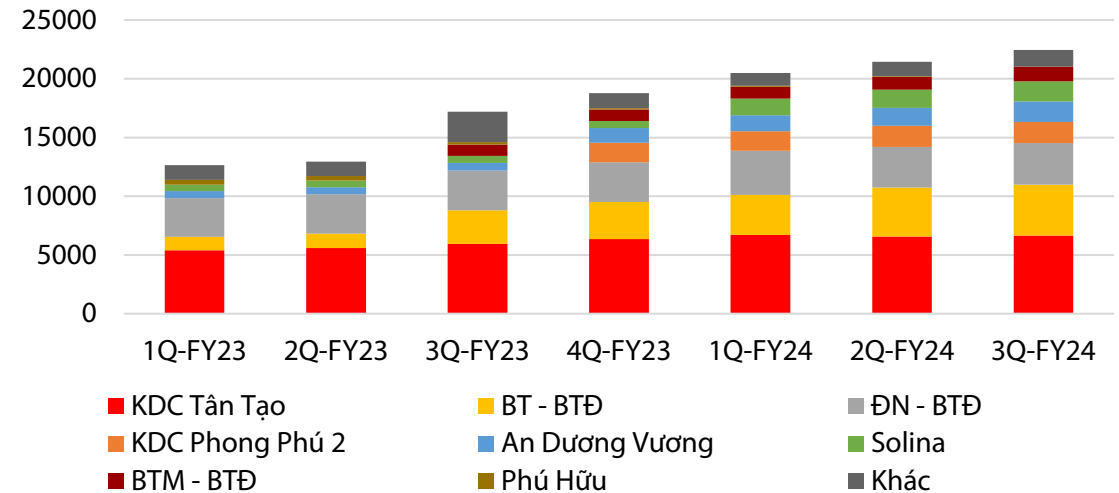
Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt



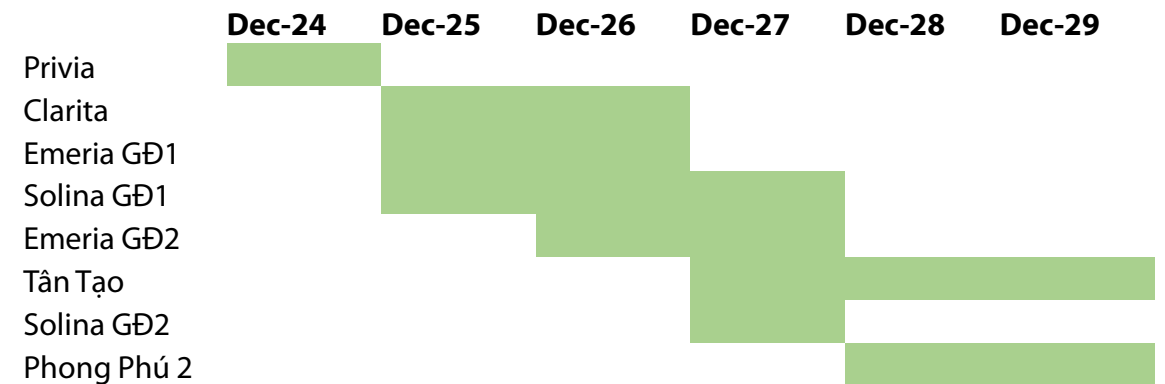
**Bảng 5: Tổng hợp định giá KDH**

| Dự án                                      | % sở hữu | Phương pháp | NPV (tỷ đồng) |
|--------------------------------------------|----------|-------------|---------------|
| Classia                                    | 100%     | DCF         | 124           |
| Privia                                     | 100%     | DCF         | 786           |
| Bình Trưng Mới - Bình Trưng Đông           | 51%      | DCF         | 1.800         |
| Đoàn Nguyên - Bình Trưng Đông              | 51%      | DCF         | 1.896         |
| Solina (GĐ1)                               | 100%     | DCF         | 4.845         |
| Solina (GĐ2)                               | 100%     | DCF         | 571           |
| Phong Phú 2                                | 100%     | DCF         | 6.673         |
| Tan Tao mega township                      | 100%     | DCF         | 17.451        |
| Le Minh Xuan IP expansion                  | 51%      | DCF         | 3.694         |
| Bình Trưng - Bình Trưng Đông               | 100%     | DCF         | 8.658         |
| Khác                                       | 100%     | BV          | 1.416         |
| <b>Tổng</b>                                |          |             | <b>47.914</b> |
| (+) Tiền và tương đương tiền               |          |             | 3.295         |
| (+) Đầu tư tài chính                       |          |             | 0             |
| (+) Khác                                   |          |             | (2.070)       |
| (-) Nợ                                     |          |             | (7.808)       |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>                |          |             | <b>41.331</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP) |          |             | 1.001         |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>              |          |             | <b>41.300</b> |

**Hình 21: Giá trị hàng tồn kho của KDH trong giai đoạn 2020 – 2023 (tỷ đồng) – cụm dự án Bình Trưng (Foresta) được mở rộng**



