

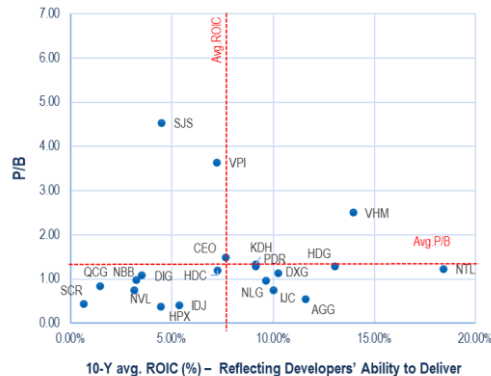
HẠ TỶ TRỌNG

Hiệu suất cổ phiếu của Top 20 nhà phát triển BĐS

Ticker	FY21	FY22-24	F25	YTD
VHM	17.45	-52.78	210.00	19.68
NVL	151	-88.80	28.37	16.10
VPI	79.73	43.99	-3.34	6.09
NBB	84.2	-54.04	-12.56	-6.12
IDJ	248.22	-80.39	-16.67	-6.12
IJC	30.32	-39.19	-7.34	-8.08
HDG	96.5	-28.43	3.41	-8.90
HPX	36.71	-88.60	1.27	-9.52
QCG	70.11	-35.04	31.30	-10.42
SJS	188.73	-13.43	120.64	-11.67
DXG	145.43	-55.43	33.10	-12.94
NTL	78.08	2.14	5.81	-14.51
PDR	125.82	-68.25	-1.89	-15.24
AGG	78.69	-45.91	-7.77	-15.55
NLG	143.59	-42.40	-7.66	-15.78
HDC	212.14	-54.42	1.32	-19.33
CEO	425.19	-78.10	66.37	-21.05
DIG	320.74	-78.57	0.30	-21.39
SCR	131.81	-73.68	32.39	-26.25
KDH	91.4	-15.02	-1.34	-28.21

Nguồn: Bloomberg. YSVN, Dữ liệu tại ngày 25/05

P/B and 10-year average ROIC (%) – Reflecting Developers' Ability to Deliver



Nguồn: Bloomberg. YSVN, Dữ liệu tại ngày 25/05

Chuyên viên phân tích:
Nguyễn Khắc Minh Tâm
 +84 28 3622 6868 ext 3874
tam.nguyen@yuanta.com.vn
 Bloomberg code: YUTA

Sự dịch chuyển chính sách: Hiểu rõ nỗi lo ngại

“Nhà là để ở, không phải để kinh doanh hay tích lũy tài sản.”. Phát biểu mới nhất của Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm càng củng cố một định hướng chính sách rõ ràng hơn: hướng tới sự ổn định của giá nhà và an sinh xã hội, thay vì tiếp tục hỗ trợ cho sự tăng trưởng của thị trường bất động sản nhà ở thương mại (tức nhà ở dân dụng để bán theo cơ chế thị trường).

Chúng tôi không bất ngờ trước tuyên bố này. Các nhà hoạch định chính sách đã tái tập trung vào việc khơi thông nguồn cung và giải quyết các nút thắt pháp lý, giúp hoạt động phê duyệt dự án và tái khởi động các dự án bị trì hoãn phục hồi rõ rệt kể từ năm ngoái. [Số lượng dự án được cấp phép bán hàng đã tăng +89% YoY trong năm 2025.](#) Đây chắc chắn là một xu hướng tích cực, nhưng nó cũng cho thấy dư địa để ban hành thêm các chính sách hỗ trợ bổ sung đang ngày càng hạn hẹp.

Chính sách hỗ trợ tiền tệ cũng đang bị hạn chế. Thị trường bất động sản tiếp tục phụ thuộc lớn vào nguồn vốn ngân hàng, trong khi các ngân hàng lại đối mặt với áp lực thanh khoản và chi phí vốn khi tăng trưởng tín dụng liên tục vượt xa tăng trưởng huy động. Chúng tôi cho rằng bộ đệm dự trữ ngoại hối mỏng cũng làm hạn chế dư địa giảm thêm lãi suất của NHNN.

Do đó, cơ hội từ chính sách đối với thị trường bất động sản nhà ở thương mại đã bị thu hẹp, trong khi rủi ro sụt giảm đang gia tăng, chẳng hạn như: (1) các biện pháp tiềm năng nhằm kiểm soát đầu cơ và giá nhà, (2) tác động của lãi suất và áp lực nguồn vốn lên sức mua, (3) chi phí phát triển dự án ngày càng tăng cao, và (4) chính sách tập trung mạnh mẽ hơn vào an sinh xã hội.

Nhà ở xã hội (NOXH) có thể trở thành một yếu tố cạnh tranh mang tính chọn lọc trong trung hạn. Chính phủ đặt mục tiêu đạt 1 triệu căn NOXH vào năm 2030, đồng nghĩa với nguồn cung hàng năm cần khoảng 200.000 căn, so với mức chỉ khoảng 100.000 căn nhà ở thương mại được cấp phép bán hàng trong năm 2025. Kế hoạch nguồn cung NOXH lũy kế tại TP.HCM đạt gần 200.000 căn tính đến năm 2030 (tương đương khoảng 40.000 căn/năm), trong khi Hà Nội đặt mục tiêu khoảng 120.000 căn (tương đương khoảng 24.000 căn/năm), lớn hơn nhiều khi so với nguồn cung thương mại dự kiến hàng năm khoảng 35.000 - 40.000 căn ở mỗi thành phố.

Tuy nhiên, NOXH sẽ không ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường nhà ở thương mại. Hầu hết các dự án NOXH đều nằm ở khu vực ngoại thành và không thể so sánh trực tiếp với phân khúc nhà ở thương mại tại khu vực trung tâm thành phố. Tác động có thể sẽ chỉ tập trung vào các nhà phát triển bất động sản tư nhân thuộc phân khúc bình dân, nơi các dự án có sự cạnh tranh trực tiếp về vị trí và giá bán.

Chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn từ phân khúc NOXH cho thuê đối với thị trường tư nhân cũng ở mức hạn chế, do nhu cầu dự kiến còn khiêm tốn (Bộ Xây dựng dự báo khoảng 29.000 căn trong 5 năm tới), nguồn cung có xu hướng tập trung gần các khu công nghiệp, và cơ chế tham gia của khu vực tư nhân hiện vẫn chưa rõ ràng.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi là chính sách sẽ phụ thuộc vào tình hình thực tế và sẽ ưu tiên ổn định giá cả thông qua nguồn cung NOXH, thay vì thắt chặt diện rộng đối với thị trường bất động sản nhà ở thương mại trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nếu giá nhà tiếp tục tăng quá nóng, thông điệp chính sách gần đây có thể sẽ chuyển dịch sang một lập trường chính sách chính thức và mang tính thắt chặt hơn.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

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

Thông điệp chính sách: Chưa thắt chặt ngay, nhưng định hướng đã rõ.

Câu hỏi chính hiện tại không còn là liệu các nhà hoạch định chính sách có muốn quản lý thị trường bất động sản hay không, mà là họ sẵn sàng thắt chặt các quy định pháp lý ở mức độ quyết liệt và nhanh chóng đến đâu.

Một cách lý giải lạc quan về các phát biểu gần đây của Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm có thể là: trọng tâm chính sách đang hướng vào việc đẩy mạnh phát triển NOXH và ngăn chặn việc trục lợi từ các chính sách ưu đãi NOXH, chứ không thắt chặt trực tiếp thị trường nhà ở thương mại.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thông điệp này khi mở rộng ra vẫn cần được phân tích kỹ lưỡng. Ông Tô Lâm đã nhấn mạnh rằng nhà ở về cơ bản gắn liền với an sinh xã hội, và các nguồn lực cần được phân bổ hiệu quả để phục vụ số đông quần chúng cũng như bảo vệ các nhóm đối tượng yếu thế.

Điều này cho thấy khả năng tiếp cận nhà ở vừa túi tiền và sự ổn định xã hội đang trở thành những ưu tiên chính sách ngày càng quan trọng.

Đáng chú ý, đây không phải là lần đầu tiên ông Tô Lâm bày tỏ sự quan ngại về thị trường bất động sản. Vào tháng 10/2025, ông từng nhận định giá nhà đã tăng cao quá mức và nguồn lực đất đai đang bị sử dụng kém hiệu quả. Tương tự, nguyên Thủ tướng cũng đã liên tục nhấn mạnh trong suốt năm 2025 rằng đà tăng của giá nhà đang vượt quá khả năng chi trả của đại bộ phận người dân.

Định hướng chính sách này cũng có nhiều nét tương đồng với thông điệp về nhà ở của Trung Quốc ở giai đoạn trước. Năm 2016, Tập Cận Bình đã đưa ra thông điệp: “nhà là để ở, không phải để đầu cơ”, đồng thời nhấn mạnh hệ thống nhà ở đa kênh và phát triển mạnh mẽ hơn thị trường nhà cho thuê.

Bất chấp những tín hiệu sớm này, thị trường bất động sản Trung Quốc vẫn tiếp tục mở rộng thêm nhiều năm sau đó, với giá nhà vẫn tăng bình quân khoảng 8% mỗi năm trong giai đoạn 2017 - 2020 khi tình trạng lạm dụng đòn bẩy và dư cung ngày càng trầm trọng. Hệ quả là Bắc Kinh đã phải áp dụng các biện pháp can thiệp nghiêm khắc hơn nhiều sau đó, bao gồm chính sách “Ba lần ranh đỏ”, khơi mào cho một cuộc khủng hoảng thanh khoản kéo dài trên toàn ngành.

Chúng tôi không loại trừ khả năng các thông điệp chính sách gần đây của Việt Nam có thể chuyển dịch thành một lập trường quản lý thắt chặt hơn, đặc biệt là nếu giá nhà có dấu hiệu tăng nóng trở lại một cách rõ rệt. Đồng thời, một môi trường thị trường thận trọng và được quản lý chặt chẽ hơn xét cho cùng có thể hỗ trợ ngành phát triển lành mạnh và bền vững hơn trong dài hạn.

Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp Việt Nam tránh được chu kỳ mất cân bằng nghiêm trọng như những gì Trung Quốc đã trải qua.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

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

Ratings Definitions

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

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

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

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

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

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

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

Global Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845

Tel: +822 3770 3454

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

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

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

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

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

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

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

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

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

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

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

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

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

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

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

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

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

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

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

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

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

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

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

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

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

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn