

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Lùi một bước để tiến ba bước

Chuyên viên phân tích:

Phan Thị Thanh Huyền

Chuyên viên chính phân tích
Ngành và Cổ phiếu

huyenptt@vpbanks.com.vn

- **Hoạt động cho vay bất động sản được kiểm soát chặt chẽ hơn nhằm hạn chế đà tăng giá nhà.** Hiện tại, một bằng lãi suất thả nổi đã tăng lên mức 12%-13.5%/năm, tiệm cận vùng đỉnh ghi nhận vào cuối năm 2022. Mức độ phụ thuộc của thị trường bất động sản vào tín dụng ngân hàng đang ở mức đáng kể, với tổng dư nợ tín dụng bất động sản đạt chiếm 25.5% tổng dư nợ toàn nền kinh tế vào cuối năm 2025. Do đó, việc thắt chặt điều kiện cho vay mua nhà sẽ tác động trực tiếp đến thanh khoản thị trường, đặc biệt ở thị trường thứ cấp, qua đó được kỳ vọng sẽ góp phần giúp hạ nhiệt đà tăng giá nhà. Mặt khác, nguồn cung sơ cấp đang tiếp tục được thúc đẩy, các chủ đầu tư sơ cấp tiếp tục kết hợp với ngân hàng thương mại để đưa ra chính sách thanh toán kèm các gói vay lãi suất ưu đãi, cho thấy **môi trường chính sách đối với ngành bất động sản vẫn là hỗ trợ nhưng sẽ bao gồm những điều chỉnh có chủ đích.**
- **Điều chỉnh hành lang pháp lý nhằm giảm áp lực chi phí đầu vào cho chủ đầu tư.** Trong năm 2025, cơ quan quản lý đã liên tục điều chỉnh và bổ sung các quy định theo hướng phù hợp hơn với điều kiện thị trường, tập trung vào ba trọng tâm: (1) giảm nghĩa vụ tài chính liên quan đến tiền sử dụng đất, (2) rút gọn và chuẩn hóa quy trình phê duyệt dự án, và (3) cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở xã hội cho người dân. Song song đó, Bộ Xây dựng tiếp tục đề xuất sửa đổi Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản, dự kiến trình Chính phủ vào tháng 6/2026 và đưa ra thảo luận tại Quốc hội vào kỳ họp tháng 10, qua đó kỳ vọng tạo nền tảng pháp lý đồng bộ hơn cho sự phát triển bền vững của thị trường trong trung hạn.
- **Hạ tầng giao thông tiếp tục là động lực quan trọng cho nhu cầu nhà ở.** Nhiều dự án giao thông trọng điểm như Sân bay Long Thành giai đoạn 1, Vành đai 3 TP.HCM, Vành đai 4 Hà Nội... dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026, qua đó kích thích hoạt động của thị trường BĐS tại các khu vực lân cận. Tại Hà Nội, các khu vực phía Tây và Bắc thành phố tiếp tục thu hút người mua nhờ kết nối với trung tâm ngày càng cải thiện; trong khi ở phía Nam, khu vực TP.HCM mở rộng (Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu) cùng Đồng Nai và Long An sẽ là các khu vực tăng trưởng mạnh nhất.
- Các chủ đầu tư có tiềm lực tài chính vững mạnh, chất lượng sản phẩm cao và uy tín thương hiệu tốt sẽ tiếp tục là lựa chọn đầu tư hàng đầu. Chúng tôi đề cập ba cái tên: **KDH**, nhờ quỹ đất lớn trong nội đô TP.HCM và mô hình bán hàng sau khi xây thô xong giúp rút ngắn thời gian chờ của người mua; **NLG**, với quỹ đất khu đô thị phân khúc trung cấp tại các thị trường tăng trưởng nhanh ở phía Nam; và **VHM**, hưởng lợi từ lợi thế tích lũy quỹ đất sớm, năng lực triển khai pháp lý mạnh, các dự án chủ lực quy mô lớn và khả năng tạo dòng tiền đều đặn.

Mục lục

Nhìn lại 2025: Thị trường phục hồi nhờ môi trường pháp lý hỗ trợ và lãi suất thấp, mặc dù mức độ phân hóa theo vùng.....	3
Tóm tắt tình hình giao dịch trên thị trường trong năm 2025.....	3
Cập nhật tình hình kinh doanh và sức khỏe tài chính các DN.....	5
Triển vọng 2026-27: Lùi một bước để tiến ba bước	9
Tín dụng BĐS thắt chặt, trong khi nguồn cung tiếp tục được thúc đẩy.....	9
Động lực tăng trưởng dài hạn cho thị trường BĐS được củng cố nhờ kế hoạch giãn dân nội thành và phát triển kinh tế vùng.....	15
Giá cổ phiếu BĐS dân cư đã được chiết khấu về vùng hấp dẫn.....	18

Các cổ phiếu trong danh mục theo dõi và khuyến nghị

Giá mục tiêu và dự phóng lợi nhuận ròng của các cổ phiếu dưới đây được lấy từ các báo cáo gần nhất và sẽ được cập nhật trong các báo cáo cập nhật cổ phiếu tiếp theo.

Hình 1: Các cổ phiếu trong danh mục theo dõi và khuyến nghị của chúng tôi

Mã	Giá mục tiêu 12T (VND)	Dự phóng LN ròng 2026		Dự phóng LN ròng 2027		Động lực tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2026-27
		Tỷ VND	% svck	Tỷ VND	% svck	
VHM	129,200	36,977	-11.7%	43,113	16.6%	Năm 2026 ghi nhận phần LN còn lại từ thương vụ bán lô lớn ở Green Paradise (TP.HCM); tiếp tục bàn giao sản phẩm tại các dự án Vinhomes OCP2-3 (Hung Yên), Golden Avenue (Quảng Ninh), Royal Island (Hải Phòng). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng tốc từ năm 2027 khi VHM bắt đầu bàn giao sản phẩm tại các dự án Green City (Tây Ninh), Golden City (Hải Phòng) và Wonder City (Hà Nội). Chúng tôi kỳ vọng LN ròng giai đoạn 2026-27 sẽ được đóng góp thêm bởi các deal bán lô lớn tại các dự án như Hải Vân Bay (Đà Nẵng) và Global Gate Hạ Long GD 1.
NLG	37,000*	793	13.1%	912	15.0%	Năm 2026 tiếp tục bàn giao sản phẩm thấp tầng tại dự án Southgate (Tây Ninh), căn hộ Akari giai đoạn 2 (TP.HCM), Căn Thơ 43ha và Mizuki Park (TP.HCM). Năm 2027 dự kiến có thêm sự đóng góp từ Izumi Canaria (Đồng Nai). Bên cạnh đó, LN ròng giai đoạn 2026-27 có thể sẽ được hỗ trợ bởi kế hoạch bán cổ phần dự án Waterpoint GD 2, chúng tôi sẽ đề cập cụ thể trong BC cập nhật cổ phiếu.
KDH	40,600	1,995	89.5%	2,410	20.8%	Năm 2026 tiếp tục bàn giao sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia by The Waters ở Bình Trưng Đông (TP. Thủ Đức, TP.HCM). Phân khu cao tầng của Gladia dự kiến sẽ mở bán từ Q3/26 và bắt đầu bàn giao vào cuối năm 2027. Cụm dự án Bình Trưng nằm cạnh Gladia cũng dự kiến bắt đầu xây dựng hạ tầng vào Q4/26 và kỳ vọng đóng góp vào doanh số bán hàng năm 2027.
DXG	24,600	329	43.7%	1,320	301.2%	Động lực chính cho LN ròng trong 2026 đến từ Gem Sky World (Đồng Nai) và mảng dịch vụ của DXS - tư vấn đầu tư phát triển BĐS trọn gói, trong khi dự án the Privé (Thủ Đức, TP.HCM) sẽ bắt đầu được bàn giao và dẫn dắt lợi nhuận năm 2027.
PDR	28,300	743	44.3%	865	16.4%	Động lực chính cho LN ròng 2026-27 đến từ bàn giao dự án Quy Nhơn Iconic, chuyển nhượng cổ phần các công ty con, và ghi nhận thương vụ chuyển nhượng dự án Thuận An 1&2 (Bình Dương, dự kiến đem về 4,000 tỷ đồng doanh thu).

Nguồn: VPBankS Research

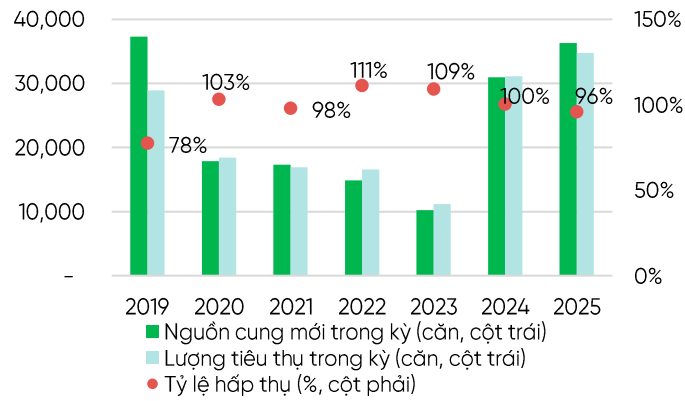
Ghi chú: *: Điều chỉnh theo SLCP lưu hành tại ngày 31/12/2025

Nhìn lại 2025: Thị trường phục hồi nhờ môi trường pháp lý hỗ trợ và lãi suất thấp, mặc dù mức độ phân hóa theo vùng

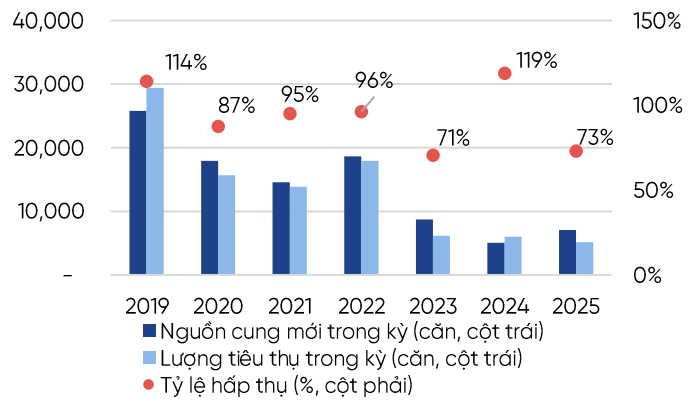
Tóm tắt tình hình giao dịch trên thị trường trong năm 2025

Về căn hộ chung cư: Thị trường Hà Nội sôi động trong khi TP.HCM (cũ) vẫn trầm lắng

Hình 2: Giao dịch căn hộ chung cư sơ cấp tại Hà Nội



Hình 3: Giao dịch căn hộ chung cư sơ cấp tại TP.HCM



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

- Hà Nội:** Theo số liệu từ CBRE, trong năm 2025, Hà Nội có gần 36,000 căn hộ chung cư được mở bán trên thị trường sơ cấp, tăng 17.2% svck, mức cao nhất kể từ 2019. Tỷ lệ hấp thụ trên thị trường sơ cấp đạt 95.8% trong năm 2025, sau ba năm liên tiếp đạt trên 100% (số căn bán được lớn hơn số căn mở bán mới). Tuy nhiên, về số lượng, số căn giao dịch vẫn tiếp tục lập mức kỷ lục mới trong 2025, với 34,760 căn bán được, tăng 12% svck.

Trong Q4, giá sơ cấp trung bình toàn thị trường đạt mức hơn 78 triệu đồng/m², tăng 8% svck nhưng 14% sv quý trước nhờ lượng lớn nguồn cung ở vùng ven có mức giá từ 50-60 triệu đồng/m², trong khi các dự án mới tại các khu vực nội thành Hà Nội vẫn tiếp tục duy trì mức giá từ 90-100 triệu đồng/m². Đáng chú ý, thị trường ghi nhận gần 4,000 căn chung cư giá trên 120 triệu đồng/m² mở bán trong năm. Một số dự án nổi bật với giá bán sơ cấp trên 120 triệu đồng/m²: Masteri Grand Avenue Cổ Loa, Lumi Hanoi Nam Từ Liêm, Noble Crystal Tây Hồ, Taseco Long Biên.