**Hình 22: Ước tính kế hoạch bán hàng của KDH giai đoạn 23-29**



Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

**Ghi chú:** BT-BTĐ (Bình Trưng – Bình Trưng Đông); ĐN – BTĐ (Đoàn Nguyên – Bình Trưng Đông); BTM – BTĐ (Bình Trưng Mới – Bình Trưng Đông)

TÍCH LŨY: 4.3%

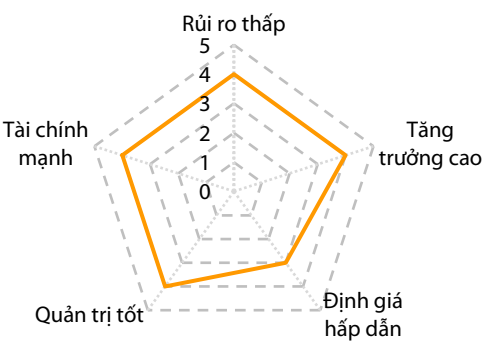
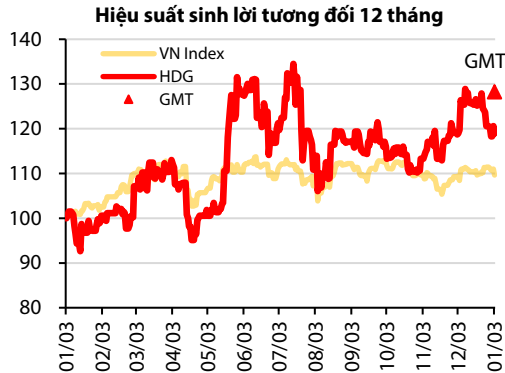
GTT: 38.000

GMT: 39.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



|                             |              |
|-----------------------------|--------------|
| Ngành                       | Bất động sản |
| Vốn hóa (triệu \$)          | 15.314       |
| SLCPĐLH (triệu CP)          | 385          |
| KLBO 3 tháng (nghìn CP)     | 3.875        |
| GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)    | 161          |
| SHNĐTNN còn lại (%)         | 2,0          |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 28,6 – 46,15 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 3.181  | 5.398  | 7.614  |
| LNST (tỷ đồng)         | 484    | 173    | 332    |
| ROA (%)                | 1,7    | 0,6    | 1,1    |
| ROE (%)                | 5,2    | 1,9    | 3,8    |
| EPS (đồng)             | 1.263  | 446    | 859    |
| GTSS (đồng)            | 24.423 | 22.953 | 22.947 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 500    | 500    | 500    |
| P/E (x)                | 30,9   | 87,5   | 45,5   |
| P/B (x)                | 1,6    | 1,7    | 1,7    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá trị bán hàng năm 2025 có sự chậm lại

- Giá trị bán hàng năm 2025 có sự chậm lại, ước đạt 5.303 tỷ đồng (-5%YoY) do: 1/ Các sản phẩm còn lại của dự án Waterpoint Long An phần lớn thuộc phân khúc thấp tầng có giá trị cao cần thời gian để hấp thụ, 2/ Tiến độ pháp lý của dự án Mizuki CC5 và Izumi chậm hơn dự kiến, với thời gian mở bán kỳ vọng rơi vào nửa cuối 2025, 3/ Các dự án dự kiến mở bán tập trung tại các thành phố cấp II (Long An, Cần Thơ, Đồng Nai,...).
- Chúng tôi ước tính giá trị bán hàng cho năm 2025 đến từ: 1/ 120 căn biệt thự thuộc phân khu Park Village và The Pearl, khu đô thị Waterpoint Long An, 2/ 510 sản phẩm đất nền và 845 căn nhà ở xã hội thuộc dự án Nam Long Cần Thơ, 3/ 155 căn hộ tại phân khu CC5 và LK11 – khu đô thị Mizuki Park.
- Cho năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-CĐM của NLG lần lượt đạt 5.398 tỷ đồng (+70YoY) và 173 tỷ đồng (-64%YoY) chủ yếu đến từ bàn giao: 1/ dự án Akari 2 (3.448 tỷ đồng), 2/ dự án Nam Long Cần Thơ (1.284 tỷ đồng).
- Kết quả kinh doanh 2025 kỳ vọng cải thiện hơn về mặt lợi nhuận, với doanh thu và LNST-CĐM lần lượt ước đạt 7.614 tỷ đồng (+41%YoY) và 322 tỷ đồng (+92%YoY), phần nhiều đóng góp từ bàn giao các dự án đã mở bán trong giai đoạn 2023-2024, bao gồm: Akari 2 (2.298 tỷ đồng), Nam Long Cần Thơ (2.010 tỷ đồng) và tích cực hơn từ Waterpoint Long An (3.168 tỷ đồng).

