

Cập nhật Ngành Bất động sản Nhà ở – Q2/2026

15 doanh nghiệp phát triển bất động sản nhà ở niềm yết

Cập nhật Quý 2/2026 · Số liệu kết quả kinh doanh đến 30/06/2026 · Số liệu thị trường & giá cổ phiếu đến 14/08/2026

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Q2/2026, nhóm 15 doanh nghiệp bất động sản nhà ở niềm yết ghi nhận lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ **29.815 tỷ đồng (+265% so cùng kỳ)** – nhưng con số tổng dễ gây hiểu nhầm. Tăng trưởng tập trung gần như tuyệt đối ở **VHM và KSF**, hai mã chiếm **90,6%** lợi nhuận toàn nhóm. Ở 13 doanh nghiệp còn lại, lợi nhuận từ **hoạt động cốt lõi chỉ đạt 312 tỷ đồng** trên doanh thu 6.213 tỷ, tương đương **9,0% lợi nhuận trước thuế 3.465 tỷ**; phần lớn còn lại đến từ **thoái vốn và bán buôn dự án** – KDH ghi nhận 896 tỷ từ chuyển nhượng Bình Trưng Mới, NVL 1.039 tỷ từ thoái vốn Ngôi Nhà Mega, PDR 473 tỷ từ Tam Hiệp và Serenity Phước Hải. **6/15 doanh nghiệp có lợi nhuận cốt lõi âm** trong quý. Nguyên nhân nằm ở thị trường nền: lãi suất vay mua nhà phổ biến **12–14%/năm** (thả nổi 15–16%), tỷ lệ hấp thụ Hà Nội rơi về **68%** từ 98% cùng kỳ, và giá căn hộ thứ cấp Hà Nội **giảm 3,2% so quý trước** – đợt giảm đầu tiên kể từ 2022. TCBS Research cho rằng trong giai đoạn này **chất lượng lợi nhuận là chỉ báo quan trọng hơn tốc độ tăng trưởng**, và mặt bằng P/E trượt của ngành đang bị bóp méo bởi các khoản lãi một lần. Tuy nhiên, định giá theo P/B của nhiều doanh nghiệp đã về **vùng rẻ quanh giá trị sổ sách** – kể cả các doanh nghiệp đầu ngành có chất lượng tài sản tốt – mở ra **cơ hội tích lũy cho nhà đầu tư dài hạn**. TCBS Research nhận định nhà đầu tư có thể cân nhắc các doanh nghiệp tốt, tài chính lành mạnh với định giá rẻ như **TCH, KDH, NLG** hay những doanh nghiệp tăng trưởng mạnh với quỹ đất lớn như **VHM**.

ĐIỂM NHẤN

- 01 Lợi nhuận toàn nhóm bật mạnh**
LNST cổ đông mẹ Q2/2026 đạt **29.815 tỷ đồng (+265%)**; lũy kế 6 tháng **57.465 tỷ**, gấp **5,2 lần** cùng kỳ. **11/15** doanh nghiệp tăng trưởng so cùng kỳ.
- 02 Nguồn cung hồi phục mạnh nhất 6 năm**
Hà Nội mở bán **16.600 căn hộ** trong 6T/2026 – cao nhất kể từ 2020; TP.HCM Q2 đạt **6.537 căn (+56,1%** so quý trước) nhờ nguồn cung khu vực Bình Dương cũ.
- 03 Bảng cân đối phân hóa rất rõ**
TCH **không vay nợ**, DIG và NLG ở trạng thái **tiền rủng**; ngược lại NVL nợ rủng **48.859 tỷ (74,9% vốn chủ)** và VPI **119,5%** vốn chủ.
- 04 Khung pháp lý chuyển động mạnh**
Nghị quyết 21-NQ/TW (29/7/2026) thay Nghị quyết 18, định hướng sửa Luật Đất đai – trình Quốc hội **tháng 8/2026**, dự kiến thông qua **tháng 10/2026**.

CẦN THEO DÕI

- 01 Chất lượng lợi nhuận suy giảm – lợi nhuận lõi suy giảm**
Nhóm 13 doanh nghiệp ngoài VHM và KSF: lợi nhuận cốt lõi **312 tỷ** so với lợi nhuận trước thuế **3.465 tỷ** – chỉ **9,0%**. Sáu mã có lợi nhuận cốt lõi âm: KDH (–53 tỷ), PDR (–233 tỷ), DIG, HDC, AGG, NTL.
- 02 P/E trượt bị bóp méo bởi lợi nhuận một lần**
Các khoản lãi thoái vốn không lặp lại kéo P/E trượt xuống mức thấp giả tạo – **AGG 3,1 lần** (48% lợi nhuận 12 tháng đến từ riêng Q2/2026), **HDC 4,1 lần**. Định giá theo lợi nhuận trượt vì thế dễ dẫn tới kết luận sai.
- 03 Sức cầu chưa cải thiện, giá thứ cấp bắt đầu điều chỉnh**
Tỷ lệ hấp thụ Hà Nội **68%** (98% cùng kỳ), TP.HCM **73%** (88%). Giá căn hộ thứ cấp Hà Nội **giảm 3,2%** về 62,4 triệu đồng/m² – lần giảm đầu tiên kể từ 2022, khi các khoản vay 2024 chuyển sang lãi suất thả nổi.
- 04 Mức độ tập trung lợi nhuận cực cao**
Riêng VHM chiếm **75,7%** và cùng KSF chiếm **90,6%** lợi nhuận toàn nhóm; VHM cũng chiếm **71,4%** vốn hóa. Loại hai mã này, bức tranh ngành khác hẳn bề mặt số liệu tổng.

QUY MÔ & THỊ TRƯỜNG

Vốn hóa nhóm theo dõi	784.889 tỷ đồng
Số doanh nghiệp theo dõi	15 mã
Căn hộ mở bán Hà Nội 6T/2026	16.600 căn
Lãi suất vay mua nhà	12–14 %/năm

KẾT QUẢ Q2/2026

Doanh thu thuần	69.832 tỷ đồng
Lợi nhuận cốt lõi	39.848 tỷ đồng
Lợi nhuận trước thuế	41.778 tỷ đồng
LNST cổ đông mẹ	29.815 tỷ · +265%

ĐỊNH GIÁ & CHẤT LƯỢNG

P/B trung vị	1,0 lần
Lợi nhuận cốt lõi / LNST · 13 mã	9,0 %
Số mã có lợi nhuận cốt lõi âm	6 / 15
Tỷ trọng VHM + KSF trong LNST	90,6 %

1. Tổng quan thị trường

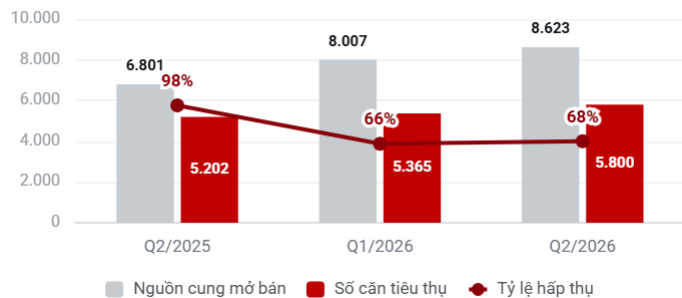
Thị trường nhà ở Việt Nam bước vào nửa cuối 2026 với một nghịch lý: **nguồn cung hồi phục mạnh nhất 6 năm nhưng sức cầu tiếp tục suy yếu**. Nguồn cung mới tập trung gần như toàn bộ ở phân khúc trung và cao cấp, giữ giá sơ cấp neo cao, trong khi lãi suất vay mua nhà ở vùng đỉnh hai năm bào mòn khả năng chi trả. Hệ quả là tỷ lệ hấp thụ rơi về vùng thấp nhất kể từ 2023 và thị trường thứ cấp Hà Nội ghi nhận đợt giảm giá đầu tiên sau ba năm tăng liên tục.

MỞ BÁN 6T/2026 · HÀ NỘI	TỶ LỆ HẤP THỤ · HÀ NỘI	GIÁ SƠ CẤP · HÀ NỘI	GIÁ THỨ CẤP · HÀ NỘI
16.600 căn	68 %	98,8 triệu đ/m²	-3,2 %
cao nhất kể từ 2020	từ 98% cùng kỳ 2025	+13,1% so quý trước	giảm lần đầu kể từ 2022

1.1. Nguồn cung hồi phục nhưng lệch mạnh về phân khúc cao cấp

- Hà Nội — nguồn cung cao nhất 6 năm** — Quý 2/2026 ghi nhận **8.623 căn** mở bán mới (+26,8% so cùng kỳ, +7,7% so quý trước), đưa lũy kế 6 tháng lên **16.600 căn**, mức cao nhất kể từ 2020. Đáng chú ý, **toàn bộ dự án mở bán mới đều thuộc phân khúc trung và cao cấp**; đây là quý thứ hai liên tiếp thị trường không có sản phẩm nào dưới 67,6 triệu đồng/m².
- TP.HCM — nguồn cung bật mạnh nhờ vùng ven** — Nguồn cung mới đạt **6.537 căn** (+6,0% so cùng kỳ, +56,1% so quý trước), trong đó khoảng **80% đến từ khu vực Bình Dương cũ**. Đây là yếu tố giúp giải tỏa phần nào tình trạng thiếu hụt sản phẩm dưới 67,6 triệu đồng/m² tại TP.HCM sau sáp nhập.
- Lượng tiêu thụ tăng nhưng chưa theo kịp nguồn cung** — Số căn tiêu thụ đạt **5.800 căn** tại Hà Nội (+8,1% so quý trước; +11,5% so cùng kỳ) và **4.772 căn** tại TP.HCM (+62,8% so quý trước nhưng -20,9% so cùng kỳ).
- Tỷ lệ hấp thụ ở vùng thấp** — Hấp thụ nhích lên **68%** tại Hà Nội và **73%** tại TP.HCM (từ 66% và 70% trong Q1/2026), nhưng vẫn thấp hơn rất nhiều so với **98% và 88%** của Q2/2025 — thời điểm trước khi mặt bằng lãi suất vay mua nhà đi lên.

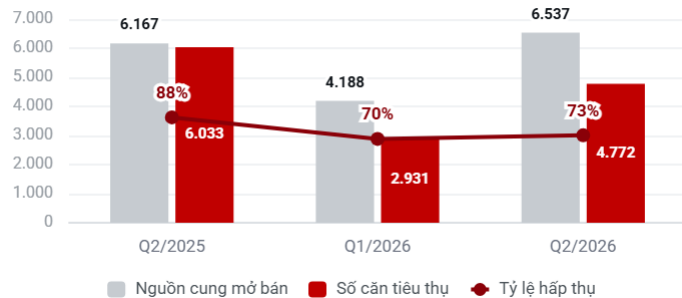
■ Nguồn cung, tiêu thụ & tỷ lệ hấp thụ — Hà Nội



Nguồn: CBRE, HSC, TCBS tổng hợp

Tỷ lệ hấp thụ theo công bố của CBRE. Số căn mở bán và tiêu thụ của Q2/2025 và Q1/2026 do TCBS suy ra từ tốc độ tăng trưởng công bố, có thể sai lệch nhẹ so với số gốc.

■ Nguồn cung, tiêu thụ & tỷ lệ hấp thụ — TP.HCM

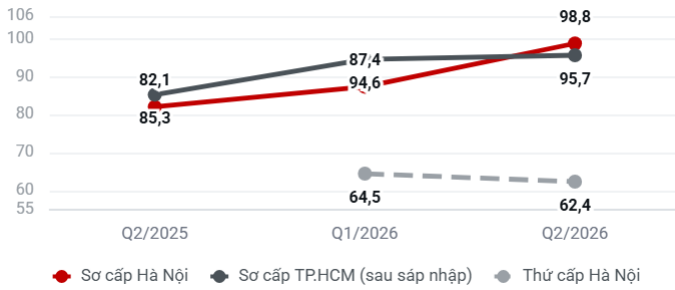


Nguồn: CBRE, HSC, TCBS tổng hợp

1.2. Giá sơ cấp tiếp tục tăng, thứ cấp Hà Nội quay đầu giảm

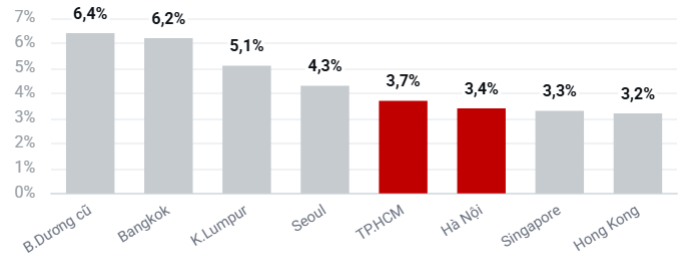
- Giá sơ cấp neo cao do cơ cấu sản phẩm** — Giá bán sơ cấp bình quân Hà Nội tăng **13,1% so quý trước** và **20,3% so cùng kỳ** lên **98,8 triệu đồng/m²** — cao hơn mặt bằng TP.HCM trước sáp nhập theo ghi nhận của HSC. Vùng TP.HCM sau sáp nhập, tức phạm vi thống kê đã gồm cả Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu, đạt **95,7 triệu đồng/m²** (+1,1% so quý trước, +12,2% so cùng kỳ). Hai con số này **khác phạm vi địa lý nên không so trực tiếp với nhau**; điểm chung là mức tăng ở cả hai thị trường phản ánh **cơ cấu nguồn cung dịch lên cao cấp** hơn là sức cầu cải thiện.
- Thị trường thứ cấp Hà Nội xuất hiện đợt giảm đầu tiên từ 2022** — Giá căn hộ thứ cấp giảm **3,2% so quý trước** xuống **62,4 triệu đồng/m²**, chấm dứt chuỗi tăng nóng kéo dài ba năm. Hai nguyên nhân chính: **(1)** các khoản vay mua nhà giải ngân năm 2024 chuyển sang lãi suất thả nổi trong 2026, đẩy chi phí trả nợ lên **14–15%/năm** và buộc một bộ phận nhà đầu tư dùng đòn bẩy phải bán hạ giá; **(2)** nguồn cung sơ cấp dồi dào đi kèm chính sách ưu đãi mạnh khiến hàng thứ cấp mất lợi thế cạnh tranh.
- Chủ đầu tư giữ giá niêm yết, cạnh tranh bằng chính sách bán hàng** — Thay vì hạ giá trực tiếp, các chủ đầu tư đẩy mạnh hỗ trợ tài chính: **The Privé (DXG)** hỗ trợ 100% lãi suất 24 tháng đầu, trần lãi vay 9,9% cho 36 tháng tiếp theo, ân hạn gốc tới 60 tháng; **Gladia Heights (KDH)** cho phép thanh toán 10% tới khi nhận nhà; **Monrei Saigon (PDR)** áp dụng mức 15%. Về bản chất đây là **hình thức hỗ trợ giá**: giữ được giá niêm yết nhưng phát sinh chi phí tài chính và kéo dài vòng quay dòng tiền, áp lực sẽ hiện lên biên lợi nhuận khi bàn giao 2027–2028.

■ Giá bán bình quân sơ cấp & thứ cấp · triệu đồng/m²



Nguồn: CBRE, HSC, TCBS tổng hợp · Quy đổi từ USD theo tỷ giá 26.000 đồng/USD · Chuỗi TP.HCM là vùng sau sáp nhập (gồm Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu), không so trực tiếp với Hà Nội

■ Tỷ suất sinh lời cho thuê nhà ở – so sánh khu vực

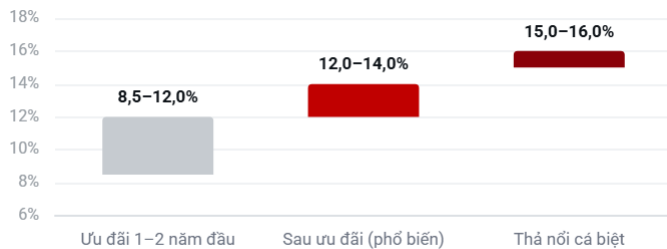


Nguồn: CBRE, HSC · số liệu 2025

1.3. Lãi suất vay mua nhà – nút thắt lớn nhất của chu kỳ này

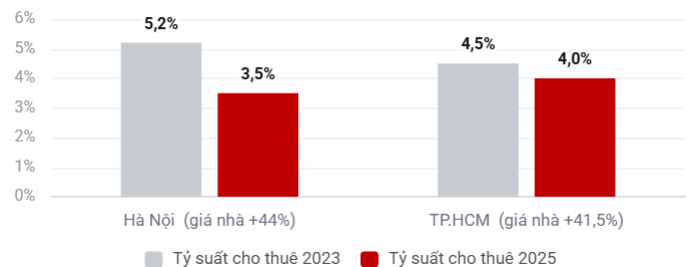
- **Mặt bằng lãi suất ở vùng đỉnh hai năm** – Lãi suất vay mua bất động sản phổ biến **12–14%/năm**, một số khoản thả nổi đã lên **15–16%/năm**. Lãi suất ưu đãi 1–2 năm đầu vẫn ở vùng **8,5–12%/năm** tùy ngân hàng, nhưng chênh lệch lớn giữa mức ưu đãi và mức thả nổi tạo **cú sốc chi phí** cho người vay khi hết kỳ ưu đãi.
- **Tỷ suất sinh lời cho thuê bị nén, làm suy yếu cầu đầu tư** – Giá nhà sơ cấp tăng **44%** tại Hà Nội và **41,5%** tại TP.HCM kể từ 2023, vượt xa tốc độ tăng giá thuê. Tỷ suất cho thuê nén về **3,4–3,5%** tại Hà Nội và **3,7–4,0%** tại TP.HCM – thấp hơn đáng kể Bangkok (6,2%) và Kuala Lumpur (5,1%), và **thấp hơn nhiều lãi suất vay**. Với nhóm nhà đầu tư đóng góp **50–60%** khối lượng giao dịch, đây là lực cản trực tiếp lên hấp thụ.
- **Định hướng điều hành đã cân bằng hơn** – Ngân hàng Nhà nước kêu gọi các ngân hàng thương mại giảm lãi suất huy động và cho vay, đồng thời duy trì hỗ trợ thanh khoản. Kịch bản cơ sở là **lãi suất dần ổn định trong nửa cuối 2026** khi thanh khoản hệ thống cải thiện và giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh. Tuy vậy, **thời điểm và mức độ giảm của chi phí vay thực tế vẫn chưa chắc chắn**.

■ Lãi suất vay mua nhà – ưu đãi vs sau ưu đãi



Nguồn: TCBS khảo sát & tổng hợp · tháng 8/2026

■ Tỷ suất cho thuê 2023 vs 2025



Nguồn: CBRE, HSC, TCBS tổng hợp

1.4. Triển vọng nửa cuối 2026 – nguồn cung tiếp tục mở rộng, hấp thụ còn yếu

- **Nguồn cung dự kiến tăng tiếp** – CBRE dự báo cả năm 2026 có khoảng **39.000 căn** mở bán tại Hà Nội và **43.000–45.000 căn** tại TP.HCM, vẫn tập trung ở phân khúc cao cấp và hạng sang. Áp lực dòng tiền buộc các chủ đầu tư tiếp tục mở bán ngay cả khi hấp thụ yếu.
- **Giá sơ cấp đi ngang, giá thứ cấp còn giảm** – Chủ đầu tư nhiều khả năng **giữ giá niêm yết** và cạnh tranh bằng ưu đãi, khiến tốc độ tăng giá sơ cấp chững lại. Ngược lại, giá thứ cấp chịu áp lực giảm sâu hơn khi lãi suất neo cao và nguồn cung sơ cấp cạnh tranh trực tiếp.

- **Phân khúc phục vụ nhu cầu ở thực là điểm sáng** — Các dự án có mức giá vừa túi tiền đi kèm gói hỗ trợ tài chính hấp dẫn vẫn giữ được doanh số lành mạnh. Đợt mở bán **Gladia Heights (KDH)** ngày 1/8/2026 bán được **khoảng 90% trong 500 căn** chào bán, giá trị khoảng **4.000 tỷ đồng**, giá bình quân 100–110 triệu đồng/m² — cho thấy cầu vẫn hiện hữu ở đúng sản phẩm và đúng mức giá.
- **Hạ tầng và nâng cấp hành chính mở rộng không gian phát triển** — Đồng Nai lên thành phố trực thuộc Trung ương từ **30/4/2026**, Bộ Chính trị đồng ý chủ trương thành lập Thành phố Quảng Ninh. Loạt dự án hạ tầng đang triển khai — Vành đai 3 TP.HCM (hoàn thành cuối 2026), cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh (khởi công 12/4/2026), các tuyến metro TP.HCM — hỗ trợ trực tiếp quỹ đất vùng ven của NVL (Aqua City), NLG (Izumi City), DXG (Gem Sky World), VHM (Global Gate Hạ Long, Green Paradise) và HDC (The Light City).

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH

Chu kỳ hiện tại **khác về bản chất** so với giai đoạn khó khăn 2022–2023. Khi đó vấn đề là **pháp lý và thanh khoản của chủ đầu tư**; lần này pháp lý đang được tháo gỡ và nguồn cung đã hồi phục, nhưng điểm nghẽn chuyển sang **khả năng chi trả của người mua**. Đây là loại vấn đề chỉ có thể giải quyết bằng một trong ba con đường: lãi suất vay hạ xuống, thu nhập hộ gia đình tăng lên, hoặc giá nhà điều chỉnh. Trong ngắn hạn, con đường khả dĩ nhất là **lãi suất hạ nhiệt** — điều mà kịch bản cơ sở đặt vào nửa cuối 2026 nhưng chưa có mốc thời gian chắc chắn.

Vì vậy, TCBS Research cho rằng nhà đầu tư nên đánh giá doanh nghiệp trong ngành theo **khả năng bán được hàng ở phân khúc nhu cầu thực** và **sức chịu đựng của bảng cân đối**, thay vì theo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kế toán của một quý đơn lẻ.

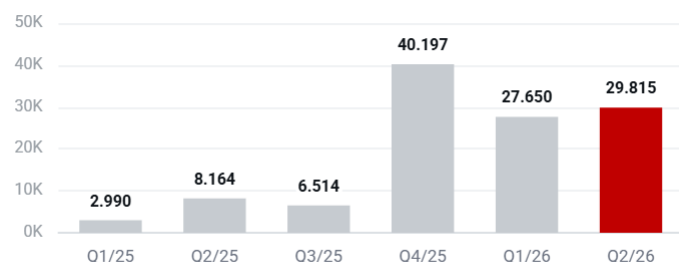
2. Kết quả kinh doanh Q2/2026

Nhìn vào con số tổng, Q2/2026 là một quý rực rỡ của ngành bất động sản nhà ở: doanh thu **69.832 tỷ đồng**, lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ **29.815 tỷ đồng (+265% so cùng kỳ)**, lũy kế 6 tháng gấp **5,2 lần** cùng kỳ. Nhưng bức tranh đổi hẳn khi tách hai yếu tố: **mức độ tập trung** và **nguồn gốc lợi nhuận**. Riêng VHM chiếm 75,7% và cùng KSF chiếm **90,6%** lợi nhuận toàn nhóm; còn ở 13 doanh nghiệp vừa và nhỏ, lợi nhuận gần như không đến từ hoạt động bàn giao cốt lõi.

2.1. Lợi nhuận toàn nhóm bật mạnh nhưng tập trung ở hai doanh nghiệp

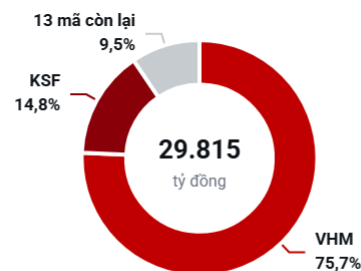
- **Lợi nhuận quý cao thứ hai lịch sử ngành** — LNST cổ đông mẹ đạt **29.815 tỷ đồng**, chỉ sau mức đỉnh 40.197 tỷ của Q4/2025. Lũy kế 6T/2026 đạt **57.465 tỷ** so với 11.154 tỷ cùng kỳ.
- **Tăng trưởng lan tỏa về số lượng nhưng không về quy mô** — **11/15** doanh nghiệp tăng trưởng so cùng kỳ, nhưng phần đóng góp tuyệt đối gần như toàn bộ đến từ VHM (**22.583 tỷ, +200,8%**) và KSF (**4.416 tỷ**, từ nền rất thấp 37 tỷ). Tổng lợi nhuận của **13 doanh nghiệp còn lại chỉ 2.816 tỷ** — bằng 9,4% toàn nhóm.
- **VHM tăng trưởng thực chất nhờ bán buôn quy mô lớn** — Doanh thu 52.722 tỷ (+177,8%), biên lãi gộp **65,9%**, lợi nhuận cốt lõi 33.681 tỷ — **vượt cả lợi nhuận trước thuế**, tức lợi nhuận đến từ hoạt động kinh doanh chứ không phải khoản mục tài chính. Động lực là ghi nhận doanh thu bán buôn tại Green Paradise và Ocean Park 2&3.
- **Bốn doanh nghiệp giảm lợi nhuận** — NLG (–44,4%), DXG (–34,6%), HDC (–25,9%) và CEO (–17,3%), chủ yếu do **thời điểm bàn giao** rơi vào nửa cuối năm chứ không phải suy giảm nền tảng.

■ LNST cổ đông mẹ toàn nhóm theo quý · tỷ đồng



Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

■ Cơ cấu LNST cổ đông mẹ Q2/2026



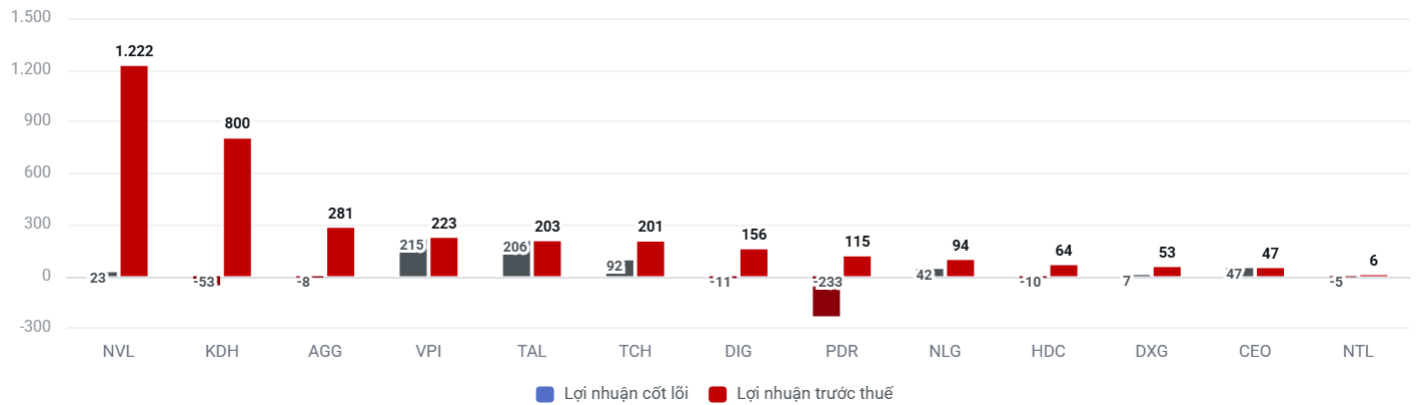
Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp, TCBS tính toán

2.2. Chất lượng lợi nhuận – doanh thu từ bàn giao nhà giảm mạnh, lãi đến từ thoái vốn

Đây là phát hiện quan trọng nhất của quý. Nếu tách **lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi** (lãi gộp trừ chi phí bán hàng và quản lý, chưa tính hoạt động tài chính) khỏi lợi nhuận trước thuế, khoảng cách giữa hai con số cho thấy phần lợi nhuận đến từ **ngoài hoạt động kinh doanh chính** – chủ yếu là lãi thoái vốn công ty con, chuyển nhượng dự án và thu nhập tài chính.

LỢI NHUẬN CỐT LÕI · 13 MÃ	LNTT · 13 MÃ	TỶ LỆ LỖI / LNTT	SỐ MÃ LỖI ÂM
312 tỷ đồng trên doanh thu 6.213 tỷ	3.465 tỷ đồng gấp 11,1 lần lợi nhuận cốt lõi	9,0 % 91% đến từ ngoài hoạt động chính	6 / 15 KDH, PDR, DIG, HDC, AGG, NTL

- Ba thương vụ giải thích phần lớn lợi nhuận nhóm vừa – KDH ghi nhận 896 tỷ đồng lãi tài chính từ chuyển nhượng quyền kiểm soát CTCP Bất động sản Bình Trung Mới, trong khi hoạt động cốt lõi lỗ 53 tỷ. NVL ghi nhận 1.039 tỷ từ thoái toàn bộ 99,93% cổ phần Công ty Ngôi Nhà Mega, còn lợi nhuận cốt lõi chỉ 23 tỷ. PDR ghi nhận 473 tỷ từ thoái vốn Tam Hiệp và Serenity Phước Hải, trong khi cốt lõi lỗ 233 tỷ.
- Doanh thu bàn giao sụt mạnh ở nhiều doanh nghiệp lớn – KDH chỉ đạt 161 tỷ doanh thu (-84,7% so cùng kỳ), NLG 415 tỷ (-46,3%), PDR 54 tỷ, NTL 5 tỷ. Nguyên nhân là tiến độ chốt giao dịch và bàn giao chậm lại, đặc biệt ở dòng sản phẩm thấp tầng có giá trị lớn.
- Chi phí bán hàng & quản lý bào mòn biên lợi nhuận – Ở PDR, chi phí bán hàng và quản lý 235 tỷ so với lãi gộp chỉ 2 tỷ; DXG chỉ 356 tỷ so với lãi gộp 363 tỷ, gần như triệt tiêu toàn bộ. Đây là hệ quả trực tiếp của việc duy trì bộ máy bán hàng và các chương trình ưu đãi trong khi doanh số ghi nhận chưa theo kịp.
- Nhóm có lợi nhuận thực chất – Ngoài VHM và KSF, ba doanh nghiệp có lợi nhuận cốt lõi xấp xỉ hoặc vượt lợi nhuận trước thuế: TAL (206/203 tỷ), VPI (215/223 tỷ) và CEO (47/47 tỷ) – lợi nhuận đến từ bàn giao và vận hành thay vì khoản mục một lần.
- Lợi nhuận cốt lõi so với lợi nhuận trước thuế – Q2/2026 · tỷ đồng · 13 doanh nghiệp ngoài VHM và KSF



Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp, TCBS tính toán. Lợi nhuận cốt lõi = lãi gộp - chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp

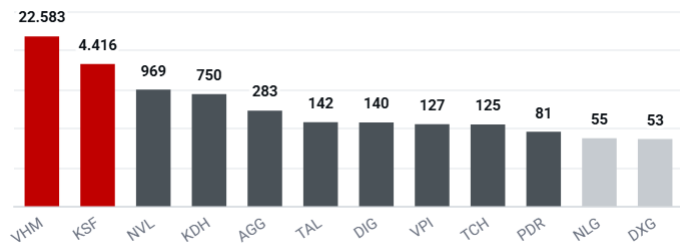
Mã	Khoản mục lợi nhuận ngoài hoạt động cốt lõi trong Q2/2026	LN cốt lõi	LNTT	Chênh lệch
NVL	Thoái toàn bộ 99,93% cổ phần Công ty Ngôi Nhà Mega – ghi nhận 1.039 tỷ	23	1.222	+1.199
KDH	Chuyển nhượng quyền kiểm soát CTCP Bất động sản Bình Trung Mới – 896 tỷ	-53	800	+853
PDR	Thoái vốn dự án Tam Hiệp và Serenity Phước Hải – 473 tỷ	-233	115	+348
AGG	Thu nhập tài chính & khác ngoài hoạt động bàn giao	-8	281	+289
DIG	Thu nhập tài chính & khác ngoài hoạt động bàn giao	-11	156	+167
TCH	Doanh thu tài chính 101 tỷ – chủ yếu lãi tiền gửi trên số dư 4.582 tỷ	92	201	+109
HDC	Thu nhập tài chính & khác ngoài hoạt động bàn giao	-10	64	+74
13 mã	Tổng nhóm ngoài VHM và KSF	312	3.465	+3.153

Nguồn thương vụ: HSC, công bố thông tin doanh nghiệp. Số liệu tài chính: báo cáo tài chính quý, TCBS tính toán. Với AGG, DIG và HDC, TCBS chưa xác định được thương vụ cụ thể nên chỉ ghi nhận phần chênh lệch.

2.3. Phân hóa giữa các doanh nghiệp

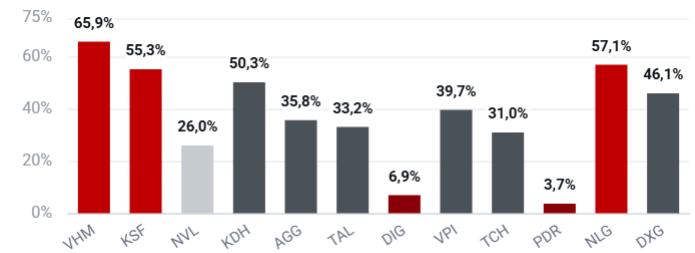
- Biên lãi gộp cách biệt rất lớn** — Từ 3,7% (PDR) và 6,9% (DIG) đến 65,9% (VHM) và 57,1% (NLG). Khoảng cách này phản ánh cơ cấu sản phẩm ghi nhận trong kỳ: bán buôn dự án và sản phẩm cao cấp cho biên cao, trong khi bàn giao hàng tồn cũ hoặc sản phẩm hạ tầng cho biên rất mỏng.
- Nhóm tăng trưởng thực chất** — TAL ghi nhận doanh thu 886 tỷ (+59,1%) với lợi nhuận cốt lõi 206 tỷ, LNST mẹ 142 tỷ (+305,7%); VPI doanh thu 849 tỷ (+373,5%), lợi nhuận cốt lõi 215 tỷ. Cả hai đều có lợi nhuận đến từ bàn giao dự án thực.
- Nhóm chờ điểm rơi bàn giao** — NLG và DXG giảm lợi nhuận do các đợt bàn giao lớn dồn về nửa cuối năm; NLG đã bán vượt kỳ vọng tại Sol Garden, DXG bán hơn 400 căn The Privé trong 6 tháng đầu năm (khoảng 50% quy mô dự án).
- TCH — trường hợp riêng về niên độ** — TCH có niên độ tài chính từ 1/4 đến 31/3, trong khi số liệu tại báo cáo này dùng **quý dương lịch** để so sánh đồng nhất toàn ngành. Theo quý dương lịch, LNST mẹ Q2/2026 đạt 125 tỷ (+228,9%), nhưng lũy kế 6 tháng 206 tỷ lại **thấp hơn** mức 226 tỷ cùng kỳ do nền Q1/2025 cao.

LNST cổ đông mẹ Q2/2026 · tỷ đồng



Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

Biên lãi gộp Q2/2026 · %

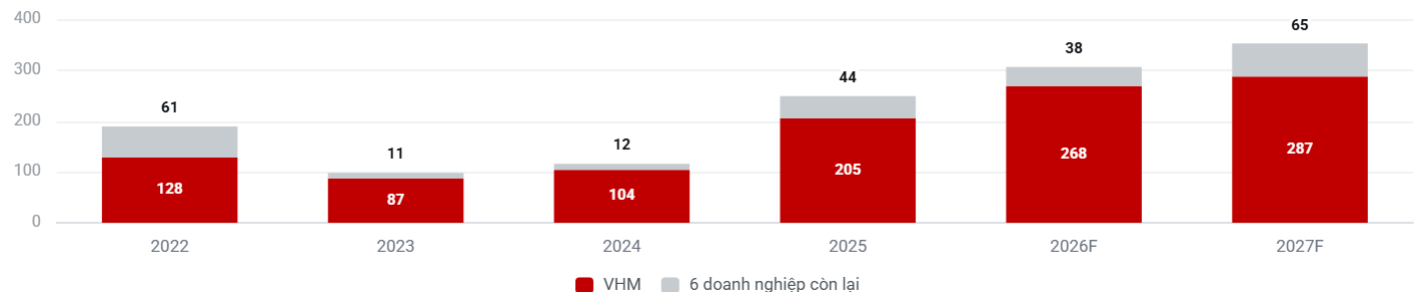


Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp, TCBS tính toán

2.4. Doanh số bán hàng — nguồn thu của các quý tới

- Doanh số bán bất động sản là chỉ báo dẫn dắt tốt hơn doanh thu kế toán** — Doanh thu ghi nhận phản ánh các đợt bán hàng của 2–3 năm trước; doanh số bán mới cho biết lợi nhuận của 2027–2028. Tổng doanh số nhóm theo dõi được dự báo đạt **305.618 tỷ đồng** năm 2026 và **351.991 tỷ** năm 2027, so với 248.986 tỷ năm 2025.
- Nhưng mức độ tập trung còn cao hơn cả lợi nhuận** — VHM chiếm **87,6%** tổng doanh số 2026F (267.795/305.618 tỷ). Sáu doanh nghiệp còn lại cộng lại chỉ khoảng **37.823 tỷ**.
- Backlog lớn nhưng phân bổ không đều** — Giá trị chưa ghi nhận doanh thu của VHM đạt **201,6 nghìn tỷ** cuối Q1/2026 (+68% so cùng kỳ), trong đó bán buôn chiếm khoảng 50%. Ở nhóm vừa, TCH có người mua trả trước **6.116 tỷ** và TAL **4.573 tỷ** — đủ bảo chứng doanh thu vài quý tới.

Doanh số bán bất động sản — nhóm doanh nghiệp theo dõi · nghìn tỷ đồng



Nguồn: Doanh nghiệp công bố, ước tính HSC · TCBS tổng hợp. 2026F–2027F là số dự báo

2.5. Tổng hợp đánh giá theo nhóm

TCBS Research phân 15 doanh nghiệp thành bốn nhóm theo **vị thế quỹ đất, hiệu quả khai thác, năng lực triển khai dự án và sức khỏe tài chính**, có tính tới **thanh khoản cổ phiếu**. Đây là **phân nhóm mang tính mô tả**, không phải khuyến nghị đầu tư và không kèm giá mục tiêu.

NHÓM 1 · QUỸ ĐẤT TRUNG TÂM, TRIỂN KHAI TỐT

KDH · NLG · TCH

Quỹ đất ở vị trí trung tâm, hiệu quả khai thác cao, năng lực triển khai đã được kiểm chứng và tài chính lành mạnh. **NLG** và **TCH** đều ở trạng thái tiền ròng, riêng **TCH không vay nợ tài chính**; **KDH** nắm quỹ đất sạch nội đô TP.HCM và tham gia dự án hạ tầng BT. Lưu ý lợi nhuận cốt lõi Q2/2026 của cả ba còn mỏng (KDH -53 tỷ, TCH 92 tỷ, NLG 42 tỷ) và đòn bẩy của KDH ở mức 68,9% vốn chủ — đây là nhóm dựa trên **chất lượng tài sản và năng lực dài hạn** hơn là kết quả một quý.

NHÓM 2 · OUTLIER CỦA NGÀNH

VHM

Đứng riêng một nhóm. Thị phần lớn nhất ngành: chiếm **75,7%** lợi nhuận và **71,4%** vốn hóa toàn nhóm theo dõi, doanh số bán hàng 2026F chiếm **87,6%**. Hiệu quả kinh doanh vượt trội với biên lãi gộp **65,9%**, ROE **33,8%** và lợi nhuận cốt lõi 33.681 tỷ — vượt cả lợi nhuận trước thuế. Rủi ro chính không nằm ở hoạt động kinh doanh mà **gắn với tập đoàn mẹ Vingroup**: biến động ở cấp tập đoàn có thể ảnh hưởng tới định giá và tâm lý đối với cổ phiếu.

NHÓM 3 · HIỆU QUẢ CAO, THANH KHOẢN THẤP

KSF · TAL

Hiệu quả kinh doanh cao và quỹ đất ở vị trí trung tâm. **KSF** đạt ROE **100,1%** với lợi nhuận cốt lõi bằng 107,0% lợi nhuận trước thuế; **TAL** ROE 19,4%, lãi bằng 101,5% lợi nhuận trước thuế và nợ vay ròng chỉ 29,5% vốn chủ. Hạn chế lớn nhất là **thanh khoản cổ phiếu thấp, chưa mang tính thị trường** — khối lượng giao dịch mỏng khiến việc xây dựng và thoát vị thế khó khăn, đồng thời giá cổ phiếu phản ánh nền tảng cơ bản chậm hơn.

NHÓM 4 · MID-CAP TÍNH ĐẦU CƠ CAO

DXG · DIG · HDC · NTL · PDR · VPI · NVL · AGG · CEO

Tính đầu cơ cao, năng lực triển khai dự án còn hạn chế. Bảy trong chín mã có lợi nhuận cốt lõi quanh 0 hoặc âm trong quý — **PDR -233 tỷ**, DIG -11, HDC -10, AGG -8, NTL -5 — trong khi lợi nhuận công bố chủ yếu đến từ **thoái vốn** (NVL 1.039 tỷ, PDR 473 tỷ). Hai ngoại lệ về lợi nhuận là VPI (lãi 215 tỷ) và CEO (47 tỷ), nhưng **VPI mang đòn bẩy cao nhất nhóm theo dõi** với nợ vay ròng 119,5% vốn chủ.

ĐIỀU GÌ SẼ XÁC NHẬN CHU KỲ ĐÀO CHIỀU

Chỉ báo thuyết phục nhất không phải tăng trưởng lợi nhuận sau thuế, mà là **lợi nhuận cốt lõi dương và tăng trên diện rộng**. Cụ thể, TCBS Research theo dõi ba mốc: **(1)** số doanh nghiệp có lợi nhuận cốt lõi âm giảm từ 6 xuống dưới 3; **(2)** tỷ lệ lợi nhuận cốt lõi trên lợi nhuận trước thuế của nhóm 13 mã hồi phục từ 9% lên trên 50%; **(3)** tỷ lệ hấp thụ tại Hà Nội và TP.HCM vượt trở lại vùng 85%. Khi cả ba chưa xuất hiện, mức tăng lợi nhuận kế toán nên được đọc như **kết quả của hoạt động tái cơ cấu tài sản**, không phải tín hiệu phục hồi nhu cầu.

3. Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

Bảng cân đối của ngành bất động sản nhà ở có đặc thù: **tồn kho chiếm tỷ trọng áp đảo** trong tổng tài sản và được tài trợ bằng hỗn hợp vốn chủ sở hữu, nợ vay và tiền ứng trước của người mua. Trong môi trường lãi suất cao, hai chỉ số quyết định khả năng chống chịu là **mức nợ vay ròng** và **tốc độ quay vòng tồn kho**. Q2/2026 cho thấy sự phân hóa rất mạnh giữa các doanh nghiệp trên cả hai chỉ số này.

TỒN KHO · 10 MÃ LỚN

470.510 tỷ đồng

tài sản lớn nhất bảng cân đối

NỢ RÒNG / VCSH · TRUNG VỊ

24,5 %

phân tán từ -42% đến +120%

SỐ MÃ TIỀN RÒNG

3 / 10

DIG, TCH, NLG

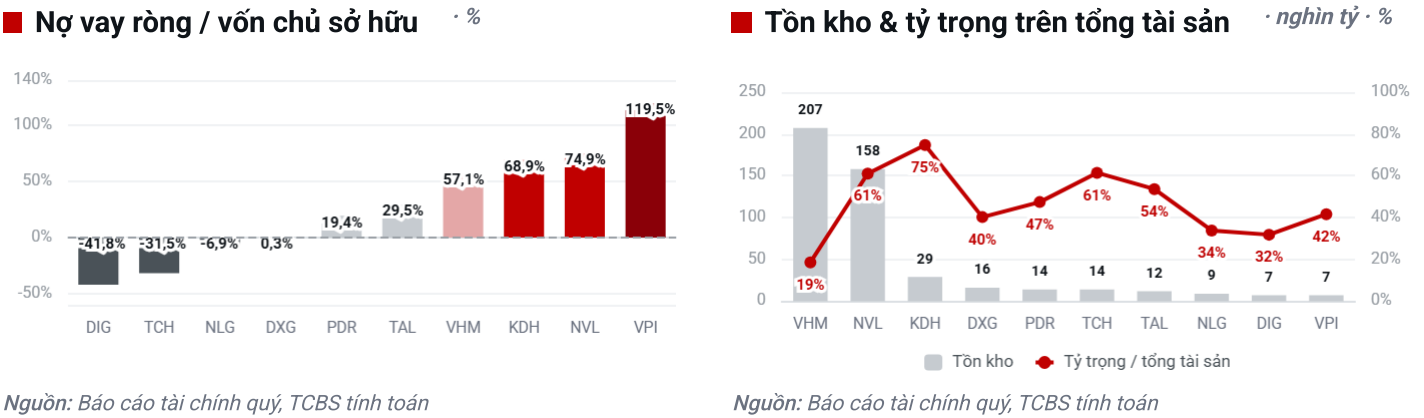
ĐÒN BẰY CAO NHẤT NHÓM

119,5 %

VPI · nợ vay ròng / vốn chủ

3.1. Đòn bẩy tài chính — khoảng cách rất lớn giữa hai đầu

- **Ba doanh nghiệp ở trạng thái tiền ròng** — **DIG** (tiền và tiền gửi 5.575 tỷ so với vay 1.322 tỷ, nợ ròng -41,8% vốn chủ), **TCH** (hoàn toàn không vay nợ tài chính, tiền ròng 4.582 tỷ) và **NLG** (-6,9%). Nhóm này gần như miễn nhiễm với chi phí lãi vay trong chu kỳ hiện tại.
- **Nhóm đòn bẩy cao chịu áp lực trực tiếp** — **VPI** nợ vay ròng 6.847 tỷ trên vốn chủ 5.728 tỷ (**119,5%**); **NVL** 48.859 tỷ trên 65.238 tỷ (**74,9%**); **KDH** 13.769 tỷ trên 19.974 tỷ (**68,9%**). Với KDH, đòn bẩy tăng đáng kể so với mức khoảng 54% cuối Q1/2026, phản ánh việc **tăng vay để tài trợ phát triển dự án** trước chu kỳ bán hàng mới.
- **Đòn bẩy tăng là chuẩn bị chứ chưa phải căng thẳng** — Tồn kho tăng ở hầu hết doanh nghiệp đi kèm nợ vay nhích lên cho thấy các chủ đầu tư **đang vay để phát triển dự án** chuẩn bị cho chu kỳ bán hàng 2026–2027, chứ chưa phải vay để đảo nợ. Rủi ro nằm ở chỗ chu kỳ này **đang bị kéo dài** bởi hấp thụ yếu, khiến chi phí lãi vay tích lũy trong khi dòng tiền bán hàng chưa về.
- **Khả năng trả lãi phân hóa nghiêm trọng** — Hệ số lợi nhuận trước lãi vay trên chi phí lãi vay cho thấy **TAL đạt 7,5 lần** và **VPI 16,0 lần**, trong khi **KDH -2,8 lần**, **PDR -2,3 lần** và **DIG -0,3 lần** — tức lợi nhuận hoạt động không đủ bù chi phí lãi vay, phải dựa vào thoái vốn.



3.2. Tồn kho – tài sản lớn nhất và cũng là rủi ro lớn nhất

- Tồn kho chiếm tỷ trọng áp đảo** – KDH 74,7% tổng tài sản, TCH 61,4%, NVL 61,0%, TAL 53,6%. Với NVL, riêng tồn kho 157.712 tỷ đồng – lớn hơn tổng tài sản của bất kỳ doanh nghiệp nào khác trong nhóm ngoài VHM.
- Tồn kho tăng ở hầu hết doanh nghiệp** – So với cuối Q1/2026: VHM tăng từ 138.885 lên 206.728 tỷ, TAL từ 8.044 lên 11.648 tỷ, NVL từ 154.609 lên 157.712 tỷ, TCH từ 11.604 lên 13.681 tỷ. Đây là dấu hiệu **đẩy mạnh triển khai dự án** – tích cực nếu bán được, và là gánh nặng chi phí vốn nếu không.
- Vòng quay tồn kho ở mức rất chậm** – Số ngày tồn kho của PDR lên tới hơn 13.000 ngày, NVL gần 19.000 ngày, DXG khoảng 2.300 ngày, phản ánh quy mô quỹ đất và dự án dở dang lớn so với tốc độ ghi nhận doanh thu hiện tại. Ngược lại DIG khoảng 719 ngày và NLG 1.588 ngày – thuộc nhóm quay vòng nhanh nhất.
- Tiền ứng trước người mua là nguồn vốn rẻ nhất** – Với TCH, khoản người mua trả trước 6.116 tỷ và TAL 4.573 tỷ vừa là nguồn tài trợ không lãi suất, vừa là **bảo chứng doanh thu** cho các quý tới. Đây là chỉ báo chất lượng cao hơn tồn kho vì đã gắn với hợp đồng bán thực tế.

Mã	Tổng tài sản	Tồn kho	Tồn kho/TTS	Tiền & tiền gửi	Vay tài chính	Nợ vay ròng	Vốn chủ	Nợ ròng/VCSH
VHM	1.110.736	206.728	18,6%	58.974	215.453	156.479	274.005	57,1%
NVL	258.658	157.712	61,0%	24.052	72.911	48.859	65.238	74,9%
KDH	39.471	29.488	74,7%	2.890	16.659	13.769	19.974	68,9%
DXG	39.769	15.985	40,2%	5.106	5.167	61	21.113	0,3%
PDR	28.607	13.556	47,4%	1.701	4.151	2.450	12.610	19,4%
NLG	25.476	8.599	33,8%	6.200	5.196	-1.004	14.544	-6,9%
TCH	22.278	13.681	61,4%	4.582	0	-4.582	14.529	-31,5%
TAL	21.724	11.648	53,6%	2.770	4.708	1.938	6.579	29,5%
DIG	20.486	6.513	31,8%	5.575	1.322	-4.253	10.181	-41,8%
VPI	15.855	6.600	41,6%	552	7.399	6.847	5.728	119,5%
Tổng	1.583.060	470.510	29,7%	112.402	332.966	220.564	444.501	49,6%

Đơn vị: tỷ đồng · số liệu cuối Q2/2026. Nợ vay ròng = vay ngắn hạn + vay dài hạn - (tiền và tương đương tiền + đầu tư tài chính ngắn hạn). Nguồn: báo cáo tài chính quý, TCBS tính toán.

4. Khung pháp lý

Nửa đầu 2026 chứng kiến **mật độ thay đổi chính sách đất đai dày nhất kể từ Luật Đất đai 2024**. Điểm chung của các văn bản mới là hướng tới hai mục tiêu: **tháo gỡ dự án tồn đọng** và **cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở**. Với doanh nghiệp niềm yết, tác động chủ yếu mang tính trung hạn – giúp khơi thông pháp lý dự án và mở rộng dư địa sản phẩm, nhưng chưa giải quyết được điểm nghẽn ngắn hạn là chi phí vay của người mua.

29/07/2026 · BAN CHẤP HÀNH TRUNG ƯƠNG ĐĂNG KHÓA XIV

Nghị quyết 21-NQ/TW — định hướng sửa đổi Luật Đất đai và các luật liên quan

Thay thế Nghị quyết 18-NQ/TW, đặt mục tiêu “quản lý đất đai chặt chẽ, minh bạch, công bằng, bền vững”. Các nội dung tác động trực tiếp tới ngành: **giao đất và cho thuê đất chủ yếu qua đấu giá quyền sử dụng đất hoặc đấu thầu dự án**, bảo đảm bình đẳng giữa khu vực công và tư; **hạn chế tối đa phân lô bán nền tại khu đô thị**; đất xây nhà ở để bán có thời hạn sử dụng lâu dài; có chính sách ưu đãi khuyến khích phát triển **nhà ở cho thuê**. Lộ trình: hoàn thành cơ sở dữ liệu số toàn bộ thửa đất trong **2026**, đo đạc lập bản đồ địa chính **2027**, hoàn thiện hệ thống pháp luật đất đai đến **2030**. Dự thảo luật trình Quốc hội tại kỳ họp không thường lệ **tháng 8/2026** và dự kiến thông qua tại kỳ họp thứ hai **tháng 10/2026**.

24/04/2026 · QUỐC HỘI · HIỆU LỰC 01/05/2026

Nghị quyết 29/2026/QH16 — cơ chế đặc thù xử lý vi phạm đất đai và dự án tồn đọng

Xử lý các vi phạm phát sinh **trước ngày 01/8/2024** và tháo gỡ dự án tồn đọng kéo dài, theo nguyên tắc không hợp thức hóa sai phạm nhưng ưu tiên hoàn thành dự án. Bốn hướng xử lý chính: giấy chứng nhận cấp không đúng quy định có thể **điều chỉnh mục đích sử dụng đất** nếu phù hợp quy hoạch và hoàn thành nghĩa vụ tài chính; vi phạm trong lựa chọn nhà đầu tư hoặc giao đất được **tiếp tục triển khai không cần đấu thầu, đấu giá lại**; trường hợp thu hồi đất không đúng quy định được tiếp tục nếu đáp ứng điều kiện pháp lý, tài chính, quy hoạch; vi phạm mục đích sử dụng đất được tiếp tục sau khi điều chỉnh, **không buộc tháo dỡ công trình**. Quy định xử lý vi phạm áp dụng đến 01/5/2029, quy định gỡ vướng dự án tồn đọng đến 01/5/2031.

DỰ THẢO · BỘ XÂY DỰNG · ĐANG LẤY Ý KIẾN

Nghị quyết thí điểm phát triển nhà ở thương mại giá phù hợp

Hướng tới nhóm thu nhập trung bình (trên 20 triệu đồng/tháng). Nội dung chính: UBND cấp tỉnh bố trí quỹ đất và **giao chủ đầu tư không qua đấu thầu, đấu giá** theo cơ chế tương tự nhà ở xã hội; chủ đầu tư hưởng **lợi nhuận định mức tối đa 15%** tổng vốn đầu tư xây dựng, **không phải bố trí quỹ đất nhà ở xã hội** trong dự án, được huy động vốn linh hoạt hơn và tiếp cận vay ưu đãi; người mua phải là cá nhân trong nước, chỉ được mua một căn và **hạn chế chuyển nhượng tối thiểu 5 năm**. Dự kiến hiệu lực từ ngày ban hành đến hết **28/02/2027**. Lưu ý: **văn bản vẫn ở giai đoạn dự thảo**, nội dung có thể thay đổi.

2026 · CÁC VĂN BẢN KHÁC

Bảng giá đất mới, mã định danh bất động sản và chế tài xử phạt

Bảng giá đất do UBND cấp tỉnh xây dựng và quyết định lần đầu, áp dụng từ **01/01/2026** — ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí tiền sử dụng đất của các dự án mới. **Nghị định 357/2025/NĐ-CP** tích hợp **mã định danh điện tử cho từng bất động sản** vào hệ thống thông tin đất đai quốc gia từ 01/3/2026, tăng tính minh bạch giao dịch. **Nghị định 281/2026/NĐ-CP** hiệu lực **31/8/2026**, sửa đổi quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực đất đai.

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG

Trung hạn tích cực, ngắn hạn hạn chế. Nghị quyết 29/2026/QH16 là bước đi thực chất nhất vì trực tiếp gỡ vướng cho các dự án đang đình trệ — nhóm hưởng lợi rõ nhất là các doanh nghiệp có quỹ đất lớn vướng pháp lý như **NVL, PDR, DIG**. Tuy nhiên danh sách dự án chưa công bố và tiến độ phụ thuộc văn bản hướng dẫn cùng thủ tục hành chính của từng địa phương, nên tác động lên lợi nhuận khó xuất hiện trước 2027.

Với **Nghị quyết 21-NQ/TW**, hai định hướng cần theo dõi kỹ là **siết phân lô bán nền** — bất lợi cho các doanh nghiệp có mô hình bán đất nền vùng ven — và **ưu tiên đấu giá, đấu thầu khi giao đất**, làm tăng chi phí và tính cạnh tranh trong tích lũy quỹ đất mới, qua đó nâng giá trị tương đối của quỹ đất sạch đã tích lũy. Riêng dự thảo nhà ở thương mại giá phù hợp, nếu được ban hành, sẽ tạo dư địa cho các doanh nghiệp đã có kinh nghiệm phân khúc vừa túi tiền như **VHM, NLG và HDC**, dù mức trần lợi nhuận 15% giới hạn biên lợi nhuận so với sản phẩm thương mại thông thường.

5. Bốn dự thảo luật bất động sản

Phần này tổng hợp báo cáo chuyên đề “**Bốn dự thảo luật bất động sản**” do TCBS Research phát hành ngày **24/8/2026**, lọc theo phạm vi nhà ở của báo cáo này. Khác với Phần 4 — các văn bản **đã ban hành** — bốn luật dưới đây vẫn ở giai đoạn **dự thảo**: ba luật được Quốc hội cho ý kiến lần đầu trong tháng 8/2026 và dự kiến biểu quyết thông qua tại kỳ họp **tháng 10/2026**; riêng Luật Đất đai sửa đổi dự kiến có hiệu lực từ **1/3/2027**. Điểm chung của cả bốn là nhằm vào **nút thắt pháp lý làm tắc nguồn cung**, chứ không tác động trực tiếp tới sức mua.