Giá trung bình căn hộ thứ cấp trong Q4 đạt 62 triệu đồng/m², tăng mạnh 24% svck, tuy nhiên đã đi ngang sv Q3, trong bối cảnh mặt bằng giá đã tăng mạnh và tâm lý người mua trở nên thận trọng khi lãi suất vay mua nhà bắt đầu tăng.

- TP.HCM (trước sáp nhập địa giới hành chính từ ngày 01/07):** Năm 2025 ghi nhận 7,084 căn chung cư được chào bán, tăng 40% svck. Ước tính 5,170 căn hộ được giao dịch trong kỳ, giảm gần 14% svck, trong bối cảnh nguồn cung mới chủ yếu thuộc phân khúc cao cấp với mặt bằng giá cao.

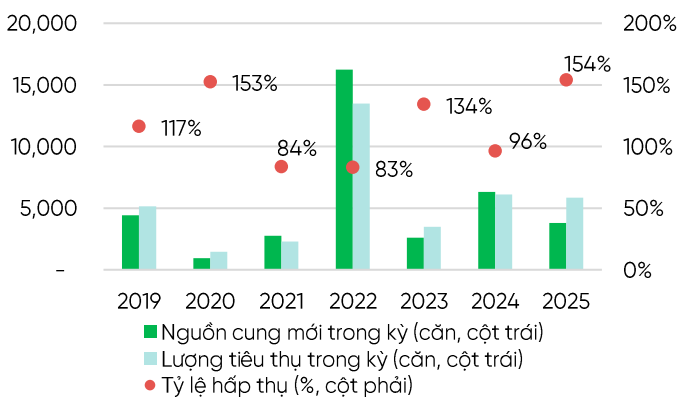
Trong Q4, giá bán sơ cấp trung bình đạt mức 92 triệu đồng/m², tăng gần 21% svck. Giá trung bình trên thị trường thứ cấp tăng 26% svck, đạt 61,5 triệu đồng/m². Đáng chú ý, khu vực Quận 2 cũ ghi nhận nhiều dự án thuộc phân khúc cao cấp có tăng giá trên 40%. Một số dự án tại Quận 2 ghi nhận đà tăng giá mạnh trong thời gian qua bao gồm: Eaton Park, The Global City và Palm City (giá trung bình 200-300 triệu đồng/m²), The Privé (giá mở bán trở lại đạt 110-140 triệu đồng/m², so với thời điểm 2018 bán với giá 30-32 triệu đồng/m²).

- **TP.HCM mới (Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu):** Theo Cushman & Wakefield, hoạt động tại thị trường BĐS Bình Dương tiếp tục sôi động trong Q4/25, với nguồn cung căn hộ sơ cấp đạt 7,797 căn (tăng mạnh so với mức 817 căn trong Q3), phần lớn nằm ở các khu vực Thuận An và Dĩ An, với các dự án nổi bật như Happy One Mori, A&T Saigon Riverside và Setia Edenia. Số căn được giao dịch trong quý đạt mức 6,609 căn hộ, tăng 55,2% sv quý trước. Giá bán sơ cấp trung bình đạt khoảng 53.5 triệu đồng/m², tăng 1.8% sv quý trước, đà tăng giá được duy trì nhờ lực cầu ổn định và nguồn cung có chất lượng tốt, pháp lý rõ ràng.

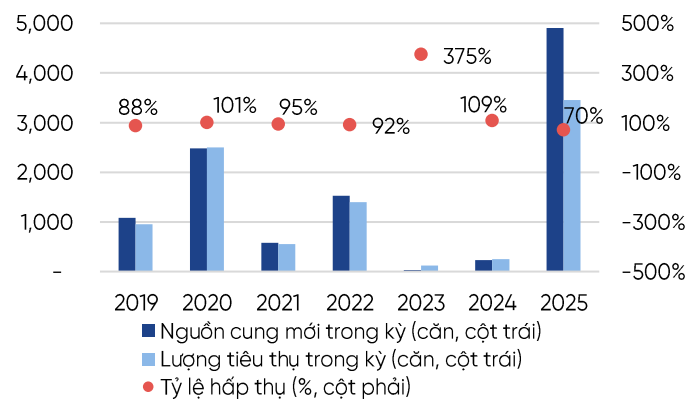
Trong khi đó, BR-VT ghi nhận khoảng 700 căn hộ mở bán mới từ dự án Citymark Phú Mỹ trong năm 2025, sau thời gian dài không ghi nhận dự án mới. Tổng lượng giao dịch căn hộ sơ cấp đạt 523 căn. Giá bán tại thị trường BR-VT tiếp tục điều chỉnh, với giá sơ cấp trung bình đạt khoảng 34 triệu đồng/m², giảm 7.6% sv quý trước.

Nhà liên thổ: TP.HCM ghi nhận nguồn cung tăng kỷ lục trong nửa cuối năm 2025

Hình 4: Giao dịch nhà liên thổ sơ cấp tại Hà Nội



Hình 5: Giao dịch nhà liên thổ sơ cấp tại TP.HCM (cũ)



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

- **Hà Nội:** Thị trường ghi nhận hơn 3,800 căn nhà liên thổ được mở bán mới trong năm 2025, giảm 40% svck, phần lớn đến từ Ocean Park 3 (Hưng Yên), với 5,852 căn được giao dịch trong kỳ.

Giá sơ cấp trung bình trong Q4 giảm 15% svck còn 187 triệu đồng/m², do nguồn cung mới nằm ở vị trí ngoài trung tâm thành phố và có giá thấp hơn. Trong khi đó, giá thứ cấp đạt mức 201 triệu đồng/m², tăng gần 15% svck.

- **TP.HCM (cũ):** Thị trường ghi nhận gần 5,000 căn được mở bán trong năm 2025, gấp 20 lần nguồn cung mới của năm 2024, phần lớn đến từ dự án Vinhomes Paradise ở Cần Giờ, bên cạnh nguồn cung từ các chủ đầu tư khác như Gladia ở Quận 2 cũ. Số căn giao dịch trong kỳ đạt 3,457 căn, gấp 14 lần cùng kỳ, với nhu cầu tăng mạnh từ các nhà đầu tư miền Bắc cho các dự án có vị trí hưởng lợi từ quy hoạch hạ tầng và đến từ các chủ đầu tư có uy tín.

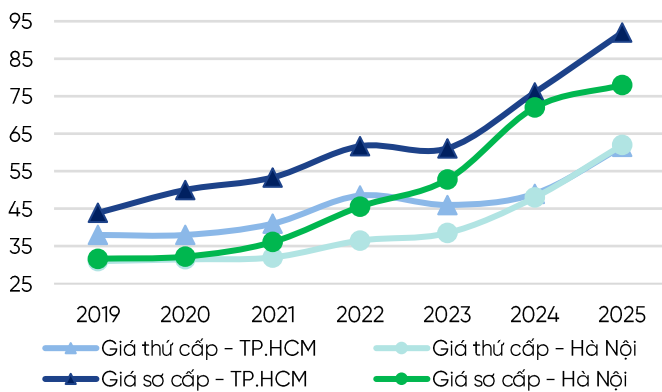
Giá nhà trung bình trên thị trường sơ cấp đạt 224 triệu đồng/m² trong Q4/25, giảm 25% sv quý trước và 28% svck do phần lớn nguồn cung mới nằm tại vùng ven với mật bằng giá thấp hơn. Trong khi đó, giá thứ cấp trung bình đạt 171 triệu đồng/m² (+19% svck, +2% sv quý trước).

- **TP.HCM mới (Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu):** Bình Dương ghi nhận 166 căn mở bán mới trong Q4/25, giảm mạnh sv mức 1.620 căn vào Q3, đến từ các chủ đầu tư Gamuda Land, Becamex TDC,... Nguồn cung chủ yếu nằm tại các khu vực Thủ

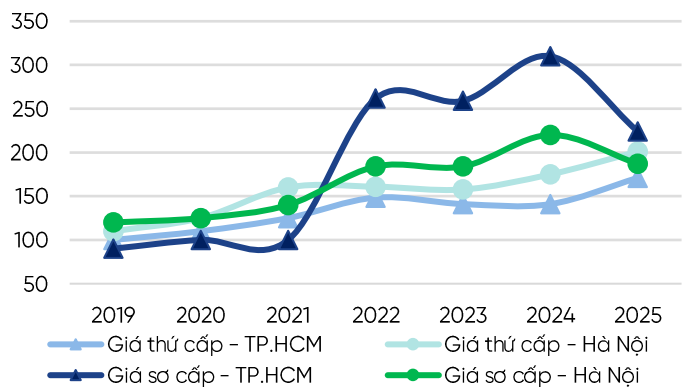
Dầu Mọt và Bến Cát, hưởng lợi từ hạ tầng kết nối và vị trí gần các cụm công nghiệp trên địa bàn tỉnh. Lượng giao dịch sơ cấp trong quý đạt 166 căn, giảm từ mức 1,430 căn vào Q3. Giá bán sơ cấp trung bình nhà liền thổ Bình Dương đạt mức 66 triệu đồng/m², giảm 13.5% sv Q3, do các giao dịch trong quý đến từ các dự án thuộc phân khúc trung cấp, sv Q3 có sự đóng góp từ các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp.

Mặt khác, thị trường BR-VT chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ, với 1,012 căn mở bán sơ cấp trong Q4/25, gấp 3,8 lần so với 6T25 (267 căn). Nguồn cung chủ yếu đến từ giai đoạn sau của các dự án gần các tuyến giao thông trọng điểm tại Long Điền và Phú Mỹ, và Blanca City tại Bãi Sau Vũng Tàu. Số căn được giao dịch sơ cấp đạt 481 căn, tăng 37.4% sv quý trước, tập trung tại các dự án hưởng lợi từ Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, Sân bay Long Thành. Giá bán sơ cấp trung bình ghi nhận ở mức 84 triệu đồng/m² trong Q4/25, giảm 14.6% sv quý trước. Giá sơ cấp có sự phân hóa rõ rệt giữa các dự án, các dự án mở bán các phân khu sau như Salacia hay Gold Coast không ghi nhận mức tăng đáng kể, trong khi sản phẩm tại Blanca City ghi nhận mức giá lên tới 150-170 triệu đồng/m².

Hình 6: Giá trung bình căn hộ chung cư (triệu đồng/m²)



Hình 7: Giá trung bình nhà liền thổ (triệu đồng/m²)



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Cập nhật tình hình kinh doanh và sức khỏe tài chính các DN

Hoạt động bàn giao dự án phục hồi thúc đẩy KQKD năm 2025

Trong năm 2025, tổng doanh thu các doanh nghiệp Bất động sản trên ba sàn đạt 254,672 tỷ đồng, tăng 55.7% svck, phản ánh sự khởi sắc của thị trường từ năm 2024 và sự gia tăng hoạt động bàn giao trong năm nay. Nếu không tính đóng góp của Vinhomes, doanh thu toàn ngành đạt 101,401 tỷ đồng trong 2025, tăng 63% svck, cho thấy các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn cũng đang đẩy mạnh bàn giao và ghi nhận kết quả tích cực.

Về xu hướng biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận toàn ngành năm 2025 đạt 34.1%, tăng 2 điểm % svck, do nhiều chủ đầu tư ghi nhận biên LN gộp cao nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng và chung cư phân khúc cao cấp trong Q3-Q4, với mức giá vốn thuận lợi. Nếu loại trừ các doanh nghiệp ghi nhận lỗ gộp năm 2024 và/hoặc năm 2025) biên LN gộp điều chỉnh toàn ngành cũng ghi nhận tăng, từ 32.3% trong 2024 lên 33.4% trong 2025. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng mức mở rộng biên lợi nhuận hiện tại phần lớn phản ánh độ trễ của đà tăng giá bất động sản trong giai đoạn 2024-2025. Trong khi đó, chi phí đầu vào của các dự án khởi động từ giai đoạn này đã gia tăng đáng kể, cùng với biến động của giá nguyên vật liệu xây dựng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng biên lợi nhuận gộp của các doanh

ngành bất động sản có thể chịu áp lực thu hẹp từ năm 2026 trở đi, bên cạnh yếu tố biến động về cơ cấu sản phẩm bàn giao giữa các kỳ.

Lợi nhuận sau thuế (LNST) cổ đông công ty mẹ của các doanh nghiệp đạt 67,070 tỷ đồng trong 2025, tăng mạnh 104.5% svck. Tuy nhiên, nếu không tính Vinhomes, tổng LNST cổ đông công ty mẹ toàn ngành đạt 25,175 tỷ đồng trong 2025, tăng mạnh từ mức 997 tỷ đồng ghi nhận trong 2024.

Về đòn bẩy tài chính, nếu loại trừ VHD (vốn chủ sở hữu âm vào Q4/25), tỷ lệ nợ vay/VCSH trung bình của toàn ngành đạt 38.1%, tăng 2.6 điểm % so với cuối Q4/24. Trong năm 2025, sự gia tăng bàn giao dự án BĐS đã thúc đẩy lợi nhuận, qua đó cải thiện năng lực chi trả lãi vay của doanh nghiệp.

Trong 71 doanh nghiệp, có gần 44% ghi nhận vòng quay khoản phải thu cải thiện trong năm 2025 sv năm 2024. Đồng thời, 49% doanh nghiệp có tỷ lệ người mua trả tiền trước/tổng nợ phải trả tăng sv 2024, đây là chỉ báo cho thấy nhiều doanh nghiệp có thêm nguồn vốn từ khách hàng để triển khai dự án, qua đó giảm áp lực phụ thuộc vào vốn vay.

Hình 8: Cập nhật tình hình tài chính của 30 doanh nghiệp BĐS niêm yết có vốn hóa lớn nhất (cập nhật ngày 02/04/2026)

	Doanh thu 2025 (tỷ đồng)	% svck	LNST CĐ công ty mẹ 2025	Biên LN % svck góp 2025 (%)	BLNG 5 quý gần nhất	Tỷ lệ bao phủ lãi vay* (12T, lần)	Thay đổi trong 1 năm	Nợ vay/VCSH (%)	Thay đổi trong 1 năm	Vòng quay khoản phải thu KH (lần)	Thay đổi trong 1 năm	NM trả tiền trước/Nợ phải trả (%)	Thay đổi trong 1 năm
VHM	153,271	51.3%	41,895	31.7%	30.2%	5.71		58.7%		7.16		17.5%	
NVL	6,966	-23.2%	1,744	-127.0%	63.5%	21.39		114.4%		2.22		10.7%	
KDH	4,651	41.9%	1,045	29.0%	59.2%	N/A		48.0%		6.51		5.0%	
SSH	599	-79.6%	(411)	-151.1%	45.7%	0.17		67.6%		2.00		0.1%	
VPI	1,976	4.2%	391	18.9%	37.9%	10.91		114.9%		9.15		11.3%	
VEF	44,725	96460.9%	15,403	1534.8%	37.6%	143.10		20.4%		2,197.23		2.6%	
DXG	4,192	-12.6%	231	-9.8%	54.6%	3.51		23.0%		2.55		36.1%	
PDR	1,325	61.2%	515	232.1%	54.4%	2.88		44.6%		0.56		1.6%	
TCH	1,912	-64.7%	318	-67.5%	30.4%	N/A		2.7%		4.05		78.1%	
SJS	751	16.2%	361	34.6%	70.7%	N/A		30.9%		3.53		19.7%	
NLG	5,645	-21.6%	701	35.4%	41.8%	5.49		37.2%		4.50		22.0%	
DIG	4,716	323.1%	665	482.5%	23.9%	9.71		22.3%		3.24		34.0%	
HDG	2,787	2.5%	770	121.2%	62.7%	4.57		56.0%		1.87		1.0%	
CEO	1,339	2.3%	177	-6.8%	31.1%	9.55		6.8%		2.09		22.7%	
KOS	1,555	8.1%	19	-11.6%	11.2%	1.30		88.1%		7.64		0.7%	
QCG	473	-35.1%	171	106.0%	39.0%	5.11		17.6%		1.10		22.7%	
HDC	456	-16.4%	639	867.5%	21.1%	11.09		57.9%		0.62		11.9%	
CRE	1,356	-11.8%	75	87.2%	24.8%	2.36		14.0%		2.38		0.4%	
LSG	8	134.2%	21	650.6%	45.5%	1.18		0.0%		4.78		0.0%	
SCR	1,215	52.0%	76	2499.2%	33.3%	1.36		78.1%		5.70		9.0%	
KHG	619	99.8%	66	21.6%	21.2%	1.63		25.0%		3.89		0.1%	
AGG	829	-56.7%	379	27.5%	70.4%	4.15		28.5%		2.62		5.8%	
NTL	18	-98.8%	17	-97.2%	8.8%	683.92		0.9%		0.60		1.4%	
NBB	36	-44.8%	9	919.9%	20.2%	1.11		245.0%		0.12		0.5%	
HQC	69	-204.3%	70	108.1%	19.7%	2.12		22.5%		0.05		20.5%	
HPX	1,143	-29.3%	121	111.2%	30.3%	2.19		48.9%		14.37		15.1%	
CKG	855	-33.9%	91	-26.1%	34.3%	5.33		82.4%		3.98		12.7%	
ITC	738	29.5%	50	61.5%	34.4%	2.18		19.6%		4.27		29.7%	
D2D	781	125.5%	240	172.0%	46.6%	N/A		0.0%		25.88		1.0%	
SGR	219	44.3%	78	-5.9%	65.5%	4.63		28.6%		1.21		1.0%	
Trung bình**					34.1%		51.22		38.1%		34.58		11.6%
Trung vị**					36.0%		1.75		23.0%		1.92		4.6%

Nguồn: Fiinpro-X, VPBankS Research

Ghi chú:

*: Tỷ lệ bao phủ lãi vay 12 tháng được tính bằng công thức (Lợi nhuận trước thuế - Chi phí lãi vay)/Chi phí lãi vay. Các mục ghi "N/A" là doanh nghiệp không ghi nhận chi phí lãi vay phân bổ trong kỳ tính toán.

** : Trung bình và trung vị tính trên 71 doanh nghiệp BĐS đang giao dịch trên ba sàn HSX, HNX và Upcom.

Doanh số bán hàng tăng mạnh đảm bảo lợi nhuận ghi nhận trong giai đoạn 2026-28

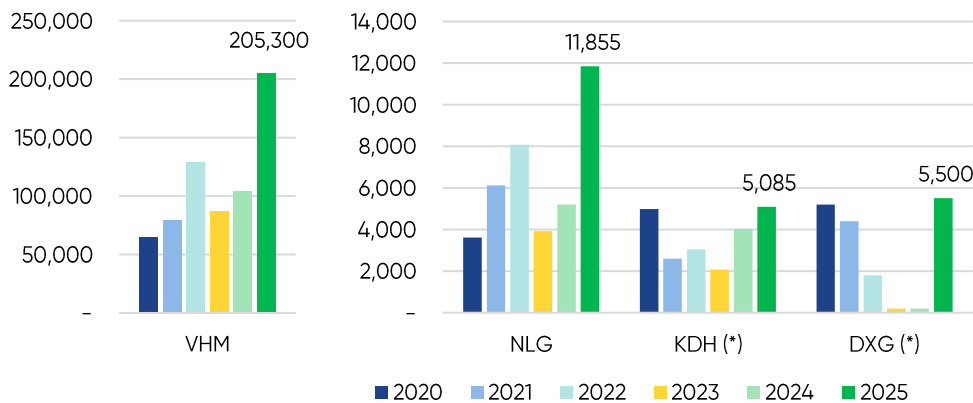
Các chủ đầu tư đầu ngành chứng kiến doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025, tạo tiền đề ghi nhận lợi nhuận trong giai đoạn 2026-28:

- **Vinhomes:** Doanh số bán hàng năm 2025 đạt 205,300 tỷ đồng, tăng 97.6% svck, hoàn thành 104% dự phóng của chúng tôi và vượt kế hoạch của công ty (150,000-200,000 tỷ đồng), đến từ các dự án Green Paradise (TP.HCM, bán lẻ lớn), Wonder

City (Hà Nội, mở bán vào tháng 3/2025), Royal Island và Golden City (Hải Phòng, lần lượt mở bán vào tháng 3/2024 và tháng 6/2025), Green City (Tây Ninh, mở bán vào tháng 6/2025), và Ocean Park 2 (Hưng Yên).

- **Nam Long:** Doanh số bán hàng năm 2025 đạt 11,855 tỷ đồng, tăng 128% svck, hoàn thành 81% kế hoạch cả năm của công ty và 100% dự báo của chúng tôi. Trong đó: Southgate (Tây Ninh) chiếm 41% tổng doanh số năm 2025; Izumi (Đồng Nai) đóng góp 17%, Cần Thơ đóng góp 10%. Còn lại là các dự án Elyse Island (Đồng Nai), Mizuki Park (TP.HCM), Anzen Residence (Hải Phòng), Akari (TP.HCM).
- **Khang Điền:** Doanh số bán hàng năm 2025 chủ yếu đến từ dự án Gladia by The Waters (TP.HCM, mở bán vào Q3/25) bao gồm 226 căn biệt thự, nhà liền kề, đã bán hết 60% và bàn giao 30% tính đến cuối Q4/25.
- **Đất Xanh:** Doanh số bán hàng năm 2025 chủ yếu đến từ dự án The Privé (TP.HCM, mở bán vào Q3/25). Dự án đã bán hết giai đoạn 1 với 1,027 căn của giai đoạn 1, trên tổng 3,072 căn.

Hình 9: Doanh số bán hàng của một số DN BĐS niêm yết đầu ngành (tỷ đồng)



Nguồn: VHM, NLG, KDH, DXG, VPBankS Research

Ghi chú: *: Doanh số bán hàng năm 2025 của KDH được chúng tôi ước tính từ dự án Gladia. Cho các năm trước đó, chúng tôi giả định doanh số bán hàng là doanh thu bàn giao BĐS với độ trễ ghi nhận là 6 tháng.

Doanh số bán hàng năm 2025 của DXG được chúng tôi ước tính từ dự án The Privé.

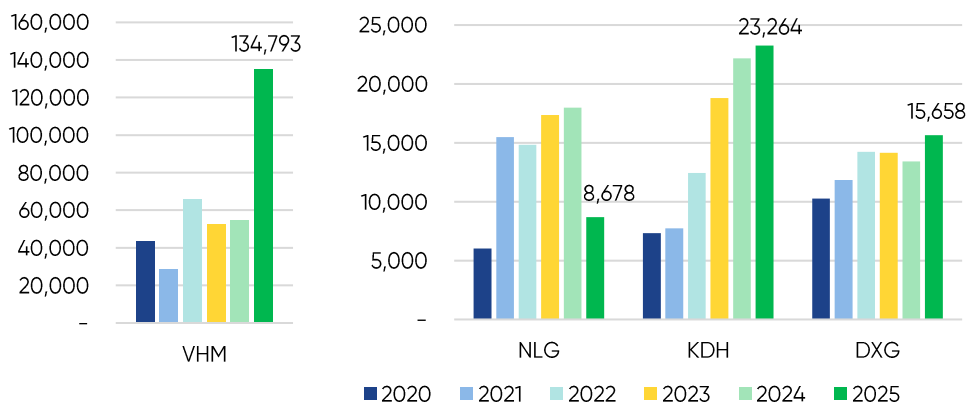
Cập nhật tình hình hàng tồn kho các doanh nghiệp:

- **Vinhomes:** Tính đến ngày 31/12/2025, hàng tồn kho đã tăng mạnh 140% kể từ đầu năm lên mức 131,415 tỷ đồng, trong đó 80% là bất động sản để bán đang xây dựng, bao gồm chi phí đầu tư, xây dựng và phát triển các dự án Green Paradise, Golden City, Green City, Global Gate Hạ Long Xanh, Cam Ranh, Hải Vân Bay, Ocean Park 2&3 và một số dự án khác. Diễn biến này phản ánh giai đoạn đẩy mạnh triển khai các dự án đại đô thị của công ty.
- **Nam Long:** Hàng tồn kho tại thời điểm cuối Q4/25 đạt 8,678 tỷ đồng, giảm 51.8% kể từ đầu năm, chủ yếu do NLG loại bỏ phần hàng tồn kho liên quan đến dự án Izumi City (có giá trị 8,685 tỷ đồng tại thời điểm đầu năm) sau khi hoàn tất chuyển nhượng cổ phần cho đối tác và không còn hợp nhất dự án này. Nếu không tính dự án Izumi City, hàng tồn kho tại cuối năm 2025 giảm 6.8% sv đầu năm, chủ yếu do bàn giao sản phẩm ở các dự án Cần Thơ và Akari.