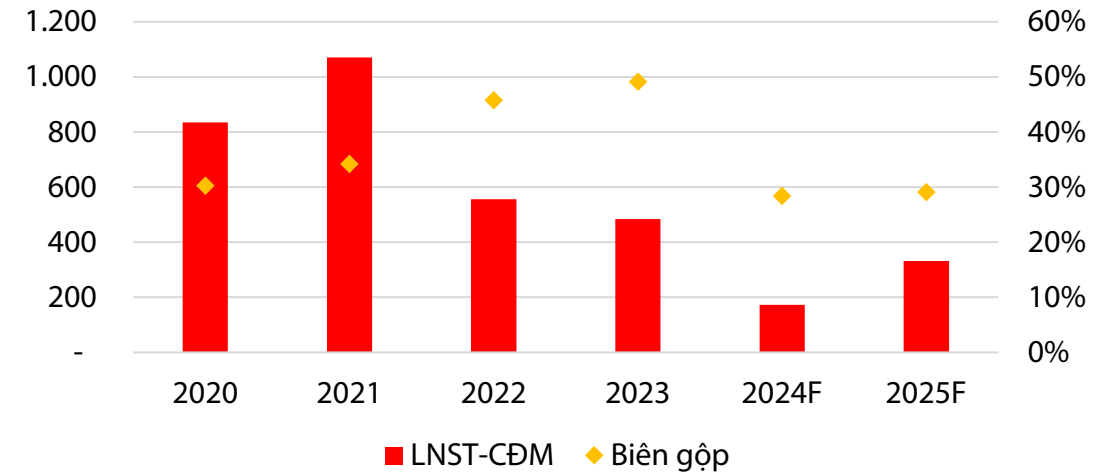
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án.
- Tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến (đặc biệt tại các sản phẩm biệt thự có giá trị cao) ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp.

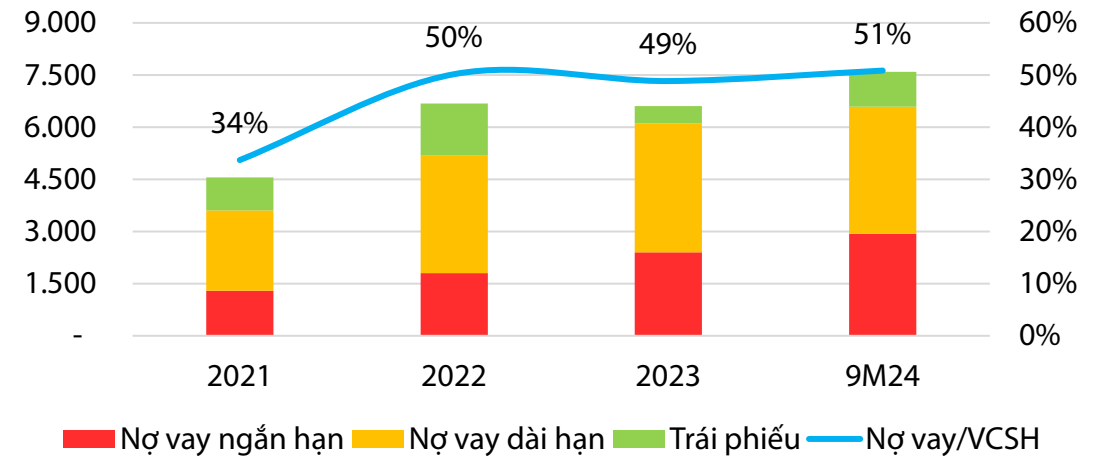
**Hình 23: Các dự án bàn giao trong năm 2024 và 2025F**



