Cập nhật Ngành Bất động sản Nhà ở – Q3/2026

Tiến độ bán hàng đi trước lợi nhuận ghi nhận — 14 doanh nghiệp nhà ở niêm yết

Cập nhật Quý 3/2026 · Số liệu kết quả kinh doanh đến 30/09/2026 · Số liệu thị trường & giá cổ phiếu đến 05/11/2026

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Q3/2026 là một quý khó của thị trường nền: lãi suất vay mua nhà vượt **10%/năm**, lượng căn hộ bán được tại Hà Nội **giảm 66% so cùng kỳ** — thấp nhất kể từ Q1/2024 — và giá căn hộ thứ cấp Hà Nội **giảm 8% so cùng kỳ**, lần giảm theo năm đầu tiên trong hai năm. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ toàn nhóm vẫn đạt **25.459 tỷ đồng (+292%)**. Con số này gần như hoàn toàn là VHM — riêng doanh nghiệp này chiếm **90,9%**; 13 doanh nghiệp còn lại lãi **2.313 tỷ so với 2.317 tỷ** cùng kỳ, và chỉ **3/14** mã tăng trưởng. Ở chiều ngược lại, **lợi nhuận thấp không đồng nghĩa với dòng tiền yếu**: các doanh nghiệp trong nhóm ngoài VHM tuy không ghi nhận lợi nhuận cao nhưng đa số vẫn có dòng tiền thu về từ bán dự án tốt. Khoản **người mua trả tiền trước** — tiền đã thu theo tiến độ cho sản phẩm chưa bàn giao — đạt **221.298 tỷ đồng**, tăng **58.992 tỷ (+36%)** so đầu năm với **10/14** doanh nghiệp tăng; riêng 13 doanh nghiệp ngoài VHM nâng từ **68.217 lên 94.024 tỷ (+37,8%)**. DXG thu trước **9.057 tỷ** tại The Privé, KDH **1.864 tỷ** sau khi mở bán Gladia cao tầng, AGG **3.624 tỷ** tại The Gió Riverside. Bốn trường hợp giảm — TCH, DIG, HDC và CEO — là do đang bàn giao, tiền trả trước được kết chuyển thành doanh thu. Khoảng cách giữa bán hàng và doanh thu vì thế là **vấn đề thời điểm bàn giao**. Chất lượng lợi nhuận cũng cải thiện rõ rệt: lợi nhuận cốt lõi của 12 doanh nghiệp ngoài VHM và KSF đạt **65,6% lợi nhuận trước thuế**, so với 9,0% của Q2/2026. Với **P/B trung vị 0,87 lần**, 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 **Người mua trả tiền trước đạt mức cao nhất**
Đạt **221.298 tỷ đồng** cuối Q3, tăng **58.992 tỷ (+36%)** so đầu năm; **10/14** doanh nghiệp tăng. Đây là phần doanh thu đã ký hợp đồng và sẽ được ghi nhận trong các quý tới.

02 **VHM: doanh số kỷ lục, phần lớn là bán buôn**
Doanh số 9 tháng **219,6 nghìn tỷ (+35%)** — cao nhất lịch sử, nhưng khoảng **61% là bán buôn** cho nhà phát triển thứ cấp. Doanh số chưa ghi nhận **185,6 nghìn tỷ**.

03 **Chất lượng lợi nhuận cải thiện đáng kể**
Lợi nhuận cốt lõi của 12 mã ngoài VHM và KSF đạt **2.259 tỷ** trên lợi nhuận trước thuế 3.445 tỷ — **65,6%**, so với 9,0% của Q2. Số mã lỗi âm giảm từ 6 xuống **4**.

04 **Định giá về vùng thấp nhiều năm**
P/B trung vị 0,87 lần (ngoài VHM là 0,83); **9/14** mã giao dịch dưới giá trị sổ sách. Trung vị thị giá thấp hơn **40,8%** so đỉnh 52 tuần.

CẦN THEO DÕI

01 **Lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nhóm không gồm VHM đi ngang, mức độ tập trung rất cao**
13 doanh nghiệp ngoài VHM lãi **2.313 tỷ** so với **2.317 tỷ** cùng kỳ — gần như không đổi. Chỉ **VHM, NVL và TCH** tăng trưởng; riêng VHM chiếm **90,9%** lợi nhuận và **70,7%** vốn hóa toàn nhóm, nên mọi con số tổng của ngành đều phản ánh VHM trước tiên.

02 **Lãi suất vay mua nhà vẫn là rào cản lớn nhất**
Theo DKRA, lãi suất cố định 12–24 tháng tại 11 ngân hàng thương mại bình quân **10,9%/năm** trong tháng 8/2026; sau thời gian ưu đãi phổ biến **13–15%/năm**. VIS Rating ước tính mặt bằng cả năm cao hơn 2025 khoảng **3–4 điểm phần trăm**.

03 **Thanh khoản thị trường giảm về đáy hai năm**
Hà Nội bán được hơn **3.900 căn** (−33% so quý trước, −66% so cùng kỳ), thấp nhất kể từ Q1/2024; nguồn cung mới giảm **42%** so quý trước. TP.HCM hấp thụ **45%**, giảm **24 điểm phần trăm**. Giá thứ cấp Hà Nội về **khoảng 60 triệu đồng/m²**.

04 **Dư nợ vay tăng nhanh ở một số doanh nghiệp**
PDR nâng dư nợ vay lên **13.638 tỷ** (gấp 2,3 lần đầu năm) chủ yếu để mua 35% vốn Lotte Properties HCMC; CEO tăng gấp **6,6 lần** lên 2.859 tỷ; TAL tăng **77%** lên 7.662 tỷ. Trung vị vay trên vốn chủ của nhóm ngoài VHM là **69%**.

QUY MÔ & THỊ TRƯỜNG

Vốn hóa nhóm theo dõi	**735.806** tỷ đồng
Số doanh nghiệp theo dõi	**14** mã
Căn hộ bán được Hà Nội Q3	**3.900** căn · −66%
Lãi suất vay mua nhà	**10,9** %/năm

KẾT QUẢ Q3/2026

Doanh thu thuần	**95.993** tỷ đồng
Lợi nhuận cốt lõi	**51.183** tỷ đồng
Lợi nhuận trước thuế	**33.038** tỷ đồng
LNST cổ đông mẹ	**25.459** tỷ · +292%

BÁN HÀNG & ĐỊNH GIÁ

Người mua trả tiền trước	**221.298** tỷ đồng
Thay đổi so đầu năm	**+36** %
P/B trung vị	**0,87** lần
Tỷ trọng VHM trong LNST	**90,9** %

1. Thị trường nhà ở Q3/2026

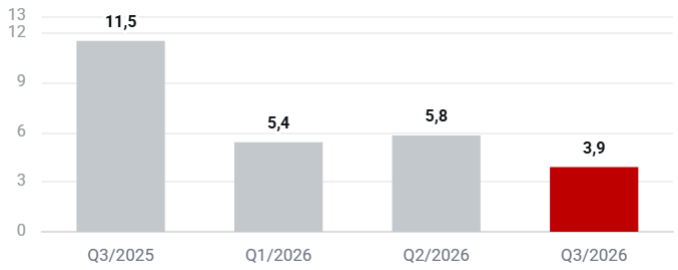
Q3/2026 là quý thị trường nhà ở chịu sức ép rõ nhất kể từ khi chu kỳ phục hồi bắt đầu năm 2024. Không phải vì nguồn cung thiếu, mà vì **chi phí vay đã vượt ngưỡng chịu đựng của người mua**. Lãi suất vay mua nhà lên trên 10%/năm kéo lượng giao dịch về đáy hai năm, buộc chủ đầu tư hoãn mở bán, và lần đầu tiên sau hai năm giá căn hộ thứ cấp Hà Nội giảm so cùng kỳ. Điểm tích cực là nền kinh tế vẫn mạnh — GDP quý 3 tăng **9,95%** — và chính sách đã bắt đầu đảo chiều từ giữa tháng 10.

CĂN HỘ BÁN ĐƯỢC · HÀ NỘI	NGUỒN CUNG MỚI · HÀ NỘI	GIÁ THỨ CẤP · HÀ NỘI	LÃI SUẤT VAY MUA NHÀ
3.900 căn	**−42** %	**−8** %	**10,9** %/năm
−66% so cùng kỳ · đáy 2 năm	so quý trước; −51% so cùng kỳ	so cùng kỳ · lần đầu sau 2 năm	cố định 12–24 tháng, T8/2026

1.1. Thanh khoản giảm về đáy hai năm

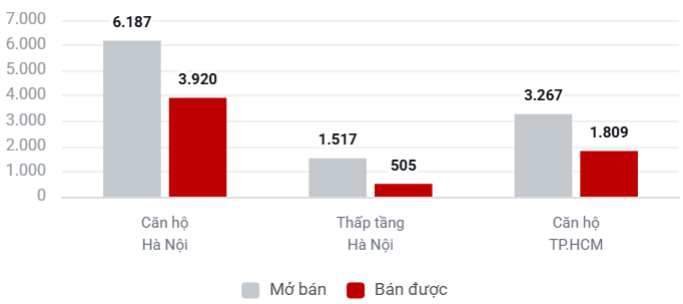
- **Hà Nội — lượng bán thấp nhất kể từ Q1/2024** — Thị trường tiêu thụ hơn **3.900 căn hộ** trong quý, **giảm 33% so quý trước** và **66% so cùng kỳ**. Đây là mức thấp nhất trong tám quý gần nhất và tương phản hoàn toàn với Q2/2026, khi nguồn cung mở bán còn ở vùng cao nhất sáu năm.
- **Chủ đầu tư chủ động hoãn mở bán** — Nguồn cung mới tại Hà Nội **giảm 42% so quý trước** và **51% so cùng kỳ** theo ghi nhận của Savills. Việc lùi lịch mở bán là phản ứng hợp lý khi tỷ lệ hấp thụ suy giảm: tung hàng vào thời điểm sức cầu yếu sẽ làm hỏng mặt bằng giá của cả dự án.
- **Nguồn cung TP.HCM thu hẹp tương tự** — Nguồn cung mới **giảm 53% so cùng kỳ**; tỷ lệ hấp thụ giảm về **45%**, thấp hơn **24 điểm phần trăm** so quý trước. Lũy kế 9 tháng, tỷ lệ hấp thụ đạt **67%** tại Hà Nội và **43%** tại TP.HCM.
- **Dự án quy mô lớn vẫn bán được, song là trường hợp cá biệt** — Số liệu VHM công bố cho thấy riêng Hà Nội có **6.187 căn hộ** mở bán và **3.920 căn** bán được trong quý; sản phẩm thấp tầng mở bán **1.517 căn** nhưng chỉ bán **505 căn**. Tại TP.HCM, **3.267 căn hộ** mở bán và **1.809 căn** bán được. Tỷ lệ hấp thụ của phân khúc thấp tầng — vốn cần vốn lớn và phụ thuộc đòn bẩy nhiều hơn — chỉ đạt **một phần ba** căn hộ.

Căn hộ bán được — Hà Nội *· nghìn căn*



Nguồn: Savills, CBRE, TCBS tổng hợp

Mở bán & bán được trong Q3/2026 *· căn*



Nguồn: Báo cáo nhà đầu tư VHM Q3/2026

Số căn bán được tại Hà Nội các quý trước Q3/2026 do TCBS suy ra từ tốc độ tăng giảm công bố của Savills và CBRE, có thể sai lệch nhẹ so với số gốc.

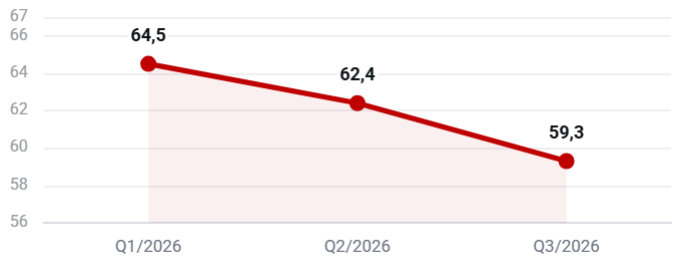
1.2. Mặt bằng giá bắt đầu điều chỉnh

- **Thứ cấp Hà Nội giảm theo năm lần đầu sau hai năm** — Giá căn hộ thứ cấp về **khoảng 60 triệu đồng/m²**, **giảm 5% so quý trước** và **8% so cùng kỳ**. Trong suốt giai đoạn 2024–2025 thị trường thứ cấp Hà Nội chỉ biết tăng; đây là lần đầu tiên mức giảm xuất hiện trên cả so sánh theo quý lẫn theo năm.
- **Nguyên nhân đến từ chi phí vay, không phải dư cung** — Nguồn cung mới đã giảm hơn 40%, nên áp lực giá không đến từ phía hàng hóa. Áp lực đến từ phía người bán: các khoản vay giải ngân 2024–2025 lần lượt hết thời gian ưu đãi và chuyển sang lãi suất thả nổi **13–15%/năm**, buộc nhà đầu tư dùng đòn bẩy phải cắt lỗ hoặc hạ giá để thoát hàng.
- **Giá sơ cấp vẫn neo cao do cơ cấu sản phẩm** — Theo số liệu VHM, giá căn hộ Hà Nội bình quân **73 triệu đồng/m²** và sản phẩm thấp tầng thứ cấp **183 triệu đồng/m²**; tại TP.HCM, giá căn hộ sơ cấp **68 triệu đồng/m²** và thấp tầng thứ cấp **117 triệu đồng/m²**. Chủ đầu tư hầu như không hạ giá niêm yết mà cạnh tranh bằng chính sách thanh toán và hỗ trợ lãi suất — cách làm giữ được giá trên hợp đồng nhưng chuyển chi phí sang biên lợi nhuận khi bàn giao.
- **Chênh lệch sơ cấp – thứ cấp nới rộng** — Khi sơ cấp giữ giá còn thứ cấp giảm, khoảng cách giữa hai thị trường mở rộng. Điều này làm giảm sức hấp dẫn của sản phẩm mở bán mới đối với nhà đầu tư, và là một phần nguyên nhân khiến tỷ lệ hấp thụ không phục hồi dù nguồn cung đã thu hẹp.

1.3. Lãi suất — nguyên nhân chính và tín hiệu điều chỉnh chính sách

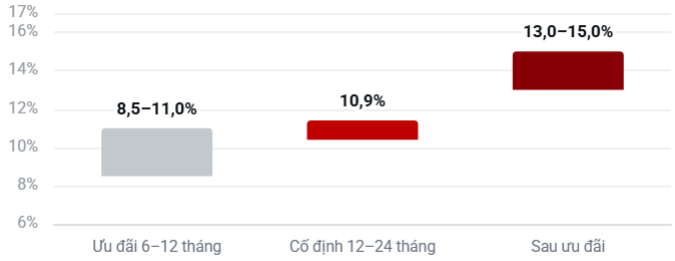
- **Mặt bằng vay mua nhà trên 10%/năm** — DKRA ghi nhận lãi suất cố định 12–24 tháng tại 11 ngân hàng thương mại bình quân **10,9%/năm** trong tháng 8/2026. Khảo sát quý 2 của VARS–IRE tại 10 ngân hàng cho mức ưu đãi **8,5–11%/năm**, nhưng thời gian ưu đãi chỉ kéo dài **6–12 tháng**, sau đó lên **13–15%/năm**. VIS Rating ước tính mặt bằng bình quân năm 2026 cao hơn năm 2025 khoảng **3–4 điểm phần trăm**.
- **Chi phí vốn của chủ đầu tư cũng cao** — VHM — doanh nghiệp có vị thế tín dụng tốt nhất ngành — công bố lãi suất vay bình quân **11,06%/năm**, với hệ số thanh toán lãi vay **11,3 lần**. Với các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn, chi phí vốn còn cao hơn đáng kể, và điều này hiện rõ ở chi phí tài chính trong kỳ của PDR, KSF và NVL.
- **Chính sách bắt đầu đảo chiều từ giữa tháng 10** — **Nghị quyết 106** ban hành ngày **15/10/2026** định hướng giảm lãi suất huy động **0,5 điểm phần trăm** và lãi suất cho vay **1,5–2,0 điểm phần trăm**. Đây là tín hiệu quan trọng nhưng tác động nằm ngoài phạm vi quý 3; độ trễ truyền dẫn sang lãi suất vay mua nhà thực tế thường từ một đến hai quý.
- **Nền kinh tế vẫn là yếu tố hỗ trợ** — GDP quý 3 tăng **9,95%**, mức cao trong nhiều năm. Thu nhập và việc làm cải thiện là nền tảng cho sức cầu nhà ở trung hạn; vấn đề của thị trường hiện tại nằm ở **khả năng chi trả theo tháng** chứ không ở năng lực tích lũy dài hạn của người mua.

Giá căn hộ thứ cấp Hà Nội *· triệu đồng/m²*



Nguồn: Savills, CBRE, TCBS tổng hợp

Lãi suất vay mua nhà *· %/năm*



Nguồn: DKRA, VARS–IRE, VIS Rating, TCBS tổng hợp

2. Tiến độ bán hàng các dự án

Doanh thu của một doanh nghiệp bất động sản được ghi nhận khi **bàn giao**, không phải khi bán. Vì vậy trong một quý mà thanh khoản thị trường giảm về đáy hai năm, chỉ báo đáng tin cậy nhất về sức khỏe bán hàng không phải doanh thu mà là khoản **người mua trả tiền trước** — tiền người mua đã nộp theo tiến độ cho sản phẩm đã ký hợp đồng nhưng chưa nhận nhà. Chỉ báo này cho một kết luận khác hẳn bảng kết quả kinh doanh: **tiến độ bán hàng đi trước lợi nhuận ghi nhận**.

NGƯỜI MUA TRẢ TIỀN TRƯỚC	TĂNG SO ĐẦU NĂM	NGOÀI VHM	SO VỚI VỐN HÓA TOÀN NHÓM
221.298 tỷ đồng	**+58.992** tỷ · +36%	**94.024** tỷ đồng	**30** %
cuối Q3/2026 · 14 doanh nghiệp	10/14 doanh nghiệp tăng	từ 68.217 tỷ đầu năm	221.298 / 735.806 tỷ

2.1. Người mua trả tiền trước đạt mức cao nhất — cơ sở doanh thu các quý tới

- **Toàn nhóm tăng hơn một phần ba trong chín tháng** — Khoản người mua trả tiền trước đạt **221.298 tỷ đồng** cuối Q3/2026, tăng **58.992 tỷ (+36%)** so với đầu năm. Đây là lượng tiền doanh nghiệp đã thu về, gắn với các hợp đồng đã ký; phần lớn sẽ chuyển thành doanh thu trong giai đoạn **2027–2028** khi các dự án đến kỳ bàn giao.
- **Mức tăng diễn ra trên diện rộng, không chỉ ở doanh nghiệp đầu ngành** — **10/14** doanh nghiệp ghi nhận khoản này tăng. Nếu loại VHM, 13 doanh nghiệp còn lại vẫn nâng từ **68.217 tỷ lên 94.024 tỷ**, tương đương **+37,8%** — tốc độ tương đương toàn nhóm, cho thấy sức bán không chỉ tập trung ở một doanh nghiệp.
- **Bốn doanh nghiệp giảm — phản ánh tiến độ bàn giao** — TCH, DIG, HDC và CEO có khoản trả trước giảm, vì đang ở **giai đoạn bàn giao**: tiền người mua nộp trước được kết chuyển thành doanh thu. TCH là ví dụ rõ nhất — khoản trả trước giảm **525 tỷ** trong khi doanh thu quý tăng **466%** lên 1.958 tỷ đồng.
- **Hàm ý khi đọc kết quả theo quý** — Khi một doanh nghiệp có doanh thu rất thấp nhưng khoản trả trước tăng mạnh, đó là **độ trễ bàn giao** chứ không phải do sức cầu suy giảm. Ngược lại, doanh nghiệp có cả doanh thu lẫn khoản trả trước cùng giảm mới là trường hợp cần thận trọng — trong nhóm theo dõi, quý này **không có doanh nghiệp nào** rơi vào tình huống đó.

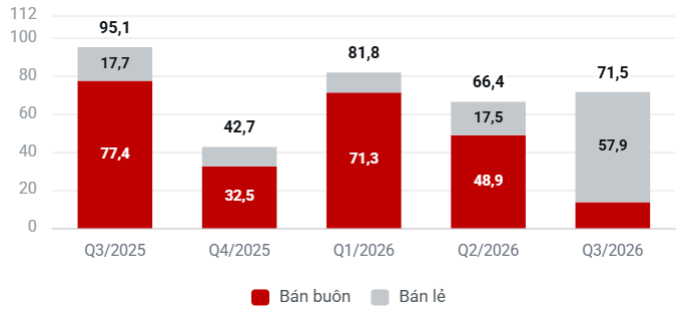
Mã	30/09/2026	Đầu năm	Thay đổi	%	So vốn chủ	Danh mục bán hàng — bàn giao chính
VHM	127.273	94.089	+33.185	+35%	41%	Danh mục đại đô thị tại Hà Nội, Hải Phòng và TP.HCM
KSF	32.098	24.556	+7.542	+31%	138%	Chuỗi dự án Sunshine tại Hà Nội và TP.HCM
NVL	23.446	20.353	+3.093	+15%	35%	Danh mục đô thị và nghỉ dưỡng quy mô lớn
DXG	9.057	6.177	+2.880	+47%	43%	The Privé (TP. Thủ Đức cũ) — chủ lực
PDR	5.812	238	+5.574	+2.345%	46%	The EverRich 2 (hơn 5.200 tỷ), Bắc Hà Thanh
TCH	5.600	6.125	**−525**	**−9%**	37%	New City, Green River — đang bàn giao
TAL	5.026	2.446	+2.579	+105%	72%	Các dự án Taseco tại Hà Nội và tỉnh lân cận
AGG	3.624	114	+3.510	+3.087%	95%	The Gió Riverside — hợp nhất từ 2026
NLG	3.192	2.588	+604	+23%	21%	Izumi City, Mizuki Park, Waterpoint
DIG	2.464	3.035	**−571**	**−19%**	24%	Các dự án đến kỳ bàn giao trong kỳ
KDH	1.864	648	+1.216	+188%	9%	Gladia phân khu cao tầng — mở bán trong quý
VPI	1.076	1.045	+31	+3%	20%	Khoản trả trước gần như không đổi trong kỳ
CEO	483	519	**−36**	**−7%**	7%	Dự án nghỉ dưỡng Vân Đồn — bàn giao chậm
HDC	284	373	**−89**	**−24%**	9%	Các dự án tại Bà Rịa – Vũng Tàu
Tổng	**221.298**	**162.306**	**+58.992**	**+36%**	**43%**	—

Đơn vị: tỷ đồng. Người mua trả tiền trước gồm cả phần ngắn hạn và dài hạn, lấy từ bảng cân đối kế toán hợp nhất 30/09/2026. "Đầu năm" là số 01/01/2026, riêng TCH là 01/04/2026 do niên độ tài chính từ 01/4 đến 31/3. Cột cuối chỉ nêu dự án khi doanh nghiệp hoặc báo chí tài chính đã công bố cụ thể cho kỳ này (PDR, AGG, DXG, KDH, TCH, NLG); các trường hợp còn lại mô tả theo danh mục dự án chung vì chưa có công bố phân tách theo dự án.

2.2. VHM — doanh số cao nhất lịch sử, nhưng phần lớn đến từ bán buôn

- **Doanh số chín tháng cao nhất lịch sử** — Giá trị hợp đồng đã ký đạt **219,6 nghìn tỷ đồng, tăng 35%** so cùng kỳ, vượt mức của cả năm 2025 (205,3 nghìn tỷ) chỉ sau ba quý và gấp **1,8 lần** bình quân giai đoạn 2021–2025.
- **Phần lớn doanh số đến từ bán buôn cho nhà phát triển thứ cấp** — Theo cơ cấu doanh nghiệp công bố, khoảng **134 nghìn tỷ, tương đương 61%** doanh số chín tháng là hợp đồng bán buôn theo lô lớn; phần bán lẻ cho người mua cuối chỉ khoảng **86 nghìn tỷ (39%)**. Tỷ trọng bán buôn đã tăng so với mức khoảng 52% của chín tháng 2025.
- **Quý 3 nghiêng về bán lẻ nhưng quy mô nhỏ hơn cùng kỳ** — Doanh số quý 3 đạt **71,5 nghìn tỷ** với **81% là bán lẻ** — tỷ trọng cao nhất trong năm. Tuy nhiên con số tuyệt đối **giảm 24,8%** so với 95,1 nghìn tỷ của quý 3/2025, và nửa đầu năm bán buôn vẫn chiếm gần **bốn phần năm** doanh số.
- **Ở phần doanh thu ghi nhận, mức độ phụ thuộc bán buôn còn cao hơn** — Doanh nghiệp cho biết việc ghi nhận các giao dịch bán buôn là động lực chính của doanh thu và lợi nhuận chín tháng: trong **170.070 tỷ** doanh thu bán bất động sản, phần bán buôn chiếm khoảng **93%**. Riêng các thương vụ thực hiện qua chuyển nhượng phần vốn và hợp đồng hợp tác kinh doanh không nằm trong doanh thu thuần mà được ghi ở **doanh thu tài chính** (6.426 tỷ và 7.895 tỷ).
- **Hệ quả khi đọc số liệu toàn ngành** — Bán buôn là hoạt động thường xuyên của mô hình nhà phát triển tổng thể, giúp thu tiền và ghi nhận doanh thu sớm, đồng thời chia sẻ rủi ro phát triển dự án. Nhưng vì đối tác là một số ít nhà phát triển thứ cấp và tổ chức, kết quả kỷ lục của VHM không phản ánh sức mua của người mua cuối trên toàn thị trường và không nên dùng để suy rộng cho mười ba doanh nghiệp còn lại.
- **Doanh số chưa ghi nhận kỷ lục, kế hoạch lợi nhuận đã vượt** — Hợp đồng đã ký nhưng chưa bàn giao đạt **185,6 nghìn tỷ**, bằng **1,7 lần** bình quân 5 năm — nguồn doanh thu đã chốt giá, chỉ chờ tiến độ xây dựng. Lũy kế chín tháng, doanh thu **202.586 tỷ** (71% kế hoạch) và lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ **71.381 tỷ**, tương đương **119%** kế hoạch cả năm.

VHM — hợp đồng ký mới: bán buôn và bán lẻ *· nghìn tỷ đồng*



Nguồn: Báo cáo nhà đầu tư VHM Q3/2026 · TCBS ước tính cơ cấu

Thay đổi tiền người mua trả trước từ đầu năm *· tỷ đồng · ngoài VHM*



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Q3/2026 · TCBS tính toán

2.3. Nhóm đang tích lũy hợp đồng — doanh thu ghi nhận trong 2027–2028

- **PDR — The EverRich 2 cải thiện đáng kể dòng tiền** — Khoản trả trước tăng từ **238 tỷ lên 5.812 tỷ**, trong đó riêng dự án **The EverRich 2** (phường Phú Thuận, TP.HCM) đóng góp hơn **5.200 tỷ**. Dự án có quy mô **11,3 ha** với **3.125 căn hộ** và giá trị tồn kho gần **6.700 tỷ**. Hai dự án lớn tiếp theo là Tropicana Bến Thành Long Hải (tồn kho gần 2.000 tỷ) và khu đô thị Bắc Hà Thanh (gần 1.400 tỷ). Doanh thu quý 3 chỉ 24 tỷ đồng, nhưng đó là hệ quả của việc chưa đến kỳ bàn giao chứ không phản ánh tình hình bán hàng.
- **AGG — The Gió Riverside chưa đóng góp doanh thu** — Khoản trả trước tăng từ **114 tỷ lên 3.624 tỷ**, gấp hơn **32 lần**, sau khi doanh nghiệp nâng sở hữu tại chủ đầu tư dự án lên gần 100% và bắt đầu hợp nhất. Dự án vẫn trong **giai đoạn bán hàng, chưa bàn giao**; phần lớn doanh thu dự kiến ghi nhận **từ năm 2027**. Tổng tài sản của AGG đã tăng gấp **2,1 lần** lên 11.439 tỷ trong chín tháng.
- **DXG — The Privé bán tốt, thời điểm bàn giao còn xa** — Khoản trả trước đạt **9.057 tỷ** (+2.880 tỷ), chủ yếu từ The Privé. Giai đoạn 1 gồm **1.025 căn đã được đặt mua toàn bộ**; dự án cất nóc trong quý 3/2026 và thời gian bàn giao theo hợp đồng là **26 tháng** kể từ ngày ký. Doanh thu quý chỉ 683 tỷ với lợi nhuận cốt lõi 43 tỷ — mỏng, nhưng tương xứng với giai đoạn hiện tại của dự án.
- **TAL — tốc độ tích lũy nhanh nhất nhóm vốn hóa trung bình** — Khoản trả trước tăng gấp **2,1 lần** lên **5.026 tỷ**, tương đương **72% vốn chủ sở hữu** — tỷ lệ cao thứ ba toàn nhóm. Cùng lúc, dư nợ vay tăng **77%** lên 7.662 tỷ để tài trợ tiến độ thi công. Đây là doanh nghiệp vừa đẩy mạnh bán hàng vừa tăng đòn bẩy nhanh nhất trong kỳ.
- **KDH — Gladia chuyển sang phân khu cao tầng** — Khoản trả trước tăng gấp **2,9 lần** lên 1.864 tỷ sau khi phân khu cao tầng của Gladia mở bán trong quý; phân khu thấp tầng đã bàn giao từ đầu năm nên doanh thu quý chỉ còn 41 tỷ. Theo kế hoạch, phân khu cao tầng bàn giao **từ quý 4/2027**. Hàng tồn kho gần **30.000 tỷ** là quỹ hàng cho các năm tới.
- **KSF và NVL — quy mô lớn nhất sau VHM** — KSF nâng khoản trả trước thêm **7.542 tỷ** lên **32.098 tỷ**, bằng **138% vốn chủ** — mức cao nhất nhóm — trong khi **giảm dư nợ vay 4.623 tỷ**. NVL tăng **3.093 tỷ** lên 23.446 tỷ, với quy mô tồn kho **157.246 tỷ**.

2.4. Nhóm đang bàn giao — khoản trả trước kết chuyển thành doanh thu

- **TCH — bước vào kỳ bàn giao, mức cải thiện rõ nhất ngành** — Khoản trả trước giảm **525 tỷ** xuống 5.600 tỷ, đổi lại doanh thu quý tăng **466%** lên **1.958 tỷ** và lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ đạt **538 tỷ**, gấp hơn 13 lần cùng kỳ, với biên lãi gộp **48,8%**. Doanh nghiệp **không vay nợ tài chính**, nên toàn bộ lợi nhuận này đến từ hoạt động bán nhà.
- **DIG — bàn giao đi kèm giảm nợ** — Khoản trả trước giảm 571 tỷ, doanh thu 761 tỷ với lợi nhuận cốt lõi 110 tỷ. Đồng thời doanh nghiệp **giảm dư nợ vay từ 2.238 tỷ xuống 1.265 tỷ**, đưa tỷ lệ vay trên vốn chủ về **12%** — thấp thứ hai toàn nhóm sau TCH.
- **HDC và CEO — quy mô nhỏ, tiến độ bàn giao chậm** — Cả hai có khoản trả trước giảm nhẹ và doanh thu tăng một chữ số đến hai chữ số thấp. Điểm khác biệt nằm ở nguồn lợi nhuận: lợi nhuận trước thuế của HDC (70 tỷ) chủ yếu đến từ **hoạt động tài chính** trong khi lợi nhuận cốt lõi âm 11 tỷ; CEO ngược lại có lợi nhuận cốt lõi 41 tỷ bằng **91%** lợi nhuận trước thuế.

> **Ý NGHĨA CỦA CHỈ BÁO TRONG GIAI ĐOẠN HIỆN NAY**
>
> Trong một thị trường mà lượng giao dịch giảm **66% so cùng kỳ**, việc 10/14 doanh nghiệp vẫn tăng được tiền người mua trả trước cho thấy **sức cầu không biến mất mà đang dồn vào các dự án có pháp lý rõ ràng và chủ đầu tư uy tín**. Sự phân hóa diễn ra trong nội bộ thị trường chứ không phải trên tổng cầu. Hệ quả cho nhà đầu tư: **doanh thu và lợi nhuận quý 3 không phải thước đo tốt** để đánh giá các doanh nghiệp đang ở giai đoạn bán hàng — thước đo đúng là quy mô hợp đồng đã ký, chất lượng pháp lý dự án và năng lực tài trợ tiến độ xây dựng cho đến ngày bàn giao.

3. Kết quả kinh doanh Q3/2026

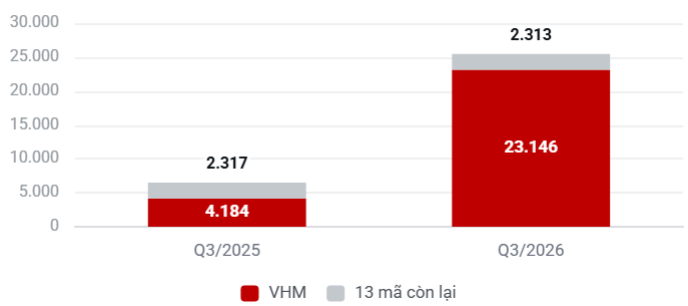
Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ toàn nhóm đạt **25.459 tỷ đồng, tăng 292%** so cùng kỳ. Nhưng đây là một trong những con số tổng dễ gây hiểu nhầm nhất của ngành: **riêng VHM chiếm 90,9%**. Nhìn vào 13 doanh nghiệp còn lại, lợi nhuận **đi ngang so với cùng kỳ**. Điểm cải thiện thực chất nằm ở **chất lượng** của phần lợi nhuận đó, đã tốt hơn đáng kể so với quý trước.

DOANH THU THUẦN	LNST CỔ ĐÔNG MẸ	LỢI NHUẬN CỐT LÕI / LNTT	SỐ MÃ CÓ LÕI ÂM
95.993 tỷ đồng	**25.459** tỷ · +292%	**65,6** %	**4** / 14
ngoài VHM: 10.629 tỷ	ngoài VHM: 2.313 tỷ, đi ngang	12 mã ngoài VHM, KSF · Q2: 9,0%	Q2/2026: 6/15

3.1. Tăng trưởng của số liệu tổng không phản ánh mặt bằng chung

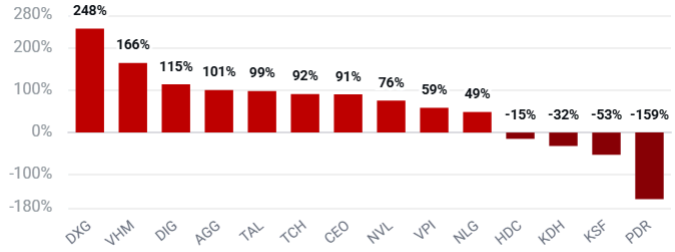
- **VHM chi phối toàn bộ số liệu tổng của ngành** — Doanh thu **85.364 tỷ (+420%)** và lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ **23.146 tỷ (+453%)** nhờ bàn giao các đại dự án. VHM chiếm **88,9% doanh thu** và **90,9% lợi nhuận** toàn nhóm; mọi chỉ số tổng của ngành vì thế phản ánh VHM trước tiên.
- **Ngoài VHM, lợi nhuận gần như không thay đổi** — 13 doanh nghiệp còn lại lãi **2.313 tỷ** so với **2.317 tỷ** cùng kỳ — chênh lệch dưới 0,2%. Chỉ **3/14** doanh nghiệp tăng trưởng lợi nhuận: VHM, NVL và TCH. Mười một doanh nghiệp còn lại đều giảm, trong đó bảy mã giảm trên 80% so cùng kỳ.
- **Doanh thu giảm sâu ở phần lớn doanh nghiệp** — **10/14** doanh nghiệp có doanh thu giảm so cùng kỳ, bốn mã giảm trên 90%: KDH (−96%), PDR (−95%), KSF (−94%) và AGG (−86%). Như đã phân tích ở phần 2, nguyên nhân chủ yếu là **lệch pha bàn giao** chứ không phải do sức cầu suy giảm.
- **Hai doanh nghiệp bước vào kỳ bàn giao** — NVL ghi nhận doanh thu **5.120 tỷ (+204%)** và chuyển từ lỗ sang lãi **1.119 tỷ**; TCH doanh thu **1.958 tỷ (+466%)** với lợi nhuận **538 tỷ**. Hai doanh nghiệp này đóng góp **92%** lợi nhuận cốt lõi của nhóm 12 mã ngoài VHM và KSF.

LNST cổ đông mẹ Q3 *· tỷ đồng*



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Q3/2026 · TCBS tổng hợp

Lợi nhuận cốt lõi trên lợi nhuận trước thuế *· %*



Nguồn: TCBS tính toán · cột đỏ là giá trị âm

3.2. Chất lượng lợi nhuận cải thiện rõ rệt so với quý trước

- **Cùng một mức lợi nhuận, tỷ trọng đến từ hoạt động cốt lõi cao hơn nhiều** — Ở nhóm 12 doanh nghiệp ngoài VHM và KSF, lợi nhuận trước thuế quý này là **3.445 tỷ**, gần như tương đương quý trước (3.465 tỷ). Nhưng lợi nhuận cốt lõi — phần đến từ bán hàng, sau khi trừ chi phí bán hàng và quản lý — tăng từ **312 tỷ lên 2.259 tỷ**, nâng tỷ lệ lõi trên lợi nhuận trước thuế từ **9,0% lên 65,6%**.
- **Số doanh nghiệp có lợi nhuận cốt lõi âm giảm** — Từ **6/15** trong quý 2 xuống **4/14** trong quý 3: PDR (−251 tỷ), KDH (−61 tỷ), KSF (−37 tỷ) và HDC (−11 tỷ). Ở cả bốn trường hợp, lợi nhuận công bố đến từ hoạt động tài chính hoặc thoái vốn.
- **Mức cải thiện tập trung ở hai doanh nghiệp** — NVL (1.222 tỷ) và TCH (857 tỷ) chiếm **92%** lợi nhuận cốt lõi của nhóm 12 mã. Loại hai doanh nghiệp này, 10 doanh nghiệp còn lại chỉ có lợi nhuận cốt lõi cộng dồn **180 tỷ đồng**. Đây là lý do TCBS Research xem cải thiện quý này là **bước đầu, chưa phải xu hướng trên diện rộng**.
- **Lợi nhuận một lần vẫn hiện diện ở các mã lớn** — PDR ghi nhận doanh thu tài chính **710 tỷ**, chủ yếu từ khoản lãi gần **663 tỷ** khi chuyển nhượng 49,95% vốn Cao ốc Hòa Phú với giá trị gần 1.881 tỷ; nhờ vậy doanh nghiệp có lãi dù lợi nhuận cốt lõi âm 251 tỷ. KSF có doanh thu tài chính **658 tỷ** nhưng chi phí tài chính **766 tỷ**, khiến lợi nhuận trước thuế co về 69 tỷ từ mức 1.921 tỷ cùng kỳ.
- **Biên lãi gộp phân hóa theo loại sản phẩm đang bàn giao** — Nhóm biên cao gồm VHM (**60,3%**), TCH (48,8%), DXG (48,1%) và NLG (46,1%) — chủ yếu là sản phẩm thấp tầng và căn hộ tại vị trí tốt. Nhóm biên thấp gồm PDR (11,0%), KDH (14,8%) và HDC (17,3%), phản ánh doanh thu quý chủ yếu là phần đuôi của các dự án cũ.

3.3. Phân nhóm doanh nghiệp theo dõi

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. **TCH** nổi bật nhất quý này: không vay nợ, doanh thu +466%, lợi nhuận cốt lõi 857 tỷ. **KDH** vừa mở bán Gladia cao tầng, tiền người mua trả trước tăng gấp 2,9 lần, tồn kho gần 30.000 tỷ. **NLG** ở quý trũng về lợi nhuận nhưng vay chỉ **33% vốn chủ** và P/B 0,70 lần. Đây là nhóm dựa trên **chất lượng tài sản và năng lực dài hạn** hơn kết quả một quý.

NHÓM 2 · OUTLIER CỦA NGÀNH

VHM

Đứng riêng một nhóm. Chiếm **90,9%** lợi nhuận và **70,7%** vốn hóa toàn nhóm theo dõi. Hiệu quả vượt trội với biên lãi gộp **60,3%**, lợi nhuận cốt lõi 48.961 tỷ và doanh số chưa ghi nhận **185,6 nghìn tỷ** — nền tảng cho kết quả 2027. Rủi ro chính không nằm ở hoạt động kinh doanh mà **gắn với tập đoàn mẹ Vingroup**; ngoài ra dư nợ vay đã tăng 64% lên 240.622 tỷ trong chín tháng.

NHÓM 3 · HIỆU QUẢ CAO, THANH KHOẢN THẤP

KSF · TAL

Hiệu quả kinh doanh cao và quỹ đất ở vị trí trung tâm. **KSF** có tiền người mua trả trước lớn thứ hai ngành (32.098 tỷ) và đã giảm nợ vay 4.623 tỷ, dù quý này lợi nhuận co mạnh về 34 tỷ. **TAL** giữ lợi nhuận cốt lõi bằng **99,3%** lợi nhuận trước thuế và tiền trả trước tăng gấp 2,1 lần. Hạn chế lớn nhất là **thanh khoản cổ phiếu thấp, chưa mang tính thị trường**, khiến việc xây dựng và thoát vị thế khó khăn.

NHÓM 4 · MID-CAP TÍNH ĐẦU CƠ CAO

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

Tính đầu cơ cao, năng lực triển khai dự án còn hạn chế và kết quả phụ thuộc nhiều vào một dự án đơn lẻ. Quý này **PDR** và **AGG** có mức tăng rất lớn về tiền người mua trả trước nhưng lợi nhuận công bố vẫn mỏng và phụ thuộc hoạt động tài chính. **DXG** bán tốt tại The Privé nhưng lợi nhuận cốt lõi chỉ 43 tỷ. **VPI** không có đợt mở bán lớn, vay **142% vốn chủ** và P/B **4,04 lần** — cao nhất nhóm trong khi hiệu quả sinh lời thấp.

NHÓM 5 · ĐÒN BẨY CAO, ĐANG TÁI CẤU TRÚC

NVL

Đứng riêng do đặc thù rủi ro. Quỹ đất rất lớn với tồn kho **157.246 tỷ**, và quý này đã chuyển từ lỗ sang lãi **1.119 tỷ** với lợi nhuận cốt lõi 1.222 tỷ — mức cải thiện thực chất. Tuy nhiên doanh nghiệp vẫn mang **đòn bẩy cao** với dư nợ vay **72.413 tỷ** (109% vốn chủ) và **dư nợ trái phiếu lớn**, đang trong **quá trình tái cấu trúc với các chủ nợ**, kèm theo **rủi ro liên quan đến khả năng hoạt động liên tục**. Định giá P/B **0,38 lần** — thấp nhất nhóm theo dõi — phản ánh đúng mức rủi ro này.

4. Sức khỏe tài chính

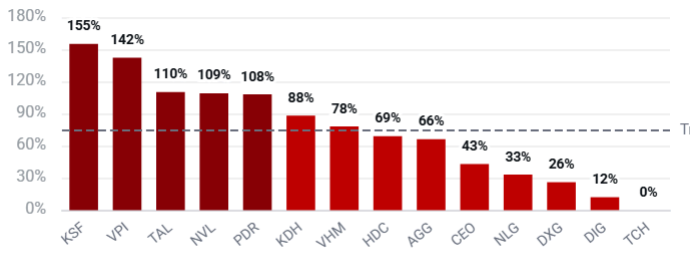
Trong môi trường lãi suất trên 10%/năm, khả năng chống chịu của một doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc vào ba nguồn vốn: **vốn chủ sở hữu, nợ vay và tiền ứng trước của người mua**. Nguồn thứ ba là rẻ nhất — không lãi suất, không tài sản bảo đảm. Quý 3/2026 cho thấy sự phân hóa rất rõ giữa nhóm tăng được nguồn vốn rẻ này và nhóm phải tăng vay để duy trì tiến độ.

TỔNG DƯ NỢ VAY · 14 MÃ	VAY / VỐN CHỦ · TRUNG VỊ	TIỀN TRẢ TRƯỚC / VỐN CHỦ	DOANH NGHIỆP KHÔNG VAY NỢ
415.166 tỷ đồng	**74** %	**43** %	**TCH**
ngoài VHM: 174.544 tỷ	ngoài VHM: 69%	nguồn vốn không lãi suất	duy nhất trong nhóm theo dõi

4.1. Phân hóa mạnh về đòn bẩy

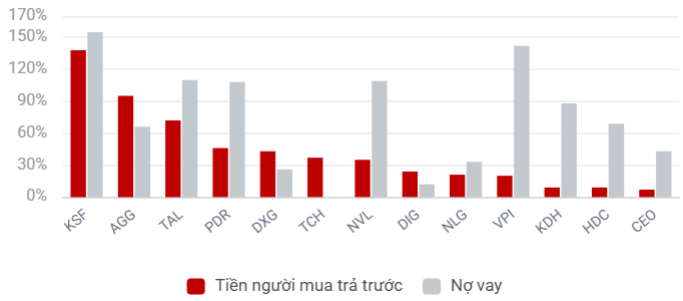
- **Nhóm đòn bẩy thấp — khả năng chống chịu tốt** — **TCH không vay nợ tài chính**; **DIG** chỉ vay **12%** vốn chủ sau khi giảm nợ 972 tỷ trong chín tháng; **DXG 26%** và **NLG 33%**. Với nhóm này, lãi suất cao là bất lợi về nhu cầu thị trường nhưng không phải rủi ro về khả năng thanh toán.
- **Nhóm đòn bẩy cao — chi phí tài chính làm giảm lợi nhuận** — **KSF 155%**, **VPI 142%**, **TAL 110%**, **NVL 109%** và **PDR 108%** vốn chủ. Tác động hiện rõ trong kết quả quý: chi phí tài chính của KSF (766 tỷ) lớn hơn doanh thu tài chính, còn chi phí lãi vay của PDR tăng **143%** lên hơn 180 tỷ.
- **Ba doanh nghiệp tăng vay mạnh nhất trong chín tháng** — **PDR** nâng dư nợ từ 5.823 tỷ lên **13.638 tỷ** (gấp 2,3 lần), chủ yếu tài trợ việc mua **35% vốn Lotte Properties HCMC** (giá gốc gần 10.400 tỷ) và 50% vốn AKYN (1.350 tỷ) — tức là **mở rộng quỹ đất bằng nợ** trong giai đoạn lãi suất cao. **CEO** tăng gấp **6,6 lần** lên 2.859 tỷ. **TAL** tăng **77%** lên 7.662 tỷ.
- **Hai doanh nghiệp giảm dư nợ vay** — **KSF** giảm **4.623 tỷ** dư nợ vay nhờ dòng tiền từ người mua, và **DIG** giảm **972 tỷ**. Đây là cách xử lý phù hợp nhất với môi trường lãi suất hiện tại: dùng tiền ứng trước của người mua thay cho vốn vay ngân hàng.
- **VHM tăng nợ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát** — Dư nợ tăng **94.300 tỷ (+64%)** lên 240.622 tỷ, tỷ lệ trên vốn chủ **78%** và lãi suất vay bình quân **11,06%/năm**. Quy mô tuyệt đối rất lớn, nhưng hệ số thanh toán lãi vay **11,3 lần** và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương mạnh cho thấy khoản vay này đang phục vụ tiến độ xây dựng của lượng hàng đã bán, không phải bù đắp thiếu hụt dòng tiền.

Dư nợ vay trên vốn chủ sở hữu *· % · trung vị 74%*



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất 30/09/2026 · TCBS tính toán

Hai nguồn vốn: tiền người mua trả trước & nợ vay *· % vốn chủ · ngoài VHM*



Nguồn: TCBS tính toán

CHỈ SỐ CẦN THEO DÕI TRONG 12 THÁNG TỚI

Tỷ lệ **tiền người mua trả trước trên dư nợ vay** cho biết doanh nghiệp đang được tài trợ bởi khách hàng hay bởi ngân hàng. Cuối Q3/2026, tỷ lệ này ở mức cao tại **AGG (145%)**, **DXG (162%)**, **KSF (89%)** và **NLG (63%)**, nhưng rất thấp ở **VPI (14%)**, **CEO (17%)** và **HDC (14%)**. Khi lãi suất còn trên 10%, nhóm thứ hai sẽ chịu áp lực lớn hơn nhiều, vì chi phí tài chính tiếp tục phát sinh trong khi doanh thu chưa đến kỳ ghi nhận.

5. Chính sách & khung pháp lý

Điểm nghẽn lớn nhất của thị trường nhà ở hiện nay không nằm ở pháp lý dự án mà ở **chi phí vay của người mua**. Vì vậy, văn bản chính sách quan trọng nhất đối với ngành trong quý vừa qua không phải một luật đất đai, mà là định hướng hạ mặt bằng lãi suất ban hành giữa tháng 10. Các thay đổi pháp lý về đất đai vẫn đang trong lộ trình và sẽ phát huy tác dụng ở tầm trung hạn.

15/10/2026 · CHÍNH PHỦ

Nghị quyết 106 — định hướng hạ mặt bằng lãi suất

Định hướng giảm **lãi suất huy động 0,5 điểm phần trăm** và **lãi suất cho vay 1,5–2,0 điểm phần trăm**. Đây là tín hiệu đảo chiều chính sách rõ ràng nhất kể từ khi mặt bằng lãi suất đi lên từ cuối 2025. Với ngành bất động sản nhà ở, tác động đi theo hai kênh: **(1)** giảm chi phí trả nợ hàng tháng của người mua, qua đó cải thiện khả năng chi trả — nút thắt trực tiếp của thanh khoản thị trường; **(2)** giảm chi phí vốn của chủ đầu tư, hiện phổ biến trên 11%/năm ngay cả với doanh nghiệp đầu ngành. Độ trễ truyền dẫn sang lãi suất vay mua nhà thực tế thường từ **một đến hai quý**, nên tác động sẽ thể hiện rõ hơn vào kết quả quý 1–2/2027 thay vì quý 4/2026.

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

Nghị quyết 21-NQ/TW — định hướng sửa đổi Luật Đất đai

Thay thế Nghị quyết 18-NQ/TW. 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; 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**.

TÁC ĐỘNG TỚI DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

Lợi thế nghiêng về doanh nghiệp đã có quỹ đất sạch

Việc chuyển sang **đấu giá và đấu thầu** làm tăng chi phí và thời gian tiếp cận quỹ đất mới, đồng thời nâng giá trị tương đối của quỹ đất đã hoàn tất pháp lý. Trong nhóm theo dõi, nhóm hưởng lợi rõ nhất là các doanh nghiệp có tồn kho lớn và pháp lý đầy đủ: **NVL (157.246 tỷ)**, **KDH (gần 30.000 tỷ)**, **TCH (15.258 tỷ)**. Ngược lại, việc **hạn chế phân lô bán nền** thu hẹp dư địa của mô hình bán đất nền — vốn là nguồn thu quan trọng của một số doanh nghiệp vốn hóa trung bình trong nhóm.

ĐIỀU KIỆN VĨ MÔ

Nền kinh tế mạnh là điểm tựa trung hạn

GDP quý 3/2026 tăng **9,95%**. Đầu tư hạ tầng tiếp tục là động lực quan trọng — riêng dự án đường sắt đô thị Hà Nội có quy mô tổng thầu ước khoảng **900 nghìn tỷ đồng**, tạo nhu cầu nhà ở dọc các tuyến và nâng giá trị quỹ đất vùng ven. Thu nhập và việc làm cải thiện là nền tảng cho sức cầu nhà ở; vấn đề hiện tại của thị trường nằm ở **khả năng chi trả theo tháng** chứ không ở năng lực tích lũy dài hạn của người mua.

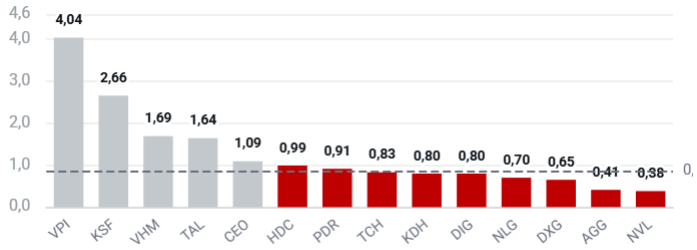
6. Định giá cổ phiếu

Mặt bằng định giá của nhóm bất động sản nhà ở đang ở vùng thấp nhiều năm: **P/B trung vị 0,87 lần** với **9/14** doanh nghiệp giao dịch dưới giá trị sổ sách, và thị giá trung vị thấp hơn **40,8%** so với mức cao nhất một năm. Tuy nhiên P/E trượt của ngành vẫn bị bóp méo bởi các khoản lãi một lần, nên TCBS Research cho rằng **P/B kết hợp chất lượng tài sản** là thước đo phù hợp hơn trong giai đoạn này.

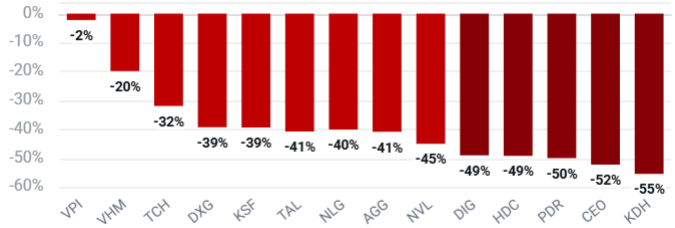
6.1. Định giá theo tài sản về vùng thấp nhiều năm

- **Phần lớn nhóm giao dịch dưới giá trị sổ sách** — **9/14** doanh nghiệp có P/B từ 1,0 lần trở xuống, thấp nhất là **NVL 0,38 lần**, **AGG 0,41** và **DXG 0,65**. Mức chiết khấu này phản ánh mức độ thận trọng của thị trường đối với giá trị ghi sổ của tồn kho — hợp lý khi vòng quay tồn kho ở nhiều doanh nghiệp rất chậm, nhưng cũng là mức mà phần lớn khó khăn đã được phản ánh vào giá.
- **Thị giá điều chỉnh sâu trên diện rộng** — Trung vị thị giá thấp hơn **40,8%** so với mức cao nhất một năm; năm mã giảm trên 49% gồm KDH (−55,4%), CEO (−52,2%), PDR (−50,0%), HDC (−49,2%) và DIG (−49,0%). Ngoại lệ duy nhất là **VPI**, chỉ thấp hơn đỉnh **2,2%** dù hiệu quả sinh lời thuộc nhóm thấp.
- **Nhóm có chất lượng tài sản tốt cũng về vùng định giá thấp** — Điểm đáng chú ý của quý này là mức chiết khấu đã lan sang cả nhóm có tài sản tốt: **KDH 0,80 lần**, **TCH 0,83** và **NLG 0,70** — cả ba đều thuộc nhóm quỹ đất trung tâm, năng lực triển khai đã được kiểm chứng và tài chính lành mạnh. TCH đồng thời là doanh nghiệp duy nhất **không vay nợ**, NLG vay chỉ 33% vốn chủ.
- **Định giá cao gắn với hiệu quả sinh lời — trừ một ngoại lệ** — **KSF 2,66 lần** (ROE 52,2%), **VHM 1,69** (33,1%) và **TAL 1,64** (12,9%) đều được hỗ trợ bởi khả năng sinh lời thực. Ngoại lệ là **VPI**: P/B cao nhất nhóm ở **4,04 lần** nhưng ROE chỉ **6,4%** và dư nợ vay bằng **142% vốn chủ** — mức định giá không được hỗ trợ bởi hiệu quả hoạt động.
- **P/E cần được diễn giải thận trọng** — Những mức P/E thấp nhất nhóm lại gắn với lợi nhuận kém bền vững: **AGG 3,3 lần** trong khi dự án chủ lực chưa bàn giao, **KSF 5,1 lần** với lợi nhuận quý vừa rồi co về 34 tỷ. Ngược lại **DXG 43,1 lần** không phải vì cổ phiếu đắt mà vì lợi nhuận đang ở đáy chu kỳ, với 9.057 tỷ tiền người mua trả trước chờ ghi nhận.

P/B — nhóm doanh nghiệp theo dõi *· lần · trung vị 0,87*



Thị giá so với đỉnh 52 tuần *· % · trung vị −40,8%*



Nguồn: TCBS · giá đến 05/11/2026

Nguồn: TCBS · giá đến 05/11/2026

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH

Ngành đang ở trạng thái **rẻ theo tài sản, chưa rẻ theo lợi nhuận hiện tại — nhưng đã có hàng bán**. Khác với quý trước, lần này mức chiết khấu đi kèm một dữ kiện tích cực có thể kiểm chứng: **221.298 tỷ đồng người mua đã trả trước**, bằng **30% vốn hóa** toàn nhóm, gắn với hợp đồng đã ký và sẽ chuyển thành doanh thu trong hai đến ba năm tới. Rủi ro còn lại không nằm ở việc **có bán được hàng hay không**, mà ở **chi phí tài chính phát sinh từ nay đến ngày bàn giao**. Vì vậy 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**; đồng thời thận trọng với nhóm vừa có đòn bẩy cao vừa chưa đến kỳ bàn giao.

7. Số liệu 14 doanh nghiệp theo dõi

Kết quả kinh doanh Q3/2026 · đơn vị: tỷ đồng

Mã	Doanh thu	+/− cùng kỳ	Lãi gộp	Biên gộp	LN cốt lõi	LNTT	LNST mẹ	+/− cùng kỳ	Lõi/LNTT
VHM	85.364	+419,9%	51.490	60,3%	48.961	29.523	23.146	+453,2%	165,8%
NVL	5.120	+204,2%	1.760	34,4%	1.222	1.602	1.119	n/m	76,3%
TCH	1.958	+466,0%	956	48,8%	857	929	538	+1.237,3%	92,3%
TAL	908	−26,7%	338	37,3%	249	251	199	−6,4%	99,3%
DIG	761	−43,2%	160	21,0%	110	96	77	−63,6%	114,7%
DXG	683	−36,1%	329	48,1%	43	17	15	−83,6%	248,0%
NLG	328	−82,5%	151	46,1%	19	38	5	−96,7%	49,0%
CEO	266	+10,0%	67	25,1%	41	45	41	−13,3%	91,3%
KSF	245	−94,2%	92	37,6%	**−37**	69	34	−97,5%	**−52,9%**
VPI	155	−60,8%	58	37,1%	15	26	21	−82,2%	58,6%
HDC	116	+13,7%	20	17,3%	**−11**	70	63	−88,4%	**−15,3%**
KDH	41	−96,2%	6	14,8%	**−61**	189	176	−25,5%	**−32,2%**
PDR	24	−95,3%	3	11,0%	**−251**	158	10	−88,1%	**−158,9%**
AGG	24	−86,0%	60	n/m	24	24	15	−85,9%	101,2%
Tổng	**95.993**	—	**55.490**	**57,8%**	**51.183**	**33.038**	**25.459**	**+291,6%**	**154,9%**
13 mã	**10.629**	—	**4.000**	**37,6%**	**2.222**	**3.514**	**2.313**	**−0,2%**	**63,2%**

Lợi nhuận cốt lõi = lãi gộp − chi phí bán hàng − chi phí quản lý doanh nghiệp (chưa tính hoạt động tài chính). "13 mã" là toàn nhóm không tính VHM. n/m: không có ý nghĩa do số cùng kỳ âm hoặc giá vốn là số âm. AGG có giá vốn âm trong kỳ do hoàn nhập 36,7 tỷ nên lãi gộp lớn hơn doanh thu. TCH theo quý dương lịch (niên độ tài chính của TCH từ 01/4 đến 31/3, quý này là "Quý II niên độ 2026").

Định giá & sức khỏe tài chính · giá đến 05/11/2026

Mã	Giá (đồng)	Vốn hóa	P/E	P/B	ROE	Giá trị sổ sách/CP	Tiền trả trước	Vay/VCSH	So đỉnh 52T
VHM	63.300	519.998	5,1	1,69	33,1%	37.468	127.273	78%	−19,9%
KSF	68.700	61.815	5,1	2,66	52,2%	25.828	32.098	**155%**	−39,4%
NVL	10.450	33.469	5,1	0,38	9,8%	27.613	23.446	**109%**	−45,0%
VPI	61.700	21.722	62,7	4,04	6,4%	15.282	1.076	**142%**	−2,2%
KDH	14.350	17.870	8,7	0,80	10,2%	17.951	1.864	88%	−55,4%
DXG	10.750	13.632	43,1	0,65	1,5%	16.652	9.057	26%	−39,3%
TCH	13.000	13.043	12,3	0,83	6,9%	15.747	5.600	0%	−31,9%
PDR	11.550	11.525	21,1	0,91	4,3%	12.647	5.812	**108%**	−50,0%
TAL	22.800	11.491	12,7	1,64	12,9%	13.866	5.026	**110%**	−40,8%
NLG	22.300	10.818	15,8	0,70	4,4%	31.942	3.192	33%	−40,1%
DIG	10.250	8.653	13,8	0,80	6,1%	12.871	2.464	12%	−49,0%
CEO	12.100	7.209	30,0	1,09	3,6%	11.120	483	43%	−52,2%
HDC	13.000	2.986	15,2	0,99	6,5%	13.146	284	69%	−49,2%
AGG	8.810	1.575	3,3	0,41	12,7%	21.303	3.624	66%	−40,9%
Tổng / trung vị	—	**735.806**	**13,3**	**0,87**	**6,7%**	—	**221.298**	**74%**	**−40,8%**

Vốn hóa, tiền trả trước: tỷ đồng. P/E = vốn hóa chia lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ 12 tháng gần nhất; ROE = lợi nhuận đó chia vốn chủ sở hữu cuối kỳ; P/B theo giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu. Dòng cuối: vốn hóa và tiền trả trước là tổng, các chỉ số còn lại là trung vị. Giá và dữ liệu thị trường nguồn Vietstock ngày 05/11/2026; chỉ tiêu tài chính từ báo cáo tài chính hợp nhất quý 3/2026 do doanh nghiệp công bố.

© **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.