Trong cơ cấu hàng tồn kho tại cuối năm 2025, dự án Water Point giai đoạn 1 (Southgate) và 2 lần lượt chiếm 45% và 33%.

- **Khang Điền:** Hàng tồn kho tại thời điểm cuối Q4/25 đạt 23,260 tỷ đồng, chiếm gần 70% tổng tài sản, tăng 4.9% kể từ đầu năm. Trong đó phần lớn là bất động sản xây dựng dở dang tại các dự án Khu dân cư Tân Tạo, Gladia, The Solina, Phong Phú 2, cụm dự án Bình Trưng.
- **Đất Xanh:** Hàng tồn kho tại thời điểm cuối Q4/25 đạt 15,658 tỷ đồng, tăng 16.8% kể từ đầu năm. Trong đó 69% là tiền sử dụng đất, chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí phát triển các dự án Gem Sky World, The Privé, Home Park City, Regal Legend, DatXanhHomes Parkview; còn lại là bất động sản để bán đã hoàn thành xây dựng thuộc các dự án Gem Sky World, Regal Victoria, Regal Legend, La Maison Premium, và bất động sản đầu tư thứ cấp.

Hình 10: Hàng tồn kho của một số DN BĐS niêm yết đầu ngành (tỷ đồng)



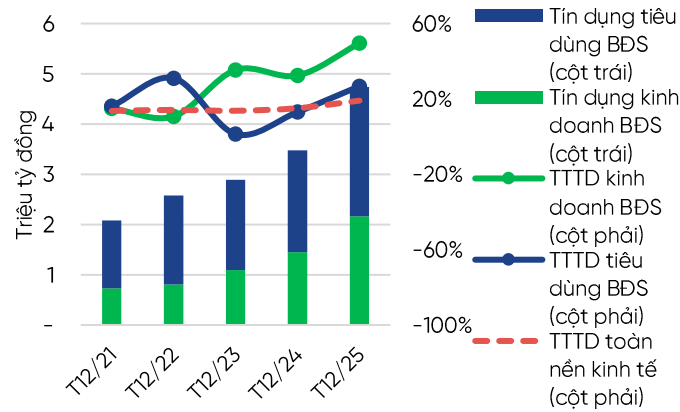
Nguồn: VHM, NLG, KDH, DXG, VPBankS Research

Triển vọng 2026-27: Lùi một bước để tiến ba bước

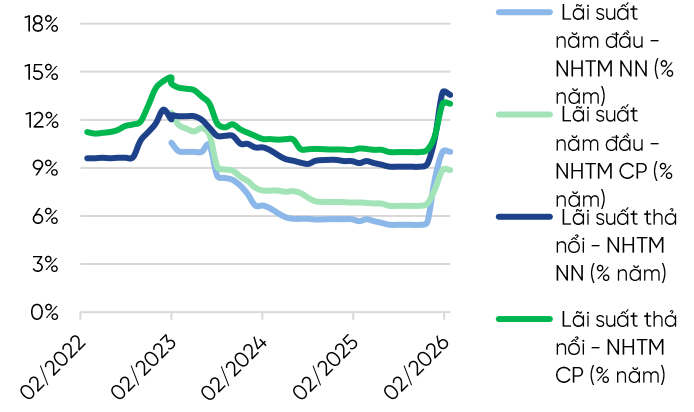
Tin dụng BĐS thắt chặt, trong khi nguồn cung tiếp tục được thúc đẩy

Hoạt động cho vay bất động sản được kiểm soát chặt chẽ hơn nhằm hạn chế đà tăng giá nhà

Hình 11: Tăng trưởng tín dụng ngành bất động sản



Hình 12: Lãi suất cho vay mua nhà trung bình tại các NH



Nguồn: Bộ Xây dựng, NHNN, các NHTM, VPBankS Research

Trong tháng 1, NHNN đã đưa ra định hướng tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống khoảng 15% cho năm 2026, đồng thời kiểm soát dư nợ bất động sản không vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung tại từng ngân hàng. Hiện tại, mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà đã đồng loạt điều chỉnh tăng khoảng 0.5-1.5 điểm % so với tháng 12/2025. Lãi suất cố định kỳ đầu 12-24 tháng hiện phổ biến ở mức 9.2%-10.5%/năm, trong khi lãi suất thả nổi tăng lên 12%-13.5%/năm, tiệm cận vùng đỉnh ghi nhận vào cuối năm 2022.

Mức độ phụ thuộc của thị trường bất động sản vào tín dụng ngân hàng đang ở mức đáng kể: Tính đến cuối năm 2025, tổng dư nợ tín dụng bất động sản đạt 4.74 triệu tỷ đồng (+36.2% sv cuối năm 2024), chiếm 25.5% tổng dư nợ toàn nền kinh tế, cao hơn mức tỷ trọng 21%-22% ghi nhận trong giai đoạn 2022-2024. Trong đó, tín dụng phục vụ hoạt động kinh doanh BĐS đạt 2.16 triệu tỷ đồng (tăng 49.6%), trong khi tín dụng tiêu dùng BĐS đạt 2.58 triệu tỷ đồng (tăng 26.8%). Trong bối cảnh này, việc thắt chặt điều kiện cho vay mua nhà sẽ tác động trực tiếp đến thanh khoản thị trường, đặc biệt ở thị trường thứ cấp, qua đó được kỳ vọng sẽ góp phần giúp hạ nhiệt đà tăng giá nhà.

Mặt khác, nguồn cung sơ cấp đang tiếp tục được thúc đẩy, các chủ đầu tư sơ cấp tiếp tục kết hợp với ngân hàng thương mại để đưa ra chính sách thanh toán kèm các gói vay lãi suất ưu đãi, cho thấy **môi trường chính sách đối với ngành bất động sản vẫn là hỗ trợ nhưng sẽ bao gồm những điều chỉnh có chủ đích**. Các dự án mới khi mở bán sẽ căn cứ giá bán dựa trên giá bán thực tế trên thị trường thứ cấp tại khu vực xung quanh dự án. Do đó, khi giá thứ cấp chững lại, áp lực điều chỉnh sẽ lan tỏa ngược trở lại thị trường sơ cấp, qua đó đóng vai trò như cơ chế điều tiết mặt bằng giá chung.

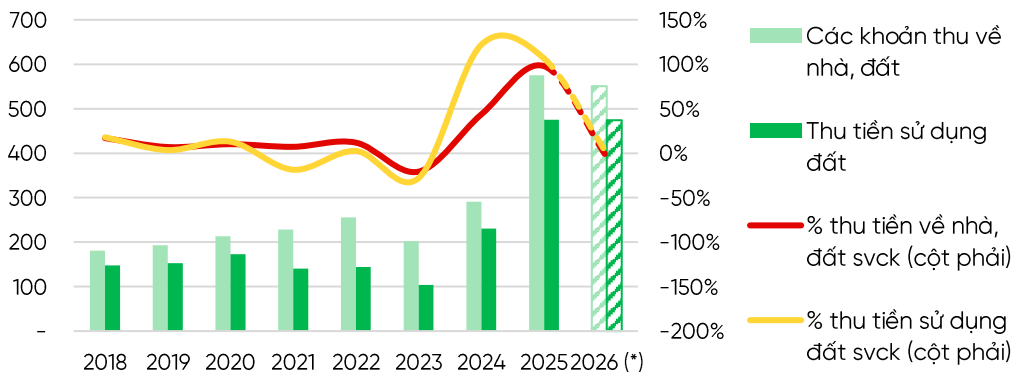
Chúng tôi ghi nhận hiện tại đã có hiện tượng giá nhà giảm cục bộ do chủ đầu tư thứ cấp cắt lỗ và có thể tạo hiệu ứng làm giảm giá nhà ở các khu vực ngoại thành Hà Nội và TP.HCM, tuy nhiên chúng tôi cho rằng xu hướng này chỉ diễn ra tại các dự án ngoài trung tâm, trong khi giá nhà tại các khu vực lõi đô thị sẽ tăng nhẹ nhờ lợi thế vị trí đặc địa và nguồn cung hạn chế.

Về định hướng chính sách, chúng tôi cho rằng cơ quan quản lý sẽ tiếp tục theo đuổi cách tiếp cận phân loại và chọn lọc, ưu tiên tín dụng cho nhu cầu ở thực và các dự án có mức giá hợp lý, thay vì siết chặt diện rộng. Trong trung hạn, khi thị trường đạt được trạng thái

cân bằng hơn – thể hiện qua việc thanh khoản suy giảm tại các tài sản có mức tăng giá bất hợp lý và nguồn cung sơ cấp được đưa ra với mức giá phù hợp – các điều kiện tín dụng có thể được nới lỏng trở lại. Mặc dù khái niệm “mức giá hợp lý” còn thiếu một ngưỡng định lượng rõ ràng, chúng tôi tin rằng cơ quan điều hành sẽ tiếp tục duy trì cách tiếp cận linh hoạt, tránh các biện pháp thắt chặt mang tính cực đoan gây gián đoạn thị trường. Kinh nghiệm từ giai đoạn 2022–2023 cho thấy, sau khi thị trường rơi vào trạng thái đóng băng do các biện pháp xử lý sai phạm, chính sách đã nhanh chóng chuyển sang hướng hỗ trợ, đồng thời giai đoạn 2024–2025 cũng ghi nhận nỗ lực đáng kể trong việc hoàn thiện khung pháp lý nhằm thúc đẩy nguồn cung.

Điều chỉnh hành lang pháp lý nhằm giảm áp lực chi phí đầu vào cho chủ đầu tư

Hình 13: Thu ngân sách Nhà nước từ tiền sử dụng đất tăng mạnh svck trong 2025 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê, Bộ Tài chính, VPBankS Research
Ghi chú: *: số liệu năm 2026 được căn cứ theo dự toán của Bộ Tài chính

Áp lực chi phí đầu vào cũng là một trong những yếu tố chính duy trì mặt bằng giá nhà ở mức cao. Trong năm 2025, thu ngân sách Nhà nước đạt mức kỷ lục 2.65 triệu tỷ đồng, vượt 34.7% dự toán; trong đó, các khoản thu liên quan đến nhà và đất (phần lớn là tiền sử dụng đất) ước đạt 575.5 nghìn tỷ đồng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ và vượt 96.4% kế hoạch. Bên cạnh việc phản ánh sự phục hồi của thị trường bất động sản, diễn biến này cũng cho thấy nghĩa vụ tài chính về đất đai gia tăng đáng kể, đặc biệt trong bối cảnh các địa phương điều chỉnh bảng giá đất theo Luật Đất đai 2024. Đồng thời, dù quy trình phê duyệt đã có những cải thiện nhất định, nhiều dự án bị kéo dài trong giai đoạn trước vẫn đang phải gánh chi phí vốn dồn tích lớn, đặc biệt là các dự án có quỹ đất lớn chờ hoàn tất chuyển đổi mục đích sử dụng.

Trong bối cảnh đó, việc hoàn thiện hành lang pháp lý đang được đẩy mạnh nhằm giảm áp lực chi phí và tháo gỡ các điểm nghẽn cho chủ đầu tư. Trong năm 2025, cơ quan quản lý đã liên tục điều chỉnh và bổ sung các quy định theo hướng phù hợp hơn với điều kiện thị trường, tập trung vào ba trọng tâm: (1) giảm nghĩa vụ tài chính liên quan đến tiền sử dụng đất, (2) rút gọn và chuẩn hóa quy trình phê duyệt dự án, và (3) cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở xã hội cho người dân.

Song song đó, Bộ Xây dựng tiếp tục đề xuất sửa đổi Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản, dự kiến trình Chính phủ vào tháng 6/2026 và đưa ra thảo luận tại Quốc hội vào kỳ họp tháng 10, qua đó kỳ vọng tạo nền tảng pháp lý đồng bộ hơn cho sự phát triển bền vững của thị trường trong trung hạn.

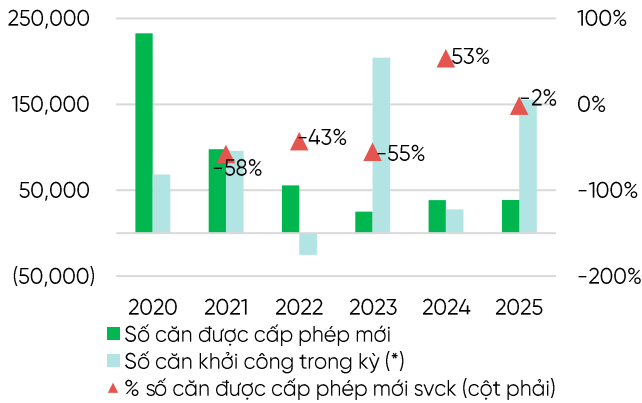
Hình 14: Hàng loạt chính sách hỗ trợ ngành BĐS dân cư bắt đầu có hiệu lực trong 2025-2026

Các thay đổi về luật	Các nội dung trọng yếu	Đánh giá sơ bộ của chúng tôi
Nghị định 291/2025/NĐ-CP (hiệu lực 06/11/2025) sửa đổi Nghị định 103/2024/NĐ-CP về tiền sử dụng đất và tiền thuê đất	Các trường hợp đã có quyết định giao/thuê đất, cho phép chuyển mục đích, gia hạn hoặc điều chỉnh dự án trước khi Luật Đất đai 2024 có hiệu lực nhưng chưa được xác định giá đất, sẽ áp dụng mức thu 3,6%/năm trên số tiền phải nộp bổ sung đối với thời gian chưa tính tiền sử dụng đất. Trước đây, mức thu bổ sung quy định tại Nghị định 103 là 5,4%/năm	Việc giảm mức thu bổ sung như trên giúp giảm đáng kể chi phí tài chính liên quan đến tiền sử dụng đất/thuê đất cho các dự án đang chờ quyết định giá đất. Đây là yếu tố tích cực cho các chủ đầu tư có dự án bị kéo dài thủ tục, đặc biệt nhóm dự án phải chờ đơn giá đất để triển khai hoặc ghi nhận doanh thu. Điều này có thể góp phần cải thiện dòng tiền, giảm áp lực chi phí, và tạo thuận lợi cho việc đẩy nhanh tiến độ pháp lý trong thời gian tới
Nghị quyết số 254 về một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai 2024 (có hiệu lực từ ngày 01/01/2026)	Bỏ nguyên tắc thị trường trong xác định giá đất. Thay vào đó, Nhà nước sẽ là chủ thể xác định giá thông qua bảng giá đất và hệ số điều chỉnh giá đất, làm căn cứ tính nghĩa vụ tài chính và bồi thường; đồng thời bổ sung yếu tố chi phí hạ tầng kỹ thuật vào phương pháp xác định giá Người sử dụng đất chỉ phải nộp 30-50% phần chênh lệch giá đất khi chuyển đổi đất vườn, ao, đất nông nghiệp sang đất ở, thay vì mức 100% như hiện nay	Chúng tôi cho rằng việc Nhà nước quay lại đảm nhận vai trò xác định giá đất sẽ tạo sự thống nhất trong khung giá, hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ thu hồi đất và triển khai dự án. Đồng thời, cơ chế này cũng giúp hạn chế các cú sốc chi phí đối với chủ đầu tư, với điều kiện chênh lệch giữa giá Nhà nước và giá thị trường được thu hẹp dần theo một lộ trình hợp lý Chính sách này được kỳ vọng sẽ giảm áp lực tài chính và thúc đẩy tiến độ các dự án phát triển nhà ở, đặc biệt tại các khu vực ngoài trung tâm thành phố, qua đó hỗ trợ thanh khoản chung của thị trường BĐS. Đồng thời, chính sách chỉ áp dụng một lần cho mỗi hộ gia đình hoặc cá nhân và trên một thửa đất nên được kỳ vọng sẽ hạn chế hành vi đầu cơ
Nghị quyết số 171/2024/QH15, có hiệu lực từ tháng 4/2025 trong thời hạn 5 năm	Cho phép các dự án nhà ở thương mại đáp ứng một số điều kiện nhất định được nhận chuyển nhượng hoặc sử dụng quyền sử dụng đất hiện hữu - qua đó khắc phục khoảng trống pháp lý do Luật Đất đai sửa đổi năm 2024 gây ra, vốn hạn chế việc phát triển nhà ở trên đất không phải là đất ở. Tuy nhiên, tổng diện tích đất ở trong các dự án không được vượt quá 30% tổng diện tích đất ở bổ sung đã được phân bổ trong quy hoạch được phê duyệt của từng địa phương cho giai đoạn 2021-30	Chính sách này là chất xúc tác cho nguồn cung nhà ở trong trung và dài hạn, đồng thời củng cố kỳ vọng về khả năng triển khai dự án mạnh mẽ hơn và dòng tiền được cải thiện cho các chủ đầu tư. Tính đến tháng 11/2025, TP.HCM đã phê duyệt 179 dự án và Hà Nội đã phê duyệt 150 dự án để triển khai theo Nghị quyết 171
Nghị định 261/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 100/2024/NĐ-CP về phát triển và quản lý NOXH, có hiệu lực từ ngày 10/10/2025	Điều kiện thu nhập được hưởng chính sách về nhà ở xã hội đối với người độc thân là không quá 20 triệu đồng/tháng, với người độc thân đang nuôi con tuổi dưới vị thành niên là không quá 30 triệu đồng/tháng, với hộ gia đình là không quá 40 triệu đồng/tháng - so với quy định là không quá 15 triệu đồng/tháng/người và 30 triệu đồng/tháng/hộ gia đình theo Nghị định 100	Việc nới điều kiện về ngưỡng thu nhập sẽ mở rộng tập khách hàng đủ điều kiện mua nhà ở xã hội, qua đó hỗ trợ nhu cầu của nhóm người mua có thu nhập trung bình - thấp
Nghị định 302/2025/NĐ-CP quy định chi tiết về Quỹ nhà ở quốc gia, được ban hành ngày 19/11/2025	Quỹ dự kiến hoạt động theo mô hình chỉ cung cấp dịch vụ cho thuê nhà và không thực hiện các hoạt động mua bán kinh doanh. Quỹ sẽ nhận hỗ trợ ban đầu từ ngân sách nhà nước về vốn điều lệ và chi phí hoạt động ở cấp Trung ương và địa phương, sau đó sẽ tự đảm bảo kinh phí khi có nguồn thu. Bộ Xây dựng là đại diện chủ sở hữu, quản lý quỹ, UBND cấp tỉnh sẽ lập quỹ tại địa phương và là đại diện chủ sở hữu, quản lý quỹ cấp tỉnh	Chúng tôi cho rằng việc Nhà nước đứng ra thành lập Quỹ nhà ở chỉ cho thuê giúp tạo ra một kênh cung ứng nhà ở xã hội ổn định, lâu dài, không bị chi phối bởi hoạt động mua bán đầu cơ. Mô hình này vừa tối ưu việc sử dụng quỹ đất, vừa giúp Nhà nước kiểm soát chất lượng và minh bạch quản lý, đồng thời bảo đảm nhóm thu nhập thấp và người lao động tại đô thị có thể tiếp cận chỗ ở với chi phí hợp lý, qua đó góp phần lành mạnh hóa và ổn định thị trường BĐS
Nghị quyết số 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân	Loại bỏ các quy định kinh doanh không cần thiết và cắt giảm ít nhất 30% thời gian xử lý thủ tục hành chính, chi phí tuân thủ pháp luật và điều kiện kinh doanh	Những cải cách này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thị trường bất động sản dân cư thông qua việc đơn giản hóa thủ tục và giảm rào cản cho các chủ đầu tư
Luật Xây dựng 2025 (có hiệu lực từ ngày 01/07/2026)	Quy trình cấp giấy phép xây dựng sẽ được thực hiện toàn trình trực tuyến, với thời gian xử lý dự kiến từ 7-10 ngày. Hiện tại, thời gian cấp giấy phép xây dựng đối với nhà ở riêng lẻ và công trình xây dựng là 15-30 ngày kể từ khi cơ quan chức năng nhận đủ hồ sơ hợp lệ	Quy định mới được kỳ vọng sẽ đơn giản hóa thủ tục cấp phép và rút ngắn thời gian triển khai dự án, qua đó giảm khoảng 30% thời gian và chi phí pháp lý, qua đó cải thiện hiệu quả thực thi dự án và khả năng dự báo dòng tiền của các chủ đầu tư và nhà thầu, đặc biệt đối với các dự án quy mô trung bình và nhỏ

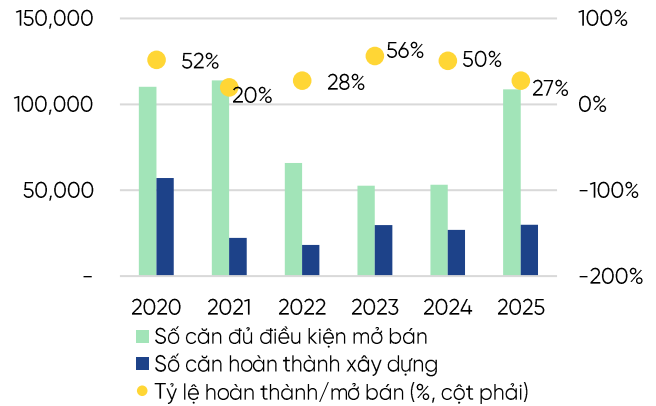
Nguồn: Bộ Tài chính, Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Hoạt động phê duyệt dự án được đẩy mạnh, gia tăng nguồn cung nhà ở tương lai

Hình 15: Số căn được cấp phép mới theo Bộ Xây dựng



Hình 16: Ước tính tỷ lệ hoàn thành xây dựng/mở bán



Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Ghi chú:

*: Chúng tôi tính toán số căn khởi công xây dựng trong kỳ dựa trên giả định sau: số căn đang xây dựng tại cuối kỳ = số căn đang xây dựng tại đầu kỳ – số căn đã hoàn thành + số căn khởi công xây dựng trong kỳ.

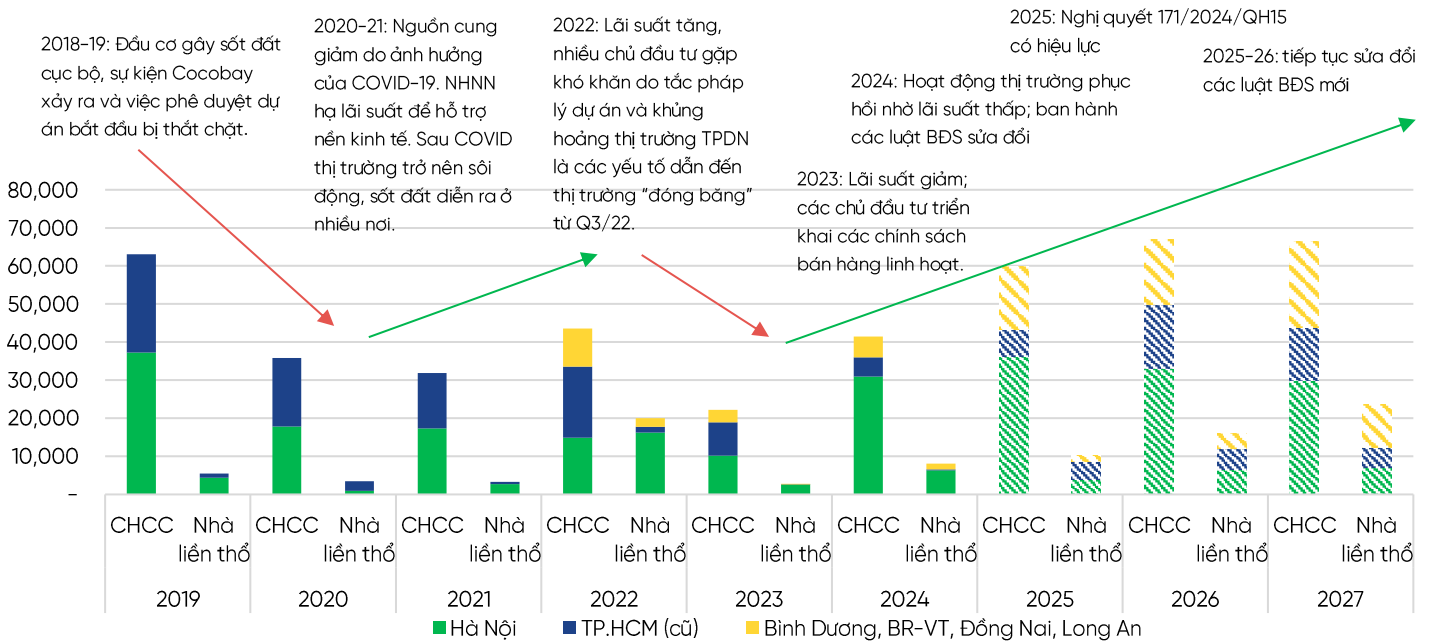
Những nỗ lực của cơ quan quản lý trong việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý và cải thiện quy trình cấp phép đã góp phần đẩy nhanh đáng kể tiến độ phê duyệt các dự án mới. Theo Bộ Xây dựng, trong năm 2025 có 93 dự án được cấp phép xây dựng, tương ứng khoảng 37,686 căn hộ và nhà ở riêng lẻ, so với 79 dự án (38,345 căn) trong năm 2024. Đáng chú ý, trong nửa cuối năm 2025, có 192 dự án được chấp thuận chủ trương đầu tư, phản ánh sự cải thiện rõ nét trong khâu phê duyệt đầu vào. Tính đến cuối Q4/2025, tổng số dự án đang triển khai xây dựng đạt 1,114 dự án, tương ứng quy mô khoảng 529,029 căn, tăng mạnh so với 937 dự án với khoảng 403,349 căn ghi nhận trong năm 2024. Diễn biến này cho thấy nguồn cung nhà ở đang trong chu kỳ mở rộng trở lại, tạo nền tảng cho tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2026–2027.