**Hình 24: LNST-CĐM và biên LN của NLG giai đoạn 2020-2025F**

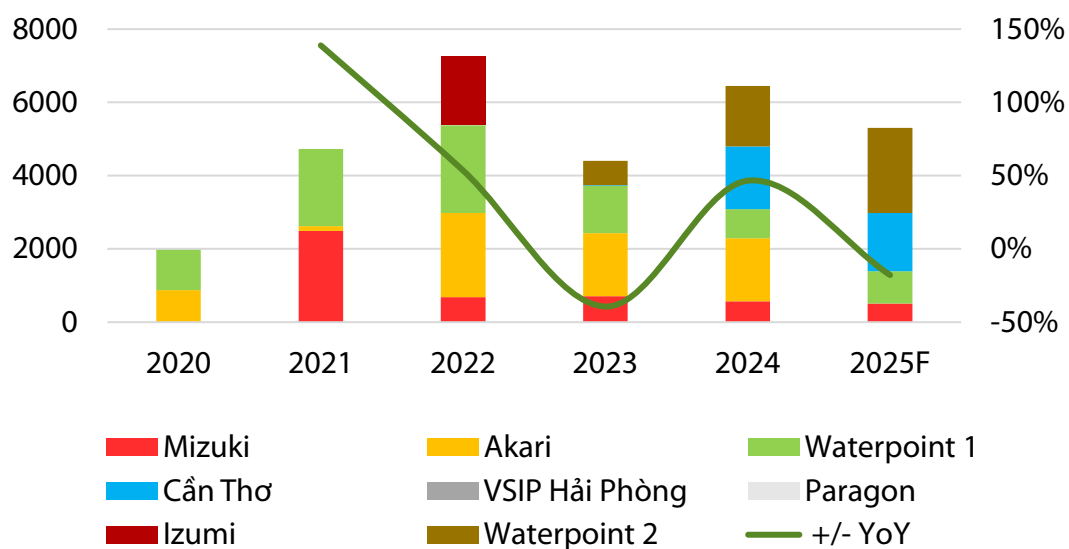


**Hình 25: Cơ cấu nợ và tỷ lệ nợ vay/VCSH của NLG từ 2021-9T24**



Nguồn: VSA, HPG, CTCK Rông Việt

**Hình 26: Giá trị bán hàng của NLG giai đoạn 2020-2025F**



- Giá trị bán hàng năm 2024 của NLG ước đạt 6.452 tỷ đồng (+48% YoY, 60% so với kế hoạch đề ra tại ĐHCĐ 2024), với sự đóng góp chính bởi các dự án: Akari 2, Nam Long Cần Thơ và Waterpoint Long An.
- Cho năm 2025, chúng tôi cho rằng doanh số bán hàng sẽ đạt 5.303 tỷ đồng (-21%YoY) tiếp tục được đóng góp chính từ dự án Nam Long Cần Thơ và Waterpoint (Long An). Tuy nhiên, có sự chững lại do: 1/ Các sản phẩm được mở bán tại Waterpoint trong năm 2025 chủ yếu là các sản phẩm thấp tầng có giá trị cao đến từ các dự án: Park Village, The Pearl,... Do đó, cần nhiều thời gian hơn để hấp thụ; 2/ Quá trình hoàn thiện pháp lý của các dự án Izumi và Mizuki Park (phân khu CC5 và LK11) đang chậm hơn so với kế hoạch, đẩy lùi thời gian mở bán ước tính vào khoảng nửa sau 2025.

**Bảng 6: Tổng hợp định giá của NLG**

| Dự án                                      | Phương pháp | NPV (tỷ đồng) |
|--------------------------------------------|-------------|---------------|
| Mizuki                                     | DCF         | 1.122         |
| Akari                                      | DCF         | 1.537         |
| Southgate                                  | DCF         | 3.865         |
| Cần Thơ                                    | DCF         | 453           |
| VSIP Hải Phòng                             | BV          | 34            |
| Paragon Đại Phước                          | DCF         | 1.324         |
| Izumi                                      | DCF         | 6.061         |
| Waterpoint phase 2                         | MV          | 4.035         |
| Khác                                       | BV          | 1.197         |
| <b>Tổng</b>                                |             | <b>19.629</b> |
| (+) Tiền và tương đương tiền               |             | 2.200         |
| (+) Đầu tư tài chính                       |             | 935           |
| (+) Khác                                   |             | (4.072)       |
| (-) Nợ                                     |             | (3.655)       |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>                |             | <b>15.039</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP) |             | 385           |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>              |             | <b>39.100</b> |

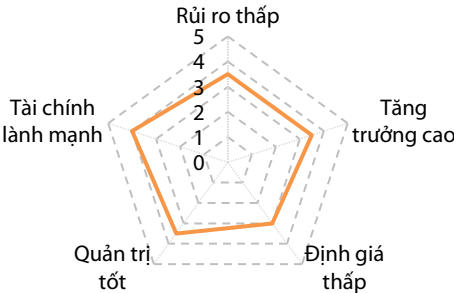
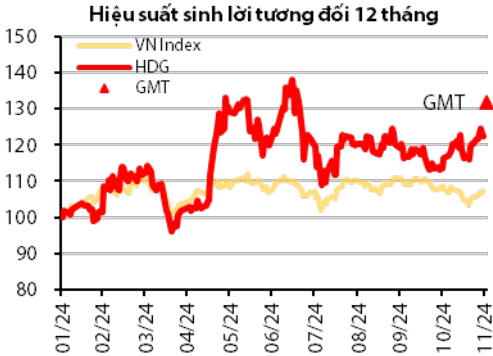
Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt



**TÍCH LŨY: 10%**

**GTT: 28.600**

**GMT: 30.900**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Ngành                         | Bất động sản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 9.619        |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 336          |
| KLBO 3 tháng (nghìn CP)       | 3.259        |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)      | 92           |
| SH NĐTNN còn lại (%)          | 32,0         |
| BQ giá 52 tuần('000 VND)      | 22,32 - 33   |

**TÀI CHÍNH**

|                        | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 2.882  | 2.485  | 2.986  |
| LNST-CĐ mẹ (tỷ đồng)   | 712    | 762    | 1.025  |
| ROA (%)                | 7,0    | 6,1    | 7,5    |
| ROE (%)                | 14,7   | 12,0   | 14,4   |
| EPS (đồng)             | 2.244  | 2.186  | 2.939  |
| GTSS (đồng)            | 19.635 | 19.036 | 21.524 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)                | 13,8   | 14,1   | 10,5   |
| P/B (x)                | 1,6    | 1,6    | 1,4    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Triển vọng kinh doanh trong năm 2025 – kết quả tích cực từ các hoạt động kinh doanh chính**

- Năng lượng: theo dự báo của ENSO, pha La Nina dự kiến sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2025, trước khi chuyển sang pha Trung tính/El Nino. Do đó, chúng tôi kì vọng rằng sản lượng các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực trong năm 2025, với sản lượng thủy điện dự kiến đạt 1,28 tỷ Kwh (+10%YoY); qua đó tổng sản lượng các nhà máy điện của HDG có thể đạt 1,56 tỷ Kwh (+8%YoY).
- BĐS dân dụng: Với triển vọng hồi phục của thị trường BĐS tại các thành phố cấp I, chúng tôi cho rằng giai đoạn 03 của dự án Charm Villa (~110 căn thấp tầng) có thể mở bán trong năm 2025 với mức hấp thụ tương đối tốt (~40% tổng số sản phẩm và giá trị bán hàng dự kiến 900 tỷ đồng). Doanh thu và lợi nhuận gộp từ BĐS dự kiến lần lượt đạt 545 tỷ đồng (+200%YoY, khi công ty có thể bàn giao sản phẩm ngay trong 2025) và 381 tỷ đồng (+200%YoY).
- Tổng hợp lại, doanh thu và lợi nhuận gộp trong năm 2025 của HDG dự kiến lần lượt đạt 2.986 tỷ đồng (+20%YoY) và 2.072 tỷ đồng (+20%YoY). Cùng với việc công ty cơ cấu các khoản vay giúp chi phí lãi vay giảm nhẹ và đạt 450 tỷ đồng (-5%YoY), LNST – công ty mẹ của doanh nghiệp có thể đạt 1.045 tỷ đồng (+34%YoY).

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

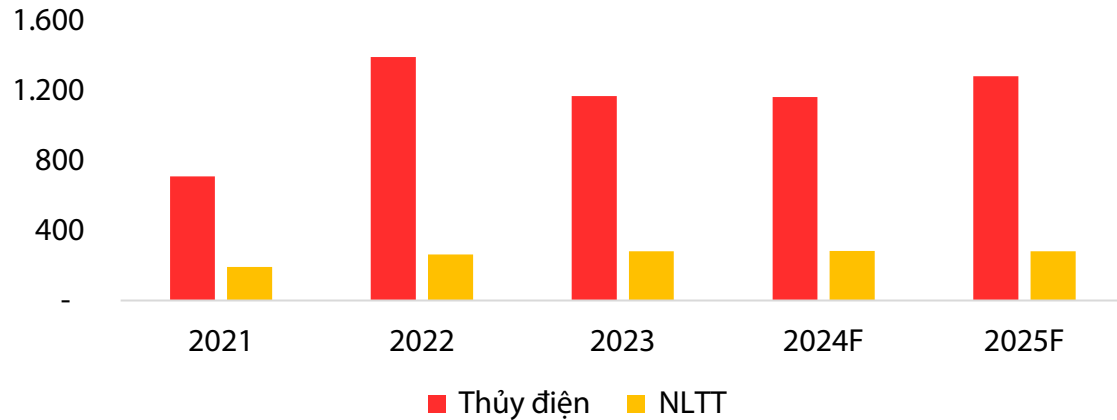
- Với việc thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua quyền sử dụng đất với đất khác được thông qua trong năm 2024, chúng tôi tin rằng dự án Green Lane (quận 8, TP.HCM) sẽ nằm trong danh sách được thực hiện thí điểm (với việc dự án vẫn đang nằm trong QĐ 4151/QĐ-UBND/2021 về kế hoạch phát triển nhà ở TP. HCM giai đoạn 2021-2025), qua đó dự án có thể cấp giấy phép xây dựng và tiến hành đầu tư trong giai đoạn 2026 trở về sau. Với các dự án Năng lượng tái tạo, chúng tôi cho rằng cần theo dõi thêm cơ chế đấu thầu và đàm phán giá điện (Nghị định 115/2024/NĐ-CP) trước khi đưa vào mô hình định giá.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

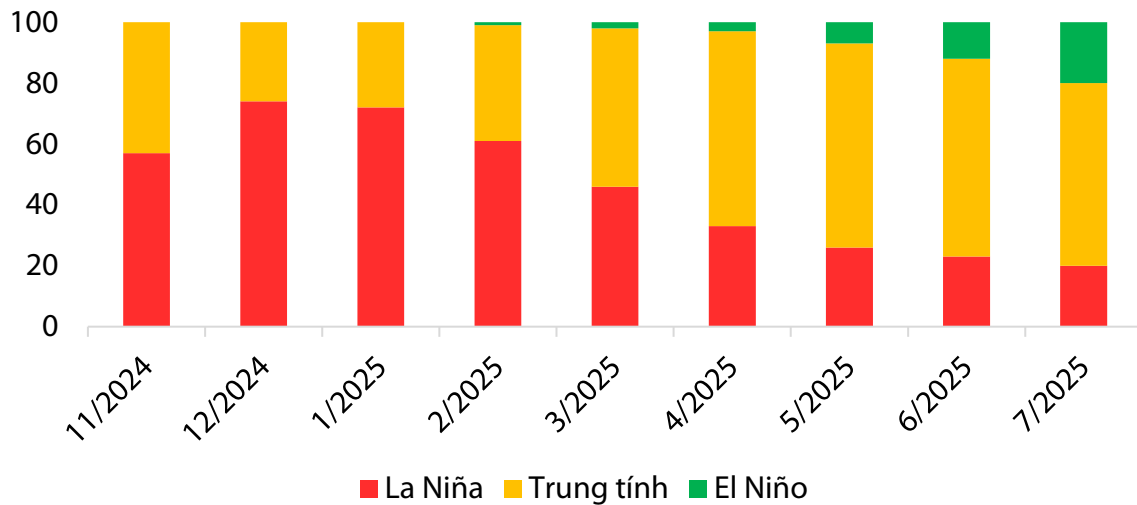
- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án có thể có tác động tiêu cực đến dòng tiền trong tương lai của công ty.
- Pha El Nino tới sớm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến sản lượng điện của doanh nghiệp



Hình 27 : Sản lượng điện khai thác của HDG giai đoạn 2021-2025



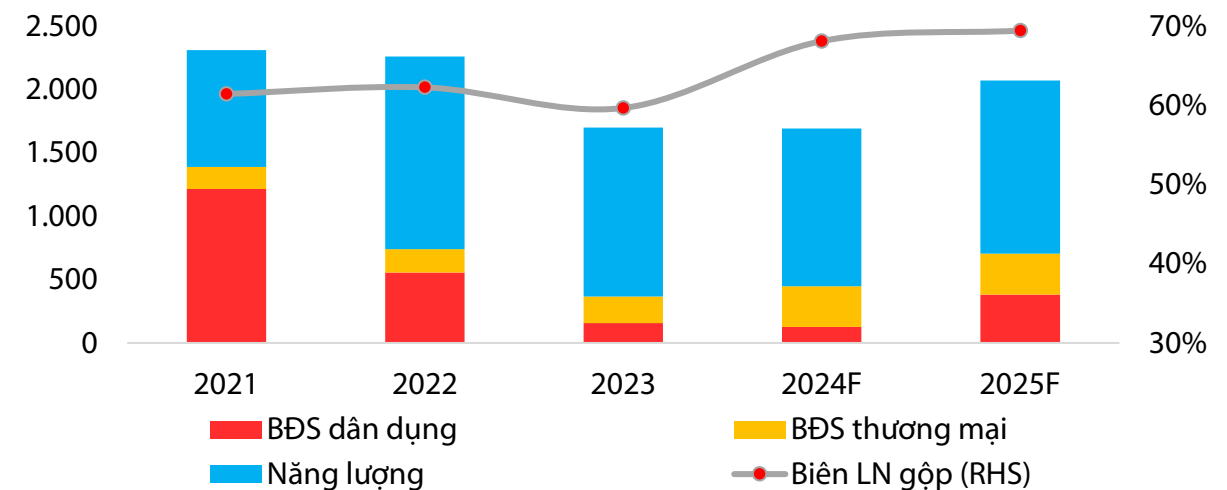
Hình 28: Dự phóng của ENSO (%) – Pha La Nina dự kiến kéo dài đến 1H2025



Bảng 7: Tiến độ các dự án BĐS của công ty.

| Dự án        | Diện tích (ha) | Sản phẩm                        | Vị trí             | Hiện trạng                                                                           |
|--------------|----------------|---------------------------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| Charm Villas | 30             | Biệt thự/nhà liên kế/ Shophouse | Hoài Đức, HN       | Hoàn thành việc xây dựng cho cả dự án. Giai đoạn 3 dự kiến mở bán trong đầu năm 2025 |
| Green Lane   | 2,3            | Chung cư                        | Quận 8, TP.HCM     | Đang làm thủ tục lấy giấy phép XD, kỳ vọng có thể mở bán trong 2026                  |
| Minh Long    | 2,7            | Nhà liên kế/Chung cư            | TP Thủ Đức, TP.HCM | Đang làm thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất sang đất ở                              |

Hình 29: Lợi nhuận gộp của HDG giai đoạn 2021-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: ENSO, HDG, CTCK Rồng Việt.

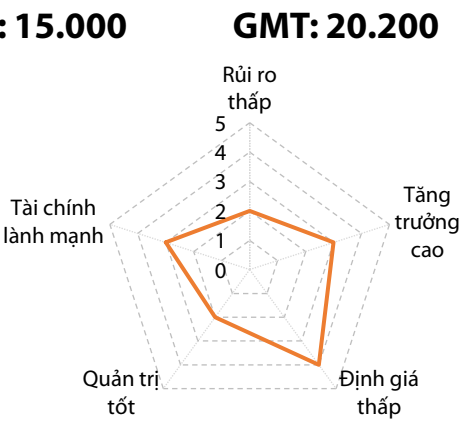
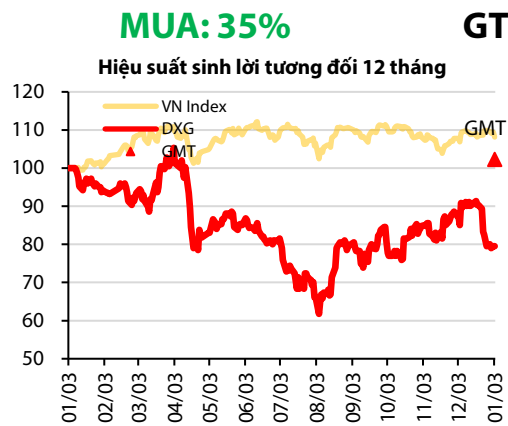
**Bảng 8: Kết quả định giá cổ phiếu HDG**

| Dự án                                    | Phương pháp | NPV (tỷ đồng) |
|------------------------------------------|-------------|---------------|
| Charm Villa                              | DCF         | 1.045         |
| Green Lane                               | DCF         | 1.391         |
| Dự án BĐS khác                           | BV          | 982           |
| Các tòa nhà cho thuê (IBIS, Airport....) | DCF         | 2.073         |
| Các nhà máy điện hiện hữu                | DCF         | 5.017         |
| <b>Tổng</b>                              |             | <b>10.509</b> |
| (+) Tiền & Tương đương tiền              |             | 130           |
| (+) Đầu tư tài chính                     |             | 713           |
| (+) Khác                                 |             | 0             |
| (-) Nợ                                   |             | - 964         |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>              |             | <b>10.388</b> |
| Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)     |             | 306           |
| <b>Giá mục tiêu</b>                      |             | <b>30.900</b> |

Nguồn: HDG, GGmap, CTCK Rồng Việt

**Hình 30: Vị trí và hiện trạng dự án Green Lane (quận 8, Tp.HCM)**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| Ngành                       | Bất động sản    |
| Vốn hóa (triệu \$)          | 466             |
| SLCPĐLH (triệu CP)          | 870             |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP)     | 15.580          |
| GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)   | 255             |
| SH NHĐTNN còn lại (%)       | 26,7%           |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 12.200 – 20.800 |

TÀI CHÍNH

|                        | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 3.725  | 3.288  | 2.068  |
| LNST (tỷ đồng)         | 565    | 142    | 205    |
| ROA (%)                | 0,6    | 0,7    | 1,5    |
| ROE (%)                | 1,8    | 2,0    | 2,4    |
| EPS (đồng)             | 259    | 196    | 235    |
| GTSS (đồng)            | 14.596 | 18.090 | 15.277 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)                | 92,56  | 113,03 | 77,76  |
| P/B (x)                | 2,01   | 1,22   | 1,20   |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh số bán hàng trong 2025 – 2026 sẽ đến từ dự án Gem Sky World (GSW) và Datxanhhomes Riverside (DXHR).

- Trong 2025, doanh số bán hàng ước tính đạt 9.947 tỷ đồng khi DXG: 1/ mở bán 1.700 căn còn lại của dự án Gem Sky World (Đồng Nai), 2/ tái khởi động dự án Datxanhhomes Riverside và dự kiến mở bán trong năm 2025.
- Đối với dự án Gem Sky World (Đồng Nai), hiện DXG đang tiếp tục bàn giao 30% còn lại trên tổng số 2.300 căn thấp tầng đã được bán ra. Với 1.700 sản phẩm chưa mở bán, chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ mở bán trong nửa cuối năm 2025 khi thị trường có sự hồi phục rõ ràng hơn, với giá trị bán hàng ước đạt 1.530 tỷ đồng (khi giá bán ước tính đạt 25 triệu đồng/m<sup>2</sup> )
- Dự án Datxanhhomes Riverside được giấy phép xây dựng vào T10/2024 và dự kiến tái khởi động vào 1H2025, tổng sản phẩm dự kiến 3.175 căn hộ trên tổng số 12 tòa. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ được mở bán trong năm 2025 và giá trị bán hàng ước tính đạt 7.907 tỷ đồng (với giả định giá bán trung bình đạt 85 triệu đồng/m<sup>2</sup>).

Kết quả kinh doanh 2025 của DXG kỳ vọng khả quan

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-CĐM của DXG trong năm 2025 đạt 2.068 tỷ đồng (-57% YoY) và 205 tỷ đồng (+43% YoY), chủ yếu đến từ bàn giao các sản phẩm tại dự án Gem Sky World (~700 sản phẩm) và doanh thu từ hoạt động môi giới (ước tính doanh thu đạt 460 tỷ đồng, +10%YoY)

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thiếu dòng tiền để tài trợ vốn cho dự án DXHR.
- Tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng.

| Dự án          | Vị trí                  | Diện tích (ha) | Sản phẩm chính         | Tình hình thực hiện                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------|-------------------------|----------------|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Opal Skyline   | Tp.Thuận An, Bình Dương | 1              | Khu chung cư           | <ul style="list-style-type: none"><li>Đã hoàn tất bàn giao ~95% căn hộ.</li></ul>                                                                                                                                                                       |
| Gem Sky World  | Long Thành, Đồng Nai    | 92             | Nhà liền kề, shophouse | <ul style="list-style-type: none"><li>Hiện đã bàn giao được 1.600 sổ trên tổng 2.300 sản phẩm đã bán.</li><li>Sản phẩm bàn giao: còn ~700 sản phẩm dự kiến bắt đầu bán giao từ quý 4/24.</li><li>Còn ~1.700 sản phẩm dự kiến mở bán vào 2025.</li></ul> |
| DXH Riverside  | TP.Thủ Đức, TP.HCM      | 6,7            | Khu chung cư           | <ul style="list-style-type: none"><li>Đã có giấy phép xây dựng.</li><li>Đã khởi công xây dựng vào đầu tháng 10, dự kiến hoàn thành móng và tầng hầm để mở bán vào Q1/2025.</li><li>Mở bán theo giá thị trường (dự kiến &gt;100 triệu/m²).</li></ul>     |
| DXH Parkview   | Thuận An, Bình Dương    | 5              | Khu chung cư           | <ul style="list-style-type: none"><li>Số sản phẩm: 6.900.</li><li>Đang trong quá trình hoàn thành thủ tục pháp lý.</li></ul>                                                                                                                            |
| Opal City View | Thủ Dầu Một, Bình Dương | 0.97           | Khu chung cư           | <ul style="list-style-type: none"><li>Số sản phẩm: 1.583.</li><li>Đang trong quá trình hoàn thành thủ tục pháp lý.</li></ul>                                                                                                                            |
| Opal Luxury    | Bình Dương              | 0.86           | Khu chung cư           | <ul style="list-style-type: none"><li>Số sản phẩm: 3.400.</li><li>Đang trong quá trình hoàn thành thủ tục pháp lý.</li></ul>                                                                                                                            |
| DXH Park City  | Thuận An, Bình Dương    | 10.5           | Khu chung cư           | <ul style="list-style-type: none"><li>Số sản phẩm: 6.900.</li><li>Đang trong quá trình hoàn thành thủ tục pháp lý.</li></ul>                                                                                                                            |

## Kiến tạo tương lai thịnh vượng



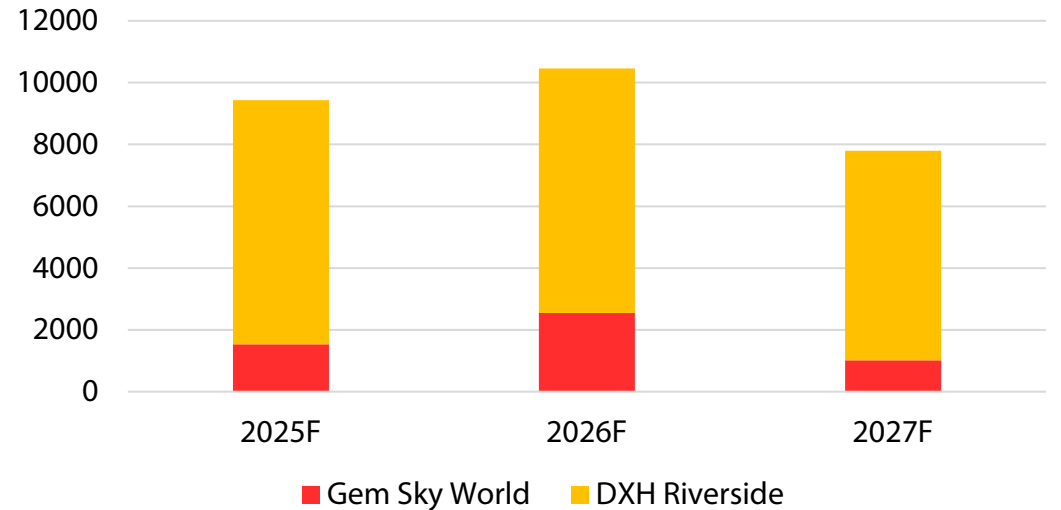
**Hình 31: Dự án Gem Sky World (Đồng Nai)**



**Hình 33: Dự án Datxanhhomes Riverside**



**Hình 32: Ước tính giá trị bán hàng của DXG giai đoạn 2025F – 2027F**



**Bảng 10: Định giá DXG điều chỉnh sau đợt phát hành**

|                                            |               |
|--------------------------------------------|---------------|
| <b>RNAV</b>                                | <b>23.073</b> |
| (+) Tiền và tương đương tiền               | 2.964         |
| (-) Nợ                                     | (5.421)       |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>                | <b>20.659</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP) | 870           |
| <b>Giá/cổ phiếu</b>                        | <b>23.746</b> |
| <b>Tỷ lệ chiết khấu</b>                    | <b>15%</b>    |
| <b>Giá mục tiêu</b>                        | <b>20.184</b> |
| Giá hiện tại                               | 15.000        |
| <b>Upside</b>                              | <b>35%</b>    |

Nguồn: DXG, CTCK Rồng Việt.





## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)



Kiến tạo tương lai thịnh vượng