SỐ LUẬT SỬA ĐỒNG THỜI

4 dự thảo

Đất đai · Nhà ở · KDBĐS · đô thị đặc biệt

LUẬT ĐẤT ĐAI · SỐ ĐIỀU SỬA

~65 điều

lấy ý kiến 20/7 – 10/8/2026

DỰ KIẾN THÔNG QUA

10/2026

kỳ họp Quốc hội

LUẬT ĐẤT ĐAI HIỆU LỰC

1/3/2027

sau đó ban hành bảng giá đất mới

5.1. Bốn dự thảo và hướng “cởi trói”

Dự thảo	Nội dung chính	Nhóm hưởng lợi
Luật Kinh doanh BĐS	Siết điều kiện năng lực tài chính của chủ đầu tư, sàn giao dịch và môi giới; minh bạch dữ liệu giá & quy hoạch; luật hóa “nhà có mục đích lưu trú” (condotel, officetel); phân cấp duyệt chuyển nhượng dự án về UBND tỉnh	Chủ đầu tư quy mô lớn, minh bạch
Luật Nhà ở	Luật hóa nhà ở giá phù hợp và nhà cho thuê, hình thành Quỹ nhà ở quốc gia; rút gọn thủ tục dự án, cho phép làm song song và quy hoạch đồng thời; gỡ vướng thế chấp nhà ở hình thành trong tương lai (Điều 183)	Doanh nghiệp phát triển nhà ở thực và nhà ở xã hội
Luật Đất đai	Bỏ cơ chế “giá đất cụ thể”, tính tiền đất theo bảng giá đất cộng hệ số điều chỉnh K; mở rộng đấu giá và đấu thầu đất; cho phép thu hồi phần đất còn lại khi đã thỏa thuận trên 75%	Chủ đầu tư có quỹ đất lớn, khu công nghiệp
Cơ chế đô thị đặc biệt	Phân quyền mạnh cho TP.HCM, rút ngắn thủ tục và phê duyệt tại chỗ; phát triển đô thị gần giao thông (TOD), khu thương mại tự do, trung tâm tài chính quốc tế; tăng mật độ và hệ số sử dụng đất quanh hạ tầng trọng điểm	Bất động sản và bán lẻ TP.HCM cùng vùng phụ cận

5.2. Bốn nút thắt đang được mở khóa

Nút thắt	Vướng ở đâu	Dự thảo xử lý thế nào
Tiền sử dụng đất	Cơ chế “giá đất cụ thể” định giá riêng từng dự án, kéo dài và thiếu thống nhất — dự án xây xong vẫn chưa nộp được tiền đất nên không đủ điều kiện bán hàng và cấp sổ	Luật Đất đai: bỏ “giá đất cụ thể”, dùng bảng giá đất cộng hệ số K — công khai, nhanh, dễ dự đoán chi phí
Thế chấp nhà ở tương lai	Quy định tại Điều 183 chưa rõ khiến chủ đầu tư khó vay và người mua khó được ngân hàng tài trợ	Luật Nhà ở / KDBĐS: gỡ vướng Điều 183, khơi thông tín dụng cho cả bên bán và bên mua
Giải phóng mặt bằng	Chỉ một vài hộ chưa đồng thuận cũng đủ khiến cả dự án treo nhiều năm, đội chi phí và mất cơ hội	Luật Đất đai: “quy tắc 75%” — khi đã thỏa thuận trên 75% cả diện tích lẫn số người sử dụng đất, HĐND tỉnh được thu hồi phần còn lại
Condotel & nghỉ dưỡng	Pháp lý sở hữu và cấp sổ cho condotel, officetel lừng lờ nhiều năm khiến nhà đầu tư e ngại, thanh khoản đóng băng	Luật Nhà ở / KDBĐS: luật hóa các loại hình lưu trú, làm rõ pháp lý tài sản gắn với dịch vụ

5.3. Doanh nghiệp nhà ở đứng gần dòng hưởng lợi

Báo cáo chuyên đề ngày 24/8 xếp **14 mã bất động sản và khu công nghiệp** theo kênh hưởng lợi. Bảng dưới chỉ trích **8 mã thuộc phạm vi nhà ở** của báo cáo này; nhóm khu công nghiệp (KBC, IDC, BCM, SZC), bán lẻ (VRE) và HDG nằm ngoài phạm vi. Lưu ý cách phân nhóm ở đây dựa trên **kênh hưởng lợi từ chính sách**, khác cơ sở với cách phân nhóm theo **quỹ đất, năng lực triển khai và sức khỏe tài chính** ở Mục 2.5 — một doanh nghiệp có thể đứng gần dòng hưởng lợi chính sách nhưng lợi nhuận cốt lõi hiện vẫn mỏng, như TCH.

Mức giảm so đỉnh 1 năm tính tại **24/8/2026** theo báo cáo chuyên đề; các chỉ số định giá tại Phần 7 lấy tại 14/8/2026 nên không trùng khớp tuyệt đối. Đây là đối chiếu định tính theo đặc thù kinh doanh, không phải khuyến nghị mua bán.

Mã	Kênh hưởng lợi chính	Giá so đỉnh 1 năm
Nhóm A	Nhà ở thực, nền tảng vững — hưởng lợi từ rút gọn thủ tục và khuyến khích nhu cầu ở thực	—
VHM	Đại đô thị, quỹ đất lớn, dẫn dắt nguồn cung	-12,8%
NLG	Nhà ở vừa túi tiền và nhà ở xã hội, tài chính lành mạnh	-45,9%
KDH	Nhà ở TP.HCM, quỹ đất sạch nội đô, tham gia dự án hạ tầng BT	-52,8%
TCH	Nhà ở Hải Phòng, bảng cân đối gần như không nợ	-47,0%
Nhóm B	Gỡ vướng pháp lý — nhạy nhất với tin chính sách, biến động cao	—
NVL	Dự án quy mô lớn chờ gỡ pháp lý, có mảng nghỉ dưỡng	-30,6%
PDR	Quỹ dự án lớn, đòn bẩy đang giảm dần	-54,2%
DXG	Phát triển dự án và môi giới, hưởng lợi khi thanh khoản cải thiện	-45,8%
DIG	Quỹ đất đô thị ven biển, nhiều dự án dở dang	-55,8%

5.4. Lộ trình biến chính sách thành hành động

- 20/7 – 10/8/2026
Lấy ý kiến các dự thảo
Dự thảo Luật Đất đai sửa đổi với khoảng 65 điều được điều chỉnh, cùng dự thảo Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản.
- THÁNG 8/2026
Quốc hội cho ý kiến lần đầu ba luật
Thảo luận Luật Nhà ở ngày 21/8 và Luật Kinh doanh Bất động sản ngày 22/8 tại kỳ họp.
- DỰ KIẾN THÁNG 10/2026
Biểu quyết thông qua
Mốc quan trọng nhất, biến định hướng thành quy định cụ thể. Trước thời điểm này, nội dung dự thảo vẫn có thể thay đổi.
- TỪ 1/3/2027
Luật Đất đai sửa đổi dự kiến có hiệu lực
Địa phương ban hành bảng giá đất mới cùng quy trình đấu giá và giải phóng mặt bằng. Tốc độ triển khai của từng tỉnh, thành quyết định dự án được khởi công nhanh hay chậm.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH – ĐẶT TRONG BỐI CẢNH Q2/2026

Bốn dự thảo tác động vào **phía cung**: rút ngắn thủ tục, chốt nghĩa vụ tài chính về đất, đẩy nhanh giải phóng mặt bằng. Nhưng số liệu Q2/2026 ở Phần 1 cho thấy điểm nghẽn của chu kỳ này đã chuyển sang **phía cầu** — nguồn cung Hà Nội đã hồi phục lên mức cao nhất 6 năm mà tỷ lệ hấp thụ vẫn rơi về 68%, do lãi suất vay mua nhà ở vùng 12–14%/năm. Vì vậy nên đọc nhóm dự thảo này như yếu tố **nâng trần nguồn cung cho 2027–2028**, không phải chất xúc tác cho hấp thụ trong 2026.

Có một tác động **ngược chiều** cần theo dõi: khi bỏ “giá đất cụ thể” và chuyển sang bảng giá đất cộng hệ số K, mặt bằng mới ở một số địa phương **có thể cao hơn** cách tính cũ. Điều đó rút ngắn thời gian nhưng **làm tăng chi phí tiền sử dụng đất**, ảnh hưởng biên lợi nhuận các dự án chưa hoàn tất nghĩa vụ tài chính — đáng lưu ý nhất với các doanh nghiệp tồn kho lớn và đòn bẩy cao nêu ở Phần 3.

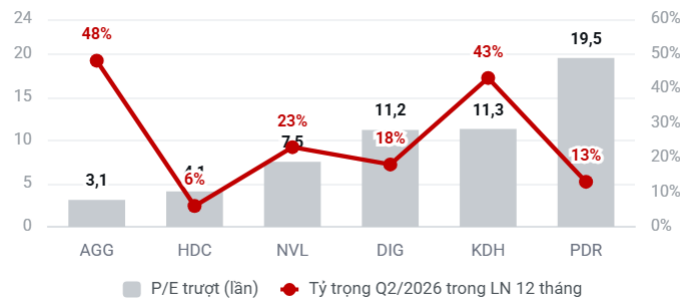
6. Định giá cổ phiếu

Mặt bằng định giá của nhóm bất động sản nhà ở đang ở vùng thấp so với lịch sử: **P/B trung vị 1,0 lần**, với 9/15 doanh nghiệp giao dịch từ giá trị sổ sách trở xuống. Tuy nhiên, TCBS Research lưu ý rằng **P/E trượt 12 tháng của ngành hiện không phản ánh đúng sức sinh lời**, do các khoản lãi một lần từ thoái vốn làm phồng mẫu số lợi nhuận. Đây là rủi ro phân tích lớn nhất khi định giá ngành trong giai đoạn này.

6.1. P/E trượt bị bóp méo bởi lợi nhuận một lần

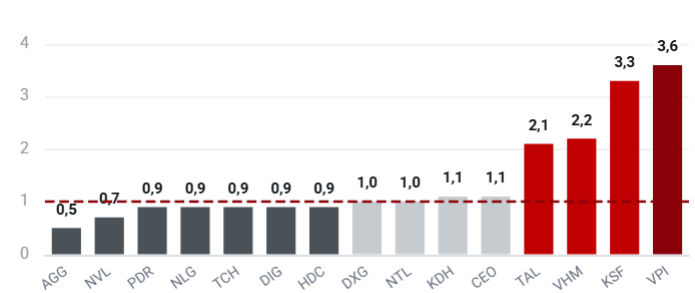
- Những mức P/E “rẻ” nhất lại đáng ngờ nhất — AGG giao dịch ở P/E 3,1 lần, nhưng riêng quý Q2/2026 đã đóng góp 48% lợi nhuận 12 tháng, trong khi lợi nhuận cốt lõi quý này âm 8 tỷ. HDC ở P/E 4,1 lần với lợi nhuận 12 tháng chủ yếu đến từ khoản đột biến 538 tỷ của Q3/2025, còn lợi nhuận cốt lõi Q2/2026 âm 10 tỷ.
- Tương tự ở nhóm vốn hóa lớn hơn — KDH ở P/E 11,3 lần nhưng 43% lợi nhuận 12 tháng đến từ riêng Q2/2026 — quý có khoản thoái vốn 896 tỷ. NVL ở P/E 7,5 lần với 23% lợi nhuận 12 tháng từ Q2/2026 và phần lớn phần còn lại từ khoản đột biến Q4/2025.
- Ngược lại, một số P/E cao lại phản ánh nền lợi nhuận bị nén — DXG ở P/E 75,9 lần và NTL 56,5 lần không phải vì cổ phiếu đắt mà vì lợi nhuận đang ở đáy chu kỳ. Trong trường hợp này P/B là thước đo phù hợp hơn: DXG 1,0 lần, NTL 1,0 lần.
- Hệ quả cho phương pháp định giá — Với ngành bất động sản trong giai đoạn hiện tại, TCBS Research cho rằng nên ưu tiên P/B kết hợp chất lượng tài sản và giá trị tài sản ròng, đồng thời loại các khoản lãi một lần khi tính lợi nhuận chuẩn hóa. Định giá theo P/E trượt dễ dẫn tới kết luận ngược với thực tế.

P/E trượt & phụ thuộc lợi nhuận một lần



Nguồn: TCBS. Tỷ trọng càng cao, P/E trượt càng phụ thuộc một quý đơn lẻ

P/B — nhóm doanh nghiệp theo dõi



Nguồn: TCBS · giá đến 14/08/2026

6.2. Mặt bằng P/B thấp phản ánh môi trường kinh doanh khó khăn

- Phần lớn giao dịch quanh hoặc dưới giá trị sổ sách — 9/15 doanh nghiệp có P/B từ 1,0 lần trở xuống, thấp nhất là AGG 0,5 lần và NVL 0,7 lần. Mức chiết khấu này cho thấy thị trường hoài nghi giá trị ghi sổ của tồn kho — hợp lý khi vòng quay tồn kho ở nhiều doanh nghiệp lên tới hàng nghìn ngày.
- Nhóm định giá cao gắn với ROE cao — KSF 3,3 lần (ROE 100,1%), VHM 2,2 lần (ROE 33,8%) và TAL 2,1 lần (ROE 19,4%); ở cả ba, mức định giá được hỗ trợ bởi khả năng sinh lời thực. Ngoại lệ là VPI: P/B cao nhất nhóm ở 3,6 lần nhưng ROE chỉ 7,7% và nợ vay ròng 119,5% vốn chủ — mức định giá không được hỗ trợ bởi hiệu quả sinh lời.
- Mức chiết khấu so với giá trị tài sản ròng ở vùng rộng lịch sử — Theo ước tính của HSC, nhóm phát triển bất động sản nhà ở đang giao dịch chiết khấu bình quân 51,6% so với giá trị tài sản ròng ước tính, lớn hơn nhiều mức bình quân 3 năm 35,9%. Điều này cho thấy phần lớn khó khăn đã phản ánh vào giá, nhưng chưa có yếu tố hỗ trợ đủ mạnh để định giá lại mặt bằng cao hơn.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH VỀ ĐỊNH GIÁ

Ngành đang ở trạng thái rẻ theo tài sản nhưng đắt theo lợi nhuận cốt lõi. P/B trung vị 1,0 lần — tức giao dịch quanh giá trị sổ sách — là mức hấp dẫn nếu giá trị tồn kho được ghi nhận đúng và có thể chuyển hóa thành doanh thu trong vài năm tới. Ngược lại, lợi nhuận cốt lõi của nhóm 13 doanh nghiệp vừa chỉ 312 tỷ đồng so với vốn hóa cộng dồn khoảng 153.555 tỷ — nếu tính trên lợi nhuận cốt lõi chuẩn hóa, mặt bằng định giá không hề rẻ. Khoảng cách giữa hai cách nhìn này chính là phần bù rủi ro cho câu hỏi: bao giờ hoạt động bàn giao trở lại tạo ra lợi nhuận.

7. Số liệu 15 doanh nghiệp theo dõi

Q2/2026 · đơn vị: tỷ đồng · P/E, P/B, ROE nguồn TCBS · giá đến 14/08/2026

Mã	Doanh thu	+/- cùng kỳ	Lãi gộp	Biên gộp	LN cốt lõi	LNTT	LNST mẹ	+/- cùng kỳ	Lãi/LNTT
VHM	52.722	+177,8%	34.732	65,9%	33.681	32.841	22.583	+200,8%	102,6%
KSF	10.897	n/m	6.025	55,3%	5.855	5.472	4.416	n/m	107,0%
NVL	1.509	-22,1%	392	26,0%	23	1.222	969	n/m	1,9%
KDH	161	-84,7%	81	50,3%	-53	800	750	+276,9%	-6,6%
AGG	95	-50,9%	34	35,8%	-8	281	283	+249,4%	-2,8%
TAL	886	+59,1%	294	33,2%	206	203	142	+305,7%	101,5%
DIG	613	+125,3%	42	6,9%	-11	156	140	+109,0%	-7,1%
VPI	849	+373,5%	337	39,7%	215	223	127	n/m	96,4%
TCH	451	+15,5%	140	31,0%	92	201	125	+228,9%	45,8%
PDR	54	+168,5%	2	3,7%	-233	115	81	+24,6%	-202,6%
NLG	415	-46,3%	237	57,1%	42	94	55	-44,4%	44,7%
DXG	788	+7,3%	363	46,1%	7	53	53	-34,6%	13,2%
HDC	94	+17,7%	17	18,1%	-10	64	43	-25,9%	-15,6%
CEO	293	-30,4%	91	31,1%	47	47	43	-17,3%	100,0%
NTL	5	-22,7%	1	20,0%	-5	6	5	+400,0%	-83,3%
Tổng	69.832	—	42.788	61,3%	39.848	41.778	29.815	+265,2%	95,4%
13 mã	6.213	—	1.731	27,9%	312	3.465	2.816	+355,0%	9,0%

Lợi nhuận cốt lõi = lãi gộp - chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (chưa gồm hoạt động tài chính). "13 mã" là toàn nhóm không tính VHM và KSF. n/m: không có ý nghĩa do nền so sánh âm hoặc quá nhỏ. TCH theo quý dương lịch (niên độ tài chính của TCH từ 01/4 đến 31/3).

Định giá & sức khỏe tài chính

Mã	Giá (đồng)	Vốn hóa	P/E trượt	P/B	ROE	EPS (đồng)	Giá trị sổ sách/CP	Nợ phải trả/VCSH	Nợ vay ròng/VCSH
VHM	68.199	560.251	7,0	2,2	33,8%	9.718	31.620	3,1	57,1%
KSF	78.494	71.083	5,4	3,3	100,1%	14.598	23.786	4,4	—
NVL	13.250	31.827	7,5	0,7	9,6%	1.756	20.189	3,0	74,9%
KDH	17.700	19.863	11,3	1,1	9,7%	1.565	16.580	1,0	68,9%
VPI	60.793	19.459	48,7	3,6	7,7%	1.250	16.883	1,8	119,5%
DXG	11.499	14.583	75,9	1,0	1,4%	152	11.281	0,9	0,3%
TAL	23.849	12.020	13,6	2,1	19,4%	1.749	11.139	2,3	29,5%
PDR	11.950	11.924	19,5	0,9	5,0%	614	12.601	1,3	19,4%
NLG	22.800	11.060	17,9	0,9	5,6%	1.272	25.764	0,8	-6,9%
TCH	11.951	10.900	36,5	0,9	2,9%	327	12.741	0,5	-31,5%
DIG	10.799	8.601	11,2	0,9	8,6%	962	12.690	1,0	-41,8%
CEO	11.576	7.149	37,3	1,1	3,1%	322	10.524	0,6	—
HDC	11.398	2.722	4,1	0,9	25,5%	2.909	12.664	0,9	—
AGG	11.698	1.812	3,1	0,5	16,4%	3.544	23.396	2,0	—
NTL	13.511	1.635	56,5	1,0	1,7%	237	13.511	0,2	—
Trung vị	—	784.889	13,6	1,0	8,6%	—	—	1,0	24,5%

Vốn hóa: tỷ đồng. P/E, P/B, ROE là số trượt 12 tháng gần nhất. Dòng tổng: vốn hóa là tổng, các chỉ số còn lại là trung vị. Nợ vay ròng/VCSH chỉ tính cho 10 doanh nghiệp có đủ số liệu chi tiết bảng cân đối tại thời điểm lập báo cáo.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: [Đăng ký](#). Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.