

## TRIỂN VỌNG BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở 2025

## CHU KỲ HỒI PHỤC TIẾP DIỄN

## ĐIỂM NHẤN NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở VIỆT NAM

## 1. Thị trường ấm dần lên nhưng có sự phân hóa

Theo Bộ xây dựng, trong quý III/2024, thị trường bất động sản dân cư phân hóa rõ rệt, với xu hướng tăng giá tập trung vào các khu vực tiềm năng. Lượng giao dịch Chung cư và nhà ở riêng tăng nhẹ trong khi lượng giao dịch đất nền thì giảm.

## 2. Kết quả kinh doanh các DN Bất động sản kéo dài chuỗi hồi phục từ đáy

Trong Q3.2024, kết quả kinh doanh toàn ngành có sự phục hồi nhẹ so với quý trước nhưng vẫn đi ngang so với cùng kỳ. Tổng doanh thu thuần toàn ngành đạt 44,1 nghìn tỷ, +8,7% q/q & +0,2% y/y. Trong đó VHM, KDH, NLG, PDR, DXG, & NVL chiếm 84% tổng doanh thu thuần toàn ngành. LNST toàn ngành đạt 13,1 nghìn tỷ, +120% q/q & +4,6% y/y. Sự tăng trưởng LNST cùng kỳ này chủ yếu là do các doanh nghiệp phát triển bất động sản mở rộng được biên lợi nhuận gộp so với kỳ trước. Chi phí tài chính cũng được kiểm soát ở mức 3,1 nghìn tỷ, -50% y/y do lãi suất cho vay giảm dần so với quý trước.

## 3. Doanh số bán hàng (presales) sẽ diễn biến tích cực trong Q4/2024F – 2025F

## Mở bán mới sẽ tăng tốc từ Q4/2024 trở đi

Chúng tôi tin rằng giao dịch BĐS sẽ có sự tích cực từ Q4/2024 trở đi, với động lực từ (1) sự cải thiện dần tâm lý NĐT và theo đó là hoạt động môi giới nhờ triển vọng phục hồi của thị trường BĐS, triển vọng mặt bằng lãi suất vay mua nhà ổn định, và việc đẩy nhanh phát triển cơ sở hạ tầng trọng yếu, và (2) nhu cầu mua ở thực (phân khúc trung cấp) ổn định và nhu cầu mua đầu tư (BDS liên thổ) hồi phục; đồng thời về phía cung nguồn cung sơ cấp mới tăng trưởng nhờ nhiều dự án được mở bán và thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn.

## Khuyến nghị: Lựa chọn chủ đề đầu tư tùy theo khẩu vị

Trong bối cảnh nhiều sự thay đổi đang chờ đón trong giai đoạn sắp tới, chúng tôi vẫn cho rằng NĐT yêu thích sự thận trọng có thể cân nhắc xây dựng danh mục nắm giữ dài hạn đối với các công ty BĐS có năng lực triển khai dự án và không sử dụng quá nhiều nợ vay (chủ đề đầu tư 01). Tuy nhiên, vì những sự thay đổi trước mắt rất có thể sẽ là những thay đổi tích cực khuyến khích ngành BĐS phát triển bền vững, giúp dỡ bỏ những nút thắt pháp lý, chúng tôi cho rằng chủ đề đầu tư 02 hướng về các doanh nghiệp chịu áp lực tài chính nhưng có khả năng vượt qua khó khăn, kỳ vọng chuyển mình (turnaround) cũng rất xứng đáng nhận được sự cân nhắc của NĐT.

## TỔNG QUAN CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
<b>Chủ đề đầu tư 1: Tận dụng tiềm lực</b>								
VHM	Vinhomes	179.400	40.950	50.800	17/12/2024	24,1	0	24,1
NLG	BDS Nam Long	14.314	37.500	45.500	17/12/2024	21,3	1,3	22,6
KDH	Nhà Khang Điền	35.162	34.600	40.400	17/12/2024	16,8	0	16,8
<b>Chủ đề đầu tư 2: Vượt thoát rủi ro</b>								
PDR	BDS Phát Đạt	18.816	21.500	25.500	17/12/2024	18,6	0	18,6
DXG	Địa ốc Đất Xanh	12.937	17.600	19.800	17/12/2024	12,5	0	12,5

Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

CTCP Chứng khoán LPBank (LPBS) có và tìm cách hợp tác kinh doanh với các công ty được đề cập trong các báo cáo nghiên cứu của mình. Do đó, nhà đầu tư cần lưu ý rằng công ty có thể có xung đột lợi ích, điều này có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo. Nhà đầu tư nên xem xét báo cáo này chỉ là một trong những yếu tố trong việc đưa ra quyết định đầu tư của mình.



## NỘI DUNG

## 1. TÌNH HÌNH THỊ TRƯỜNG BĐS DÂN CƯ

- 1.A - Bất động sản Dân cư Khu vực Hồ Chí Minh
- 1.B - Bất động sản Dân cư Khu vực Hà Nội
- 1.C - Tổng giao dịch BĐS Q3.2024
- 1.D - Nguồn cung trong 2025 - 2027

## 2. KQKD 9T.2024 – TRIỂN VỌNG

- 2.A - KQKD DN Bất động sản 9T.2024
- 2.B - Tình hình tài chính
- 2.C - Hoạt động phát hành trái phiếu hồi phục
- 2.D - Luật Bất động sản

## 3. TRIỂN VỌNG CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

- VHM
- NLG
- KDH
- PDR
- DXG

Phòng Phân tích

Email: research@lpbs.com.vn

## 1.A - MẢNG CĂN HỘ - TP. HCM & CÁC KHU VỰC LÂN CẬN

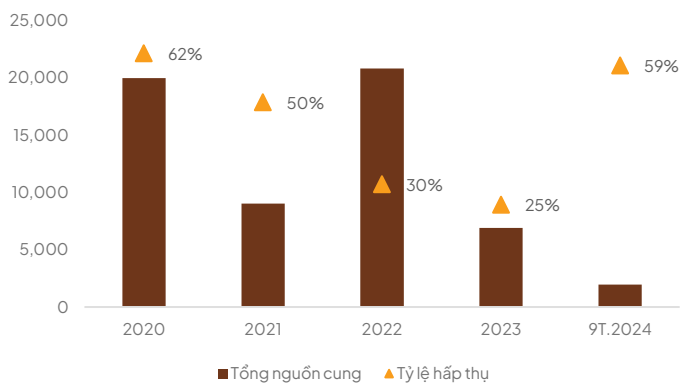
Trong 9T/2024, khoảng 1.944 căn hộ mới đã được ra mắt, giảm 83% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, Q3/2024 ghi nhận khoảng 642 căn hộ mới phần lớn đến từ các dự án ở khu vực lân cận nhờ vào việc hoàn thành các quy định pháp lý bị tồn đọng trước đó. Phân khúc trung cấp tiếp tục chiếm ưu thế với 77% thị phần nguồn cung mới trong chín tháng đầu năm 2024.

Các chủ đầu tư ưu tiên hoàn thiện các thủ tục pháp lý khi chuẩn bị cho việc triển khai các luật mới được ban hành trong Quý 3/2024, do vậy, không có dự án mới nào được triển khai trong giai đoạn này dẫn đến số lượng sản phẩm ở thị trường sơ cấp giảm 31% so với 6T2024 và 31% so với 9T2023.

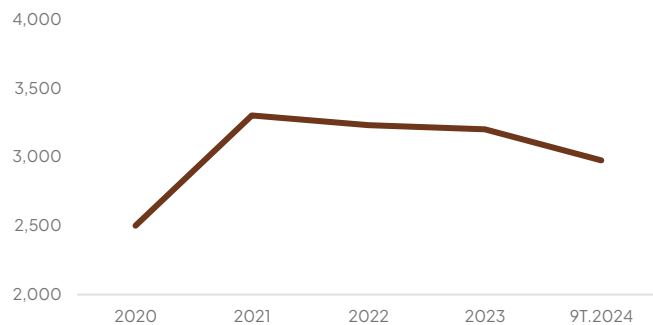
Trong 9T2024, thị trường ghi nhận khối lượng bán hàng khoảng 3.642 căn hộ. Phân khúc tầm trung tiếp tục thu hút dòng tiền với hơn 60% khối lượng hàng bán được ghi nhận trong Quý 3/2024, chủ yếu tập trung ở các doanh nghiệp phát triển bất động sản uy tín với những chính sách bán hàng ưu đãi. Tuy vậy, tăng trưởng bán hàng còn chậm do nguồn cung hạn chế, khoảng 62% khối lượng bán hàng trong 9T/2024 đến từ nguồn dự án mới.

Giá bán sơ cấp trung bình giảm xuống khoảng 3.000 USD/m<sup>2</sup> chịu ảnh hưởng bởi các nguồn cung mới ở các khu vực xa hơn và sự giảm giá của căn hộ cao cấp và trung cấp, ghi nhận mức giảm trung bình 12% so với 6T2024. Với việc Bộ luật đất đai được áp dụng trong Q3/2024, thị trường bất động sản kỳ vọng sự thiện cải thiện niềm tin ở người mua nhà cùng với số lượng nguồn cung mới đầy đủ điều kiện pháp lý cho hoạt động mở bán ở khu vực TP.HCM.

**Nguồn cung Căn hộ**  
Đơn vị: Sản phẩm



**Giá bán trung bình**  
Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>



### Các dự án trọng điểm



**The Privia – Khang Điền (1,8ha)**



**Eaton Park – Gamuda Land (3,7ha)**



**Elysian – Gamuda Land (2,8ha)**



**The Aurora – Phú Mỹ Hưng (0,2ha)**

Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

## 1.A – MẢNG ĐẤT NỀN – TP. HCM & CÁC KHU VỰC LÂN CẬN

Trong Q3.2024, số lượng nền đất mới đã được đưa ra thị trường tăng 268 căn so với 1H.2024, nâng tổng số nền đất lên 393 sản phẩm trong 9T2024 và chủ yếu tập trung ở khu vực phía Tây. Trong bối cảnh quỹ đất hạn chế ở các khu đô thị đã phát triển, các chủ đầu tư ngày càng sáng tạo và linh hoạt trong thiết kế sản phẩm để tận dụng lợi thế của các nguồn tài nguyên sẵn có và tối đa hóa giá trị dự án.

Trong thời gian thị trường trầm lắng, các chủ đầu tư chiến lược đưa ra các gói thanh toán hấp dẫn được xem như một giải pháp tối ưu cho dòng tiền của người mua, như việc trả trước một phần nhỏ, thời gian thanh toán dài hơn, và giảm giá khi thanh toán trước,...

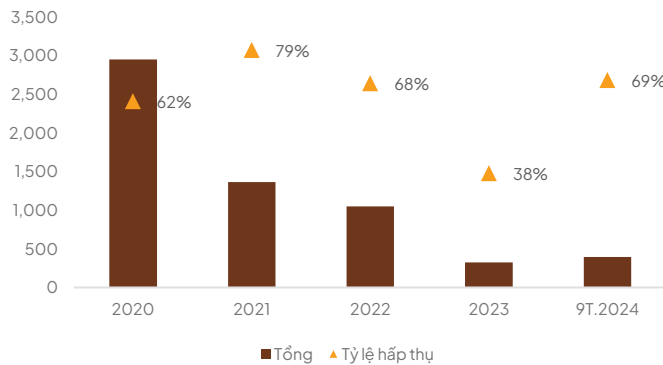
Trong 9T.2024, thị trường bất động sản liền thổ tại TP.HCM đã ghi nhận sự hồi phục về khối lượng bán hàng, ghi nhận 501 sản phẩm nền đất được bán ra bao gồm 334 nền đất được giao dịch trong quý này. Quý 3/2024 cho thấy số đất nền giao dịch tăng gần 4 lần so với cùng kỳ năm trước. Tuy vậy, khối lượng bán hàng vẫn tương đối thấp khi người mua tiếp tục thận trọng và theo dõi xu hướng thị trường.

Nguồn cung từ dự án mới ra mắt ở khu vực phía Tây đã làm xoa dịu đáng kể giá sơ cấp trung bình trong Q3/2024, đạt khoảng 11.950 USD/m<sup>2</sup>, giảm 39% QoQ và 20% YoY.

Nhìn chung, quỹ đất hạn chế tại TP.HCM đã đẩy giá bán trung bình của bất động sản liền thổ và giá trị bất động sản tăng vọt. Do đó, tính thanh khoản của loại tài sản này đang trở nên tương đối thấp do giá trị bất động sản cao. Dần dần, các nhà đầu tư chuyển hướng ưa chuộng các tài sản bất động sản có giá trị thấp hơn và tính thanh khoản cao hơn trong bối cảnh thị trường trầm lắng và sự bất ổn của kinh tế toàn cầu.

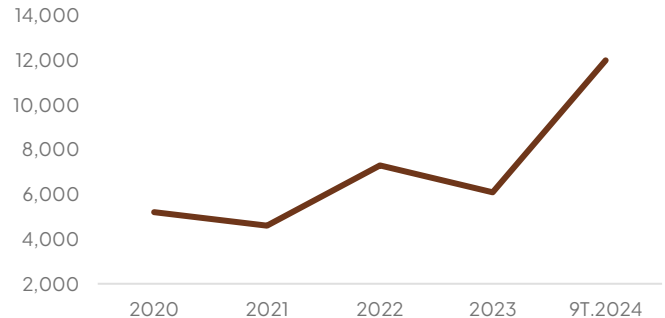
### Nguồn cung Đất nền

Đơn vị: Sản phẩm



### Giá bán trung bình

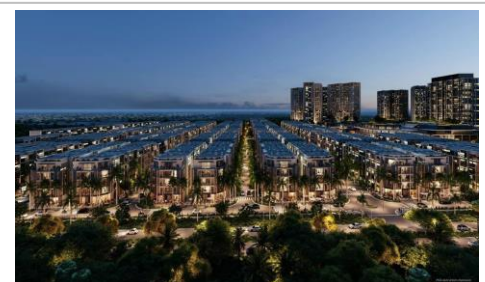
Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>



### Các dự án trọng điểm



The Rivus – Masterise (26,73ha)



The Global City – Masterise (117ha)



L'Arcade – Phú Mỹ Hưng (0,8ha)



Vạn Phúc City – Thủ Đức (198 ha)

Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

## 1.B – MẢNG CĂN HỘ – HÀ NỘI & CÁC KHU VỰC LÂN CẬN

Trong 9T.2024, thị trường căn hộ tại Hà Nội đã ghi nhận xu hướng tích cực cả về nguồn cung và nhu cầu. Trong giai đoạn này, khoảng 19.490 căn hộ mới đã được ra mắt. Trong Q3.2024, khoảng 8.704 căn hộ đã được ra mắt, tăng 14% q/q và tăng 393% y/y. Sự thay đổi đáng kể này chủ yếu do các dự án căn hộ mới trong các khu đô thị tích hợp như Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City tiếp tục mở bán. Khu vực phía Tây chiếm khoảng 67% nguồn cung căn hộ mới trong Q3.2024 và các dự án trung cấp tiếp tục chiếm ưu thế.

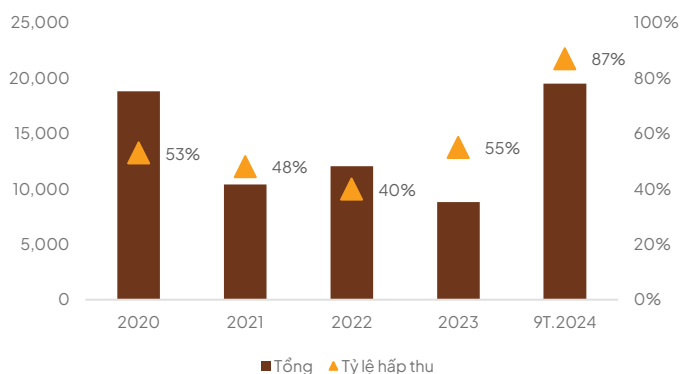
Khoảng 11.200 căn hộ đã được bán trong Q3.2024, trong đó, khối lượng bán căn hộ tại Hà Nội đạt khoảng 9.800 căn, tăng 35% q/q và 296% y/y. Giá bán sơ cấp trung bình gần 2.700 USD/m<sup>2</sup>, tăng 3% q/q và 26% y/y.

Sự tăng mạnh trong khối lượng bán trong 9T.2024 là do nguồn cung mới tiếp tục khan hiếm trong những năm qua. Các dự án mới ra mắt có tình trạng pháp lý minh bạch, được phát triển bởi các chủ đầu tư uy tín, chính sách bán hàng hấp dẫn và các tiện ích tích hợp đã ghi nhận hiệu suất bán hàng tốt. Hầu hết các dự án này đều nằm trong các khu đô thị lớn ở khu vực phía Tây. Nhu cầu căn hộ tại Hà Nội ngày càng tăng do nhu cầu về nhà ở gia tăng cùng với sự tăng trưởng dân số và di cư đô thị. Bên cạnh đó, sự quan tâm đầu tư vào thị trường bất động sản đang dần hồi phục mặc dù có sự bất ổn về kinh tế hiện tại.

Giá căn hộ sơ cấp tiếp tục tăng do sự khan hiếm nguồn cung. Sự tăng giá này cũng do nguồn cung từ phân khúc trung cấp và cao cấp chiếm tỷ trọng cao trong nguồn cung mới, trong khi nguồn cung căn hộ giá rẻ vẫn rất hạn chế.

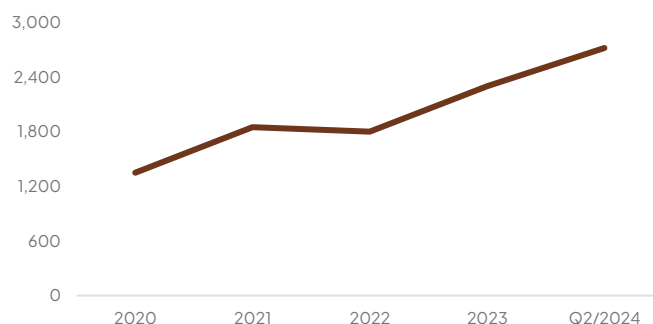
### Nguồn cung Căn hộ

Đơn vị: Sản phẩm



### Giá bán trung bình

Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>



### Các dự án trọng điểm



Lumi Hanoi – Capitaland (5,6ha)



The Zurich – Vinhomes & Mitsui (1,7ha)



Imperia Sola – MIK Group (2,1ha)



Masteri WF – Masterise (1,8 ha)

Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

## 1.B – MẢNG ĐẤT NỀN – HÀ NỘI & CÁC KHU VỰC LÂN CẬN

Trong 9T.2024, nguồn cung bất động sản liền thổ tại Hà Nội đã tăng vượt bậc với nguồn cung mới ghi nhận 2.867 sản phẩm nhà liền thổ, tăng từ 238 nền đất ghi nhận vào nửa đầu năm 2024. Như vậy, trong Q3/2024, Hà Nội đã chào đón 2.629 căn nhà ở mới, tăng hơn 9 lần so với quý trước và tăng 30 lần so với cùng kỳ năm ngoái.

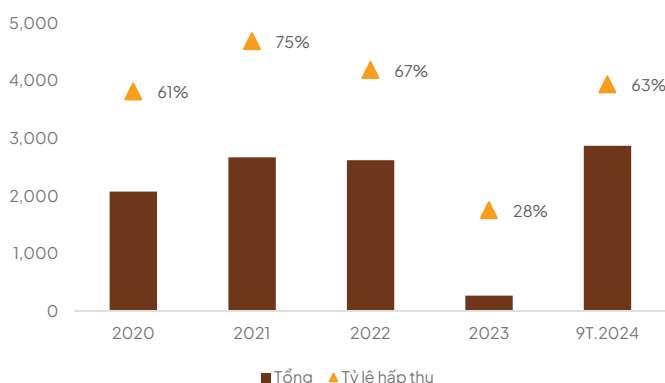
Mặc dù có sự tăng trưởng khiêm tốn, nguồn cung bất động sản liền thổ tại thành phố vẫn rất khan hiếm. Phần lớn nguồn cung mới đến từ các đợt mở bán tiếp theo của các dự án hiện có tại các khu vực ngoại thành như Hà Đông, Mê Linh và Thường Tín.

Trong Q3/2024, giao dịch tại thị trường bất động sản liền thổ của Hà Nội đã trở nên sôi động hơn với 1.872 căn được bán ra, tăng 9,3 lần so với quý trước và tăng hơn 18 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng cộng, trong 9 tháng đầu năm 2024, hơn 2.150 căn đã được bán, tăng trưởng gần 12 lần so với cùng kỳ năm trước.

Quay lại thời điểm 2023, giá sơ cấp trung bình có sự biến động đáng kể đối với bất động sản liền thổ tại Hà Nội. Sự biến động này là do một số dự án tạm thời bị hoãn lại do các vấn đề pháp lý hoặc các nhà phát triển hoãn hoạt động bán hàng để chờ điều kiện thị trường tốt hơn. Qua giai đoạn 2024, thị trường bất động sản liền thổ tại Hà Nội đã chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ về giá bán trung bình. Đáng chú ý, giá bất động sản liền thổ đã liên tục tăng vọt từ giai đoạn đầu năm, hiện tại ghi nhận mức đạt khoảng 12.000 USD/m<sup>2</sup> vào Q3/2024. Mức tăng này là 19% so với quý trước và 120% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do việc dự ra mắt dự án Vinhomes Global Gate Cổ Loa Đông Anh

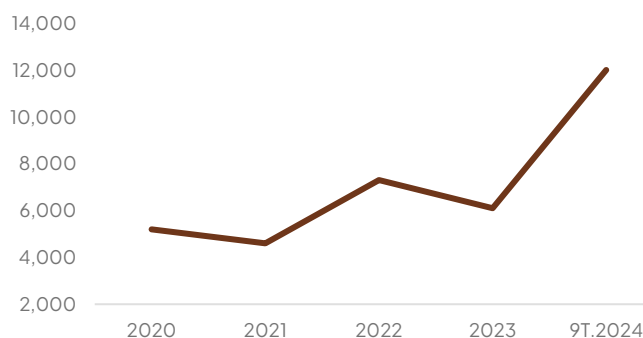
### Nguồn cung Đất nền

Đơn vị: Sản phẩm



### Giá bán trung bình

Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>



### Các dự án trọng điểm



Thường Tín – Him Lam (3,2ha)



An Quy Villa – Nam Cường (4,7ha)



Capital Crown – Kita Group (18,8ha)



The Manor – Bitexco (89,7 ha)

Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

## 1.C – TỔNG GIAO DỊCH BẤT ĐỘNG SẢN Q3.2024

Theo Bộ xây dựng, trong quý III/2024, thị trường bất động sản dân cư phân hóa rõ rệt, với xu hướng tăng giá tập trung vào các khu vực tiềm năng. Lượng giao dịch Chung cư và nhà ở riêng tăng nhẹ trong khi lượng giao dịch đất nền thì giảm

**1. Lượng giao dịch bất động sản:** Trong Quý III/2024, lượng giao dịch thành công căn hộ chung cư và nhà ở riêng lẻ đạt 38.398 giao dịch, tăng mạnh 148,3% so với Quý II/2024 và 129% so với Quý III/2023. Ngược lại, giao dịch đất nền có xu hướng giảm với 102.966 giao dịch, chỉ bằng 82,3% so với Quý II/2024 nhưng vẫn tăng 112,8% so với cùng kỳ năm 2023. Tổng lượng giao dịch toàn thị trường đạt 141.364 giao dịch, giảm so với Quý II/2024 (150.876 giao dịch).

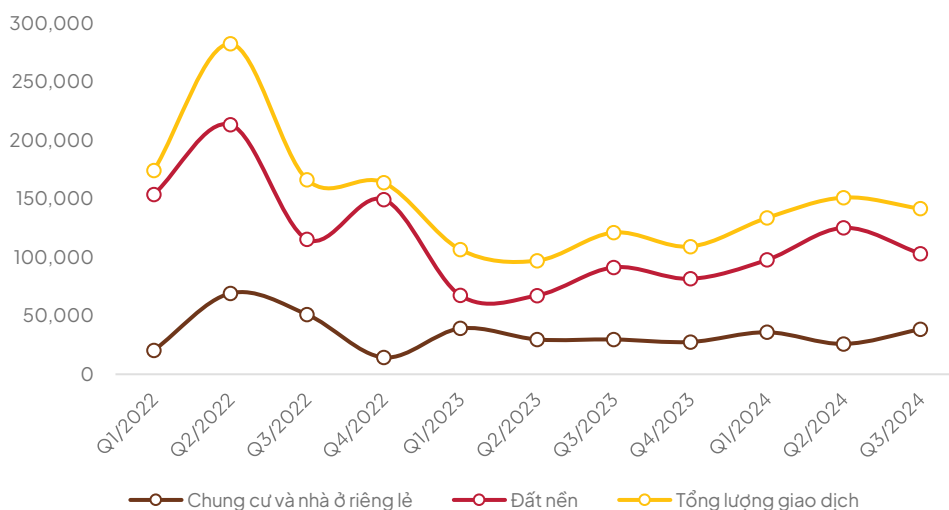
**2. Tình hình tồn kho bất động sản:** Lượng tồn kho bất động sản Quý III/2024 đạt 25.937 căn/nền, trong đó chung cư có 4.688 căn, nhà ở riêng lẻ 12.250 căn, và đất nền 8.999 nền. Riêng tồn kho nhà ở riêng lẻ và đất nền chiếm 21.249 căn/nền, tăng mạnh 150,6% so với Quý II/2024 (14.106 căn/nền). Điều này phản ánh áp lực thanh khoản tại các phân khúc này, đặc biệt khi thị trường chưa đạt kỳ vọng trong một số khu vực.

**3. Biến động giá bất động sản tại Hà Nội:** Tại Hà Nội, giá bán biệt thự và nhà liền kề tiếp tục tăng nhờ lợi thế hạ tầng và dự án mới. Giá trung bình thứ cấp đạt 160 triệu đồng/m<sup>2</sup>, tăng 3% so với quý trước và gần 7% so với năm trước. Một số khu vực có mức tăng cao như Sunshine Capital Tây Thăng Long (221,1 triệu đồng/m<sup>2</sup>, +3,8%) và Louis City (232,1 triệu đồng/m<sup>2</sup>, +4,8%). Các dự án ở Đông Anh, Long Biên hưởng lợi từ hạ tầng đang phát triển, thúc đẩy tăng giá mạnh hơn.

**4. Biến động giá bất động sản tại TP. Hồ Chí Minh:** Giá bán sơ cấp phân khúc biệt thự và nhà liền kề gần như ổn định, tuy nhiên có sự giảm giá ở phân khúc cao cấp và diện tích lớn. Các dự án như An Phú An Khánh (Quận 2) giảm 4,3% (265,6 triệu đồng/m<sup>2</sup>) và Q7 Saigon Riverside giảm 4,1%. Trong khi đó, các dự án có giá tốt dưới 10 tỷ đồng tại ngoại thành ghi nhận giao dịch tích cực. Một số dự án tăng giá như Mỹ Phú 3 (Quận 7) tăng 4,4% (278,9 triệu đồng/m<sup>2</sup>) và Villa Park (Quận 9) tăng 4,6% (123,8 triệu đồng/m<sup>2</sup>).

### Tổng lượng giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ & đất nền (2022-2024)

Đơn vị: sản phẩm



Nguồn: Bộ xây dựng & LPBS Research

**Phần lớn các dự án sắp tới sẽ được triển khai trong phạm vi từ 5 đến 25 km từ trung tâm thành phố HCM. Đồng thời, các dự án khác, dự kiến cho tương lai xa hơn, sẽ mở rộng đến khoảng cách lên đến 50 km**

**Đông Anh và Gia Lâm dự kiến sẽ đóng góp vào nguồn cung từ các khu đô thị tích hợp lớn như Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Ocean Park, và BRG Smart City.**

## 1.D – TRIỂN VỌNG NGUỒN CUNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2027

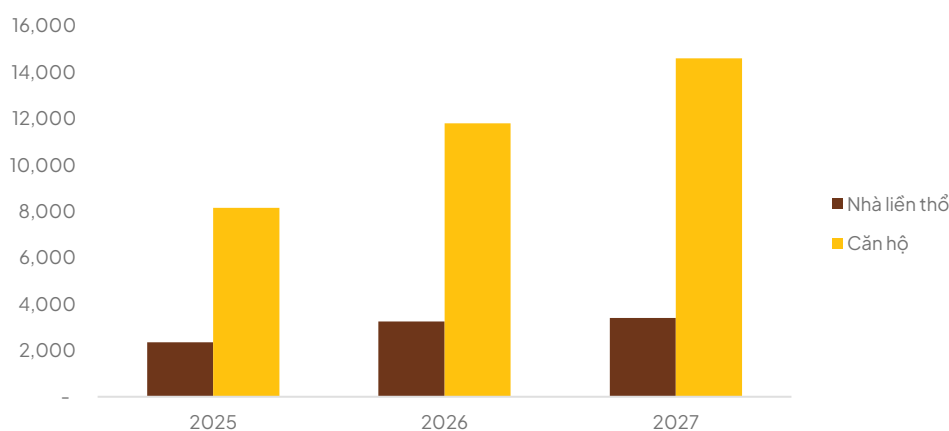
Dự địa phát triển các nguồn đất tại các quận nội thành trở nên khan hiếm là nguyên nhân chuyển dịch hướng nguồn cung bất động sản TPHCM sang các khu vực xa hơn, đi cùng với sự phát triển cơ sở hạ tầng. Thành phố Thủ Đức và khu vực phía Đông với nguồn đất dồi dào đang trở thành điểm nhấn quan trọng, trong khi khu vực phía Nam gồm Nhà Bè và Cần Giờ cũng tham gia quy hoạch nhiều dự án lớn.

Trong vòng ba năm tới, các dự án mới chủ yếu sẽ triển khai trong phạm vi 5-25 km từ trung tâm thành phố, với những dự án trong tương lai xa hơn mở rộng tới 50 km. Khái niệm phát triển theo hướng giao thông (TOD) cũng đang dần được áp dụng.

Dự kiến từ 2025 đến năm 2027, TPHCM sẽ cung cấp ra thị trường thêm khoảng 34.500 căn hộ và 9.000 căn đất liền thổ. Tiềm năng phát triển của thị trường bất động sản được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà hồi phục mạnh mẽ, tuy vậy, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng dựa trên cơ sở hiện tại phần lớn giao dịch vẫn chủ yếu vẫn ở thị trường thứ cấp.

### Nguồn cung Bất động sản TP. HCM giai đoạn 2025 – 2027

Đơn vị: sản phẩm



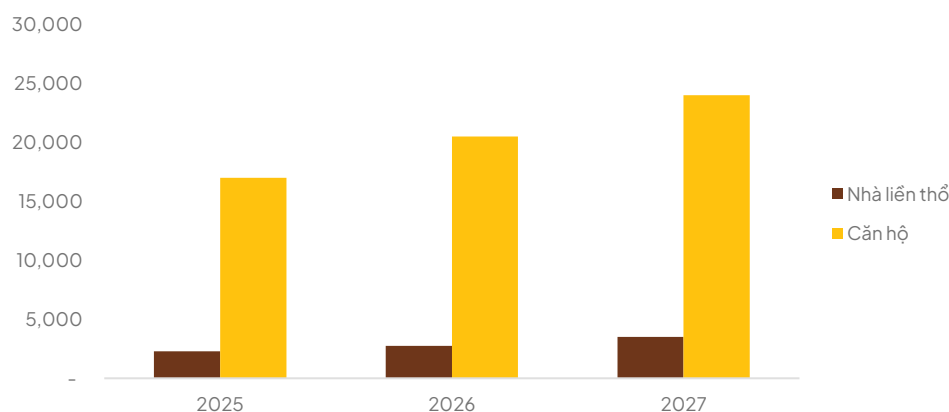
Khép lại nửa cuối năm 2024, thị trường bất động sản Hà Nội chào đón khoảng 9.500 căn hộ mới, chủ yếu tập trung ở khu vực phía Tây và các khu đô thị tích hợp lớn như Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City. Từ năm 2025, các quận ngoại thành như Đông Anh, Gia Lâm, Hà Đông, và Hoàng Mai sẽ trở thành nguồn cung căn hộ chính nhờ sự phát triển hạ tầng và quy hoạch đô thị.

Nguồn cung đất liền thổ tại Hà Nội dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2025, với sự đóng góp lớn từ các khu đô thị tích hợp của các nhà phát triển uy tín. Khu vực trung tâm và phía Tây sẽ thiếu nguồn cung mới do nguồn cung đất liền thổ sẽ tập trung ở các khu vực ngoại thành như Đông Anh và Gia Lâm.

Từ 2025 đến 2027, Hà Nội dự kiến đón nhận 70.000 căn hộ và 9.800 căn đất liền thổ, thể hiện tiềm năng phát triển mạnh mẽ của thị trường bất động sản, đáp ứng nhu cầu của người dân và nhà đầu tư sau thời gian dài khan hiếm.

### Nguồn cung Bất động sản Hà Nội giai đoạn 2025 – 2027

Đơn vị: sản phẩm



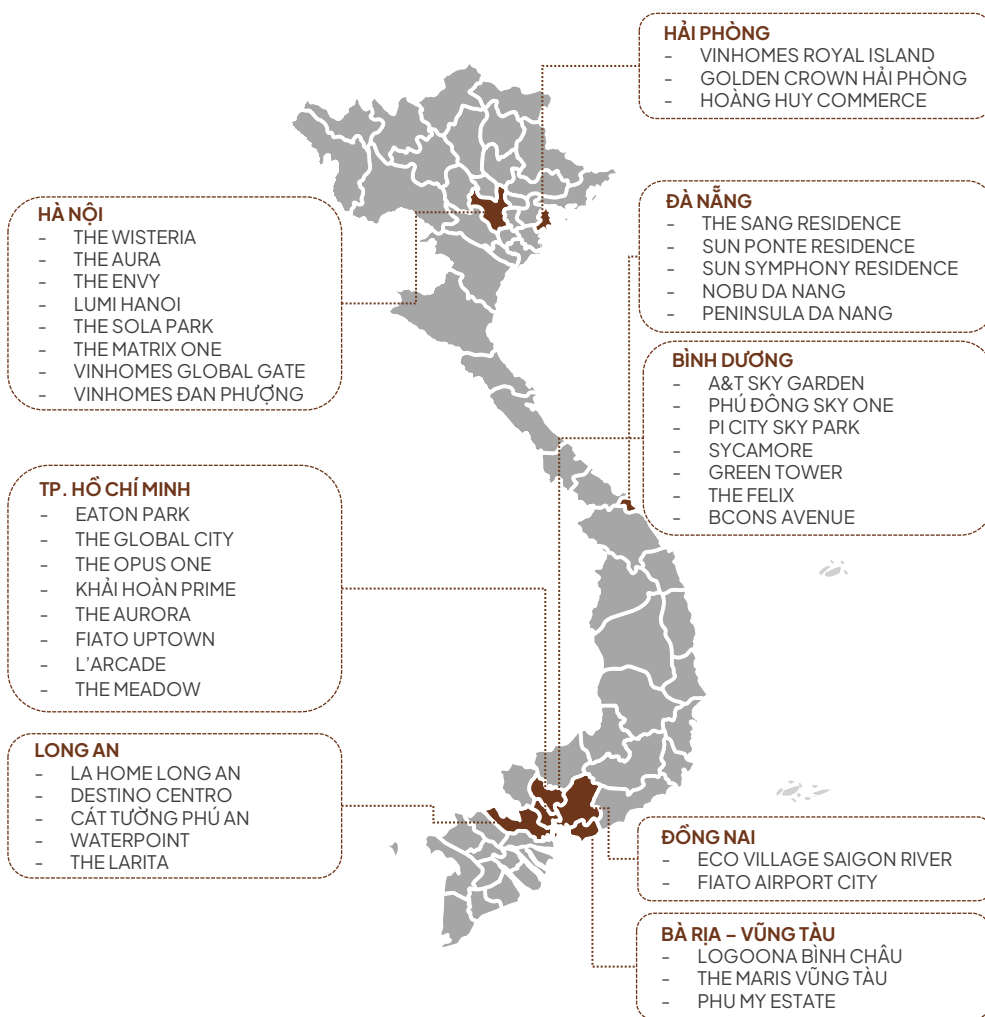
Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research



## 1.D – TRIỂN VỌNG NGUỒN CUNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2027

Trong 2024, hầu hết các dự án được triển khai được tập trung khu vực kinh tế trọng điểm là Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, và Đà Nẵng với phần lớn đến từ các giai đoạn của các đại dự án đang sẵn phát triển. Bên cạnh đó do giá đất khu vực trung tâm tăng cao, các chủ đầu tư phát triển dự án bất động sản chủ yếu sẽ triển khai các dự án mới trong phạm vi 5-25 km từ trung tâm thành phố.

### Các dự án đã triển khai sẽ đóng góp nguồn cung trong tương lai



Nguồn: DXS & LPBS Research



## 2.A – KQKD NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN 9T.2024

### Kết quả kinh doanh các DN Bất động sản kéo dài chuỗi hồi phục từ đáy

Trong Q3.2024, kết quả kinh doanh của ngành Bất động sản nhà ở có sự phục hồi nhẹ so với quý trước nhưng vẫn đi ngang so với cùng kỳ năm trước. Tổng doanh thu thuần toàn ngành đạt 44,1 nghìn tỷ, +8,7% q/q & +0,2% y/y. Trong đó VHM, KDH, NLG, PDR, DXG, & NVL chiếm 84% tổng doanh thu thuần toàn ngành. LNST toàn ngành đạt 13,1 nghìn tỷ, +120% q/q & +4,6% y/y. Sự tăng trưởng LNST cùng kỳ này chủ yếu là do các doanh nghiệp phát triển bất động sản mở rộng được biên lợi nhuận gộp so với kỳ trước. Chi phí tài chính cũng được kiểm soát ở mức 3,1 nghìn tỷ, -50% y/y do lãi suất cho vay giảm dần so với quý trước.

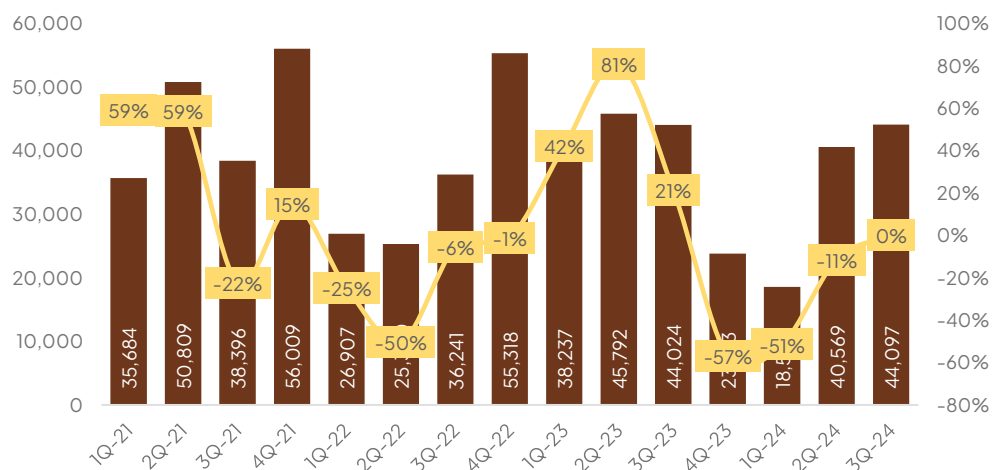
Tổng doanh thu 9T.2024 toàn ngành đạt 103,2 nghìn tỷ, -19,4% y/y. Mặc dù sự tăng trưởng vẫn đang ghi nhận âm do các khó khăn của các doanh nghiệp bất động sản vẫn còn đó, nhưng sự phục hồi trong Q3.2024 cho thấy tình hình đã dần khả quan hơn. Chúng tôi đánh giá đà hồi phục này sẽ tiếp tục trong Q4.2024 - 2025 khi đây là quý cao điểm ghi nhận doanh thu - lợi nhuận của các DN BĐS, đồng thời các rào cản pháp lý dự án đang dần dần được gỡ bỏ. Ngoài ra, các bộ luật: (A) Luật Đất đai, (B) Luật Kinh doanh Bất động sản, và (C) Luật Nhà ở đã được thông qua và có hiệu lực từ ngày 1/8/2024, sẽ có tác động tích cực và thúc đẩy thị trường tiếp hồi phục và phát triển.

### Kết quả kinh doanh 9T.2024 của các doanh nghiệp Bất động sản\*

KQKD (tỷ vnd)	Q3 2023	Q2 2024	Q3 2024	q/q (%)	y/y (%)	9T 2023	9T 2024	y/y (%)
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>44.024</b>	<b>40.569</b>	<b>44.097</b>	<b>8,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>128.053</b>	<b>103.219</b>	<b>-19,4%</b>
Lợi nhuận gộp	19.319	10.320	13.173	27,6%	-31,8%	47.321	28.841	-39,1%
<i>Biên Lợi nhuận gộp (%)</i>	43,9%	25,4%	29,9%			37,0%	27,9%	
Doanh thu tài chính	5.087	10.200	10.814	6,0%	112,6%	24.092	24.620	2,2%
CP Tài chính	4.291	6.254	3.163	-49,4%	-26,3%	10.483	12.791	22,0%
CP Bán hàng	1.472	1.642	2.219	35,1%	50,7%	5.055	4.882	-3,4%
CP Quản lý doanh nghiệp	1.746	2.060	2.381	15,6%	36,4%	5.453	6.075	11,4%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>12.563</b>	<b>5.978</b>	<b>13.141</b>	<b>119,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>37.075</b>	<b>20.757</b>	<b>-44,0%</b>
<i>Biên Lợi nhuận ròng (%)</i>	28,5%	14,7%	29,8%			29,0%	20,1%	

### Tăng trưởng doanh thu thuần ngành Bất động sản

Đơn vị: tỷ vnd



Nguồn: Fiinpro & LPBS Research

Ghi chú: \* KQKD của ngành Bất động sản dân cư được tính dựa trên các DN bất động sản dân cư niêm yết trên sàn HOSE, HNX, & Upcom

## 2.B – TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

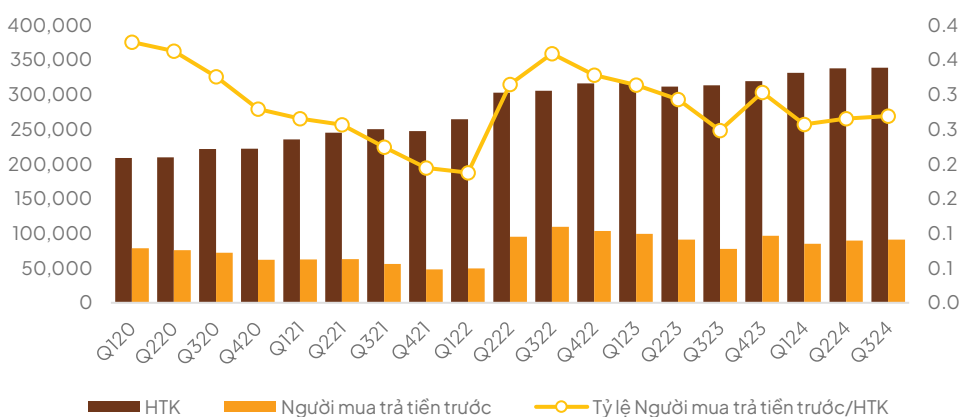
Tỷ lệ người mua trả tiền trước/HTK của toàn ngành đi ngang trong Q3.2024, đạt 26,6%. Do mặc dù hoạt động mua bán bất động sản trên thị trường bắt đầu phục hồi nhộn nhịp trở lại nhưng chủ yếu chỉ tập trung ở phân khúc thứ cấp. Phân khúc sơ cấp phục hồi nhưng chưa thực sự ầm lên.

Mức đòn bẩy tài chính D/E giảm nhẹ đạt mức 47.5% vào Q3.2024 so với mức 49.1% quý trước nhưng tăng so với cùng kỳ Q2.2023 (43.6%). Tuy D/E có giảm nhẹ trong Q3.2024 nhưng svck thì vẫn tăng là do các dự án đang phát triển hầu hết là đại dự án phát triển dài hạn của các CĐT bất động sản.

Tổng chi phí lãi vay trong kỳ đạt mức 2.615 tỷ đồng trong Q3.2024, giảm so với quý trước, phản ánh thực tế lãi suất cho vay đã hạ nhiệt, đồng thời cũng thể hiện giảm đòn bẩy của các DN BĐS trong Q3.2024.

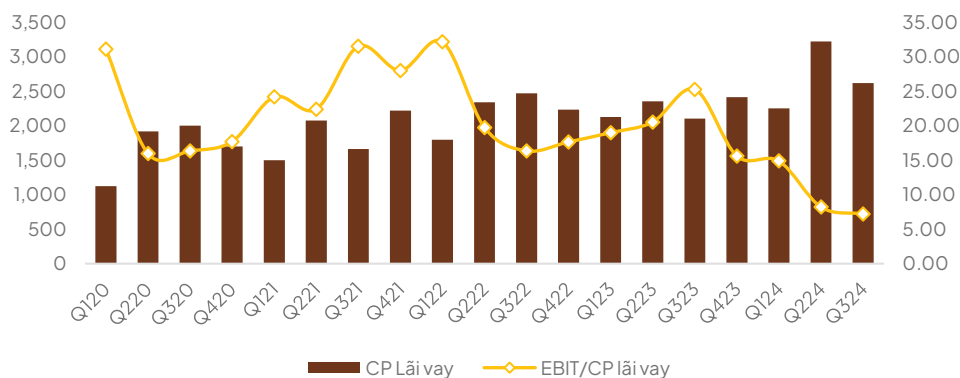
### Tỷ lệ tài trợ từ người mua trả trước có xu hướng phục hồi

Đơn vị: tỷ VNĐ



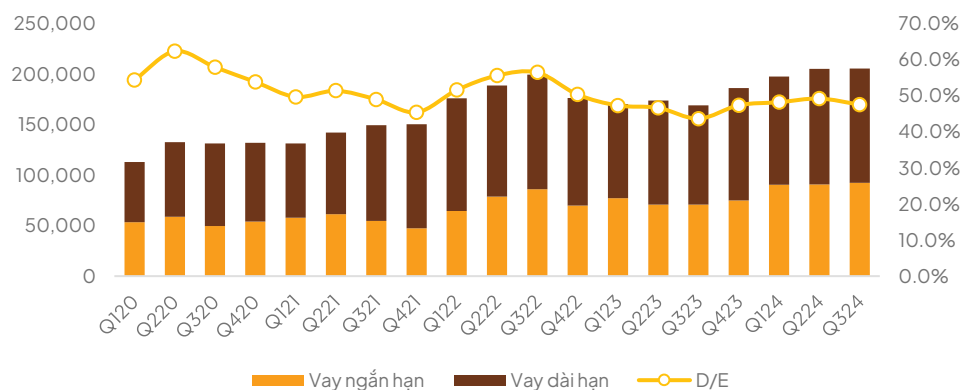
### Khả năng thanh toán của các DN ngành Bất động sản

Đơn vị: tỷ VNĐ



### Đòn bẩy nợ vay cải thiện nhẹ trong Q2.2024

Đơn vị: tỷ VNĐ



Nguồn: Fiinpro & LPBS Research



### 2.C – HOẠT ĐỘNG PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DẪN HỒI PHỤC

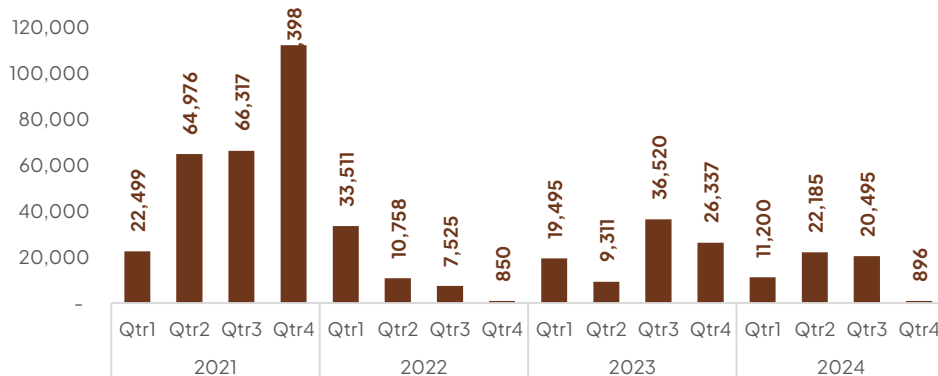
Hoạt động gọi vốn từ phát hành trái phiếu dẫn sôi động trở lại trong khi áp lực trả nợ trả phiếu của doanh nghiệp bất động sản trong Q4.2024 tăng cao

Trong 11T.2024, tổng giá trị trái phiếu phát hành đạt 54.776 tỷ, điều này cho thấy việc huy động nguồn vốn đã dẫn hồi phục đối với các doanh nghiệp bất động sản. Nhờ vào các chính sách hỗ trợ của chính phủ, áp lực mua lại trái phiếu trước hạn của các công ty bất động sản trong 11T.2024 cũng đã giảm dần. Tổng trái phiếu mua lại trước hạn 11T.2024 là 21.208 tỷ.

Mặc dù tình hình hoạt động buôn bán các sản phẩm bất động sản và hoạt động huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu dẫn trở nên tích cực hơn, nhưng khó khăn vẫn còn đó nên tốc độ hồi phục của thị trường bất động sản chưa thể quay lại như trước. Bên cạnh đó, áp lực trái phiếu đáo hạn trong 18 tháng tới của các doanh nghiệp bất động sản cũng khá cao. Trong Q4.2024 và năm 2025, tổng trái phiếu đáo hạn của ngành bất động sản là 99.027 tỷ, chủ yếu tập trung trong Q3.2025. Chúng tôi đánh giá, tình hình thị trường bất động sản sẽ ảm đạm hơn vào 2H.2025 nên rủi ro trái phiếu đến hạn phải trả sẽ giảm đi trong năm 2025.

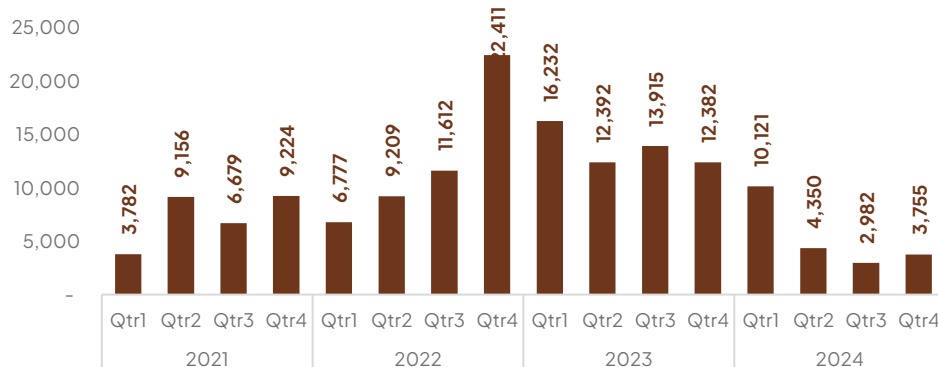
#### Trái phiếu phát hành mới

Đơn vị: tỷ VND



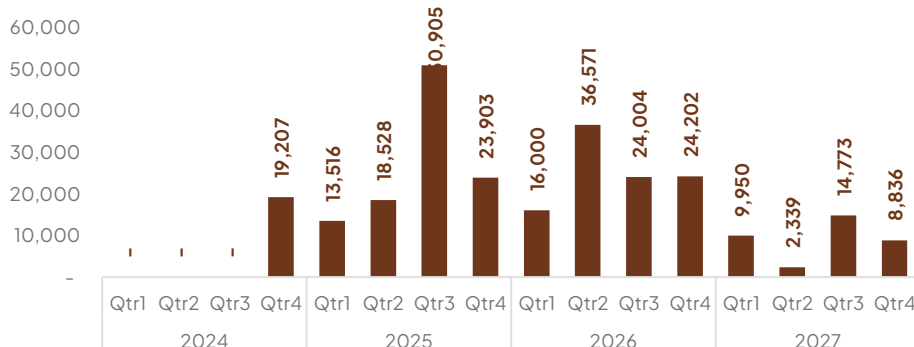
#### Trái phiếu mua lại trước hạn

Đơn vị: tỷ VND



#### Trái phiếu đáo hạn

Đơn vị: tỷ VND



Nguồn: Cbonds HNX & LPBS Research



## 2.D – LUẬT BẤT ĐỘNG SẢN

### Vướng mắc của dự án bất động sản

Đến giữa tháng 6/2023, có khoảng 1.200 dự án chịu vướng mắc pháp lý. Tuy số lượng dự án vướng pháp lý được hoàn thiện đáng kể cho đến thời điểm hiện tại, lượng tồn đọng vẫn còn cao và chủ yếu gặp những vướng mắc sau:

- Phương pháp định giá đất
- Điều chỉnh về chủ trương đầu tư
- Thẩm quyền phê duyệt
- Tính tương đồng giữa quy hoạch chi tiết 1/500 và quy hoạch cấp trên. Quy hoạch chi tiết 1/500 dù đã được phê duyệt nhưng có trường hợp không phù hợp với quy hoạch cấp trên.

### Số lượng dự án chịu vướng mắc pháp lý đến 03/2024

Đơn vị: dự án

Tỉnh	Dự án vướng pháp lý	Dự án được tháo gỡ
Hà Nội	246	158
TP. HCM	143	77
Cần Thơ	34	17
Bình Định	16	26
Hải Phòng	4	11

Nguồn: Bộ xây dựng & LPBS Research

**Do đó, kỳ vọng nguồn cung bất động sản được thúc đẩy với hành lang pháp lý hoàn thiện.**

Các tác động được kỳ vọng lên thị trường từ các bộ Luật về BĐS hiệu lực từ 01/08/2024:

- Xây dựng bảng giá đất hàng năm tiệm cận giá thị trường từ khung giá đất 5 năm.
- Quy định vốn chủ sở hữu cho các dự án. Mức áp dụng trên 20% cho dự án dưới 20ha và trên 15% cho dự án vượt 20ha.

Kỳ vọng đối với các bộ Luật về BĐS hiệu lực từ 01/08/2024:

- Góp phần tạo sự minh bạch trong việc thực thi gỡ bỏ vướng mắc pháp lý;
- Gỡ bỏ sự chông chéo từ trước khi áp dụng các quy định luật liên quan đến hoạt động giao dịch bất động sản.

Sự tác động được kỳ vọng sẽ tạo tác động tích cực lên tâm lý cho cả cán bộ, chủ đầu tư, khách hàng, ... giúp khơi thông và thúc đẩy nguồn cung cho thị trường BĐS từ cuối năm 2024.

## Tổng quan các cổ phiếu ngành BĐS Dân cư

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
<b>Chủ đề đầu tư 1: Tận dụng tiềm lực</b>								
VHM	Vinhomes	179.400	40.950	50.800	17/12/2024	24,1	0	24,1
NLG	BDS Nam Long	14.314	37.500	45.500	17/12/2024	21,3	1,3	22,6
KDH	Nhà Khang Điền	35.162	34.600	40.400	17/12/2024	16,8	0	16,8
<b>Chủ đề đầu tư 2: Vượt thoát rủi ro</b>								
PDR	BDS Phát Đạt	18.816	21.500	25.500	17/12/2024	18,6	0	18,6
DXG	Địa ốc Đất Xanh	12.937	17.600	19.800	17/12/2024	12,5	0	12,5

Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

## Doanh số bán hàng (presales) sẽ diễn biến tích cực trong Q4/2024F – 2025F

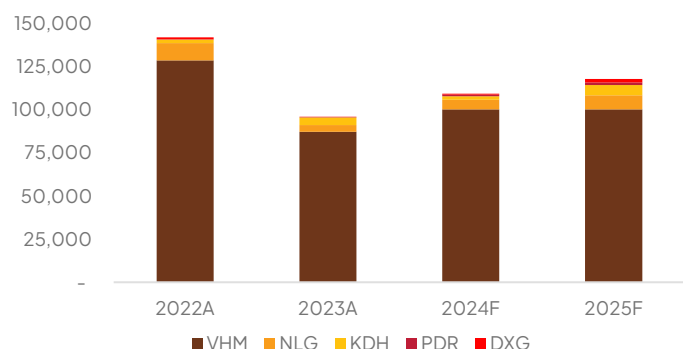
### Mở bán mới sẽ tăng tốc từ Q4/2024 trở đi

Chúng tôi tin rằng giao dịch BĐS sẽ có sự tích cực từ Q4/2024 trở đi, với động lực từ (1) sự cải thiện dần dần tâm lý NĐT và theo đó là hoạt động môi giới nhờ triển vọng phục hồi của thị trường BĐS, triển vọng mặt bằng lãi suất vay mua nhà ổn định, và việc đẩy nhanh phát triển cơ sở hạ tầng trọng yếu, và (2) nhu cầu mua ở thực (phân khúc trung cấp) ổn định và nhu cầu mua đầu tư (BDS liên thổ) hồi phục; đồng thời về phía cung nguồn cung sơ cấp mới tăng trưởng nhờ nhiều dự án được mở bán và thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn.

Chúng tôi dự kiến presales của 4 công ty bất động sản đang theo dõi (trừ VHM tăng nhẹ 15% trong 2024F và đi ngang trong 2025F) sẽ tăng nhẹ trong 2024F trước khi bật tăng mạnh mẽ trong 2025F (+4% YoY / +94% YoY). Dự báo doanh số bán hàng giai đoạn 2025-2026 của chúng tôi được thúc đẩy bởi các dự án mới được triển khai và/hoặc các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu được triển khai: VHM sẽ ra mắt Vinhomes Wonder Park; NLG sẽ mở bán đất nền tại Nam Long Cần Thơ và ra mắt Akari GĐ3; KDH sẽ ra mắt 226 căn thấp tầng của 2 dự án The Emeria và The Clarita ; PDR sẽ ra mắt Bình Dương Tower (4,5 ha, Bình Dương) và Bắc Hà Thanh (43 ha, Bình Định). Đối với DXG, các đợt mở bán mới Gem Sky World có thể sẽ dời sang 2025, đây cũng là thời điểm chào bán Gem Riverside.

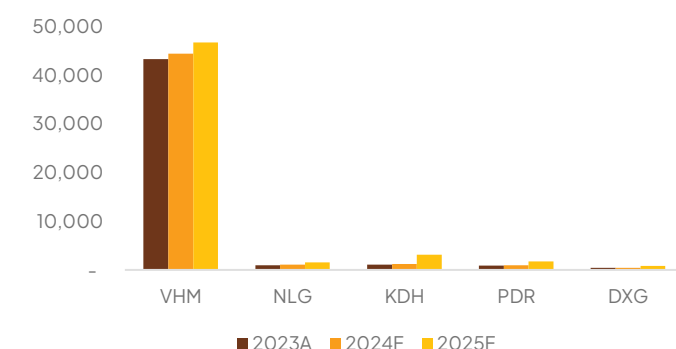
### Giá trị hợp đồng (presales) dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng



### Lợi nhuận trước thuế dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

### Khuyến nghị: Lựa chọn chủ đề đầu tư tùy theo khẩu vị

Trong bối cảnh nhiều sự thay đổi đang chờ đón trong giai đoạn sắp tới, chúng tôi vẫn cho rằng NĐT yêu thích sự thận trọng có thể cân nhắc xây dựng danh mục nắm giữ dài hạn đối với các công ty BĐS có năng lực triển khai dự án và không sử dụng quá nhiều nợ vay (chủ đề đầu tư 01). Tuy nhiên, vì những sự thay đổi trước mắt rất có thể sẽ là những thay đổi tích cực khuyến khích ngành BĐS phát triển bền vững, giúp dỡ bỏ những nút thắt pháp lý, chúng tôi cho rằng chủ đề đầu tư 02 hướng về các doanh nghiệp chịu áp lực tài chính nhưng có khả năng vượt qua khó khăn, kỳ vọng chuyển mình (turnaround) cũng rất xứng đáng nhận được sự cân nhắc của NĐT.



## CTCP Vinhomes

HOSE: VHM

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TỔNG LỢI TỨC KỲ VỌNG
<b>MUA</b>	<b>50.800/CP</b>	<b>+24,1%</b>

### THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Bất động sản
Mã giao dịch	HOSE: VHM
Giá cp 17/12/2024	40,950
KLGD TB 52 tuần	9,653,252
Khối lượng lưu hành	4,107,412,004
Biên độ 52 tuần	34,500 đ - 48,250 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	169,636 tỷ VNĐ
Beta	1.03
Sở hữu NDTNN	11,66%

### Doanh số bán hàng mạnh mẽ là tiền đề tăng trưởng KQKD

Trong xu thế bán ròng trên TTCK Việt Nam, VHM là một trong những cổ phiếu bị ảnh hưởng lớn nhất khi khối ngoại đã giảm tỷ lệ sở hữu từ 22,5% vào đầu năm 2024 xuống dưới 12% ở thời điểm hiện tại. Từ góc độ đầu tư, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của VHM vẫn khả quan nhờ quỹ đất rộng 178 triệu m2 (đủ triển khai trong ~30 năm tới), sức khỏe tài chính lành mạnh (tuy tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu tăng từ 21,2% lên 22,1% nhưng vẫn khá tốt khi so sánh với trung bình ngành), lợi ích cổ đông được gia tăng (cải thiện EPS) sau khi công ty hoàn tất mua lại cổ phiếu quỹ.

#### Cập nhật KQKD

Kết thúc quý 3 năm 2024, VHM ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng với hơn 33 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 2% so với cùng kỳ và hơn 7,8 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ, giảm 26% so với cùng kỳ do chưa kịp bàn giao tại dự án mới mở bán trong năm. Lợi nhuận Q3 chủ yếu đến từ i) ghi nhận lợi nhuận được chia từ HĐ BCC tại dự án Royal Island (hơn 4 nghìn tỷ đồng) và ii) bàn giao tại các dự án Ocean Park 1, 2, 3 và Golden Avenue.

Trong 9T2024, doanh thu BĐS cốt lõi (bao gồm hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và bán cổ phần dự án BĐS được ghi nhận là thu nhập tài chính) đạt 69,8 nghìn tỷ đồng (-30% YoY) và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 19,6 nghìn tỷ đồng (-39% YoY), chủ yếu được thúc đẩy bởi việc ghi nhận giao dịch bán lô lớn trong quý 2/2024.

#### Luận điểm đầu tư

**Mặc dù chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn vẫn còn những thách thức nhất định trong “năm bản lề” 2024, chúng tôi cho rằng VHM vẫn hấp dẫn để đầu tư dài hạn** bởi nếu xét về mặt nội tại độc lập (chỉ xét riêng VHM), VHM là cái tên đứng đầu trong ngành BĐS dân cư với các yếu tố cơ bản hỗ trợ rõ ràng. VHM sở hữu quỹ đất sạch lớn tại các đại đô thị như Wonder Park (133 ha), Royal Island (877 ha), tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển bền vững của công ty. Ngoài ra, các đại dự án lớn khác như International University Town (Hóc Môn, TP.HCM - 880 ha), Green Paradise (Cần Giẽ, TPHCM - 2.870 ha) và Apollo City (5.489 ha - Hạ Long, Quảng Ninh) sẽ mang lại tiềm lực phát triển cho công ty trong dài hạn.

Tính đến cuối quý 3/2024, doanh số bán hàng chưa ghi nhận của VHM là 123 nghìn tỷ đồng (+60% YoY) với doanh số bán lô lớn chiếm 53%. Ban lãnh đạo kỳ vọng 27% doanh số chưa ghi nhận này sẽ được ghi nhận trong Q4/24 (ước khoảng 33 nghìn tỷ đồng).

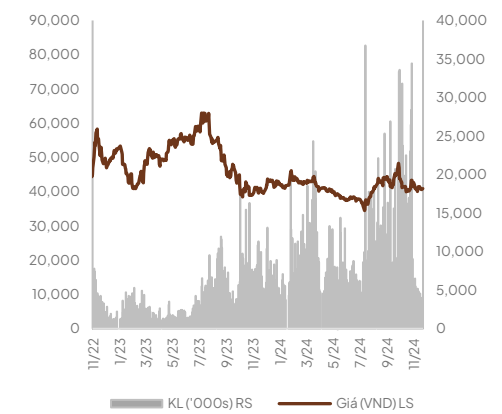
**Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng 2024F sẽ đạt ~100 nghìn tỷ đồng, tăng 15% svck, phù hợp với kế hoạch giá trị hợp đồng bán hàng 90-110 nghìn tỷ đồng**, nhờ doanh số bán hàng tại Vinhomes Royal Island tăng mạnh. Dù vậy, bước sang 2025-2026, doanh số bán hàng dự kiến sẽ khó có sự tăng trưởng đột biến từ mức nền 2024F do kế hoạch mở bán dự án mới trong thời gian tới chỉ có Wonder Park trong khi khả năng VEF sẽ chuyển nhượng Global Gate cho đối tác khác.

**Về mặt định giá, giá cổ phiếu hiện tại khá hấp dẫn** với P/E 2024F là 5,1x và P/B 2024F là 0,9x, khá hấp dẫn với một công ty đầu ngành.

#### Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VHM là **50.800 đồng/cổ phiếu**, hàm ý tổng lợi tức kỳ vọng **24,1%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với VHM.

### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Đvt : tỷ VNĐ	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	103.334	89.408	90.188
Lợi nhuận gộp	27.933	32.421	31.589
LNST	33.287	35.488	37.322
EPS (vnd/cp)	7.607	8.594	9.038
Tăng trưởng EPS (%)	15%	13%	5%
PE	5,8	5,1	4,9
PB	1,1	0,9	0,7
ROE (%)	18%	16%	15%
Nợ vay/ Vốn CSH (%)	31%	27%	24%

### Tổng quan công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 69%, là chủ đầu tư BĐS dân cư hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công nhiều dự án quy mô lớn.

Thị phần của VHM tại Việt Nam là 43% trong phân khúc căn hộ cao cấp, 35% trong phân khúc bất động sản liên thổ (2016-2023) và 39% trong phân khúc căn hộ trung cấp (2019-2023), theo CBRE.



## CTCP Đầu tư Nam Long

HOSE: NLG

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TỔNG LỢI TỨC KỲ VỌNG
<b>MUA</b>	<b>45.500VND/CP</b>	<b>+22,6%</b>

### KQKD Q4/2024 kỳ vọng tăng trưởng vượt bậc

KQKD thấp của 9T24 không có nhiều ảnh hưởng do KQKD năm nay hoàn toàn phụ thuộc vào thời điểm bàn giao của Akari 2 (quý 4). Bên cạnh đó, NLG cũng có kế hoạch bàn giao lớn các căn tại các dự án Izumi, Southgate và Nam Long 2 - Cần Thơ Q4/2024. Chúng tôi dự phóng KQKD của NLG sẽ có sự tăng trưởng nhẹ nhàng trong năm 2024F và vượt trội trong 2025F, lần lượt đạt mức 523 tỷ đồng (+8% svck) và 742 tỷ đồng (+42% svck).

#### Cập nhật KQKD

Kết thúc quý 3 năm 2024, doanh thu thuần NLG đạt 370,6 tỷ đồng (+3,8% svck) và LNST sau lợi ích CDTS ghi nhận lỗ ròng 52,4 tỷ đồng (-179% svck). NLG ghi nhận lỗ ròng trong quý 3 do: (1) Biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do doanh thu chủ yếu đến từ phân khúc sản phẩm trung cấp & giá rẻ, (2) Lợi nhuận phân bổ từ công ty liên kết NNN Mizuki giảm 82% svck, và (3) không có thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng 25% cổ phần trong dự án Nam Long Đại Phước như trong Q2/2024. Kết quả này tương tự như Q1/2024, do việc ghi nhận doanh số bán bất động sản thấp và chi phí SG&A cao, với tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu vẫn ở mức cao là 44,3%.

Lũy kế 9T2024, NLG đạt 827,5 tỷ đồng doanh thu (-46,5% svck) và 15,5 tỷ đồng LNST sau lợi ích CDTS (-92% svck), chỉ hoàn thành lần lượt 12% và 2% kế hoạch năm của công ty.

#### Lượng điểm đầu tư

**Doanh số bán hàng rất tích cực bất chấp những khó khăn chung của ngành BĐS:** Q3/2024 và nhìn chung 11T2024 là giai đoạn khá thành công về doanh số bán bất động sản của NLG, đặc biệt trong giai đoạn còn nhiều khó khăn như trong 2024. Lũy kế 11T2024, NLG đã ghi nhận doanh số bán hàng đạt 4.575 tỷ đồng so với 3.847 tỷ đồng trong cả năm 2023, hoàn thành 48% kế hoạch doanh số bán hàng năm 2024 của công ty (9,5 nghìn tỷ đồng). Trong năm 2024, NLG đặt mục tiêu doanh số bán hàng trên 9,5 nghìn tỷ đồng (+148% svck). Dù chúng tôi cho rằng NLG khó có thể đạt được kế hoạch doanh số bán hàng đã đặt ra, việc dự án trọng điểm bất động sản thấp tầng tại Nam Long 2 (Cần Thơ) bắt đầu bán hàng chính thức vào giữa tháng 11/2024 sẽ giúp NLG hoàn thành dự báo doanh số bán hàng của chúng tôi (5,5 nghìn tỷ đồng).

**Tiền thu từ người mua trả tiền trước thể hiện sức mạnh công tác bán hàng:** Giá trị người mua trả tiền trước của NLG tiếp tục vượt đỉnh, đạt mức 4.638 tỷ. Trong đó, khoản tiền đặt cọc từ khách hàng mua nhà tăng 800 tỷ so với đầu năm. Có thể thấy công tác bán hàng trong năm nay của NLG đang thể hiện rất tốt, mang tới dòng tiền trực tiếp cho doanh nghiệp cũng như đóng vai trò là điểm tựa vững chắc cho kết quả kinh doanh trong giai đoạn 2025-2026.

**Tiềm năng dài hạn từ những dự án lớn đang hoàn thiện pháp lý:** Quy hoạch phân khu C4 tại TP. Biên Hòa được thông qua tạo điều kiện cho việc tái khởi động dự án Izumi City. Mặt bằng biên lợi nhuận trong dài hạn có nhiều điểm sáng nhờ việc ra mắt phân khúc thấp tầng tại các dự án tại Đồng Nai (Izumi City & Paragon Đại Phước) và VSIP Hải Phòng.

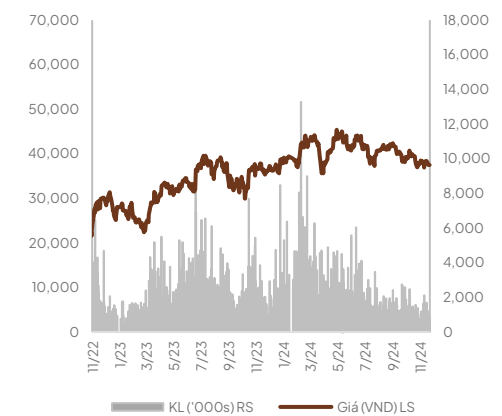
#### Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của NLG là **45.500** đồng/cổ phiếu, hàm ý tổng lợi tức kỳ vọng **22,6%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với NLG.

#### THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Bất động sản
Mã giao dịch	HOSE: NLG
Giá cp 17/12/2024	37,500
KLGD TB 52 tuần	2,396,043
Khối lượng lưu hành	384,777,471
Biên độ 52 tuần	35,297 đ - 45,385 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	14.314 tỷ VNĐ
Beta	1.24
Sở hữu NDTNN	46,91%

#### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Dvt : tỷ VNĐ	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	<b>3.181</b>	<b>5.658</b>	<b>7.310</b>
Thu nhập từ công ty liên doanh/ liên kết	418	100	100
LNST cổ đông công ty mẹ	<b>484</b>	<b>523</b>	<b>742</b>
EPS (vnd/cp)	1.106	1.224	1.738
Tăng trưởng EPS (%)	-16%	11%	42%
PE	<b>38,3</b>	<b>30,6</b>	<b>21,6</b>
PB	1,7	1,4	1,3
ROE (%)	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
Nợ vay/ Vốn CSH (%)	45%	33%	31%

#### Tổng quan công ty

Thành lập từ 1992, NLG có hơn 30 năm kinh nghiệm về xây dựng bất động sản và là nhà phát triển BĐS dẫn đầu phân khúc nhà ở vừa túi tiền "Affordable Housing" tại Việt Nam.

Công ty sở hữu quỹ đất rộng 681 ha cho kế hoạch phát triển trong tương lai, trong đó 355 ha thuộc về dự án Southgate tại tỉnh Long An, 170 ha thuộc về dự án Izumi tại tỉnh Đồng Nai.



## CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

HOSE: KDH

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TỔNG LỢI TỨC KỲ VỌNG
<b>MUA</b>	<b>40.400VND/CP</b>	<b>+16,8%</b>

#### THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Bất động sản
Mã giao dịch	HOSE: KDH
Giá cp 17/12/2024	34,600
KLGD TB 52 tuần	3,072,573
Khối lượng lưu hành	1,011,142,565
Biên độ 52 tuần	26,909 đ - 35,773 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	35,390 tỷ VND
Beta	1.23
Sở hữu NDTNN	36,42%

### Dự án Privia là điểm tựa lợi nhuận 2024F

Chúng tôi cho rằng KDH có lợi thế rất lớn khi mở bán dự án thành công trong bối cảnh nguồn cung thị trường BĐS TPHCM bị thắt chặt. Cụ thể, trong khi KQKD 2024F sẽ tăng trưởng tích cực khi KDH bàn giao dự án The Privia trong Q4.2024, chúng tôi kỳ vọng việc mở bán 2 dự án Clarita và Emeria tại thành phố Thủ Đức trong Q4.2024 sẽ giúp lợi nhuận KDH tăng trưởng mạnh mẽ trong 2025.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của KDH sẽ có sự tăng trưởng vượt trội với LNST cổ đông công ty mẹ trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 932 tỷ đồng (+30% svck) và 1.230 tỷ đồng (+32% svck).

#### Cập nhật KQKD

Kết thúc Quý 3/2024, KDH ghi nhận kết quả kinh doanh có phần giảm sút với gần 253 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm 58,9% so với cùng kỳ và hơn 70 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ, giảm 66,3% so với cùng kỳ. Phần lớn doanh thu đến từ dự án The Classia, tọa lạc tại Quận 9 của TP.HCM, bao gồm 176 căn thấp tầng. Được mở bán vào tháng 9/2022, dự án chỉ còn lại 5 căn vào tháng 6/2024. Theo KDH, dự án đã được bán hết hoàn toàn trong Q3/2024 và phần lớn doanh thu Q3/2024 đến từ việc bàn giao dự án này.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, KDH ghi nhận 1.231 tỷ đồng doanh thu thuần, 410 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm lần lượt 24% và 61,5% so với 9 tháng đầu năm 2023, tương ứng hoàn thành 32% kế hoạch doanh thu và 52% chỉ tiêu lợi nhuận đề ra.

#### Luận điểm đầu tư

**KDH sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp được thúc đẩy bởi nhu cầu thực:** Tại thời điểm cuối Q3/2024, dự án The Privia đã bán được toàn bộ 1.043 căn hộ, doanh thu chưa ghi nhận đạt 3,35 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến KDH sẽ bàn giao 70-80% sản phẩm trong Q4/2024, nhờ đó KQKD của KDH sẽ tăng trưởng tích cực với điểm tựa từ bàn giao dự án The Privia.

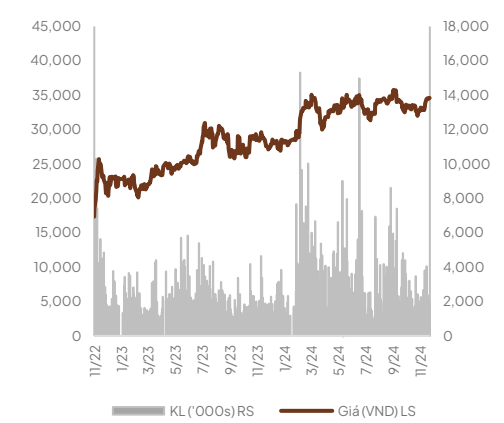
**Triển vọng vẫn rất tích cực với các dự án gối đầu:** Chúng tôi kỳ vọng 226 căn thấp tầng của 2 dự án The Emeria và The Clarita tại TP. Thủ Đức, TP. HCM sẽ được mở bán trong Q4/2024 hoặc chậm nhất vào Q1/2025 và bàn giao cho khách hàng trong 2025. Trong khi đó, KDH đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về đất để làm giai đoạn 1 và hiện đang xin GPXD cho dự án Solina. Chúng tôi cho rằng KDH có thể triển khai xây dựng trong 1H.2025 và mở bán giai đoạn 1 của dự án vào cuối năm 2025.

**Hưởng lợi từ Luật đất đai mới:** Bắt đầu từ 01/01/2025, chi phí bồi thường sẽ tăng, và chủ đầu tư sẽ phải đàm phán trực tiếp với chủ đất để bồi thường cho những dự án mới. Bảng giá đất mới và quy định về chi phí bồi thường sẽ được thực hiện vào năm 2026. Khi giá bồi thường cao hơn, chủ đất có thể trì hoãn việc đàm phán với chủ đầu tư, gia tăng độ phức tạp của quá trình bồi thường các dự án bất động sản. Chúng tôi cho rằng KDH đang ở vị thế tốt trên thị trường, vì đất của các dự án của công ty đã được giải phóng mặt bằng mạnh mẽ trong vài năm qua nhằm đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án.

#### Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của KDH là **40.400 VND/CP** cổ phiếu, hàm ý tổng lợi tức kỳ vọng **16,8%**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với KDH.

#### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Đvt : tỷ VND	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.093	3.194	6.445
Lợi nhuận gộp	1.573	1.566	3.821
LNST cổ đông công ty mẹ	717	932	1.230
EPS (vnd/cp)	853	1.109	1.393
Tăng trưởng EPS (%)	-42%	30%	26%
PE	46,0	36,1	29,0
PB	2,3	1,8	1,6
ROE (%)	5%	5%	6%
Nợ vay/Vốn CSH (%)	41%	53%	54%

#### Tổng quan công ty

KDH - CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền là một trong những công ty bất động sản có quy mô lớn tại Việt Nam. KDH có thương hiệu tốt với uy tín cao trong việc bàn giao giấy chứng nhận Quyền sử dụng đất (QSĐĐ) giúp giá bán cao hơn trung bình ở các vị trí lân cận.

KDH đang sở hữu gần 650 ha quỹ đất sạch nằm ở các vị trí đắc địa tại thành phố HCM: Bình Tân, Bình Chánh, Quận 2 và Quận 9, nơi luôn thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư với giá vốn tốt và 110ha đất cho khu công nghiệp tính đến cuối 2023.





## CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt

HOSE: PDR

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TỔNG LỢI TỨC KỲ VỌNG
<b>MUA</b>	<b>25.500VND/CP</b>	<b>+18,6%</b>

THÔNG TIN GIAO DỊCH	
Ngành	Bất động sản
Mã giao dịch	HOSE: PDR
Giá cp 17/12/2024	21,500
KLGD TB 52 tuần	9,812,254
Khối lượng lưu hành	873,140,083
Biên độ 52 tuần	17,000 đ - 29,769 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	18,598 tỷ VNĐ
Beta	1.76
Sở hữu NĐTNN	7,44%

### Bốn dự án trọng điểm kỳ vọng dẫn dắt lợi nhuận trong 2025F-2026F

Chúng tôi kỳ vọng KQKD của PDR sẽ có sự ổn định trong 2024 trước khi tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025-2026, nhờ bàn giao dự án Bắc Hà Thanh vào nửa cuối năm 2024, khu phức hợp cao tầng Thuận An vào năm 2025 và dự án Poulo Condor cùng Cadia Quy Nhơn vào năm 2026.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của PDR sẽ có sự tăng trưởng nhẹ nhàng trong năm 2024F và vượt trội trong 2025F, lần lượt đạt mức 748 tỷ đồng (+10% svck) và 1.344 tỷ đồng (+80% svck).

#### Cập nhật KQKD

Kết thúc Q3/2024, PDR ghi nhận kết quả kinh doanh với 2,6 tỷ đồng doanh thu thuần, trong khi doanh thu tài chính đạt 355 tỷ, phần lớn đến từ việc chuyển nhượng cổ phần công ty liên kết, cụ thể là công ty BIDICI. Kết quả, Phát Đạt mang về 79 tỷ đồng lãi trước thuế, giảm 44% so với thực hiện năm trước. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 51 tỷ đồng, giảm 50% so với cùng kỳ.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần đạt 173 tỷ đồng (-68,5% YoY) và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 154 tỷ đồng (-61,6% YoY).

#### Luận điểm đầu tư

**Chiến lược kinh doanh rõ ràng sau giai đoạn tái cơ cấu.** Trong giai đoạn thị trường BĐS đóng băng vào nửa cuối năm 2022 và 2023, PDR đã thực hiện các biện pháp quyết liệt để tái cơ cấu danh mục đầu tư và tài chính. Công ty đã mua lại toàn bộ trái phiếu đang lưu hành trước hạn (trị giá 2,5 nghìn tỷ đồng) vào tháng 12/2023 và tận dụng các khoản vay ngân hàng dài hạn để giảm áp lực lên dòng tiền ngắn hạn. Trong thời gian tới, công ty sẽ ưu tiên các dự án triển khai nhanh chóng và có pháp lý hoàn chỉnh để đẩy nhanh vòng quay vốn. Bắt đầu từ năm 2024, các sản phẩm của PDR sẽ được phân phối thông qua Realty Holdings thay cho đối tác truyền thống là Danh Khôi Holdings.

**Triển vọng trong tương lai sẽ phụ thuộc rất nhiều vào khả năng triển khai các dự án trọng điểm.** Nhờ việc đẩy nhanh pháp lý trong giai đoạn nửa cuối năm 2023 - nửa đầu năm 2024, PDR hiện có 04 dự án có thể mở bán trong năm 2024, bao gồm dự án căn hộ khách sạn Cadia Quy Nhơn (0,5 ha; tỉnh Bình Định), khu phức hợp du lịch Poulo Condor (12 ha; tỉnh Vũng Tàu), khu phức hợp cao tầng Thuận An (4,4 ha; tỉnh Bình Dương) và dự án khu dân cư Bắc Hà Thanh (43 ha; tỉnh Bình Định). Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới PDR có thể ưu tiên triển khai các dự án trọng điểm Thuận An và Bắc Hà Thanh; với kịch bản các biện pháp hỗ trợ thẩm thấu vào thị trường BĐS làm thị trường này ấm lại, các dự án thuộc phân khúc BĐS nghỉ dưỡng như Poulo Condor và Cadia Quy Nhơn sẽ có sự đóng góp tích cực hơn cho PDR từ 2026 trở đi.

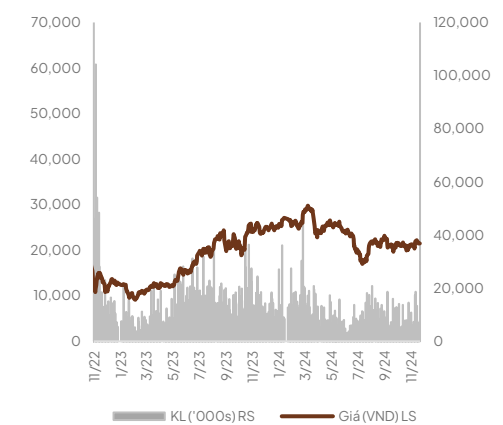
#### Rủi ro đầu tư

**Rủi ro pha loãng do phát hành riêng lẻ hoán đổi nợ:** PDR dự kiến sẽ phát hành khoảng 34,1 triệu cổ phiếu (tương đương 3,9% SLCP đang lưu hành) với giá phát hành 20.000 VND/CP để hoán đổi khoản nợ 30 triệu USD với ACA Vietnam Real Estate III.

#### Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của PDR là **25.500** đồng/cổ phiếu, hàm ý tổng lợi tức kỳ vọng **%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với PDR.

#### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Dvt: tỷ VND	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	618	2.773	4.664
Lợi nhuận gộp	74	1.689	2.913
LNST	683	748	1.344
EPS (vnd/cp)	878	736	1.324
Tăng trưởng EPS (%)	-46%	-16%	80%
PE	26,4	29,2	16,2
PB	1,8	1,6	1,5
ROE (%)	7%	6%	10%
Nợ vay/Vốn CSH (%)	32%	27%	24%

#### Tổng quan công ty

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (PDR) hoạt động gần 20 năm với các sản phẩm BĐS nhà ở cao cấp ở phía Nam, đã hoàn thành nhiều dự án đáng chú ý như các tòa nhà chung cư cao cấp EverRich (TP.HCM), chung cư Millennium (TP.HCM) và Khu du lịch sinh thái Nhơn Hội (tỉnh Bình Định).

PDR hướng đến phân khúc khách hàng trung - thượng lưu cho cả nhà ở thấp tầng và cao tầng, tập trung vào hai thị trường chính - khu vực duyên hải miền Trung (bao gồm Đà Nẵng, Quảng Ngãi và Bình Định) và các tỉnh thành cấp 2 quanh TP.HCM.



## CTCP Tập đoàn Đất Xanh

HOSE: DXG

KHUYẾN NGHỊ <b>GIỮ</b>	GIÁ MỤC TIÊU <b>19.800VND/CP</b>	TỔNG LỢI TỨC KỲ VỌNG <b>+12,5%</b>
---------------------------	-------------------------------------	---------------------------------------

### Doanh số bán hàng 2025F kỳ vọng tăng trưởng nhờ dự án Gem Riverside

Chúng tôi cho rằng Đất Xanh sẽ đứng vững trong giai đoạn thử thách hiện tại và triển vọng dài hạn vẫn khả quan. Những tín hiệu tích cực từ Gem Sky World và Gem Riverside sẽ là động lực cho doanh số bán hàng trong giai đoạn 2024-2025.

#### Cập nhật KQKD

Doanh thu Q3/2024 đạt 1.013 tỷ VND (-16,5%YoY), trong đó, mảng môi giới hồi phục theo sự ấm lên của toàn thị trường, đạt doanh thu 353 tỷ (+158% YoY), ngược lại, mảng bán các sản phẩm BĐS chỉ đạt 597 tỷ (-41% YoY) từ bàn giao tại dự án Opal Skyline. LNST công ty mẹ ghi nhận 30,7 tỷ VND (-54,9%YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 3.204 tỷ VND (+39%YoY) và LNST đạt 95 tỷ VND (-26,6%YoY).

Trong Q3/2024, mảng đầu tư BĐS của DXG không có sự phát triển đáng kể, khi không có dự án mới được bán ra. Dự án Gem Sky World (3.900 căn thấp tầng/lô đất) đã bán được khoảng 60% và bàn giao 40%, nhưng không có doanh thu mới trong quý 3/2024 và chưa được mở bán lại. DXG hiện tập trung hoàn tất bàn giao và ký hợp đồng với khách hàng hiện hữu, trong khi dự án Gem Riverside dự kiến sẽ mở bán lại vào năm 2025.

Dựa trên kế hoạch kinh doanh năm 2024, DXG đã lần lượt hoàn thành 82% và 42% chỉ tiêu doanh thu và LNST công ty mẹ.

#### Luận điểm đầu tư

**Doanh số bán hàng 2025 kỳ vọng tích cực khi mở bán Gem Riverside:** Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS sẽ có sự hồi phục rõ nét hơn từ cuối năm 2024, tuy nhiên trong ngắn hạn, thanh khoản của các sản phẩm đất nền/shophouse vẫn sẽ ở mức thấp do tâm lý NĐT vẫn tương đối thận trọng. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh số bán hàng năm 2024 ở mức 500 tỷ VND chủ yếu từ dự án Gem Sky World, trong khi doanh số bán hàng năm 2025 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ khi dự án Gem Riverside mở bán.

Đối với dự án Gem Sky World, DXG hiện đã gần hoàn thiện các tiện ích. Dự án này đã bán khoảng 60% và bàn giao 40% tính đến cuối Q3/2024, hiện đang hoàn tất bàn giao và ký hợp đồng mua bán với các khách hàng hiện hữu. Còn dự án Gem Riverside, DXG đã nhận được GPXD vào tháng 09/2024, theo đó dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025.

**Hoàn thiện pháp lý các dự án trọng điểm:** Trong năm 2024, Đất Xanh đặt mục tiêu sẽ hoàn thiện pháp lý các dự án tại khu vực phía Nam như Gem Riverside (đã có GPXD), Gem Sky World (đang hoàn tất bàn giao và ký HĐMB), Opal Luxury (đã lập xong quy hoạch 1/500), Park City (đang chờ phê duyệt đầu tư), Park View và Opal Cityview (đang lập quy hoạch 1/500) để đảm bảo doanh số bán hàng trong giai đoạn 2024-2026.

Với kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi từ năm 2025, chúng tôi tin rằng DXG sẽ được hưởng lợi từ: i) các dự án mà DXG đặt mục tiêu hoàn thiện các yêu cầu pháp lý trong 2024; và ii) sự phục hồi của mảng dịch vụ môi giới khi thị trường phục hồi.

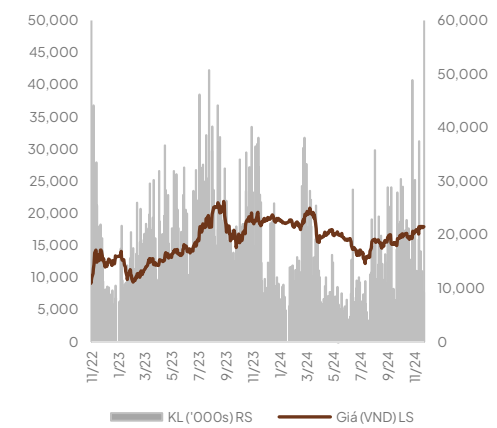
#### Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của DXG là **19.800** đồng/cổ phiếu, hàm ý tổng lợi tức kỳ vọng **12,5%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Giữ** đối với DXG.

#### THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Bất động sản
Mã giao dịch	HOSE: DXG
Giá cp 17/12/2024	17,950
KLGD TB 52 tuần	12,338,277
Khối lượng lưu hành	720,703,435
Biên độ 52 tuần	12,200 đ - 20,800 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	12,973 tỷ VND
Beta	1,78
Sở hữu NĐTNN	18,56%

#### DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Đvt : tỷ VND	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.725	4.113	5.136
Lợi nhuận gộp	1.710	1.868	2.478
LNST cổ đông công ty mẹ	172	149	332
EPS (vnd/cp)	267	197	396
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	-26%	101%
PE	54,2	91,1	45,3
PB	0,9	1,4	1,2
ROE (%)	1%	1%	2%
Nợ vay/Vốn CSH (%)	37%	38%	30%

#### Tổng quan công ty

Thành lập vào năm 2003, hiện nay Tập đoàn Đất Xanh đã trở thành một trong những chủ đầu tư và cung cấp dịch vụ môi giới bất động sản chuyên nghiệp hàng đầu tại Việt Nam.

Sau gần 20 năm phát triển, Đất Xanh đang tích cực mở rộng quy mô trong ngành bất động sản. Tập đoàn đang tìm kiếm quỹ đất rộng 100 - 200 ha khắp cả nước, pháp lý tốt để làm các dự án giai đoạn 2024 - 2025.



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

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

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

## **Công ty Cổ phần Chứng khoán LPBank**

### **Tòa nhà Thaisquare The Merit**

43-45-47 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (028) 730 98198

### **Phòng Phân tích**

Email: [research@lpbs.com.vn](mailto:research@lpbs.com.vn)