Để theo dõi mức độ hiệu quả của việc thúc đẩy nguồn cung thực sự ra thị trường, chúng tôi tính chỉ tiêu tỷ lệ Hoàn thành/Mở bán, được tính bằng số lượng căn hộ đã hoàn thành xây dựng chia cho số lượng căn đủ điều kiện mở bán (tức các căn đã xây xong tối thiểu 30%). Tỷ lệ này đã giảm xuống dưới 30% trong giai đoạn 2021–22 – khi hoạt động xây dựng bị gián đoạn bởi dịch Covid-19, chi phí đi vay cao và cuộc khủng hoảng thị trường trái phiếu doanh nghiệp – trước khi phục hồi lên trên 50% khi các biện pháp hỗ trợ thị trường BĐS của Chính phủ bắt đầu phát huy tác dụng.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ Hoàn thành/Mở bán trong năm 2025 vẫn ở mức thấp, khoảng 27%. Điều này cho thấy mặc dù đã có những tiến triển đáng kể trong việc đẩy nhanh phê duyệt dự án từ phía cơ quan Nhà nước, tiến độ triển khai và thi công của các chủ đầu tư vẫn còn chậm. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ biến động mạnh của giá vật liệu xây dựng (ví dụ giá cát xây dựng tăng khoảng 30% svck do tình trạng thiếu hụt nguồn cung, theo trao đổi của chúng tôi với một số doanh nghiệp) – cùng với điều kiện thời tiết cực đoan, và sự tạm chững lại của hoạt động triển khai dự án trong Q2/25 khi các chủ đầu tư chờ đợi các cập nhật pháp lý chính thức sau quá trình sắp xếp lại đơn vị hành chính quốc gia có hiệu lực từ ngày 01/07.

Nguồn cung dự kiến sẽ mở rộng tại cả hai thị trường trọng điểm, tuy nhiên giao dịch sẽ tiếp tục dịch chuyển về các khu vực vùng ven và các địa bàn mới được sáp nhập

Hình 17: Nguồn cung nhà được dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong các năm tới (đơn vị: căn)



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Hà Nội: Nguồn cung mới ở mức cao và hoạt động giao dịch sôi động hơn tại các khu vực vùng ven

Theo dự báo của CBRE, Hà Nội được dự báo sẽ chào đón nguồn cung mới khoảng 33,000 căn hộ chung cư và đón thêm khoảng 6,600 căn nhà liền thổ trong năm 2026.

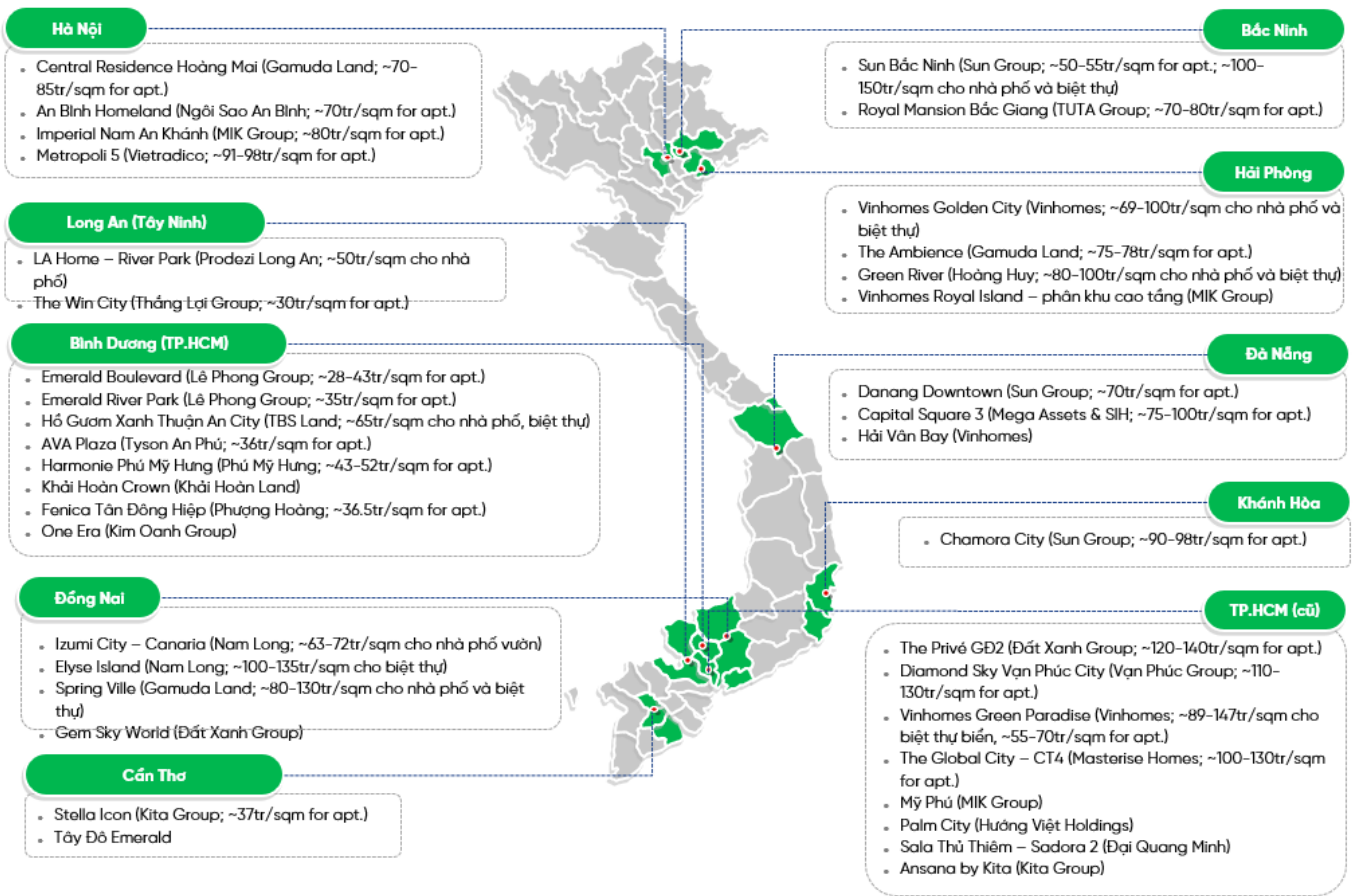
Khu vực nội thành dự kiến đón thêm nhiều dự án mới trong năm 2026, phần lớn thuộc phân khúc cao cấp với một bằng giá cao, do đó khả năng hấp thụ sẽ mang tính chọn lọc hơn. Ngược lại, các khu vực phía Tây và Bắc Hà Nội như Mê Linh và Đông Anh đang ghi nhận nhu cầu tích cực hơn, được hỗ trợ bởi hạ tầng kết nối ngày càng cải thiện và việc triển khai các dự án cầu đường mới, bao gồm cầu Tứ Liên và cầu Trần Hưng Đạo, giúp kết nối các khu vực này với trung tâm thành phố. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ tại thị trường Hà Nội sẽ duy trì khả quan, đặc biệt đối với các dự án có mức giá cạnh tranh và khả năng kết nối giao thông thuận lợi.

TP.HCM: Động lực tăng trưởng đến từ các khu vực mới sáp nhập và các tỉnh lân cận

Tại TP.HCM, nguồn cung mới được dự báo sẽ tăng tốc, chủ yếu đến từ các khu vực như Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu. Khu vực TP.HCM (cũ) dự kiến chào đón khoảng 17,000 căn chung cư mới trong năm 2026 (trong đó 60% đến từ các dự án phía Đông), trong khi nguồn cung mới trên địa bàn TP.HCM sau sáp nhập dự kiến đạt gần 34.000 căn, với 50% đến từ Bình Dương. Nguồn cung nhà liền thổ dự kiến đạt khoảng 5,500 căn, chủ yếu đến từ các dự án đại đô thị do những chủ đầu tư lớn triển khai ở phía Đông và Nam thành phố.

Bên cạnh đó, các chủ đầu tư cũng đang ngày càng hướng sự chú ý sang Đồng Nai và Long An (Tây Ninh), nhờ vai trò chiến lược của các địa phương này trong mạng lưới giao thông, logistics và nhu cầu nhà ở từ lực lượng lao động tại các khu công nghiệp. Tỷ lệ hấp thụ tại các khu vực mới sáp nhập và vùng lân cận TP.HCM được kỳ vọng sẽ cải thiện, được hỗ trợ bởi hạ tầng kết nối ngày càng hoàn thiện và một bằng giá nhà dễ tiếp cận hơn.

Hình 18: Các dự án nổi bật chuẩn bị/tiếp tục mở bán trong năm 2026 và giá bán tham khảo (VND)



Nguồn: DXS – FERI, batdongsan.com.vn, VPBankS Research

Lưu ý: Giá bán tham khảo được lấy theo thứ tự ưu tiên sau: 1) giá bán dự án được công khai trên thị trường của các đơn vị môi giới; hoặc 2) giá tham khảo từ sản phẩm tại giai đoạn trước trong cùng một tổ hợp dự án; hoặc 3) giá bán sản phẩm tại các dự án lân cận)

Các chủ đầu tư sẽ tiếp tục đưa ra chính sách bán hàng ưu đãi để thúc đẩy nhu cầu

Hình 19: Một số dự án đang bán với chính sách ưu đãi từ chủ đầu tư

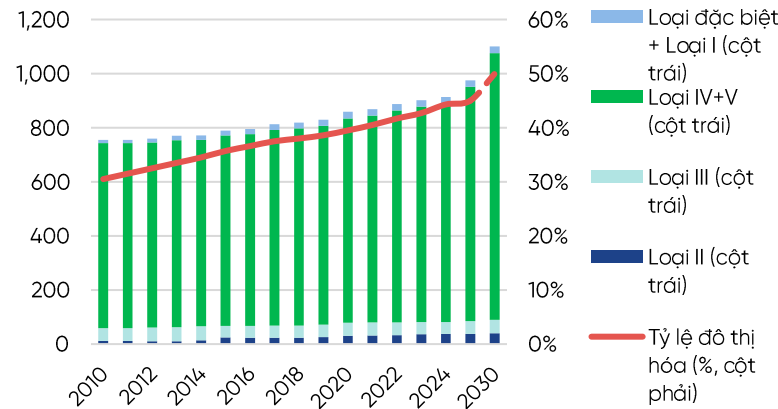
Dự án	Chủ đầu tư	Chính sách ưu đãi
Vinhomes Wonder City	VHM	0% lãi suất cho 24 tháng đầu, ngân hàng hỗ trợ vay đến 70% giá trị sản phẩm, ưu đãi lên đến 10.5% chiết khấu thanh toán sớm. Chính sách giãn xây: chỉ thanh toán phần đất ban đầu, phần xây sẽ trả sau 2 năm.
Vinhomes Global Gate	VEF/VIC	0% lãi suất trong 24 tháng đầu, ưu đãi chiết khấu thanh toán sớm lên tới 10%, và 2 năm miễn phí dịch vụ.
Vinhomes Royal Island	VHM/VIC	0% lãi suất cho 24 tháng đầu trên 70% giá trị sản phẩm, chiết khấu ưu đãi thanh toán sớm lên đến 10.5%, lên đến 12% cho khách chuyển về ở sớm, khuyến mại đặc biệt và cam kết cho thuê lên đến 18% trong 3 năm
Vinhomes Green City	VHM	0% lãi suất trong 24 tháng đầu, chiết khấu 3.5% cho KH thanh toán chuẩn, 7.5% cho KH thanh toán sớm và lãi suất 11%/năm cho số ngày thanh toán trước hạn; chính sách giãn xây trong 2 năm.
Vinhomes Golden City	VHM	Vay NH 70-80% giá trị nhà với lãi suất 0% trong 30-36 tháng; chiết khấu lên tới 7.5% - 13%/năm trên số tiền và số ngày đóng sớm cho khách hàng thanh toán sớm; chính sách giãn xây lên tới 3 năm.
Southgate – The Pearl	NLG	Vay NH 65% với lãi suất 0% trong 24 tháng, miễn phí quản lý 3 năm, chiết khấu 1% cho KH từng mua nhà của NLG. Chiết khấu 8% cho tiến độ thanh toán tiêu chuẩn, 9%-12% cho tiến độ thanh toán nhanh.
Izumi City – Canaria	NLG	Lãi suất 0% trong 2 năm cho 65% giá trị hợp đồng, hoặc chiết khấu 5% giá trị sản phẩm cho KH không vay, miễn phí quản lý 2 năm
The Privé	DXG	Thanh toán 15% có thể nhận nhà, ân hạn nợ gốc đến 60 tháng, thời hạn vay tối đa lên tới 35 năm.
Gladias by the Waters	KDH	Vay NH lãi suất 0% trên 75% giá trị sản phẩm trong 18 tháng; hoặc thanh toán nhanh (đến tháng 10/2025) và nhận hoàn tiền.

Nguồn: Thông tin các dự án, VPBankS Research

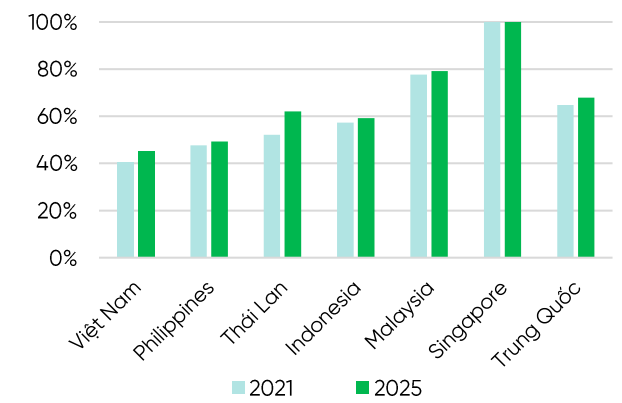
Chúng tôi kỳ vọng khả năng hấp thụ sẽ tiếp tục duy trì tích cực tại các dự án có chính sách bán hàng cạnh tranh. Hiện nay, phần lớn các chủ đầu tư lớn đang phối hợp với ngân hàng thương mại triển khai các gói vay ưu đãi với lãi suất 0% trong 18–36 tháng, đi kèm các chương trình chiết khấu cho khách hàng thanh toán sớm. Theo đó, chúng tôi cho rằng chính sách bán hàng là một trong những yếu tố then chốt thúc đẩy nhu cầu mua nhà, và kỳ vọng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục duy trì các chương trình hỗ trợ này trong năm 2026.

Động lực tăng trưởng dài hạn cho thị trường BĐS được củng cố nhờ kế hoạch giãn dân nội thành và phát triển kinh tế vùng

Hình 20: Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam (%) và số đô thị



Hình 21: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam vẫn còn thấp hơn các quốc gia châu Á khác (dữ liệu năm 2025)



Nguồn: Bộ Xây dựng, UNCTAD, Statista, VPBankS Research

Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam đã tăng từ mức 30.5% vào năm 2010 lên 45% vào năm 2025, và Bộ Xây dựng đặt mục tiêu chỉ tiêu này vượt 50% vào năm 2030. Bên cạnh đó, trong bối cảnh nguồn cung BĐS tại khu vực trung tâm đô thị hạn chế, tăng trưởng dân số đang dần dịch chuyển sang các khu vực ngoại thành và đô thị vệ tinh. Việc sáp nhập tỉnh thành được kỳ vọng sẽ thúc đẩy kinh tế vùng và kéo theo sự gia tăng dân cư trong thời gian tới.

Hà Nội tăng cường triển khai các khu đô thị mới ở khu vực ngoại thành, trong khi TP.HCM đẩy mạnh đầu tư hạ tầng kết nối liên vùng nhằm phục vụ kế hoạch giãn dân

Trong Quy hoạch tổng thể Thủ đô với tầm nhìn 100 năm, Hà Nội dự kiến triển khai năm khu đô thị mới quy mô lớn trong giai đoạn 2026–2035 nhằm giải quyết bài toán giãn dân, với tổng diện tích khoảng 49,700 ha và tổng mức đầu tư ước tính khoảng 4 triệu tỷ đồng. Các dự án bao gồm khu đô thị hai bên Vành đai 4 phía Nam (10,000 ha) phát triển theo mô hình đô thị tích hợp với tỷ lệ nhà ở thấp tầng chiếm chủ đạo; khu đô thị hai bên Vành đai 4 phía Tây (10,000 ha) và khu đô thị phía Bắc (Mê Linh – Đông Anh, 9,000 ha) có tỷ lệ nhà ở cao tầng cao hơn; khu đô thị phía Đông (Gia Lâm, 8,000 ha); và khu đô thị phía Tây (Hòa Lạc, 4,700 ha). Kế hoạch này cho thấy quyết tâm mạnh mẽ trong chiến lược giãn dân và tái cấu trúc không gian đô thị về dài hạn. Chúng tôi nhận thấy quy mô đầu tư và quỹ đất lớn sẽ mở ra dư địa đáng kể cho các chủ đầu tư bất động sản, đặc biệt là nhóm có năng lực triển khai đại đô thị và hệ sinh thái đồng bộ.

UBND TP.HCM và tỉnh Tây Ninh đã thống nhất ưu tiên đầu tư 9 dự án giao thông chiến lược trong giai đoạn 2026–2030, bao gồm các trục động lực và tuyến giao thông quan trọng như cao tốc TP.HCM – Mộc Bài, đường mở mới Tây Bắc, Võ Văn Kiệt nối dài, trục Bình Dương – Tây Ninh (Bàu Bàng – Mộc Bài), cùng các tuyến vành đai và cầu kết nối trọng điểm. Song song đó, TP.HCM tiếp tục phối hợp với các địa phương Đông Nam Bộ

triển khai các công trình kết nối vùng và quốc gia như Vành đai 3, Vành đai 4 TP.HCM. Việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng được kỳ vọng sẽ cải thiện khả năng tiếp cận và rút ngắn thời gian di chuyển giữa TP.HCM và Tây Ninh, qua đó nâng cao sức hấp dẫn của các khu đô thị vệ tinh dọc các trục giao thông mới. Điều này tạo dư địa cho sự phát triển của phân khúc khu dân cư quy mô lớn, khu công nghiệp – logistics và bất động sản phục vụ nhu cầu giãn dân, đồng thời hỗ trợ mặt bằng giá và thanh khoản tại các khu vực hưởng lợi trong trung – dài hạn.

Hạ tầng giao thông hoàn thiện và phát triển kinh tế vùng giúp tăng nhu cầu nhà ở

Hình 22: Một số dự án hạ tầng và các dự án BĐS hưởng lợi

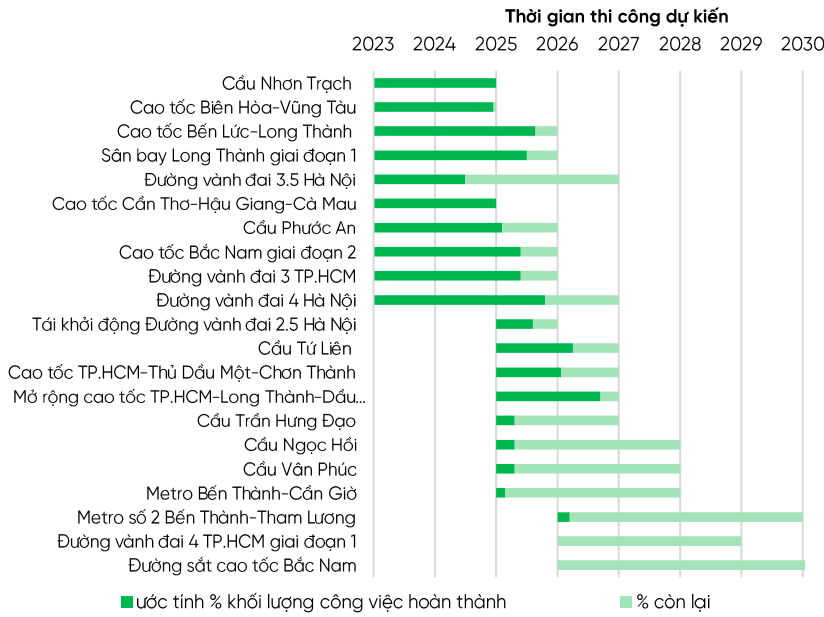
Dự án hạ tầng	Khu vực	Dự án BĐS hưởng lợi
Đường vành đai 3 TP.HCM dự kiến thông xe vào ngày 30/04/2026	Khu Đông TP.HCM (cũ)	Vinhomes Grand Park (VHM), The 9 Stellars (Son Kim Land), MT Eastmark City (Điện Phúc Thành)
	Đồng Nai (Nhơn Trạch)	Elyse Island (NLG), Fiato Airport City (Thang Long Real), DIC Wisteria City (DIG), SwanBay & SwanPark (SwanCity)
	Bình Dương (Dĩ An, Thuận An, Thủ Dầu Một)	Bcons City & Bcons Polygon (Bcons), Picity Sky Park (Pi Group), The Gió Riverside (AGG)
	Tây Ninh (Bến Lức – Long An)	Waterpoint (NLG)
Đường vành đai 4 TP.HCM (dự kiến khởi công đồng loạt vào tháng 9/2026)	Tây Ninh (Bến Lức, Cẩn Đức, Cẩn Giuộc, Đức Hòa – Long An)	Vinhomes Green City, Waterpoint, Lucky City (Novaland), The Sol City (Thắng Lợi Group), T&T City Millennia (T&T Group)
	Bình Dương (Bến Cát, Tân Uyên)	Artisan Park (Gamuda Land), Mega City (Kim Oanh Group), Orchard Hill (CapitaLand)
	Đồng Nai (Nhơn Trạch, Trảng Bom, Long Thành)	Fiato Airport City, Eco Village Saigon River (Ecopark), KDC Tam An (SZL)
	Bà Rịa – Vũng Tàu (Phú Mỹ)	Phú Mỹ Future City (Hung Vượng Holdings)
Sân bay Long Thành GĐ1 (vận hành thương mại trong 2026)	Khu vực Nhơn Trạch và Long Thành (bán kính 10–20km)	Gem Sky World (DXG), Century City (Kim Oanh Group), Khu dân cư D2D Lộc An (D2D), Fiato Airport City, STC Long Thành (STC Golden Land), Tam An
	Khu vực ven sông Đồng Nai	Aqua City (NVL), Elyse Island & Izumi City (NLG)
Đường vành đai 4 Hà Nội (dự kiến thông xe đường song hành vào Q2/26)	Khu Tây (Hoài Đức, Đan Phượng)	Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Smart City, Noble Palace Tây Thăng Long (Sunshine Group), The Phoenix Garden (Hải Phát Land, An Quý Hưng & DIA), Hinode Royal Park (Vietracimex)
	Khu Bắc (Mê Linh)	Mê Linh New City (HUD), Hana Garden (CEO)
	Khu Nam (Thanh Oai, Hà Đông)	The Manor Central Park (Bitexco), Thanh Hà Cienco 5 (Mường Thanh)
	Khu vực Hưng Yên & Bắc Ninh	Vinhomes Ocean Park 2 & 3
Các cầu vượt sông Hồng (dự kiến hoàn thành trong 2027–28)	Cầu Tứ Liên	Vinhomes Global Gate, Sun Grand City Lotus Harbour, Eurowindow River Park
	Cầu Trần Hưng Đạo	Vinhomes Riverside, Le Grand Jardin & Berriver Jardin (BRG), MIPEC Riverside (MIPEC)
	Cầu Thượng Cát, Cầu Hồng Hà	Vinhomes Wonder Park, The Phoenix Garden
	Cầu Mễ Sở	Vinhomes Ocean Park 2 & 3, Ecopark Hưng Yên, Him Lam Thường Tín

