Ba luật lớn liên quan tới BĐS sửa đổi củng cố lợi thế cạnh tranh của NLG và KDH khi nhu cầu vốn đầu tư tăng

Chúng tôi đánh giá 3 luật mới sẽ thúc đẩy các chủ đầu tư đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án trong H1/2027, nhưng sẽ làm tăng nhu cầu vốn và phân hóa hiệu quả đầu tư giữa các DN từ H2/2027. Các DN có khả năng bổ sung nguồn cung từ quỹ đất hiện hữu sẽ có lợi thế về chi phí đầu tư và chính sách bán hàng. Chúng tôi có quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành BĐS trong 12 tháng tới và ưu tiên NLG và KDH.

Lợi thế về chi phí đất và khả năng thu hồi vốn sẽ đóng vai trò lớn hơn đối với các CĐT

Các thay đổi pháp lý sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến hiệu quả đầu tư các dự án mới so với lợi nhuận trong giai đoạn 2027-2028. Việc áp dụng bảng giá đất và hệ số điều chỉnh theo chu kỳ 3 năm từ năm 2028 có thể rút ngắn thời gian xác định nghĩa vụ tài chính. Tuy nhiên, các quy định về tiếp cận đất đai và bồi thường sẽ làm tăng nhu cầu vốn tại các dự án chưa hoàn thiện quỹ đất. Chúng tôi đánh giá áp lực lên biên lợi nhuận sẽ thể hiện rõ hơn từ năm 2029.

Cạnh tranh giữa các CĐT sẽ tăng trong năm 2027 khi khả năng chi trả của người mua nhà hạn chế tốc độ tăng giá BĐS. Các quy định chuyển tiếp sẽ khuyến khích CĐT đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện pháp lý và mở bán trong H1/2027. Chúng tôi ước tính giá trị người mua trả tiền trước của các DN BĐS ngoài Vingroup có thể đạt 110.000 tỷ VND vào cuối Q2/2027 trước khi giảm trong H2/2027. Các CĐT có chi phí đất thấp sẽ linh hoạt hơn trong việc chiết khấu giá bán và hỗ trợ lãi suất để thu hồi vốn.

Các quy định mới sẽ thúc đẩy quá trình tái phân bổ vốn và quỹ đất trong ngành BĐS. Việc mở rộng phương thức chuyển nhượng dự án đang thế chấp sẽ hỗ trợ các DN có nhu cầu giảm đòn bẩy tài chính như NVL và PDR. Tuy nhiên, các điều kiện về GPMB và nghĩa vụ tài chính vẫn hạn chế khả năng chuyển nhượng các dự án chưa hoàn thiện pháp lý. Các quy định về huy động vốn trước mở bán cũng có thể làm tăng nhu cầu vốn lưu động của các DN môi giới như DXS.

Các quy định mới sẽ làm thay đổi hiệu quả khai thác BĐS trong dài hạn. Các CĐT chung cư sẽ có ít lựa chọn hơn khi thực hiện nghĩa vụ NOXH và kinh doanh chỗ đỗ xe, trong khi CEO, PHR và GVR có thêm cơ hội khai thác quỹ đất hiện hữu.

Chúng tôi ưu tiên NLG và KDH trong 12 tháng tới. Chúng tôi dự báo LNST-CĐM của NLG tăng 151,1% YoY năm 2027, trong khi tiến độ phát triển dự án của KDH sẽ hỗ trợ kỳ vọng phục hồi lợi nhuận từ năm 2028. Tại P/B 2027F lần lượt là 0,79 lần và 0,91 lần, chúng tôi khuyến nghị MUA NLG và KDH với giá mục tiêu 43.000 và 24.500 VND/cp (upside 93,7% và 75,0%). Chúng tôi khuyến nghị MUA VHM, DIG, HDC và NẮM GIỮ DXG, DXS, TCH, NVL, PHR, GVR.

Chuyên viên

Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@pinetree.vn

Nguyễn Đức Anh
anhnd1@pinetree.vn

Thực tập sinh

Mai Anh Việt
vietma@pinetree.vn

Phạm Kiều Anh
anhpk@pinetree.vn

Người duyệt báo cáo

Vương Chí Tâm, CFA, FRM
tamvc@pinetree.vn

3 luật mới sẽ làm thay đổi hiệu quả đầu tư các dự án BĐS từ năm 2027

Chúng tôi đánh giá các thay đổi pháp lý lần này sẽ có ảnh hưởng lớn hơn đến hiệu quả đầu tư các dự án mới so với lợi nhuận từ các dự án đang triển khai. Ngày 21/11/2026, Quốc hội thông qua Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản, với thời điểm có hiệu lực chủ yếu từ ngày 01/07/2027. Các quy định về chi phí đất, bồi thường và huy động vốn sẽ làm thay đổi nhu cầu vốn cũng như khả năng sinh lời của các doanh nghiệp (DN) bất động sản (BĐS), qua đó củng cố lợi thế cạnh tranh của các chủ đầu tư (CĐT) có danh mục dự án đã hoàn thiện phần lớn thủ tục pháp lý.

Biểu đồ 1: Các luật mới thay đổi chi phí, nhu cầu vốn và khả năng khai thác BĐS

So sánh các quy định có ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh (HĐKD) BĐS trước và sau khi 3 luật có hiệu lực

Nội dung	Quy định hiện hành	Quy định mới
Định giá đất	Bảng giá đất, hệ số điều chỉnh hằng năm và định giá đất cụ thể trong một số trường hợp	Bảng giá đất và hệ số điều chỉnh theo chu kỳ 3 năm
Giao đất	Miễn đấu giá, đấu thầu trong một số trường hợp đã chấp thuận nhà đầu tư	Thu hẹp phạm vi miễn đấu giá, đấu thầu
Thu hồi và bồi thường	Áp dụng bảng giá đất và hệ số điều chỉnh	Bổ sung tỷ lệ tính tiền bồi thường tối thiểu bằng 1 và nghĩa vụ ứng trước kinh phí hỗ trợ sinh kế
Dự án chậm tiến độ	Gia hạn tối đa 24 tháng trước khi thu hồi đất theo quy định	Thu thêm tiền đối với diện tích chậm tiến độ, hoàn trả giá trị còn lại trong trường hợp đủ điều kiện
Huy động vốn	Chỉ cho phép CĐT thu tiền đặt cọc tối đa 5% khi BĐS hình thành trong tương lai đủ điều kiện kinh doanh	Cấm thu tiền dưới mọi hình thức nhằm bảo đảm giao kết hợp đồng trước khi đủ điều kiện kinh doanh
Nhà ở xã hội (NOXH)	Có thể bố trí quỹ đất tại dự án, tại vị trí khác hoặc thực hiện nghĩa vụ bằng tiền	Bố trí quỹ đất trong dự án thuộc diện phải thực hiện nghĩa vụ
Khai thác BĐS	Hạn chế công dụng và phạm vi chuyển nhượng một số loại hợp đồng	Mở rộng quyền cho thuê lưu trú và chuyển nhượng hợp đồng kinh doanh BĐS

Nguồn: Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh BĐS 2023, Nghị quyết 254/2025/QH15, các văn bản luật Quốc hội thông qua ngày 21/11/2026, Pinetree Research

Chúng tôi cho rằng các quy định chuyển tiếp sẽ thúc đẩy CĐT đẩy nhanh quá trình hoàn thiện pháp lý trong năm 2027. Các hồ sơ giao đất, cho thuê đất thuộc diện áp dụng quy định chuyển tiếp và các dự án đáp ứng điều kiện về nghĩa vụ NOXH trước ngày 01/07/2027 có thể tiếp tục áp dụng quy định hiện hành. Riêng các trường hợp có thời điểm định giá đất trước ngày 01/01/2028 tiếp tục áp dụng cơ chế định giá theo Luật Đất đai 2024 và Nghị quyết 254/2025/QH15. CĐT có động cơ đẩy nhanh thủ tục để giảm rủi ro phát sinh chi phí và nghĩa vụ tài chính theo quy định mới, đặc biệt tại các dự án đã đầu tư đáng kể vào công tác giải phóng mặt bằng (GPMB).

Việc đẩy nhanh tiến độ pháp lý có thể làm tăng nhu cầu vốn của các DN ngay trong năm 2027. Các CĐT có thể phải đồng thời bố trí vốn để hoàn thành nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (QSDĐ), nộp tiền sử dụng đất và đầu tư xây dựng. Khả năng thu hồi vốn phụ thuộc vào sức mua tại thời điểm mở bán, trong khi quy định mới hạn chế thu tiền từ khách hàng trước khi BĐS đủ điều kiện kinh doanh. Chúng tôi cho rằng các DN có nguồn vốn hạn chế sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi mở rộng quỹ đất.

Cơ chế định giá đất mới sẽ làm thay đổi hiệu quả đầu tư của các dự án BĐS

Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thống nhất bảng giá đất và hệ số điều chỉnh giá đất sẽ giúp các CĐT dự tính chi phí phát triển dự án sớm hơn. Luật Đất đai 2024 đã bỏ khung giá đất và yêu cầu xây dựng bảng giá đất hằng năm từ năm 2026, trong khi Nghị quyết 254/2025/QH15 mở rộng phạm vi sử dụng bảng giá đất kết hợp với hệ số điều chỉnh. Luật Đất đai 2026 giao Hội đồng nhân dân (HĐND) cấp tỉnh quyết định cả bảng giá đất và hệ số điều chỉnh theo chu kỳ 3 năm, bắt đầu từ ngày 01/01/2028. Việc giảm phụ thuộc vào các giả định của phương pháp thặng dư có thể

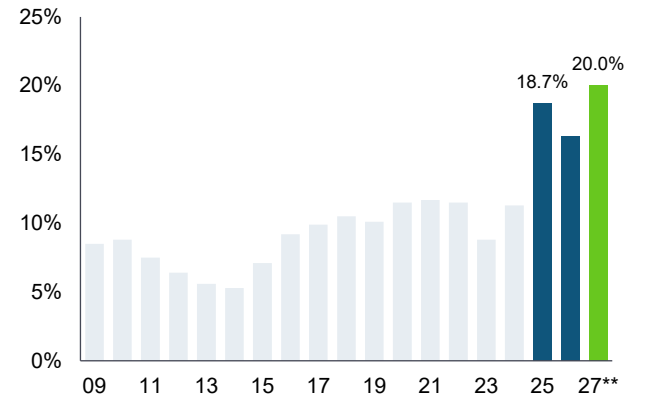
rút ngắn thời gian xác định nghĩa vụ tài chính. Tuy nhiên, hiệu quả đầu tư sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào thời điểm địa phương điều chỉnh giá đất so với diễn biến giá bán BĐS.

Nhu cầu thu ngân sách sẽ hạn chế khả năng giảm đồng loạt chi phí đất tại các đô thị lớn. Quốc hội đã thông qua dự toán thu tiền sử dụng đất năm 2027 ở mức 666,854 tỷ VND, tương đương 20,0% tổng dự toán thu ngân sách nhà nước (NSNN). Tuy nhiên, địa phương chỉ có thể tăng thu từ đất nếu các CĐT có khả năng triển khai dự án và thực hiện nghĩa vụ tài chính. Chúng tôi cho rằng các địa phương sẽ cần điều chỉnh giá đất phù hợp với khả năng khai thác thương mại và nhu cầu đầu tư tại từng khu vực.

Tuy nhiên, việc duy trì giá đất cao khi sức mua BĐS suy yếu có thể làm giảm nguồn thu ngân sách. Tại Hong Kong, nguồn thu từ cấp QSDĐ giảm 90,5% từ 143.0 tỷ HKD trong năm tài chính 2021-2022 xuống 13.6 tỷ HKD trong năm tài chính 2024-2025. Mặc dù cơ chế đấu giá và cấp QSDĐ tại Hong Kong khác với cơ chế thu tiền sử dụng đất tại Việt Nam, diễn biến này cho thấy nguồn thu từ đất phụ thuộc lớn vào khả năng và mức độ sẵn sàng đầu tư của các CĐT. Chúng tôi cho rằng các địa phương tại Việt Nam sẽ phải cân đối giữa mức thu trên mỗi dự án và số lượng dự án có khả năng triển khai. Việc giảm hệ số điều chỉnh giá đất tại những khu vực có sức mua thấp có thể giúp địa phương đẩy nhanh tiến độ thu ngân sách.

