

BĐS Nhà ở Việt Nam: Chờ ánh bình minh

Báo cáo cập nhật

Tháng 12/2023

Mục lục

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

Cập nhật thị trường BĐS nhà ở HCM & HN

Áp lực đáo hạn TPDN: Rủi ro dị biệt

Chính sách tiền tệ: Bảng sẽ dần tan

Phần II: Triển vọng 2023–2025: Nhiều động trên đường hồi phục

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

Tâm lý thị trường: CĐT ứng phó thách thức như thế nào?

Triển vọng thị trường 2023F–2025F

Điểm đảo chiều ở đâu?

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

Cập nhật KQKD Q3/2023

Điểm nhấn và Khuyến nghị

Chủ đề đầu tư 1 – Tận dụng tiềm lực

Chủ đề đầu tư 2 – Vượt thoát rủi ro

Tình hình thị trường BĐS Việt Nam

Thị trường Căn hộ - TP.HCM (9T/2023)

The Glory Heights (Vinhomes Grand Park) đã đẩy tổng nguồn cung Q3 2023 tăng lên đáng kể

Nguồn cung mới
6,406 căn
(-65% YoY)

Số căn bán
6,093 căn
(% -55YoY)

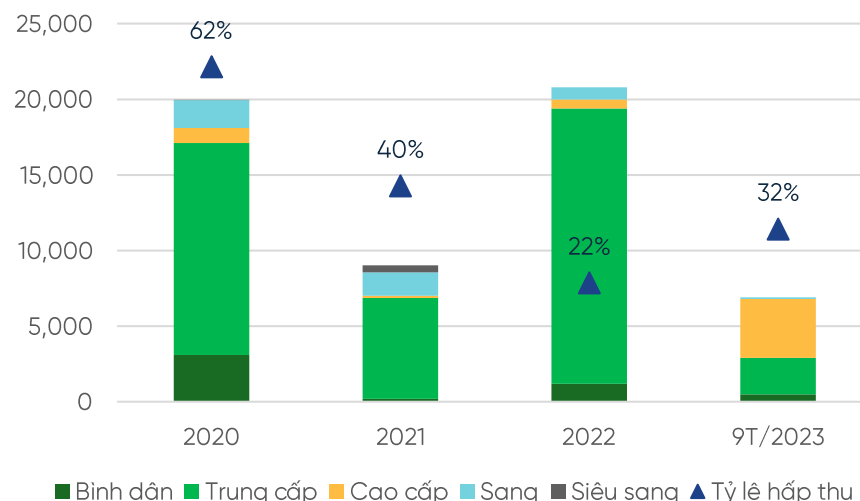
Tỷ lệ hấp thụ
32%
(+1000bps)

Trong Q3/2023, nguồn cung thị trường căn hộ ở TP.HCM tăng khoảng 3,790 căn, tăng gấp 4 lần QoQ và giảm 24% YoY, đẩy tổng nguồn cung mới tăng lên 6,406 căn 9T/2023. Phần lớn 84% nguồn cung này đến từ The Glory Heights, một trong những phân khúc của đại dự án Vinhomes Grand Park Q9, TP.HCM. Lượng giao dịch trong Q3/2023 đạt 3,140 căn, tăng 561% theo quý và 102% theo năm, Đẩy số lượng bán 9T đầu bán lên đến 6,093 căn. Tỷ lệ hấp thụ cải thiện 21 điểm phần trăm theo quý và 12 điểm phần trăm theo năm lên 32%. Vinhomes Grand Park – The Glory Heights chiếm 55% lượng bán trong quý. Ngoài ra, Thủ Thiêm Zeit River và Metropole Thủ Thiêm – The Opusk là hai dự án cao cấp tiêu biểu ở vị trí đắc địa cũng góp phần vào số lượng giao dịch trong Q3/2023. Mặt bằng chung giá bán trong khu vực TP.HCM không thay đổi vẫn giao dịch ở mức trung bình 3,259 USD/m².

Đến cuối năm 2023 dự kiến sẽ có hơn 1,900 căn mới được chào bán. Hạng Trung cấp sẽ là sản phẩm chủ lực với 69% thị phần, hạng Cao cấp sẽ có 26% thị phần và hạng Siêu sang sẽ có 5%. The Privia (dự án mới) và các giai đoạn tiếp theo tại La Partenza và West Gate dự kiến ra mắt vào tháng 10 năm 2023 với giấy phép mua bán hoặc xây dựng. Một số dự án đang tạm dừng cũng sẽ được tái khởi động vào Q4/2023, bao gồm Salto Residence và Fiato Premier

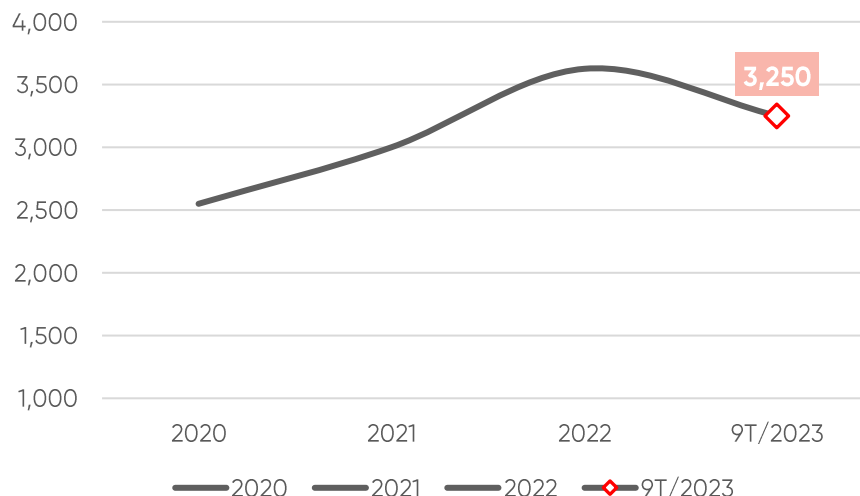
Nguồn cung mới khu vực TP. HCM

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực TP. HCM

Đơn vị: USD/m²



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

Thị trường Nhà đất - TP.HCM (9T/2023)

Nguồn cung hạn chế - Tâm lý chờ đợi

Nguồn cung mới

338 căn

(-78% YoY)

Số căn bán

488 căn

(-90% YoY)

Tỷ lệ hấp thụ

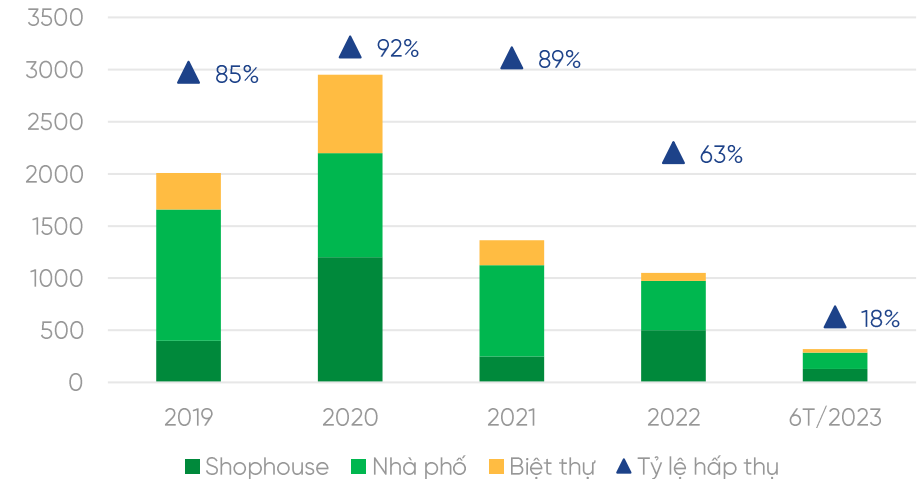
18%

(-45%)

- Trong Q3/2023 thị trường không có nguồn cung mới vào cho các sản phẩm nhà đất như là nhà liền kề và biệt thự. Do thị trường bất động sản chưa thực sự hồi phục tích cực và những vướng mắc về pháp lý và quy trình phê duyệt làm CĐT do dự phát triển mới các sản phẩm nhà đất. **Lượng giao dịch trong Q3/2023 chỉ đạt 71 căn, thấp nhất kể từ năm 2018**, giảm 43% theo quý và 82% theo năm, do nguồn cầu suy giảm, không có nguồn cung mới và hàng tồn kho đất đỏ. Tỷ lệ hấp thụ chỉ đạt 8%, làm tỷ lệ hấp thụ 9T/2023 chỉ đạt 18%. Nhà phố thương mại chiếm 64% lượng giao dịch trong quý, chủ yếu đến từ The Global City.
- Giá bán sơ cấp trung bình của TP. HCM lên ở mức **14.627 USD/m² đất, tăng 8% theo quý và 19% theo năm**. Sự tăng trưởng bắt nguồn từ các dự án có giá trị cao trong nguồn cung sơ cấp của thành phố. Các dự án ảnh hưởng lớn đến giá sơ cấp trung bình đáng chú ý bao gồm The Global City tại Quận 2 hay The Rivus Elie Saab tại Vinhomes Grand Park Quận 9 – đều được Masterise Homes phát triển.
- Trong Q4/2023, dự kiến sẽ có khoảng **200 căn mới được chào bán ra thị trường**. Và đến năm 2026, thị trường được kỳ vọng sẽ đón thêm 4,600 căn được chào bán cũng như nhiều dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm được hoàn thiện. Đến năm 2026, việc hoàn thành sân bay Long Thành và đường Vành Đai 3 dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu nhà ở tại Thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, và Long An.

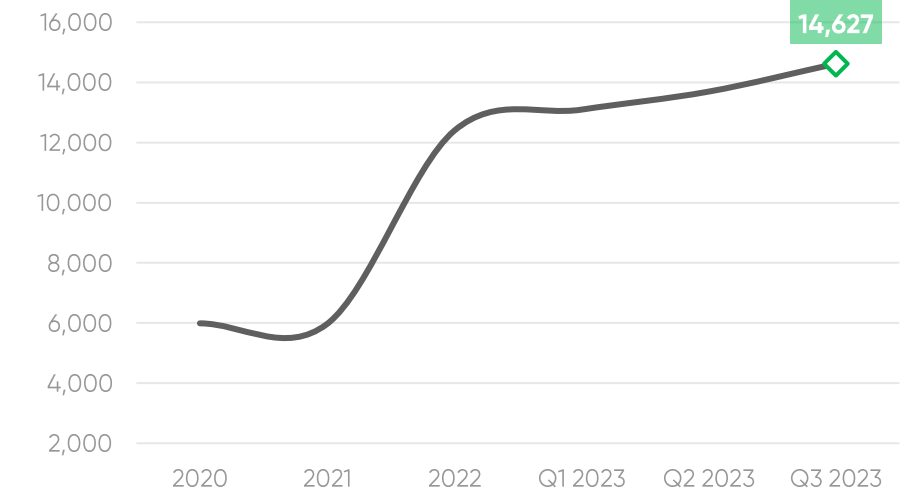
Nguồn cung mới khu vực TP. HCM

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực TP. HCM

Đơn vị: USD/m²



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

Thị trường Căn hộ - Hà Nội (9T/2023)

Nhu cầu dần được cải thiện, đến từ người mua để ở, nhưng vẫn chưa hoàn toàn phục hồi

Nguồn cung mới
5,502 căn
(-44% YoY)

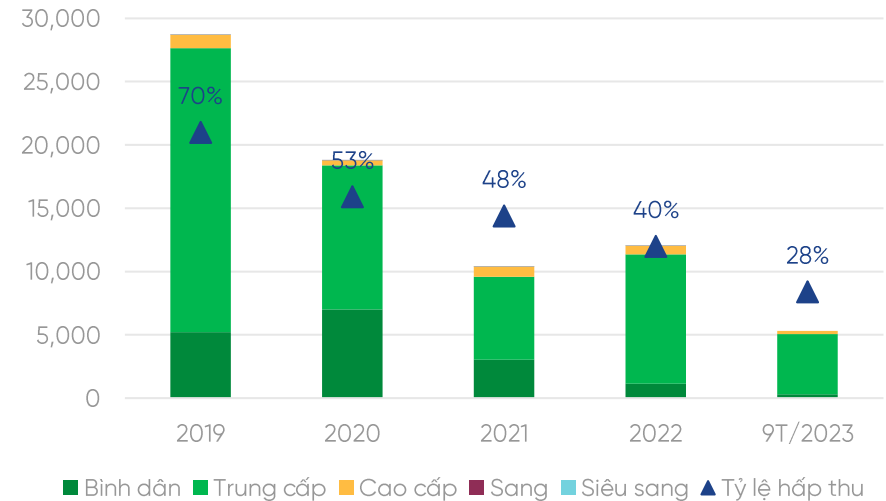
Số căn bán
5,761 căn
(-46% YoY)

Tỷ lệ hấp thụ
28%
(-1200bps)

- **Động thái giảm lãi suất của Ngân hàng Nhà nước đã tạo điều kiện cho các nhà đầu tư và người mua để ở quay trở lại thị trường.** Tuy nhiên, nguồn cung mới trong 9T/2023 đạt 5,502 căn giảm đáng kể so với chu kỳ từ năm 2020 đến năm 2022. Trong 9T/2023, gần 5,761 căn đã được bán ra, tăng 10% theo quý, nhưng vẫn giảm 49% theo năm nhờ giảm lãi suất cho vay. Các dự án có doanh số bán hàng khả quan nằm ở các thị trường phía Tây và ngoại thành. Bên cạnh đó, các dự án sở hữu tiến độ xây dựng tốt, địa vị pháp lý rõ ràng và đa dạng tiện ích, tiện ích cũng ghi nhận doanh số bán hàng cao.
- **Giá sơ cấp trung bình trong Q3 2023 đã gần gấp đôi giá năm 2018.** Giá đạt **2.170 USD/m²**, tăng 5% theo quý và gần 12% theo năm. Các dự án có mức tăng giá cao nhất chủ yếu là các dự án ở khu vực phía Tây (quận Cầu Giấy và Nam Từ Liêm).
- **Trong Q4/2023, nguồn cung tương lai gồm 2.200 căn hộ. 88% sẽ đến từ các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu.** Do quỹ đất ở các quận nội thành hạn chế, nguồn cung căn hộ có xu hướng lan rộng ra các khu vực xa hơn như phía Đông là điểm đến của các khu đô thị tích hợp lớn cung cấp các tiện ích tất cả trong một và vị trí thuận lợi đi qua các dự án giao thông trọng điểm như đường vành đai 4 và đường vành đai 3.

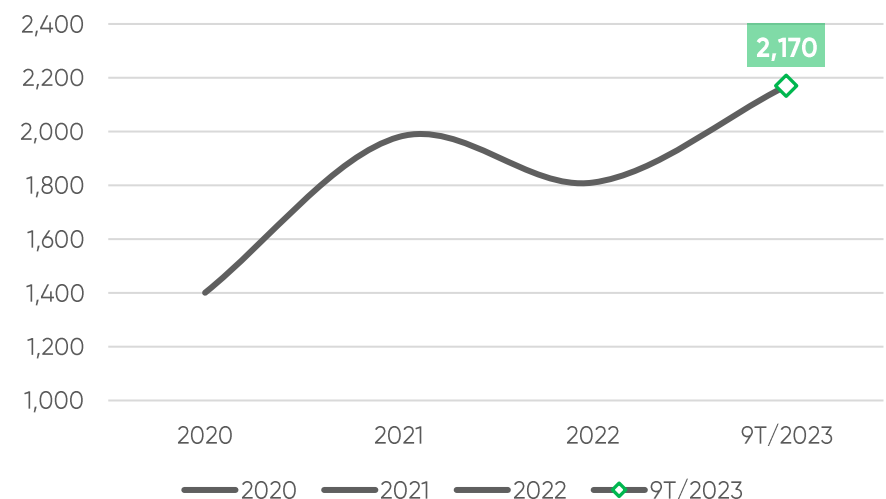
Nguồn cung mới khu vực Hà Nội

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực Hà Nội

Đơn vị: USD/m²



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

Thị trường Nhà đất - Hà Nội (9T/2023)

Q3/2023 tiếp tục chứng kiến sự khan hiếm nguồn cung mới

Nguồn cung mới

432 căn

(-70% YoY)

Số căn bán

180 căn

(-65% YoY)

Tỷ lệ hấp thụ

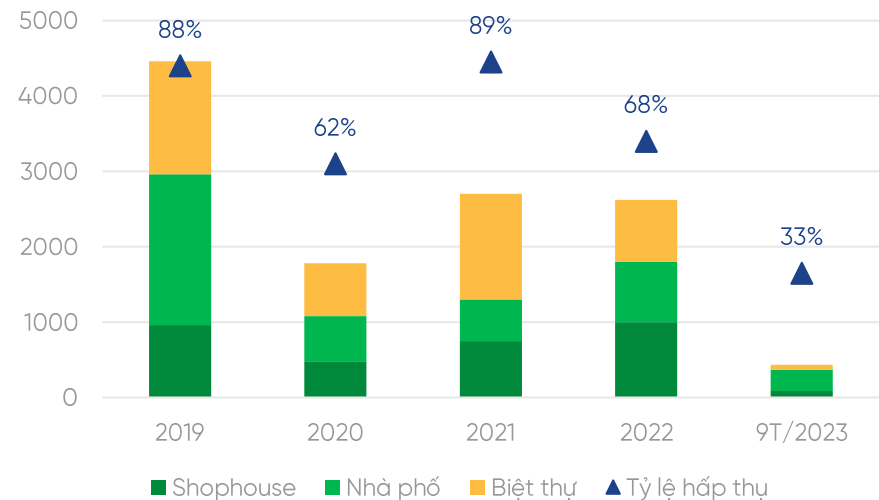
33%

(-500bps)

- Nguồn cung nhà liền thổ mới của Hà Nội giảm đáng kể từ 102 căn xuống còn 83 căn, giảm 19% theo quý và 87% theo năm và không có dự án mới nào được đưa ra thị trường trong Q3/2023. Mặc dù có sự cải thiện trong lượng căn bán ra trong quý. Tổng lượng căn bán trong 9T/2023 chỉ đạt 180 căn, bằng 6% lượng căn bán ra trong 9T/2018. Do đó, thị trường vẫn cần thêm thời gian và nỗ lực để bắt đầu thực sự phục hồi. Bên cạnh đó, khách hàng có xu hướng sẵn sàng giao dịch hơn nếu các dự án có thể cung cấp cho họ địa vị pháp lý rõ ràng, hạ tầng đồng bộ, tiện ích đa dạng. Giá sơ cấp trung bình của bất động sản liền thổ trong Q3/2023 đạt 5.459 USD/m² đất, tăng 32% theo quý nhưng vẫn giảm 19% theo năm. Sự gia tăng giá mặt bằng sơ cấp như vậy được cho là do sự gia tăng đáng kể trong dự án Rue De Charme, nơi ghi nhận phần lớn khối lượng bán trong quý này
- Trong Q4/2023, thị trường dự kiến sẽ có thêm 528 căn từ 5 dự án; 70% số căn sẽ đến từ các dự án mới. Đến năm 2025, dự kiến có 9.000 căn thấp tầng mới từ 34 dự án. Đông Anh là dẫn đầu với 23% thị phần nguồn cung tương lai, tiếp theo là Quận Hà Đông với 19%. 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. Điều này sẽ làm giảm áp lực thiếu quỹ đất trong khu vực trung tâm.

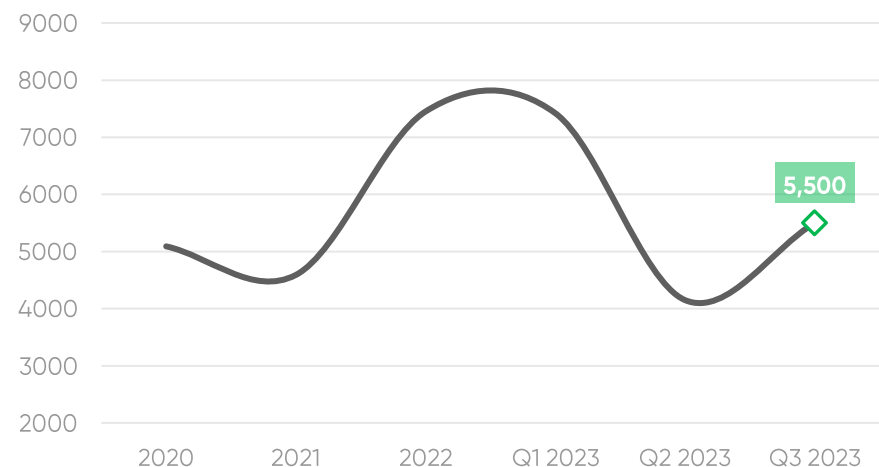
Nguồn cung mới khu vực Hà Nội

Đơn vị: căn



Giá bán trung bình khu vực Hà Nội

Đơn vị: USD/m²

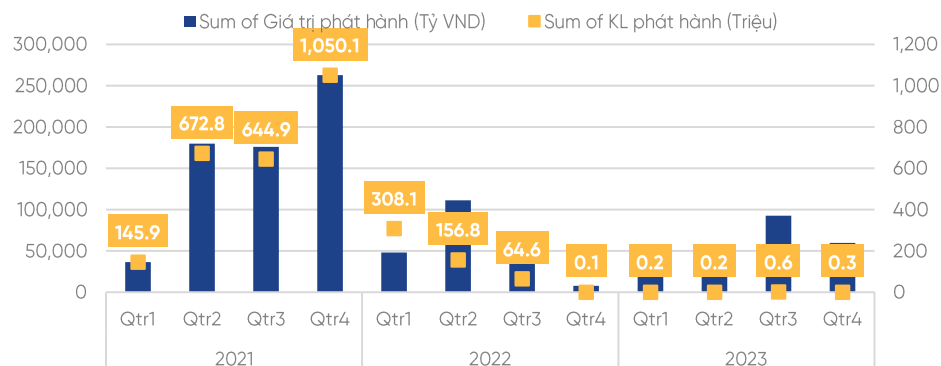


Nguồn: Savills, CBRE, Cushman & Wakefield, VPBankS Research phân tích

Áp lực đáo hạn TPDN: Rủi ro dựu bớt

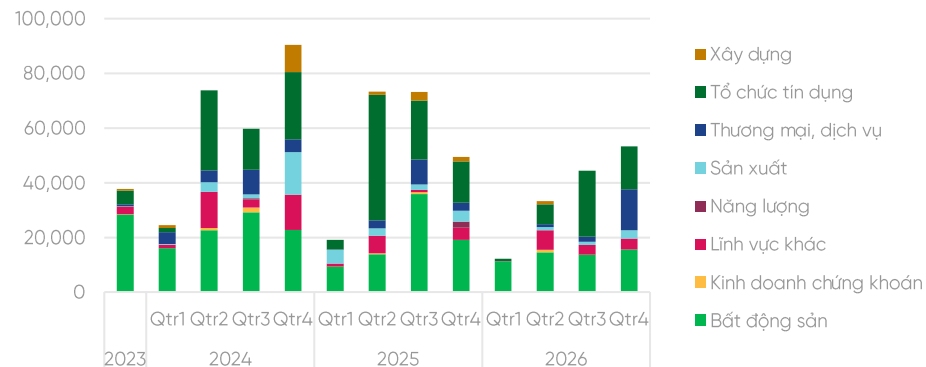
Hoạt động phát hành mới suy giảm

Đơn vị: tỷ VNĐ



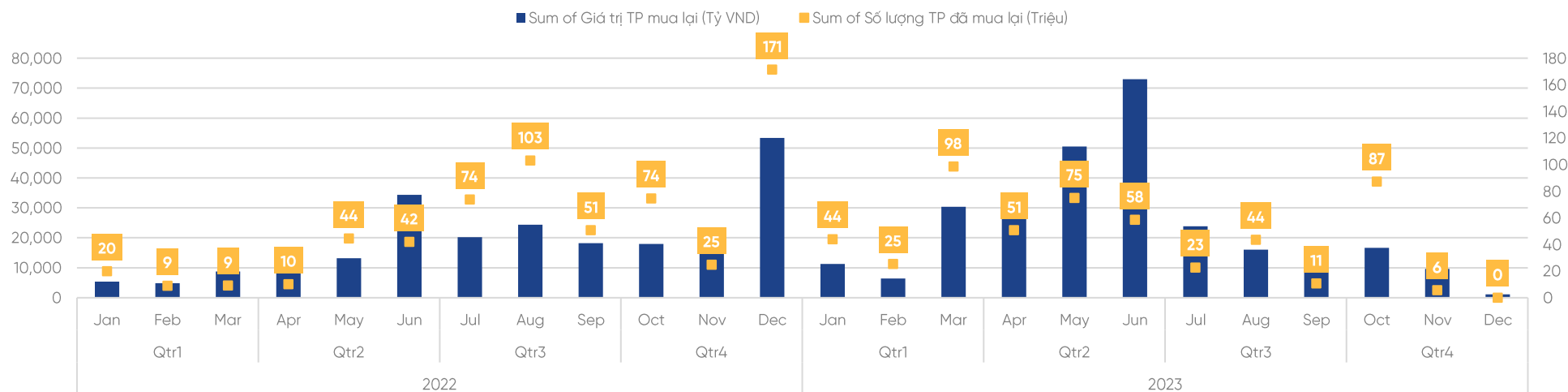
Giá trị trái phiếu đáo hạn theo ngành (trừ ngân hàng)

Đơn vị: tỷ VNĐ



Hoạt động mua lại TP giảm cường độ trong 2H.2023

Đơn vị: tỷ VNĐ

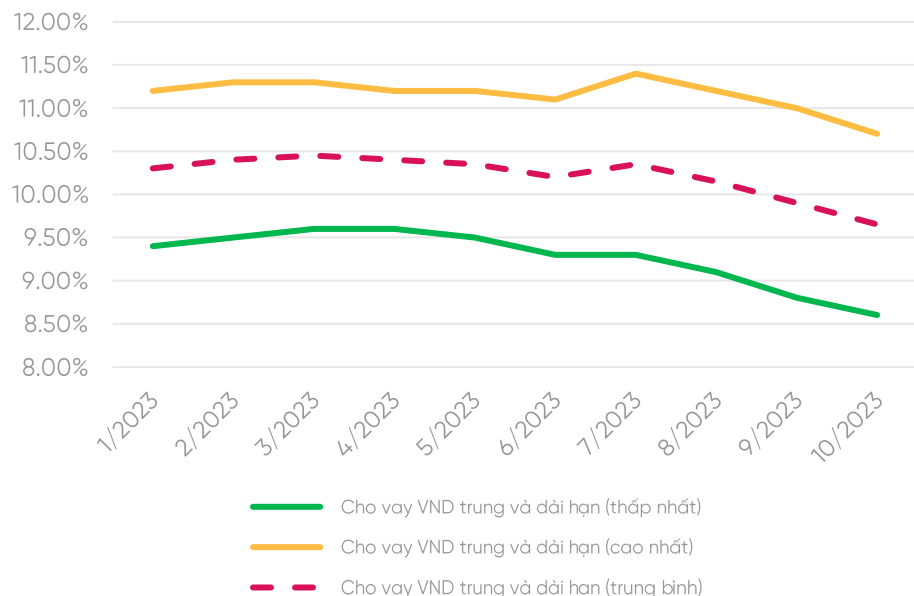


- Trong 2023, chúng tôi nhận thấy áp lực từ thị trường TPDN đã dịu bớt khi các DN gia hạn nợ trái phiếu theo Nghị định 08/2023/NĐ CP và tinh thần Nghị quyết 33/2023/NQ-CP.
- Trong khi việc mua lại trái phiếu diễn ra rất mạnh trong 2H.2022 và 1H.2023, hoạt động mua lại có sự giảm nhiệt rõ ràng trong 2H.2023.

Chính sách tiền tệ: Nắng ấm sẽ về

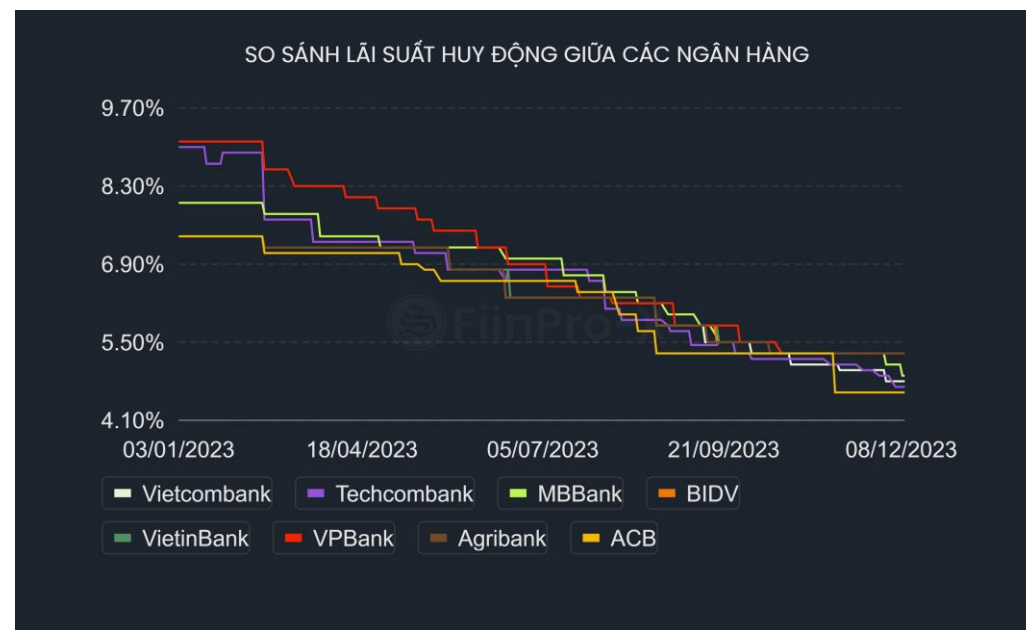
Lãi suất cho vay trung dài hạn điều chỉnh nhẹ

Đơn vị: %



Lãi suất huy động tiếp tục giảm trong Q2/2023

Đơn vị: %



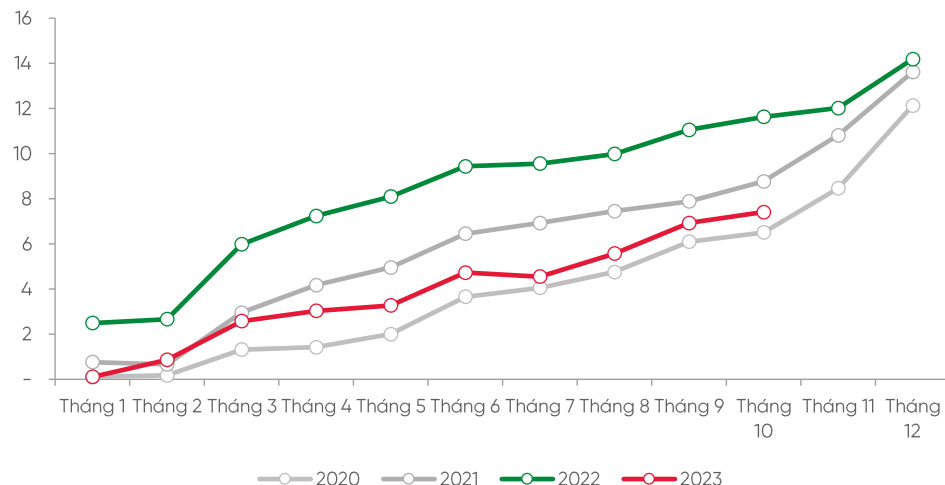
- Theo đà cắt giảm lãi suất điều hành quyết liệt của NHNN, lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng đã giảm 400-450 bps so với đầu năm về mức 4.5% đến 5.5%, làm giảm áp lực lãi vay lên các khoản vay lãi suất thả nổi của các DN BĐS (giảm trung bình 80bps, theo ước tính của chúng tôi).
- **Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng lãi suất vay mua nhà thả nổi sẽ tiếp tục giảm trong các tháng tới.** Theo ước tính và quan sát của chúng tôi, lãi suất vay mua nhà thả nổi trung bình đã giảm xuống 10,5%-12,5% vào đầu tháng 12/2023 so với mức đỉnh là khoảng 14,5% vào tháng 2/2023, trong khi lãi suất ưu đãi năm đầu tiên đã giảm 1-3 điểm % trong quý 3/2023 so với quý 2/2023. **Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay (bao gồm lãi suất vay mua nhà) sẽ tiếp tục giảm trong các tháng tới do Chính phủ và NHNN khuyến khích các ngân hàng thương mại giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế.** Chúng tôi kỳ vọng việc giảm lãi suất vay mua nhà sẽ tiếp tục hỗ trợ cải thiện niềm tin của người mua nhà và các hoạt động môi giới BĐS, hỗ trợ triển vọng doanh số bán BĐS trong năm 2024.

**Triển vọng 2023-2024:
Nhiều động trên đường hồi phục**

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

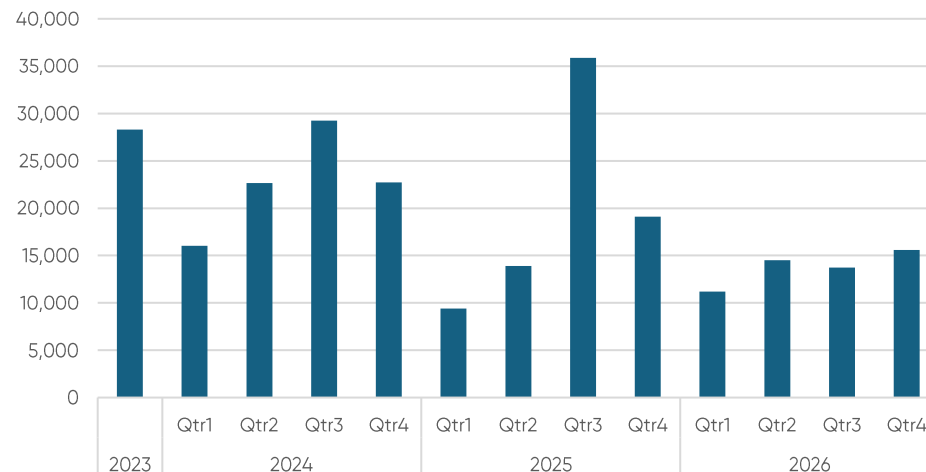
Tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức thấp

Đơn vị: %



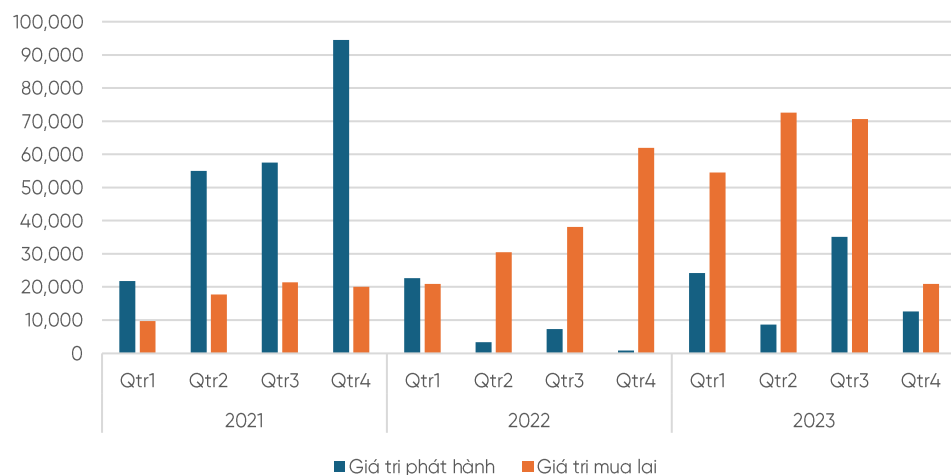
Áp lực trái phiếu đáo hạn ngành Bất động sản

Đơn vị: Tỷ VNĐ



Áp lực trái phiếu đáo hạn ngành Bất động sản

Đơn vị: Tỷ VNĐ



- **Việc TTTD không mấy thuận lợi không còn là câu chuyện mới.** Theo NHNN, tính đến cuối tháng 09/2023, tăng trưởng tín dụng toàn ngành chỉ đạt khoảng 6.9%, tức là còn cách xa mục tiêu của CT01 1 nửa (mục tiêu là 14%). Theo thông tin mới nhất từ SBV, tháng 10 vừa rồi TTTD có tăng được lên 7.4%, nếu nói về mức độ tăng trưởng, thì được coi như là đi ngang.
- Theo thông tin chúng tôi thu thập được, do nguồn vốn cho vay TDH hiện bị quá tỷ lệ nên ngân hàng sẽ không ưu tiên giải ngân TDH trong năm nay, chỉ giải ngân ngắn hạn (dưới 12 tháng) nên các khoản vay mới BĐS sẽ khó tăng trưởng trong năm nay. Điều này cũng phần nào làm chậm tốc độ hồi phục của thị trường BĐS và làm NĐT giữ thái độ thận trọng hơn, ít nhất cho đến hết Q4 năm nay.
- Tổng giá trị phát hành trái phiếu ngành Bất động sản trong 11T/2023 đạt khoảng 80,567 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 2H.2023 đã giảm so với 6 tháng trước và so với cùng kỳ. Tuy nhiên áp lực trả nợ trong 18 tháng tới vẫn là rất lớn, đặc biệt trong Q3.2024 (29,248 tỷ VNĐ).

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Luật Nhà ở & Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi)

Luật Nhà ở sửa đổi, Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi được QH lần lượt thông qua vào sáng 27/11 và 28/11/2023, có hiệu lực từ 1/1/2025. Luật Đất đai sửa dự kiến được QH thông qua vào 05/2024.

Luật Nhà ở (sửa đổi)

1 Không quy định thời hạn sở hữu nhà chung cư

2 Tổng Liên Đoàn Lao Động Việt Nam là cơ quan chủ quản dự án đầu tư xây dựng NOXH

3 Được dành 20% quỹ đất NOXH cho thương mại, song CĐT phải nộp tiền SD đất với phần đầu tư nhà ở thương mại.

Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi)

1 Không được chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho cá nhân tự xây dựng nhà ở, tự phân lô bán nền trong khu vực các phường, quận, thành phố của đô thị loại đặc biệt, loại I, II và III.

2 Khi nhà ở, công trình XD đáp ứng đủ điều kiện đưa vào kinh doanh thì CĐT được thu tiền đặt cọc tối đa là 5% giá bán, cho thuê mua.

3 Cho tới khi được nhận nhà, khách hàng chỉ thanh toán 50% giá trị nhà ở, công trình thuê mua.

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Tâm lý Chủ đầu tư (CĐT): Ứng phó thách thức

Một số chính sách bán hàng đặc biệt được các CĐT áp dụng nhằm kích cầu

- 01 Nhiều sự lựa chọn các phương án thanh toán linh hoạt
- 02 Hỗ trợ lãi suất trong thời gian dài (lên đến 8 năm), giãn tiến độ thanh toán (lên đến 7 năm)
- 03 Chiết khấu trực tiếp vào giá bán dành cho những khách hàng thực hiện thanh toán sớm toàn bộ giá trị căn hộ ngay trong năm nay (không sử dụng phương án vay vốn hoặc cam kết cho thuê)
- 04 Các ưu đãi khác: Cam kết cho thuê đối với khách hàng mua nhà phố thương mại, tặng gói hỗ trợ hoàn thiện nội thất, quà tặng

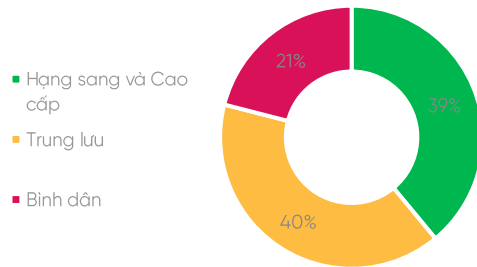
Nguồn: : CBRE, VPBankS Research phân tích

Triển vọng thị trường

Lịch pha cung cầu không dễ giải quyết trong một sớm một chiều

TPHCM

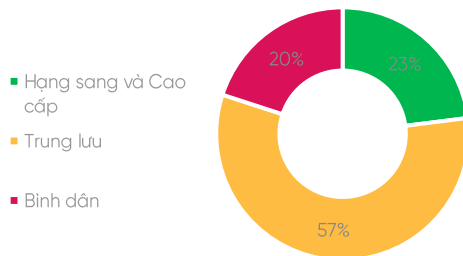
Nguồn cung căn hộ tích lũy ở TP.HCM (Q3/2023)



Tổng nguồn cung tích lũy: 341,700 căn

HÀ NỘI

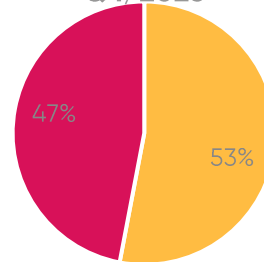
Nguồn cung căn hộ tích lũy ở HN (Q3/2023)



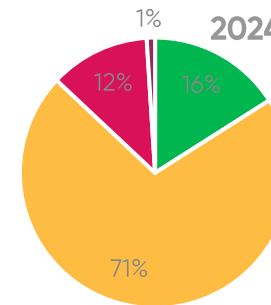
Tổng nguồn cung tích lũy: 366,000 căn

Phân khúc cao cấp dự kiến chiếm 50-70% nguồn cung mới trong Q4/2023 và 2024. Nguồn cung mới thuộc phân khúc trung cấp ngày càng thu hẹp

Q4/2023



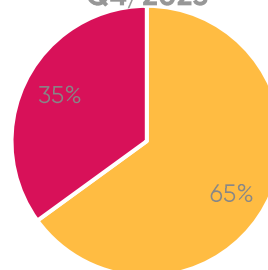
2024



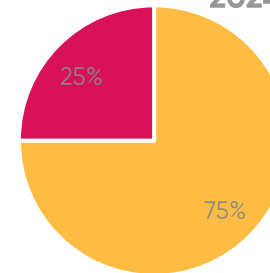
- Hạng sang
- Cao cấp
- Trung cấp
- Bình dân

Căn hộ phân khúc cao cấp và trung cấp dự kiến tiếp tục chiếm lĩnh tổng nguồn cung mở bán tại HN trong Q4/23 và 2024

Q4/2023



2024



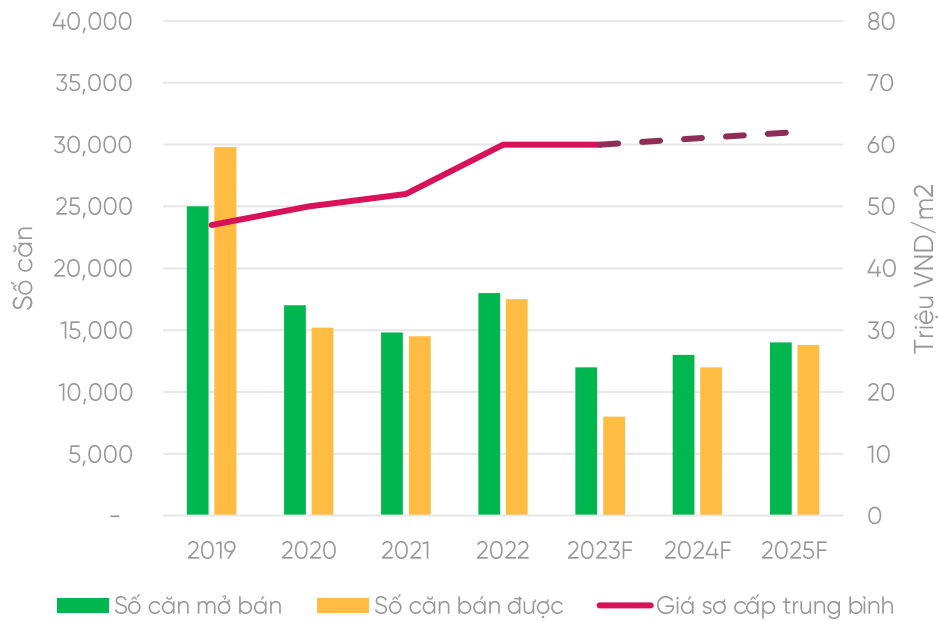
- Hạng sang
- Cao cấp
- Trung cấp
- Bình dân

Nguồn: : CBRE, VPBankS Research phân tích

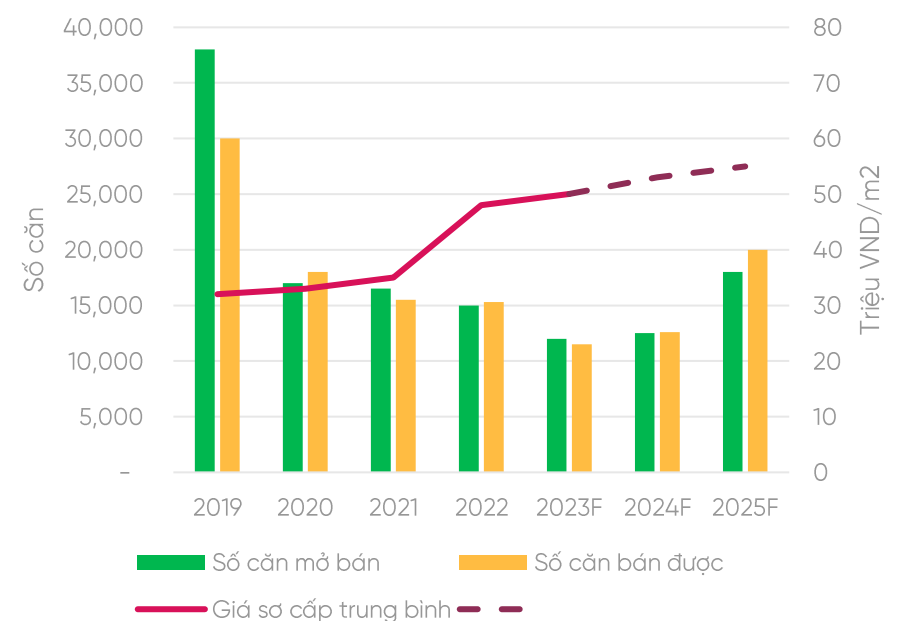
Triển vọng thị trường (1/2)

Căn hộ: Nguồn cung mới dự kiến phục hồi trở lại từ năm 2024
 Giá sơ cấp tiếp tục tăng ở cả hai thị trường

TPHCM



HÀ NỘI

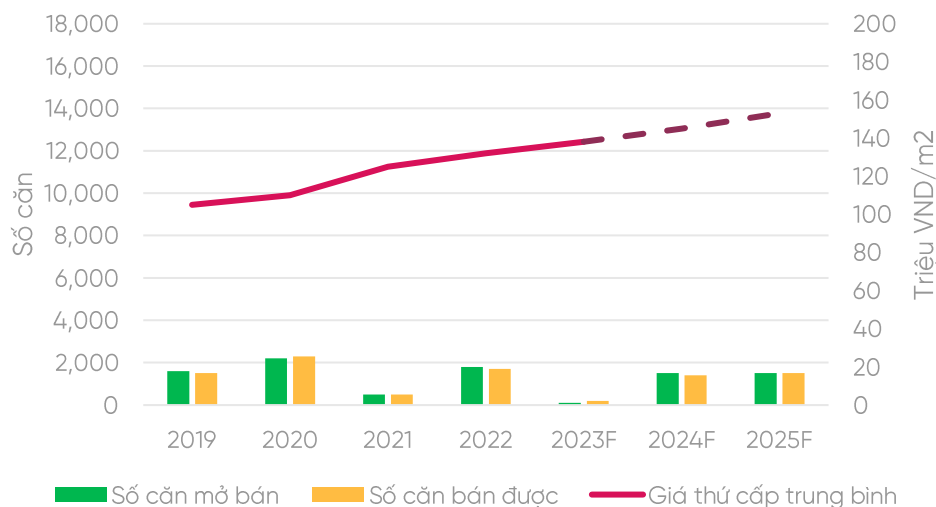


Nguồn: : CBRE, VPBankS Research phân tích

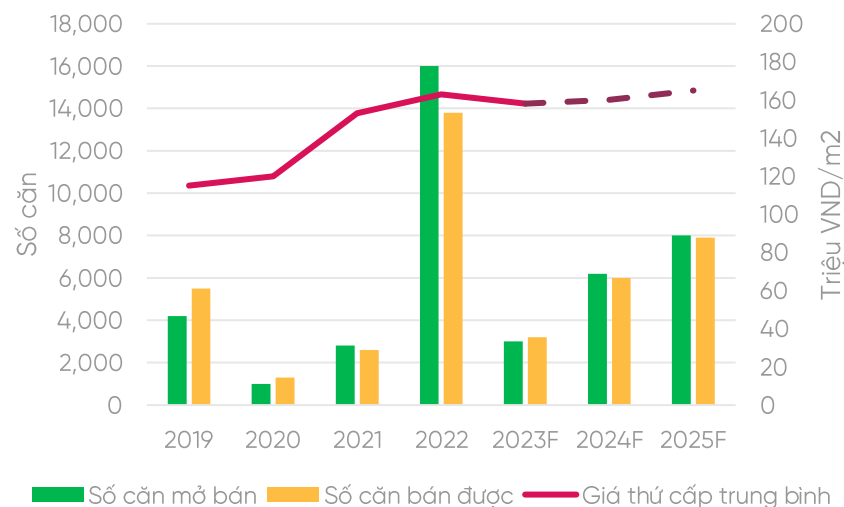
Triển vọng thị trường (2/2)

BĐS liên thổ: Nguồn cung mới BĐS gắn liền với đất tại Hà Nội dự kiến tăng cao nhờ sự xuất hiện của các khu đô thị mới

TPHCM



HÀ NỘI

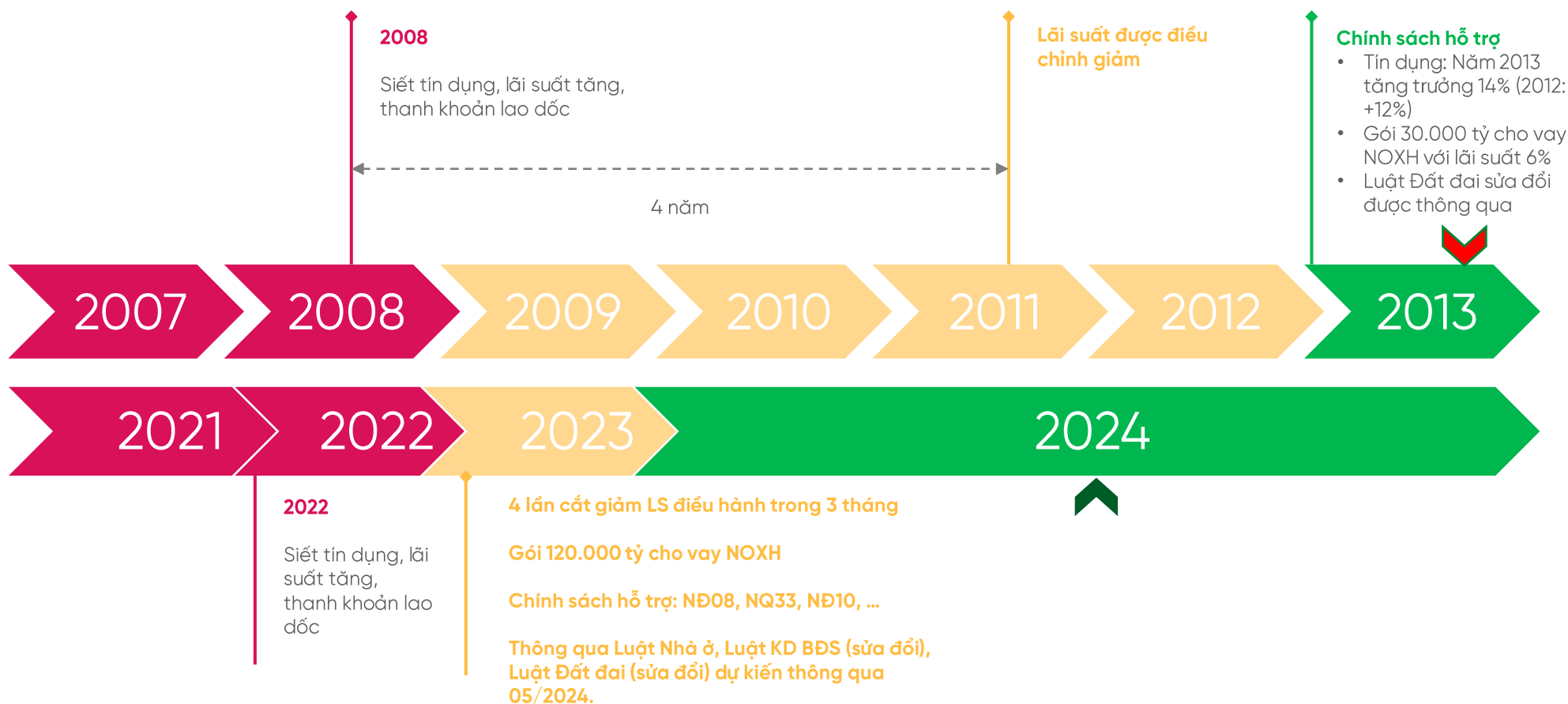


Nguồn: : CBRE, VPBankS Research phân tích

- Các công ty nghiên cứu thị trường đều cho rằng thị trường sẽ có dấu hiệu phục hồi trong Q4/2023, và kỳ vọng mức phục hồi đáng kể hơn từ Q2/2024 hoặc Q3/2024. Dự báo này nhìn chung thận trọng hơn một chút so với kỳ vọng trước đây, dựa trên quan sát của chúng tôi.
- Hiện tại chúng tôi quan sát thị trường bất động sản đã có sự khởi sắc bước đầu về chính sách (bước đầu gỡ khó về pháp lý cũng như đã thông qua Luật kinh doanh BĐS và Luật Nhà ở), lãi suất cho vay các khoản vay BĐS mới ở mức ~10.5% cho các khoản vay từ 12 tháng là hấp dẫn nhưng lãi suất cho vay các khoản vay trước vẫn còn cao, theo đó tâm lý NĐT vẫn còn thận trọng; về phía cung các công ty BĐS vẫn đang đối mặt nhiều thử thách đặc biệt là ở khâu huy động vốn.
- **Chúng tôi cho rằng các giao dịch trên thị trường sơ cấp trong các tháng tới sẽ chủ yếu đến từ các giai đoạn tiếp theo tại các dự án đã triển khai/hiện hữu** trong khi việc triển khai dự án mới sẽ không thể hồi phục nhanh chóng do chủ đầu tư cần nhiều thời gian để (1) thu hút sự quan tâm của thị trường và xây dựng chiến lược bán hàng phù hợp và/hoặc (2) giải quyết các vấn đề pháp lý và khởi công xây dựng trước khi mở bán.

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 kỳ trước



- **Chúng tôi tin rằng giao dịch BĐS sẽ có sự tích cực trong năm 2024F từ mức thấp của năm 2023F**, với động lực từ (1) sự cải thiện dần dần tâm lý NĐT, và (2) thị trường bất động sản đã có sự khởi sắc bước đầu về chính sách.
- Chúng tôi theo dõi những tín hiệu sau để dự đoán thị trường BĐS khởi sắc bao gồm (1) Lãi suất cho vay giảm về mức thấp hơn sẽ là động lực chính cho toàn ngành vực dậy, hiện lãi suất huy động đã điều chỉnh từ Q1/2023 nhưng diễn biến lãi suất cho vay có độ trễ, (2) Hành lang pháp lý được tháo gỡ quyết liệt và đi vào thực tiễn giúp khơi thông lại nguồn cung BĐS và (3) Phân khúc NOXH có thể là chất xúc tác cho ngành BĐS dân cư khi mà phân khúc này được hưởng lợi từ nhiều chính sách hỗ trợ của Chính phủ.

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

Triển vọng các mã CK niêm yết ngành BĐS dân cư

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	176,134	50%	239	40,450	58,200	06/12/2023	44%	0%	44%
KDH	Nhà Khang Điền	25,178	50%	57	32,050	37,100	06/12/2023	16%	0%	16%
NLG	BDS Nam Long	14,672	50%	103	38,200	39,800	06/12/2023	4%	1%	5%
PDR	BDS Phát Đạt	17,228	50%	219	28,800	29,300	06/12/2023	2%	0%	2%
DXG	Địa ốc Đất Xanh	12,994	50%	298	21,300	21,500	06/12/2023	1%	0%	1%

ĐỊNH GIÁ

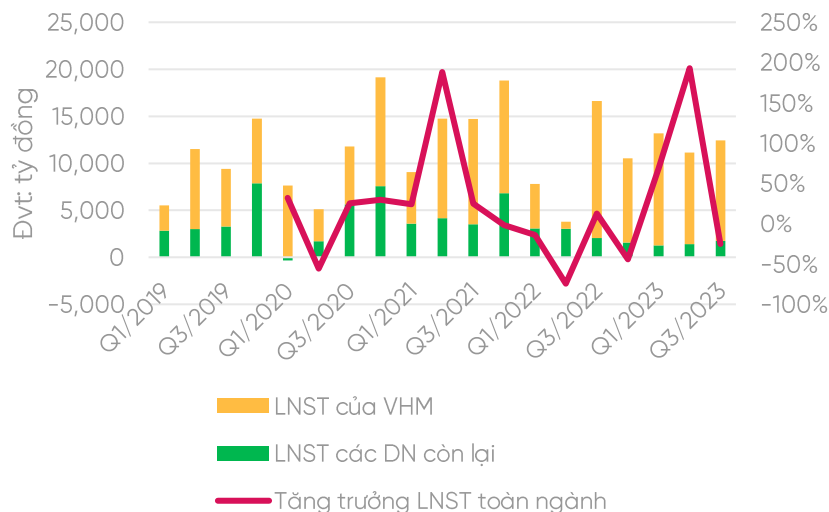
Mã CK	Tên	Tăng trưởng EPS 2023F (%)	Tăng trưởng EPS 2024F (%)	P/E 2022	P/E 2023F	P/E 2024F	P/B 2022	P/B 2023F	P/B 2024F	Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng tài sản
VHM	Vinhomes	24%	3%	6.1	4.9	4.8	1.1	1.0	0.8	10%
KDH	Nhà Khang Điền	-6%	23%	21.5	22.9	18.7	2.0	2.0	1.8	21%
NLG	BDS Nam Long	-11%	46%	29.4	33.1	22.6	1.6	1.5	1.4	20%
PDR	BDS Phát Đạt	-51%	8%	17.4	35.5	32.9	2.1	2.3	2.1	16%
DXG	Địa ốc Đất Xanh	-11%	11%	43.2	71.1	64.1	1.0	1.3	1.3	18%

Nguồn: VPBankS Research phân tích

Cập nhật KQKD Q3/2023

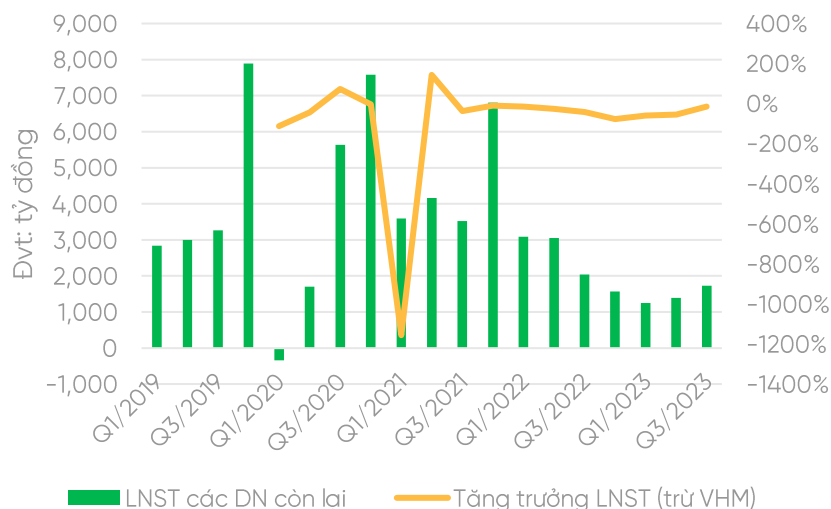
VHM tiếp tục là trụ đỡ chính cho tăng trưởng LN toàn ngành BĐS dân cư

LNST ngành BĐS dân cư

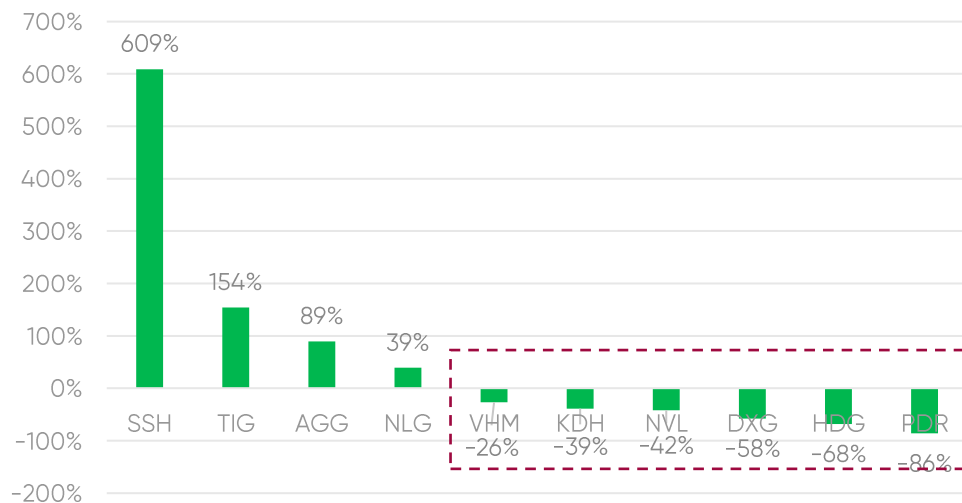


- Trong quý 3/2023, tổng lợi nhuận sau thuế của các DN ngành BĐS dân cư đạt 12.452 tỷ đồng, giảm 25% so với cùng kỳ. Trong đó, VHM – chiếm 86% lợi nhuận toàn ngành đã sụt giảm hơn 26,4%YoY, nhưng so với cùng quý tăng gần 10%. Ngược lại, nhóm doanh nghiệp BĐS còn lại chỉ đạt 1.729 tỷ, giảm 15% YoY. Như vậy, đây là quý thứ 5 liên tiếp mà VHM “gánh” lợi nhuận của toàn ngành.
- 6/10 doanh nghiệp có LNST cao nhất toàn ngành ghi nhận mức sụt giảm lợi nhuận từ -26% đến -86% so với cùng kỳ, phản ánh sự khó khăn chung của thị trường BĐS. Tuy nhiên, LNST đã có sự tích cực so với Q2/2023, phản ánh sự cải thiện dù vẫn còn chậm chạp của ngành BĐS dân cư.

Tăng trưởng LNST DN BĐS nhà ở (trừ VHM)



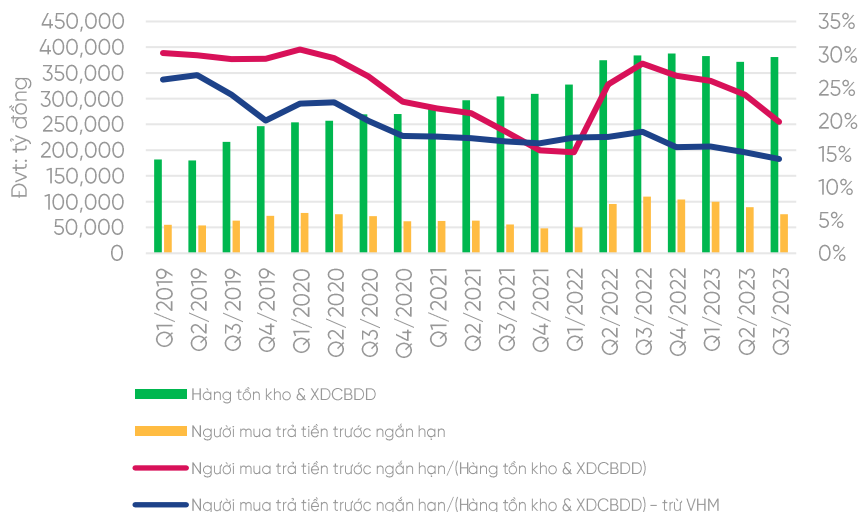
Tăng trưởng LNST ngành BĐS dân cư (YoY) trừ nhóm Vin



Cập nhật KQKD Q3/2023

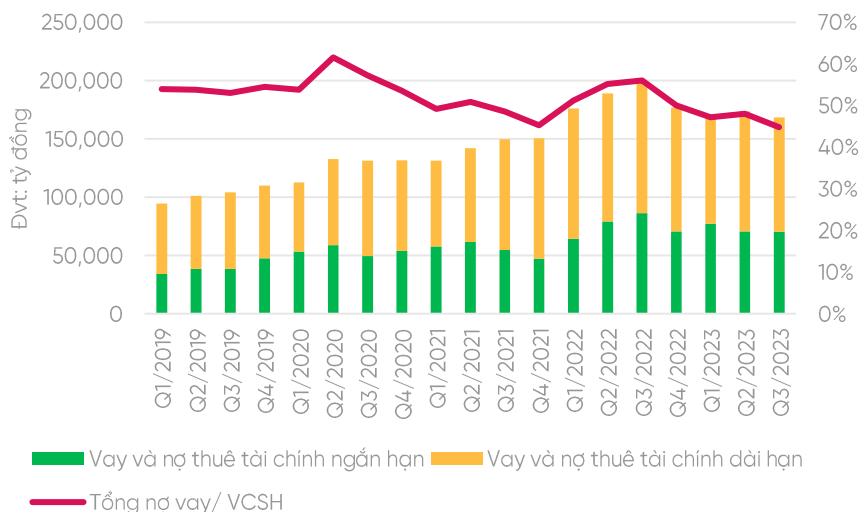
Các DN BĐS dân cư gấp rút thực hiện kế hoạch phòng thủ

Hàng tồn kho và Người mua trả trước

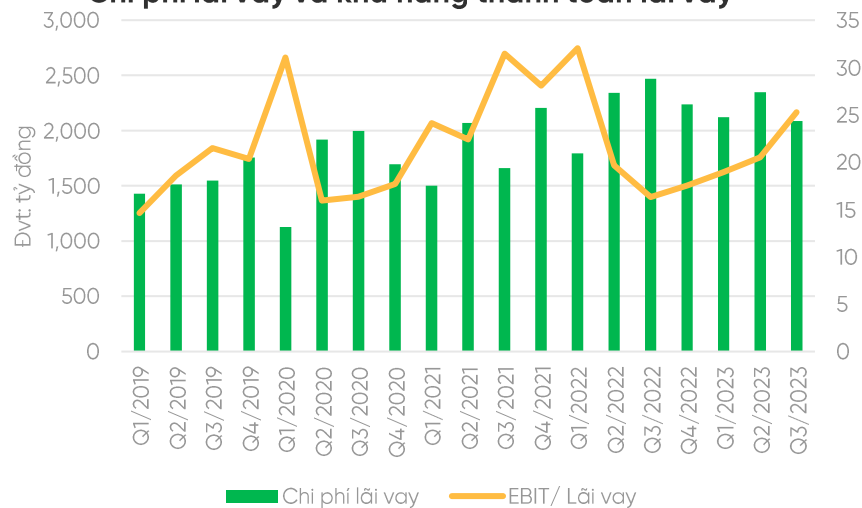


- Giá trị hàng tồn kho của toàn ngành gần như đi ngang so với 2 quý trước. Những khó khăn về vốn và pháp lý khiến cho các doanh nghiệp gặp khó trong việc triển khai các dự án, giá trị hàng tồn kho và xây dựng dỏ dăng.
- Tỷ lệ người mua trả tiền trước/HTK+XDDD của toàn ngành giảm quý thứ 4 liên tiếp, chỉ còn 20% (nếu loại trừ VHM thì tỷ lệ này chỉ còn 14%). Theo đó, tiềm năng ghi nhận lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS có thể không còn nhiều dư địa 12 tháng tới 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 vẫn còn khá chậm chạp. Tính đến cuối Q3.2023, tỷ lệ tổng nợ vay ngắn dài hạn/VCSH của toàn ngành đạt 0,45 lần.
- Tổng chi phí lãi vay trong kỳ đạt mức 2.087 tỷ đồng, giảm nhẹ so với với hai quý trước, phản ánh chiến lược hạ đòn bẩy của DN BĐS trong bối cảnh lãi suất cho vay mặc dù có điều chỉnh nhưng vẫn có độ trễ so với lãi suất huy động.

Đòn bẩy nợ vay toàn ngành BĐS dân cư



Chi phí lãi vay và khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: VPBankS Research phân tích

Điểm nhấn và khuyến nghị

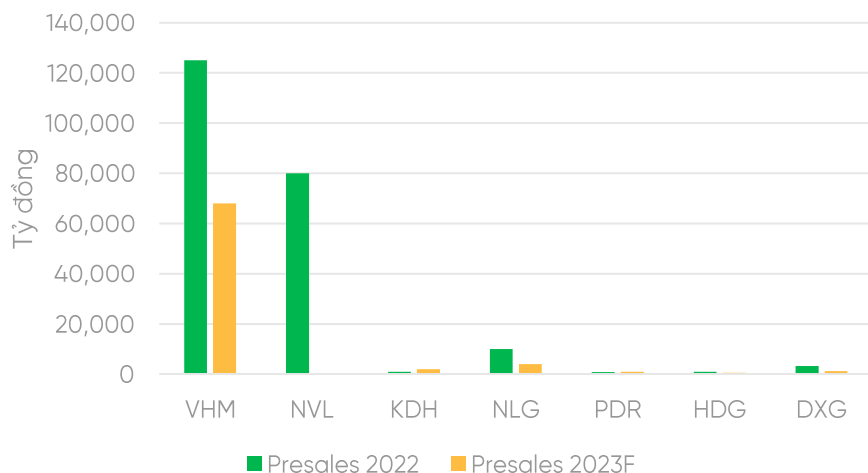
Điểm nhấn: Presales (giá trị hợp đồng bán hàng) sẽ diễn biến tích cực trong 2024F từ mức thấp của năm 2023F

- **Chúng tôi dự kiến presales của 7 công ty bất động sản đang theo dõi sẽ giảm 65% trong 2023F** 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 2023, theo đó các giao dịch trên thị trường sơ cấp trong các tháng tới sẽ chủ yếu đến từ các giai đoạn tiếp theo tại các dự án đã triển khai/hiện hữu u trong khi việc triển khai dự án mới sẽ không thể hồi phục nhanh chóng do chủ đầu tư cần nhiều thời gian để (1) thu hút sự quan tâm của thị trường và xây dựng chiến lược bán hàng phù hợp và/hoặc (2) giải quyết các vấn đề pháp lý và khởi công xây dựng trước khi mở bán.
- **Chúng tôi tin rằng giao dịch BĐS sẽ có sự tích cực trong năm 2024F từ mức thấp của năm 2023F**, với động lực từ (1) sự cải thiện dần dần tâm lý NĐT và theo đó là hoạt động môi giới, và (2) thị trường bất động sản đã có sự khởi sắc bước đầu về chính sách (bước đầu gỡ khó về pháp lý cũng như đã thông qua Luật Kinh doanh BĐS và Luật Nhà ở); tuy nhiên về phía cung các công ty BĐS vẫn đang đối mặt nhiều thử thách đặc biệt là ở khâu huy động vốn, hơn nữa dù lãi suất cho vay các khoản vay BĐS mới ở mức ~10.5% cho các khoản vay từ 12 tháng là hấp dẫn nhưng lãi suất cho vay các khoản vay trước vẫn còn khá cao.

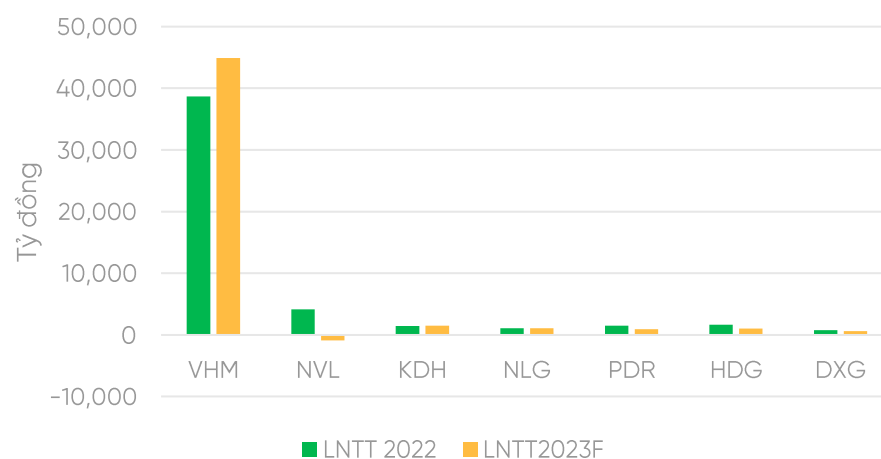
Khuyến nghị: Lựa chọn chủ đề đầu tư tùy theo khẩu vị

- Trong báo cáo lần trước (tham khảo tại [đây](#)), chúng tôi đã khuyến nghị 02 chủ đề đầu tư dành cho các nhóm nhà đầu tư (NĐT) với các khẩu vị khác nhau nhưng có điểm chung cùng muốn hưởng lợi từ sự chuyển mình tích cực của nhóm cổ phiếu BĐS dân cư. Trong bối cảnh nhiều sự thay đổi đang chờ đón trong giai đoạn sắp tới, chúng tôi vẫn giữ vững quan điểm 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 đỡ thông 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.

Giá trị hợp đồng (presales) dự phóng



Lợi nhuận trước thuế dự phóng



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	% Tiềm & tương đương tiền/ TTS	% Hàng tồn kho/ TTS	% Vay nợ ngắn dài hạn/ TTS	Điểm nhấn đầu tư
VHM	Vinhomes	58,200	44%	0.99	4.27	1%	13%	10%	<ul style="list-style-type: none"> - 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	16%	1.94	1.64	10%	73%	21%	<ul style="list-style-type: none"> - 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	4%	1.59	1.53	10%	61%	20%	<ul style="list-style-type: none"> - 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: 58,200 (+44%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHM, với giá mục tiêu 58,200 VND/cổ phiếu (+44%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- Chúng tôi cho rằng Vinhomes sẽ đứng vững trong giai đoạn thử thách hiện tại và triển vọng dài hạn vẫn khả quan** nhờ quỹ đất rộng 178 triệu m², sức khỏe tài chính vẫn lành mạnh (tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu giảm từ 66,5% xuống 12,9% trong giai đoạn 2016-2022, tuy nhiên có tăng lại trong Q3/2023 lên 19,7%), khả năng huy động vốn tốt và vị thế dẫn đầu (thị phần tất cả phân khúc đạt 26% và nhà liền thổ đạt 35% giai đoạn 2016-Q3/2023).
- Mặc dù chúng tôi không lạc quan về triển vọng ngành BĐS trong năm 2023, nhưng 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 hỗ trợ cơ bản rõ ràng cho 3 tháng cuối năm 2023 và năm 2024 khi chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VHM được thúc đẩy nhờ doanh số bán hàng chưa ghi nhận tại Vinhomes Ocean Park 2 & 3, và VHM sẽ mở bán các dự án lớn mới vào năm 2024F.
- Về mặt định giá, giá cổ phiếu hiện tại khá hấp dẫn** với P/E 2023F là 4,8x và P/B 2023 là 0,9x, khá hấp dẫn với một công ty đầu ngành.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro kinh doanh:** Là một thành viên của tập đoàn Vingroup, VHM có thể tận dụng được hệ sinh thái đa dạng của tập đoàn, tuy nhiên cũng đưa đến rủi ro khi các doanh nghiệp trong tập đoàn gặp khó khăn về tài chính dẫn đến chậm trễ hoặc không thanh toán được những khoản công nợ / cho vay nội bộ cho Vinhomes.
- Kết quả kinh doanh có thể biến động mạnh theo các giao dịch bán sỉ:** Sự thành công của các giao dịch bán sỉ phụ thuộc rất nhiều vào cuộc đàm phán giữa một số ít các bên hữu quan.
- Rủi ro pháp lý:** Vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro hàng đầu đối với các công ty phát triển BĐS.
- Rủi ro thực thi:** Dự án trọng điểm của VHM bao gồm hầu hết là các dự án lớn với quy mô hơn 100 ha, trong đó có hai dự án lớn biển lớn ở Quảng Ninh và Cần Giờ.

Diễn biến giá	1M	3M	12M
VHM (%)	-6%	-18%	-27%
VNIndex (%)	1%	-8%	8%

Nguồn: Bloomberg



Ngày báo cáo	06/12/2023
Giá hiện tại	VND 40,450
Giá mục tiêu	VND 58,200
Upside	+44%
Bloomberg	VHM VN Equity
Vốn hóa thị trường	176,134 tỷ VND
Biến động 52 tuần	36,750 VND
	66,200 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	239 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	23.15%

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	62,392	104,301	112,823
EBIT	25,072	30,937	35,465
LNST	29,001	35,914	37,016
EPS (VND)	6,621	8,204	8,456
Tăng trưởng EPS (%)	-27%	24%	3%
P/E (x)	6.1	4.9	4.8
P/B (x)	1.1	1.0	0.8
ROE (%)	19%	17%	15%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	24%	21%	18%

Nguồn: VPBankS Research

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

MUA - Giá mục tiêu: 37,100 (+16%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KDH, với giá mục tiêu 37,100 VND/cổ phiếu (+16%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- 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 và 110ha đất cho khu công nghiệp tính đến cuối Q3/23.
- KDH sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp, phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực:** Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán The Privia trong tháng 11 nắm bắt được sự phục hồi của thị trường. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ cao cho The Privia nhờ (1) chính sách thanh toán hấp dẫn, (2) vị trí dự án thuộc nội thành TP.HCM, (3) nguồn cung mới hạn chế ở TP.HCM và (4) thương hiệu mạnh của KDH.
- Triển vọng vẫn rất tích cực với các dự án gối đầu:** Ngoài dự án Emeria kỳ vọng mở bán nửa cuối 2024F, chúng tôi kỳ vọng KDH tiếp tục mở bán dự án Clarita, dự án Solina và KCN Lê Minh Xuân (mở rộng) sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2025F.

Rủi ro đầu tư

- Cơ cấu cổ đông "loãng",** với tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo không cao.
- 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. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2026 vì KDH sẽ tập trung nguồn lực vào các dự án quy mô trung bình trong giai đoạn 2024/25F.
- Đóng góp vào định giá từ các dự án Tân Tạo, Phong Phú 2 và KCN Lê Minh Xuân mở rộng tương đối lớn, có thể ảnh hưởng trọng yếu đến dự phóng và định giá của chúng tôi.

Diễn biến giá	1M	3M	12M
KDH (%)	0%	4%	18%
VNIndex (%)	1%	-8%	8%

Nguồn: Bloomberg



Ngày báo cáo	06/12/2023
Giá hiện tại	VND 32,050
Giá mục tiêu	VND 37,100
Upside	+16%
Bloomberg	KDH VN Equity
Vốn hóa thị trường	25,178 tỷ VND
Biến động 52 tuần	22,137 VND
	34,091 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	57 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	38.24%

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)	21.5	22.9	18.7
P/B (x)	2.0	2.0	1.8
ROE (%)	9%	9%	10%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	57%	172%	162%

Nguồn: VPBankS Research

CTCP Đầu tư Nam Long (HSX: NLG)

GIỮ - Giá mục tiêu: 39,800 (+4%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu NLG, với giá mục tiêu 39,800 VND/cổ phiếu (+4%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- 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.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2024F của NLG có sự tăng trưởng tốt** nhờ điểm rơi lợi tức chuyển nhượng vốn tại dự án Paragon chuyển sang 2024. Ngoài ra, với 5 dự án Izumi City, Southgate, Akari City, Mizuki Park, Cần Thơ, chúng tôi dự phóng LNST 2024F sẽ có sự tăng trưởng tích cực so với 2023F.
- 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

- ROE của NLG giảm trong những năm gần đây, do:** 1) Điều kiện kinh tế & thị trường khó khăn ảnh hưởng khả năng mua nhà; 2) công ty không thể kiểm soát được những khó khăn kinh tế vĩ mô bất ngờ, dẫn đến thoái vốn chậm hơn và ROE thấp hơn. 3) Năng lực thực hiện dự án của NLG cũng chậm lại trong giai đoạn này. Tuy nhiên công ty kỳ vọng sẽ cải thiện điều này trong tương lai bằng cách tăng cường hợp tác với các đối tác lớn để phát triển các dự án nhằm tháo gỡ khó khăn về tiếp cận nguồn vốn.
- Rủi ro pháp lý:** Vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro hàng đầu đối với các công ty phát triển BĐS.
- Chào bán các phân khu mới của các dự án trọng điểm hiện tại có thể chậm hơn dự kiến của chúng tôi.**

Diễn biến giá	1M	3M	12M
NLG (%)	4%	5%	38%
VNIndex (%)	1%	-8%	8%

Nguồn: Bloomberg



Ngày báo cáo	06/12/2023
Giá hiện tại	VND 38,200
Giá mục tiêu	VND 39,800
Upside	+4%
Bloomberg	NLG VN Equity
Vốn hóa thị trường	14,672 tỷ VND
Biến động 52 tuần	30,300 VND
	40,000 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	103 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	43.12%

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	4,339	4,122	5,345
EBIT	25	230	130
LNST	866	761	1,113
EPS (VND)	1,297	1,155	1,689
Tăng trưởng EPS (%)	-51%	-11%	46%
P/E (x)	29.4	33.1	22.6
P/B (x)	1.6	1.5	1.4
ROE (%)	4%	3%	5%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	39%	34%	30%

Nguồn: VPBankS Research

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	% Tiến & tương đương tiền/ TTS	% Hàng tồn kho/ TTS	% Vay nợ ngắn dài hạn/ TTS	Điểm nhấn đầu tư
PDR	BDS Phát Đạt	29,300	2%	2.41	2.52	0%	59%	16%	<ul style="list-style-type: none">- Từ năm 2024, PDR sẽ tiếp tục triển khai 04 dự án trọng điểm: Bình Dương NTMK, CADIA Ngõ Mây, Serenity Phước Hải và Bắc Hà Thanh.- 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	21,500	1%	1.38	1.40	2%	48%	18%	<ul style="list-style-type: none">- 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)

GIỮ - Giá mục tiêu: 29,300 (+2%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu PDR, với giá mục tiêu 29,300 VND/cổ phiếu (+2%), dựa trên 3 luận điểm chính:

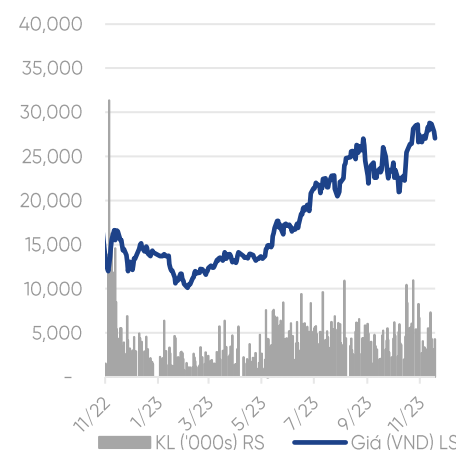
- Hiện tại, các nhà phát triển bất động sản rõ ràng phải tiếp tục đối mặt với những thách thức** trong việc đảm bảo nguồn vốn và quá trình xin phê duyệt các thủ tục hành chính cho dự án. **Dù vậy, chúng tôi quan sát thấy các dấu hiệu tích cực** bao gồm (i) việc quay trở lại tiếp tục thực hiện các dự án bị đình trệ, và (ii) chi phí tín dụng dần thấp hơn 10% sẽ có thể thúc đẩy hoạt động kinh doanh.
- Từ năm 2024, PDR sẽ tiếp tục triển khai 04 dự án trọng điểm:** Bình Dương NTMK, CADIA Ngõ Mây, Serenity Phước Hải và Bắc Hà Thanh. Chúng tôi kỳ vọng chỉ riêng dự án Bắc Hà Thanh (dự kiến mở bán Q1.2024) và Bình Dương NTMK (dự kiến mở bán Q4.2024) sẽ đóng góp ~6000 - 8,000 tỷ doanh số bán trước trong 2024 (chiếm 70% doanh số bán trước dự phóng).
- Triển vọng trong tương lai sẽ phụ thuộc rất nhiều vào khả năng triển khai các dự án trọng điểm.** Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới PDR có thể ưu tiên triển khai các dự án trọng điểm NTMK (Bình Dương) và Bắc Hà Thanh; trong khi với kịch bản các biện pháp hỗ trợ thẩm thấu nhanh hơn vào thị trường BĐS làm thị trường này ấm lại nhanh hơn dự kiến, các dự án thuộc phân khúc BĐS nghỉ dưỡng Serenity Phước Hải, Tropicana, Poulo Condor, Han Riverside và Cadia Quy Nhơn sẽ có sự đóng góp tích cực hơn cho PDR từ 2025-2026 trở đi.

Rủi ro đầu tư

- 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.
- Rủi ro pháp lý:** Vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro hàng đầu đối với các công ty phát triển BĐS.
- Với việc thị trường vốn trái phiếu bị siết chặt hơn, rủi ro liên quan khả năng huy động vốn để tài trợ các dự án đang dần hiện hữu.** Vì vậy ban lãnh đạo PDR đang tập trung giải quyết các khoản nợ đến hạn bằng cách phát hành thêm cho nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Diễn biến giá	1M	3M	12M
PDR (%)	13%	0%	62%
VNIndex (%)	1%	-8%	8%

Nguồn: Bloomberg



Ngày báo cáo	06/12/2023
Giá hiện tại	VND 28,800
Giá mục tiêu	VND 29,300
Upside	2%
Bloomberg	PDR VN Equity
Vốn hóa thị trường	17,228 tỷ VND
Biến động 52 tuần	10,100 VND
	28,800 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	219 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	8.39%

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	1,505	560	5,766
EBIT	971	267	931
LNST	1,170	733	790
EPS (VND)	1,653	811	875
Tăng trưởng EPS (%)	-55%	-51%	8%
P/E (x)	15.5	31.6	29.3
P/B (x)	1.9	2.0	1.9
ROE (%)	12%	7%	7%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	48%	22%	20%

Nguồn: VPBankS Research

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HSX: DXG)

GIỮ - Giá mục tiêu: 21,500 (+1%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG, với giá mục tiêu 21,500 VND/cổ phiếu (+1%), dựa trên 3 luận điểm chính:

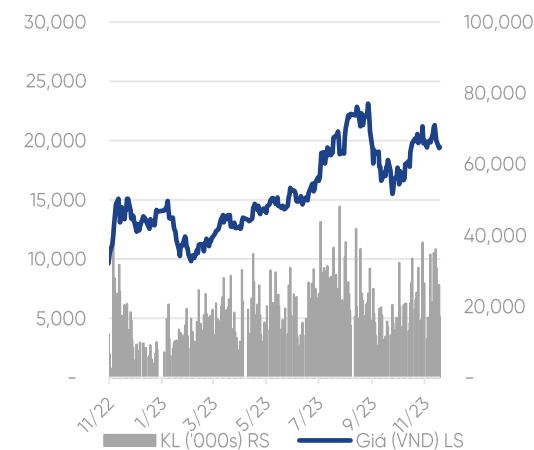
- Hệ sinh thái toàn diện theo chuỗi giá trị từ Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ giúp doanh nghiệp tối ưu hóa nguồn lực,** nắm bắt cơ hội thị trường và gia tăng giá trị cho khách hàng. Trong đó, mảng dịch vụ của DXG đang đứng hàng đầu toàn quốc với CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (HSX: DXS).
- DXG hiện đang có quỹ 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.
- Kỳ vọng tăng trưởng 2024 nhờ mở bán các dự án trọng điểm:** Trong năm 2024 các dự án trọng điểm sẽ là Gem Riverside (TP. Thủ Đức) vào Q1-Q2/2024, Opal Luxury (DXH Luxury Bình Dương) vào Q4/2024 và Gem Sky World từ đầu năm 2024.

Rủi ro đầu tư

- Với việc thị trường vốn trái phiếu bị siết chặt hơn, rủi ro liên quan khả năng huy động vốn để tài trợ các dự án đang dần hiện hữu.** Vì vậy DXG sẽ phát hành thêm và phát hành riêng lẻ trong giai đoạn tới. Sau khi hoàn tất phát hành thêm trong tháng 12/2023, DXG sẽ bắt đầu nộp hồ sơ lên UBCK để bắt đầu quá trình phát hành riêng lẻ.
- 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.
- Rủi ro pháp lý:** Vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro hàng đầu đối với các công ty phát triển BĐS.

Diễn biến giá	1M	3M	12M
DXG (%)	10%	-4%	63%
VNIndex (%)	1%	-8%	8%

Nguồn: Bloomberg



Ngày báo cáo	06/12/2023
Giá hiện tại	VND 21,300
Giá mục tiêu	VND 21,500
Upside	+1%
Bloomberg	DXG VN Equity
Vốn hóa thị trường	12,994 tỷ VND
Biến động 52 tuần	9,810 VND
	23,100 VND
Giá trị giao dịch trung bình YTD	298 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	21.84%

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	5,512	6,319	6,239
EBIT	830	1,109	1,161
LNST	215	189	216
EPS (VND)	335	300	332
Tăng trưởng EPS (%)	-82%	-11%	11%
P/E (x)	43.2	71.1	64.1
P/B (x)	1.0	1.3	1.3
ROE (%)	2%	1%	1%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	41%	39%	35%

Nguồn: VPBankS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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, Khối Nghiên Cứu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Khối Nghiên Cứu 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 Khối Nghiên Cứu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. 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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBank, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com.vn