Nguồn: Thông tin các dự án, VPBankS Research

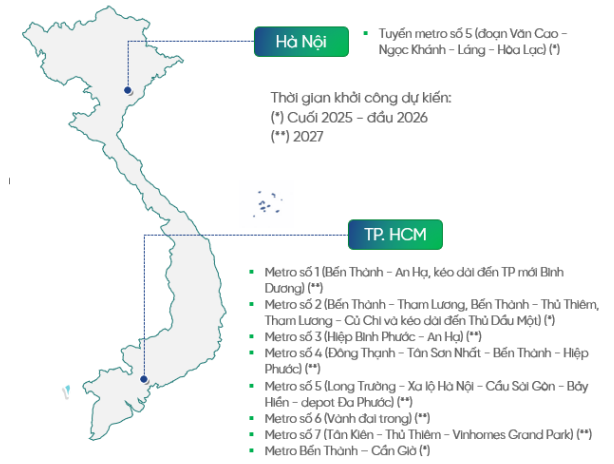
Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản tại các khu vực có hạ tầng sắp hoàn thiện (tham khảo hình 22) sẽ ghi nhận hoạt động sôi động hơn trong thời gian tới.

Chúng tôi cho rằng việc các dự án giao thông trọng điểm dần hoàn thiện sẽ góp phần mở rộng nguồn cung nhà ở thuộc phân khúc trung cấp và vừa túi tiền, do việc cải thiện kết nối giữa trung tâm các thành phố lớn và các khu vực xa hơn không chỉ nâng cao khả năng hấp thụ tại các dự án vùng ven, mà còn khuyến khích các chủ đầu tư triển khai thêm dự án mới tại những khu vực này. Tuy nhiên, để đảm bảo nguồn cung mới được tiêu thụ hiệu quả, các dự án cần hoàn thiện đầy đủ tiện ích nội khu nhằm thu hút người mua về sinh sống.

Hình 23: Tiến độ một số dự án hạ tầng giao thông trọng điểm



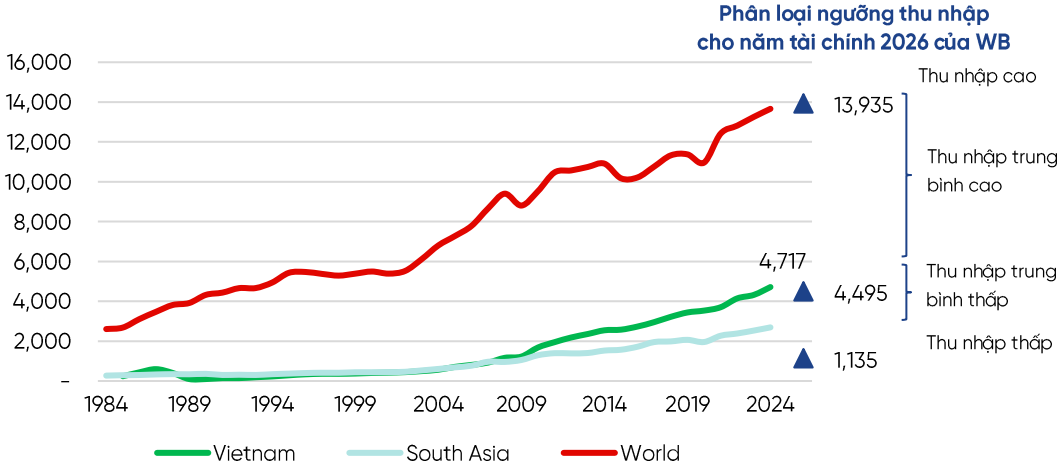
Hình 24: Kế hoạch Metro giai đoạn 2025-27



Nguồn: Bộ Giao thông vận tải, VPBankS Research

Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu cũng góp phần tạo động lực cho nhu cầu mua nhà trong dài hạn

Hình 25: Tổng thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đã đạt đến vùng thu nhập trung bình cao



Nguồn: World Bank, VPBankS Research

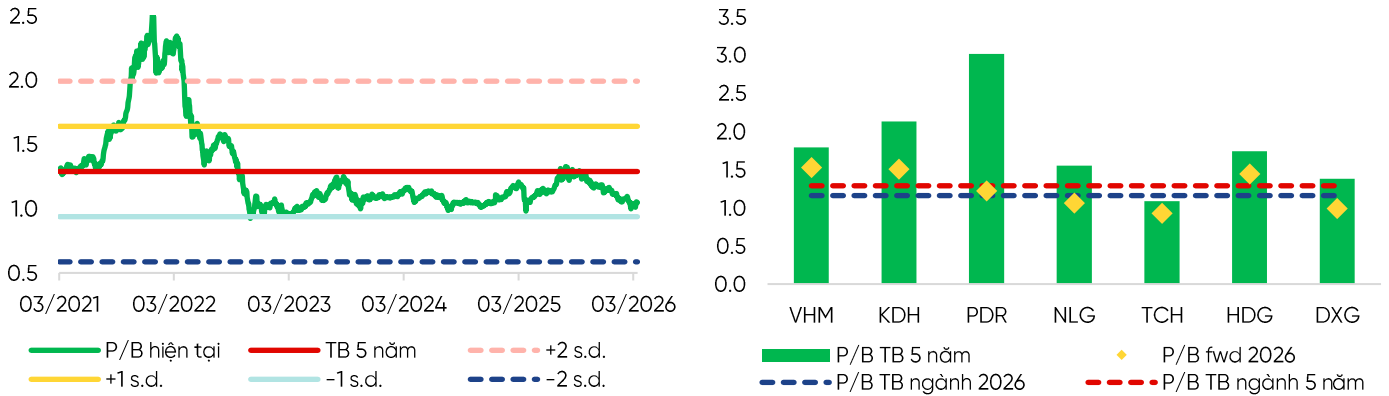
Quá trình chuyển dịch của Việt Nam lên nhóm quốc gia có thu nhập trung bình cao đang góp phần mở rộng tệp khách hàng mua nhà. Theo dữ liệu của World Bank, tổng thu nhập quốc dân trên bình quân đầu người (GNI per capita) đã tăng trưởng với CAGR khoảng 6,4% trong 10 năm qua, qua đó đưa Việt Nam từ nhóm thu nhập trung bình thấp (trong giai đoạn 2008-2023) lên nhóm thu nhập trung bình cao vào năm 2024¹. Sự cải thiện ổn định về sức mua giúp gia tăng số lượng hộ gia đình có khả năng sở hữu bất động sản, hình thành nền tảng nhu cầu dài hạn vững chắc. Nhu cầu thay đổi nhà ở qua đó cũng sẽ

¹: Dữ liệu GNI bình quân đầu người của World Bank hiện mới được công bố đến năm 2024. Để tham khảo xu hướng trong năm 2025, người đọc có thể tham khảo số liệu GDP bình quân đầu người do Bộ Tài chính công bố, đạt 5,026 USD trong năm 2025, tăng từ 4,700 USD trong năm 2024, do hai chỉ tiêu này có xu hướng diễn biến khá tương đồng tại Việt Nam.

có khả năng chống chịu tốt trước biến động ngắn hạn của thị trường, hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ đối với các dự án có vị trí thuận lợi và mức giá hợp lý.

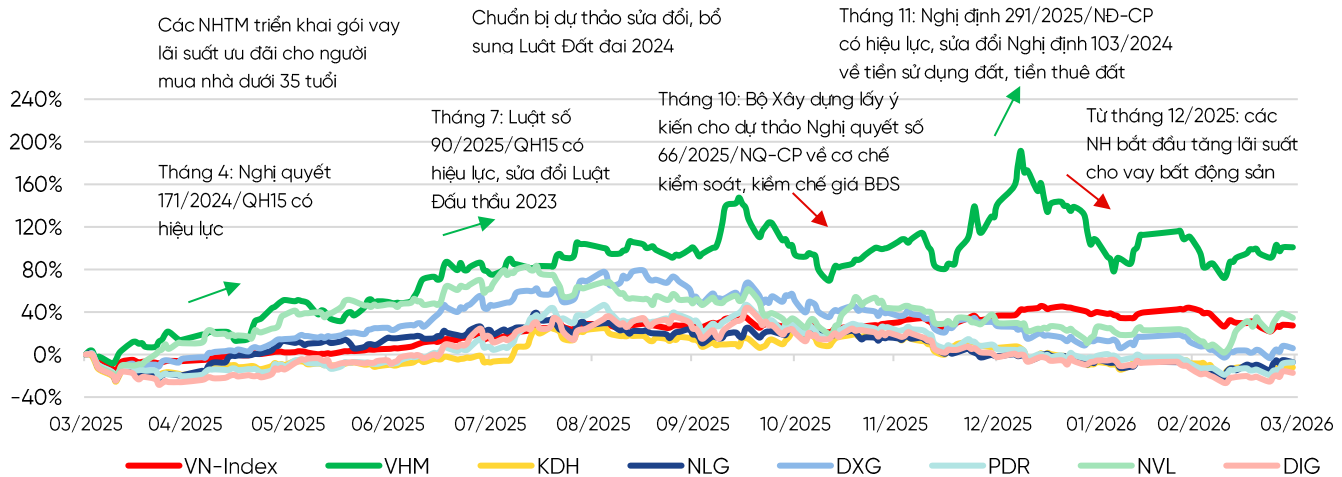
Giá cổ phiếu BĐS dân cư đã được chiết khấu về vùng hấp dẫn

Hình 26: Các cổ phiếu bất động sản dân cư niêm yết Hình 27: P/B fwd 2026 của một số cổ phiếu so với trung bình đang được giao dịch ở mức P/B trong vòng 1 độ lệch 5 năm và trung bình ngành (lần) chuẩn so với trung bình 5 năm



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 28: Diễn biến giá một số cổ phiếu ngành Bất động sản



Nguồn: Fiipro-X, VPBankS Research

Các cổ phiếu bất động sản dân cư niêm yết hiện đang giao dịch quanh vùng định giá hấp dẫn, với P/B nằm trong khoảng +/-1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm. Đáng chú ý, một số cổ phiếu đang có mức P/B dự phóng 2026 thấp hơn hoặc tiệm cận trung bình ngành, bao gồm NLG, TCH, DXG, PDR, cho thấy dư địa re-rating vẫn còn nếu triển vọng kinh doanh được cải thiện rõ nét.

Trong bối cảnh mặt bằng giá cổ phiếu ngành đã điều chỉnh về vùng thấp so với lịch sử, chúng tôi cho rằng dòng tiền sẽ có xu hướng tập trung vào các chủ đầu tư có nền tảng tài chính vững, năng lực triển khai dự án tốt và uy tín thương hiệu đã được kiểm chứng. Theo đó, chúng tôi ưu tiên ba cái tên: KDH, nhờ quỹ đất lớn trong nội đô TP.HCM và mô hình bán hàng sau khi xây thô xong giúp rút ngắn thời gian chờ của người mua; NLG, với quỹ đất khu đô thị phân khúc trung cấp tại các thị trường tăng trưởng nhanh ở phía Nam; và VHM, hưởng lợi từ lợi thế tích lũy quỹ đất sớm, năng lực triển khai pháp lý mạnh, các dự án chủ lực quy mô lớn và khả năng tạo dòng tiền đều đặn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng Khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, phường Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn