Báo cáo ngành

BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ: "MÙA ĐÔNG KHẮC NGHIỆT" PHÍA TRƯỚC

- Doanh số ký bán Q3/22 giảm đáng kể 40% so với quý trước ở cả TP.HCM và Hà Nội do hoạt động cho vay thắt chặt đối với bất động sản (BĐS) nhà ở.
- Chúng tôi không lạc quan về sự phục hồi của BĐS nhà ở trong ngắn hạn do rủi ro mất khả năng thanh toán của chủ đầu tư vẫn là mối lo lớn nhất.
- Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư nên chú ý vào các DN có cấu trúc tài chính lành mạnh và dòng tiền vững chắc từ doanh số bán hàng trước đó như NLG.

Doanh số ký bán sụt giảm đáng kể ở cả TPHCM và Hà Nội từ Q3/22

Doanh số ký bán sụt giảm từ Q3/22 khi lượng căn hộ tiêu thụ giảm mạnh 40% so với quý trước/+128% svck ở cả TP.HCM và Hà Nội, theo CBRE. Bên cạnh đó, lượng tiêu thụ BĐS nghỉ dưỡng thấp tầng sụt giảm 70,4% so với quý trước/+85% svck. Chúng tôi nhận thấy giá sơ cấp nhà liền thổ xây sẵn giảm 10-15% so với quý trước do nhu cầu nhà ở suy yếu trong Q3/22, trong khi căn hộ tăng nhẹ trung bình 1-3% so với quý trước.

Ngành BĐS nhà ở đang đối mặt với nhiều thách thức

Ngành BĐS đang đối mặt với nhiều thách thức gồm: 1) chủ đầu tư gặp khó khăn trong việc tái cơ cấu nợ do thắt chặt các khoản vay ngân hàng vào BĐS và giám sát chặt chẽ trong việc phát hành TPDN; 2) lãi suất tăng làm suy yếu nhu cầu mua nhà; 3) nguồn cung mới có thể sụt giảm khi quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi. Chúng tôi ước tính khoảng 46.145 tỷ đồng TPDN BĐS sẽ đáo hạn trong nửa đầu 2023 và 64.185 tỷ đồng đáo hạn trong nửa cuối 2023, gây ra áp lực thanh khoản trả nợ vay cho các chủ đầu tư.

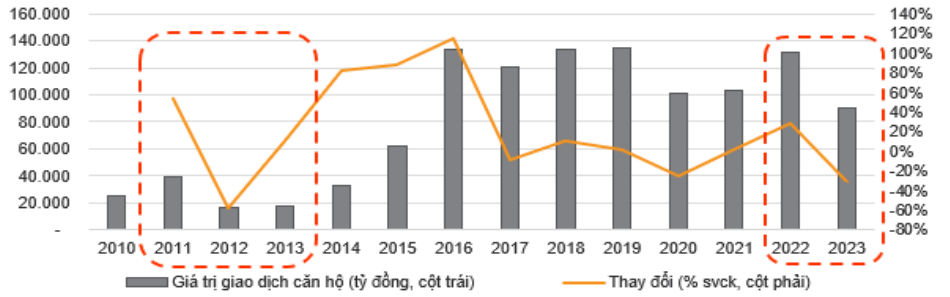
Nếu bước vào giai đoạn "đóng băng", chu kỳ hiện tại có thể sẽ khác

Chúng tôi nhận thấy sức khỏe tài chính của các DN BĐS niêm yết hiện tốt hơn so với giai đoạn 2011-13, do đó chúng tôi kỳ vọng chu kỳ sẽ diễn ra ngắn hơn và ít thiệt hại hơn. Chúng tôi kỳ vọng giá căn hộ sơ cấp trung bình sẽ giảm 5-10% svck và lượng căn hộ tiêu thụ giảm khoảng 20% svck trong năm 2023 (so với giá sơ cấp giảm 20-30% và lượng căn hộ tiêu thụ giảm 50% trong năm 2012-13). Chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai sửa đổi 2023 sẽ được ban hành như kế hoạch vào nửa cuối 2024, giúp tháo gỡ các nút thắt pháp lý trong việc phê duyệt dự án nhà ở mới, từ đó giúp nguồn cung nhà ở phục hồi từ 2024-25.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG

Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư nên hướng sự quan tâm đến những cái tên chất lượng, sở hữu những đặc điểm sau: 1) quỹ đất lớn, đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý cũng như cơ sở hạ tầng để mở bán trong 2023; 2) sản phẩm liên quan phân khúc căn hộ tầm trung và bình dân vì những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu ở thực và 3) mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định và sở hữu bảng cân đối tài chính lành mạnh (tỷ lệ đòn bẩy thấp, thanh khoản cao) nhằm hạn chế các rủi ro thắt chặt tài chính tín dụng đối với thị trường BĐS. Chúng tôi ưa thích NLG do đáp ứng được các tiêu chí trên.

Hình 1: Chúng tôi dự báo giá trị giao dịch căn hộ sụt giảm 30% svck trong 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH ước tính

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Cẩm Tú
tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn
toan.chuduc@vndirect.com.vn

Ngành BĐS dân cư đang phải đối mặt với nhiều thách thức

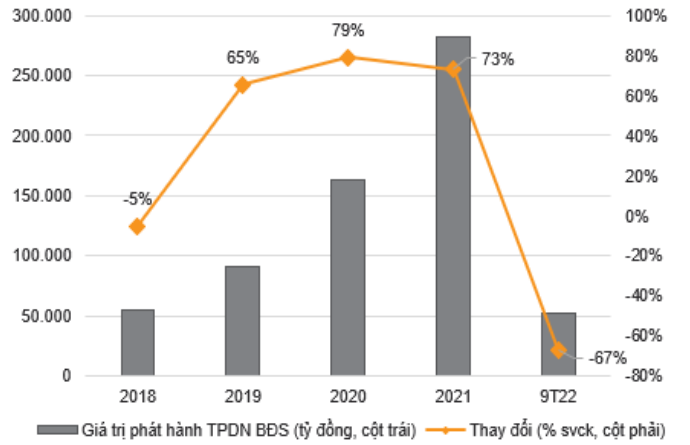
Chính sách tiền tệ thắt chặt dẫn đến áp lực thanh khoản ngắn hạn

Giai đoạn 2020-21 chứng kiến sự bùng nổ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là trái phiếu BĐS, trong bối cảnh các ngân hàng thương mại phải giảm tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung, dài hạn. Giá trị trái phiếu phát hành của doanh nghiệp BĐS đến cuối Q3/22 ước đạt 507 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 34% tỷ trọng dư nợ trái phiếu của Việt Nam và khoảng 6% GDP.

Từ giữa năm 2022, để giảm thiểu rủi ro và tăng cường tính minh bạch của thị trường, Bộ Tài chính đã rà soát và ban hành khung pháp lý mới với các yêu cầu khắt khe hơn đối với tổ chức phát hành, đặc biệt là phát hành riêng lẻ. Chúng tôi ước tính tổng giá trị phát hành trái phiếu đã giảm 43,5% svck còn 248.603 tỷ đồng, trong khi giá trị mua lại đạt hơn 142.200 tỷ đồng trong 9T22. Trong đó giá trị phát hành trái phiếu BĐS 9T22 giảm mạnh 67,0% svck. Hơn thế nữa, kể từ T9/22, nhiều ông lớn BĐS đã bị bắt giữ do những sai phạm trong phát hành và mua bán trái phiếu, làm dấy lên những lo ngại về chất lượng trái phiếu doanh nghiệp và khả năng thanh toán của tổ chức phát hành.

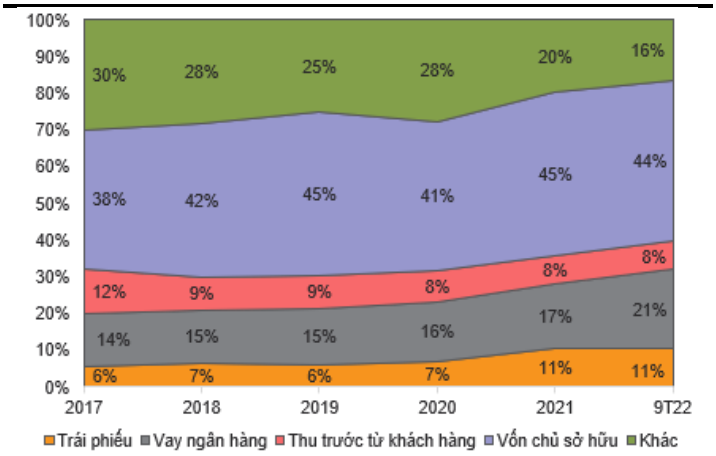
Hiện tại, vay ngân hàng và phát hành trái phiếu là kênh huy động vốn quan trọng cho các nhà phát triển bất động sản tại Việt Nam. Trong khi đó, doanh số bán hàng trong Q3/22 giảm đáng kể 40% so với quý trước ở cả thị trường TP.HCM và Hà Nội. Trong bối cảnh thắt chặt các khoản vay ngân hàng, thị trường trái phiếu "chao đảo" và bán hàng trầm lắng, dòng tiền của nhiều nhà phát triển BĐS đang dần cạn kiệt.

Hình 2: Giá trị trái phiếu BĐS phát hành giảm 67% svck trong 9T22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Các kênh huy động vốn chính của chủ đầu tư BĐS

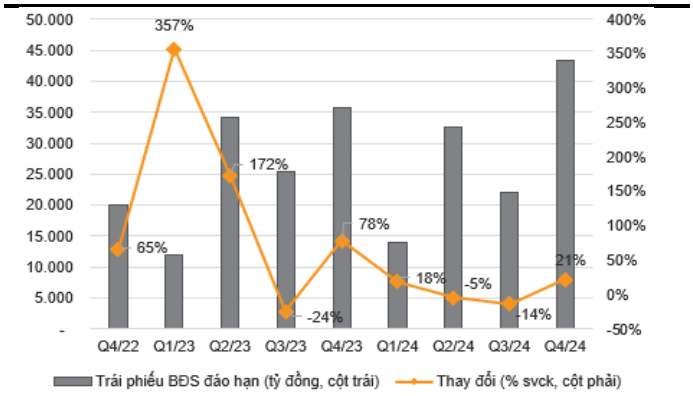


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH (dựa trên báo cáo tài chính của 20 doanh nghiệp BĐS niêm yết hàng đầu về vốn hóa thị trường)

Ngoài ra, khoảng 20.000 tỷ đồng trái phiếu BĐS sẽ đáo hạn trong Q4/22, 107.299 tỷ đồng (+55,7% svck)/112.061 tỷ đồng (+4,4% svck) đáo hạn trong năm 2023-24. Tất cả những điều này khiến khả năng thanh toán ngắn hạn của các DN BĐS đang gặp nhiều thách thức.

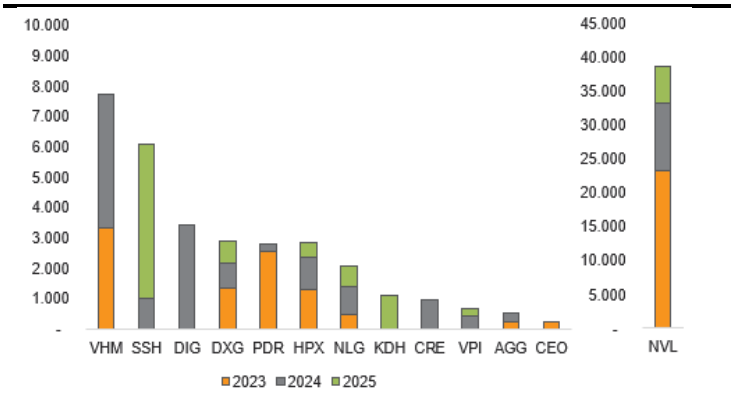
Chúng tôi ước tính năm 2023 có khoảng 26.500 tỷ đồng trái phiếu của NVL và VHM đáo hạn, chiếm 25% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn của thị trường trong năm 2023.

Hình 4: Các DN BĐS đang đối mặt nhiều thách thức với áp lực trái phiếu đáo hạn tăng mạnh trong năm 2023-24 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Giá trị trái phiếu đáo hạn của một số doanh nghiệp BĐS niêm yết giai đoạn 2023-25 (Đơn vị: tỷ đồng)

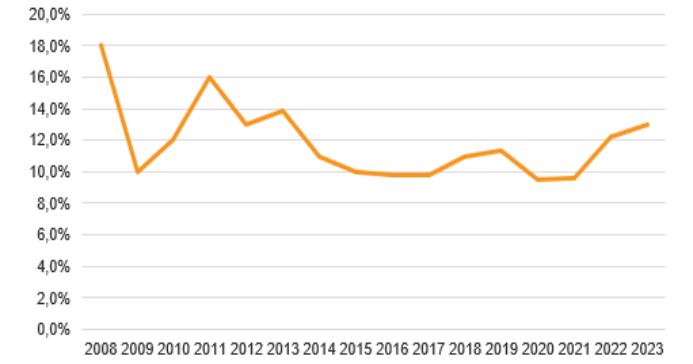


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lãi suất tăng làm suy yếu nhu cầu mua nhà

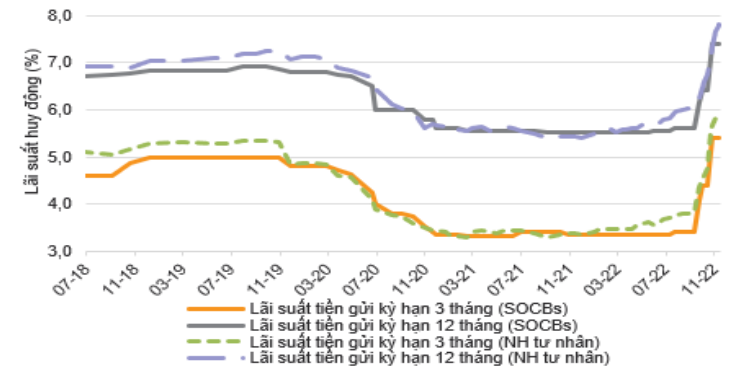
Tính đến đầu tháng 12/2022, chúng tôi quan sát lãi vay mua nhà của các ngân hàng vốn nhà nước và ngân hàng tư nhân tăng mạnh, lần lượt 190 điểm cơ bản lên 11,1% và 250 điểm cơ bản lên 12,0%, so với mức cuối năm 2021, sau khi lãi suất huy động tăng trở lại. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động có thể tăng hơn 50 điểm cơ bản trong 2023, từ đó dẫn đến lãi suất cho vay thế chấp của các ngân hàng tư nhân có thể tăng lên 12,5-13%/năm trong 2023.

Hình 6: Lãi suất vay mua nhà tăng mạnh trong bối cảnh lãi suất huy động tăng trở lại



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG NỘI ĐỊA

Hình 7: Lãi suất tiền gửi tăng mạnh mẽ trong Q3/22 (%)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG NỘI ĐỊA

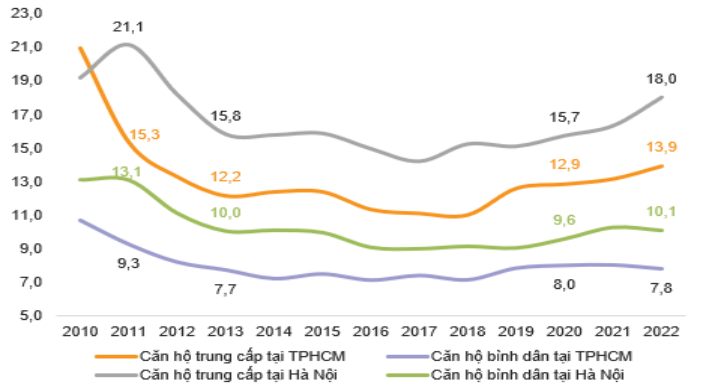
Chúng tôi nhận thấy rủi ro vượt khả năng trả nợ vay ngày càng tăng do giá nhà leo thang và lãi suất vay mua nhà tăng nhanh trong năm 2022-23. Chúng tôi cho rằng người mua nhà sẽ càng khó tiếp cận với cả căn hộ trung cấp (<2.000 USD/m2) tại TP.HCM và Hà Nội, ngay cả với những người có thu nhập trung bình hàng năm gấp đôi (5.500-7.500 USD), với tỷ lệ chi trả trên thu nhập hàng tháng ước tính đã đạt 80-100% vào năm 2022. Hơn nữa, tình hình có thể càng khó khăn hơn vào năm 2023 khi nhiều người mua nhà hết thời gian hưởng ưu đãi lãi vay và phải đối mặt với mức lãi suất đang tăng cao hiện tại.

Hình 8: Ước tính về tỷ lệ chi trả trên thu nhập hàng tháng và giá nhà trên thu nhập

	TPHCM			Hà Nội		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Thu nhập bình quân hàng năm (USD)	6.999	7.118	7.403	5.200	5.288	5.500
Giá bán (USD/m2)	1.500	1.562	1.718	1.362	1.437	1.648
Giá trị căn hộ trung cấp (USD)	90.000	93.720	103.080	81.720	86.220	98.900
Giá nhà trên thu nhập bình quân	12,9	13,2	13,9	15,7	16,3	18,0
Lãi vay thế chấp	9,5%	9,6%	12,2%	9,5%	9,6%	12,2%
Trả tiền hàng tháng (USD)	761	798	1.034	691	734	992
Tỷ lệ chi trả trên thu nhập hàng tháng (x2 người)	65%	67%	84%	80%	83%	108%

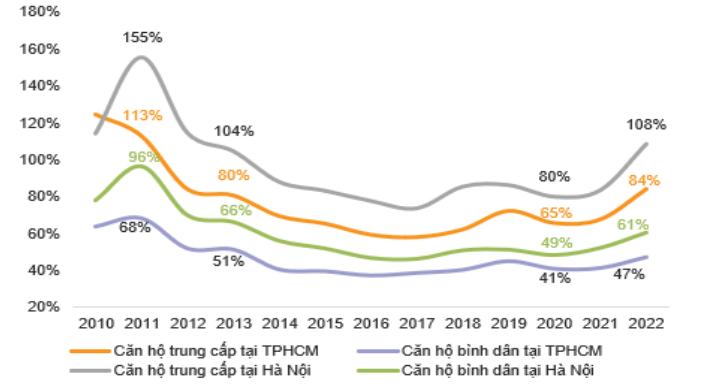
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, TCTK

Hình 9: Chỉ số giá nhà trên thu nhập bình quân đối với căn hộ trung cấp tại TPHCM và Hà Nội vào năm 2022 đang tiến gần mức 2011-13



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Rủi ro vượt khả năng trả nợ vay ngày càng tăng với tỷ lệ chi trả trên thu nhập hàng tháng ước tính 80 - 100% vào năm 2022

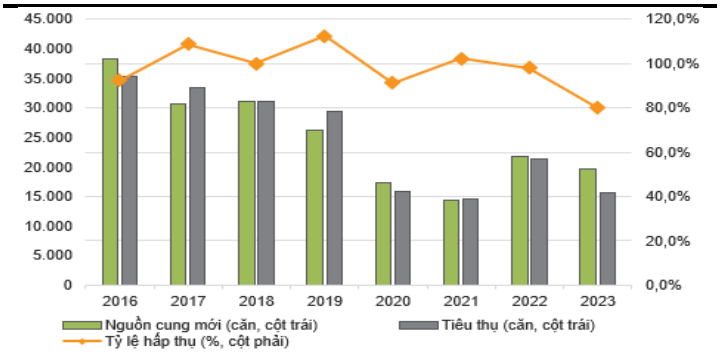


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung mới có thể sụt giảm trong bối cảnh quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi

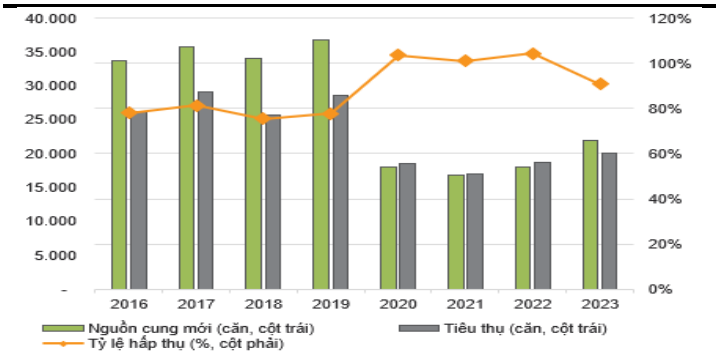
Theo kế hoạch mở bán mới của một số chủ đầu tư, chúng tôi nhận thấy nhiều dự án mới có thể bị trì hoãn mở bán trong năm 2023, trong bối cảnh quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi và tâm lý người mua nhà suy yếu do hạn mức tín dụng hạn chế, lạm phát chi phí đẩy và lãi suất tăng mạnh. Chúng tôi dự báo nguồn cung mới căn hộ tại TP.HCM 2023 vẫn ở mức thấp với khoảng 19.000-20.000 căn (-10% svck) và khoảng 15.000 căn hộ tiêu thụ (-20% svck). Trong khi nguồn cung mới nhà ở xây sẵn tiếp tục ảm đạm ở cả TP.HCM và Hà Nội, ở mức 1.000-2.000 căn mở bán vào năm 2023.

Hình 11: Nguồn cung mới căn hộ vẫn ở mức thấp tại TPHCM trong năm 2023



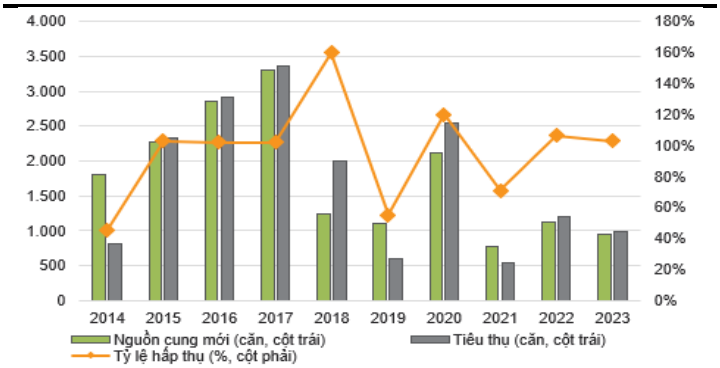
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

Hình 12: Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội ổn định trong năm 2023 nhờ hai dự án mở bán mới của VHM



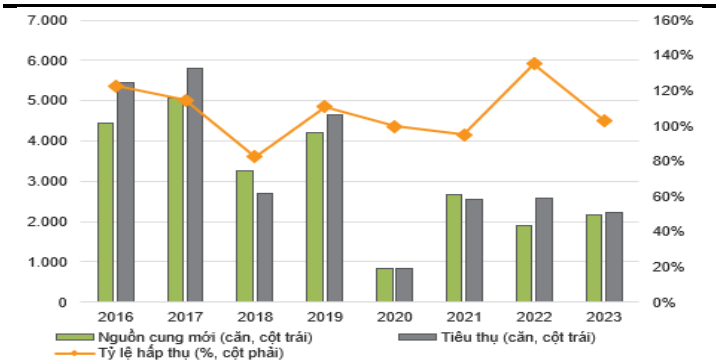
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

Hình 13: Nguồn cung nhà xây sẵn khiêm tốn tại TP.HCM trong 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

Hình 14: Nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn tại Hà Nội tiếp tục ảm đạm trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

Nếu bước vào giai đoạn "đóng băng", chu kỳ hiện tại có thể sẽ khác

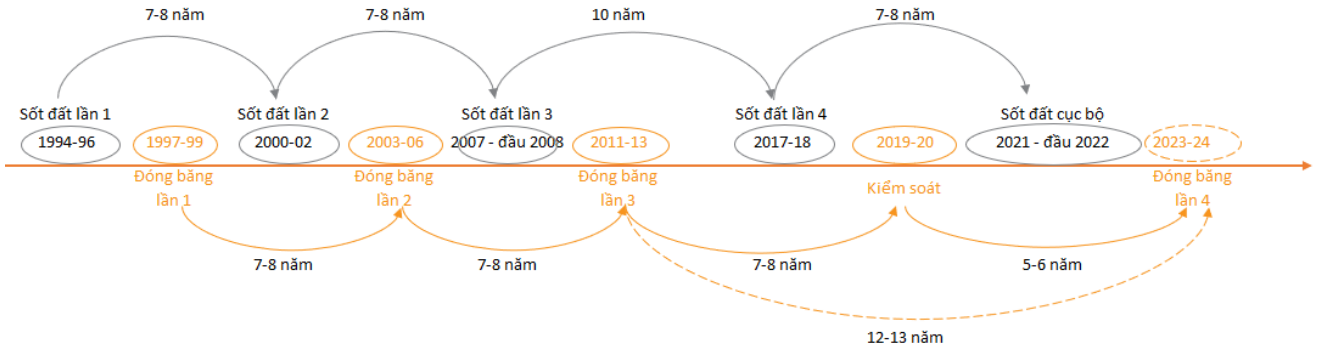
Chúng tôi đã tiến hành phân tích bối cảnh chu kỳ hiện tại và chu kỳ suy thoái gần nhất của thị trường BĐS Việt Nam vào 2011-2013 để có câu trả lời cho các câu hỏi: (1) Liệu thị trường BĐS có đóng băng? và (2) Sẽ mất bao lâu để thoát khỏi tình trạng suy thoái này?

Hình 15: So sánh bối cảnh chu kỳ hiện tại và chu kỳ suy thoái gần nhất của thị trường BĐS Việt Nam vào 2011-2013

	Giai đoạn 2011 – 2013	Hiện tại
Khởi phát	- Chính sách tiền tệ nới lỏng, hỗ trợ khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-09; - Sốt đất 2007, đầu 2008; - Nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh 163% svck lên 21.000 căn trong năm 2009. Lệch pha cung cầu, nhà ở thương mại chủ yếu diện tích lớn, người có nhu cầu ở thực khó tiếp cận.	- Chính sách tiền tê nới lỏng, hỗ trợ COVID-19, lãi suất thấp lịch sử; - Tăng trưởng tín dụng vẫn được kiểm soát 14% trong năm 2022; - Sốt đất kéo dài từ 2017-18. Năm 2021, đầu 2022 tiếp tục sốt cục bộ một số nơi khi công bố một số quy hoạch phát triển cơ sở hạ tầng; - Nguồn cung khan hiếm, lệch pha cung cầu, căn hộ bình dân ngày càng khan hiếm, chiếm chưa tới 2% tổng nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM và Hà Nội vào cuối Q3/22.
Bối cảnh vĩ mô tác động	- Chính sách tiền tệ thắt chặt - Lãi suất cho vay lên đến 21-25%/năm; - Thắt chặt tín dụng, DN BĐS khó huy động vốn.	- Chính sách tiền tệ thắt chặt - Lãi suất cho vay tăng nhanh; - DN BĐS khó huy động vốn cả 3 kênh (trái phiếu, cổ phiếu, ngân hàng).

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Tất cả dấu hiệu chỉ ra ngành BĐS đang bước vào chu kỳ suy giảm



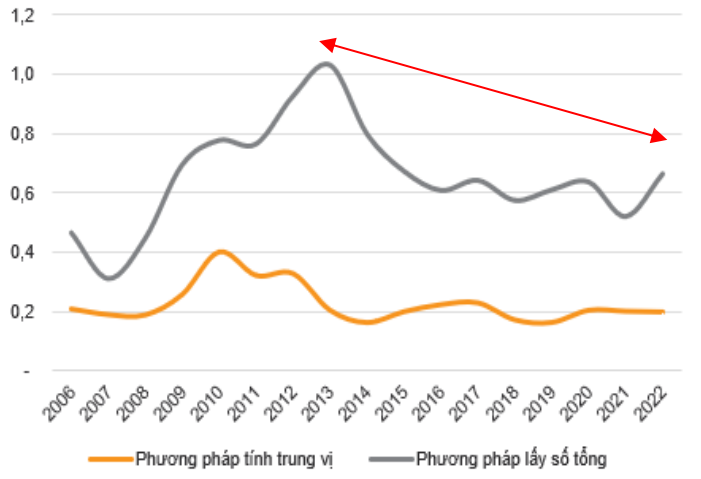
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sức khỏe tài chính của DN BĐS niêm yết hiện tại tốt hơn so với giai đoạn 2011-13

Chúng tôi đã tiến hành phân tích dựa trên báo cáo tài chính của 210 doanh nghiệp BĐS (bao gồm 118 công ty niêm yết và 92 công ty chưa niêm yết). Chúng tôi lưu ý rằng số lượng nhà phát triển bất động sản được niêm yết trong giai đoạn 2011-2013 ít hơn so với hiện tại.

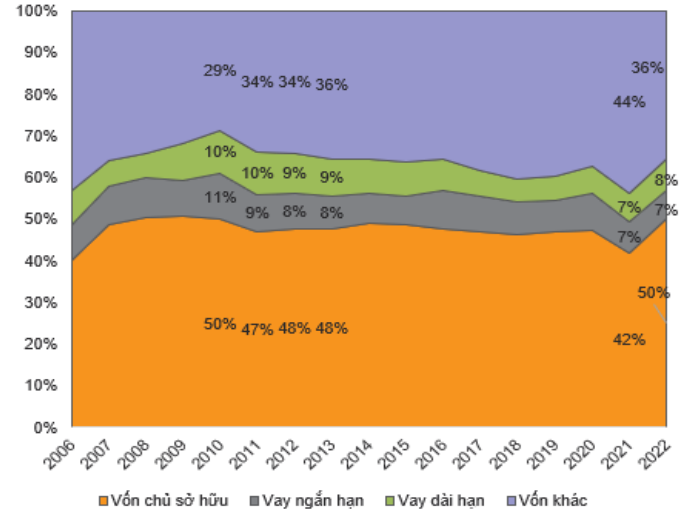
Chúng tôi nhận thấy sức khỏe tài chính của các DN BĐS niêm yết hiện tốt hơn so với giai đoạn 2021-13 với tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn và khả năng thanh toán nhanh khỏe hơn. Tỷ số thanh toán lãi vay hiện tại đã giảm mạnh xuống mức thấp nhất tại giai đoạn 2011-13, điều này cho thấy rủi ro xảy ra vỡ nợ cao như năm 2011. Mặc dù hàng tồn kho đang tăng nhưng tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản thấp hơn cho thấy áp lực giải phóng hàng tồn kho thấp hơn so với giai đoạn 2011-13. Do đó, tình trạng "đóng băng" nếu xảy ra có thể ngắn hơn so với trước đây.

Hình 17: Tỷ lệ Nợ/VCSH hiện tại thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2011-13…



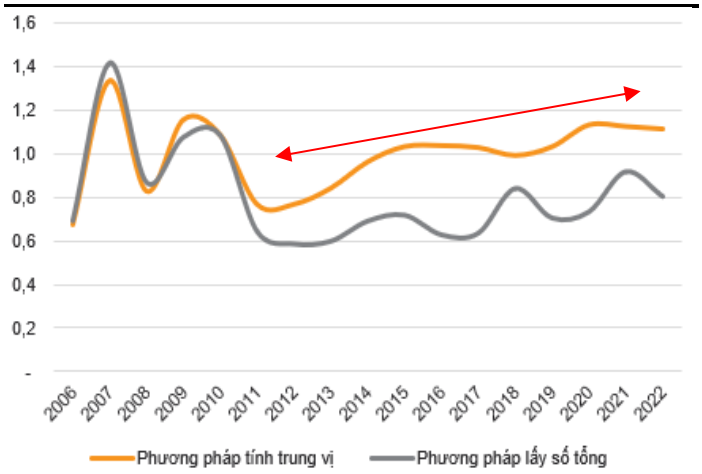
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 18: …do các DN hiện có thể huy động vốn thông qua nhiều kênh đa dạng như thị trường chứng khoán và ký bán trước



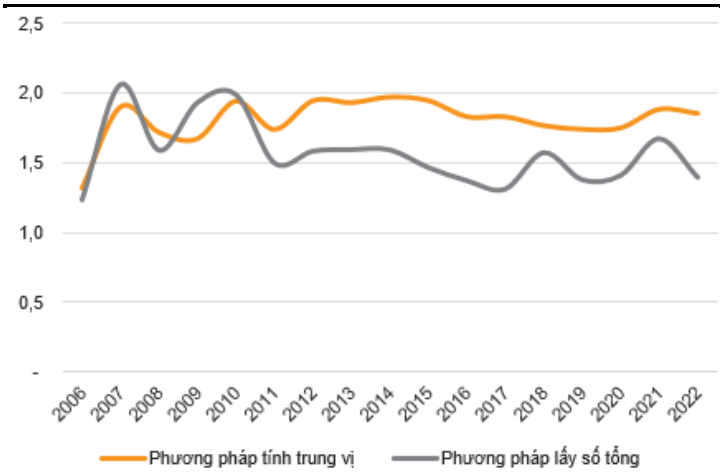
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 19: Tỷ số thanh toán nhanh vào 2022 lành mạnh hơn so với giai đoạn 2011-13



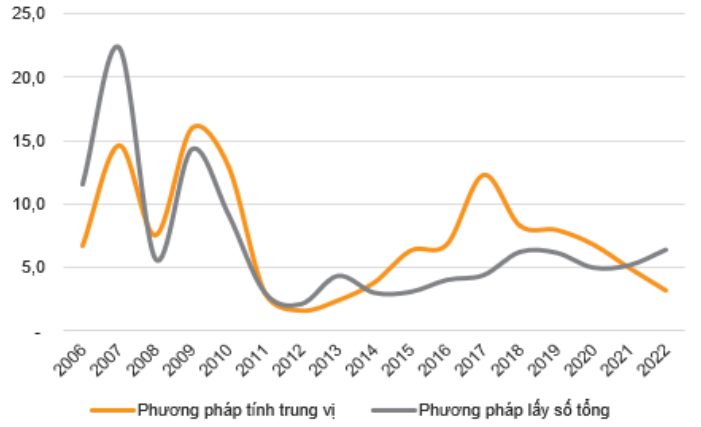
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 20: Tỷ số thanh toán hiện thời đi ngang do hàng tồn kho tăng



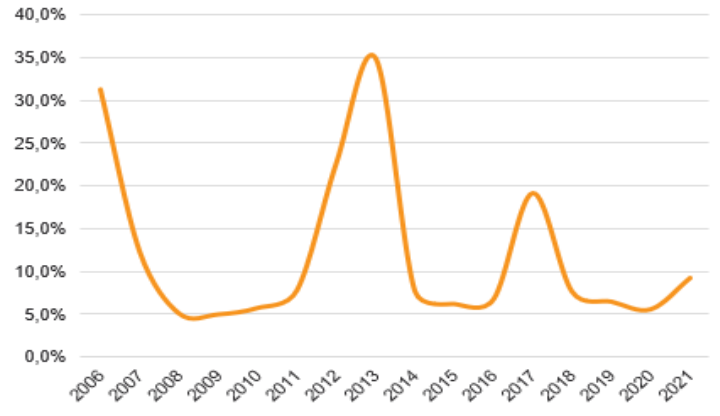
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 21: Tỷ số thanh toán lãi vay hiện tại đã giảm mạnh xuống mức thấp nhất tại giai đoạn 2011-13, điều này cho thấy rủi ro xảy ra vỡ nợ cao như năm 2011



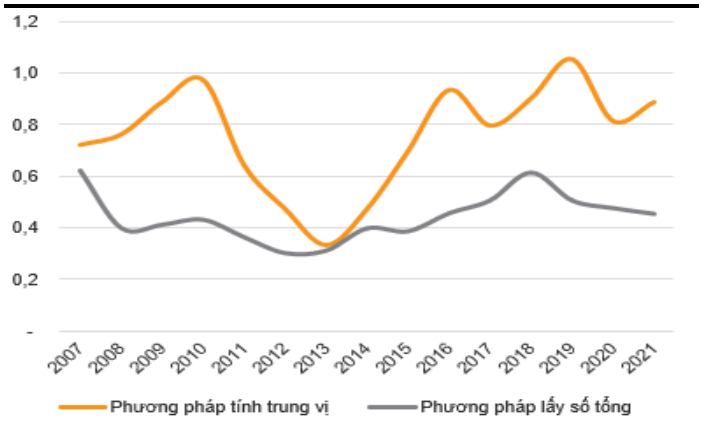
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 22: Chi phí lãi vay đang tăng lên tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với giai đoạn 2011-13



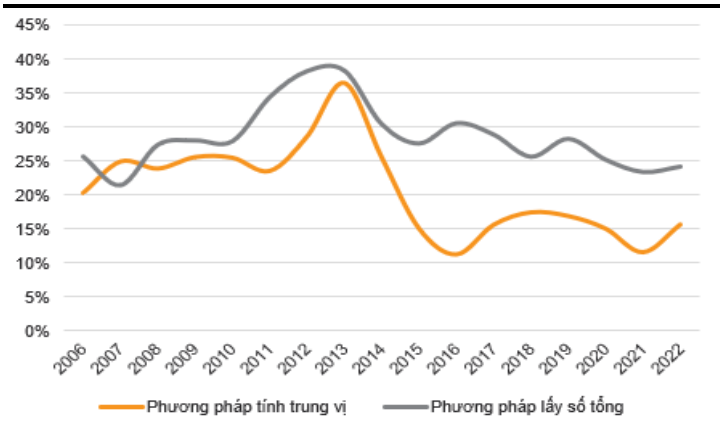
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 23: Vòng quay hàng tồn kho đã giảm mạnh kể từ 2018-19 do các vấn đề pháp lý dự án, COVID-19 và cầu mua nhà suy giảm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 24: Tuy nhiên tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản thấp hơn cho thấy áp lực giải phóng hàng tồn kho thấp hơn so với giai đoạn 2011-13



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 25: Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ suy giảm hiện tại sẽ ít thiệt hại hơn và diễn ra ngắn hơn

	Giai đoạn 2011 – 2013	Hiện tại
Tác động tiêu cực		
Hàng tồn kho	- Vòng xoay hàng tồn kho sụt giảm nhanh và mạnh từ 1,0x trong 2010 còn 0,3-0,4x trong 2011-13; - Số lượng căn hộ tiêu thụ sụt giảm mạnh gần 50% svck trong 2012.	- Vòng quay hàng tồn kho có xu hướng giảm tuy nhiên vẫn ở mức cao so với 2011-13 do các CĐT áp dụng nhiều chính sách bán hàng linh hoạt hơn.
Nợ xấu	- Tỷ lệ nợ xấu BĐS năm 2013 lên tới 7,05% (từ mức 5,39% trong năm 2012).	
Rủi ro vỡ nợ	- Gần 10% doanh nghiệp BĐS, xây dựng phá sản, giải thể trong năm 2012-13.	
Các giải pháp và yếu tố tích cực tác động	- Ban hành các gói hỗ trợ tín dụng như gói tín dụng kích cầu 30.000 tỷ đồng vào đầu 2013; - Hạ lãi suất cho vay; - Ban hàng Luật đất đai 2013 giải tỏa các nút thắt pháp lý: chia nhỏ căn hộ, nới lỏng các quy định đất đai đối với người nước ngoài.	- Chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai sửa đổi 2023 sẽ được ban hành như kế hoạch vào nửa cuối 2024, giúp tháo gỡ các nút thắt pháp lý trong việc phê duyệt dự án nhà ở mới, từ đó giúp nguồn cung nhà ở phục hồi từ 2024-25.
Hệ quả	- Giá nhà ở sơ cấp giảm mạnh 20-30%, đặc biệt ở các sản phẩm đầu cơ như đất nền; - Nguồn cung 2013-14 dần cân bằng khi phân khúc bình dân chiếm khoảng 50% (so với 25% trong 2011).	

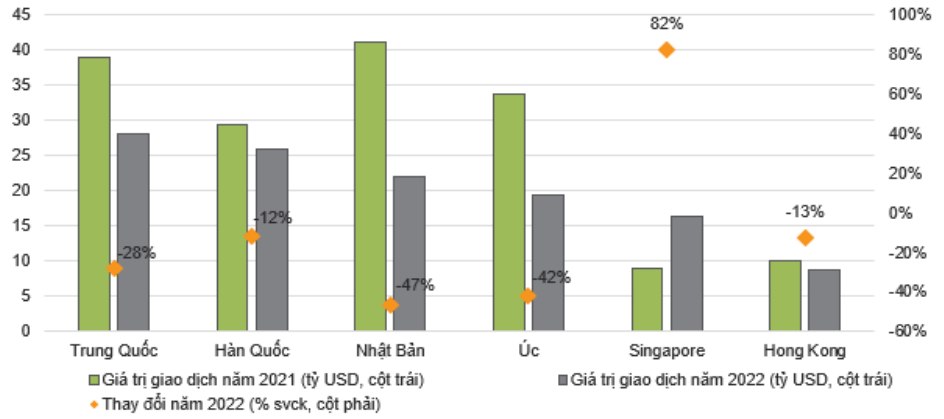
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nghiên cứu điển hình các nước khác: nhiều biện pháp hỗ trợ cho thị trường BĐS để tránh các rủi ro hệ thống tài chính

Thị trường BĐS thế giới bước vào chu kỳ suy giảm trong năm 2022

Theo Knight Frank, giá nhà toàn cầu tại 56 quốc gia trên toàn thế giới đã tăng khoảng 10% vào năm 2021, mức tăng nhanh nhất kể từ năm 2004, chủ yếu được thúc đẩy bởi lãi suất vay mua nhà thấp lịch sử. Tuy nhiên, thị trường BĐS đang đối mặt hàng loạt thách thức trong năm 2022 như áp lực lạm phát, lãi suất tăng vọt và chiến tranh Nga-Ukraine, khiến thị trường bất động sản toàn cầu lao dốc. Giá nhà đất tại một số thị trường từng tăng mạnh trong hai năm qua đang đang mặt với mức suy giảm hai con số.

Hình 26: Giá trị giao dịch BĐS tại Châu Á suy giảm đáng kể trong năm 2022 (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: JLL, VNDIRECT RESEARCH

Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy cuộc khủng hoảng nợ của các công ty BĐS tại Trung Quốc đã làm dấy lên những mối lo ngại trên toàn thị trường BĐS tại châu Á. Nhiều nhà phát triển BĐS tư nhân của Trung Quốc đang phải đối mặt với thách thức kép, rủi ro vỡ nợ và làn sóng tẩy chay trả nợ vay mua nhà. Khủng hoảng thanh khoản tại Trung Quốc có thể bắt nguồn từ chính sách "Ba lằn ranh đỏ" ban hành vào tháng 8/2020 nhằm kiểm soát dòng vốn tín dụng chảy vào ngành bất động sản. Những khó khăn trong tái cơ cấu nợ, lệnh phong tỏa nghiêm ngặt và doanh số bán hàng sụt giảm mạnh đã khiến dòng tiền của các nhà phát triển BĐS tại Trung Quốc cạn kiệt, gây ra các làn sóng vỡ nợ kể từ năm 2021 như Evergrande, Shimao, Fantasia hay Kaisa, v.v..

Chính sách giải cứu ngành bất động sản ở Trung Quốc

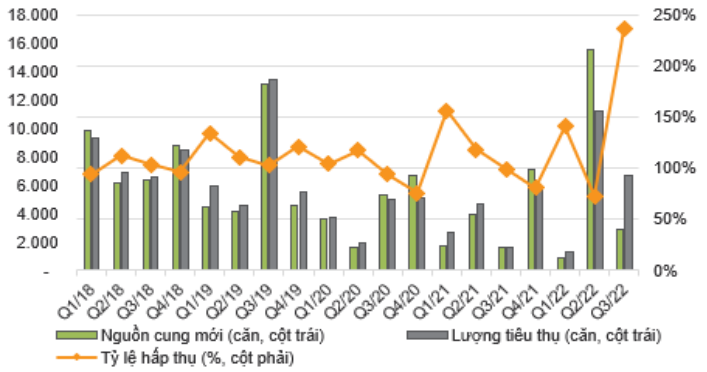
Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBOC) và Ủy ban Quản lý Ngân hàng – Bảo hiểm Trung Quốc (CBIRC) đã đưa ra kế hoạch 16 nội dung nhằm giảm bớt áp lực thanh khoản cho các nhà phát triển BĐS vào giữa tháng 11/2022, bằng cách 1) hỗ trợ tái cơ cấu nợ, 2) cho phép gia hạn thời gian trả nợ, 3) khuyến khích các tổ chức tài chính (chủ yếu là ngân hàng) cho các nhà phát triển BĐS vay. Các chính sách này, nếu được thực hiện, sẽ có thể giảm bớt áp lực thanh khoản cho các chủ đầu tư BĐS một cách rõ rệt trong thời gian tới, đặc biệt là cho phép các nhà phát triển gia hạn các khoản nợ ngắn hạn của họ.

Triển vọng thị trường BĐS nhà ở tại TP.HCM năm 2023

Điểm lại thị trường BĐS TPHCM Q3/22

Lượng căn hộ tiêu thụ sụt giảm do nguồn cung mới ảm đạm

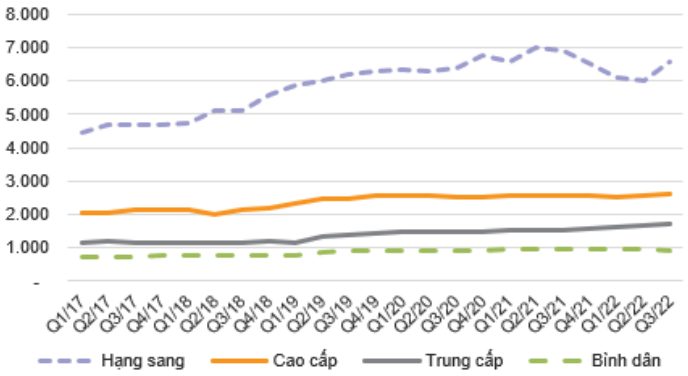
Theo CBRE, lượng căn hộ tiêu thụ tại TP.HCM trong Q3/22 giảm 40% so với quý trước còn 6.726 căn do nguồn cung mới sụt giảm 82% so với quý trước (2.850 căn). Tỷ lệ hấp thụ trong Q3/22 đạt 225%, được hỗ trợ bởi khoảng 4.000 căn hộ chưa bán hết của VHM trong nửa đầu 2022. Phân khúc cao cấp tiếp tục dẫn dắt thị trường, chiếm 86% tổng lượng bán trong Q3/22.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Nhiều chương trình giảm giá bán sơ cấp hiệu (Đơn vị: USD/m2)

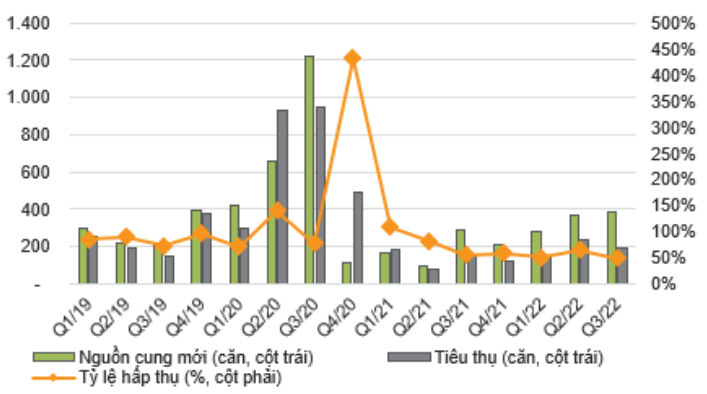
Mặc dù giá sơ cấp căn hộ TP.HCM tiếp tục tăng trung bình 3,7% so với quý trước trong Q3/22, chúng tôi nhận thấy chủ đầu tư đưa ra nhiều chương trình khuyến mãi giảm giá cho người mua nhà không vay vốn ngân hàng để kích cầu, trong bối cảnh lãi suất thế chấp tăng và tín dụng hạn chế. Chúng tôi quan sát một số chủ đầu tư đã áp dụng giảm giá 20-30% cho người mua nhà thanh toán bằng tiền mặt 95%.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ hấp thụ của nhà liền thổ chạm mức thấp nhất theo quý trong 7 năm qua

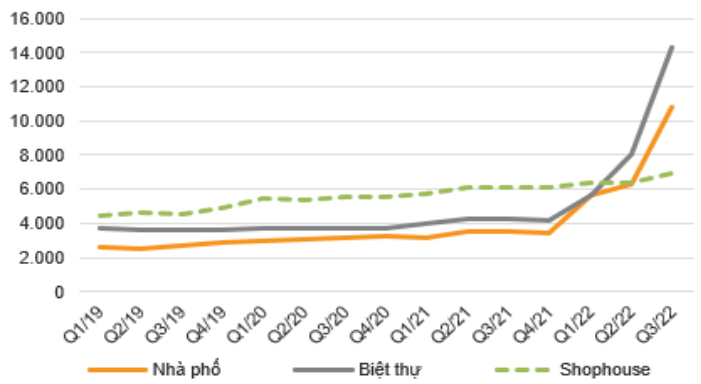
Nguồn cung mới của nhà liền thổ tại TP.HCM trong Q3/22 đi ngang so với quý trước ở mức 386 căn, nhưng lượng tiêu thụ sụt giảm 20,4% so với quý trước còn 189 căn. Tỷ lệ hấp thụ chỉ đạt 49%, mức thấp nhất trong 7 năm do nhu cầu nhà ở yếu.



Nguồn: CBRE, JLL, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

Giá bán sơ cấp tiếp tục tăng thúc đẩy bởi các dự án thương hiệu (Đơn vị: USD/m2)

Cuối Q3/22, giá sơ cấp nhà liền thổ tăng mạnh 70-80% so với quý trước thúc đẩy bởi các dự án nhà ở có thương hiệu và nguồn cung hạn chế tại TPHCM. Chúng tôi cho rằng giá sơ cấp nhà liền thổ có thể nhanh chóng quay về mức 7.000-8.000 USD/m2 trong năm 2023-24 do người mua nhà có thể sẽ thận trọng hơn đối với các dự án có "vị trí vàng" sau làn sóng bắt giữ liên quan đến các nhà phát triển BĐS lớn.

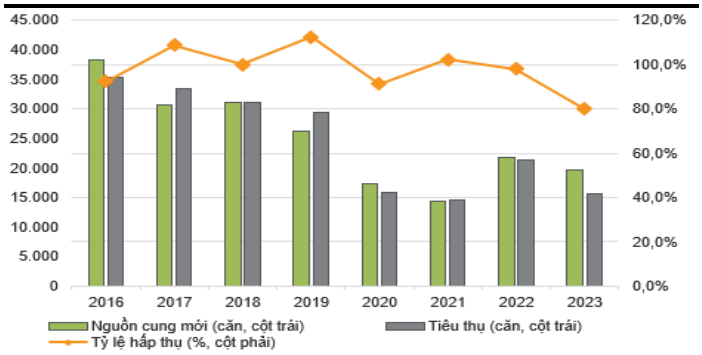


Nguồn: CBRE, JLL, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường căn hộ: lượng tiêu thụ ảm đạm, giảm giá bán sơ cấp

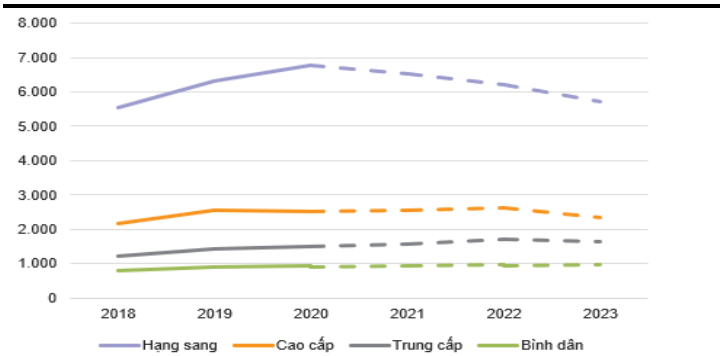
Chúng tôi dự báo nguồn cung mới căn hộ tại TPHCM năm 2023 vẫn ở mức thấp khoảng 19.000-20.000 căn (-10% svck) và khoảng 15.000 căn hộ tiêu thụ (-20% svck). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ có thể tiếp tục suy giảm xuống 80% (-10 điểm % svck) do tâm lý người mua nhà vẫn ảm đạm trong 2023. Chúng tôi kỳ vọng giá sơ cấp căn hộ các phân khúc sẽ giảm 5-10% svck trong năm 2023. Chủ đầu tư có thể sẽ tiếp tục đưa ra một số chương trình giảm giá sơ cấp để kích cầu trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà tăng và hạn mức tín dụng hạn chế.

Hình 27: Nguồn cung mới căn hộ vẫn ở mức thấp tại TPHCM trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, DKRA, SAVILLS

Hình 28: Chúng tôi kỳ vọng giá sơ cấp căn hộ các phân khúc sẽ giảm 5-10% svck trong năm 2023 (Đơn vị: USD/m2)



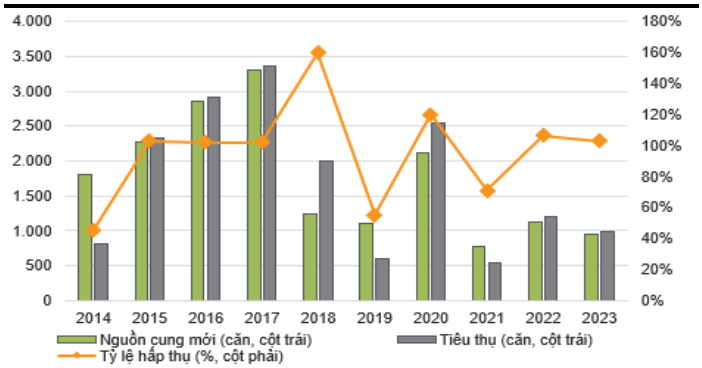
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, DKRA, SAVILLS

Thị trường nhà liền thổ: tiêu thụ khiêm tốn, giá đất tại các khu vực đầu cơ cao suy giảm

Nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn tại TP.HCM tiếp tục khan hiếm trong 2023 do quỹ đất hạn chế và tiến độ pháp lý chậm, chủ yếu đến từ vùng ngoại thành TP.HCM như Thủ Đức, Quận 12 và Bình Chánh. Chúng tôi cho rằng giá sơ cấp nhà liền thổ có thể nhanh chóng quay về mức 7.000-8.000 USD/m2 trong năm 2023-24, do tâm lý người mua nhà sẽ thận trọng hơn với các dự án có "vị trí vàng" sau làn sóng bắt giữ liên quan đến các chủ đầu tư BĐS lớn.

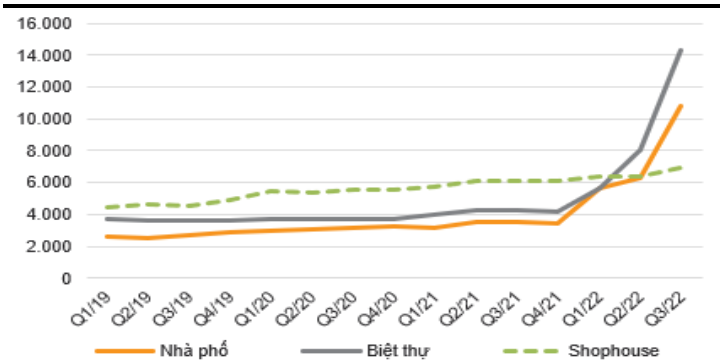
Chúng tôi cho rằng giá đất thứ cấp tại các dự án có pháp lý minh bạch, hướng tới nhu cầu người ở thực sẽ khó có sự sụt giảm đáng kể, do người mua tại các dự án này ít nhạy cảm với lạm phát và lãi suất vay tăng cao. Chúng tôi nhận thấy một số dự án thấp tầng cao cấp trong 9T22 vẫn đạt tỷ lệ tiêu thụ cao như The Classia của KDH, do người mua ở phân khúc này có sức mua cao và sử dụng BĐS như nơi "trú ẩn" lạm phát. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá đất tại các khu vực sốt đất trong hai năm qua mang tính đầu cơ cao như Củ Chi, Hóc Môn và Bình Chánh sẽ có sự sụt giảm đáng kể, trong bối cảnh tín dụng vào BĐS đầu cơ được giám sát chặt chẽ cùng với kiểm soát quản lý đất đai tại các khu vực sốt đất và gia tăng rủi ro vượt khả năng trả nợ vay.

Hình 29: Nguồn cung nhà xây sẵn khiêm tốn tại TP.HCM trong 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, DKRA, SAVILLS

Hình 30: Kỳ vọng mức giá sơ cấp nhà đất thấp hơn trong năm 2023 để thu hút tỷ lệ hấp thụ tốt hơn (Đơn vị: USD/m2)

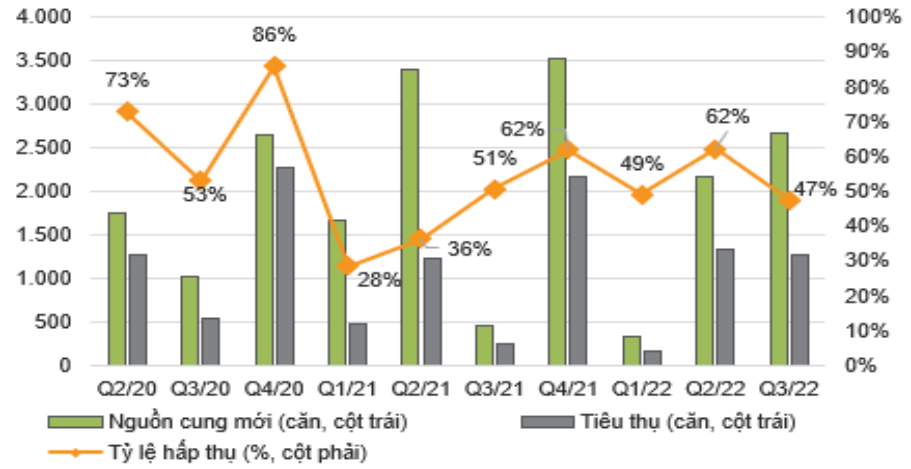


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, DKRA, SAVILLS

Thị trường nhà ở xây sẵn tại các vùng lân cận TP.HCM giảm sức hút trong năm 2023 trước những sai phạm của cơ quan quản lý liên quan đến thị trường BĐS

Chúng tôi nhận thấy chủ đầu tư tiếp tục đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại các vùng lân cận TP.HCM trong Q3/22, với nguồn cung mới nhà liền thổ tăng 23,0% so với quý trước lên 2.656 căn. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ trong Q3/22 đã giảm mạnh 14,5 điểm % so với quý trước xuống còn 47%, do tâm lý người mua nhà e ngại trước những vi phạm của các cơ quan quản lý liên quan đến thị trường BĐS ở những khu vực này, dẫn đến số lượng nhà liền thổ tiêu thụ giảm 5,8% so với quý trước, theo DKRA và CBRE. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS tại các vùng lân cận TP.HCM sẽ vẫn ảm đạm trong năm 2023 do tâm lý người mua nhà ở những khu vực này suy giảm làm ảnh hưởng quyết định mua nhà ở.

Hình 31: Thị trường nhà ở xây sẵn tại các vùng lân cận TP.HCM giảm sức hút trong năm 2023 do tâm lý người mua nhà tại các khu vực chưa được cải thiện



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, DKRA, SAVILLS

Một số dự án đáng chú ý tại phía Nam dự kiến ra mắt vào năm 2023

Chúng tôi nhận thấy hầu hết các sản phẩm mới ra mắt trong năm 2023 hướng tới nhu cầu ở thực, được phát triển bởi các công ty niêm yết có dòng tiền tài chính lành mạnh và danh tiếng tốt. Chúng tôi cho rằng NLG và KDH vẫn được ưa thích trong phân khúc trung cấp, tuy nhiên, tốc độ hấp thụ có thể chậm hơn so với giai đoạn 2021-22 do lãi suất thế chấp tăng và hạn mức tín dụng hạn chế.

Hình 32: Một số dự án đáng chú ý tại miền Nam dự kiến sẽ ra mắt trong năm 2023

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Mở bán
Vinhomes Grand Park - Giai đoạn tiếp theo	VHM	Thành phố Thủ Đức	Cao tầng, thấp tầng	272	2023
Izumi City - Giai đoạn tiếp theo	NLG	Đồng Nai	Cao tầng, thấp tầng	170	2023
Akari City - Giai đoạn tiếp theo	NLG	Bình Tân	Cao tầng	8,5	2023
Mizuki City - Giai đoạn tiếp theo	NLG	Bình Chánh	Cao tầng	26	2023
Clarita	KDH	Thành phố Thủ Đức	Thấp tầng	5,7	2023
Privia	KDH	Bình Tân	Cao tầng	1,8	2023
The Signal	AGG	Quận 7	Cao tầng	N/A	2023
Gem Riverside	DXG	Thành phố Thủ Đức	Cao tầng	6,7	2023

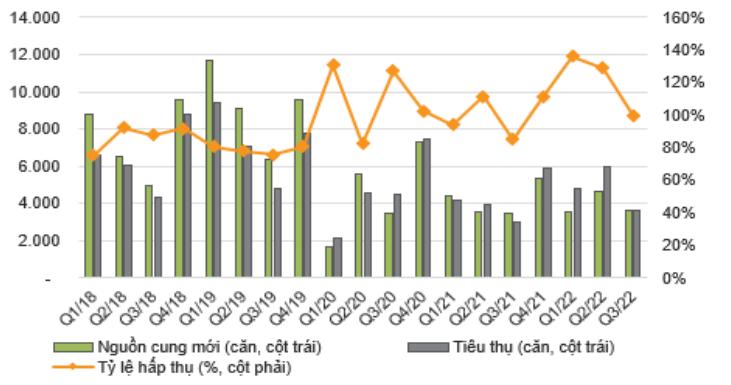
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng thị trường BĐS nhà ở tại Hà Nội năm 2023

Điểm lại thị trường BĐS Hà Nội Q3/22

Giao dịch căn hộ ảm đạm

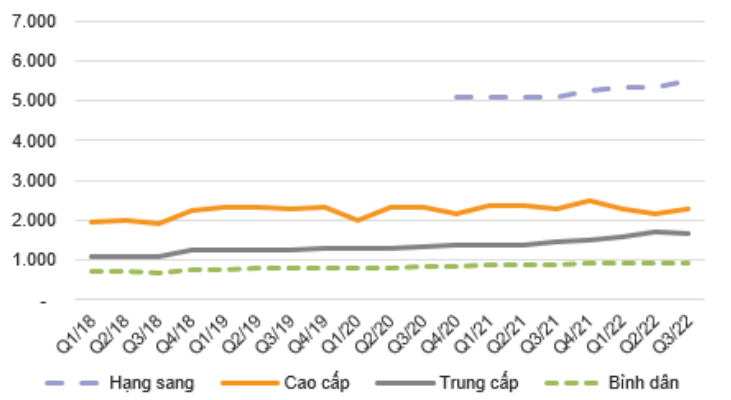
Thị trường căn hộ Hà Nội trong Q3/22 sụt giảm cả về số lượng mở bán mới (-22% so với quý trước xuống 3.640 căn) và lượng tiêu thụ (-39% so với quý trước về 3.624 căn). Phân khúc cao cấp và trung cấp lần lượt đóng góp 65%/34% tổng số lượng tiêu thụ. Tỷ lệ hấp thụ trong Q3/22 giảm 23% so với quý trước xuống còn 99%.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Giá bán căn hộ sơ cấp hạ nhiệt (Đơn vị: USD/m2)

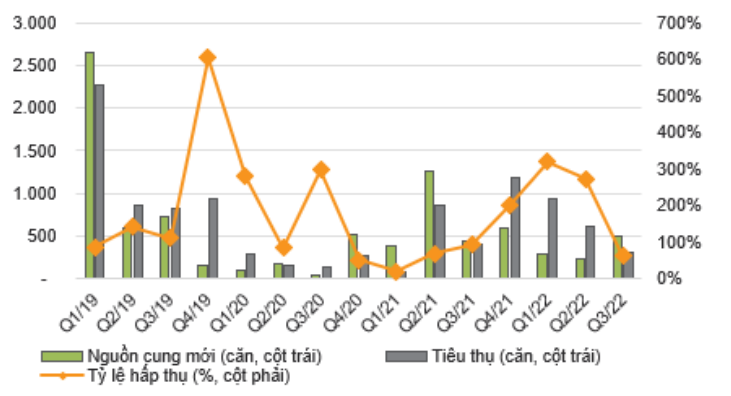
Giá bán căn hộ sơ cấp ở phân khúc trung cấp lần đầu tiên ghi nhận giảm sau 3 năm (-3% so với quý trước) sau khi tăng 12,3% trong nửa đầu năm 2022. Trong khi các khu vực khác tăng nhẹ 1-2% so với quý trước trong Q3/22. Giá bán trung bình căn hộ sơ cấp tại Hà Nội tăng nhẹ 1,3% so với quý trước lên 1.896 USD/m2 trong Q3/22.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Lượng tiêu thụ nhà liền thổ sụt giảm đáng kể

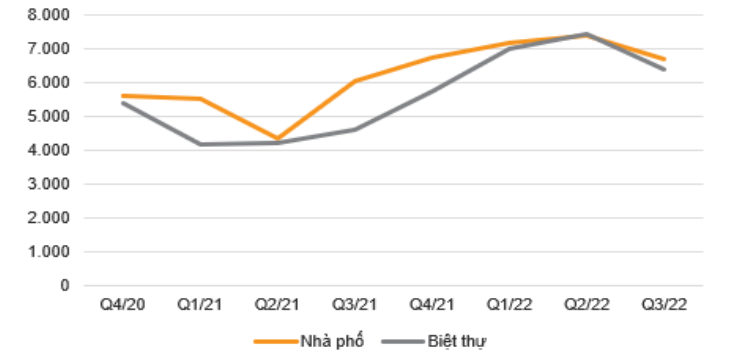
Nguồn cung mới nhà liền thổ tại Hà Nội trong Q3/22 tăng 115% so với quý trước lên 489 căn, nhưng lượng tiêu thụ sụt giảm đáng kể 52% so với quý trước xuống còn 299 căn. Tỷ lệ hấp thụ đạt 61% (so với ~300% trong nửa đầu năm 2022) do nhu cầu mua nhà suy giảm.



Nguồn: CBRE, JLL, VNDIRECT RESEARCH

Giá bán sơ cấp nhà liền thổ suy giảm (USD/m2)

Chúng tôi nhận thấy giá bán sơ cấp nhà liền thổ giảm 10-15% so với quý trước ở cả nhà phố và biệt thự trong Q3/22, sau khi tăng đáng kể lần lượt 10%/30% trong nửa đầu năm 2022.

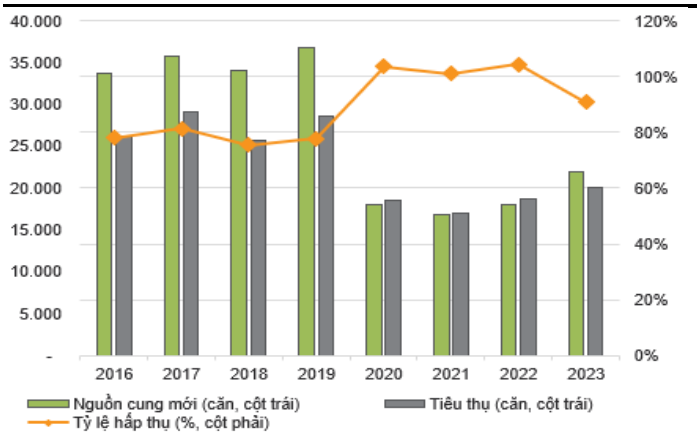


Nguồn: CBRE, JLL, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường căn hộ: nguồn cung mới ổn định, chủ yếu từ Vinhomes

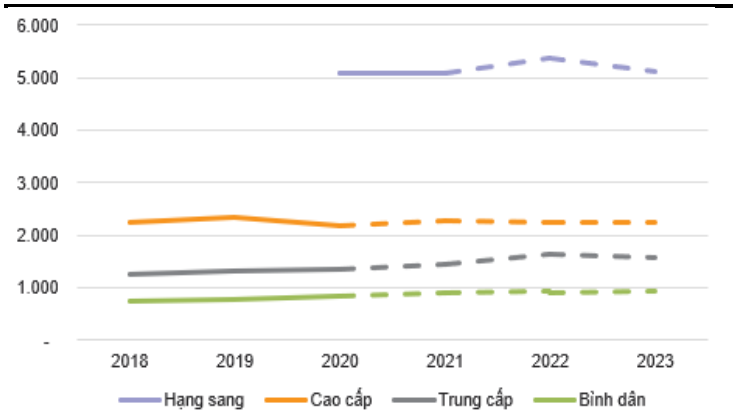
Chúng tôi nhận thấy nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội ổn định trong năm 2023 với khoảng 20.000-22.000 căn mở bán, được hỗ trợ bởi hai dự án mới của VHM. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ sẽ đạt khoảng 90% (-13,5 điểm % svck) do tâm lý người mua nhà suy giảm, tương đương với 18.000-20.000 căn tiêu thụ vào năm 2023. Chúng tôi dự báo giá bán căn hộ sơ cấp sẽ giảm nhẹ 3-5% svck và kỳ vọng sẽ có thêm các chương trình giảm giá bán cho người mua nhà không sử dụng vay vốn ngân hàng, để kích cầu trong bối cảnh lãi suất thế chấp tăng và hạn mức tín dụng hạn chế.

Hình 33: Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội ổn định trong năm 2023 nhờ hai dự án mở bán mới của VHM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 34: Chúng tôi dự báo giá bán trung bình căn hộ sơ cấp tại Hà Nội sẽ giảm nhẹ 3-5% svck (USD/m2)

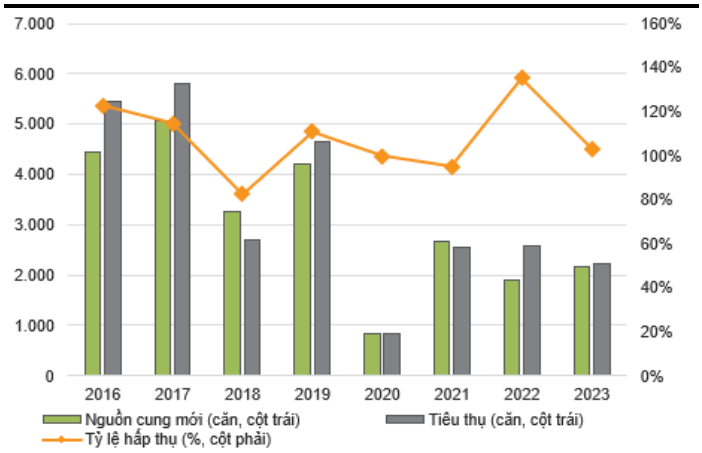


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Thị trường nhà liền thổ: nguồn cung mới vẫn ảm đảm

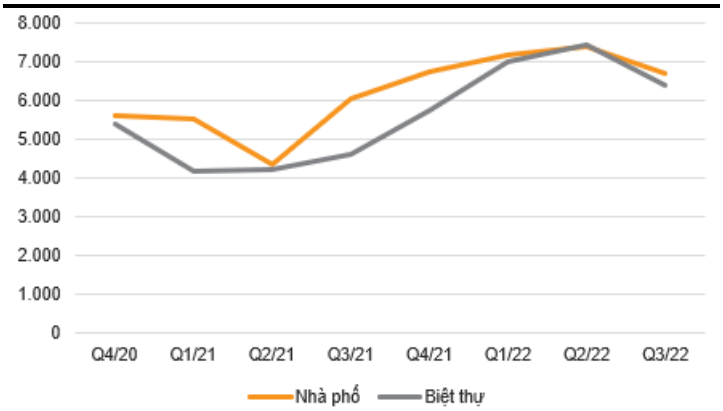
Chúng tôi nhận thấy nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn tại Hà Nội năm 2023 sẽ tiếp tục phụ thuộc vào các dự án khu đô thị lớn. Nguồn cung mới có thể sẽ đi ngang ở mức 2.000-2.200 căn trong năm 2023, chủ yếu từ các khu đô thị mới như Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Cổ Loa và mở bán giai đoạn tiếp theo từ các dự án khu đô thị Hinode Royal Park, An Lạc Green. Chúng tôi kỳ vọng những dự án mới phát triển bởi chủ đầu tư uy tín, pháp lý minh bạch vẫn đạt tỷ lệ tiêu thụ khả quan do người mua ở phân khúc này có sức mua cao, ít nhạy cảm với lạm phát và lãi suất tăng cao, và sử dụng BĐS như nơi "trú ẩn" lạm phát.

Hình 35: Nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn ảm đạm tại Hà Nội



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 36: Chúng tôi kỳ vọng giá bán nhà đất hạ nhiệt trong năm 2023 (USD/m2)

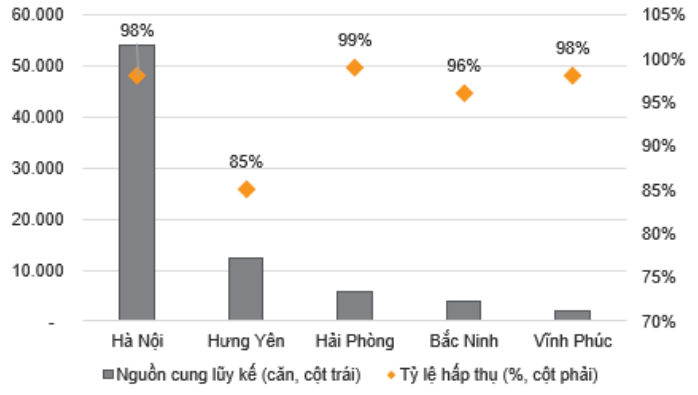


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

Chúng tôi nhận thấy Hưng Yên là tâm điểm trong thị trường nhà liền thổ giữa các tỉnh lân cận Hà Nội

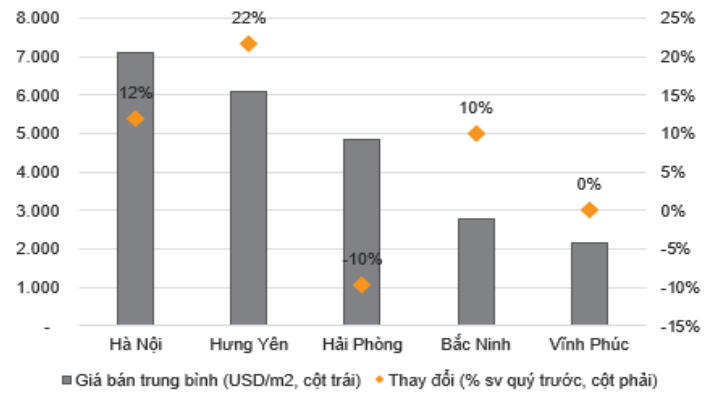
Chúng tôi nhận thấy Hưng Yên đang trở thành điểm sáng nhờ Vinhomes Ocean Park 2 &3 mở bán trong 2022. Chúng tôi cho rằng giá bán sơ cấp nhà thấp tầng tại Hưng Yên sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn so với Hà Nội trong năm 2023, do cơ sở hạ tầng phát triển cùng với sự có mặt của các dự án chất lượng từ Vinhomes. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy nhu cầu nhà ở cho chuyên gia, kỹ sư tại Hưng Yên có thể gia tăng trong vòng 2-3 năm tới sau khi các khu công nghiệp (KCN) mới hoàn thành như KCN Phố Nối A, KCN Thăng Long II, KCN Yên Mỹ II, v.v

Hình 37: Nguồn cung mới dồi dào từ Vinhomes tiếp thêm sự sôi động cho thị trường BĐS Hưng Yên trong 6T22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL, CBRE

Hình 38: Giá đất tăng mạnh tại Hưng Yên khi dự án Vinhomes ra mắt trong 6T22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL, CBRE

Một số dự án đáng chú ý tại miền Bắc dự kiến sẽ ra mắt trong năm 2023

Chúng tôi cho rằng VHM sẽ tiếp tục dẫn dắt thị trường bất động sản miền Bắc trong năm 2023 với hai dự án khu đô thị mới ra mắt tại Hà Nội. Chúng tôi nhận thấy một số dự án mở bán mới đáng chú ý có thể được hưởng lợi cơ sở hạ tầng phát triển (đường vành đai 3 và giai đoạn tiếp theo sắp tới của đường vành đai 2 tại Hoàng Mai) như The Manor Central Park và Louis City Hoàng Mai, v.v.