Biểu đồ 2: Tỷ trọng thu tiền sử dụng đất trong tổng thu NSNN dự kiến đạt 20% năm 2027

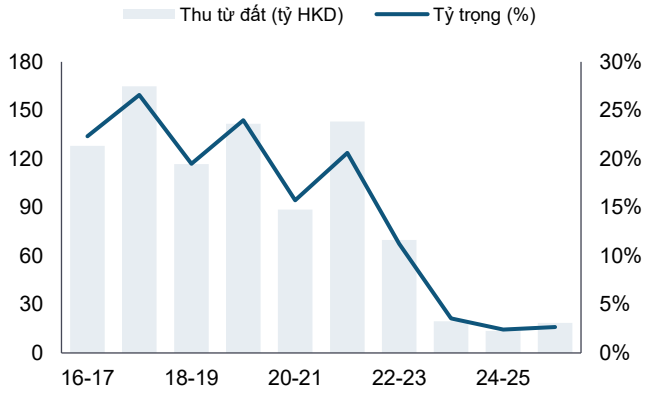
Tỷ trọng thu tiền sử dụng đất trong tổng thu NSNN, %



Nguồn: Bộ Tài chính, Nghị quyết 48/2026/QH16, Pinetree Research. (*) 10T/2026, (**) Dự toán 2027. Số liệu 10T/2026 và 2027 chỉ gồm tiền sử dụng đất; phạm vi thu lịch sử có thể khác.

Biểu đồ 3: Nguồn thu từ đất của Hong Kong giảm mạnh khi thị trường BĐS suy yếu

Thu từ đất (tỷ HKD) và tỷ trọng trong tổng thu ngân sách của Hong Kong theo năm tài chính, %

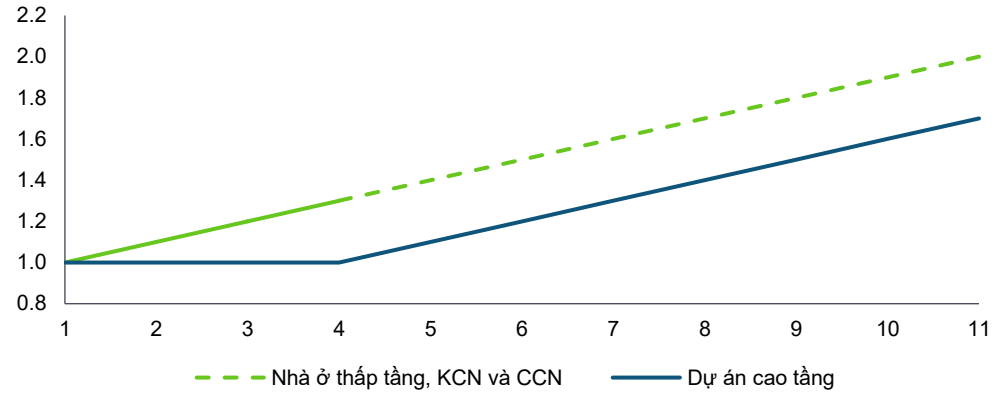


Nguồn: Financial Services and the Treasury Bureau Hong Kong, Pinetree Research

Chúng tôi đánh giá chi phí đất sẽ có sự phân hóa lớn giữa các địa phương và loại hình dự án từ năm 2028. Luật Đất đai 2026 cho phép địa phương điều chỉnh bảng giá đất trong chu kỳ 3 năm. Tại TP.HCM, hệ số điều chỉnh theo biến động thị trường ở mức 1.0 lần trong năm 2026, trong khi hệ số điều chỉnh theo quy hoạch đối với dự án cao tầng tăng từ 1.0 lần lên 1.7 lần khi hệ số sử dụng đất tăng từ 4 lên 11 lần. Nếu các yếu tố khác không đổi, chi phí đất tăng 70% nhưng diện tích sàn xây dựng tăng 175%, qua đó giảm khoảng 38.2% chi phí đất trên mỗi m² sàn xây dựng. Khả năng tiêu thụ diện tích sàn tăng thêm sẽ quyết định hiệu quả kinh tế của dự án.

Biểu đồ 4: TP.HCM điều chỉnh giá đất theo hệ số sử dụng đất của dự án

Hệ số điều chỉnh giá đất theo quy hoạch tại TP.HCM theo loại hình dự án và hệ số sử dụng đất, lần (KCN: khu công nghiệp, CCN: cụm công nghiệp)



Nguồn: Quyết định 45/2026/QĐ-UBND của UBND TP.HCM, Pinetree Research. Đường nét đứt thể hiện hệ số tính theo quy định đối với các trường hợp có hệ số sử dụng đất trên 4 lần

CĐT sẽ phải chịu ảnh hưởng lớn hơn từ biến động giá bán BĐS nếu bảng giá đất chậm điều chỉnh theo thị trường. Phương pháp thặng dư phản ánh một phần thay đổi của giá bán và chi phí xây dựng tại thời điểm định giá. Khi áp dụng bảng giá đất và hệ số điều chỉnh, các CĐT phát triển sản phẩm có giá bán cao hơn mặt bằng chung tại cùng khu vực có thể giữ lại phần lớn hơn lợi nhuận tăng thêm, trong khi dự án có sức mua thấp sẽ khó duy trì tỷ suất lợi nhuận nếu địa phương chưa điều chỉnh giá đất.

Việc rút ngắn thời gian phát triển dự án có thể giúp CĐT duy trì hiệu quả đầu tư ngay cả khi chi phí đất tăng. Giả định 1 dự án có tổng vốn đầu tư 1,000 tỷ VND, trong đó chi phí đất chiếm 30%, và doanh thu đạt 1,400 tỷ VND sau 3 năm, IRR của dự án đạt 11.9%. Nếu chi phí đất tăng 25%, IRR giảm xuống 9.2% khi tiến độ phát triển dự án giữ nguyên. Tuy nhiên, CĐT có thể đạt IRR 14.1% nếu rút ngắn thời gian thu hồi vốn xuống còn 2 năm. Các dự án có tỷ trọng chi phí đất thấp và thời gian phát triển dài có khả năng bù đắp mức tăng chi phí đất tốt hơn thông qua việc rút ngắn tiến độ.

Biểu đồ 5: Rút ngắn thời gian thu hồi vốn có thể bù đắp mức tăng chi phí đất

IRR trước thuế của dự án giả định theo các kịch bản chi phí đất và thời gian thu hồi vốn, %

Thay đổi chi phí đất	2 năm	2,5 năm	3 năm	3,5 năm	4 năm
-20%	22.0%	17.3%	14.2%	12.1%	10.5%
0%	18.3%	14.4%	11.9%	10.1%	8.8%
10%	16.6%	13.1%	10.8%	9.2%	8.0%
25%	14.1%	11.1%	9.2%	7.8%	6.8%
50%	10.3%	8.2%	6.8%	5.8%	5.0%
100%	3.8%	3.0%	2.5%	2.1%	1.9%

■ Trường hợp cơ sở ■ IRR cao hơn cơ sở ■ IRR thấp hơn cơ sở

Nguồn: Pinetree Research. Chúng tôi giả định tổng vốn đầu tư ban đầu 1.000 tỷ VND, bao gồm 300 tỷ VND chi phí đất. CĐT giải ngân toàn bộ vốn tại thời điểm bắt đầu dự án và thu 1.400 tỷ VND khi kết thúc dự án. Mô hình chưa tính chi phí tài chính và thuế

Các dự án có biên lợi nhuận thấp sẽ khó bù đắp mức tăng chi phí đất ngay cả khi CĐT rút ngắn thời gian triển khai. Theo mô hình của chúng tôi, nếu tiền sử dụng đất tại Long Tân của DIG tăng 25%, biên lợi nhuận trước thuế (LNTT) giảm từ 9.6% xuống 1.4%. Việc đẩy nhanh tiến độ thêm 1 năm chỉ bù đắp mức tăng khoảng 4% tiền sử dụng đất xét trên giá trị hiện tại của dự án.

Chúng tôi cho rằng lợi ích từ việc rút ngắn thời gian định giá đất sẽ tập trung tại các dự án đã hoàn thành phần lớn thủ tục pháp lý và GPMB. Các CĐT có thể triển khai xây dựng và mở bán sớm hơn nếu thời gian xác định nghĩa vụ tài chính là

trở ngại chính của dự án. Tuy nhiên, việc nộp tiền sử dụng đất sớm hơn sẽ làm tăng chi phí tài chính nếu tiến độ mở bán và thu tiền khách hàng không thay đổi. Cùng với các quy định mới về thu hồi đất, bồi thường và lựa chọn nhà đầu tư, chúng tôi đánh giá sự chênh lệch về hiệu quả đầu tư giữa các dự án đã hoàn thành GPMB và các dự án đang tích lũy quỹ đất sẽ tăng trong những năm tới.

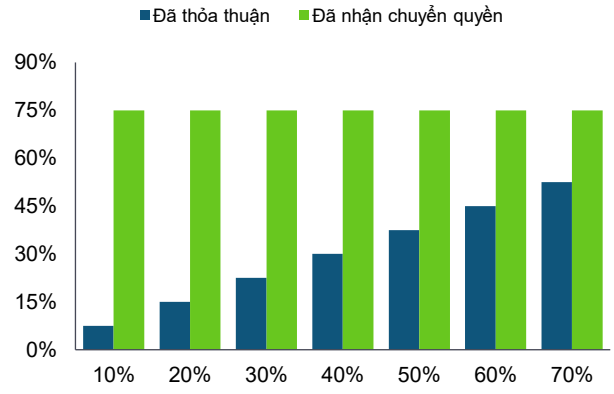
Các quy định mới về tiếp cận đất đai sẽ củng cố lợi thế của các CĐT đã hoàn thành GPMB

Chúng tôi cho rằng quá trình mở rộng quỹ đất của các CĐT sẽ trở nên khó khăn hơn từ H2/2027. Nghị quyết 254/2025/QH15 cho phép Nhà nước giao đất, cho thuê đất không qua đấu giá, đấu thầu đối với một số dự án đã có nhà đầu tư được chấp thuận. Luật Đất đai 2026 thu hẹp phạm vi áp dụng cơ chế này, trong khi vẫn duy trì cơ chế giao đất trực tiếp đối với trường hợp chỉ có 1 nhà đầu tư đáp ứng điều kiện mời quan tâm và một số trường hợp khác. Các CĐT sẽ phải cạnh tranh nhiều hơn trong quá trình tiếp cận quỹ đất do Nhà nước thu hồi, qua đó có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của các dự án đầu tư mới. Tuy nhiên, các DN có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm phát triển các khu đô thị quy mô lớn sẽ có lợi thế khi tham gia đấu thầu các dự án có yêu cầu cao về năng lực triển khai.

Việc thay đổi điều kiện thu hồi phần diện tích đất còn lại của dự án có thể làm tăng nhu cầu vốn trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư. Nghị quyết 254/2025/QH15 cho phép HĐND cấp tỉnh xem xét thu hồi phần diện tích đất còn lại khi CĐT đã thỏa thuận được với trên 75% số người sử dụng đất và trên 75% diện tích đất của dự án sau khi hết thời hạn thỏa thuận. Luật Đất đai 2026 duy trì các ngưỡng này nhưng yêu cầu CĐT đã nhận chuyển QSDĐ. DN có thể phải thanh toán tiền nhận chuyển nhượng sớm hơn. Trong trường hợp CĐT đã thanh toán 30% giá trị phần đất thỏa thuận, việc hoàn tất thanh toán cho phần đất tương đương 75% diện tích sẽ làm nhu cầu vốn tăng thêm 52.5% tổng chi phí nhận chuyển nhượng đất nếu đơn giá bình quân không đổi.

Biểu đồ 6: Nhu cầu vốn trước khi hoàn thành GPMB có thể tăng đáng kể

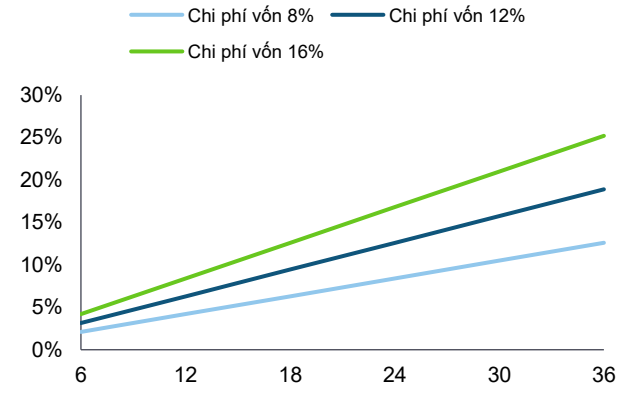
Vốn giải ngân tại ngưỡng diện tích 75% theo tỷ lệ thanh toán khi thỏa thuận, % tổng chi phí nhận chuyển nhượng đất



Nguồn: Luật Đất đai 2026, Pinetree Research ước tính

Biểu đồ 7: Chi phí vốn tăng khi CĐT phải thanh toán tiền nhận chuyển nhượng sớm hơn

Chi phí vốn khi ứng trước thêm 52.5% tổng chi phí nhận chuyển nhượng đất theo thời gian (tháng), % tổng chi phí đất



Nguồn: Pinetree Research ước tính

Các quy định mới về bồi thường và hỗ trợ tái định cư có thể làm tăng chi phí GPMB nhưng cũng giúp giảm tranh chấp trong quá trình thu hồi đất. Luật Đất đai 2026 bổ sung tỷ lệ bồi thường về đất tối thiểu bằng 1 trên cơ sở giá đất xác định theo bảng giá đất và hệ số điều chỉnh, đồng thời yêu cầu bố trí kinh phí hỗ trợ phục hồi sinh kế trong thời gian ít nhất 3 năm sau khi thu hồi đất. Chúng tôi cho rằng việc cải thiện chính sách bồi thường có thể giúp đẩy nhanh tiến độ GPMB tại những địa phương có đủ quỹ đất và nhà ở phục vụ tái định cư. Tuy nhiên, các CĐT sẽ phải cân

đối nguồn vốn lớn hơn trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư, đặc biệt tại các dự án có quy mô lớn hoặc tỷ lệ GPMB còn thấp.

Chi phí hoàn thiện quỹ đất sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng đối với DIG và HDC. DIG ghi nhận số dư tạm ứng bồi thường tại Long Tân đạt 2,778 tỷ VND vào cuối Q3/2026, tăng từ 2,636 tỷ VND tại cuối năm 2025, trong khi DN đã hoàn thành phần lớn công tác GPMB tại Nam Vĩnh Yên. Tại HDC, DN công bố đã bồi thường khoảng 12 ha tại Phước Thắng vào tháng 5/2026. Chúng tôi cho rằng các CĐT sẽ ưu tiên bố trí vốn để hoàn thiện các dự án có khả năng thu hồi vốn sớm hơn.

Biểu đồ 8: Tiến độ GPMB có sự phân hóa lớn giữa các dự án hiện hữu

Tình hình GPMB tại một số dự án theo thông tin công bố và tài liệu nghiên cứu

Dự án	Mã CP	Tiến độ GPMB	Diện tích còn lại (ha)
Nam Vĩnh Yên	DIG	Khoảng 99%	Khoảng 2*
Tân Tạo	KDH	Khoảng 88%	Khoảng 39,5
Long Điền	HDC	Khoảng 59%*	Khoảng 17*
Phước Thắng	HDC	Khoảng 23% (05/2026)	Khoảng 40
Long Tân	DIG	Đang GPMB	Khoảng 132

Nguồn: DIG, KDH, HDC, Pinetree Research. (*) Ước tính của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng các CĐT sẽ có xu hướng tăng mua lại dự án đã hoàn thành phần lớn thủ tục pháp lý và GPMB trong trung hạn. Việc mua lại các dự án hiện hữu có thể giúp DN giảm thời gian chuẩn bị đầu tư và hạn chế rủi ro phát sinh chi phí trong quá trình tích lũy quỹ đất. Các DN có nguồn vốn hạn chế cũng có thể ưu tiên chuyển nhượng một phần danh mục dự án để tập trung nguồn lực vào các dự án có khả năng thương mại hóa sớm hơn. Chúng tôi đánh giá sự thay đổi này sẽ thúc đẩy quá trình chuyển nhượng dự án và tập trung quỹ đất vào các CĐT có năng lực tài chính tốt hơn.

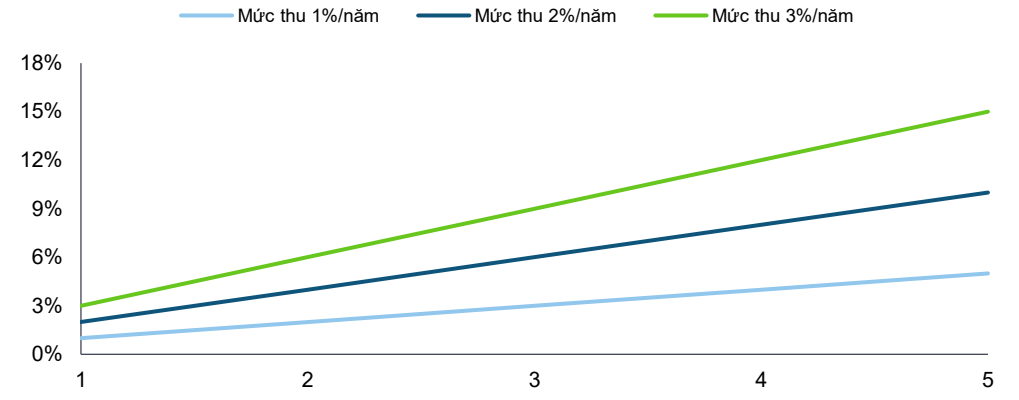
Quy định mới về dự án chậm tiến độ sẽ hỗ trợ quá trình tái cơ cấu tài sản của các CĐT

Luật Đất đai 2026 sẽ giúp giảm nguy cơ tổn thất vốn tại các dự án chậm tiến độ. Theo Luật Đất đai 2024, Nhà nước có thể thu hồi đất mà không bồi thường về đất và tài sản gắn liền với đất nếu CĐT tiếp tục vi phạm tiến độ sử dụng đất sau thời gian gia hạn tối đa 24 tháng. Luật mới chuyển sang cơ chế thu thêm tiền sử dụng đất hoặc tiền thuê đất đối với phần diện tích chậm hoàn thành đầu tư. Khi Nhà nước thu hồi đất do chấm dứt dự án thuộc trường hợp quy định tại Điều 37, việc hoàn trả giá trị còn lại sẽ thực hiện theo quy định của Chính phủ. Quy định chuyển tiếp áp dụng đối với các trường hợp thuộc phạm vi luật quy định mà cơ quan có thẩm quyền chưa ban hành quyết định thu hồi trước 01/07/2027.

Tuy nhiên, chi phí duy trì các dự án đình trệ có thể tăng từ H2/2027. Nhà nước tính tiền sử dụng đất hoặc tiền thuê đất tăng thêm đối với phần diện tích chậm tiến độ theo văn bản chấp thuận đầu tư hoặc văn bản điều chỉnh tiến độ, trừ trường hợp bất khả kháng hoặc trở ngại khách quan. Chính phủ sẽ quy định mức thu cụ thể. Với giả định mức thu 2%/năm và giá trị đất làm căn cứ tính phí 1,000 tỷ VND, chi phí tăng thêm đạt 20 tỷ VND/năm, tương đương 10% giá trị đất sau 5 năm, chưa tính chi phí tài chính.

Biểu đồ 9: Chi phí duy trì dự án chậm tiến độ có thể tăng đáng kể theo thời gian

Tiền sử dụng đất tăng thêm lũy kế theo thời gian chậm tiến độ (năm), % giá trị đất làm căn cứ tính khoản thu



Nguồn: Pinetree Research ước tính theo các kịch bản giả định

Chi phí duy trì dự án chậm tiến độ sẽ làm tăng động lực tái cơ cấu danh mục đầu tư của các CĐT. Các dự án chưa có khả năng khai thác trong trung hạn có thể tiếp tục phát sinh chi phí tài chính và nghĩa vụ bổ sung về đất đai trong khi không đóng góp doanh thu. Việc chuyển nhượng các dự án đủ điều kiện sẽ giúp CĐT tập trung vốn vào các dự án có khả năng thu hồi vốn sớm hơn.

Chúng tôi cho rằng các ngân hàng có thể giảm mức tổn thất khi xử lý các khoản tín dụng có tài sản bảo đảm là các dự án BĐS chậm tiến độ. NVL đã sử dụng khoảng 79.3% giá trị hàng tồn kho làm tài sản bảo đảm, trong khi 4 dự án nằm ngoài kế hoạch triển khai năm 2026 chiếm khoảng 66% giá trị hàng tồn kho. Việc giảm nguy cơ thu hồi đất mà không hoàn trả giá trị còn lại có thể giúp ngân hàng cải thiện giá trị thu hồi. Tuy nhiên, chi phí phát sinh trong thời gian dự án đình trệ sẽ tiếp tục làm giảm giá trị thu hồi vốn và gây áp lực lên khả năng trả nợ của CĐT.

Luật Kinh doanh BĐS 2026 cũng tạo điều kiện để các ngân hàng tham gia trực tiếp hơn vào quá trình tái cơ cấu các dự án BĐS. CĐT có thể chuyển nhượng dự án đang thế chấp nếu bên nhận chuyển nhượng và bên nhận thế chấp đồng ý không giải chấp, hoặc bên nhận chuyển nhượng đồng ý trở thành bên thế chấp theo quy định của pháp luật về các tổ chức tín dụng. Cơ chế này sẽ giúp giảm nhu cầu vốn để giải chấp tài sản trước khi hoàn tất giao dịch, đồng thời cho phép ngân hàng duy trì khoản tín dụng với CĐT mới có khả năng triển khai dự án tốt hơn.

Biểu đồ 10: Luật mới giúp giảm nhu cầu vốn để hoàn tất giao dịch chuyển nhượng dự án

Dự án trị giá 2.000 tỷ VND, dư nợ 1.200 tỷ VND, các bên đồng ý duy trì thế chấp



Nguồn: Luật Kinh doanh BĐS 2023 và 2026, Pinetree Research minh họa

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động mua bán và sáp nhập dự án sẽ tập trung vào các dự án đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai trong giai đoạn 2027-2028. Luật Kinh doanh BĐS 2026 vẫn duy trì yêu cầu hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai và công tác bồi thường, hỗ trợ tái định cư trước khi chuyển nhượng dự án. Các DN thiếu vốn để hoàn thành những nghĩa vụ này sẽ tiếp tục gặp khó khăn khi tìm kiếm đối tác. Chúng tôi cho rằng quá trình tái cơ cấu ngành sẽ diễn ra theo từng dự án, với khả năng thu hồi vốn cao hơn tại các dự án đã hoàn thiện pháp lý và có triển vọng thương mại hóa trong ngắn hạn.

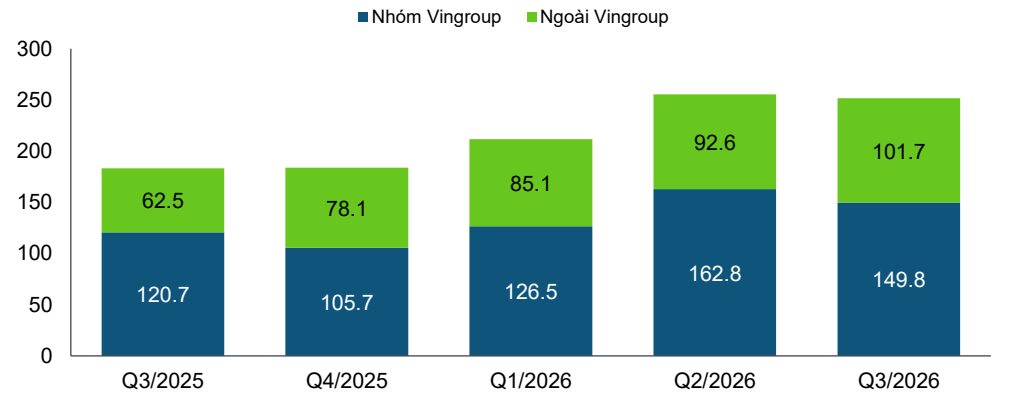
Hạn chế huy động vốn trước mở bán sẽ làm tăng nhu cầu vốn của CĐT và DN môi giới

Các CĐT từng sử dụng thỏa thuận giữ chỗ có thu tiền sẽ cần điều chỉnh phương thức tài trợ vốn trước mở bán. Luật Kinh doanh BĐS 2023 chỉ cho phép CĐT thu tiền đặt cọc tối đa 5% giá bán khi BĐS hình thành trong tương lai đủ điều kiện kinh doanh. Luật Kinh doanh BĐS 2026 mở rộng phạm vi cấm thu tiền dưới mọi hình thức nhằm bảo đảm giao kết hợp đồng trước thời điểm này. Chúng tôi đánh giá nhu cầu vốn bổ sung sẽ tập trung tại các CĐT phụ thuộc vào nguồn tiền thu trước mở bán, trong khi tác động lên các DN đã sử dụng vốn chủ sở hữu (VCSH) và vốn vay sẽ hạn chế hơn.

Khả năng thu hồi vốn của các CĐT sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào tiến độ hoàn thiện pháp lý và xây dựng dự án. Tại cuối Q3/2026, giá trị người mua trả tiền trước của các DN BĐS ngoài Vingroup đạt 101,707 tỷ VND, tăng 62.8% YoY, mặc dù doanh thu trong quý giảm 9.9% YoY. Số dư này phản ánh tiền thu từ khách hàng và tiến độ ghi nhận doanh thu, không chỉ các khoản tiền thu trước khi đủ điều kiện mở bán. Luật mới vẫn duy trì giới hạn thanh toán lần đầu ở mức 30% và tổng mức thanh toán trước bàn giao ở mức 70% giá trị hợp đồng đối với các giao dịch mua bán BĐS hình thành trong tương lai của CĐT trong nước. Chúng tôi cho rằng áp lực huy động vốn bổ sung sẽ tập trung tại các dự án mới, trong khi các CĐT đã đủ điều kiện mở bán vẫn có thể sử dụng tiền ứng trước từ khách hàng để tài trợ chi phí xây dựng.

Biểu đồ 11: Giá trị người mua trả tiền trước của các DN BĐS ngoài Vingroup tăng 62.8% YoY vào cuối Q3/2026

Người mua trả tiền trước tại các DN BĐS niêm yết, nghìn tỷ VND

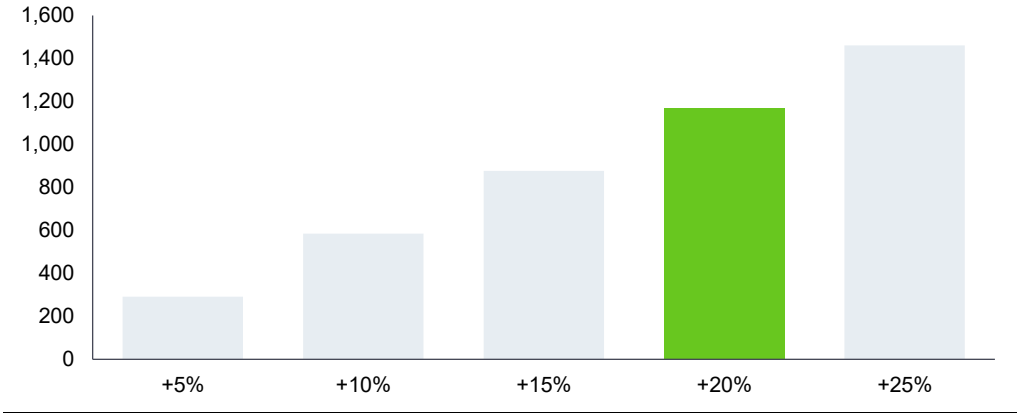


Nguồn: BCTC các DN, Pinetree Research

Các CĐT có thể chuyển một phần nhu cầu vốn sang các DN môi giới thông qua hợp đồng phân phối độc quyền. Cuối năm 2025, giá trị ký quỹ, ký cược cho các hợp đồng tiếp thị và phân phối BĐS của DXS đạt 5,844 tỷ VND, tăng 18.7% YoY. DXS cũng ghi nhận 2,398 tỷ VND tiền thu hộ các CĐT từ khách hàng. Nếu các CĐT tăng yêu cầu ký quỹ thêm 20%, DXS sẽ cần bổ sung khoảng 1,169 tỷ VND vốn lưu động, tương đương 46.2% vốn hóa tại ngày 27/11/2026.

Biểu đồ 12: DXS có thể cần bổ sung 1.169 tỷ VND nếu giá trị ký quỹ tăng 20%

Nhu cầu vốn bổ sung theo mức tăng giá trị ký quỹ, ký cược cho hợp đồng tiếp thị và phân phối BĐS, tỷ VND



Nguồn: DXS, Pinetree Research ước tính

Chi phí bán hàng của các CĐT có thể tăng trong trung hạn. Các DN môi giới sẽ có ít thông tin hơn về khả năng chuyển đổi nhu cầu đăng ký mua thành giao dịch thực tế trước thời điểm mở bán. Nếu các CĐT đồng thời yêu cầu tăng giá trị ký quỹ, các DN môi giới sẽ phải chịu chi phí vốn cao hơn và rủi ro chậm thu hồi vốn khi tiến độ bán hàng thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng các DN môi giới sẽ yêu cầu mức hoa hồng cao hơn hoặc giảm cam kết phân phối tại các dự án có triển vọng tiêu thụ thấp.

Chúng tôi đánh giá các quy định mới sẽ làm chậm quá trình phục hồi nguồn cung nhà ở của nhóm CĐT có nguồn vốn hạn chế trong giai đoạn 2027-2028. Mặc dù Luật Đất đai 2026 và Luật Kinh doanh BĐS 2026 tạo điều kiện để các DN chuyển nhượng dự án và tái cơ cấu nợ, các CĐT vẫn cần bổ sung vốn để hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai và xây dựng trước khi huy động vốn từ khách hàng. Các DN có khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn với chi phí thấp sẽ có lợi thế khi mua lại dự án, mở rộng thị phần và duy trì tiến độ đầu tư.

Luật Nhà ở 2026 sẽ thúc đẩy phát triển NOXH nhưng hạn chế khả năng sinh lời từ một số sản phẩm nhà ở thương mại

Các CĐT sẽ có ít lựa chọn hơn khi thực hiện nghĩa vụ phát triển NOXH tại các dự án nhà ở thương mại mới. Luật Nhà ở 2023 cho phép địa phương yêu cầu CĐT dành quỹ đất trong dự án, bố trí quỹ đất tại vị trí khác hoặc nộp tiền tương đương giá trị quỹ đất để phát triển NOXH. Luật Nhà ở 2026 quy định UBND cấp tỉnh quyết định việc CĐT dành một phần diện tích đất ở trong dự án để xây dựng nhà ở cho thuê và NOXH. Chính phủ sẽ quy định quy mô dự án và tỷ lệ diện tích đất phải dành cho các loại hình nhà ở này. Chúng tôi cho rằng quy định mới sẽ làm giảm khả năng tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm tại các dự án nhà ở thương mại ở khu vực có giá đất cao, đặc biệt khi CĐT phải phát triển nhà ở có giá bán hoặc giá thuê thấp hơn đáng kể so với các sản phẩm thương mại trong cùng dự án.

Chúng tôi đánh giá tác động lên lợi nhuận của các CĐT trong giai đoạn 2027-2028 sẽ tương đối hạn chế do phần lớn các dự án dự kiến bàn giao đã xác định nghĩa vụ về NOXH. Luật mới cho phép các dự án đã có quyết định lựa chọn CĐT hoặc chấp thuận chủ trương đầu tư tiếp tục thực hiện nghĩa vụ theo các văn bản pháp lý trước đây. Các dự án như Nam Vĩnh Yên và Long Tân của DIG hay Hana Garden của CEO thuộc nhóm này. Chúng tôi cho rằng chi phí phát triển NOXH và nhà ở cho thuê sẽ ảnh hưởng chủ yếu đến hiệu quả đầu tư của các dự án mới trong những năm sau 2028.

Biểu đồ 13: Thay đổi chính sách phát triển NOXH sẽ ảnh hưởng đến cả CĐT và người mua nhà

So sánh các quy định về phát triển, kinh doanh và chuyển nhượng NOXH giữa Luật Nhà ở 2023 và Luật Nhà ở 2026

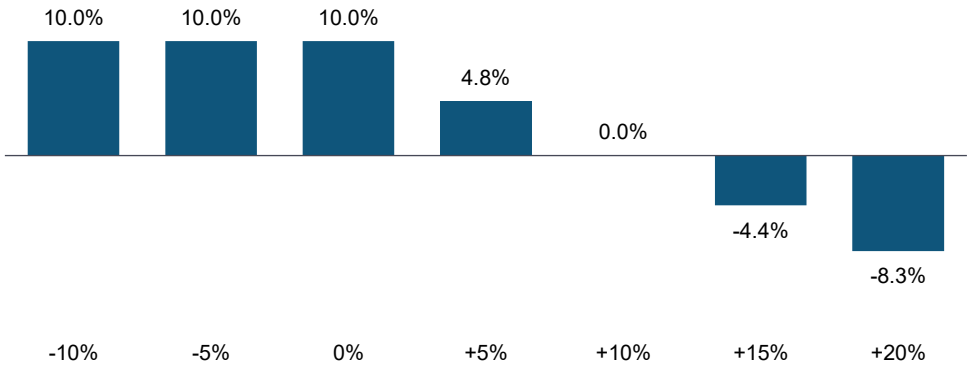
Nội dung	Luật Nhà ở 2023	Luật Nhà ở 2026
Nghĩa vụ của dự án thương mại	Quỹ đất trong dự án, quỹ đất khác hoặc nộp tiền	Dành quỹ đất trong dự án cho NOXH và nhà ở cho thuê
Lựa chọn CĐT NOXH	Theo quy định về đầu tư, đấu thầu và cơ chế thí điểm tại Nghị quyết 201/2025/QH15	UBND cấp tỉnh giao CĐT không qua đấu thầu
Lợi nhuận định mức	Tối đa 10% chi phí đầu tư xây dựng phần NOXH theo Luật Nhà ở 2023	Chính phủ quy định
Diện tích kinh doanh thương mại trong dự án NOXH	Tỷ lệ tối đa 20% theo luật	Chính phủ quy định tỷ lệ
Chuyển nhượng NOXH sau 5 năm	Bán theo cơ chế thị trường	Chỉ bán cho đối tượng đủ điều kiện mua NOXH

Nguồn: Luật Nhà ở 2023 và 2026, Nghị quyết 201/2025/QH15, Pinetree Research

Các CĐT có kinh nghiệm xây dựng NOXH có thể mở rộng quy mô đầu tư nhưng khó cải thiện biên lợi nhuận trong ngắn hạn. Luật Nhà ở 2026 cho phép UBND cấp tỉnh giao CĐT dự án NOXH không qua đấu thầu, tiếp nối cơ chế thí điểm tại Nghị quyết 201/2025/QH15, đồng thời giao Chính phủ quy định mức lợi nhuận định mức. CĐT không được thu thêm tiền từ khách hàng nếu giá quyết toán cao hơn giá bán trong hợp đồng và phải hoàn trả phần chênh lệch nếu giá quyết toán thấp hơn. CĐT vẫn chịu rủi ro chi phí phát sinh sau khi ký hợp đồng mua bán.

Biểu đồ 14: Lợi nhuận từ phát triển NOXH có thể giảm mạnh khi chi phí xây dựng vượt dự toán

LNTT trên chi phí đầu tư thực tế thuộc phạm vi tính giá theo mức chênh lệch giữa chi phí thực tế và dự toán, %



Nguồn: Luật Nhà ở 2026, Pinetree Research. Giả định lợi nhuận định mức 10% chi phí đầu tư thuộc phạm vi tính giá.

Việc giới hạn đối tượng mua lại NOXH sẽ làm giảm nhu cầu mua nhà nhằm mục đích đầu tư. Theo Luật Nhà ở 2023, người mua NOXH có thể bán lại nhà theo cơ chế thị trường sau 5 năm kể từ thời điểm thanh toán đủ tiền mua nhà và hoàn thành thủ tục cấp giấy chứng nhận. Luật mới chỉ cho phép chuyển nhượng cho các đối tượng đủ điều kiện mua NOXH ngay cả sau thời hạn này. Chúng tôi cho rằng quy định mới sẽ giảm động cơ mua NOXH để thu lợi từ chênh lệch giá với nhà ở thương mại, đồng thời làm giảm tính thanh khoản của NOXH trên thị trường thứ cấp.

Việc mở rộng phạm vi cho phép phân lô bán đất nền sẽ giúp một số CĐT giảm nhu cầu vốn xây dựng và rút ngắn thời gian thu hồi vốn. Luật Kinh doanh BĐS 2023 hạn chế phân lô bán đất nền tại các khu vực phường, quận, thành phố thuộc đô thị loại đặc biệt, I, II và III theo quy định. Luật Nhà ở 2026 thu hẹp phạm vi bắt buộc xây dựng nhà ở trước khi bán xuống các phường thuộc đô thị loại đặc biệt, I và II. Luật Kinh doanh BĐS 2026 cho phép chuyển nhượng đất theo khu vực đã hoàn thành hạ tầng và đáp ứng điều kiện pháp lý. Các dự án đã có chấp thuận phân lô như Nam Vĩnh Yên và Long Tân của DIG có thể rút ngắn thời gian thu hồi vốn nếu đáp ứng các điều kiện này.

Các CĐT chung cư sẽ phải điều chỉnh cơ cấu doanh thu khi diện tích đỗ xe theo quy chuẩn thuộc sở hữu chung. Chúng tôi đánh giá quy định mới sẽ làm giảm khả năng thu hồi vốn thông qua kinh doanh riêng phần diện tích này. CĐT có thể phản ánh một phần chi phí xây dựng vào giá bán căn hộ nhưng không được tính chi phí đầu tư diện tích đỗ xe vượt quy chuẩn thuộc sở hữu của CĐT vào giá bán, giá thuê mua căn hộ. Các bên tiếp tục thực hiện hợp đồng mua hoặc thuê chỗ đỗ xe ô tô đã ký trước ngày luật có hiệu lực.

Các quy định mới mở rộng khả năng khai thác quỹ đất hiện hữu tại các DN BĐS nghỉ dưỡng và cao su

Luật Kinh doanh BĐS 2026 mở rộng đối tượng khách hàng và khả năng chuyển nhượng BĐS nghỉ dưỡng. Luật mới cho phép tổ chức nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam và cá nhân nước ngoài được phép nhập cảnh mua, thuê mua diện tích sàn xây dựng theo các điều kiện luật định, không gắn với QSDĐ. Luật cũng mở rộng phạm vi chuyển nhượng hợp đồng mua bán, thuê mua công trình và diện tích sàn đủ điều kiện. Chúng tôi đánh giá các thay đổi này sẽ hỗ trợ thanh khoản của các sản phẩm như căn hộ du lịch (condotel) và văn phòng kết hợp lưu trú (officetel) đáp ứng các điều kiện kinh doanh.

Việc mở rộng khả năng cho thuê căn hộ chung cư để lưu trú sẽ làm tăng cạnh tranh trong phân khúc lưu trú ngắn hạn. Luật Nhà ở 2026 cho phép chủ sở hữu căn hộ cho thuê để ở hoặc lưu trú nếu đáp ứng các quy định về an ninh, trật tự và quản lý chung cư. Chúng tôi đánh giá ảnh hưởng sẽ tập trung tại các khách sạn có sản phẩm tương đối đồng nhất với căn hộ cho thuê ngắn hạn, trong khi các khu nghỉ dưỡng có hệ thống tiện ích và dịch vụ chuyên biệt sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn.

Biểu đồ 15: Các quy định mới mở rộng khả năng kinh doanh và chuyển nhượng BĐS nghỉ dưỡng

Thay đổi quyền của CĐT và người sở hữu BĐS theo Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS 2026

Nội dung	Quy định mới	Tác động kinh tế
Cho thuê căn hộ chung cư để lưu trú	Cho phép nếu đáp ứng các điều kiện liên quan	Tăng khả năng khai thác căn hộ thương mại
Khách hàng nước ngoài	Cho phép mua, thuê mua diện tích sàn đủ điều kiện, không gắn với QSDĐ	Mở rộng đối tượng khách hàng
Chuyển nhượng hợp đồng	Mở rộng sang công trình xây dựng và diện tích sàn đủ điều kiện	Cải thiện thanh khoản thứ cấp
Hình thức trả tiền thuê đất	Cho phép chuyển đổi giữa trả tiền hằng năm và trả tiền một lần	Tăng lựa chọn về phương thức kinh doanh và huy động vốn
Bán diện tích sàn	Duy trì yêu cầu về hình thức sử dụng đất và điều kiện pháp lý	CĐT phải cân đối chi phí đất với doanh thu bán sản phẩm

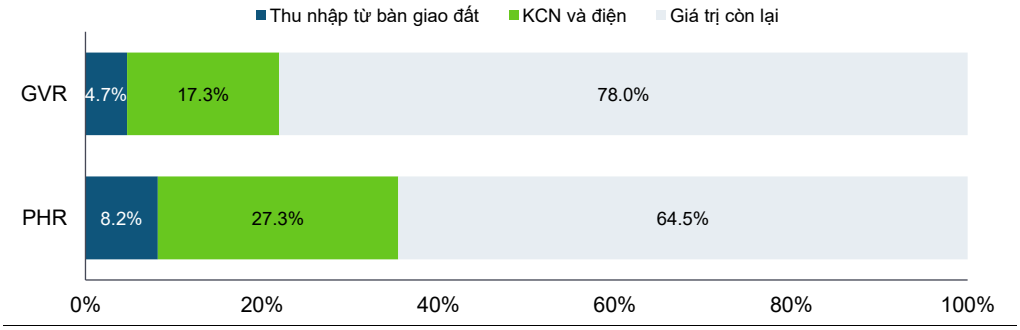
Nguồn: Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS, Pinetree Research

Các DN BĐS nghỉ dưỡng như CEO có thể thu hồi vốn sớm hơn nếu chuyển sang mô hình bán một phần diện tích sàn tại các dự án hiện hữu. Luật Đất đai 2026 cho phép DN chuyển từ hình thức thuê đất trả tiền hằng năm sang trả tiền một lần cho cả thời gian thuê. Đây là một trong những điều kiện để CĐT có thể bán diện tích sàn tại các công trình xây dựng trên đất thuê. Hoạt động dịch vụ, chủ yếu là kinh doanh khách sạn, chiếm 73.0% doanh thu của CEO năm 2025. Tuy nhiên, hiệu quả của việc chuyển đổi mô hình kinh doanh sẽ phụ thuộc vào khoản tiền thuê đất mà CEO phải nộp bổ sung và khả năng tiêu thụ các sản phẩm nghỉ dưỡng.

Chúng tôi đánh giá quy định về sử dụng đất sau cổ phần hóa sẽ cải thiện khả năng phát triển KCN trực tiếp của các DN cao su. Điều 94 Luật Đất đai 2026 cho phép các DN sau cổ phần hóa thực hiện quyền của người sử dụng đất và chuyển mục đích sử dụng đất theo quy định mà cơ quan giải quyết thủ tục không phải xem xét lại quá trình cổ phần hóa. Chúng tôi cho rằng việc giảm trở ngại pháp lý sẽ giúp GVR và PHR có thêm cơ hội trực tiếp phát triển KCN, song DN vẫn phải đáp ứng quy hoạch, điều kiện chuyển mục đích và nghĩa vụ tài chính.

Biểu đồ 16: Giá trị kinh doanh KCN và điện của PHR và GVR cao hơn giá trị thu nhập dự kiến từ bàn giao đất

Cơ cấu định giá của PHR và GVR theo nhóm tài sản và HĐKD, %



Nguồn: Pinetree Research ước tính

Các DN cao su sẽ cần tăng vốn đầu tư nếu muốn thu được nhiều lợi nhuận hơn từ quá trình chuyển đổi đất. Đối với đất thuê trả tiền hằng năm, khi Nhà nước thu hồi đất, DN không thuộc trường hợp được bồi thường về đất nhưng có thể nhận bồi thường đối với tài sản và chi phí đầu tư còn lại theo quy định. Việc trực tiếp phát triển KCN có thể mang lại lợi nhuận cao hơn nhưng DN phải bố trí vốn để thực hiện nghĩa vụ tài chính về đất đai, xây dựng hạ tầng và chịu rủi ro về tiến độ cho thuê. Luật Đất đai 2026 cũng yêu cầu địa phương rà soát phương án sử dụng đất của các công ty nông, lâm nghiệp và thu hồi diện tích đất thuộc các trường hợp không đầu tư hoặc giao khoán không đúng đối tượng. Chúng tôi sẽ tiếp tục định giá quỹ đất cao su của PHR và GVR dựa trên từng dự án có kế hoạch chuyển đổi cụ thể.

Các CĐT KCN có quỹ đất đã hoàn thành phần lớn công tác GPMB có thể rút ngắn thời gian thu hồi vốn đầu tư hạ tầng. Luật Kinh doanh BĐS 2026 cho phép CĐT KCN kinh doanh QSDĐ khi hoàn thành hạ tầng kỹ thuật tại khu vực chuyển nhượng hoặc cho thuê và đáp ứng các điều kiện pháp lý liên quan. CĐT có thể triển khai hạ tầng theo từng khu vực phù hợp nhu cầu thuê đất, khi đáp ứng điều kiện về QSDĐ và nghĩa vụ tài chính, qua đó giảm lượng vốn đầu tư ban đầu và chi phí tài chính trong thời gian chờ khách thuê. Chúng tôi cho rằng tác động tích cực sẽ tập trung tại các KCN đang triển khai xây dựng và có khả năng thu hút khách thuê trong ngắn hạn.

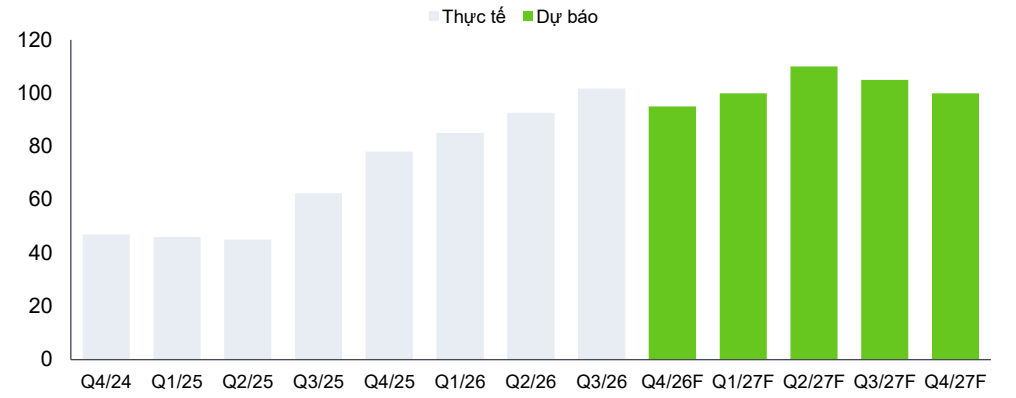
Áp lực huy động vốn sẽ tăng trong H2/2027 trước khi cơ chế định giá đất mới có hiệu lực từ năm 2028

Chúng tôi cho rằng cạnh tranh giữa các CĐT sẽ tăng trong H1/2027 khi nhiều DN có động cơ đẩy nhanh tiến độ mở bán trước thời điểm 3 luật mới có hiệu lực. Lượng căn hộ bán tại Hà Nội trong Q3/2026 giảm 66% YoY, cho thấy khả năng hấp thụ nguồn cung tại mặt bằng giá hiện tại đã giảm. Chúng tôi đánh giá các CĐT sẽ ưu tiên mở bán theo từng phân khu và sử dụng chính sách chiết khấu, hỗ trợ lãi suất để duy trì doanh số. Khả năng kiểm soát chi phí đất và tài chính sẽ quyết định mức độ linh hoạt của từng DN.

Chúng tôi ước tính giá trị người mua trả tiền trước của các DN BĐS ngoài Vingroup có thể đạt khoảng 110,000 tỷ VND vào cuối Q2/2027 trước khi giảm trong H2/2027. Việc đẩy nhanh mở bán tại các dự án đủ điều kiện sẽ hỗ trợ thu tiền từ khách hàng trong H1/2027. Tuy nhiên, số dư người mua trả tiền trước còn phụ thuộc vào tiến độ bàn giao. Kịch bản tại Biểu đồ 17 giả định thu tiền từ các đợt mở bán mới giảm tốc trong H2/2027 trong khi các DN tiếp tục bàn giao sản phẩm.

Biểu đồ 17: Giá trị người mua trả tiền trước có thể đạt đỉnh năm 2027 vào cuối Q2

Giá trị người mua trả tiền trước tại các DN BĐS niêm yết ngoài Vingroup theo kịch bản, nghìn tỷ VND



Nguồn: BCTC các DN, Pinetree Research

Nhu cầu vốn để thực hiện nghĩa vụ tài chính về đất đai và trả nợ trái phiếu sẽ gây áp lực lên thanh khoản của các CĐT trong H2/2027. Khả năng trả nợ sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào tiến độ chuyển đổi hàng tồn kho thành tiền. Các CĐT chưa hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai sẽ phải cân đối giữa trả nợ và tiếp tục đầu tư để đưa dự án đến giai đoạn đủ điều kiện mở bán hoặc chuyển nhượng. Việc giảm đầu tư để ưu tiên trả nợ có thể kéo dài thời gian thu hồi vốn.

Chúng tôi cho rằng nguồn cung nhà ở từ các dự án hiện hữu có thể phục hồi trong năm 2028, trong khi tốc độ phát triển các dự án mới sẽ chậm lại. Việc đẩy nhanh phê duyệt dự án trong năm 2027 và giảm rủi ro thu hồi đất tại các dự án chậm tiến độ sẽ giúp một số CĐT bổ sung nguồn cung trong giai đoạn 2028-2029. Tuy nhiên, các quy định mới về tiếp cận đất đai, bồi thường và xác định nghĩa vụ tài chính sẽ làm tăng nhu cầu vốn tại các dự án mới. Chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận của các dự án xác định nghĩa vụ tài chính theo cơ chế mới sẽ chịu áp lực từ năm 2029, khi các CĐT bắt đầu bàn giao sản phẩm.

Biểu đồ 18: Chúng tôi kỳ vọng tác động của 3 luật mới lên lợi nhuận ngành BĐS sẽ rõ rệt hơn từ 2029

Đánh giá triển vọng các yếu tố ảnh hưởng đến HĐKD của CĐT theo từng giai đoạn

Yếu tố	H1/2027	H2/2027	2028	2029-2030
Phê duyệt dự án	Đẩy nhanh tiến độ	Đẩy nhanh thủ tục định giá đất	Áp dụng cơ chế mới	Ổn định dần
Nguồn cung mở bán	Tăng	Chậm lại	Phục hồi từ các dự án hiện hữu	Phụ thuộc vào tiến độ phê duyệt dự án mới
Chi phí GPMB mặt bằng	Ít thay đổi do luật mới	Áp lực tăng tại dự án mới	Phân hóa theo dự án và địa phương	Phân hóa giữa các CĐT
Nhu cầu huy động vốn	Tăng	Tăng mạnh	Duy trì ở mức cao	Phân hóa giữa các CĐT
Biên lợi nhuận bàn giao	Ít thay đổi do luật mới	Ít thay đổi do luật mới	Tác động hạn chế	Giảm tại các dự án có chi phí đất tăng

Nguồn: Pinetree Research đánh giá

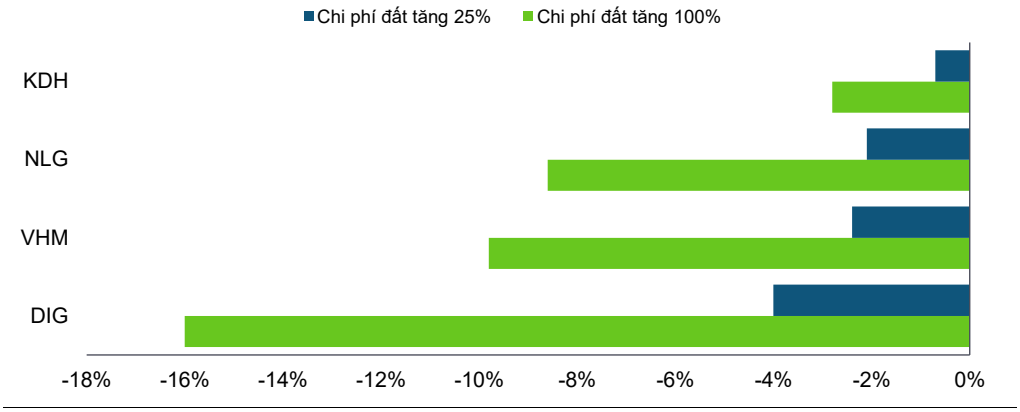
Chúng tôi có quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành BĐS trong 12 tháng tới. Các thay đổi pháp lý sẽ hỗ trợ phát triển và chuyển nhượng dự án hiện hữu nhưng chưa cải thiện đáng kể khả năng chi trả của người mua nhà. Chúng tôi cho rằng sự phục hồi doanh số mở bán trong H1/2027 sẽ khó chuyển hóa thành tăng trưởng lợi nhuận trên diện rộng khi nhiều CĐT vẫn cần bố trí vốn để hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai và trả nợ. Cơ hội đầu tư sẽ tập trung tại các DN có khả năng bổ sung nguồn cung từ quỹ đất hiện hữu và giao dịch ở mức định giá thấp so với triển vọng thu hồi vốn.

NLG và KDH có lợi thế từ quỹ đất đã hoàn thành phần lớn công tác GPMB

Chúng tôi ưu tiên NLG và KDH trong nhóm cổ phiếu BĐS nhà ở do 2 DN có thể tiếp tục phát triển nhiều dự án hiện hữu với ít áp lực hơn từ việc mở rộng quỹ đất. NLG công bố quỹ đất sạch khoảng 681 ha, trong khi KDH đã hoàn thành GPMB khoảng 88% diện tích Tân Tạo. Nếu tiền sử dụng đất tại Waterpoint giai đoạn 2 và Cát Lái tăng 25% so với giả định cơ sở, định giá của chúng tôi đối với NLG và KDH sẽ giảm lần lượt 2.1% và 0.7%.

Biểu đồ 19: Định giá NLG và KDH giảm lần lượt 8.6% và 2.8% nếu tiền sử dụng đất tại các dự án liên quan tăng gấp đôi

Thay đổi định giá theo kịch bản chi phí đất tại nhóm dự án liên quan, % so với cơ sở



Nguồn: Pinetree Research ước tính

Các kịch bản tại Biểu đồ 19 phản ánh ảnh hưởng của chi phí đất tại một số dự án. Tại KDH, chúng tôi định giá khoảng 513.9 ha quỹ đất chưa triển khai theo giá thị trường sau chiết khấu và chưa phản ánh riêng sự thay đổi nghĩa vụ tài chính tại các khu đất này. Tại NLG, nếu tiền sử dụng đất tại cả 9 dự án trong mô hình tăng 25% so với giả định cơ sở, định giá giảm 10.2%. Riêng VHM, kịch bản bao gồm cả chi phí bồi thường và tiền sử dụng đất.

Chúng tôi khuyến nghị MUA NLG, KDH, VHM, DIG và HDC, trong đó ưu tiên NLG và KDH. Ngay cả trong kịch bản chi phí đất tại các dự án liên quan tăng gấp đôi, định giá của chúng tôi đối với NLG, KDH, VHM và DIG vẫn cao hơn thị giá ngày 27/11/2026. Khả năng thu hẹp chênh lệch định giá trong 12 tháng tới sẽ phụ thuộc vào tiến độ mở bán, thu hồi vốn và hoàn thiện thủ tục pháp lý tại các dự án trọng điểm của từng DN.

Biểu đồ 20: NLG và KDH có upside lớn nhất trong nhóm cổ phiếu nghiên cứu

Khuyến nghị đầu tư, giá mục tiêu, P/B dự báo và các yếu tố chịu tác động từ 3 luật mới tại các DN trong phạm vi nghiên cứu

Mã CP	Khuyến nghị	Giá 27/11, VND/cp	Giá mục tiêu, VND/cp	Upside	P/B 2027F, x	Yếu tố chịu tác động
NLG	MUA	22,200	43,000	93.7%	0.79	Tiền sử dụng đất
KDH	MUA	14,000	24,500	75.0%	0.91	Tiếp cận đất đai
VHM	MUA	59,100	86,000	45.5%	1.41	Chi phí phát triển quỹ đất
DIG	MUA	9,500	15,000	57.9%	0.73	Tiền sử dụng đất
HDC	MUA	11,150	14,000	25.6%	0.83	Chi phí GPMB
DXG	NẮM GIỮ	10,400	11,500	10.6%	0.87	Huy động vốn trước mở bán
DXS	NẮM GIỮ	4,370	4,600	5.3%	0.38	Nhu cầu vốn lưu động
TCH	NẮM GIỮ	12,750	14,000	9.8%	1.00	Phát triển chung cư
NVL	NẮM GIỮ	9,390	9,000	-4.2%	0.49	Chuyển nhượng dự án
PHR	NẮM GIỮ	27,400	29,500	7.7%	1.32	Chuyển đổi đất cao su
GVR	NẮM GIỮ	27,700	27,000	-2.5%	1.57	Chuyển đổi đất cao su
PDR	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	11,000			0.97	Chuyển nhượng dự án
CEO	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	10,500			0.96	Kinh doanh BĐS nghỉ dưỡng

Nguồn: FiinproX, Pinetree Research ước tính.

Lợi thế về quỹ đất hiện hữu sẽ giúp các CĐT kiểm soát chi phí phát triển dự án tốt hơn

NLG có lợi thế về khả năng bổ sung nguồn cung từ các khu đô thị đã hình thành cộng đồng cư dân. Tại Waterpoint, DN đã bàn giao hơn 1.400 sản phẩm và đưa nhiều công trình hạ tầng, tiện ích vào sử dụng. NLG tiếp tục kinh doanh các phân khu tại Waterpoint, Izumi City và Mizuki Park. Chúng tôi đánh giá việc tiếp tục phát triển các khu đô thị hiện hữu sẽ giúp NLG tận dụng một phần hạ tầng đã đầu tư và duy trì doanh số khi việc tiếp cận quỹ đất mới trở nên khó khăn hơn.

Biểu đồ 21: Khả năng bổ sung nguồn cung phụ thuộc vào tiến độ pháp lý và đầu tư của từng dự án

Tình trạng triển khai và các công việc còn lại tại một số dự án trọng điểm

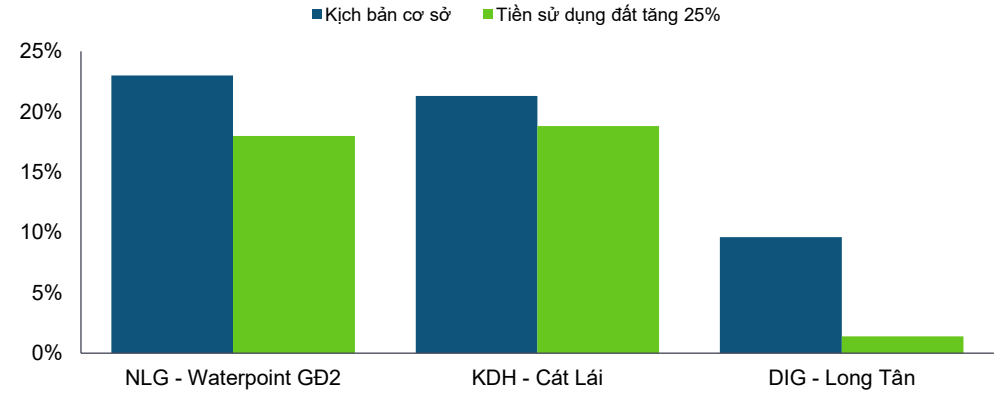
Mã CP	Dự án	Diện tích (ha)	Tình hình triển khai	Các công việc tiếp theo
NLG	Waterpoint GĐ1	165	Đã bàn giao sản phẩm và vận hành nhiều tiện ích	Phát triển các phân khu tiếp theo
NLG	Waterpoint GĐ2	190	Đang chuẩn bị phát triển	Hoàn thiện pháp lý, nghĩa vụ tài chính và đầu tư theo phân kỳ
KDH	Bình Trưng	18.2	UBND TP.HCM quyết định giao đất và chuyển mục đích sử dụng đất ngày 29/10/2026	Hoàn thiện nghĩa vụ tài chính và đầu tư xây dựng
DIG	Nam Vĩnh Yên	190.6	Đang triển khai đầu tư và kinh doanh	Phát triển các phân khu tiếp theo
DIG	Long Tân	331.9	Đang triển khai công tác chuẩn bị đầu tư	Bồi thường và đầu tư hạ tầng
HDC	Phước Thắng	52.5	Đã có chấp thuận nhận chuyển nhượng, góp vốn bằng QSDĐ	Hoàn thiện quỹ đất và điều chỉnh quy hoạch
HDC	Long Điền	40.8	Triển khai theo cơ chế thí điểm tại Nghị quyết 171	Nhận chuyển nhượng QSDĐ và chuẩn bị đầu tư

Nguồn: Công bố của các DN, Pinetree Research tổng hợp

Chi phí vốn trong thời gian chuẩn bị đầu tư sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến các dự án chưa hoàn thiện quỹ đất. Chúng tôi cho rằng phát triển dự án theo từng phân khu và hợp tác với đối tác có thể giúp DIG và HDC phân bổ nhu cầu vốn trong nhiều năm, nhưng hiệu quả còn phụ thuộc vào khả năng hoàn thiện pháp lý và đưa từng phân khu vào kinh doanh.

Biểu đồ 22: Biên LNTT tại Long Tân giảm mạnh hơn Waterpoint GĐ2 và Cát Lái khi tiền sử dụng đất tăng

Biên LNTT theo kịch bản giả định tiền sử dụng đất, với giá bán, chi phí khác và tiến độ đầu tư không đổi, %



Nguồn: Pinetree Research ước tính

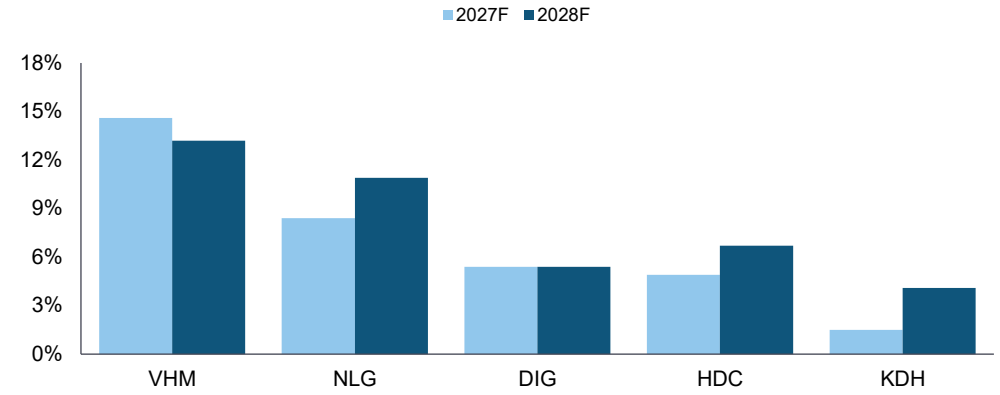
Chúng tôi đánh giá các CĐT có chi phí đất thấp sẽ có lợi thế khi cạnh tranh về chính sách bán hàng. Các CĐT có tỷ suất lợi nhuận thấp sẽ phải cân đối giữa giảm giá bán để thu hồi vốn sớm và chi phí tài chính nếu kéo dài thời gian bán hàng. Chúng tôi cho rằng lợi thế về chi phí đầu tư tại các dự án hiện hữu của NLG và KDH sẽ thể hiện rõ hơn khi khả năng chi trả của người mua nhà hạn chế tốc độ tăng giá bán.

NLG và KDH có định giá hấp dẫn ngay cả khi chi phí hoàn thiện quỹ đất tăng

Danh mục BĐS đã bán nhưng chưa ghi nhận doanh thu giúp VHM ít phụ thuộc hơn vào doanh số tại các dự án mới trong ngắn hạn. Tại cuối Q3/2026, chỉ tiêu doanh số chưa ghi nhận doanh thu (unbilled sales) của VHM đạt 185,600 tỷ VND. Chúng tôi đánh giá khả năng triển khai và bàn giao các dự án hiện hữu sẽ hỗ trợ quy mô lợi nhuận của DN trong giai đoạn 2027-2028.

Biểu đồ 23: Chúng tôi dự báo VHM và NLG có ROE cao hơn các DN còn lại trong giai đoạn 2027-2028

ROE dự báo trên VCSH bình quân của cổ đông công ty mẹ, %



Nguồn: Pinetree Research dự báo

Chúng tôi khuyến nghị MUA NLG và KDH với giá mục tiêu lần lượt là 43.000 và 24,500 VND/cp, tương ứng upside 93.7% và 75.0%. Đối với NLG, chúng tôi dự báo LNST-CĐM tăng từ 442 tỷ VND năm 2026 lên 1,110 tỷ VND năm 2027 và ROE đạt 10.9% năm 2028 nhờ đóng góp của các dự án đang triển khai. Đối với KDH, giá mục tiêu phản ánh định giá cơ sở 24.766 VND/cp sau khi làm tròn. Tiến độ phát triển Gladia và Bình Trưng sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá rõ hơn khả năng thu hồi vốn sau năm 2027. Tại P/B 2027F lần lượt là 0.79 lần và 0.91 lần, chúng tôi cho rằng tiến độ mở bán và triển vọng lợi nhuận sau năm 2027 sẽ hỗ trợ thu hẹp chênh lệch giữa thị giá và định giá của chúng tôi.

Chúng tôi khuyến nghị MUA VHM với giá mục tiêu 86,000 VND/cp, tương ứng upside 45.5%. Mặc dù chúng tôi dự báo LNST-CĐM giảm 48.4% YoY trong năm 2027, ROE vẫn đạt trên 13% trong giai đoạn 2027-2028. Chúng tôi đánh giá P/B 2027F 1.41 lần hấp dẫn khi danh mục BĐS đã bán và tiến độ bàn giao tại các dự án hiện hữu sẽ giúp VHM duy trì quy mô lợi nhuận lớn ngay cả khi chi phí phát triển quỹ đất tăng trong dài hạn.

Chúng tôi khuyến nghị MUA DIG và HDC với giá mục tiêu lần lượt là 15,000 và 14,000 VND/cp, tương ứng upside 57.9% và 25.6%. Tại DIG, tiến độ kinh doanh Nam Vĩnh Yên sẽ đóng vai trò quan trọng đối với khả năng bố trí vốn phát triển Long Tân. Đối với HDC, việc bàn giao sản phẩm tại The Light City và các dự án hiện hữu sẽ hỗ trợ thu hồi vốn trong thời gian hoàn thiện quỹ đất mới. Mặc dù 2 cổ phiếu giao dịch ở P/B 2027F dưới 0.85 lần, chúng tôi ưu tiên NLG và KDH nhờ khả năng bổ sung nguồn cung từ dự án hiện hữu và mức chênh lệch lớn hơn giữa định giá với thị giá.

Các quy định về huy động vốn trước mở bán sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến nhu cầu vốn lưu động của DN môi giới

Chúng tôi đánh giá khả năng thu hồi vốn lưu động sẽ đóng vai trò lớn hơn trong việc cải thiện ROE của các DN môi giới BĐS. Cuối năm 2025, giá trị ký quỹ, ký cược cho các hợp đồng tiếp thị và phân phối BĐS của DXS đạt 5,844 tỷ VND. Nếu

CĐT tăng yêu cầu ký quỹ để bù đắp một phần nhu cầu vốn trước mở bán, chi phí tài trợ vốn của DXS có thể tăng ngay cả khi doanh thu môi giới không thay đổi.

Biểu đồ 24: Nhu cầu ký quỹ tăng sẽ làm tăng chi phí tài trợ vốn của DXS

Chi phí lãi vay tăng thêm trong 1 năm nếu DXS dùng toàn bộ vốn vay tài trợ giá trị ký quỹ tăng thêm so với cuối năm 2025, tỷ VND

Mức tăng giá trị ký quỹ	Lãi suất 8%	Lãi suất 10%	Lãi suất 12%
5%	23.4	29.2	35.1
10%	46.8	58.4	70.1
15%	70.1	87.7	105.2
20%	93.5	116.9	140.3
25%	116.9	146.1	175.3

Nguồn: DXS, Pinetree Research ước tính

Việc tăng doanh số môi giới thông qua các hợp đồng phân phối có giá trị ký quỹ lớn sẽ khó giúp DXS cải thiện ROE tương ứng với tốc độ tăng doanh thu. Nếu DXS tăng giá trị ký quỹ thêm 10% so với cuối năm 2025 và sử dụng toàn bộ vốn vay với lãi suất 10%/năm để tài trợ phần vốn tăng thêm trong 12 tháng, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay sẽ tăng khoảng 58 tỷ VND. DXS sẽ cần đàm phán mức phí phân phối cao hơn hoặc rút ngắn thời gian thu hồi tiền ký quỹ để bù đắp chi phí vốn. Mặc dù DXS chỉ giao dịch ở P/B 2027F 0.38 lần, chúng tôi đánh giá khả năng phục hồi doanh thu môi giới chưa đủ để thúc đẩy định giá cổ phiếu khi ROE dự báo dưới 4% trong giai đoạn 2027-2028. Với giả định ROE dài hạn 5.4%, chi phí VCSH 13.5% và tăng trưởng dài hạn 0%, chúng tôi xác định P/B mục tiêu 0.4 lần và khuyến nghị NẮM GIỮ DXS với giá mục tiêu 4,600 VND/cp, tương ứng upside 5.3%.

Đối với DXG, chúng tôi đánh giá hoạt động phát triển BĐS sẽ đóng vai trò lớn hơn trong tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2027-2028. The Privé đã mở bán từ năm 2025 và chiếm khoảng 81% tổng giá trị các dự án trong mô hình định giá của chúng tôi. Chúng tôi dự báo ROE của DXG tăng từ 6.6% năm 2027 lên 20.7% năm 2028, nhưng khả năng duy trì mức sinh lời này phụ thuộc vào việc thu hồi vốn và tiến độ các dự án tiếp theo. Chúng tôi chiết khấu 20% trên định giá cơ sở 14,623 VND/cp do tỷ trọng lớn của The Privé, không cộng thêm giá trị định giá riêng của DXS. Sau khi làm tròn, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ DXG với giá mục tiêu 11,500 VND/cp, tương ứng upside 10.6%.

Chúng tôi đánh giá TCH có lợi thế về khả năng đáp ứng nhu cầu vốn trước mở bán nhưng triển vọng cải thiện tỷ suất sinh lời tương đối hạn chế. Tại cuối Q3/2026, TCH có khoảng 3,239 tỷ VND tiền và tiền gửi, đồng thời không có dư nợ vay tài chính. Việc hoàn tất đấu giá và có quyết định giao đất đối với lô I.14/CTHH-01 thuộc Khu đô thị mới Bắc Sông Cấm cũng giúp TCH giảm rủi ro về chi phí đất tại dự án này. Tuy nhiên, quy định về sở hữu chung đối với diện tích đỗ xe theo quy chuẩn kỹ thuật quốc gia sẽ hạn chế nguồn thu riêng từ hạng mục này tại các dự án chung cư mới. Với ROE dự báo giảm từ 5.6% năm 2027 xuống 4.2% năm 2028, chúng tôi đánh giá P/B 2027F 1.00 lần đã phản ánh tương đối đầy đủ lợi thế về cơ cấu tài chính của TCH và khuyến nghị NẮM GIỮ với giá mục tiêu 14,000 VND/cp, tương ứng upside 9.8%. Chúng tôi chưa tính cổ tức tiền mặt vào tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng của TCH.

Các quy định về chuyển nhượng dự án sẽ hỗ trợ quá trình tái cơ cấu tài sản và nguồn vốn của các CĐT

Chúng tôi đánh giá lợi ích kinh tế của việc chuyển nhượng dự án sẽ lớn hơn đối với các CĐT có nhu cầu giảm đòn bẩy tài chính. Trong tháng 8/2026, PDR thực hiện giao dịch chuyển nhượng dự án The EverRich 2 với tổng giá trị 5,226 tỷ VND và cấn trừ với khoản phải trả cho đối tác hợp tác đầu tư. Giao dịch cho thấy CĐT có thể sử dụng tài sản để thanh toán một phần nghĩa vụ tài chính mà không cần

tiếp tục bố trí vốn phát triển toàn bộ dự án. Chúng tôi cho rằng cơ chế chuyển nhượng mới sẽ giúp CĐT chủ động hơn khi phân bổ vốn giữa các dự án.

Biểu đồ 25: Chi phí vốn cao làm tăng sức hấp dẫn của phương án chuyển nhượng dự án sớm

Mức chiết khấu so với giá trị thu hồi vốn trong tương lai để 2 phương án có giá trị hiện tại tương đương, %

Tỷ suất sinh lời yêu cầu	1 năm	2 năm	3 năm	4 năm	5 năm
8%	7.4%	14.3%	20.6%	26.5%	31.9%
10%	9.1%	17.4%	24.9%	31.7%	37.9%
12%	10.7%	20.3%	28.8%	36.4%	43.3%
14%	12.3%	23.1%	32.5%	40.8%	48.1%
16%	13.8%	25.7%	35.9%	44.8%	52.4%

Nguồn: Pinetree Research ước tính. Giả định 1 khoản thu hồi vốn cuối kỳ, không có dòng tiền trung gian.

Với tỷ suất sinh lời yêu cầu 12%/năm, giá trị thu hồi vốn sau 3 năm phải cao hơn khoảng 40.5% so với giá chuyển nhượng hiện tại để 2 phương án có giá trị hiện tại tương đương. Chúng tôi đánh giá việc kéo dài thời gian triển khai sẽ làm giảm sức hấp dẫn của phương án tiếp tục đầu tư tại các dự án có tỷ suất lợi nhuận thấp và nhu cầu vốn lớn.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ NVL với giá mục tiêu 9,000 VND/cp, thấp hơn 4.2% so với thị giá. Việc Aqua City mở bán trở lại từ ngày 31/10/2026 sẽ giúp NVL từng bước cải thiện khả năng thu hồi vốn từ dự án hiện hữu. Mặc dù NVL chỉ giao dịch ở P/B 2027F 0.49 lần, chúng tôi đánh giá triển vọng tăng giá của cổ phiếu trong 12 tháng tới phụ thuộc nhiều hơn vào tốc độ bán hàng, bàn giao sản phẩm và giảm dư nợ vay so với những thay đổi về cơ chế chuyển nhượng dự án. Việc cải thiện thanh khoản của các tài sản đang thế chấp sẽ hỗ trợ quá trình tái cơ cấu tài chính nhưng chưa làm thay đổi đáng kể định giá của chúng tôi.

Khả năng thu hồi vốn từ hoạt động chuyển nhượng dự án sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng đối với triển vọng đầu tư của PDR. Các quy định mới sẽ giúp DN linh hoạt hơn trong quá trình tái cơ cấu danh mục dự án, trong khi hiệu quả sử dụng vốn phụ thuộc vào giá trị chuyển nhượng, phương thức thanh toán và tiến độ triển khai các dự án tiếp theo. Tại P/B 2027F 0.97 lần theo giả định BVPS 2027F là 11,385 VND/cp, chúng tôi đánh giá khả năng mở rộng định giá sẽ phụ thuộc vào hiệu quả sử dụng VCSH sau các giao dịch chuyển nhượng.

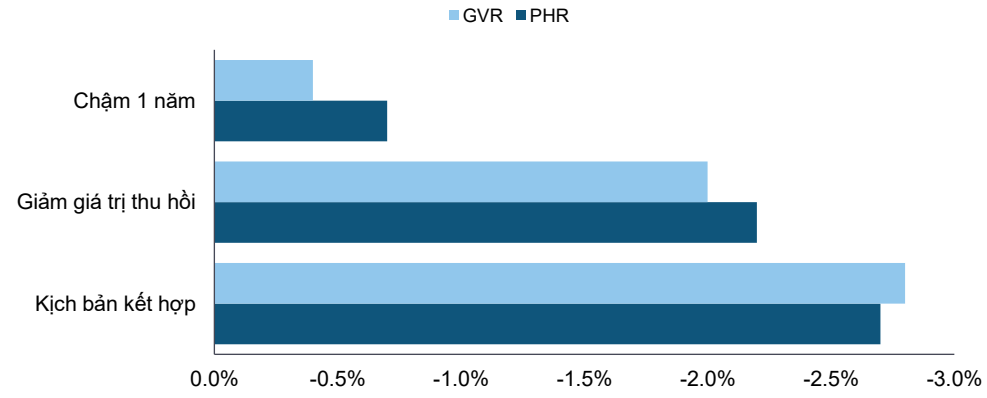
Khả năng chuyển đổi mục đích sử dụng đất sẽ mở rộng cơ hội đầu tư nhưng ít ảnh hưởng đến lợi nhuận trong ngắn hạn

Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư của CEO trong 12 tháng tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào tiến độ kinh doanh Hana Garden so với khả năng mở rộng HĐKD BĐS nghỉ dưỡng theo luật mới. Chúng tôi dự báo LNST-CĐM của CEO tăng 1.5% YoY trong năm 2027 và ROE đạt khoảng 2.7%. Tại P/B 2027F 0.96 lần, khả năng mở rộng định giá của CEO sẽ phụ thuộc vào tốc độ thu hồi vốn tại Hana Garden và hiệu quả sử dụng vốn tại danh mục dự án nghỉ dưỡng hiện hữu.

Chúng tôi đánh giá khả năng trực tiếp tham gia phát triển KCN sẽ đóng vai trò lớn hơn trong định giá dài hạn của PHR và GVR so với các khoản thu nhập từ bàn giao đất. Riêng tại PHR, giá trị khoản đầu tư vào Nam Tân Uyên và quyền phân chia lợi nhuận tại VSIP III chiếm khoảng 27.3% định giá của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng tiến độ cho thuê tại các KCN hiện hữu sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến triển vọng tăng giá của 2 cổ phiếu trong 12 tháng tới so với quy mô quỹ đất dự kiến chuyển đổi chưa có kế hoạch đầu tư cụ thể.

Biểu đồ 26: Định giá PHR và GVR giảm dưới 3% trong các kịch bản thu hồi vốn chậm và giảm tiền bồi thường

Thay đổi định giá theo kịch bản thu nhập từ bàn giao đất và tiến độ phát triển KCN từ năm 2028, % so với cơ sở



Nguồn: Pinetree Research ước tính. PHR: tăng chiết khấu khoản thu từ 25% lên 50%. GVR: giảm 50% tiền bồi thường. Kịch bản kết hợp của GVR tính thêm KCN mới chậm 1 năm.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ PHR và GVR với giá mục tiêu lần lượt là 29,500 và 27,000 VND/cp, tương ứng mức chênh lệch 7.7% và -2.5% so với thị giá. Chúng tôi đánh giá P/B 2027F lần lượt là 1.32 lần và 1.57 lần đã phản ánh một phần đáng kể giá trị kinh tế từ hoạt động chuyển đổi đất cao su sang phát triển KCN. PHR có triển vọng đầu tư thuận lợi hơn GVR trong 12 tháng tới nhờ tỷ suất cổ tức kỳ vọng khoảng 6.1%, đưa tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng lên 13.8%, so với -1.1% của GVR.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Pinetree (Pinetree) lập và phát hành, phân phối miễn phí tại Việt Nam. Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm về nội dung báo cáo xác nhận rằng (i) các quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích đó về các chứng khoán và tổ chức phát hành được đề cập, và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích, trong quá khứ, hiện tại hay tương lai, liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị hoặc quan điểm cụ thể nêu trong báo cáo này.

Báo cáo này được xây dựng dựa trên thông tin thu thập từ các nguồn công khai mà tác giả cho là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành; tuy nhiên, Pinetree không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay kịp thời của các thông tin, đánh giá hoặc khuyến nghị đó. Nguồn của mỗi số liệu được trích dẫn được ghi ngay bên dưới bảng hoặc biểu đồ sử dụng số liệu đó. Các đánh giá, dự báo và giá mục tiêu là quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành, không đại diện cho quan điểm chung của Pinetree và có thể thay đổi mà không cần báo trước. Pinetree không có nghĩa vụ cập nhật báo cáo này hoặc thông báo cho người nhận về bất kỳ thay đổi nào.

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho khách hàng của Pinetree và không phải là cam kết về kết quả trong tương lai. Báo cáo này không phải là lời chào mua hay chào bán bất kỳ chứng khoán nào được đề cập, không phải là khuyến nghị đầu tư, không phải là báo cáo được lập trong khuôn khổ nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán đã được cấp phép, và không phải là tư vấn pháp lý, thuế hay kế toán. Báo cáo được lập mà không xét đến mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận nào. Việc người nhận tiếp nhận và sử dụng báo cáo này không cấu thành và không xác lập việc sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán.

Đầu tư chứng khoán có rủi ro, bao gồm khả năng mất vốn gốc. Người nhận tự đưa ra quyết định và tự chịu toàn bộ trách nhiệm cũng như rủi ro khi sử dụng báo cáo này, và nên tham khảo ý kiến tư vấn độc lập về tài chính, pháp lý và thuế khi cần thiết. Pinetree, cùng các công ty liên kết, công ty mẹ, cán bộ và nhân viên của Pinetree, không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hay gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Dữ liệu cá nhân - Dữ liệu cá nhân của người nhận được xử lý nhằm mục đích phân phối báo cáo phân tích và thông tin liên quan, phù hợp với thông báo về quyền riêng tư của Pinetree và pháp luật Việt Nam về bảo vệ dữ liệu cá nhân. Người nhận có thể hủy đăng ký nhận báo cáo bất kỳ lúc nào bằng cách gửi thư đến research@pinetree.vn.

Luật điều chỉnh và ngôn ngữ - Tuyên bố này được điều chỉnh bởi pháp luật Việt Nam. Tuyên bố được phát hành bằng tiếng Việt và tiếng Anh; trường hợp có sự khác biệt giữa hai bản, bản tiếng Việt được ưu tiên áp dụng.

Bản quyền - Báo cáo này là tài sản của Pinetree. Nghiêm cấm sao chép, chỉnh sửa, phân phối lại hoặc truyền tải báo cáo, toàn bộ hay một phần và dưới bất kỳ hình thức nào, khi chưa có sự đồng ý trước bằng văn bản của Pinetree. © Công ty Cổ phần Chứng khoán Pinetree. Bảo lưu mọi quyền.

Khiếu nại - Người nhận có khiếu nại về báo cáo này hoặc về hành vi của chuyên viên phân tích có thể gửi thư đến bộ phận tuân thủ của Pinetree qua địa chỉ research@pinetree.vn.

Thang khuyến nghị đầu tư

Các khuyến nghị đối với cổ phiếu được xác định dựa trên tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng, bao gồm chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá tại thời điểm công bố, cộng với tỷ suất cổ tức dự kiến. Hệ thống phân loại khuyến nghị được quy định như sau:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng >15%
NẮM GIỮ	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng từ -10% đến +15%
BÁN	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng <-10%
ĐANG XEM XÉT	Các dự phóng không còn phù hợp do phát sinh sự kiện mới. Khuyến nghị và giá mục tiêu trước đó hết hiệu lực. Trạng thái này được cập nhật trong vòng 30 ngày hoặc chuyển sang KHÔNG ĐÁNH GIÁ.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Cổ phiếu chỉ được đề cập nhằm mục đích cung cấp thông tin, không kèm khuyến nghị đầu tư và có thể không có giá mục tiêu.

Thông tin liên hệ

Vương Chí Tâm, CFA, FRM

Trưởng phòng phân tích

tamvc@pinetree.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên cao cấp

quangtpt@pinetree.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên cao cấp

anhnd1@pinetree.vn

Nguyễn Doãn Đức

Chuyên viên SX video

ducnd@pinetree.vn

Đào Tuấn Anh

Chuyên viên SX video

anhdt@pinetree.vn

Mai Anh Việt

Thực tập sinh

vietma@pinetree.vn

Phạm Kiều Anh

Thực tập sinh

anhpk@pinetree.vn