BĐS Nhà ở Việt Nam: Mùa đông sẽ qua

Báo cáo cập nhật

Tháng 08/2023

Mục lục

Phần I: Tình hình thị trường BĐS nhà ở Việt Nam

Cập nhật thị trường BĐS HCM & HN

Áp lực đáo hạn TPDN: Rủi ro dịu bớt

Chính sách tiền tệ: Băng sẽ dần tan

Phần II: Triển vọng 2023-2024: Nhiễu động trên đường hồi phục

Cập nhật chính sách: Vốn (Tín dụng & Trái phiếu), Pháp lý

Tâm lý thị trường: Đầu cơ chờ chỉnh - Nhu cầu thực chờ NOXH

Doanh nghiệp BĐS: Thay đổi để tồn tại

Điểm đảo chiều ở đâu?

Phần III: Triển vọng các mã chứng khoán niêm yết lĩnh vực BĐS nhà ở

Cập nhật KQKD Q2/2023

Điểm nhấn và Khuyến nghị

Chủ đề đầu tư 1 – Tận dụng tiềm lực

Chủ đề đầu tư 2 – Vượt thoát rủi ro

VPBank Securities

VPBank Securities

Tình hình thị trường BĐS Việt Nam

Thị trường Căn hộ - TP.HCM (6T/2023)

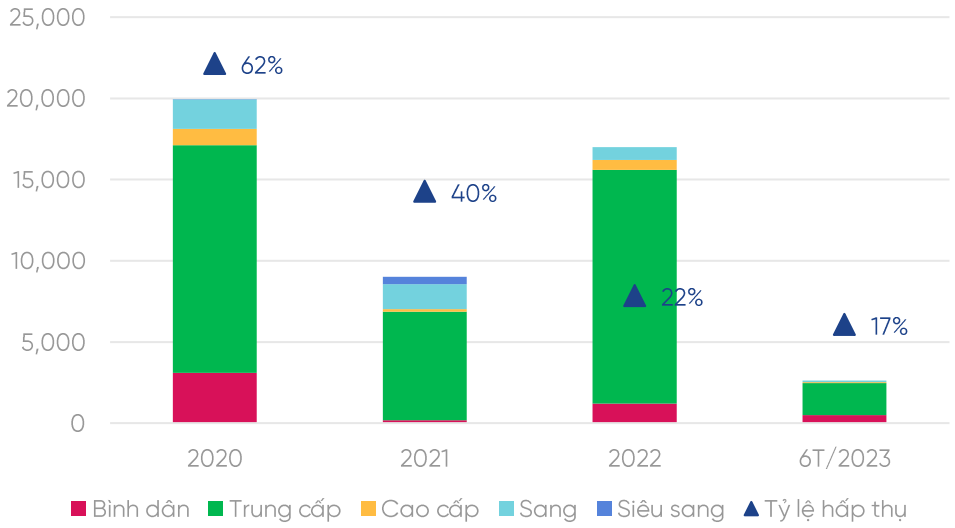
Nguồn cung hạn chế - Tâm lý chờ đợi

Nguồn cung mới	Số căn bán	Tỷ lệ hấp thụ
2,616 căn	**1,170 căn**	**17%**
(-78% YoY)	(-90% YoY)	(-500bps)

- **Số lượng căn hộ mở bán mới ở Khu vực TP.CHM trong Q2.2023, thấp nhất lịch sử từ 2019 đến nay** khoảng 970 căn, -41% QoQ và 90% YoY. Theo đó, tổng nguồn cung mới ra thị trường trong 6T/2023 chỉ đạt 2,616 căn, -78% YoY. Nguồn cung khan hiếm do các công ty bất động sản trì trệ trong việc hoàn thành pháp lý dự án. Hầu hết các phần lớn dự án mở bán mới thuộc dạng trung cấp ở khu vực xa trung tâm TP. HCM, như 9X An Sương (Hóc Môn), Elysian Gamuda (Q.9).
- **Số căn bán được trong 6T/2023 đạt 1,170 căn, -90% YoY. Tỷ lệ hấp thụ tiếp tục giảm đạt 17%** và giá bán trung bình trong khu vực có dấu hiệu giảm -10% so với cuối năm 2022 xuống còn 3,250 USD/m2. Những dự án căn hộ hạng Trung cấp đã được hoàn thành thủ tục pháp lý được thị trường đón nhận nhiều hơn và giá cả phần khúc này tương đối phù hợp các đối tượng có nhu cầu nhà ở thực.
- **Trong H2/2023, có khoảng 8,450 căn hộ dự kiến được mở bán.** Trong đó, phân khúc Trung cấp sẽ chiếm 54%, Bình dân chiếm 39%, và hạng Cao cấp trở lên chiếm 7%. Các dự án dự kiến mở bán nửa sau 2023 là Glory Heights (TP. Thủ Đức), Thu Thiem Zeit (Quận 2), và La Partenza (Nhà Bè).

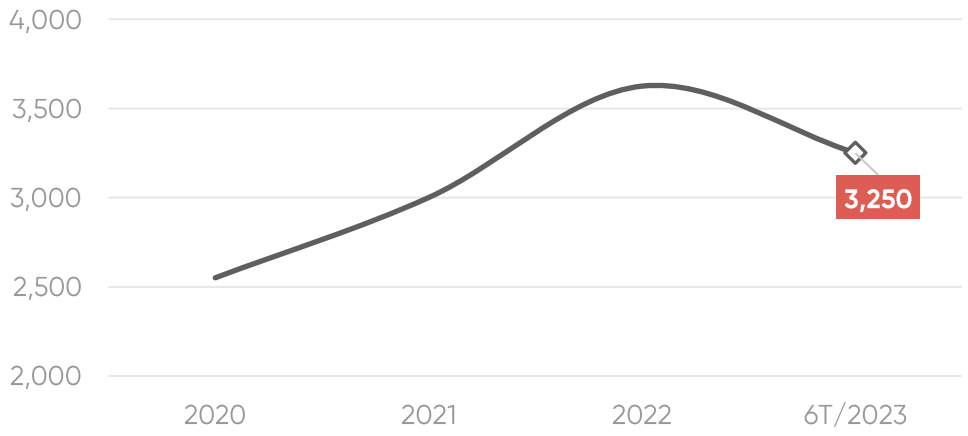
Nguồn cung mới khu vực TP. HCM

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực TP. HCM

Đơn vị: USD/m2



Nguồn: Savills, Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Thị trường Nhà đất - TP.HCM (6T/2023)

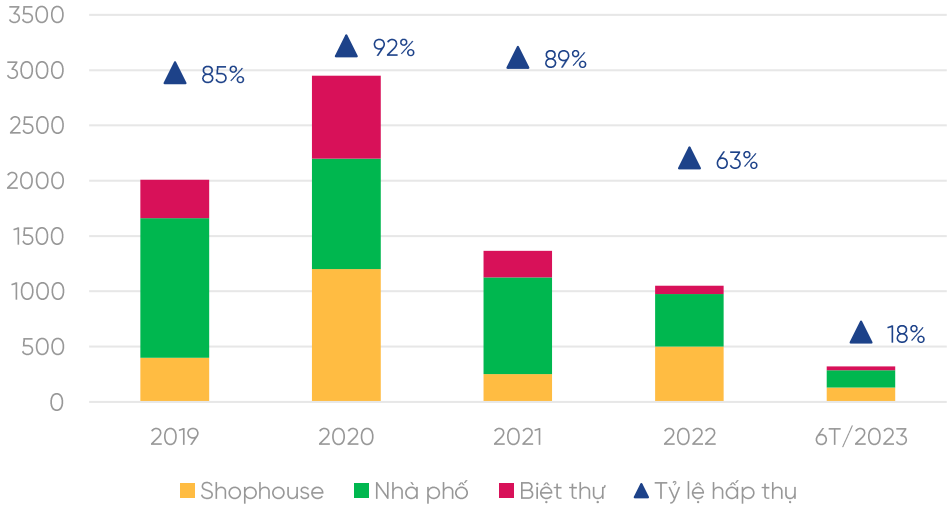
Nguồn cung hạn chế - Tâm lý chờ đợi

Nguồn cung mới	Số căn bán	Tỷ lệ hấp thụ
338 căn	**158 căn**	**18%**
(-78% YoY)	(-90% YoY)	(-45%)

- **Với những khó khăn về việc gọi vốn để phát triển dự án bất động sản, thâu tóm quỹ đất, và hoàn thành thủ tục pháp lý,** hầu như không có dự án biệt thự hay nhà phố nào mới từ các chủ đầu tư phát triển bất động sản. Có nhịp hồi phục trong Q2.2023 khi nguồn cung bắt đầu tung ra thị trường khi mà các dự án đã được hoàn thiện các quy trình pháp lý và bắt đầu xây dựng trở lại. Các sản phẩm được chào bán mới trên thị trường đến từ các dự án tồn đọng trước đó và tập trung chủ yếu ở TP. Thủ Đức
- **Số căn bán được trong 6T/2023 đạt 158 căn, -74% YoY. Tỷ lệ hấp thụ tiếp tục giảm chỉ mở mức 18%.** Giá bán trung bình của các sản phẩm đất nền trong khu vực TP. HCM không có dấu hiệu sụt giảm và đang neo ở mức cao khoảng 13,700 USD/m2, +12% QoQ. Mặc dù các chủ đầu tư có những chương trình cam kết tỷ suất lợi nhuận dành cho người mua và ân hạ lãi suất, nhưng áp lực đối với người mua vẫn còn đó khi lãi suất vẫn đang neo ở mức cao và kỳ vọng chỉ giảm 0.5% trong T7/2023. Theo đó, nhu cầu các tỉnh vùng ven TP. HCM đang tăng lên.
- **Trong H2/2023, dự kiến có khoảng thêm 500 căn được mở bán.** Từ năm 2025 trở đi 71% nguồn cung mới sẽ tập trung chủ yếu ở các vùng ngoại ô TP. HCM như Bình Chánh, Nhà Bè, Củ Chi, và Cần Giờ. Phần còn lại sẽ tập trung ở TP. Thủ Đức.

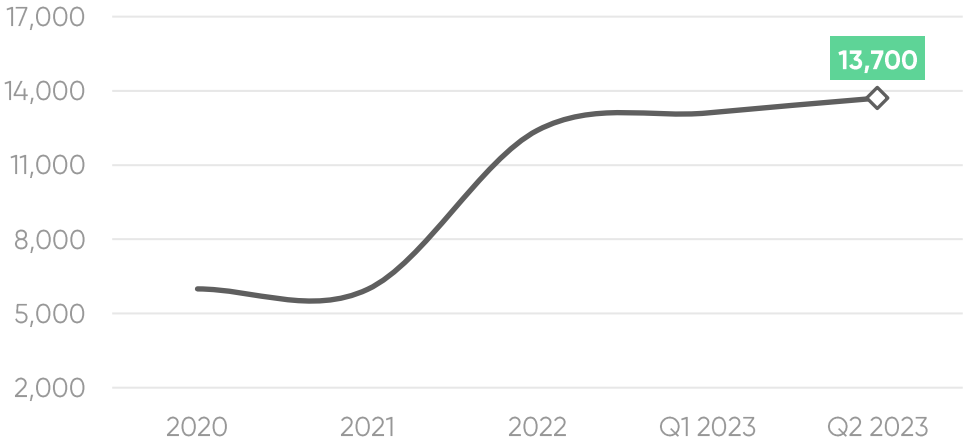
Nguồn cung mới khu vực TP. HCM

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực TP. HCM

Đơn vị: USD/m2



VPBank Securities

Nguồn: Savills, Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Thị trường Căn hộ - Hà Nội (6T/2023)

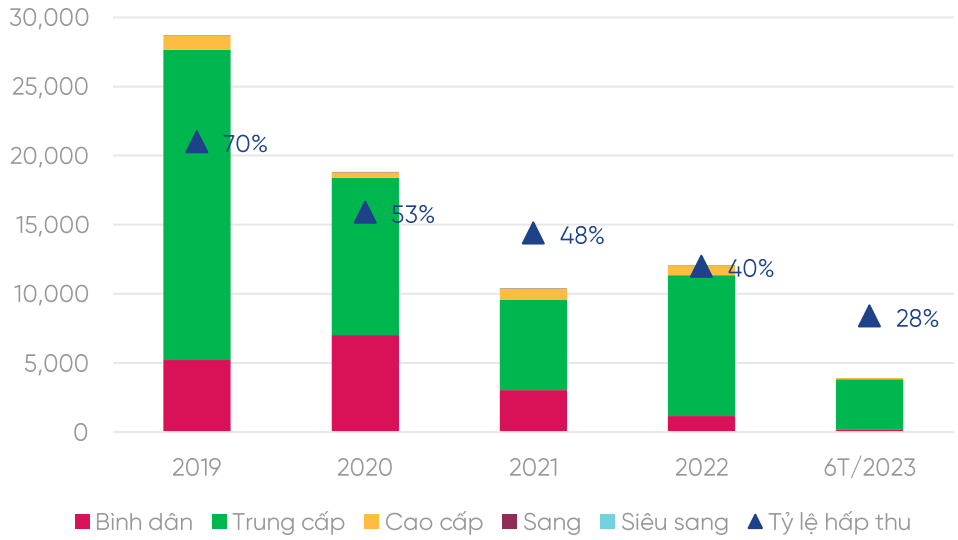
Thị trường có thể tiếp tục trầm lắng. Chờ giảm lãi suất để kích cầu.

Nguồn cung mới	Số căn bán	Tỷ lệ hấp thụ
3,596 căn	**2,500 căn**	**25%**
(-50% YoY)	(+60% YoY)	(-500bps)

- **Tổng nguồn cung mới ở khu vực Hà Nội đạt khoảng 3.596 căn, -50% YoY.** Phân khúc Trung cấp tiếp tục chiếm đa số nguồn cung mới chào bán trong 6T/2023, khoảng 84%. Các nguồn cung mới chủ yếu thuộc giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu như là Vinhomes Smart City, Capital Elite, Masteri West Heights, và La Grand Jardin và tọa lạc lại phía Tây Hà Nội.
- **Tỷ lệ hấp thụ trung bình toàn khu vực Hà Nội chỉ đạt 28% với tổng số căn là 2,500 trong 6T/2023**. Các dự án được ghi nhận lượng tiêu thụ tốt nằm ở vùng ngoại ô thành phố với tiến độ xây dựng tốt và pháp lý rõ ràng như Đông Anh Smart City, Vinhomes Cổ Loa, và Central Residence. Giá bán trung bình tăng lên khoảng 2,026 USD/m2, +6% QoQ và +17% YoY, do chi phí thâu tóm quỹ đất và xây dựng tăng, cơ sở hạ tầng trong khu vực được phát triển tốt hơn.
- **Trong H2/2023, sẽ có khoảng 7,000 căn hộ dự kiến mở bán ở khu vực Hà Đông, Nam Từ Liêm, và Hoàng Mai.** Nhu cầu nhà ở lâu dài ở khu vực Hà Nội vẫn cao do người dân di cư tập trung về các vùng ngoại ô đang phát triển. Phân khúc Trung cấp và Cao cấp vẫn chiếm phần lớn tỷ trọng sản phẩm mở bán mới. Trong khi đó, căn hộ Bình dân vẫn đang khan hiếm nguồn cung để đáp ứng như cầu nhà ở lâu dài.

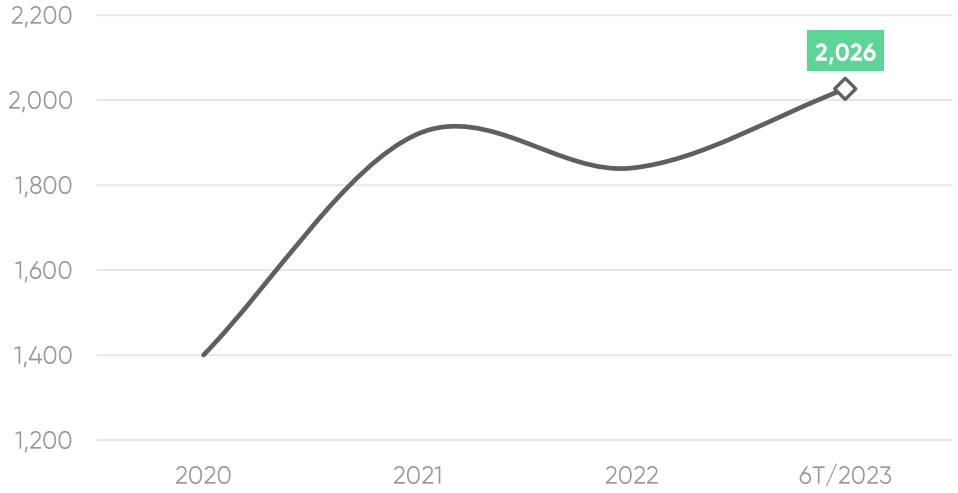
Nguồn cung mới khu vực Hà Nội

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực Hà Nội

Đơn vị: USD/m2



Nguồn: Savills, Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Thị trường Nhà đất - Hà Nội (6T/2023)

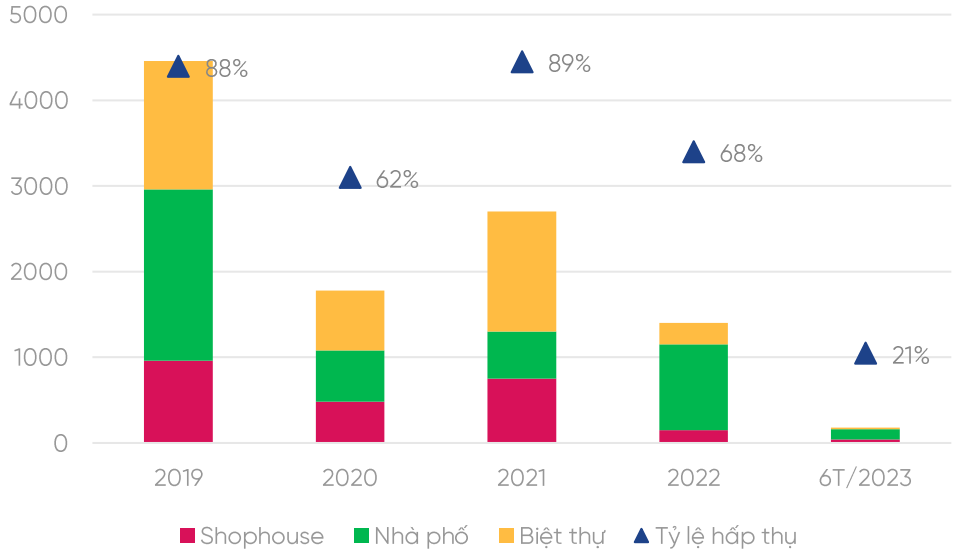
Hoạt động bán hàng có dấu hiệu ấm trở lại trong Q2.2023 nhờ vào chính sách tháo gỡ khó khăn

Nguồn cung mới	Số căn bán	Tỷ lệ hấp thụ
361 căn	**106 căn**	**17%**
(-70% YoY)	(-65% YoY)	(-500bps)

- **Nguồn cung Nhà đất nền trong Q2.2023 chủ yếu đến từ dự án hiện hữu.** Do chi phí thâu tóm quỹ đất tăng và lãi suất vẫn đang neo ở mức cao dẫn đến các chủ đầu tư phát triển dự án bất động sản cân nhắc chưa phát triển các dự án mới. Tổng nguồn cung mở bán nhà đất nền trong 6T/2023 chỉ có 361 căn, -70% YoY, đến từ giai đoạn tiếp theo dự án HUD Mê Linh Central và Rue De Charme.
- **Đối với các dự án chất lượng cao, giá các sản phẩm này khá cao làm doanh số hạn chế** và tỷ lệ hấp thụ chỉ ở mức thấp khoảng 21%. Trong 6T/2023, doanh số nhà ở có giá dưới 10 tỷ VNĐ chiếm 39%, cải thiện +5% YoY. Nhà có giá từ 10 tỷ VNĐ đến 20 tỷ VNĐ chiếm 28% thị phần. Điều này cho thấy nhu cầu mua nhà đất ở phần khúc cao cấp đang chững lại. Giá bán trung bình trong khu vực Hà Nội giảm xuống ở mức 4,150 USD/m2, -39% YoY.
- **Trong 2H.2023, dự kiến sẽ có thêm 695 căn nhà đất nền từ 7 dự án hiện hữu trên địa bàn Hà Nội.** Công trình đường vành đai 4 được kỳ vọng sẽ thúc đẩy sự phát triển các vùng ngoại thành (Mê Linh, Sóc Sơn, Hà Đông, Thanh Oai, và Thanh Trì) và các tỉnh lân cận như Hưng Yên và Bắc Ninh. Đường vành đai 4 dự kiến hoàn thành vào năm 2027 sẽ kỳ vọng tăng nguồn cung các khu vực này thêm 36% và làm giảm áp lực thiếu quỹ đất trong khu vực trung tâm.

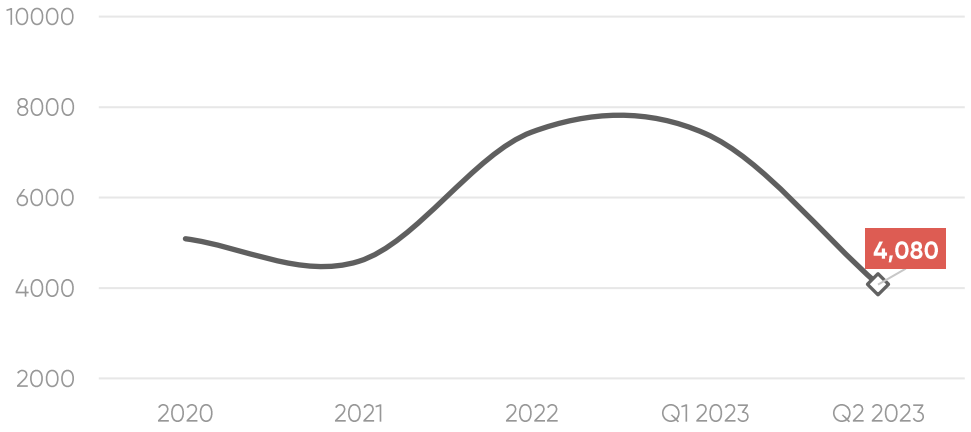
Nguồn cung mới khu vực Hà Nội

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực Hà Nội

Đơn vị: USD/m2

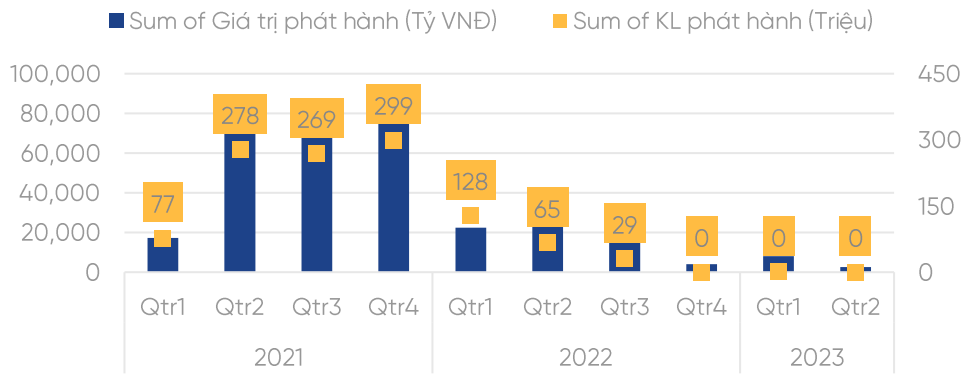


Nguồn: Savills, Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Áp lực đáo hạn TPDN: Rủi ro dịu bớt

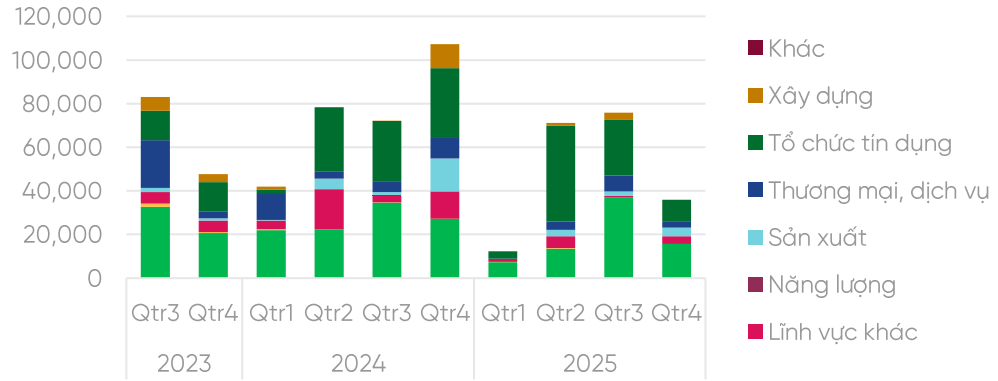
Hoạt động phát hành mới suy giảm

Đơn vị: tỷ VNĐ



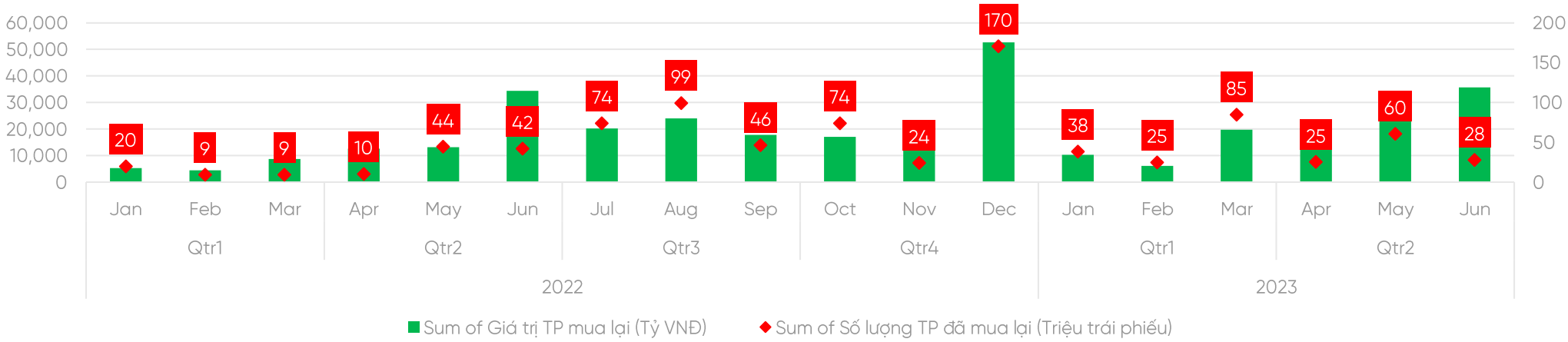
Giá trị trái phiếu đáo hạn theo ngành (trừ ngân hàng)

Đơn vị: tỷ VNĐ



Hoạt động mua lại TP giảm cường độ trong 1H.2023

Đơn vị: tỷ VNĐ



- Trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi nhận thấy áp lực từ thị trường TPDN đã dịu bớt khi các DN gia hạn nợ trái phiếu theo Nghị định 08/2023/NĐ CP và tinh thần Nghị quyết 33/2023/NQ-CP.
- Tuy nhiên, rủi ro thanh khoản vẫn ở mức cao với lượng lớn trái phiếu đáo hạn từ các công ty bất động sản, khoảng 65.906 tỷ đồng (+3% yoy) trong 2H23F và 124.200 tỷ đồng (+16% yoy) trong năm 2024.

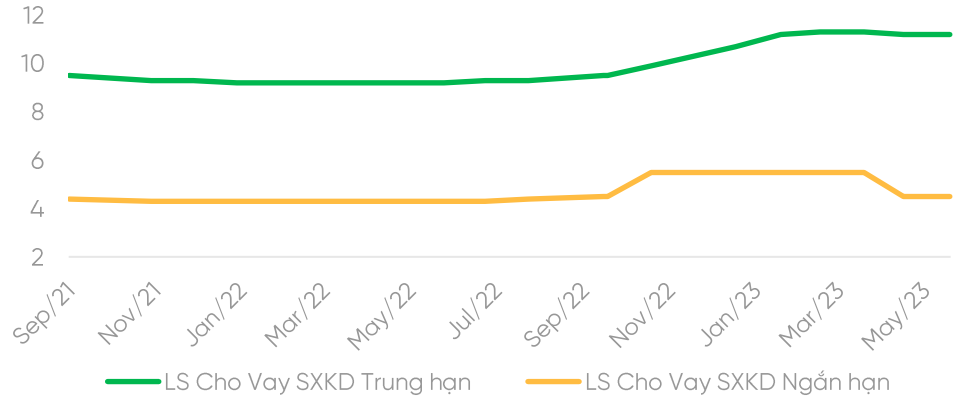
VPBank Securities

Nguồn: HNX Cbonds, VBMA, VPBankS Research tổng hợp

Chính sách tiền tệ: Băng sẽ dần tan

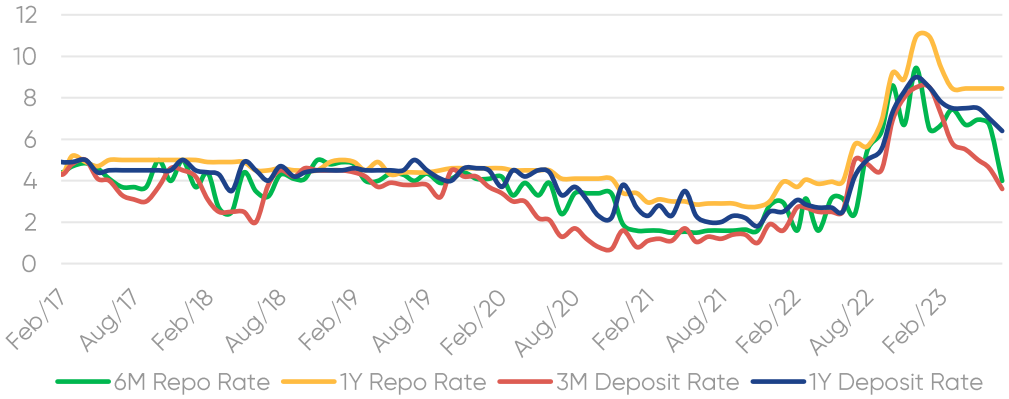
Lãi suất cho vay dài hạn vẫn neo ở mức cao

Đơn vị: %



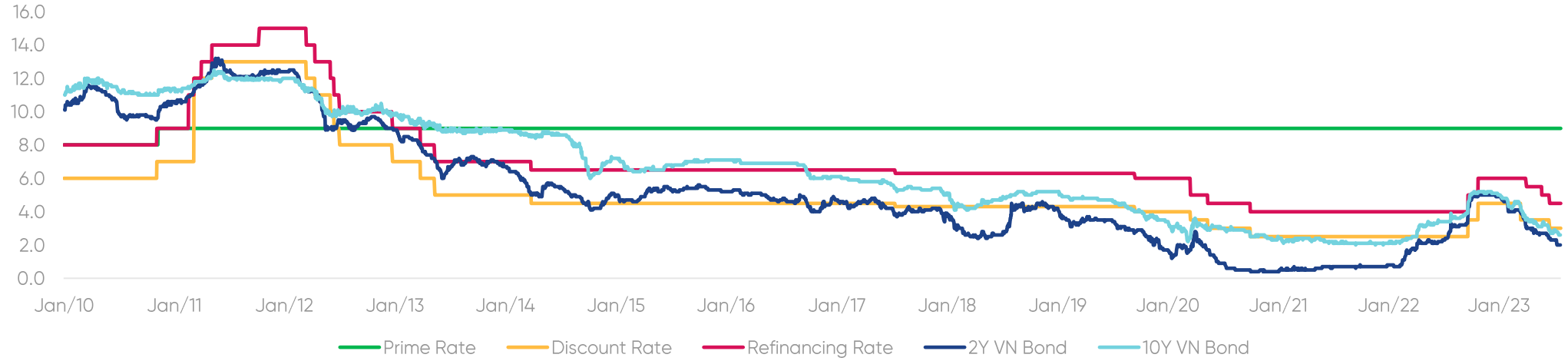
Lãi suất huy động tiếp tục giảm trong Q2/2023

Đơn vị: tỷ VNĐ



NHTW cắt giảm lãi suất điều hành 4 lần trong 3 tháng

Đơn vị: %



- Theo đà cắt giảm lãi suất điều hành quyết liệt của NHNN, lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng đã giảm 30-50 bps trong tháng 6/2023 về mức 6.9% đến 8.2%, làm giảm áp lực lãi vay lên các khoản vay lãi suất thả nổi của các DN BĐS.
- Tuy nhiên, lãi suất cho vay đối với lĩnh vực BĐS vẫn còn cao (lãi suất cho vay SXKD ở mức 10-11%, lãi suất cho vay BĐS ở mức 13-14%). Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS sẽ chỉ có thể dần tan băng khi lãi suất cho vay thế chấp (mortgage) giảm dần về mức 10-11%.

VPBank Securities

Nguồn: HNX Cbonds, VBMA, VPBankS Research tổng hợp

VPBank Securities

Triển vọng 2023-2024:

Nhiễu động trên đường hồi phục

Giai đoạn 2022 –2023: Biến động

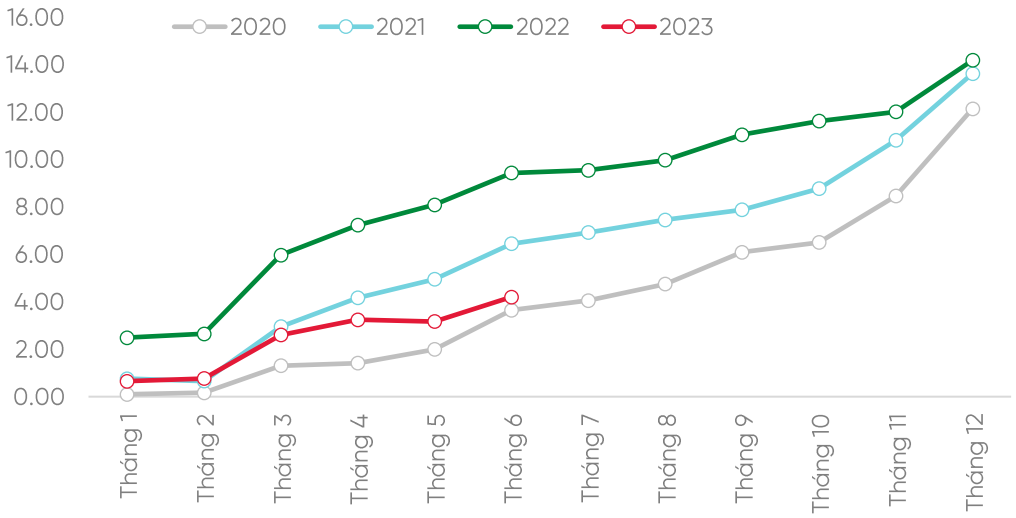
		Tăng trưởng		Suy thoái			Chạm đáy
		Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2023	Q1 2023	Q2 2023
Yếu tố Vĩ mô	Chính sách tiền tệ	Tín dụng tăng mạnh, lãi suất vẫn ở mức hấp dẫn		Tín dụng giảm mạnh, lãi suất được điều chỉnh tăng		Nhiều chính sách được ban hành để cải thiện thị trường	Tín dụng thấp, lãi suất cho vay neo cao, thị trường trái phiếu ảm đạm
	Chính sách pháp lý & nguồn cung	Nguồn cung dần tập trung vào phân khúc cao cấp. Pháp lý chưa chặt chẽ		Nguồn cung khan hiếm, pháp lý khó khăn hơn			Nguồn cung vẫn chưa được cải thiện, nhiều dự án ở tỉnh bị thu hồi
Yếu tố Vi mô	Kỳ vọng người bán / người cho thuê	Thị trường BĐS sôi động, đặc biệt là sản phẩm đất nền, người bán kỳ vọng lợi nhuận cao từ đòn bẩy. Thị trường cho thuê bắt đầu hồi phục		Thanh khoản giảm, người bán đối mặt áp lực trả nợ, hạ kỳ vọng lợi nhuận để bán. Giá thuê tăng, nâng kỳ vọng về lợi suất		Thị trường rơi vào trạng thái trầm lắng và chờ đợi	Bán cắt lỗ hoặc kéo dài thời gian nắm giữ chờ thị trường cải thiện
	Kỳ vọng người mua / người thuê	Người mua có lợi thế vay, và kỳ vọng giá BĐS sẽ tiếp tục tăng Người thuê nhà được hưởng gói hỗ trợ thuê Covid-19		Tín dụng siết chặt, người mua khó vay, người thuê phải tìm phương án đáp ứng với giá thuê tăng cao			Chờ đợi giá bán giảm chạm đáy và giá thuê chững lại.

Nguồn: Batdongsan.com.vn, VPBankS Research phân tích

Vốn: Tín dụng hấp thụ yếu, áp lực trái phiếu cao

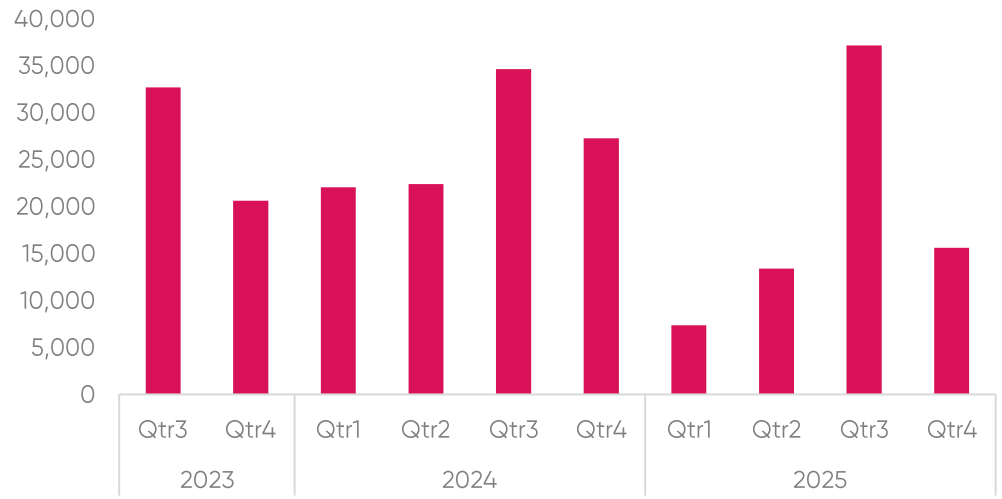
Tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức thấp

Đơn vị: %



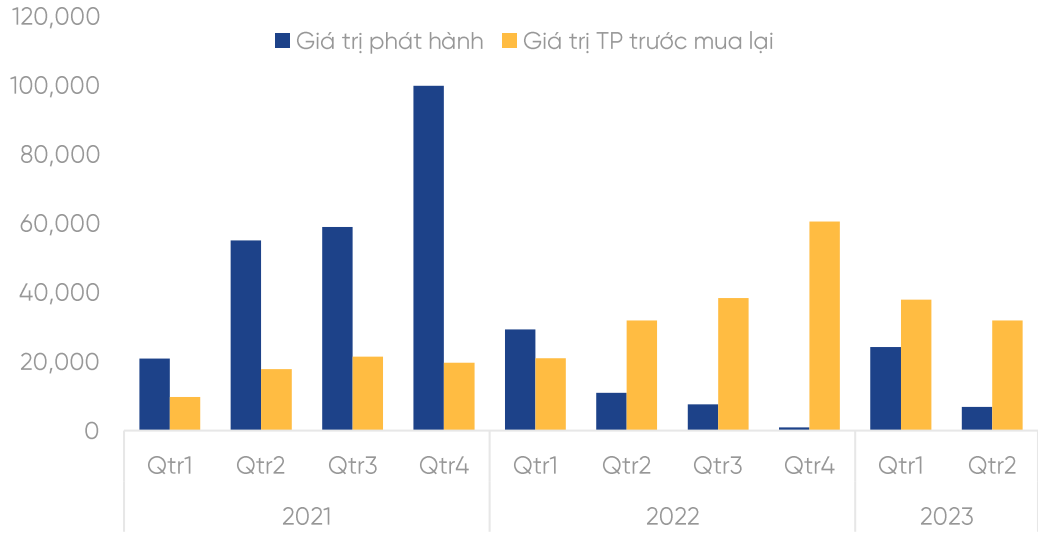
Áp lực trái phiếu đáo hạn ngành Bất động sản

Đơn vị: Tỷ VNĐ



Áp lực trái phiếu đáo hạn ngành Bất động sản

Đơn vị: Tỷ VNĐ



- Tăng trưởng tín dụng 1H.2023 vẫn ở mức thấp so với cùng kỳ năm 2021 và 2022. Tín dụng mục tiêu 2023 tăng trưởng 14%, thực hiện đến hết tháng 6 chỉ đạt 4.7%.
- Tổng giá trị phát hành trái phiếu ngành Bất động sản trong H1/2023 đạt khoảng 31,061 tỷ VNĐ, dù có cải thiện hơn nửa cuối H2/2022 nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với năm 2021.
- Ngoài ra, 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 1H.2023 đã giảm so với 6 tháng trước. Tuy nhiên áp lực trả nợ trong 18 tháng tới vẫn là rất lớn, đặc biệt trong Q3.2023 (32,655 tỷ VNĐ) và Q3.2024 (34,632 tỷ VNĐ).

VPBank Securities

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Pháp lý: Luật đất đai & Thuế Bất động sản

Pháp lý về Luật đất đai & Thuế Bất động sản đang sửa đổi và bổ sung, điều này sẽ định hình sự phát triển thị trường bất động sản trong tương lai và hạn chế những đợt tăng giá BĐS đột biến

Luật Đất đai (sửa đổi)

- **1/3 – 23/3** Tổ chức hội thảo
- **Trước 1/4** Trình báo cáo
- **24/2 – 15/3** Lấy ý kiến
- **Trước 27/3** Hoàn thành báo cáo
- **Trước 24/5** Hoàn thiện

1
- Quy hoạch & kế hoạch sử dụng đất
- Thu hồi đất và chính sách bồi thường, hỗ trợ tái định cư
- Phát triển quỹ đất

2
- Giao đất, cho thuê đất, chuyển mục đích sử dụng đất
- Đăng ký đất đai, cấp GCN, thủ tục hành chính, dữ liệu, thông tin đấu đai
- Cơ chế, chính sách tài chính, giá đất

3
- Chế độ quản lý, sử dụng các loại đất
- Phân cấp, giám sát, kiểm soát quyền lực
- Hộ gia định sử dụng đất

Luật Thuế Bất đống sản (mới)

- **10/2024** Trình Quốc hội
- **05/2025** Thông qua

1 Bổ sung thuế

- Thí điểm thuế nhà đất thứ 2 tại HCMC
- Tách đất và nhà để đánh thuê

2 Tăng thuế

- Tăng thuế với đất
- Tăng thuế thu nhập cá nhân với người lướt sóng BĐS

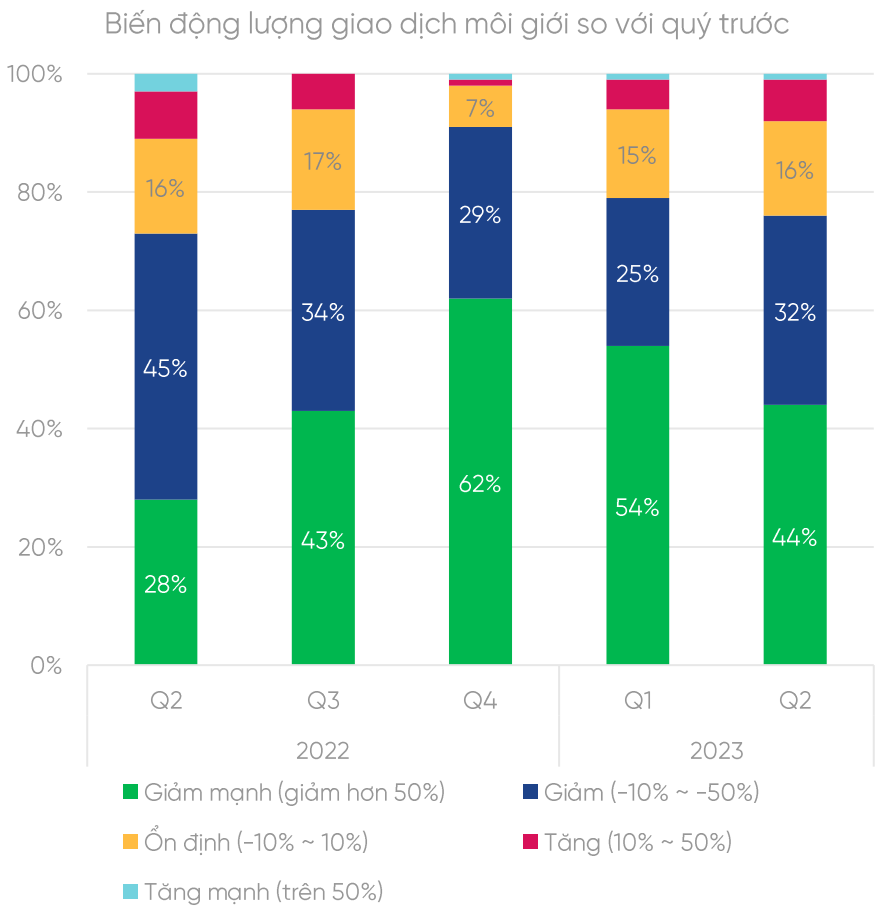
VPBank Securities

Nguồn: VPBankS Research phân tích

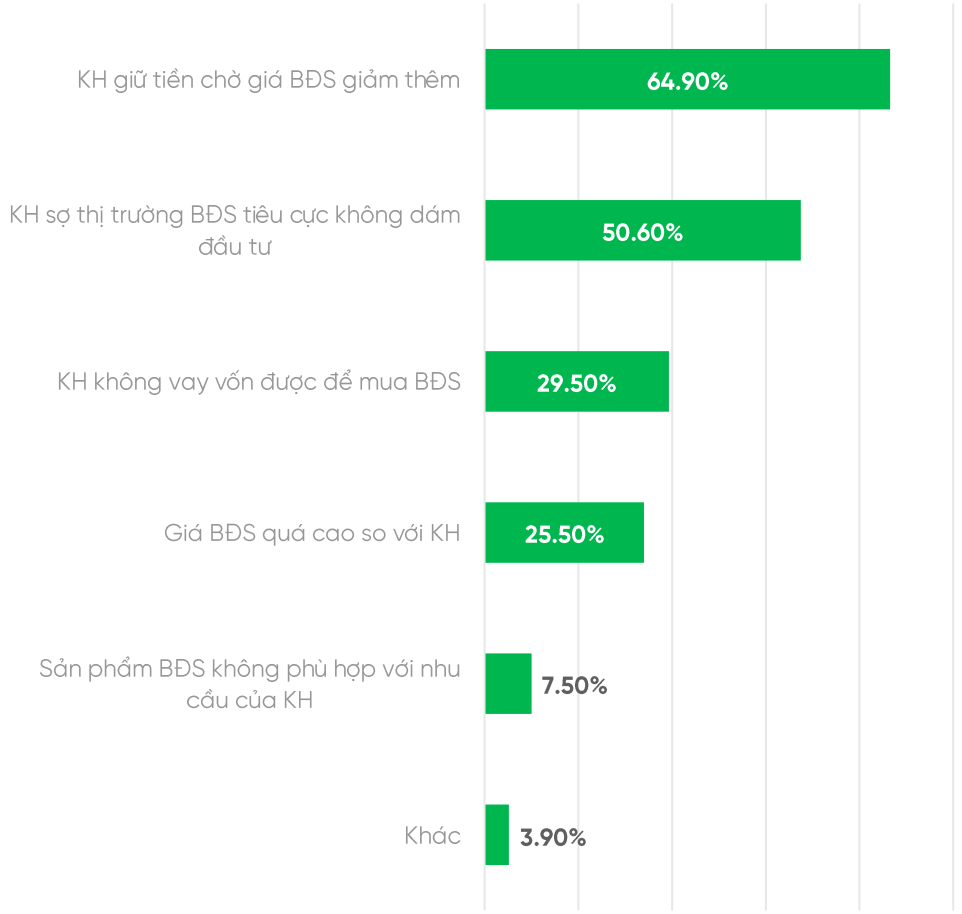
Tâm lý thị trường: Đầu cơ chờ chỉnh

Khảo sát môi giới Bất động sản Q2/2023

Mặc dù có cải thiện nhẹ trong Q2/2023, nhưng 76% môi giới vẫn cho rằng lượng giao dịch môi giới giảm so với quý trước



Các khó khăn mà môi giới BĐS gặp phải khi chốt giao dịch với khách hàng



Nguồn: : Khảo sát 500 môi giới bất động sản Q2/23 từ Batdongsan.com.vn, VPBankS Research phân tích

Nhu cầu ở thực: Chờ Nhà ở Xã nội

Nguồn cung Nhà ở Xã hội thiếu hụt so với nhu cầu ước tính giai đoạn 2021 - 2030

- **Nhu cầu NOXH cả nước 2030: 2.4 Triệu căn**
- **% Tổng nguồn cung dự kiến/nhu cầu 2030: 49%**

Nguồn cung NOXH lũy kế đến Q2 2023

Đã hoàn thành

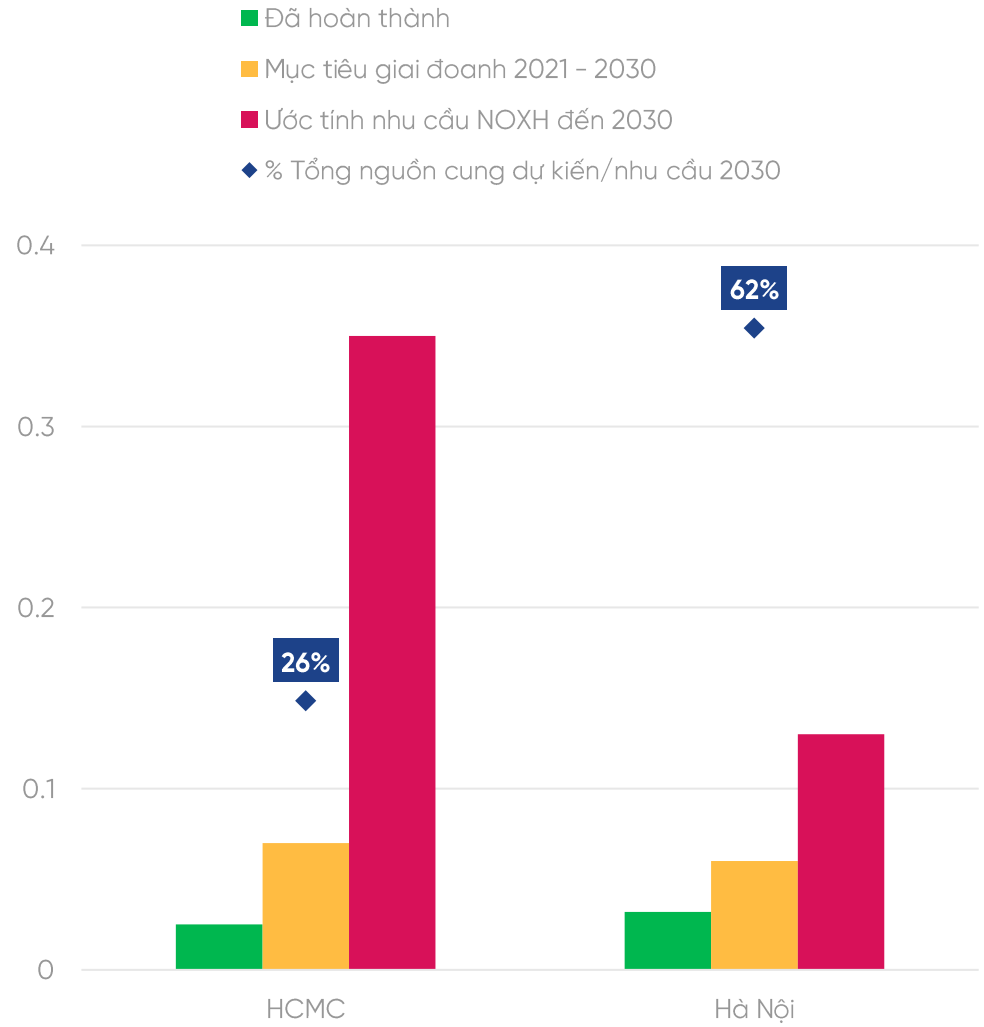
156,000 Căn	301 Dự Án

Chuẩn bị xây dựng

454,000 Căn	401 Dự Án

Nguồn cung Nhà ở Xã hội giai đoạn 2021 – 2030 của hai Thành phố trọng điểm Hồ Chí Minh và Hà Nội

Đơn vị: Triệu căn



VPBank Securities

Nguồn: Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Tham khảo: Quá trình phát triển Nhà ở Xã hội

NOXH trở thành trọng tâm phát triển của Nhà nước với mục tiêu hoàn thiện hạ tầng xã hội

Trước 2005

- Nhà ở dành cho cán bộ công nhân viên chức nhà nước với giá ưu đãi.
- Thị trường chưa có khái niệm củ thể về nhà ở xã hội

2005

Luật nhà ở 2005:

Khải niệm nhà ở xã hội lần đầu tiên được luật hóa

2011

Đánh dấu bước đột phá về nhà ở cho người dân đô thị

- Chiến lược phát triển nhà ở quốc gia đến năm 2020 và tầm nhìn 2030
- Nhà ở xã hội đầu tiên được ghi nhận ở Hà Nội: **Dự án CT1 Ngô Thì Nhậm (Quận Hà Đông)**

2014

Luật nhà ở sửa đổi 2014:

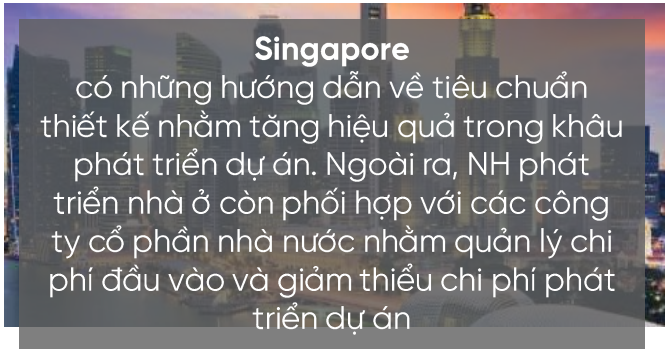
- Hoàn thiện khái niệm và các đối tượng hưởng lợi trực tiếp từ NOXH
- Gói tín dụng ưu đãi 30 nghìn tỷ đồng

2023 – 2030

Phát triển nhà ở xã hội trên diện rộng

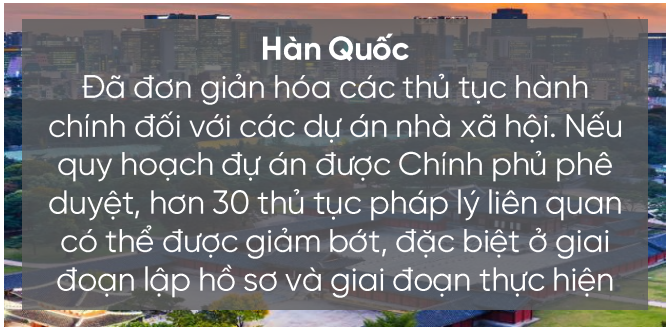
- Mục tiêu xây dựng 1 triệu m2 NOXH đến năm 2030
- Gói hỗ trợ 120 nghìn tỷ đồng

Tham khảo Nhà ở Xã hội các nước trong khu vực



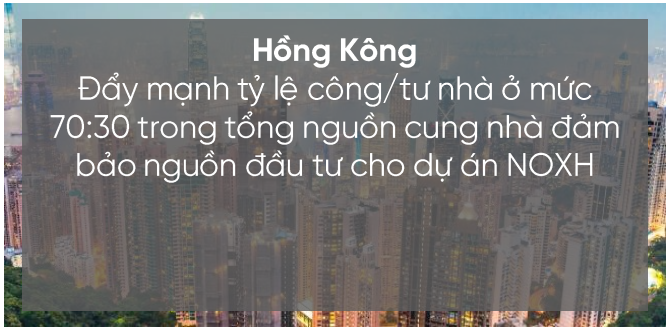
Singapore

có những hướng dẫn về tiêu chuẩn thiết kế nhằm tăng hiệu quả trong khâu phát triển dự án. Ngoài ra, NH phát triển nhà ở còn phối hợp với các công ty cổ phần nhà nước nhằm quản lý chi phí đầu vào và giảm thiểu chi phí phát triển dự án



Hàn Quốc

Đã đơn giản hóa các thủ tục hành chính đối với các dự án nhà xã hội. Nếu quy hoạch dự án được Chính phủ phê duyệt, hơn 30 thủ tục pháp lý liên quan có thể được giảm bớt, đặc biệt ở giai đoạn lập hồ sơ và giai đoạn thực hiện



Hồng Kông

Đẩy mạnh tỷ lệ công/tư nhà ở mức 70:30 trong tổng nguồn cung nhà đảm bảo nguồn đầu tư cho dự án NOXH

VPBank Securities

Nguồn: Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Doanh nghiệp BĐS: Thay đổi để tồn tại

Nhìn lại quá khứ

Thị trường cạnh tranh sôi động

CĐT nước ngoài - thế mạnh tài chính & kinh nghiệm
Rất đông doanh nghiệp BĐS đăng ký mới nhưng quy mô vốn nhỏ

M&A diễn ra sôi động
CĐT yếu tiềm lực tài chính, không chuyên nghiệp bán lại dự án và âm thầm rút khỏi thị trường

Doanh nghiệp khất nợ, tái cơ cấu để tồn tại

Hàng loạt dự án cao cấp khuyến mãi, giảm giá

Giao dịch trở lại
Căn hộ bình dân được giao dịch nhiều nhất

1 số dự án cao cấp chất lượng, uy tín cũng phục hồi

2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015

BĐS cao cấp phát triển

CĐT định hướng phát triển BĐS đa dạng chuyên nghiệp

Giá nhà đất liên tục tăng, BĐS là kênh đầu tư thu hút

Thị trường ảm đạm

BĐS nghỉ dưỡng gặp khó

Nhiều sân golf và khách sạn dừng triển khai

NƠXH được thúc đẩy

Căn hộ diện tích nhỏ & giá trung bình thu hút nhà đầu tư

CĐT đầu tư R&D sản phẩm giá trị thực

Giá BĐS tăng

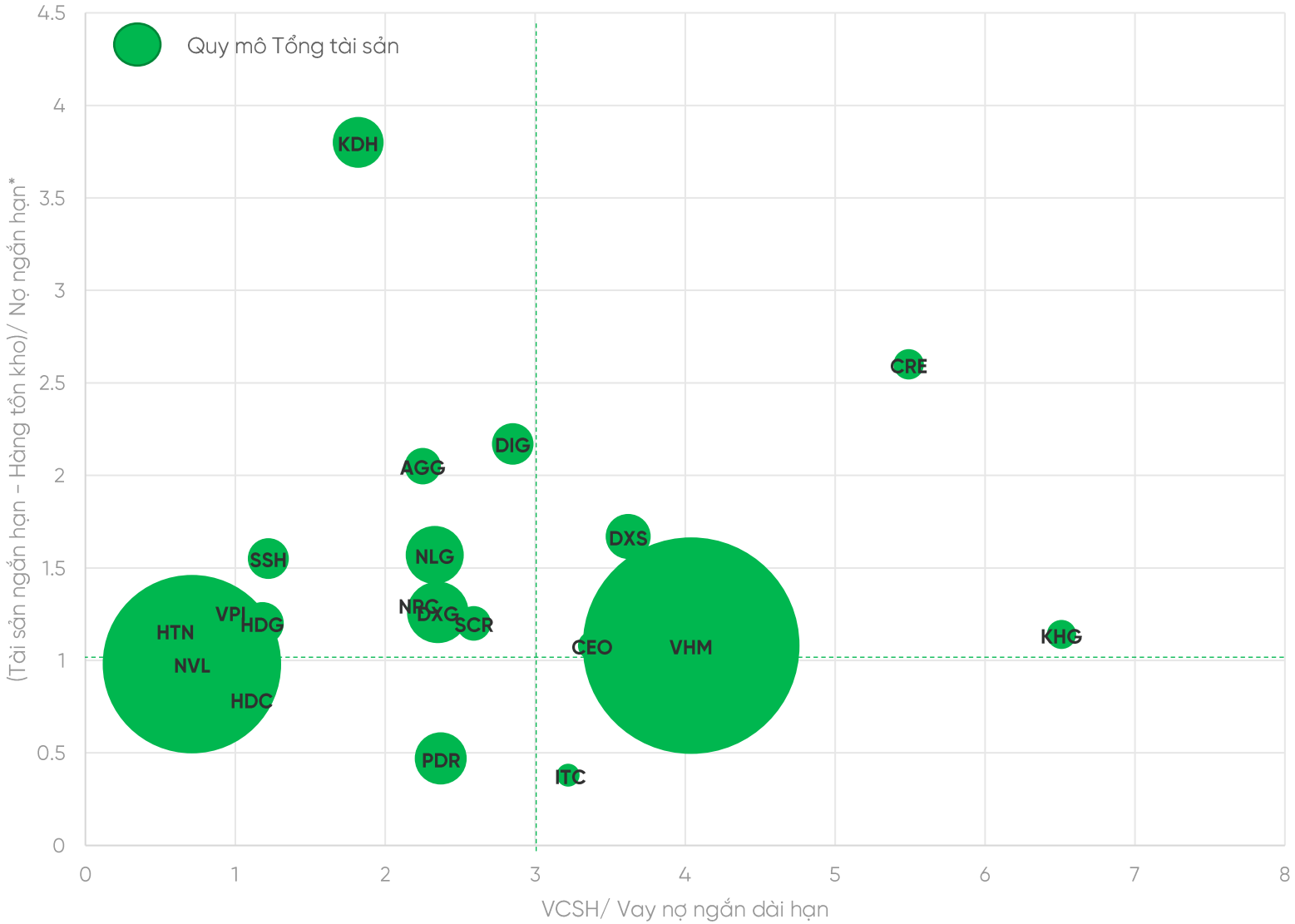
Giá nhà ở tăng tương đối ổn định

VPBank Securities

Nguồn: batdongsan.com.vn, VPBankS Research phân tích

Vị thế các DN BĐS nổi bật trong ngành

Hướng đến tương lai



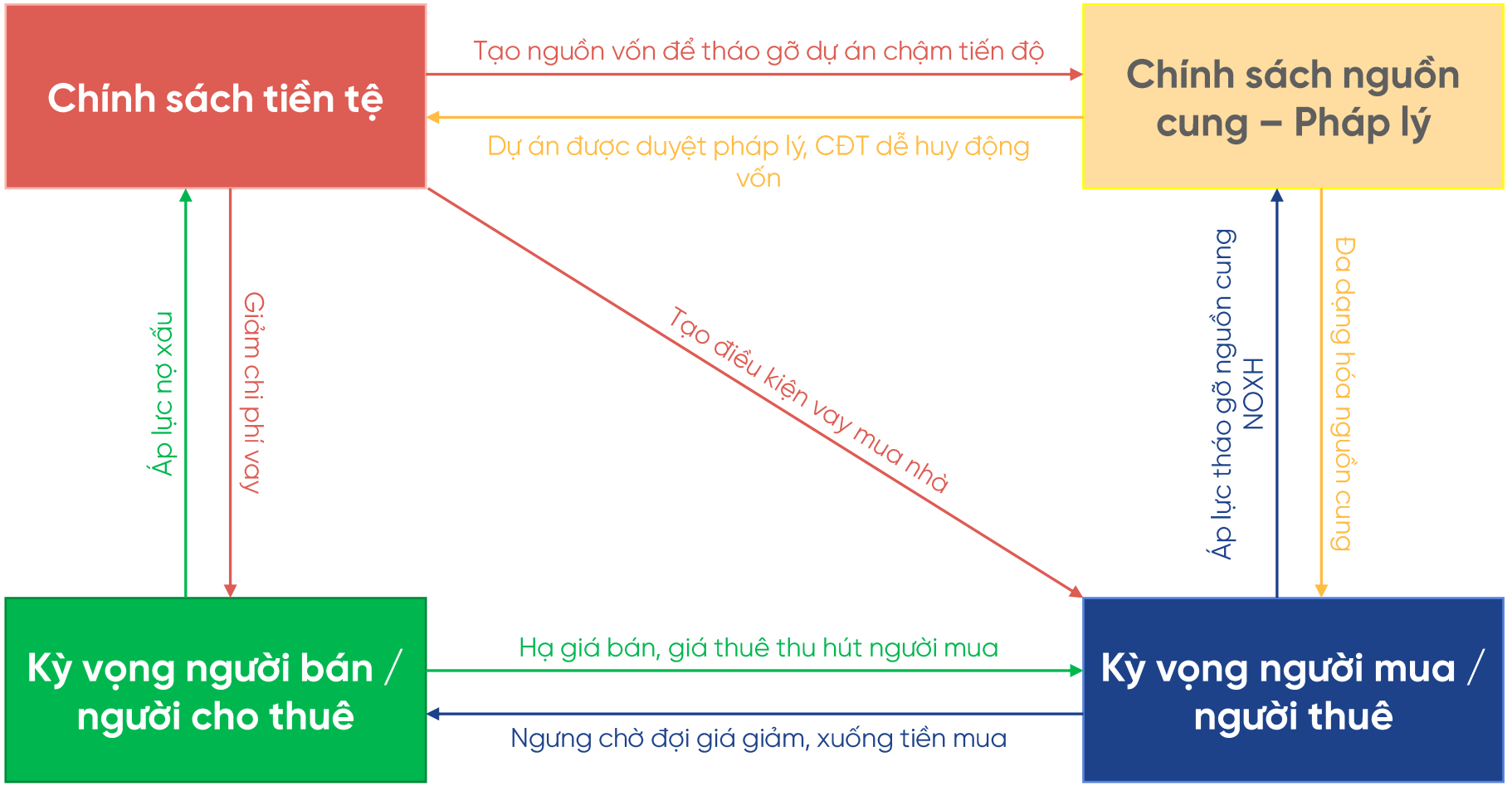
- Tình hình tài chính các DN nhìn chung đã có sự cải thiện trong Q1/2023 với tài sản ngắn hạn (không bao gồm Hàng tồn kho) đã đủ bao phủ Nợ ngắn hạn*, trừ các trường hợp đặc biệt như NVL, PDR.
- VCSH các DN phần lớn cao hơn 2 lần tổng nợ vay ngắn dài hạn (trung bình các DN đang theo dõi là 3 lần), thể hiện cấu trúc vốn khá lành mạnh của các DN trong ngành.
- Chỉ có vài DN đáng lo ngại về cả thanh khoản và cấu trúc vốn trong ngành, tuy vậy, các DN này cũng đã có kế hoạch xử lý các khoản nợ đến hạn, với sự hỗ trợ từ khung chính sách như NĐ08.

* Không bao gồm Người mua trả tiền trước

VPBank Securities

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Thị trường BĐS từ 2024: Mùa đông sẽ qua



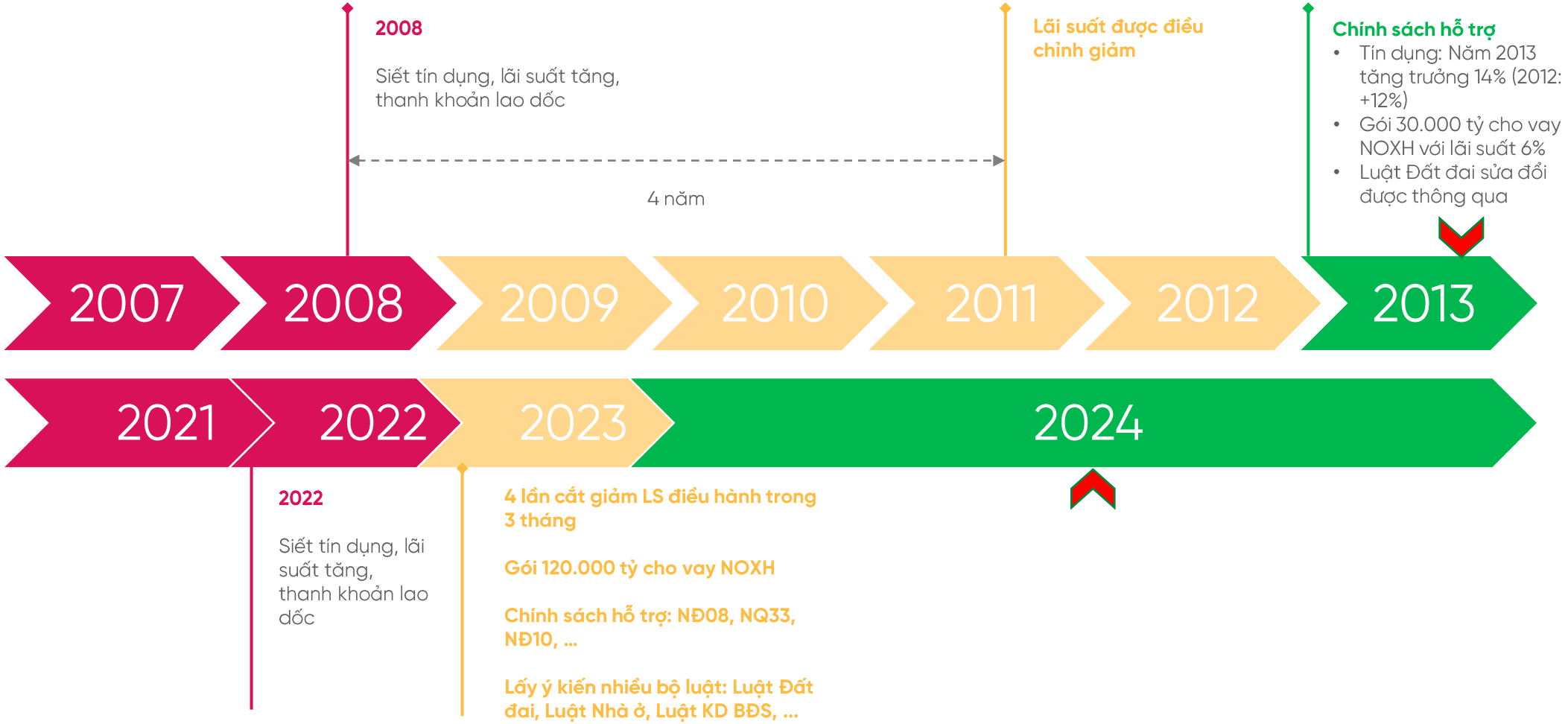
- **Những khó khăn của lĩnh vực BĐS nhà ở sẽ dịu đi trong 2H.2023** trong môi trường lãi suất cho vay dù còn cao nhưng đang có xu hướng giảm dần, áp lực từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã giảm bớt và tín dụng ngân hàng dần bớt hạn chế. Theo đó, dự kiến 1H.2023 đã là đáy của thị trường; chúng tôi cho rằng những động thái về chính sách của chính phủ cho thấy sự chủ động và theo đó có thể kỳ vọng phục hồi nhanh hơn so với chu kì trước.

VPBank Securities

Nguồn: batdongsan.com.vn, VPBankS Research phân tích

Điểm đảo chiều ở đâu? – Kịch bản cho thị trường BĐS

Những động thái về chính sách của chính phủ cho thấy sự chủ động và kỳ vọng phục hồi nhanh hơn so với chu kì trước



- Thị trường BĐS ghi nhận tín hiệu đảo chiều khoảng 1,5 năm sau khi SBV có động thái hạ trần lãi suất huy động trong giai đoạn 2008 – 2014.
- **Kỳ vọng thị trường BĐS hồi phục từ Q2.2024.**

VPBank Securities

Nguồn: batdongsan.com.vn, VPBankS Research phân tích

Điểm đảo chiều ở đâu? – Kịch bản cho thị trường BĐS

Các tín hiệu vĩ mô cho thấy điểm đảo chiều có thể không còn quá xa

	2008 - 2014	Hiện nay
Lãi suất	• Khoảng 1.5 năm sau khi SBV có động thái hạ trần lãi suất huy động	• Từ đầu 2023, Ngân hàng Nhà nước đã 3 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động và 4 lần hạ lãi suất điều hành • Nhiều ngân hàng đã giảm 0,5 - 2% lãi suất huy động ở tất cả kỳ hạn
Tín dụng	• Trong 1 năm đầu tiên mà chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng được điều chỉnh tăng trở lại	• Hạn mức tăng trưởng tín dụng 2023: 14-15% (2022: 14%)
Chính sách BĐS	• Năm 2013, gói hỗ trợ 30,000 tỷ VND cho vay hỗ trợ nhà ở được tung ra với lãi suất 6% • Luật đất đai sửa đổi thông qua năm 2013	• Gói hỗ trợ 120.000 nghìn tỷ VND cho NOXH • Chính phủ thành lập 5 tổ công tác tháo gỡ đầu tư công. • Nhiều sửa đổi, dự thảo Luật kỳ vọng hoàn thiện trong năm 2023 (Luật đất đai; Luật kinh doanh BĐS và Luật Nhà ở) • Những chính sách tích cực được ban hành: NĐ08, NĐ10, NQ33, TT02, NĐ35, ...

VPBank Securities

Nguồn: batdongsan.com.vn, VPBankS Research phân tích

VPBank Securities

Triển vọng các mã CK niêm yết lĩnh vực BĐS nhà ở

Tổng quan

THÔNG TIN TRỌNG YẾU

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	Giá trị giao dịch trung bình 1 năm 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 (%)
VHM	Vinhomes	255,166	50%	169	58,600	71,300	25/07/2023	22%	0%	22%
KDH	Nhà Khang Điền	24,479	50%	72	34,150	37,100	25/07/2023	9%	0%	9%
NLG	BĐS Nam Long	14,288	50%	68	37,200	39,800	25/07/2023	7%	1%	8%
PDR	BĐS Phát Đạt	14,340	50%	150	21,350	25,200	25/07/2023	18%	0%	18%
DXG	Địa ốc Đất Xanh	10,127	50%	217	16,600	21,200	25/07/2023	28%	0%	28%

ĐỊNH GIÁ

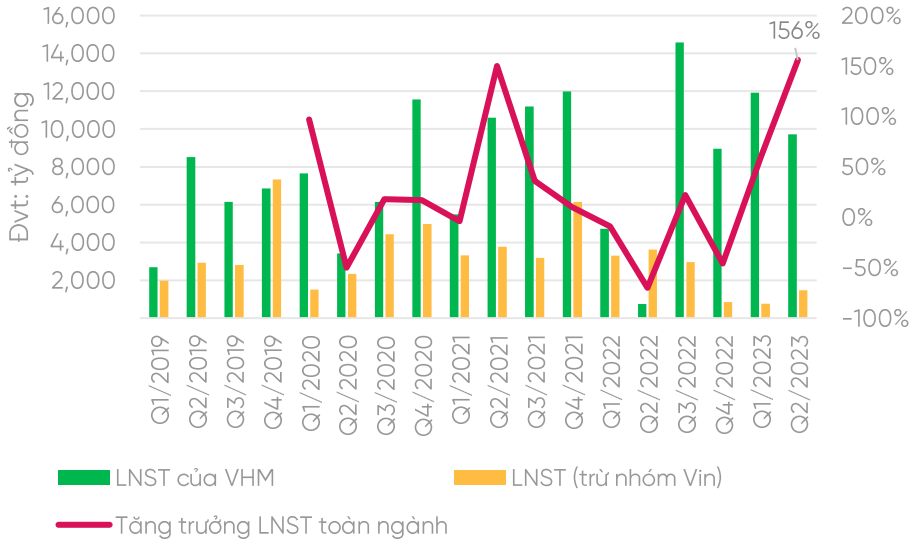
Mã CK	Tên	Tăng trưởng EPS 2023F (%)	Tăng trưởng EPS 2024F (%)	P/E 2022	P/E 2023F	P/E 2024F	P/B 2022	P/B 2023F	P/B 2024F	Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng tài sản
VHM	Vinhomes	4%	6%	8.9	8.5	8.0	1.5	1.5	1.2	0.11
KDH	Nhà Khang Điền	-6%	23%	22.9	24.4	19.9	2.1	2.1	1.9	0.31
NLG	BĐS Nam Long	13%	4%	28.7	25.4	24.5	1.6	1.5	1.3	0.19
PDR	BĐS Phát Đạt	-56%	66%	12.9	29.2	17.6	1.5	1.7	1.5	0.19
DXG	Địa ốc Đất Xanh	-1%	2%	62.9	73.0	71.5	1.0	1.0	1.0	0.20

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Cập nhật KQKD Q2/2023

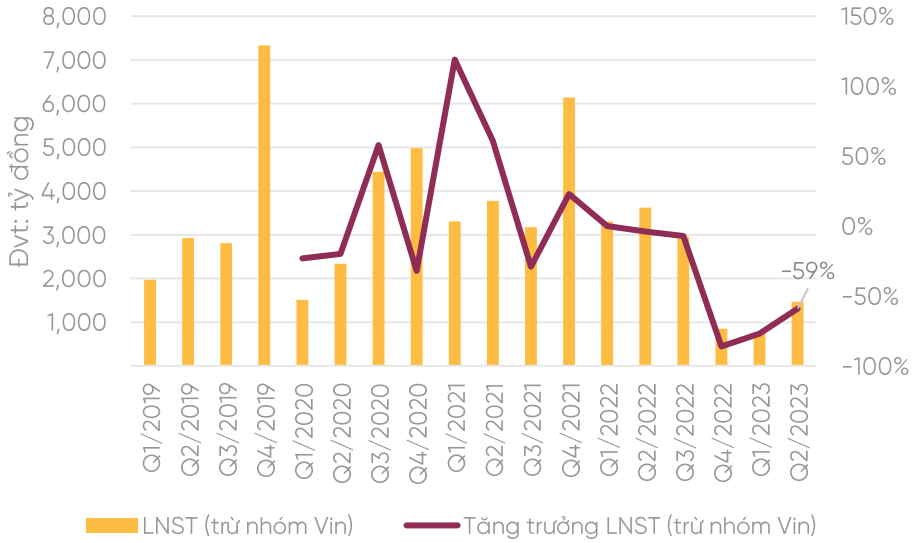
VHM LÀ TRỤ ĐỠ CHO TĂNG TRƯỞNG TOÀN NGÀNH

LNST ngành BĐS dân cư

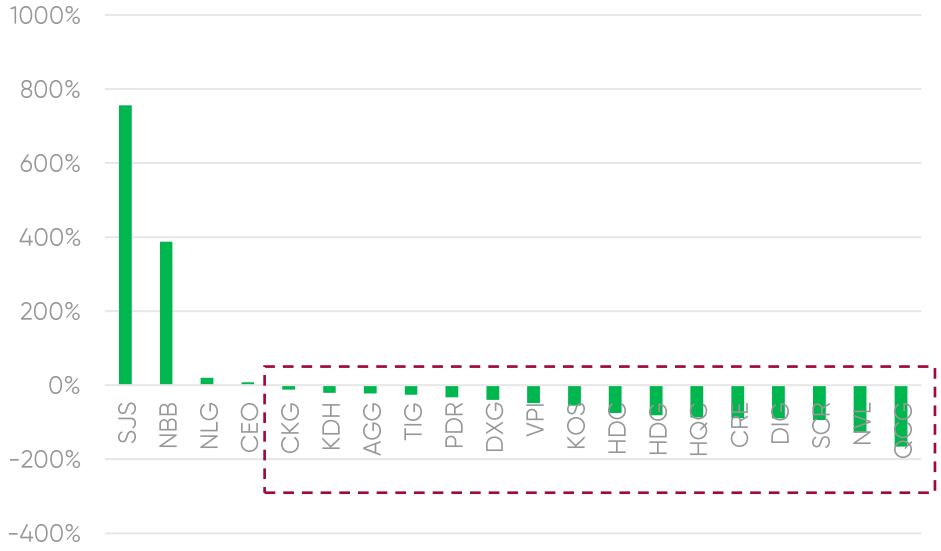


- Tổng LNST Q2.2023 của ngành BĐS dân cư đạt 11.182 tỷ đồng, tăng 135% so với cùng kỳ. Nguyên nhân của sự tăng trưởng đột biến này đến từ việc VHM ghi nhận lợi nhuận lớn sau khi bàn giao các sản phẩm tại dự án Vinhomes Ocean Park 2.
- Tăng trưởng LNST Q2.2023 của toàn ngành BĐS dân cư (Đã loại trừ nhóm Vin) ghi nhận mức tăng trưởng âm -59% so với cùng kỳ, dù số giá trị tuyệt đối có ghi nhận tăng so với Q1.2023 nhưng chưa có chất xúc tác nào thực sự mạnh mẽ để thúc đẩy lợi nhuận toàn ngành vực dậy từ đáy.
- 16/20 doanh nghiệp thuộc top 20 vốn hóa trong ngành (trừ nhóm Vin) ghi nhận mức sụt giảm lợi nhuận từ -12% đến -166% so với cùng kỳ, phản ánh sự khó khăn chung của thị trường BĐS.

Tăng trưởng LNST DN BĐS nhà ở (trừ nhóm Vin)



Tăng trưởng LNST ngành BĐS dân cư (YoY) trừ nhóm Vin



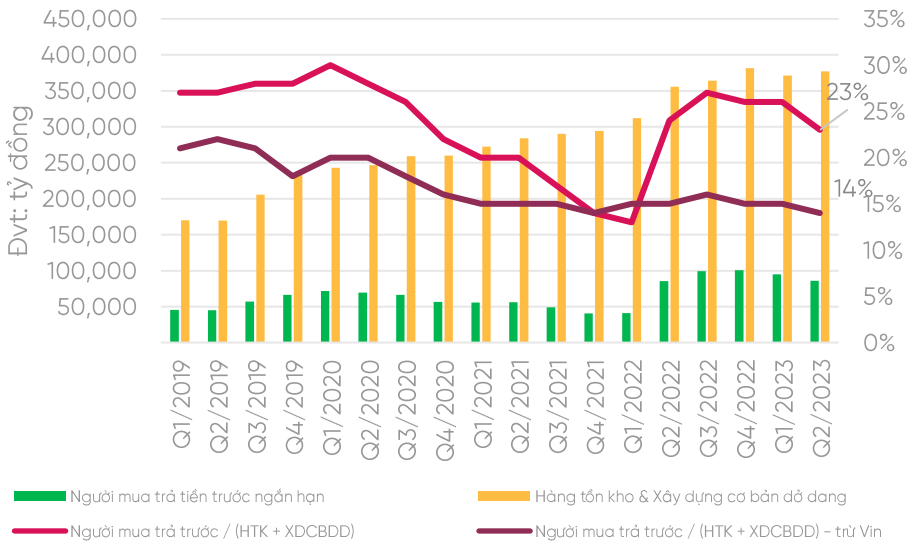
VPBank Securities

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Cập nhật KQKD Q2/2023

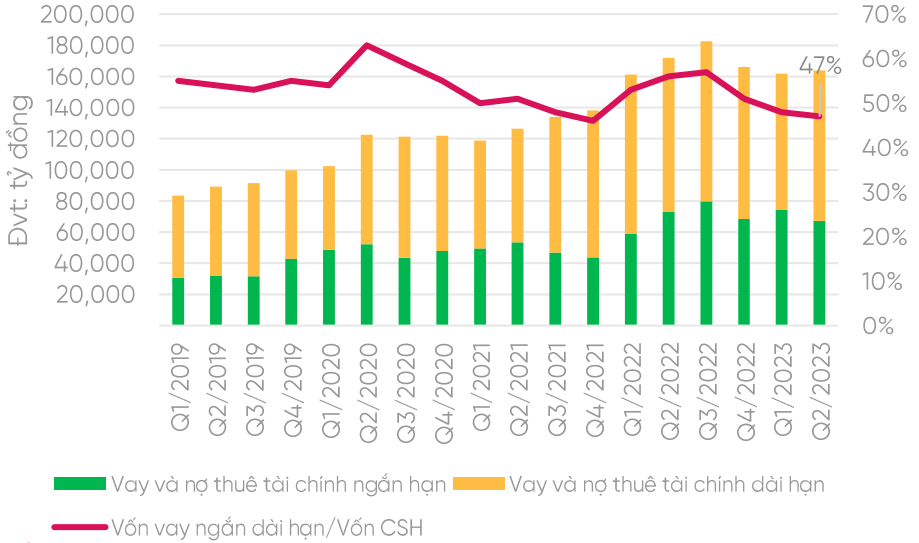
SỰ ẢM ĐẠM CỦA THỊ TRƯỜNG BĐS THÚC ĐẨY CÁC DN BĐS THỰC HIỆN CHIẾN LƯỢC PHÒNG THỦ

Hàng tồn kho và Người mua trả trước

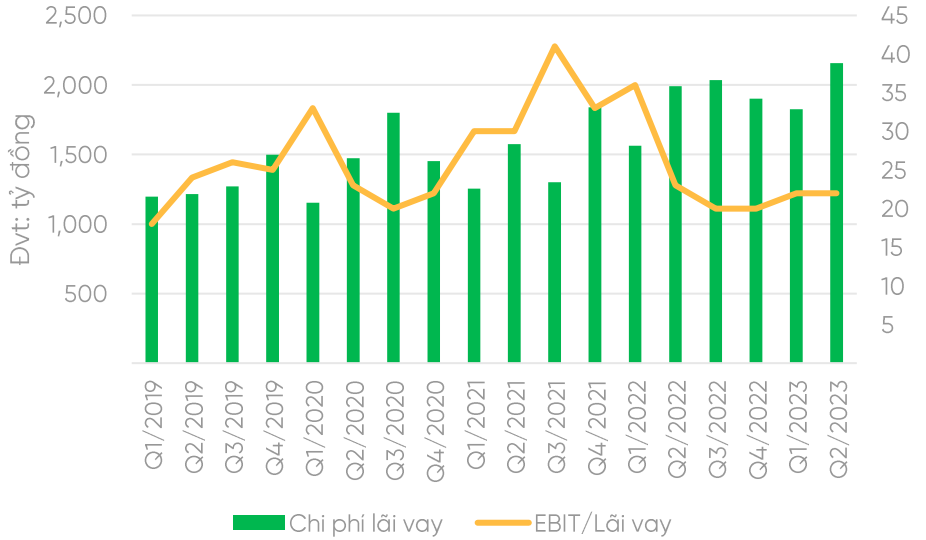


- Giá trị hàng tồn kho của toàn ngành gần như đi ngang so với Q1.2023. Hành lang pháp lý thắt chặt và siết dòng vốn tín dụng chảy vào thị trường BĐS là 2 lý do chính khiến cho các doanh nghiệp gặp khó trong việc triển khai các dự án.
- Tỷ lệ người mua trả tiền trước/HTK+XDDD của toàn ngành giảm quý thứ 3 liên tiếp, chỉ còn 23%. Theo đó, tiềm năng ghi nhận lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS có thể không còn nhiều dư địa trong nửa cuối 2023 nếu thị trường BĐS vẫn không có sự cải thiện rõ rệt.
- Các DN BĐS phải thực hiện chiến lược phòng thủ bằng cách hạ đòn bẩy tài chính về mức an toàn, tiết giảm chi phí lãi vay khi hoạt động bán hàng chậm đáng kể. Tính đến cuối Q2.2023, tỷ lệ tổng nợ vay phải trả lãi/VCSH của toàn ngành đạt 0,47 lần.
- Tổng chi phí lãi vay trong kỳ đạt mức 2.158 tỷ đồng, tăng nhẹ so với với thời điểm quý 1, phản ánh mặt bằng lãi suất cho vay vẫn đang khá cao và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt.

Đòn bẩy nợ vay toàn ngành BĐS dân cư



Chi phí lãi vay và khả năng thanh toán lãi vay



VPBank Securities

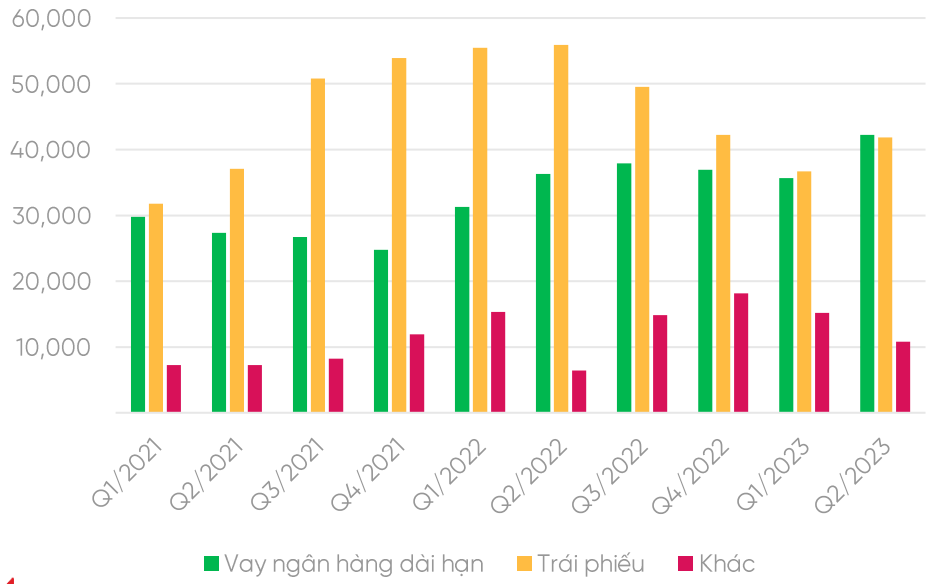
Nguồn: VPBankS Research phân tích

Cập nhật KQKD Q2/2023

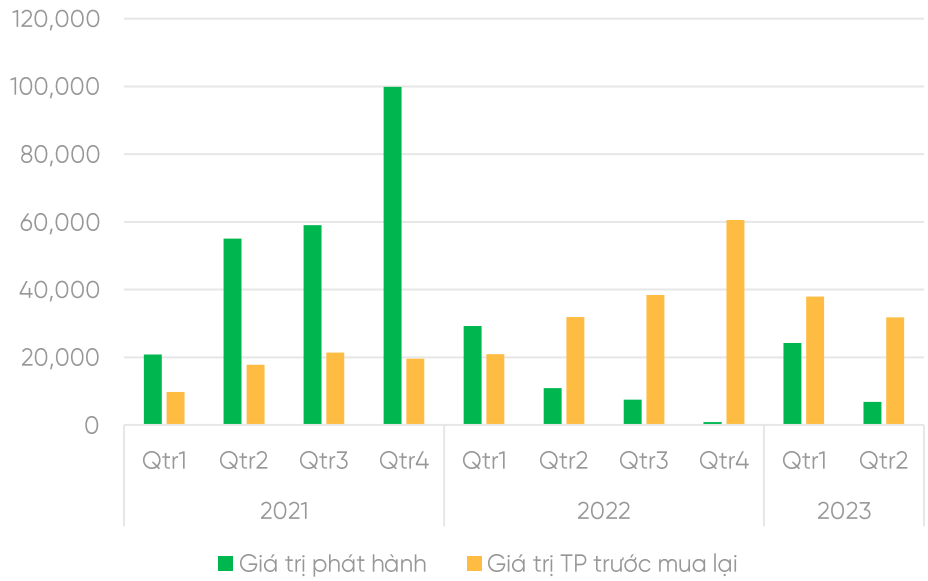
DOANH NGHIỆP BĐS PHẢI TÌM NGUỒN VỐN KHÁC KHI KÊNH TPDN CÒN NHIỀU KHÓ KHĂN

- Năm 2022, kênh huy động thông qua thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) bị tắc nghẽn khiến cho các doanh nghiệp BĐS phải dịch chuyển sang vay nợ ngắn hạn nhằm duy trì dòng tiền hoạt động và tiếp tục triển khai dự án. Đến Q2.2023, các công ty BĐS đã có sự dịch chuyển từ vay nợ ngắn hạn sang kênh vay dài hạn nhằm giữ mức lãi suất đi vay ổn định, tổng nợ vay ngân hàng dài hạn chiếm 45% tổng vay và nợ thuê tài chính dài hạn.
- Bên cạnh đó, dù DN BĐS đã tích cực giảm các nợ vay dài hạn khác nhưng nợ vay trái phiếu vẫn chiếm tỷ trọng lớn (44%) trong cơ cấu nợ dài hạn. Tuy vậy, theo chúng tôi quan sát vấn đề đáo hạn TPDN còn tiềm ẩn rủi ro nhưng phần nào đó được giải tỏa áp lực sau khi Nghị Định 08 được ban hành. Hoạt động đàm phán cơ cấu lại thời gian trả nợ đang diễn ra tích cực từ đầu năm đến nay, giúp cho các TCPH có thêm thời gian phục hồi kinh doanh và tạo dòng tiền để chi trả các khoản nợ.
- Đối với thị trường TPDN, dù Nghị Định 08 đã được ban hành nhằm tháo gỡ các nút thắt của thị trường trái phiếu nhưng diễn biến phát hành trái phiếu thực tế trong Q2.2023 còn khá ảm đạm, dự báo tình trạng này vẫn kéo dài trong 2H2023. Vì vậy, các doanh nghiệp BĐS chưa thể kỳ vọng tiếp cận vốn từ thị trường trái phiếu mà một số DN đang có kế hoạch triển khai phát hành thêm cho cổ đông và phát hành cho cổ đông chiến lược. Chúng tôi đánh giá đây có thể là bước đi hợp lý trong điều kiện hiện tại, nếu thành công chúng tôi cho rằng việc này sẽ giúp các DN BĐS vượt qua được giai đoạn khó khăn trước mắt đồng thời sẽ giúp gia tăng nguồn lực phát triển thêm các dự án trọng điểm trong tương lai.

Cơ cấu vay và nợ thuê tài chính dài hạn



Giá trị phát hành & mua lại TP lĩnh vực BĐS (Tỷ đồng)



VPBank Securities

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Điểm nhấn và khuyến nghị

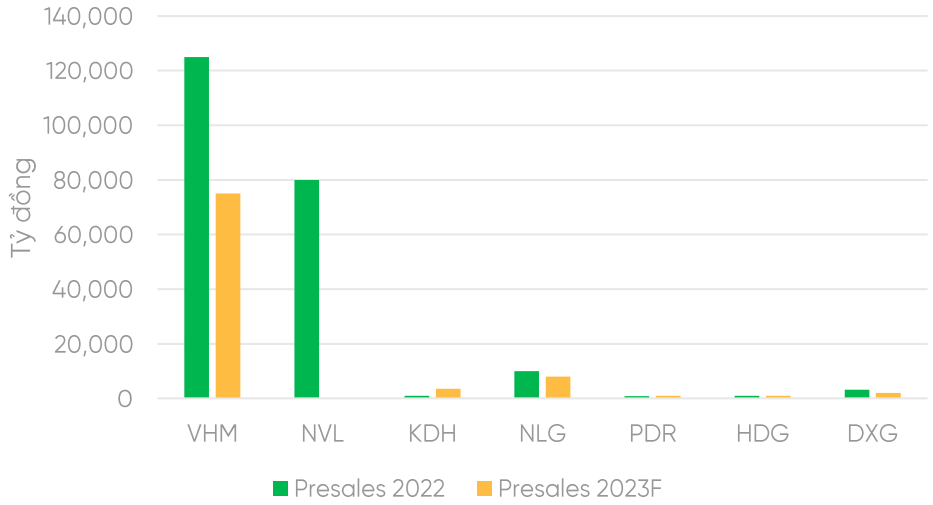
Điểm nhấn: Presales (giá trị hợp đồng bán hàng) thấp áp lực đến lợi nhuận trong 1H.2023 nhưng sẽ có sự cải thiện trong 2H.2023

- Chúng tôi dự kiến presales của 7 công ty bất động sản đang theo dõi sẽ giảm 59% trong 2023 phản ánh (i) lực cầu yếu do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư/ đầu cơ, và (ii) sự thận trọng của các chủ đầu tư trong việc giới thiệu sản phẩm ra thị trường (market timing) trong 1H.2023 trước khi có sự cải thiện trong 2H.2023 và phục hồi trong 2024. Chúng tôi cũng cho rằng LNST của các công ty BĐS trên sẽ suy giảm 11% so với 2022 do presales thấp và việc bàn giao các sản phẩm để ghi nhận doanh thu – lợi nhuận 2023 chủ yếu đến từ các dự án đã bán từ trước, trong khi tỷ lệ hấp thụ vẫn còn thấp trong 1H.2023. Tuy nhiên, với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ phía chính sách và công cụ tài khóa – tiền tệ chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự cải thiện trong cả lực cầu lẫn sự tự tin của chủ đầu tư trong 2H.2023 sắp tới.
- Với sự hỗ trợ từ chính sách đặc biệt là NĐ08, các chủ đầu tư đang có áp lực về dòng tiền như NVL, DXG đã có kỳ vọng chuyển mình. Trong khi đó, VHM, NLG, KDH đang chống chịu khá tốt với diễn biến bất lợi trong 1H.2023 do vay nợ thấp và dòng tiền ổn định từ người mua trả tiền trước, HDG có dòng tiền ổn định từ các dự án năng lượng còn PDR đang có một số thông tin tích cực từ việc thu xếp dòng tiền trả nợ trái phiếu thành công, bao gồm kế hoạch phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu và NĐT chuyên nghiệp.

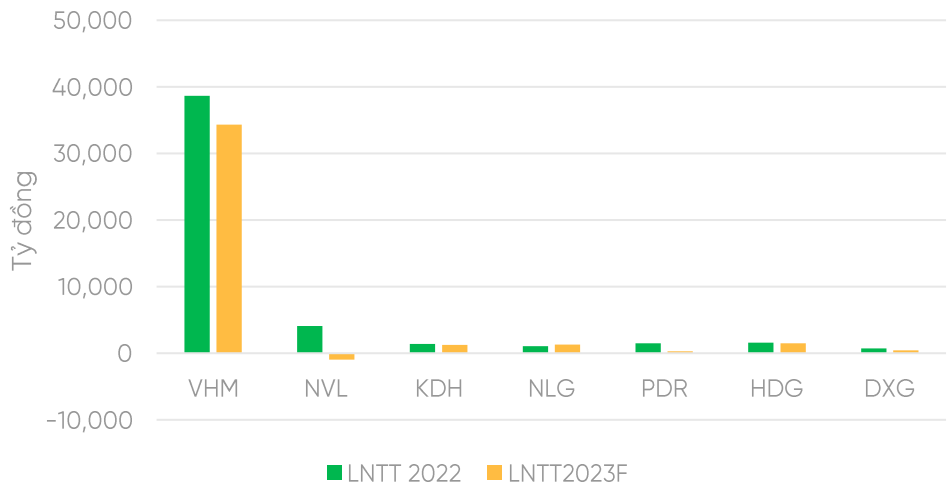
Khuyến nghị: Lựa chọn chủ đề đầu tư tùy theo khẩu vị

- Trong báo cáo lần trước (tham khảo tại đây), chúng tôi đã khuyến nghị giữ thái độ thận trọng đối với lĩnh vực BĐS nhà ở nhưng nhấn mạnh rằng sự điều chỉnh quá sâu do tâm lý nếu có là cơ hội để 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. Tại thời điểm hiện tại, chúng tôi tiếp tục giữ vững quan điểm, tuy nhiên chúng tôi có bổ sung thêm 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).

Giá trị hợp đồng (presales) dự phóng



Lợi nhuận trước thuế dự phóng



VPBank Securities

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Chủ đề đầu tư 1: Tận dụng tiềm lực

Ý tưởng đầu tư: Các doanh nghiệp tiềm lực lớn, có thể tận dụng khó khăn trước mắt để vượt lên hay củng cố vị trí dẫn đầu

- Các DN đầu ngành
- Định giá hấp dẫn trong dài hạn nhờ tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp mạnh mẽ khi thị trường thuận lợi
- Quỹ đất lớn, vị trí hấp dẫn, sản phẩm có cầu thực với tỷ lệ hấp thụ cao
- Sức khỏe tài chính tốt

Dữ liệu tham chiếu:

- Dữ liệu PB trong 10 năm (từ 2013-nay) của từng doanh nghiệp.

Mã CK	Tên	Giá mục tiêu VND	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	PB hiện tại	PB trung bình 10 năm	% Tiền & tương đương tiền/ TTS	% Hàng tồn kho/ TTS	% Vay nợ ngắn dài hạn/ TTS	Điểm nhấn đầu tư
VHM	Vinhomes	71,300	22%	1.6	4.0	1%	16%	11%	- DN BĐS hàng đầu Việt Nam, quỹ đất lớn và hưởng lợi từ hệ sinh thái Vingroup. - Dự phóng lợi nhuận 2023F của VHM sẽ không bị ảnh hưởng trọng yếu dưới tác động bất lợi của ngành, trước khi tiếp tục phục hồi từ năm 2024F. - Định giá hấp dẫn đối với công ty đầu ngành (PE 2023F 8.5 lần, PB 2023F 1.5 lần).
KDH	Nhà Khang Điền	37,100	9%	2.1	1.6	7%	61%	31%	- KDH có thương hiệu tốt với uy tín cao, sở hữu quỹ đất dự án quy mô lớn (khoảng 600ha) ở khu Đông và khu Nam TPHCM (phần nội thành). - Triển vọng vẫn rất tích cực với các dự án gối đầu: Ngoài các dự án Clarita và The Privia kỳ vọng mở bán trong 2023, kỳ vọng KDH tiếp tục mở bán dự án Emeria và dự án Solina trong 2024.
NLG	BĐS Nam Long	39,800	7%	1.6	1.5	9%	60%	19%	- Chính sách sản phẩm được phát triển phù hợp: dòng sản phẩm Affordable ("Vừa túi tiền") có thể "xuyên thủng thị trường". Thương hiệu NLG là một trong những thương hiệu hàng đầu trong phân khúc vừa túi tiền tại Việt Nam. - Cấu trúc vốn: Chiến lược gọi vốn ở cấp độ dự án cho phép quay vòng vốn nhanh hơn, tỷ số Net D/E kiểm soát ở mức lành mạnh.

Nguồn: VPBankS Research phân tích

CTCP Vinhomes (HSX: VHM)

MUA - Giá mục tiêu: 71,300 (+22%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHM, với giá mục tiêu 71,300 VND/cổ phiếu (+22%), dựa trên 3 luận điểm chính:

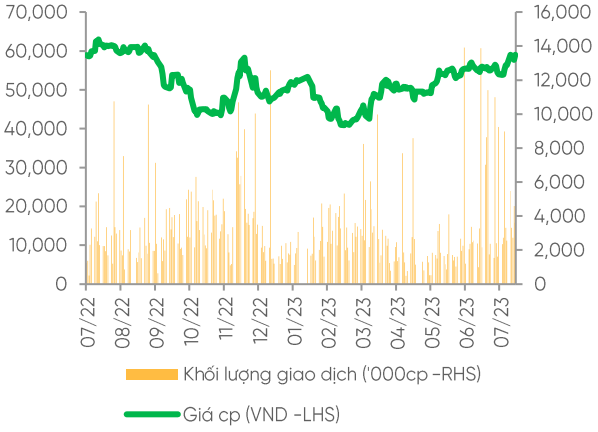
1. VHM là đơn vị phát triển bất động sản dẫn đầu tại Việt Nam. **Trong thị trường phân mảnh như lĩnh vực BĐS nhà ở, VHM đủ khả năng giữ vững vị thế dẫn đầu** thậm chí gia tăng thị phần từ các CĐT nhỏ hơn với các lợi thế rõ rệt từ hệ sinh thái hoàn thiện, thương hiệu, số lượng và quy mô các dự án khổng lồ với quỹ đất hơn 16.8 nghìn ha cho phép công ty phát triển mạnh mẽ trong dài hạn với hiệu quả kinh doanh vượt trội.

2. **Dù sẽ có thận trọng trong việc chào bán các dự án mới, chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2023F của VHM sẽ không bị ảnh hưởng trọng yếu trước khi tiếp tục phục hồi từ năm 2024F** nhờ các dự án mới. Với 5 đại dự án hiện tại, chúng tôi dự phóng LNST 2023F ở mức 31 nghìn tỷ và giá trị hợp đồng bán (presales) 2023F ở mức 70-75 nghìn tỷ, theo đó chúng tôi không nhận thấy áp lực đối với dòng tiền của VHM trong 12 tháng tới.

3. **Định giá hấp dẫn cùng hiệu quả hàng đầu:** Chúng tôi dự phóng VHM đang giao dịch ở mức PE forward 2023F/2024F lần lượt là 8.5 và 8.0 lần cùng ROE cao hơn trung bình ngành ở mức 15% (2023F).

Rủi ro đầu tư

1. **Lãi suất cao ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ các dự án và lợi nhuận doanh nghiệp:** VHM chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu). Tuy nhiên, xu hướng hiện tại NHNN đang muốn giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế, đồng thời VHM cũng có những chính sách hỗ trợ khách hàng để kích cầu sản phẩm.
2. **Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chồng chéo, chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại, đặc biệt là các Luật Đất đai, Luật nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS.
3. **Chào bán 3 đại dự án mới (Vũ Yên, Cổ Loa và Golden Avenue) có thể chậm hơn dự kiến của chúng tôi** do các dự án này đang trong quá trình hoàn thiện để được phê duyệt, đồng thời kế hoạch khởi động các dự án này vẫn phụ thuộc vào điều kiện thị trường.



Diễn biến giá

	1M	3M	12M
VHM (%)	5%	20%	-1%
VNIndex (%)	4%	13%	-1%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	25/07/2023
Giá hiện tại	VND 58,600
Giá mục tiêu	VND 71,300
Upside	+22%
Bloomberg	VHM VN Equity
Vốn hóa thị trường	255,166 tỷ VND
Biến động 52 tuần	40,900 VND
	63,000 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	169 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	24.16%

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	**62,392**	**91,101**	**104,621**
EBIT	25,072	29,049	34,354
LNST	**29,001**	**31,220**	**33,043**
EPS (VND)	6,621	6,904	7,307
Tăng trưởng EPS	-27%	4%	6%
P/E (x)	**8.9**	**8.5**	**8.0**
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	0	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%
P/B (x)	1.5	1.5	1.2
ROE (%)	**19%**	**15%**	**13%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	24%	23%	19%

Nguồn: VPBS Research

VPBank Securities

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)

GIỮ - Giá mục tiêu: 37,100 (+9%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu KDH, với giá mục tiêu 37,100 VND/cổ phiếu (+9%), dựa trên 3 luận điểm chính:

1. **KDH có thương hiệu tốt với uy tín cao** trong việc bàn giao giấy chứng nhận Quyền sử dụng đất (QSDĐ) giúp giá bán cao hơn trung bình ở các vị trí lân cận. KDH đồng thời sở hữu quỹ đất dự án quy mô lớn (khoảng 600ha) ở khu Đông và khu Nam TPHCM (phần nội thành), nơi luôn thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư với giá vốn tốt. Nhờ vậy, KDH thu hút được dòng vốn ngoại từ Keppel (tổng giá trị thỏa thuận hợp tác công bố 3.180 tỷ đồng) trong điều kiện các DN khác đang gặp khó khăn về dòng tiền.

2. **Pre-sales (giá trị bán hàng) 2023 sẽ tăng trở lại** từ mức thấp trong 2022 nhờ các dự án mở bán mới Clarita và The Privia bên cạnh việc hoàn thiện bán hàng Classia; trong đó dự án thấp tầng chiếm phần lớn dự báo lợi nhuận sau thuế (LNST) sau lợi ích cổ đông thiểu số (CĐTS). **Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ các dự án này sẽ khá tốt do sự khan hiếm các dự án, nhất là đối với dự án thấp tầng trong nội thành TPHCM kể cả khi thị trường BĐS được dự báo sẽ vẫn chưa sôi động trở lại trong 2023.**

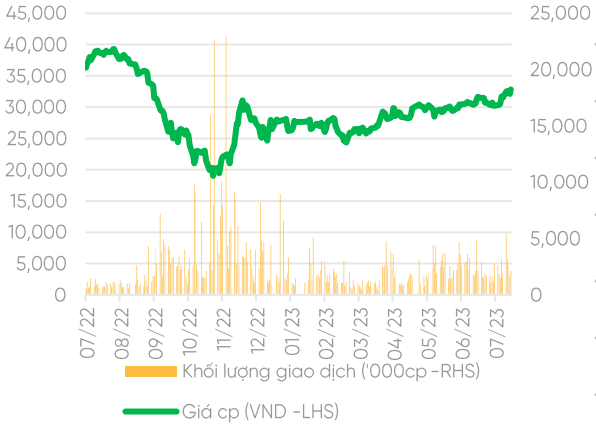
3. **Triển vọng vẫn rất tích cực với các dự án gối đầu:** Ngoài các dự án Clarita và The Privia kỳ vọng mở bán trong 2023, chúng tôi kỳ vọng KDH tiếp tục mở bán dự án Emeria và dự án Solina trong 2024.

Rủi ro đầu tư

1. **Lãi suất cao ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ các dự án và lợi nhuận doanh nghiệp:** KDH chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu). Tuy nhiên, xu hướng hiện tại NHNN đang muốn giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế, đồng thời KDH cũng có những chính sách hỗ trợ khách hàng để kích cầu sản phẩm.

2. **Cơ cấu cổ đông "loãng",** với tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo không cao.

3. **Rủi ro pháp lý và tiến độ dự án Tân Tạo:** Dự án Tân Tạo là dự án rất lớn về cả quỹ đất và tổng vốn đầu tư. Trong dài hạn dự án này được kỳ vọng là động lực lớn nhất giúp KDH vươn mình trở thành công ty hàng đầu trên thị trường, dù trong ngắn hạn việc triển khai có thể còn nhiều phức tạp do quy mô lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ đẩy nhanh công tác giải phóng mặt bằng (hiện tại 80%) và tiến độ xây dựng cho dự án này.



Ngày báo cáo	25/07/2023
Giá hiện tại	VND 34,150
Giá mục tiêu	VND 37,100
Upside	+9%
Bloomberg	KDH VN Equity
Vốn hóa thị trường	24,479 tỷ VND
Biến động 52 tuần	19,000 VND
	39,300 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	72 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	38.11%

Diễn biến giá

	1M	3M	12M
KDH (%)	9%	13%	-6%
VNIndex (%)	4%	13%	-1%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	**2,912**	**1,625**	**4,988**
EBIT	1,060	932	1,929
LNST	**1,081**	**1,159**	**1,420**
EPS (VND)	1,488	1,402	1,718
Tăng trưởng EPS	-18%	-6%	23%
P/E (x)	**22.9**	**24.4**	**19.9**
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%
P/B (x)	2.1	2.1	1.9
ROE (%)	**9%**	**9%**	**10%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	57%	172%	162%

Nguồn: VPBS Research

CTCP Đầu tư Nam Long (HSX: NLG)

GIỮ - Giá mục tiêu: 39,800 (+7%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu NLG, với giá mục tiêu 39,800 VND/cổ phiếu (+7%), dựa trên 3 luận điểm chính:

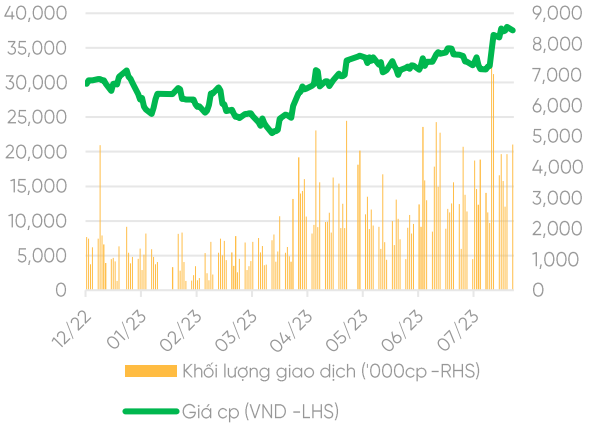
1. **Chính sách sản phẩm** được phát triển phù hợp, lãi suất tăng có thể gây khó khăn đối với nhà đầu cơ tuy nhiên cụ thể đối với dòng sản phẩm Affordable ("Vừa túi tiền") có thể "xuyên thủng thị trường" kể cả ở những giai đoạn khó khăn như 2011-2013. Thương hiệu NLG là một trong những thương hiệu hàng đầu trong phân khúc vừa túi tiền tại Việt Nam.

2. **Chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2023F của NLG có sự tăng trưởng tốt** nhờ 4 dự án hiện tại cũng như lợi tức từ chuyển nhượng vốn tại dự án Paragon. Với 4 dự án Izumi City, Southgate, Akari City, Mizuki Park (EhomeS Cần Thơ chỉ đóng góp vào presales), chúng tôi dự phóng LNST 2023F ở mức 965 tỷ và giá trị hợp đồng bán (presales) 2023F ở mức 8 nghìn tỷ, theo đó chúng tôi không nhận thấy áp lực đối với dòng tiền của NLG trong 12 tháng tới.

3. **Cấu trúc vốn:** Chiến lược gọi vốn ở cấp độ dự án cho phép quay vòng vốn nhanh hơn, dòng vốn quay lại sớm hơn dùng cho việc phát triển quỹ đất trong tương lai. Cấu trúc vốn này cũng cho phép tỷ số Net D/E kiểm soát ở mức lành mạnh.

Rủi ro đầu tư

1. **Lãi suất cao ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ các dự án và lợi nhuận doanh nghiệp:** NLG chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu). Tuy nhiên, xu hướng hiện tại NHNN đang muốn giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế, đồng thời NLG cũng có những chính sách hỗ trợ khách hàng để kích cầu sản phẩm.
2. **Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chồng chéo, chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại, đặc biệt là các Luật Đất đai, Luật nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS.
3. **Chào bán các phân khu mới của các dự án trọng điểm hiện tại có thể chậm hơn dự kiến của chúng tôi.**



Ngày báo cáo	25/07/2023
Giá hiện tại	VND 37,200
Giá mục tiêu	VND 39,800
Upside	+7%
Bloomberg	NLG VN Equity
Vốn hóa thị trường	14,288 tỷ VND
Biến động 52 tuần	22,659 VND
	38,050 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	68 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	42.15%

Diễn biến giá

	1M	3M	12M
NLG (%)	11%	11%	3%
VNIndex (%)	4%	13%	-1%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	**4,339**	**4,122**	**5,345**
Thu nhập từ cty liên doanh/ liên kết	25	330	330
LNST	**866**	**965**	**999**
EPS (VND)	1,297	1,464	1,516
Tăng trưởng EPS	-51%	13%	4%
P/E (x)	**28.7**	**25.4**	**24.5**
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	852	500	500
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	2.3%	1.3%	1.3%
P/B (x)	1.6	1.5	1.3
ROE (%)	**4%**	**4%**	**4%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	39%	33%	29%

Nguồn: VPBS Research

VPBank Securities

Chủ đề đầu tư 2: Vượt thoát rủi ro

Ý tưởng đầu tư: Các doanh nghiệp chịu áp lực tài chính nhưng có khả năng vượt qua được, kỳ vọng turnaround (hồi phục/ chuyển mình) để mạnh mẽ trở lại đường đua

- Các DN chịu áp lực tài chính nhưng có thể chuyển mình vượt thoát khó khăn, kỳ vọng mang lại lợi tức lớn từ giá cổ phiếu hồi phục
- Định giá hấp dẫn trong dài hạn do đã có quá trình điều chỉnh thị giá nhanh, mạnh trong giai đoạn trước
- Quỹ đất lớn, hấp dẫn cho các thương vụ M&A. Đây chính là cơ sở để DN vượt khỏi bẫy dòng tiền trước mắt và phục hồi mạnh mẽ trong tương lai.
- Mức độ rủi ro của chủ đề đầu tư này cao hơn chủ đề đầu tư 1 (các DN đầu ngành) nhưng lợi nhuận kỳ vọng cao hơn, quá trình tăng giá quyết đoán hơn khi DN đã vượt qua được giai đoạn khó khăn để quay về mức trung bình.

Dữ liệu tham chiếu:

- Dữ liệu PB trong 10 năm (từ 2013-nay) của từng doanh nghiệp.

Mã CK	Tên	Giá mục tiêu VND	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	PB hiện tại	PB trung bình 10 năm	% Tiền & tương đương tiền/ TTS	% Hàng tồn kho/ TTS	% Vay nợ ngắn dài hạn/ TTS	Điểm nhấn đầu tư
PDR	BĐS Phát Đạt	25,200	18%	1.7	2.5	1%	59%	19%	- 2023 dự kiến sẽ là đáy lợi nhuận, từ 2024 lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ theo sự phục hồi chung của thị trường BĐS nhờ các chính sách hỗ trợ mạnh mẽ - Việc phát hành cho cổ đông hiện hữu và nhà đầu tư chuyên nghiệp thành công (30% vốn điều lệ) sẽ cung cấp nguồn tài chính quý báu giúp DN chuyển mình vượt thoát khỏi vũng lầy hiện tại.
DXG	Địa ốc Đất Xanh	21,200	28%	1.1	1.4	2%	50%	20%	- Hệ sinh thái toàn diện theo chuỗi giá trị từ Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ giúp doanh nghiệp tối ưu hóa nguồn lực, nắm bắt cơ hội thị trường và gia tăng giá trị cho khách hàng. - DXG hiện đang có quỹ đất lớn để phát triển các dự án (hiện tại: 2,300 ha, trong dài hạn: 3,500 ha).

Nguồn: VPBankS Research phân tích

CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (HSX: PDR)

MUA - Giá mục tiêu: 25,200 (+18%)

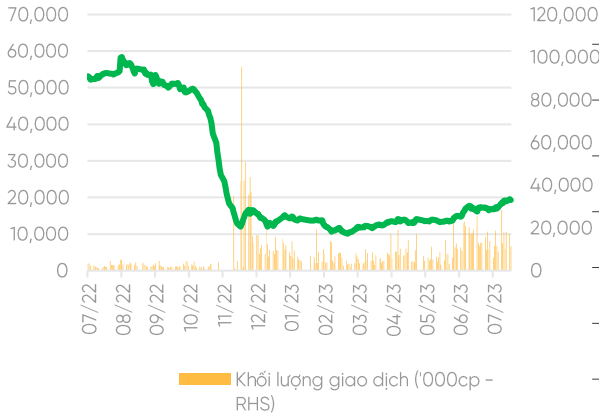
Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PDR, với giá mục tiêu 25,200 VND/cổ phiếu (+18%), dựa trên 3 luận điểm chính:

1. **Việc kiểm soát tín dụng và TPDN cũng như sự chậm lại của thị trường BĐS** gây ra áp lực về dòng tiền đối với PDR, nhưng công ty này đã nhanh chóng tái cấu trúc danh mục và thanh toán nhiều khoản vay trái phiếu làm giảm áp lực nợ vay đến hạn. Quan trọng hơn, nếu kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông (hiện hữu và phát hành riêng lẻ) thành công như kế hoạch sẽ giúp PDR có thêm hơn 2,000 tỷ để giải quyết nợ vay đến hạn và phát triển các dự án trọng điểm.
2. **Chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2023F của PDR sẽ có sự điều chỉnh mạnh** do doanh thu ghi nhận chỉ từ bàn giao các sản phẩm đã bán từ trước. Tuy nhiên, presales có thể sẽ vẫn được tiếp tục với 3 dự án trọng điểm Ngô Mây, Bình Dương NTMK và Bắc Hà Thanh. Đây sẽ là cơ sở cho sự tăng trưởng trở lại vào 2024.
3. **Với sự hỗ trợ mạnh mẽ của chính sách đặc biệt từ công cụ chính sách tiền tệ,** chúng tôi kỳ vọng các biện pháp hỗ trợ sẽ thẩm thấu nhanh hơn vào thị trường BĐS làm thị trường này ấm lại nhanh hơn dự kiến, theo đó PDR có thể triển khai các dự án theo kế hoạch của ban lãnh đạo.

Rủi ro đầu tư

1. **Lãi suất cao ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ các dự án và lợi nhuận doanh nghiệp:** PDR chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu). Tuy nhiên, xu hướng hiện tại NHNN đang muốn giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế, đồng thời PDR cũng có những chính sách hỗ trợ khách hàng để kích cầu sản phẩm.
2. **Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chồng chéo, chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại, đặc biệt là các Luật Đất đai, Luật nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS.
3. **Mô hình kinh doanh bán sỉ ẩn chứa rủi ro đối tác (counterparty risk).** Mô hình kinh doanh hiện tại của PDR có rủi ro tập trung vào đối tác phân phối. PDR đang cân nhắc lại mô hình kinh doanh này với sự thành lập công ty Phát Đạt Realty để tránh rủi ro tập trung vào đối tác phân phối độc quyền.



Ngày báo cáo	25/07/2023
Giá hiện tại	21,350 VND
Giá mục tiêu	25,200 VND
Upside	18%
Bloomberg	PDR VN Equity
Vốn hóa thị trường	14,340 tỷ VND
Biến động 52 tuần	10,100 VND
	58,400 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	150 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	2.98%

Diễn biến giá

	1M	3M	12M
PDR (%)	23%	56%	-60%
VNIndex (%)	5%	13%	-1%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	**1,505**	**964**	**2,695**
EBIT	971	436	1,429
LNST	**1,170**	**683**	**1,115**
EPS (VND)	1,653	731	1,211
Tăng trưởng EPS	-55%	-56%	66%
P/E (x)	**12.9**	**29.2**	**17.6**
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%
P/B (x)	1.5	1.7	1.5
ROE (%)	**12%**	**6%**	**9%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	48%	27%	24%

Nguồn: VPBS Research

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HSX: DXG)

MUA – Giá mục tiêu: 21,200 (+28%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG, với giá mục tiêu 21,200 VND/cổ phiếu (+28%), dựa trên 3 luận điểm chính:

1. **Hệ sinh thái toàn diện** theo chuỗi giá trị từ Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ giúp doanh nghiệp tối ưu hóa nguồn lực, nắm bắt cơ hội thị trường và gia tăng giá trị cho khách hàng. Trong đó, mảng dịch vụ của DXG đang đứng hàng đầu toàn quốc với CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (HSX: DXS) .

2. **DXG hiện đang có quỹ đất lớn** để phát triển các dự án (hiện tại: 2,300 ha, trong dài hạn: 3,500 ha) với các dự án tại TPHCM và các dự án tại các thành phố vệ tinh như Bình Dương, Đồng Nai. Trong 2022, DXG đã mua thêm quỹ đất ở Bình Dương cho 3 dự án Park View (5ha), Park City (10ha) và Opal Luxury (8.6ha) tuy nhiên các dự án trên sẽ chỉ được triển khai trong trung dài hạn (3-5 năm), theo quan điểm của chúng tôi. Trong ngắn hạn, lợi nhuận của DXG có thể sẽ bị ảnh hưởng do chi phí lãi vay dùng để tài trợ cho các dự án mở rộng quỹ đất trên.

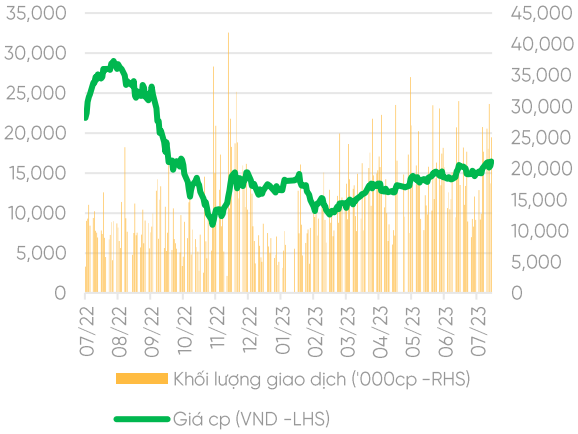
3. **Thách thức từ thị trường BĐS sẽ có tác động đến giá trị hợp đồng bán (presales) và hoạt động môi giới BĐS của DXS**, theo đó LNST của DXG sẽ không có sự tăng trưởng vượt trội từ các dự án mới trong 2023F-2024F nhưng vẫn sẽ có sự tăng trưởng từ các dự án hiện hữu nhờ bàn giao dự án Opal Skyline (bàn giao trong 2023 thay vì Q4/2022) và dự án Gem Sky World.

Rủi ro đầu tư

1. **Lãi suất cao ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ các dự án và lợi nhuận doanh nghiệp:** DXG chịu tác động từ cả chiều sử dụng vốn của nhà phát triển (cung) và chiều tài chính của người mua nhà (cầu). Tuy nhiên, xu hướng hiện tại NHNN đang muốn giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế, đồng thời DXG cũng có những chính sách hỗ trợ khách hàng để kích cầu sản phẩm.

2. Dù tỷ lệ D/E hiện tại vẫn khá an toàn nhưng nếu tình hình mở bán các dự án mới và tiến độ bàn giao kém khả quan kéo dài những năm tới, dòng tiền kinh doanh của DXG tiếp tục thâm hụt lớn như 2022 sẽ tạo **áp lực lớn lên khả năng thanh toán.**

3. **Rủi ro pháp lý:** Các văn bản pháp lý còn chồng chéo, chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại, đặc biệt là các Luật Đất đai, Luật nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS.



	Ngày báo cáo	25/07/2023
	Giá hiện tại	VND 16,600
	Giá mục tiêu	VND 21,200
	Upside	+28%
	Bloomberg	DXG VN Equity
	Vốn hóa thị trường	10,127 tỷ VND
	Biến động 52 tuần	VND 8,530
		VND 29,000
	Giá trị giao dịch trung bình YTD	217 tỷ VND
	Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	18.24%

Diễn biến giá

	1M	3M	12M
DXG (%)	8%	28%	-23%
VNIndex (%)	4%	13%	-1%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	**5,581**	**5,114**	**5,550**
EBIT	806	1,066	1,138
LNST CĐCTM	**149**	**143**	**154**
EPS (VND)	231	227	232
Tăng trưởng EPS	-88%	-1%	2%
P/E (x)	**62.9**	**73.0**	**71.5**
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%
P/B (x)	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	**1%**	**1%**	**1%**
Nợ vay / Vốn CSH (%)	41%	39%	36%

Nguồn: VPBS Research

VPBank Securities

THANK YOU