Hình 39: Một số dự án đáng chú ý tại miền Bắc dự kiến sẽ ra mắt trong năm 2023

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Dự kiến mở bán
Vinhomes The Crown	VHM	Hưng Yên	Cao tầng, thấp tầng	294	2022-23
Vinhomes Cổ Loa	VHM	Đông Anh, Hà Nội	Thấp tầng	385	2023
Vinhomes Wonder Park	VHM	Đan Phượng, Hà Nội	Cao tầng, thấp tầng	133	2023
Central Residence	Gamuda	Hoàng Mai	Cao tầng	6	2023
Eco Smart City	Thiên Hương	Long Biên, Hà Nội	Cao tầng	1,3	2023
The Manor Central Park	Bitexco	Hoàng Mai	Thấp tầng	89	2023

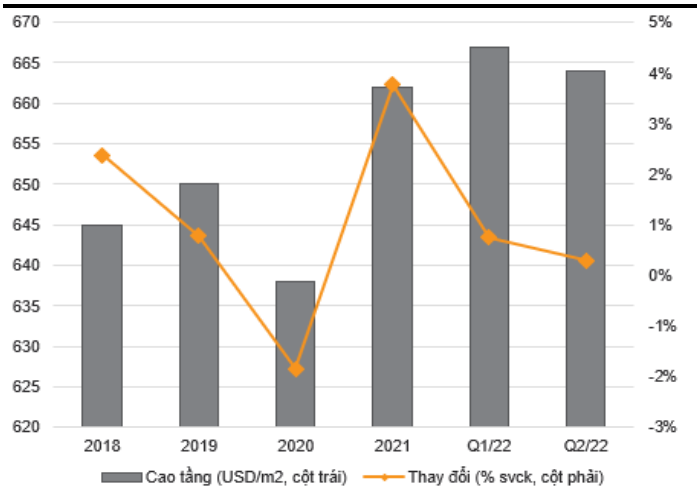
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng các doanh nghiệp BĐS niêm yết năm 2022-23

Giá vật liệu xây dựng hạ nhiệt là điểm tích cực hiếm hoi trong 2023

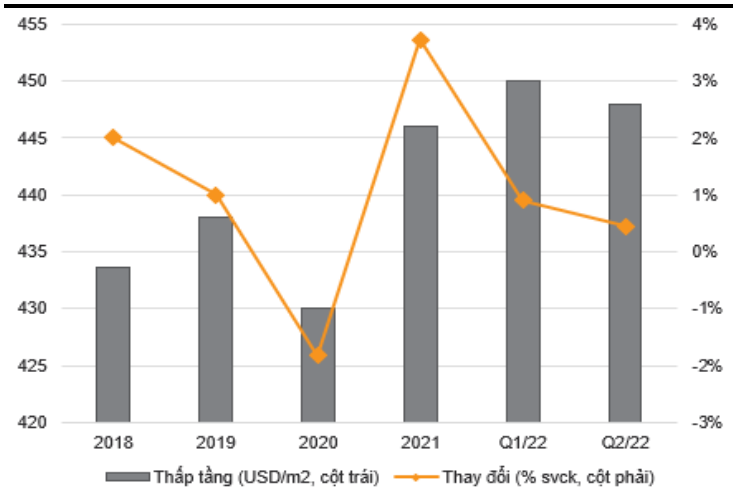
Chúng tôi nhận thấy giá vật liệu xây dựng đang hạ nhiệt kể từ Q2/22. Đặc biệt, sau khi đạt đỉnh trong tháng 4, giá thép trong nước đã giảm 19,7% so với mức đỉnh và thấp hơn 6,7% so với mức đầu năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng giá bán thép xây dựng sẽ giảm dần trong năm 2023, giúp giảm áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xây dựng và phát triển bất động sản, từ đó đẩy nhanh tiến độ thi công các dự án đầu tư công cũng như giúp kìm hãm đà tăng của giá nhà.

Hình 40: Giá xây dựng chung cư tiêu chuẩn tại TPHCM…



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ARCADIS

Hình 41: …và nhà thấp tầng giảm nhẹ kể từ Q2/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ARCADIS

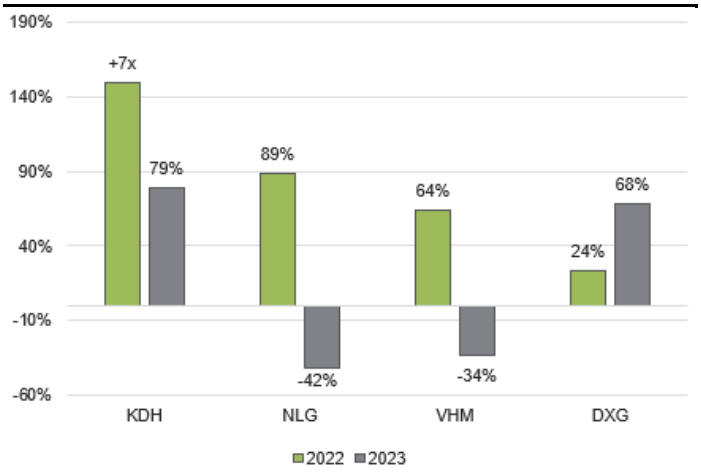
Triển vọng các doanh nghiệp BĐS niêm yết năm 2022-23

Hình 42: LN ròng của nhóm vốn hóa vừa và lớn cải thiện trong khi nhóm vốn hóa nhỏ kém khả quan trong Q3/22

	Doanh thu Q3/22 (tỷ đồng)	Doanh thu Q3/21 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)	Doanh thu 9T22 (tỷ đồng)	Doanh thu 9T21 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)	LN ròng Q3/22 (tỷ đồng)	LN ròng Q3/21 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)	LN ròng 9T22 (tỷ đồng)	LN ròng 9T21 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)
VHM	17.805	20.679	-14%	31.199	61.681	-49%	14.494	11.167	30%	19.700	27.084	-27%
NVL	3.279	3.262	1%	7.894	10.312	-23%	197	556	-65%	2.025	2.413	-16%
AGG	2.194	84	2505%	5.466	687	695%	42	9	357%	163	205	-20%
DXG	1.255	1.303	-4%	4.597	7.819	-41%	153	52	195%	556	882	-37%
NLG	882	151	484%	2.710	787	244%	8	297	-97%	119	709	-83%
KDH	803	1.199	-33%	1.678	3.148	-47%	352	317	11%	983	788	25%
DIG	424	539	-21%	1.518	1.655	-8%	-1	43	-102%	142	138	3%
HDC	344	281	22%	1.124	920	22%	72	68	6%	248	210	18%
CCL	133	182	-27%	336	733	-54%	20	7	170%	46	56	-17%
NBB	121	6	2065%	290	558	-48%	0	173	-100%	2	335	-99%
NTL	115	157	-27%	323	317	2%	13	74	-82%	105	139	-24%
SCR	78	375	-79%	574	1.574	-64%	21	8	177%	141	184	-23%
PDR	11	1.268	-99%	1.490	2.391	-38%	718	608	18%	1.412	1.111	27%
CEO	334	124	170%	1.052	406	159%	28	-34	N/A	90	-129	N/A
CRE	755	843	-10%	3.316	4.526	-27%	28	79	-65%	253	329	-23%

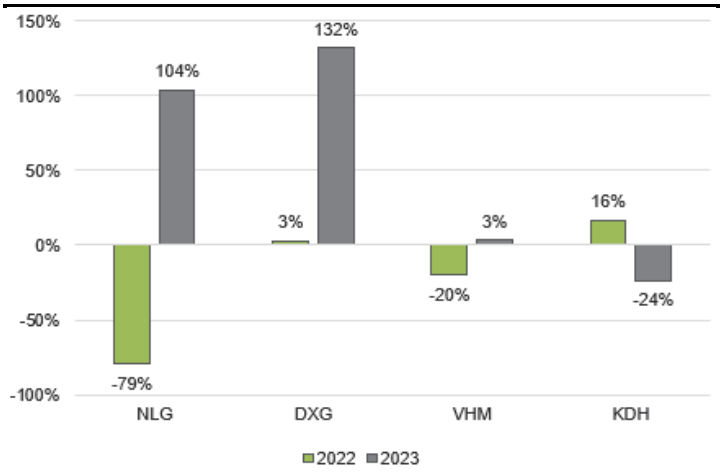
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 43: Chúng tôi dự báo doanh số ký bán đi lùi do nhu cầu mua nhà suy giảm trong năm 2023 (Đơn vị: % svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: Dự báo LN ròng của top 4 doanh nghiệp BĐS trong danh mục của chúng tôi phục hồi trong 2023, được hỗ trợ bởi lượng bán hàng trước đó (Đơn vị: % svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 45: Dự phóng KQKD 2022-24 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi của chúng tôi

Tỷ đồng	NLG			VHM			KDH			DXG		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	3.983	2.816	8.261	49.948	83.124	93.066	2.968	2.942	4.133	7.935	14.460	14.225
% svck	*-23,5%*	*-29,3%*	*193,4%*	*-41,2%*	*66,4%*	*12,0%*	*-20,6%*	*-0,8%*	*40,5%*	*-21,4%*	*82,2%*	*-1,6%*
Biên LN gộp (%)	*41,0%*	*39,5%*	*35,9%*	*55,0%*	*51,3%*	*55,7%*	*65,8%*	*60,8%*	*50,2%*	*52,9%*	*50,5%*	*68,5%*
Biên EBITDA (%)	*18,0%*	*30,7%*	*20,2%*	*52,9%*	*47,4%*	*52,0%*	*61,8%*	*46,9%*	*37,1%*	*36,8%*	*34,0%*	*52,1%*
LN ròng	228	465	633	31.066	32.087	38.394	1.399	1.070	1.192	1.191	2.762	4.431
% svck	*-78,7%*	*103,9%*	*36,1%*	*-20,0%*	*3,3%*	*19,7%*	*16,4%*	*-23,6%*	*11,5%*	*3,1%*	*132,0%*	*60,4%*
Doanh số ký bán	11.196	6.516	8.990	129.687	85.877	92.613	3.070	5.484	6.356	7.315	12.316	17.562
% svck	*89,0%*	*-41,8%*	*38,0%*	*64,4%*	*-33,8%*	*7,8%*	*677,1%*	*78,7%*	*15,9%*	*23,5%*	*68,4%*	*42,6%*
EPS (đ/cp)	566	1.154	1.570	7.135	7.369	8.817	2.188	1.658	1.679	1.992	4.621	7.412
BVPS (đ/cp)	22.413	22.101	22.194	35.881	43.250	52.067	18.030	17.830	19.509	16.281	20.902	28.314
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	2.590	4.319	1.411	-859	-1.066	2.289	-5.885	-6.686	-10.249	2.590	4.319	1.411
Nợ/VCSH	0,4	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,6	0,5	0,7	0,3	0,3	0,2
Tỷ suất cổ tức (%)	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROAE (%)	2,6%	5,5%	7,5%	22,1%	18,6%	18,5%	17,3%	13,2%	14,7%	12,9%	24,9%	30,1%
ROAA (%)	0,9%	1,7%	2,1%	10,5%	8,1%	8,3%	9,8%	8,3%	8,4%	4,0%	8,2%	11,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CTCP Vinhomes (VHM: HOSE)

VHM công bố doanh thu và LN ròng Q3/22 đạt lần lượt 17,8 nghìn tỷ đồng (-13,9% svck) và 14,5 nghìn tỷ đồng (+29,8% svck). LN ròng tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ bàn giao 1.300 căn hộ tại The Empire do đẩy nhanh tiến độ xây dựng, ngoài ra ghi nhận 8,9 nghìn tỷ đồng từ các giao dịch bán buôn tại The Empire và The Crown, cũng như việc bàn giao tại các dự án đã triển khai. Qua đó, VHM ghi nhận LN ròng lũy kế 9T22 giảm 27,3% svck, khả quan hơn nhiều so với mức giảm mạnh 68,3% svck của LN ròng trong 6T22 do vấn đề thời điểm khi Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire chỉ bắt đầu bàn giao từ Q3/22.

Hoạt động kí bán mới trong Q4/22 của VHM được hỗ trợ bằng việc mở bán dự án Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown và Vinhomes Golden Avenue tại Quảng Ninh dự kiến ra mắt vào tháng 11. Lũy kế, chúng tôi kỳ vọng doanh số kí bán mới năm 2022 sẽ đạt 129,7 nghìn tỷ đồng (+64,4% svck). Đối với hoạt động kí bán mới trong năm 2023, chúng tôi cho rằng doanh số kí bán mới sẽ giảm 33,8% svck do nhu cầu đầu tư BĐS yếu hơn trong bối cảnh lãi suất tiếp tục tăng.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2023 của VHM sẽ đạt 83.124 tỷ đồng (+66,4% svck từ mức cơ sở thấp trong năm 2022) với đóng góp chủ yếu từ dự án The Empire và The Crown. Tuy nhiên, với giá trị bán buôn lớn được ghi nhận tại doanh thu tài chính trong năm 2022, LN ròng năm 2023 chỉ tăng 3,3% svck lên 32.087 tỷ đồng.

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG: HOSE)

NLG báo cáo doanh thu Q3/22 tăng 484% svck lên 882 tỷ đồng nhờ bàn giao dự án Flora Akari và Valora Southgate. Tuy nhiên, LN ròng trong Q3/22 lại giảm mạnh 97% svck xuống chỉ còn 8 tỷ đồng do không có khoản lợi nhuận bất thường nào được ghi nhận.

Chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ tung ra thị trường 35 căn hộ thấp tầng tại dự án Southgate, trị giá 700 tỷ đồng trong Q4/22. Lũy kế, chúng tôi ước tính doanh số kí bán mới trong năm 2022 sẽ tăng 78,9% svck lên 10.601 tỷ đồng. Đối với năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh số kí bán mới sẽ giảm 41,8% svck xuống còn 6.516 tỷ đồng do nhu cầu nhà ở giảm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của NLG sẽ giảm 29,3% svck xuống 2.816 tỷ đồng, chủ yếu vẫn đến từ bàn giao các dự án Valora Southgate và Cần Thơ 43ha. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính LN ròng năm 2023 sẽ tăng 104% svck lên 465 tỷ đồng nhờ bàn giao dự án hợp tác đầu tư là Mizuki trên mức nền cơ sở thấp trong năm 2022 (mức thấp nhất trong 6 năm qua).

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

KDH công bố doanh thu Q3/22 giảm 33% svck xuống còn 803 tỷ đồng, nhờ bàn giao dự án Classia. Biên lợi nhuận gộp trong Q3/22 tăng ấn tượng 23,7% svck nhờ dự án bàn giao là dự án thấp tầng có biên lợi nhuận cao. Nhờ đó, LN ròng Q3/22 tăng 11% svck lên 352 tỷ đồng.

Chúng tôi dự phóng doanh số kí bán mới của KDH trong Q4/22 là 700-800 tỷ đồng từ dự án Classia (tăng mạnh so với mức 100-150 tỷ đồng trong Q4/21 do thiếu dự án mới mở bán). Doanh số kí bán mới lũy kế năm 2022 tăng 676% svck lên 2.804 tỷ đồng từ nền cơ sở thấp trong năm 2021. Doanh số kí bán mới năm 2023 tăng 78,7% svck lên 5.484 tỷ đồng nhờ mở bán hai dự án mới là Clarita và Privia. Chúng tôi tin rằng KDH có thể duy trì hoạt động tích cực nhờ hồ sơ pháp lý minh bạch, sản phẩm chất lượng cao, khả năng tiếp cận cao với khách hàng là người dùng cuối, vì người mua ở các dự án này ít nhạy cảm hơn với lạm phát và lãi suất cao.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 của KDH sẽ giảm nhẹ 0,8% svck xuống 2.942 tỷ đồng, chủ yếu từ các dự án Classia và Clarita. Biên lợi nhuận gộp năm 2023 vẫn sẽ cao ở mức 60,8% (-5,0 điểm % svck) nhờ bàn giao chủ yếu là nhà thấp tầng. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2023 sẽ giảm 23,6% svck xuống còn 1.070 tỷ đồng do không có các khoản lợi nhuận bất thường.

Tập đoàn Đất Xanh (DXG: HOSE)

Doanh thu Q3/22 của DXG giảm nhẹ 4% svck xuống 1.255 tỷ đồng do doanh thu bàn giao bất động sản giảm 35% svck. Tuy nhiên, doanh thu tài chính Q3/22 tăng mạnh 349% svck lên 211 tỷ đồng nhờ hoạt động thoái vốn. Do đó, lợi nhuận ròng trong Q3/22 tăng 195% svck lên 153 tỷ đồng.

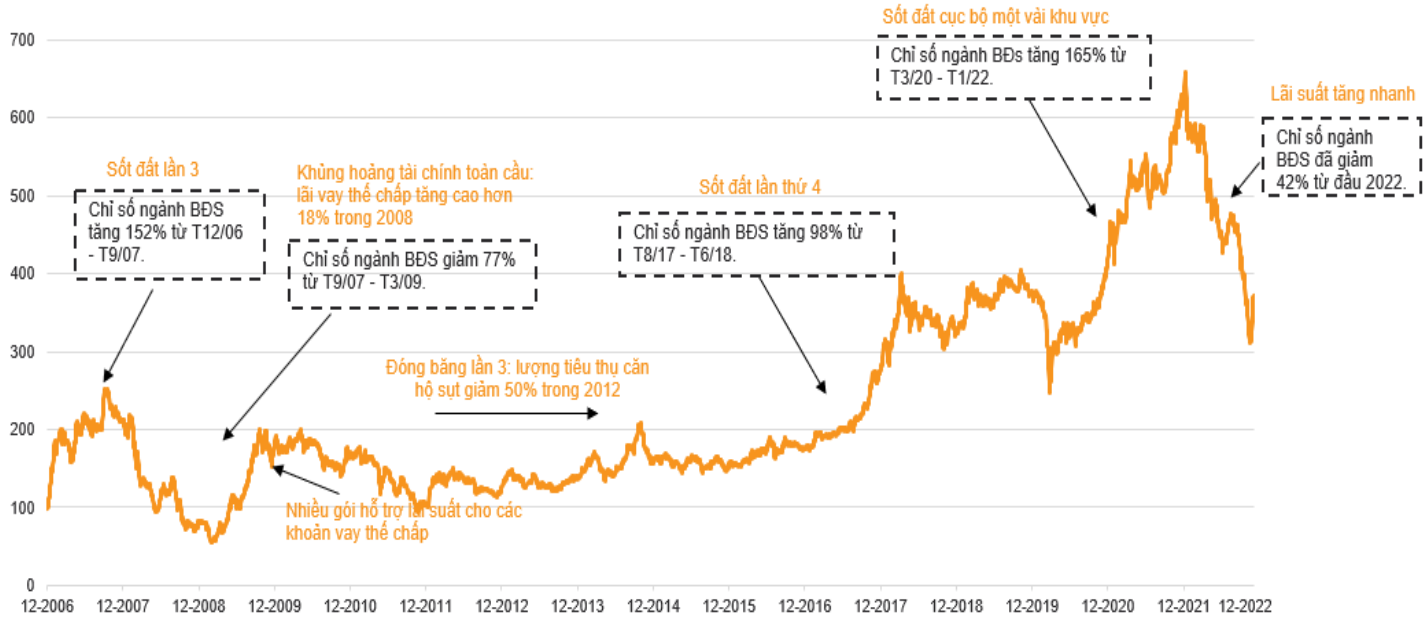
Chúng tôi ước tính doanh thu của DXG sẽ tăng trở lại trong năm 2023 với mức tăng 82,2% svck nhờ giai đoạn bàn giao cuối cùng của dự án Gem Sky World và Opal Skyline. Biên lợi nhuận gộp năm 2023 sẽ duy trì ở mức cao 50,5% (-2,4 điểm % svck). Theo đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2023 sẽ tăng 132% svck lên 2.762 tỷ đồng trên nền cơ sở thấp trong năm 2022.

Chúng tôi ưa thích NLG

Liệu cổ phiếu bất động sản đã phản ánh hết những yếu tố khó khăn?

Chỉ số ngành BĐS phục hồi 18,9% từ mức thấp nhất trong giữa tháng 11/2022 và hiện đang giao dịch ở mức P/B hiện tại là 1,9 lần, thấp hơn 32% so với mức trung bình 3 năm là 2,7 lần. Mặc dù các cổ phiếu ngành đang được giao dịch ở mức định giá rẻ, nhưng chúng tôi tin rằng việc thị trường đánh giá lại cổ phiếu sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi tâm lý của thị trường BĐS tại Việt Nam, điều khó có thể xảy ra trước năm 2024. Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường BĐS nhà ở có thể sẽ chứng kiến nhiều khó khăn hơn trong 6T23 cho đến khi lạm phát được kiểm soát và lãi suất giảm trở lại, từ đó thị trường chứng khoán có thể đánh giá lại cổ phiếu ngành này.

Hình 46: Chỉ số ngành BĐS sụt giảm 42% từ đầu năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG

Hình 47: Ý tưởng đầu tư

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	STOCK PICK NLG	36.500	Khả quan	Giá cổ phiếu NLG đã giảm hơn 70% so với đầu năm sau khi thị trường điều chỉnh. Hiện tại, NLG giao dịch ở mức P/B 2023 là 0,8 lần, mức thấp nhất từ trước đến nay. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hấp dẫn đối với một nhà phát triển bất động sản có cấu trúc tài chính lành mạnh và dòng tiền vững chắc nhờ doanh số kí bán trước đó như NLG. (1) NLG sở hữu quỹ đất lớn 681ha tính đến cuối Q3/22 với danh mục sản phẩm đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro và sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân, những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân. (2) Chúng tôi không nhận thấy bất kỳ rủi ro thanh khoản nào đối với NLG, với tỷ lệ nợ ròng/VCSH thấp chỉ ở mức 5% (so với mức trung bình ngành là 40-45%), và tỷ trọng tiền và các khoản tương đương tiền cao ở mức 4.179 tỷ đồng, chiếm 16,4% tổng tài sản cuối Q3/22. (3) Chúng tôi dự phóng NLG đạt tăng trưởng kép 43,5% đối doanh thu và 136,9% với LN ròng giai đoạn 2022-24, chủ yếu nhờ vào lượng BĐS bàn giao mạnh mẽ từ các đợt bán trước.
2	VHM	82.000	Khả quan	VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu với tổng quỹ đất tính đến cuối năm 2021 là khoảng 16.800ha với 90% trong số đó chưa được phát triển, cho thấy tìm năng khổng lồ của VHM trong tương lai. Trong bối cảnh ngân hàng thắt chặt cho vay vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi vẫn cho rằng thanh khoản không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với VHM. Tiền và các khoản tương đương tiền tăng gấp 3 lần từ tháng 12/2021 cho thấy dòng tiền được hỗ trợ bởi các dự án mở bán trong thời gian gần đây. Mặc dù VHM đã

				tiếp cận thị trường vốn quốc tế, nhưng chúng tôi cho rằng VHM vẫn tiếp tục tập trung vay bằng VND (chiếm 100% tổng dư nợ, điều này cũng hạn chế tác động từ biến động tỷ giá gần đây) và duy trì đòn bẩy thấp với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 17,3% tại cuối Q3/22 để giảm thiểu những rủi ro tiềm ẩn.
3	KDH	34.800	Trung lập	Chúng tôi ưa thích KDH nhờ sở hữu quỹ đất lớn tọa lạc tại các vị trí đặc địa của TPHCM (khoảng 600ha đất ở và 110ha đất KCN vào cuối Q3/22), pháp lý dự án minh mạnh, quy mô và cấu trúc tài chính lành mạnh. Những yếu tố này giúp các dự án BĐS của KDH trở thành nơi trú ẩn ưa thích trong bối cảnh áp lực lạm phát và lãi suất tăng cao. Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán của KDH sẽ phục hồi mạnh mẽ, với mức tăng 677% svck/79% svck trong giai đoạn 2022-23 nhờ ba dự án mở bán mới tại TP.HCM là Classia (4,3ha), Privia (1,8ha) và Clarita (5,7ha).
4	DXG	22.000	Khả quan	Chúng tôi có quan điểm tích cực về DXG trong dài hạn bởi: (1) thị phần môi giới đạt 33% (DXS) đứng đầu cả nước vào 2021. DXG đã nhanh chóng giành được thị phần nhờ đẩy mạnh đầu tư vào nền tảng công nghệ giúp tăng tốc độ giao dịch lên gấp 10 lần. Gem Sky World, Opal Skyline… là những dự án đạt kết quả giao dịch tốt qua nền tảng này. (2) quỹ đất tiềm năng tại TP.HCM, đặc biệt là Gem Riveside (dự kiến ra mắt vào nửa đầu 2023), sẽ đóng góp 9.155 tỷ đồng LNTT giai đoạn 2024-26, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ sẽ cao tại thời điểm mở bán nhờ nhu cầu cao trong nội thành TPHCM. Đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu của DXG trong năm 2023 là các dự án như Gem Skyline với Opal Skyline.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 48: Bảng so sánh các doanh nghiệp trong ngành (dữ liệu cập nhật ngày 05/12/2022)

Công ty	Mã	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm	ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q3/22
		Nội tệ	Nội tệ		Tr.USD	Trượt 12T	2022	2023	Hiện tại	2022	2023	Tăng trưởng kép	2022	2023	(%)
BĐS nhà ở, nghỉ dưỡng															
Vinhomes	VHM VN	58.300	82.000	Khả quan	10.577	8,1	8,2	7,9	1,9	1,6	1,3	(0,4)	22,1	18,6	7,8
Novaland	NVL VN	22.150	KKN	KKN	1.800	15,1	18,6	20,4	1,2	1,0	0,9	11,2	5,6	4,9	103,1
Phát Đạt	PDR VN	16.650	KKN	KKN	466	5,1	3,5	2,2	1,3	1,0	0,7	38,7	28,3	30,7	35,7
Khang Điền	KDH VN	31.100	34.800	Trung lập	929	17,4	14,2	18,8	2,0	1,7	1,7	(6,9)	17,3	13,2	10,9
Nam Long	NLG VN	29.900	36.500	Khả quan	478	29,4	52,8	25,9	1,3	1,3	1,4	(16,1)	2,6	5,5	(1,8)
Đất Xanh	DXG VN	15.100	22.000	Khả quan	384	10,9	7,6	3,3	1,0	0,9	0,7	53,1	12,9	24,9	10,9
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	21.910	KKN	KKN	490	11,5	N/A	N/A	1,6	N/A	N/A	N/A	15,9	N/A	15,2
An Gia	AGG VN	34.850	KKN	KKN	162	10,2	N/A	N/A	1,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	92,4
Trung bình						*14,8*	*19,8*	*13,1*	*1,8*	*1,3*	*2,5*	*11,6*	*15,1*	*16,3*	*39,0*
Trung vị						*11,5*	*14,2*	*13,3*	*1,6*	*1,2*	*1,3*	*6,6*	*15,9*	*15,9*	*15,2*
Môi giới															
Dịch vụ BĐS Đất Xanh	DXS VN	7.900	KKN	KKN	149	9,2	8,3	5,8	0,6	N/A	N/A	N/A	7,1	9,4	(8,5)
BĐS Thế Kỷ	CRE VN	12.450	KKN	KKN	241	10,6	11,8	16,6	1,2	1,0	0,9	0,0	6,1	5,7	3,8
Khải Hoàn	KHG VN	5.510	KKN	KKN	103	3,9	N/A	N/A	0,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,0
Danh Khôi	NRC VN	6.100	KKN	KKN	24	N/A	N/A	N/A	0,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	41,1
Trung bình						*7,9*	*10,0*	*11,2*	*0,7*	*1,0*	*0,9*	*0,0*	*6,6*	*7,6*	*9,6*
Trung vị						*9,2*	*10,0*	*11,2*	*0,5*	*1,0*	*0,9*	*0,0*	*6,6*	*7,6*	*2,9*

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích
Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp
Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích
Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn