

BĐS DÂN DỤNG

TÍCH LŨY ĐỂ BỨT PHÁ



Đỗ Thạch Lam, CFA - lam.dt@vdsc.com.vn



Đánh giá chung



Những yếu tố hỗ trợ cho thị trường bất động sản (lãi suất vay giảm, các chương trình khuyến mãi từ chủ đầu tư và sự phát triển cơ sở hạ tầng) đã bắt đầu cho thấy hiệu quả từ quý cuối năm 2023 khi các dự án mở bán, đặc biệt tại các thành phố cấp I (Hà Nội, TP.HCM), có tỷ lệ hấp thụ cao. Chúng tôi cho rằng các thị trường này sẽ tiếp tục thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư BĐS trong thời gian tới. Vì vậy chúng tôi ưa thích những công ty có quỹ đất tập trung tại đây, và có kế hoạch bán hàng/triển khai pháp lý với những quỹ đất này trong năm 2024. Nhìn dài hạn hơn, chúng tôi cho rằng ba bộ luật đất đai được thông qua vào đầu năm nay đã đưa ra một khung pháp lý tương đối hoàn chỉnh, hướng tới mục tiêu để lĩnh vực BĐS dân dụng phát triển bền vững hơn, giảm hiện tượng đầu cơ và khuyến khích phát triển các dự án Nhà ở xã hội (NOXH) cho các đối tượng có nhu cầu ở thực. Theo đó, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư có nguồn lực tài chính, sở hữu các dự án có chủ trương đầu tư còn hiệu lực, sẽ sớm đẩy mạnh quá trình triển khai pháp lý và phát triển dự án. KDH tiếp tục là cổ phiếu chúng tôi ưa thích nhất, với quỹ đất nhiều tiềm năng tại TP.HCM. Ngoài ra, TCH cũng là cổ phiếu đáng chú ý với định giá tương đối hấp dẫn so với tiềm năng khai thác quỹ đất của doanh nghiệp này.

Đã có những điểm sáng trong bức tranh về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của các doanh nghiệp trong ngành

- Các công ty bất động sản ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực hơn trong 2H23, với doanh thu (thể hiện khả năng bàn giao dự án) tiếp tục ghi nhận kết quả khả quan từ các dự án đã mở bán trong giai đoạn 2021- 2022. Số dư khách hàng trả trước, sau giai đoạn duy trì xu hướng giảm do thiếu hụt dự án mở bán mới, trong quý 4/23 một số công ty ghi nhận mức tăng đáng kể từ dòng tiền của khách hàng cho các dự án hiệu hữu/mở bán mới.
- Các chủ đầu tư tiếp tục duy trì xu hướng giảm nợ vay, cho thấy khó khăn trong việc huy động vốn qua kênh nợ vay, và các chủ đầu tư đang ưu tiên cho việc trả các khoản nợ đến hạn . Chúng tôi kỳ vọng với các vấn đề pháp lý của các dự án dần được giải quyết trong năm 2024, các ngân hàng sẽ mạnh dạn hơn cho các dự án BĐS trong năm 2024.

Thị trường cấp I- Nguồn cung phục hồi, nhu cầu cải thiện

- Nhìn chung nguồn cung và mức hấp thụ của thị trường trong năm 2024 được kỳ vọng cải thiện so với năm 2023, khi i/ chủ đầu tư và nhà đầu tư tự tin hơn về sự hồi phục của thị trường, ii/lãi suất duy trì ở mức thấp và iii/ các dự án hạ tầng trong giai đoạn xây dựng và hoàn thiện. Sản phẩm chung cư tiếp tục hồi phục về mặt bán hàng trong năm 2024 song sẽ có sự phân hóa giữa các phân khúc: i/ Với phân khúc trung cấp, các dự án phần nhiều từ các chủ đầu tư có danh tiếng trong nước và nằm tại các khu vực vùng ven; ii/ Với phân khúc cao cấp, các dự án phần nhiều từ chủ đầu tư nước ngoài và nằm tại khu vực trung tâm (CBD).
- Đối với các dự án thấp tầng/khu đô thị, hệ thống đường vành đai/đường cao tốc kết nối với khu CBD là yếu tố mà các nhà đầu tư quan tâm. Chúng tôi kì vọng rằng giai đoạn nửa sau năm 2024 sẽ là thời điểm phù hợp để các công ty đẩy mạnh hoạt động bán hàng, khi i/ hệ thống cơ sở hạ tầng (đặc biệt là hệ thống đường vành đai) bắt đầu bước vào giai đoạn xây dựng cao điểm và ii/ Giá thứ cấp hồi phục rõ ràng hơn.
- Chúng tôi cho rằng thị trường sơ cấp và khả năng bán hàng tại các thành phố cấp II sẽ phục hồi chậm hơn so với các thành phố cấp I, khi thị trường thứ cấp chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ ràng.

Triển vọng dài hạn – Nhu cầu với phân khúc trung cấp và Nhà ở xã hội (NOXH)

- Kể từ giai đoạn 2021-2022, phân khúc trung cấp (giá bán dưới USD2.000/m², tương ứng với giá trung bình mỗi căn hộ dưới 2 tỷ đồng) hầu như không còn tại TP.HCM; khu vực phụ cận - nơi tập trung các cụm công nghiệp lớn và hạ tầng đang phát triển - tuy vẫn còn lượng cung nhưng cũng đang cho thấy dấu hiệu của việc thiếu hụt. Do đó, các dự án NOXH sẽ là cần thiết để đáp ứng nhu cầu cư trú ổn định của người lao động tại các thành phố lớn. Tuy nhiên, các dự án NOXH cần sự hỗ trợ từ phía những nhà làm chính sách, để có chính sách phù hợp với các chủ đầu tư cũng như người mua nhà.
- Chúng tôi kì vọng từ năm 2025, khi luật kinh doanh Bất động sản và luật Nhà ở sửa đổi có hiệu lực, cùng với nghị định về phát triển và quản lý NOXH được ban hành, sẽ giải quyết được những nút thắt liên qua tới dự án NOXH. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng các tỉnh thành phố cấp II, nơi tập trung các cụm công nghiệp lớn, sẽ là những khu vực chứng kiến sự sôi động ở phân khúc này.

Thị trường đang bắt đầu trả giá cao hơn cho tiềm năng phục hồi của các doanh nghiệp, tuy nhiên vẫn còn cơ hội để đầu tư

- Việc các doanh nghiệp thiếu sản phẩm mở bán trong giai đoạn 2022-2023 sẽ khiến doanh nghiệp khó có thể ghi nhận tăng trưởng mạnh, về mặt lợi nhuận, trong năm 2024. Qua đó, cổ phiếu bất động sản hiện đang giao dịch ở mức P/B 1,5-2 là tương đối hợp lý về mặt tài sản đang có. Dù vậy, chúng tôi tin rằng một số doanh nghiệp BĐS quy mô vừa có quỹ đất lớn tại các thành phố cấp II đang được giao dịch ở mức P/B 0,9 – 1,2x, thấp hơn trung bình ngành (1,5x), cũng là những doanh nghiệp tiềm năng có thể xem xét cho dài hạn.
- Cho năm 2024, chúng tôi ưa thích các công ty có dự án tập trung tại các thị trường hồi phục sớm (thị trường cấp I), khi khả năng triển khai bán hàng tốt giúp họ thu về dòng tiền sớm hơn, nổi bật trong số đó là KDH (MUA, GMT: 40.300 đồng)

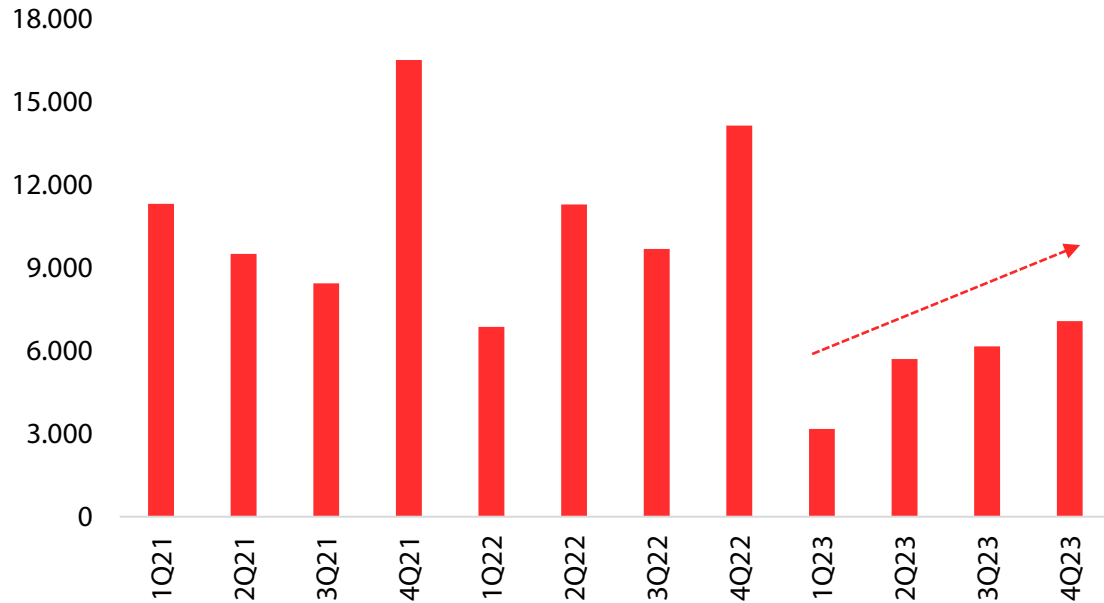
Rủi ro đối với khuyến nghị

- Các giả định dự phóng của chúng tôi được xây dựng với kỳ vọng khả năng hấp thụ của thị trường sẽ tích cực trở lại trong nửa cuối năm 2024. Nếu diễn biến thực tế kém khả tích cực như năm 2023 sẽ là rủi ro giảm giá của nhóm cổ phiếu và ngược lại.
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng các dự án vướng pháp lý, đặc biệt ở các tỉnh thành cấp II, chỉ thực sự được giải quyết từ năm 2025. Dù vậy, trường hợp có các dự án quan trọng được xử lý sớm hơn sẽ là yếu tố đẩy tăng giá của cổ phiếu có dự án ở các khu vực trên.

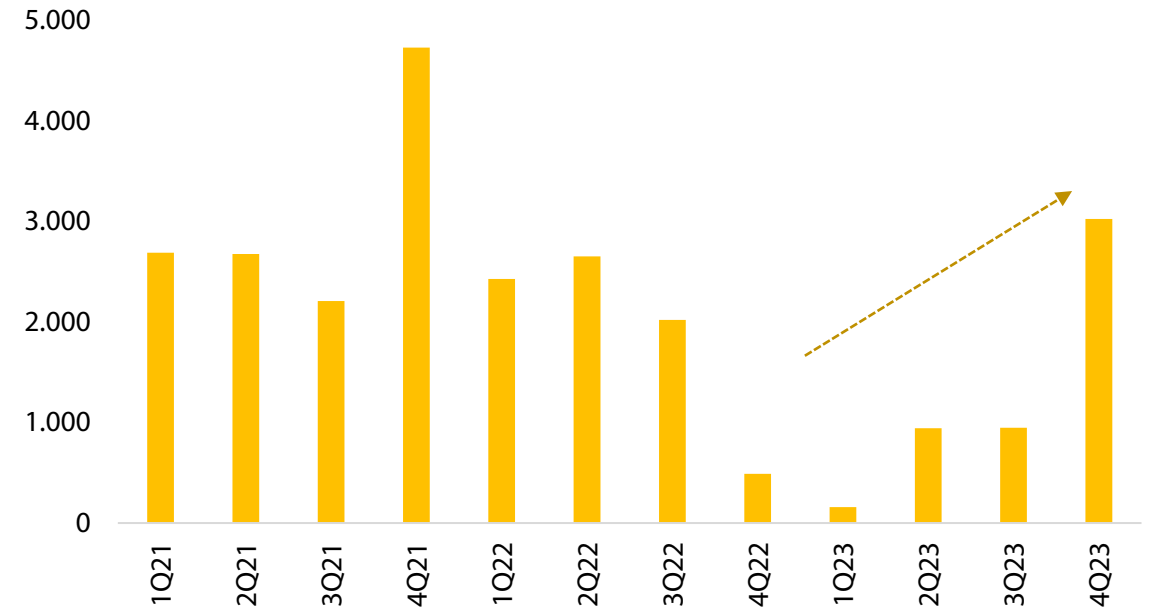
Doanh nghiệp bất động sản ghi nhận sự phục hồi (doanh thu và lợi nhuận) trong nửa sau năm 2023

- Sau giai đoạn khó khăn trong cuối năm 2022 và nửa đầu năm 2023 (1H23), các công ty bất động sản ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực hơn trong 2H23. Trong đó, doanh thu (thể hiện khả năng bàn giao dự án) tiếp tục ghi nhận kết quả khả quan từ các dự án đã mở bán trong giai đoạn 2021- 2022, có thể kể đến như: NLG với sản phẩm thấp tầng tại dự án Izumi (Đồng Nai), DXG với dự án Opal Skyline (Bình Dương),...
- Về mặt lợi nhuận, ngoài đóng góp tích cực từ doanh thu, một số công ty (NVL, PDR) còn ghi nhận doanh thu tài chính từ bán cổ phần tại công ty con, qua đó giúp lợi nhuận 4Q23 của toàn ngành ghi nhận tăng trưởng đáng kể. Chúng tôi cho rằng doanh thu tài chính từ chuyển nhượng dự án, trong bối cảnh thiếu hụt sản phẩm bàn giao, cũng sẽ đóng góp đáng kể cho các công ty BĐS trong thời gian tới.

Hình 1: Doanh thu các công ty BĐS giai đoạn 2021-2023 (tỷ đồng) (*)



Hình 2: Lợi nhuận ròng các công ty BĐS giai đoạn 2021-2023 (tỷ đồng) (*)



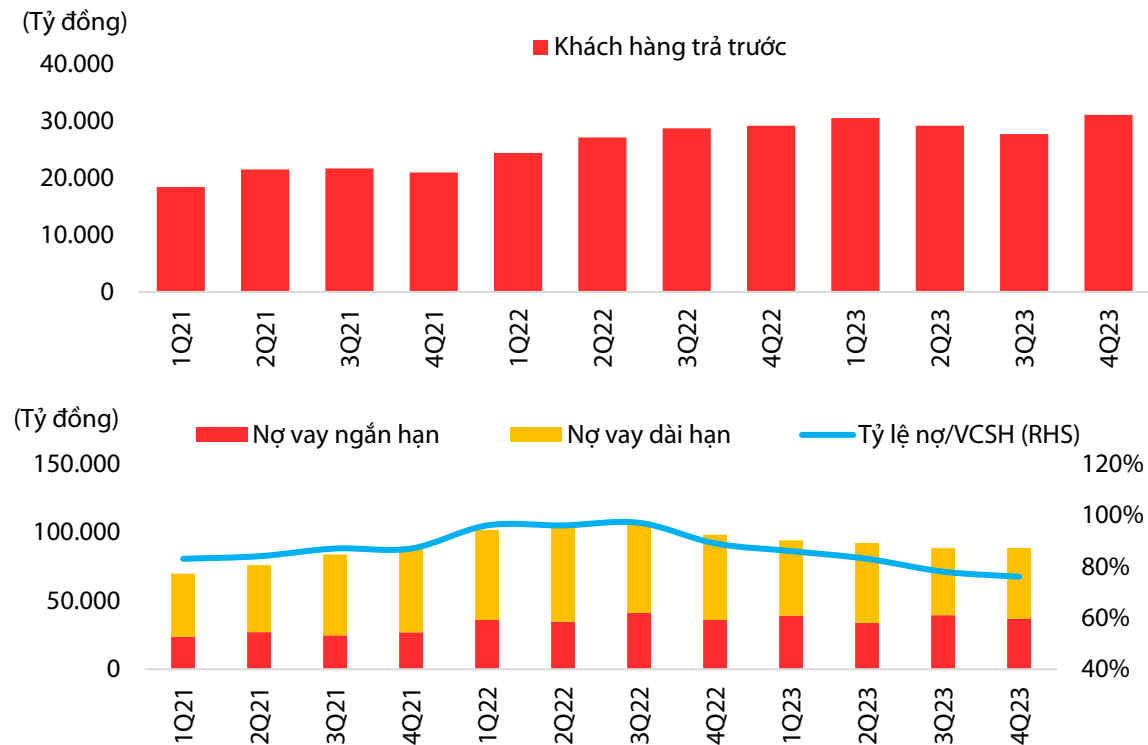
Nguồn: Finnpro , CTCK Rồng Việt tổng hợp.

(*) Bao gồm dữ liệu từ KDH, NLG, HDG, NVL, PDR, AGG, DIG, DXG.

Loại trừ kết quả kinh doanh của VHM

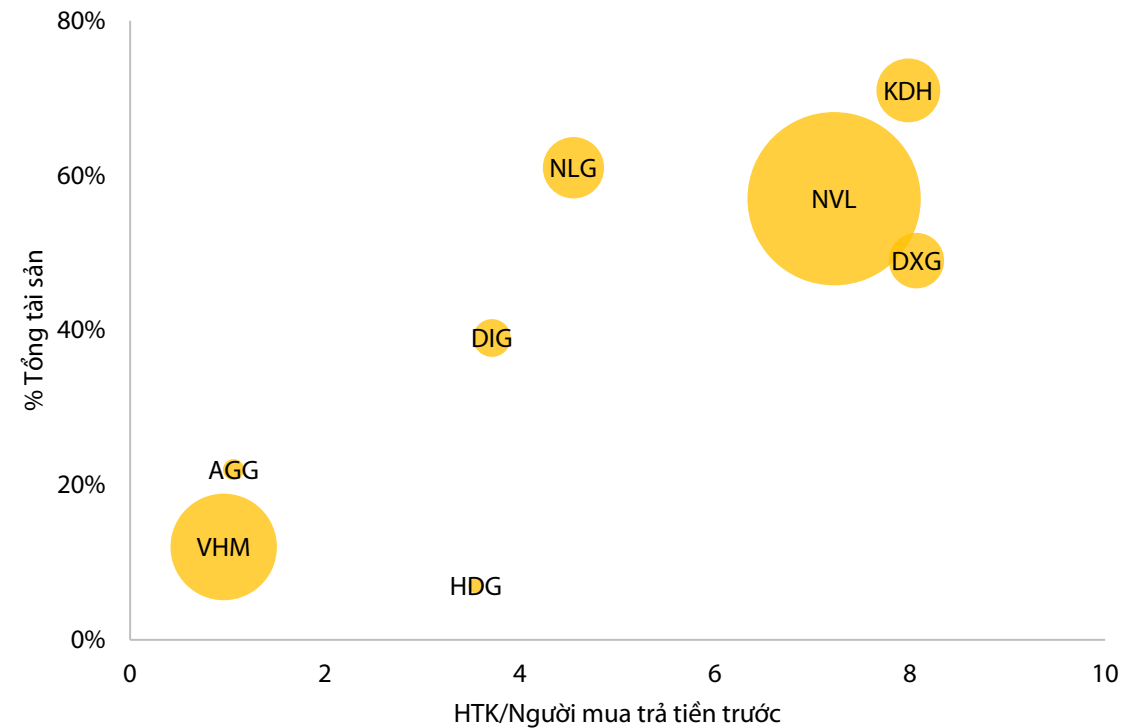
- Trong quý 4/23 một số công ty ghi nhận mức tăng đáng kể từ dòng tiền của khách hàng cho các dự án hiệu hữu/mở bán mới. Một số công ty niêm yết (KDH, NLG, AGG) nhận dòng tiền thanh toán từ các dự án chung cư tại TP.HCM (Akari, Privia, Westgate), cho thấy khách hàng vẫn đang quan tâm tới phân khúc chung cư tại các thành phố cấp I.
- Các chủ đầu tư tiếp tục duy trì xu hướng giảm nợ vay, cho thấy khó khăn trong việc huy động vốn qua kênh nợ vay, và các chủ đầu tư đang ưu tiên cho việc trả các khoản nợ đến hạn (với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu giảm xuống mức 76% trong quý 4/23).
- Quy mô hàng tồn kho của các doanh nghiệp BĐS vẫn tương đối lớn (so với tổng tài sản và so với số dư người mua trả tiền trước) cho thấy áp lực về nguồn cung vẫn còn hiện hữu trong trung hạn

Hình 3: Cơ cấu nguồn vốn của các công ty BĐS giai đoạn 2021-2023 (*)



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt | (*) Bao gồm dữ liệu từ KDH, NLG, HDG, NVL, PDR, AGG, DIG, DXG | Loại trừ KQKD của VHM

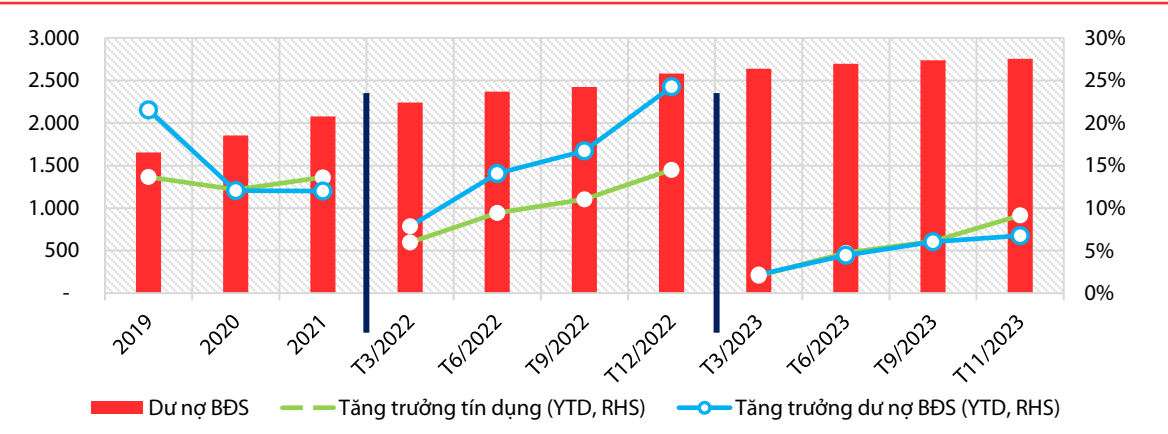
Hình 4: Quy mô hàng tồn kho của doanh nghiệp BĐS năm 2023



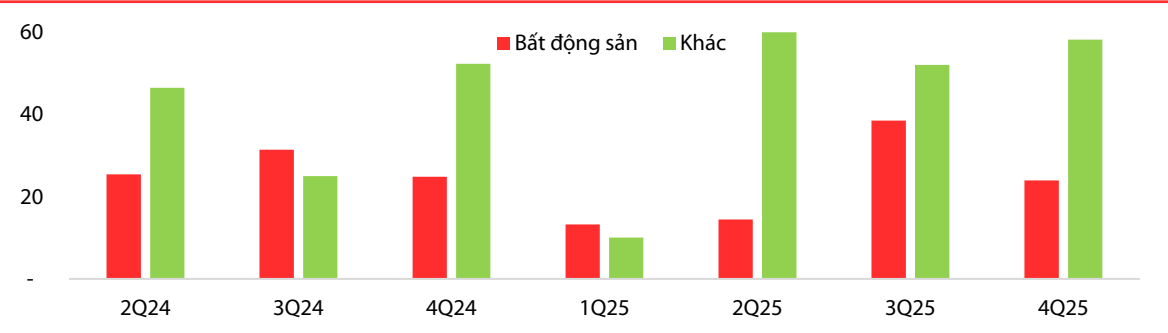
Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng số dư HTK tại ngày 31/12/2023.

Chúng tôi kỳ vọng với các vấn đề pháp lý của các dự án dần được giải quyết trong năm 2024, các ngân hàng sẽ mạnh dạn hơn cho các dự án BĐS trong năm 2024. Ngoài ra, việc huy động tiền qua thị trường vốn – dưới hình thức phát hành cổ phiếu hoặc chuyển nhượng cổ phần tại công ty dự án – cũng nằm trong kế hoạch của một số doanh nghiệp. Trong khi đó, áp lực đáo hạn trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp khiến kênh huy động vốn này vẫn sẽ khó thu hút trong giai đoạn 2024-2025.

Hình 5: Dư nợ tín dụng trong lĩnh vực BĐS giai đoạn 2019-2023 – nguồn vốn quan trọng của các công ty BĐS



Hình 6: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn giai đoạn 2024-2025



Nguồn: NHNN, HNX, CTCK Rông Việt tổng hợp. Đơn vị: Nghìn tỷ đồng

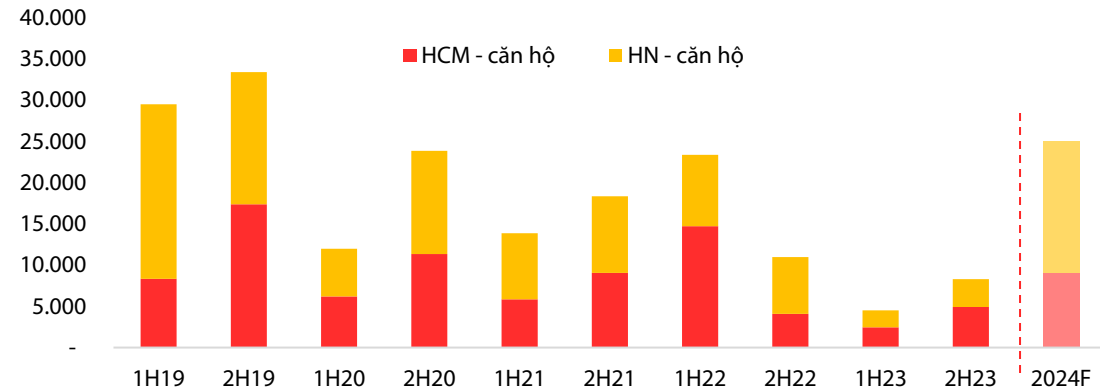
Bảng 1: Doanh nghiệp BĐS có kế hoạch huy động dòng tiền qua thị trường vốn trong năm 2024

CÔNG TY	THỜI GIAN	HÌNH THỨC
KDH	2024	- Phát hành cổ phần riêng lẻ cho các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, dự kiến số tiền thu về ~3 nghìn tỷ đồng. - Chuyển nhượng (một phần hoặc toàn bộ) khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng. Đang trong quá trình tìm đối tác.
NVL	1H2024	Phát hành cổ phần cho đối tác chiến lược và cổ đông hiện hữu, dự kiến số tiền thu về ~13,7 nghìn tỷ đồng.
PDR	1H2024	Phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu, dự kiến số tiền thu về ~1,3 nghìn tỷ đồng
DIG	2024	Phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu, dự kiến số tiền thu về ~3 nghìn tỷ đồng.

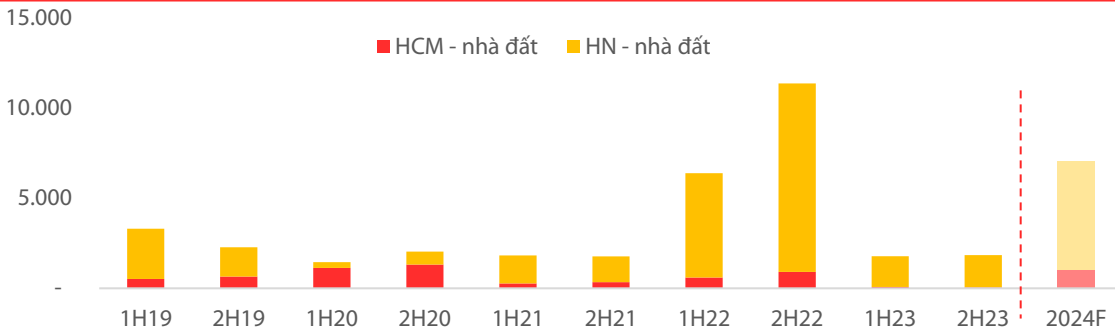
Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp.

- **Trên thị trường sơ cấp**, sau giai đoạn khó khăn năm 2022 và nửa đầu năm 2023, nhu cầu phục hồi ở phân khúc chung cư – gắn với nhu cầu ở thực - tại các thành phố cấp I (Hà Nội, Hồ Chí Minh), thể hiện qua số sản phẩm mở bán thành công tăng lên.
- **Trên thị trường thứ cấp**, giá thứ cấp đã ổn định và có xu hướng tăng (đặc biệt là sản phẩm cao tầng), cho thấy sự phục hồi nhất định về nhu cầu ở phân khúc này. Chúng tôi xem đây là yếu tố hỗ trợ cho hoạt động bán hàng tại thị trường sơ cấp trong các quý tới.
- Cho năm 2024, nhìn chung nguồn cung và mức hấp thụ của thị trường được kỳ vọng cải thiện so với năm 2023, khi: i/ Chủ đầu tư và nhà đầu tư tự tin hơn về sự hồi phục của thị trường, ii/lãi suất duy trì ở mức thấp và iii/ các dự án hạ tầng trong giai đoạn xây dựng và hoàn thiện.

Hình 7: Sản phẩm mở bán thành công tại đô thị loại I (Căn hộ)

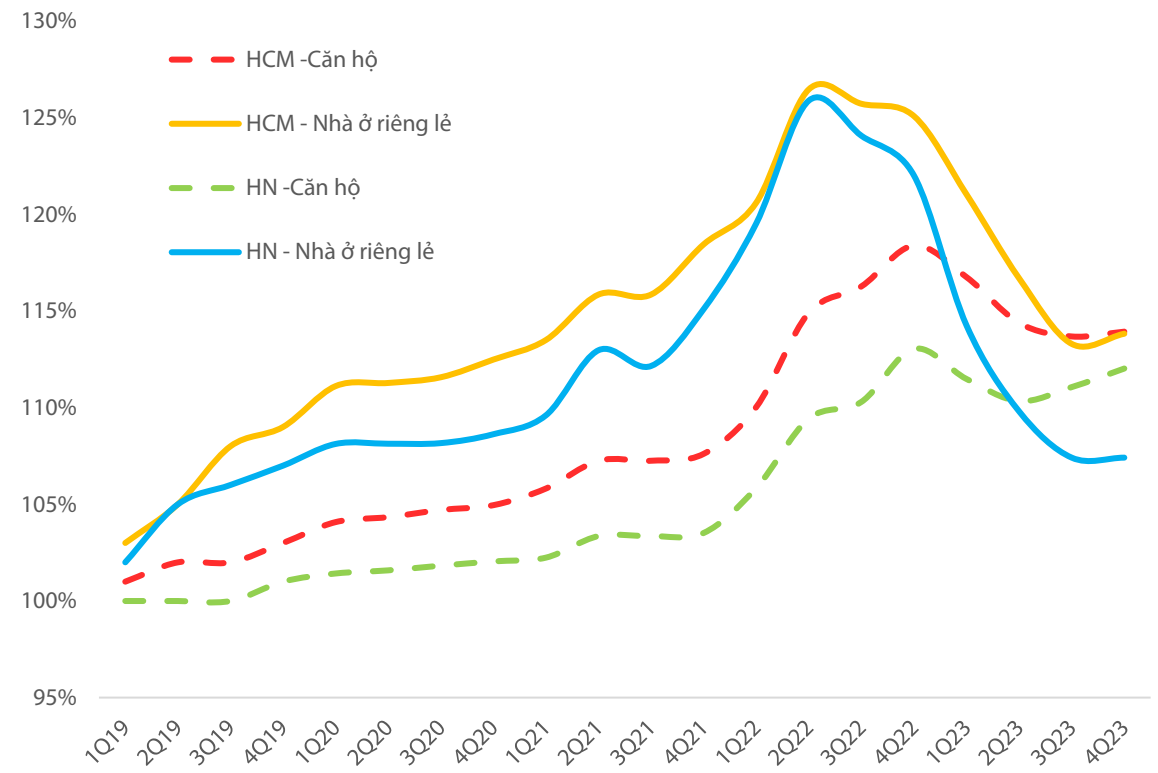


Hình 8: Sản phẩm mở bán thành công tại đô thị loại I (căn)



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt.

Hình 9: Mức thay đổi giá thứ cấp tại các đô thị loại I – phục hồi từ 2H23

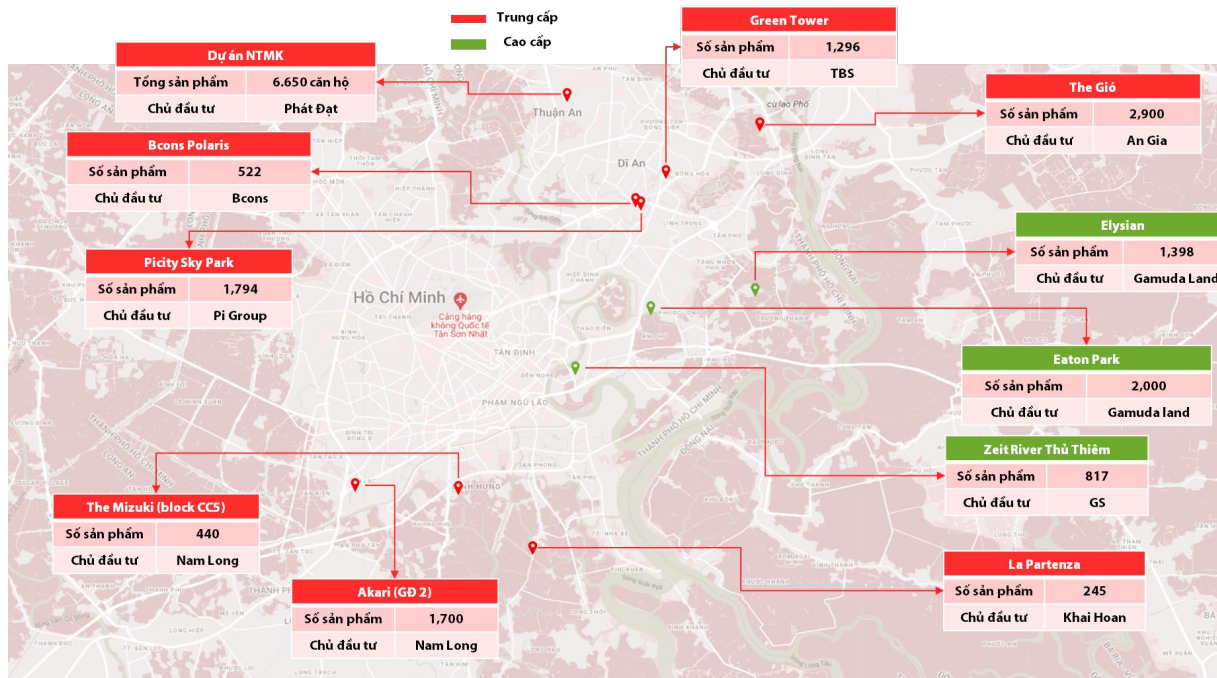


Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng, CTCK Rồng Việt. Năm 2018 là năm gốc

Sản phẩm chung cư tiếp tục sẽ cho thấy sự hồi phục về mặt bán hàng trong năm 2024, tuy nhiên có sự phân hóa giữa các phân khúc:

- Với phân khúc trung cấp, các dự án phần nhiều từ các chủ đầu tư có danh tiếng (NLG, PDR, AGG,...) và nằm tại các khu vực vùng ven (phía tây TP.HCM, thành phố Dĩ An,...).
- Với phân khúc cao cấp, các dự án phần nhiều từ chủ đầu tư nước ngoài (Gamuda, GS,...) và nằm tại khu vực trung tâm (CBD).
- Các chủ đầu tư dự kiến tiếp tục duy trì chính sách hỗ trợ người mua như đã thực hiện trong năm 2023 mua (cho phép thanh toán 30-40% giá trị căn hộ cho đến khi nhận nhà, hỗ trợ một phần lãi suất cho vay, ân hạn gốc và lãi vay trong 02 năm đầu tiên,...). Kỳ vọng về lãi suất duy trì ở mức thấp là yếu tố hỗ trợ quan trọng cho hoạt động bán hàng trong giai đoạn này.

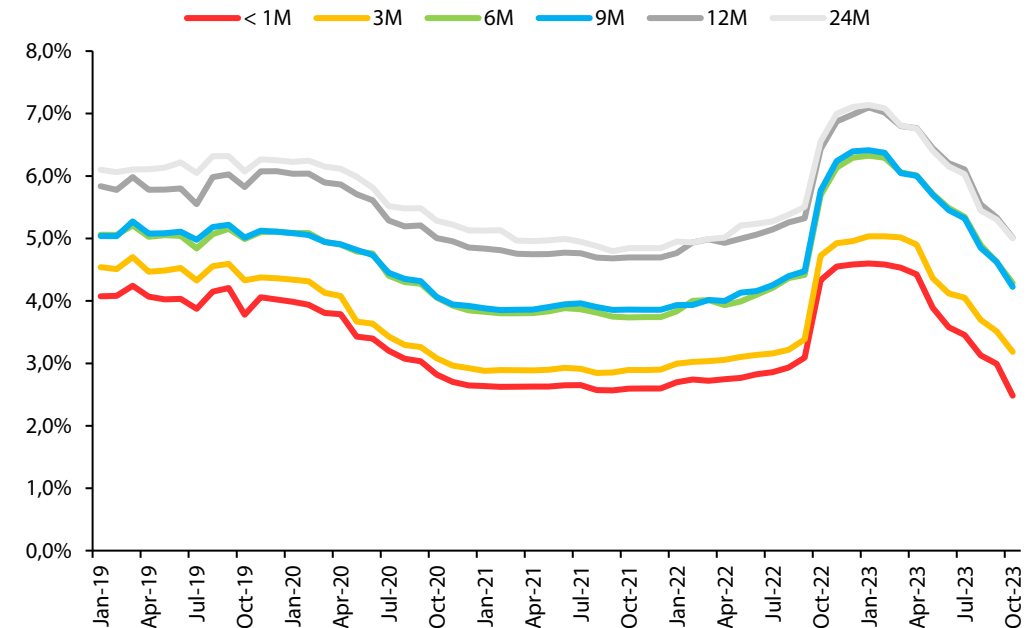
Hình 10: Các dự án cao tầng đáng chú ý tại TP.HCM và vùng phụ cận, dự kiến mở bán trong 2024 (*)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

(*) Phân khúc trung cấp: giá bán thấp hơn 50 triệu/m². Phân khúc cao cấp: giá bán trên 50 triệu/m²

Hình 11: Diễn biến lãi suất huy động giai đoạn 2019-2023, với kỳ vọng lãi suất duy trì ở mức thấp trong năm 2024



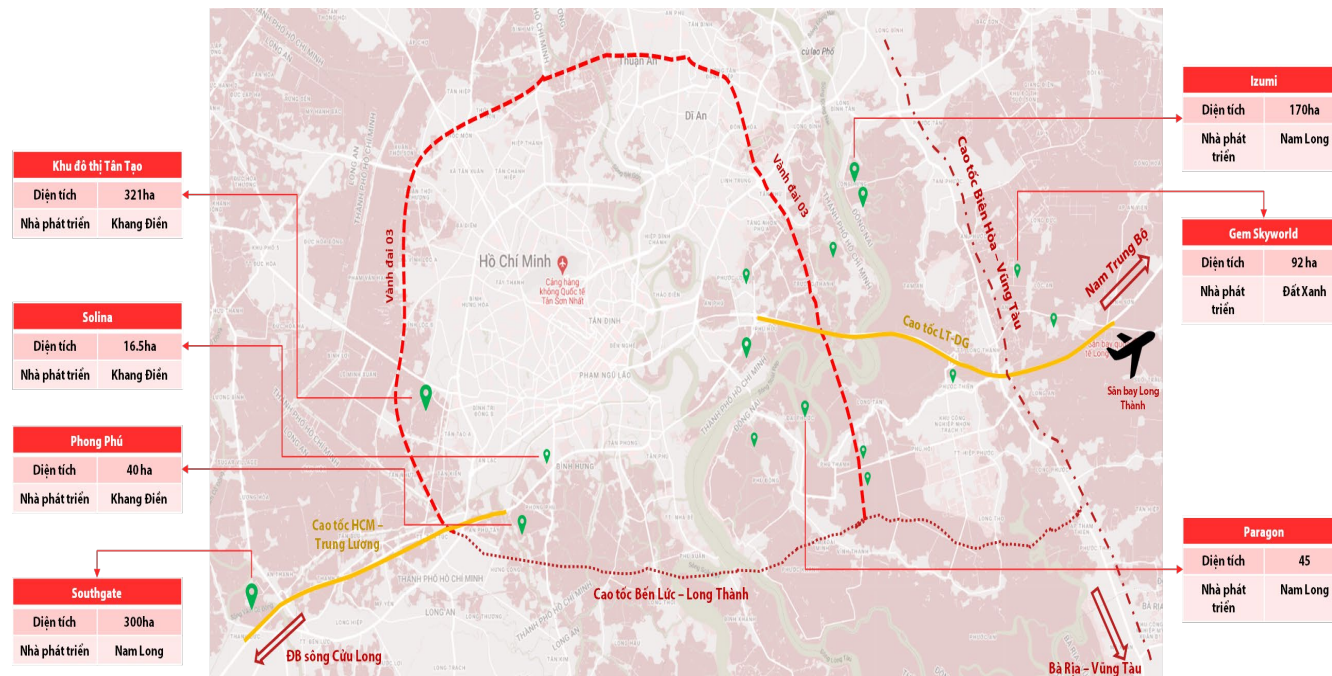
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Hệ thống đường vành đai và đường cao tốc làm tăng sự quan tâm đến các khu đô thị tại ngoại thành

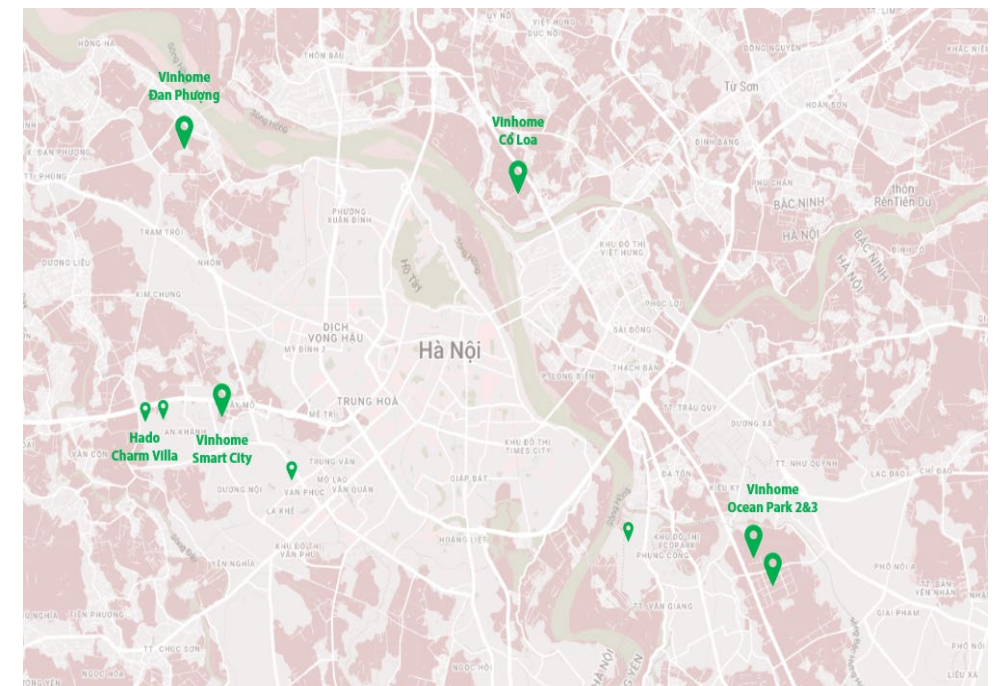
- Đối với các dự án thấp tầng/ khu đô thị, hệ thống đường vành đai/ đường cao tốc kết nối với khu CBD là yếu tố mà các nhà đầu tư quan tâm, do: 1/ Quỹ đất cho các dự án trong thành phố giảm đáng kể, 2/ Người thu nhập trung bình có xu hướng sống ở ngoại thành, với đầy đủ không gian sống và tiện ích sinh hoạt, trong khi đó họ vẫn có thể làm việc ở trung tâm thành phố nhờ hệ thống đường vành đai.
- Chúng tôi kì vọng rằng giai đoạn nửa sau năm 2024 sẽ là thời điểm phù hợp để các công ty đẩy mạnh hoạt động bán hàng, khi i/ hệ thống cơ sở hạ tầng (đặc biệt là hệ thống đường vành đai) bắt đầu bước vào giai đoạn xây dựng cao điểm, ii/ Giá thứ cấp hồi phục rõ ràng hơn.
- Các công ty có quỹ đất đáng chú ý bao gồm KDH (tại thị trường TP.HCM) và VHM (tại thị trường Hà Nội).

Hình 12: Thị trường TP.HCM giai đoạn 2024-2025 – Sự phát triển cơ sở hạ tầng động lực cho các dự án thấp tầng/khu đô thị



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

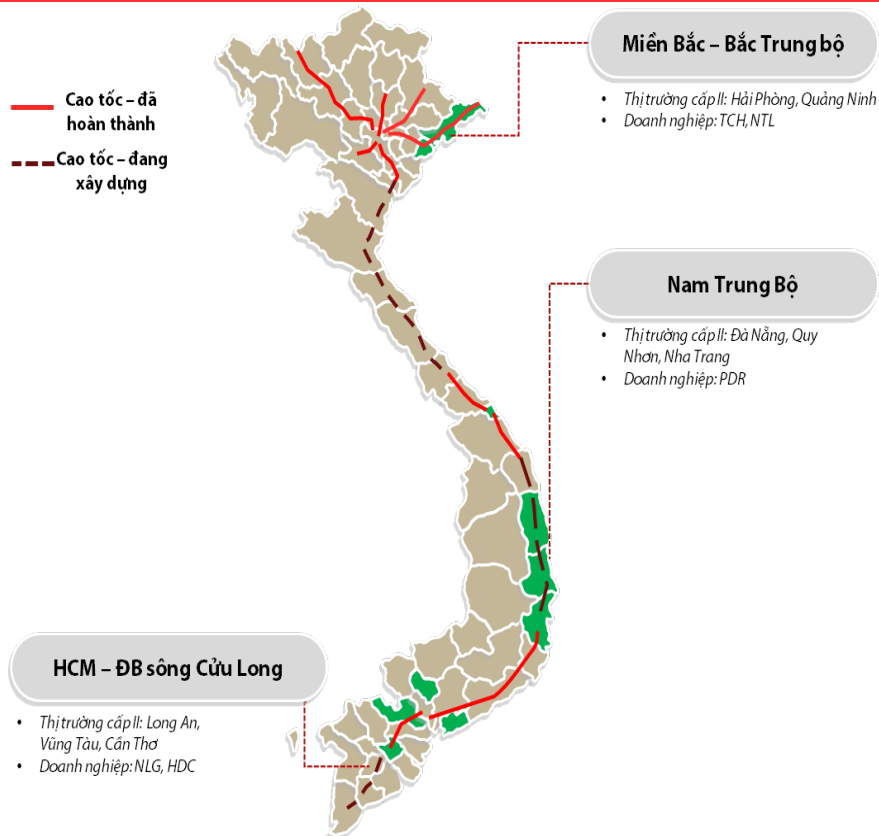
Hình 13: Thị trường Hà Nội giai đoạn 2024-2025 – Các khu đô thị của Vinhomes (VHM) vẫn là cái tên nổi bật



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

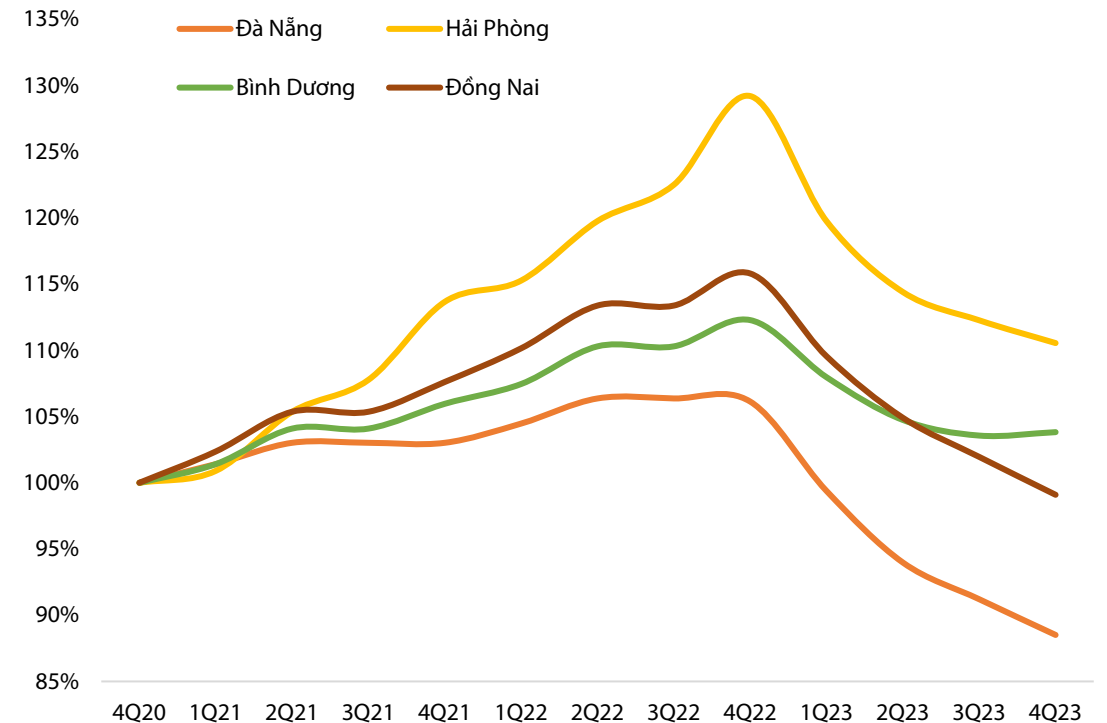
Ở các thành phố cấp II (Hải Phòng, Đà Nẵng, Bình Dương, Đồng Nai,...), dựa trên dữ liệu của Viện Kinh tế Xây dựng, giá thứ cấp của sản phẩm thấp tầng – sản phẩm tiêu thụ chính – vẫn đang có xu hướng giảm từ mức đỉnh năm 2022. Năm 2024, trong bối cảnh thị trường thứ cấp chưa có dấu hiệu tạo đáy và phục hồi, chúng tôi cho rằng thị trường sơ cấp và khả năng bán hàng tại các thành phố cấp II cũng sẽ phục hồi chậm hơn so với các thành phố cấp I. Tuy nhiên, dự án NOXH (phục vụ nhu cầu cư trú của người lao động tại khu công nghiệp) là phân khúc tiềm năng tại các thị trường này.

Hình 14: Các thành phố cấp II, cùng với các doanh nghiệp niêm yết có quỹ đất đáng chú ý



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 15: Mức thay đổi giá thứ cấp tại các thành phố cấp II (nhà ở riêng lẻ) – duy trì xu hướng giảm



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng, CTCK Rồng Việt. Năm 2019 là năm gốc

Ba bộ luật đất đai đã đưa ra một khung pháp lý tương đối hoàn chỉnh cho lĩnh vực BĐS, với: i/ Lĩnh vực BĐS dân dụng phát triển bền vững hơn, giảm hiện tượng đầu cơ, ii/ Bảo vệ quyền lợi người mua nhà, và iii/ Khuyến khích phát triển các dự án Nhà ở xã hội (NOXH) cho các đối tượng có nhu cầu ở thực.

Bảng 2: Các vấn đề chính của luật Đất đai (sửa đổi)

Vấn đề chính

- Đưa ra quy định để đảm bảo tính thống nhất của hệ thống quy hoạch, kế hoạch sử dụng đất được lập ở 3 cấp: quốc gia, cấp tỉnh và cấp huyện. Qua đó, tránh được tình trạng một số dự án BĐS dân dụng đã nằm trong quy hoạch cấp huyện nhưng không phù hợp với quy hoạch chung của tỉnh.
- Về các trường hợp thu hồi đất của Nhà nước để phát triển kinh tế xã hội, những lĩnh vực mà các chủ đầu tư BĐS quan tâm để phát triển quỹ đất, có thể kể đến: 1/ Dự án nhà ở xã hội, 2/ Dự án khu đô thị có công năng phục vụ hỗn hợp (thường là các đô thị có diện tích trên 20ha), 3/ Dự án đầu tư cải tạo, xây dựng lại nhà chung cư, 4/ Dự án lấn biển để sử dụng vào các mục đích phát triển kinh tế - xã hội.
- Quy định chi tiết các trường hợp giao đất thông qua đấu giá quyền sử dụng đất/ đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư/ thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất. Trong dài hạn, chính quyền địa phương sẽ tập trung vào các dự án đô thị có công năng phục vụ hỗn hợp, được lựa chọn chủ đầu tư qua đấu giá quyền sử dụng đất/ đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư, sau khi đã có quỹ đất sạch.
- Theo điều 127, để có thể đề xuất dự án đầu tư nhà ở thương mại phù hợp với quy hoạch sử dụng đất thì chủ đầu tư cần có quyền sử dụng đất ở hoặc đất ở và đất khác, qua đó tránh tình trạng đầu cơ đất nông nghiệp và chuyển thành dự án nhà ở thương mại.
- Những thay đổi quan trọng liên quan đến nguyên tắc định giá đất (điều 158-162), bao gồm: 1/ Quy định cụ thể về các phương pháp định giá đất và điều kiện áp dụng (04 phương pháp), theo đó tiền sử dụng đất sẽ tính sát hơn với giá thị trường, tăng hiệu quả cho hoạt động thu ngân sách nhà nước, nhưng cũng sẽ khiến chi phí phát triển dự án tăng trong tương lai (Giá đất ở duy trì xu hướng tăng trong dài hạn), 2/Bảng giá đất của các tỉnh sẽ được điều chỉnh hàng năm để phù hợp hơn với giá thị trường, 3/ Quy định cụ thể về trách nhiệm của Hội đồng thẩm định giá đất và tổ chức tư vấn xác định giá đất.
- Quy định chi tiết về hệ thống cơ sở dữ liệu về đất đai trên cả nước, nhằm hỗ trợ cho việc xác định giá đất và bảng giá đất và quy hoạch sử dụng đất.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Ba bộ luật đất đai đã đưa ra một khung pháp lý tương đối hoàn chỉnh, qua đó tác động rõ nét tới các công ty trong ngành, với: i/ Lĩnh vực BĐS dân dụng phát triển bền vững hơn, giảm hiện tượng đầu cơ BĐS; ii/ Bảo vệ quyền lợi người mua nhà; iii/khuyến khích phát triển các dự án Nhà ở xã hội (NOXH) cho các đối tượng có nhu cầu ở thực

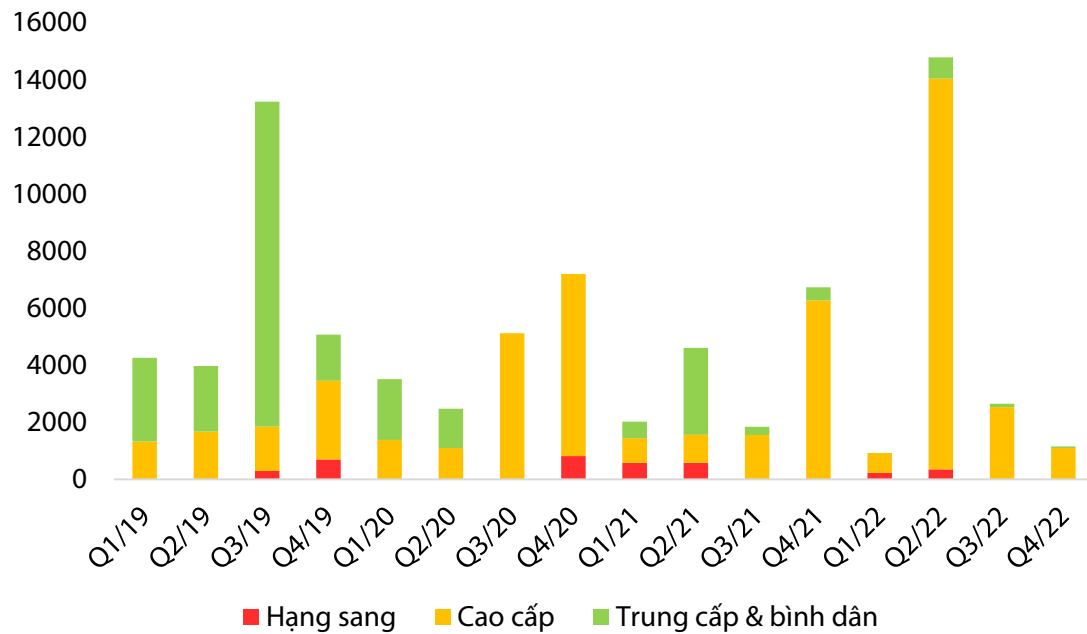
Bảng 3: Các vấn đề chính của luật Nhà ở sửa đổi và luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)

	Vấn đề chính
Hướng tới phát triển các dự án NOXH	➢ Mở rộng thêm danh sách các đối tượng được hưởng chính sách hỗ trợ NOXH, tập trung vào các đối tượng có nhu cầu cư trú (người lao động thu nhập thấp, công nhân tại khu công nghiệp, học sinh/sinh viên); ➢ Ủy ban nhân dân cấp tỉnh được chủ động bố trí quỹ đất dành để phát triển NOXH theo chương trình, kế hoạch phát triển nhà ở cấp tỉnh đã được phê duyệt. Ngoài ra, luật đã bỏ quy định bắt buộc chủ đầu tư nhà ở thương mại phải dành 20% quỹ đất cho NOXH, mà có thể thay bằng các phương án khác (dành một phần diện tích đất ở trong dự án để xây dựng NOXH; bố trí quỹ đất NOXH vị trí khác ngoài phạm vi dự án; hoặc đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất), qua đó tiến độ dự án NOXH sẽ không phụ thuộc vào tiến độ dự án nhà ở thương mại; ➢ Cho phép Tổng Liên đoàn Lao động Việt Nam được tham gia phát triển dự án NOXH cho người lao động thuê bằng nguồn tài chính công đoàn, bổ sung thêm nguồn lực tài chính cho các dự án NOXH; ➢ Bổ sung các ưu đãi cho chủ đầu tư xây dựng NOXH, trong đó việc không phải thực hiện thủ tục xác định giá đất, tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ pháp lý của dự án và chủ đầu tư thu về dòng tiền nhanh hơn; ➢ Đưa thêm quy định về quy hoạch, bố trí quỹ đất, yêu cầu đối với dự án đầu tư xây dựng nhà lưu trú công nhân trong khu công nghiệp.
Phát triển thị trường bền vững, bảo vệ quyền lợi của người mua nhà	➢ Chủ đầu tư có đủ năng lực tài chính mới có thể phát triển các dự án nhà ở; ➢ Chính thức không quy định về thời hạn sở hữu nhà chung cư (giúp người sở hữu chung cư yên tâm), đồng thời đưa ra quy định/quy chế ưu đãi về cải tạo chung cư; ➢ Tại các đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III, chủ đầu tư dự án đầu tư xây dựng nhà ở phải xây dựng nhà ở để bán, cho thuê mua, cho thuê, nhằm tránh các dự án chỉ chia thành các lô đất nhưng không xây dựng nhà, giảm thiểu tình trạng đầu cơ tại các khu đô thị; ➢ Quy định chi tiết liên quan đến việc kinh doanh nhà ở hình thành trong tương lai, trong đó có quy định chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, nhằm bảo vệ lợi ích của người mua nhà.

Nguồn: CTCK Rong Viet tổng hợp.

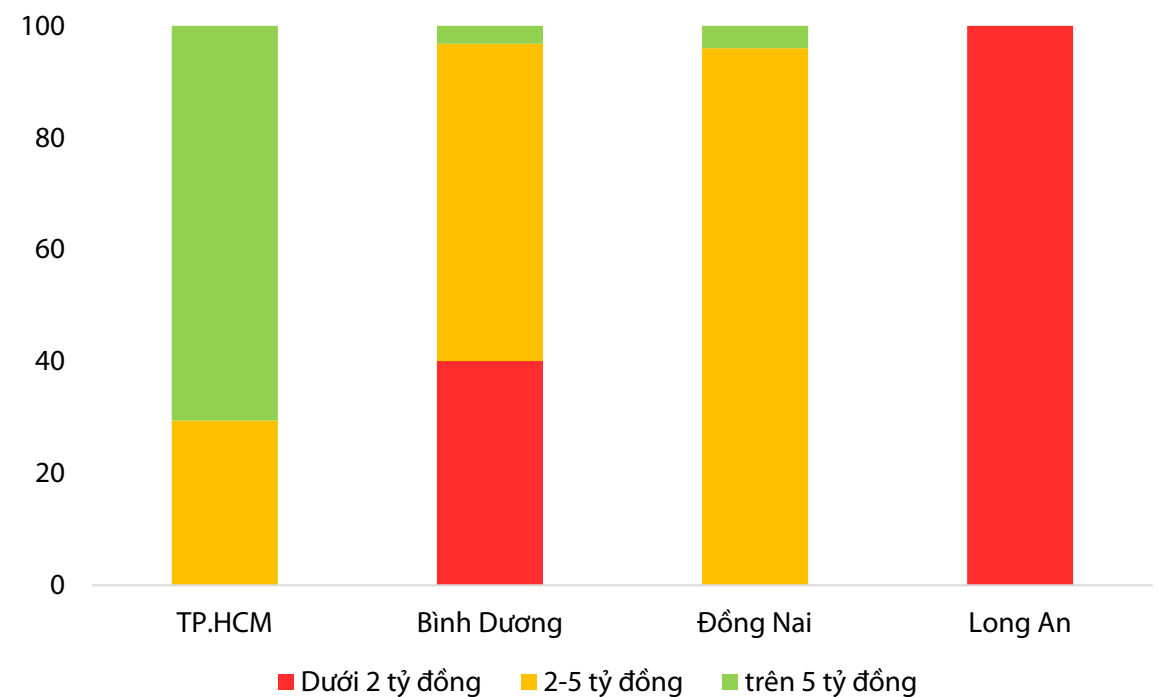
- Kể từ giai đoạn 2021-2022, phân khúc trung cấp (giá bán dưới USD2.000/m², tương ứng với giá trung bình mỗi căn hộ dưới 2 tỷ đồng) hầu như không còn tại TP.HCM. Với xu hướng giá sơ cấp và thứ cấp duy trì tăng trong dài hạn (do nhu cầu về cư trú tại các thành phố cấp I luôn hiện hữu), các chủ đầu tư khó có thể giảm giá bán các sản phẩm so với giá thị trường. Do đó, các dự án NOXH sẽ là cần thiết để đáp ứng nhu cầu cư trú ổn định của người lao động tại các thành phố lớn, tuy nhiên cần sự hỗ trợ từ phía những nhà làm chính sách, để có chính sách phù hợp với các chủ đầu tư cũng như người mua nhà.
- Khu vực phụ cận - nơi tập trung các cụm công nghiệp lớn và hạ tầng đang phát triển - tuy vẫn còn lượng cung ở phân khúc trung cấp nhưng cũng đang cho thấy dấu hiệu của việc thiếu hụt. Chúng tôi cho rằng, các nhà phát triển BĐS sẽ cần chú ý tới phân khúc này, khi muốn đẩy mạnh việc bán hàng tại các thị trường phụ cận thành phố cấp I trong trung hạn.

Hình 16: Nguồn cung mới căn hộ tại đô thị TP.HCM (Căn hộ) – hầu như không còn phân khúc trung cấp và bình dân kể từ sau 2021 (*)



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt. (*) Căn hộ hạng sang: Dự án với giá bán trên US\$4,000/m²
Căn hộ cao cấp: Dự án với giá bán từ US\$2,000- US\$4,000/m²
Căn hộ trung cấp & bình dân: Dự án với giá bán dưới US\$2,000/m²

Hình 17: Nguồn cung căn hộ chung cư tại TP.HCM và vùng phụ cận năm 2024 (% theo mức giá) – thiếu vắng phân khúc trung cấp



Nguồn: Savills, CTCK Rồng Việt.

Chúng tôi đánh giá cao chính sách của Chính phủ để thúc đẩy phát triển các dự án NOXH trong trung-dài hạn. Tuy nhiên, vẫn còn một số yếu tố cần chú ý để tăng hiệu quả của chính sách, với những nút thắt liên quan đến: i/ Người có thu nhập thấp và có nhu cầu cư trú sẽ được tiếp cận dự án nhà ở xã hội tại các địa phương và ii/ Khuyến khích các chủ đầu tư lựa chọn dự án NOXH như một phương án để phát triển quỹ đất.

Chúng tôi kì vọng từ năm 2025, khi luật kinh doanh Bất động sản và luật Nhà ở sửa đổi có hiệu lực, cùng với nghị định về phát triển và quản lý NOXH được ban hành, sẽ giải quyết được những nút thắt liên qua tới dự án NOXH. Đặc biệt, tại các thành phố cấp II, nơi tập trung các cụm công nghiệp lớn, sẽ có nhu cầu lớn về NOXH từ người lao động. Một số công ty niêm yết (TCH, VHM, NLG) đã có kế hoạch mở rộng các dự án NOXH tại các thành phố cấp II.

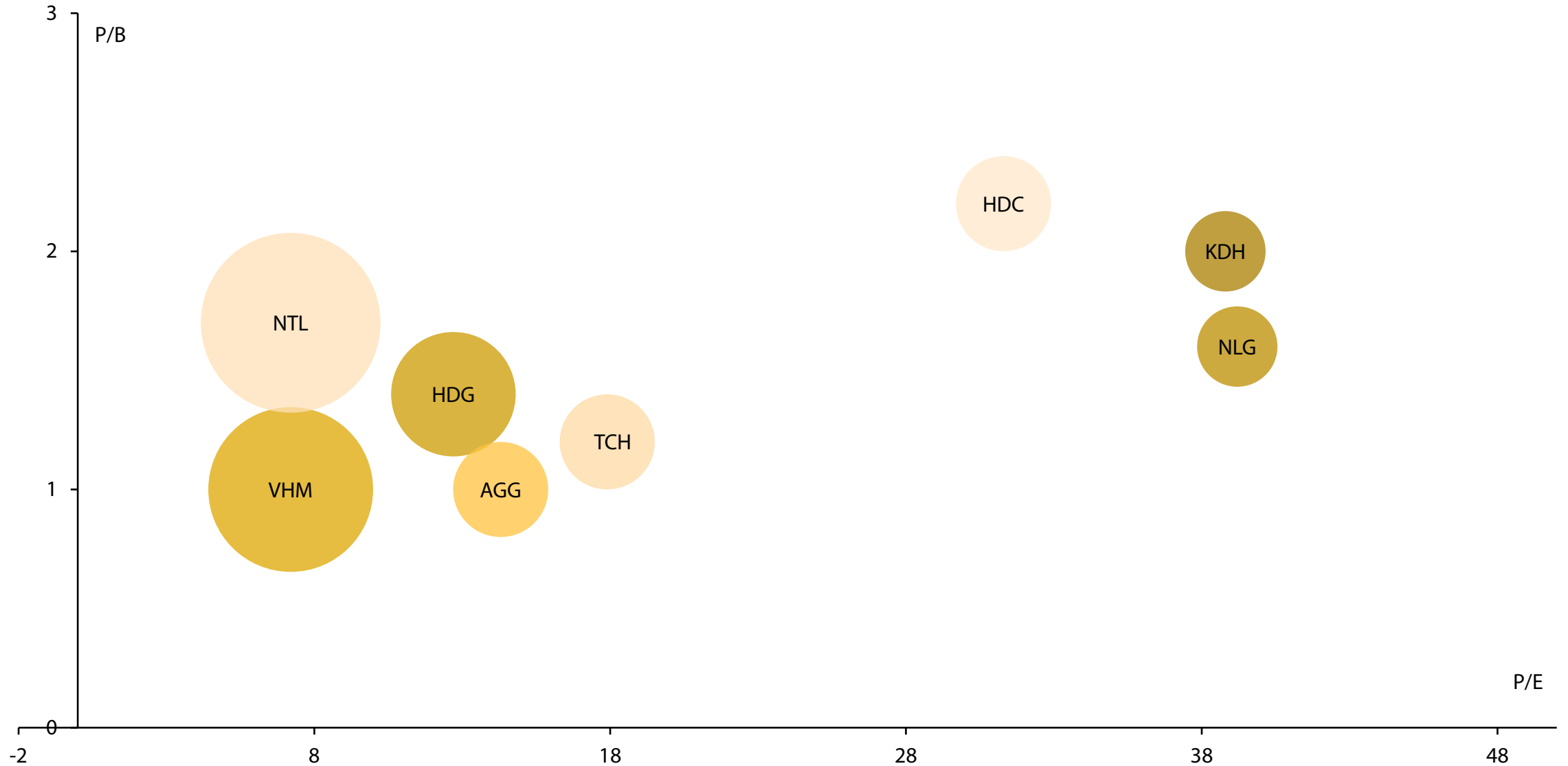
Bảng 4: Các vấn đề chính của Nghị định về phát triển và quản lý NOXH (dự thảo)

	Vấn đề chính
Chính sách với chủ đầu tư	➢ Ủy ban nhân dân cấp tỉnh được chủ động bố trí quỹ đất dành để phát triển NOXH theo chương trình, kế hoạch phát triển nhà ở cấp tỉnh đã được phê duyệt. ➢ Các dự án nhà ở thương mại (quy mô sử dụng đất từ 2 ha trở lên tại các đô thị loại đặc biệt và loại I) phải dành 20% quỹ đất cho NOXH. Trong đó, chủ đầu tư có một số phương án để lựa chọn, bao gồm: i/ Tuân thủ quy định về dành một phần diện tích đất ở trong dự án để xây dựng NOXH, ii/ Bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác ngoài phạm vi dự án; hoặc iii/ Đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất. Những quy định này phù hợp với Luật nhà ở (sửa đổi), qua đó tiến độ dự án NOXH sẽ không phụ thuộc vào tiến độ dự án nhà ở thương mại. ➢ Duy trì lợi nhuận định mức của chủ đầu tư cho dự án NOXH là 10%; tuy nhiên quy định chi tiết về các loại chi phí được tính vào tổng chi phí đầu tư xây dựng (chi phí bồi thường, chi phí xây dựng, chi phí tư vấn và quản lý dự án,...) để phù hợp với thực tế phát triển dự án nhà ở. ➢ Một số ưu đãi khác cho chủ đầu tư xây dựng NOXH, bao gồm: i/ Dành tỷ lệ tối đa 20% tổng diện tích sàn nhà ở của dự án để kinh doanh dịch vụ, thương mại, li/ Được vay vốn ưu đãi với lãi suất không vượt quá 50% lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng.
Chính sách với người mua/thuê mua	➢ Điều kiện để người mua được hưởng chính sách hỗ trợ về NOXH (được mở rộng hơn so với quy định cũ) bao gồm: i/ Chưa có nhà ở thuộc sở hữu của mình; ii/ Có mức thu nhập bình quân hàng tháng của người đứng đơn và vợ/chồng của người đó không quá 15 triệu đồng/tháng. ➢ Sau 05 năm, người mua NOXH chỉ được chuyển nhượng nhà ở cho chủ đầu tư hoặc đối tượng được hưởng chính sách hỗ trợ NOXH. ➢ Được vay vốn ưu đãi với lãi suất không vượt quá 50% lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng. ➢ Đưa thêm các quy định về NOXH cho những đối tượng đặc biệt khác (nhà lưu trú cho công nhân, nhà ở cho lực lượng vũ trang nhân dân).

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 15/04/24	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A			2024F			Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									Doanh thu	LNST	EPS	Doanh thu	LNST	EPS	2023	2024F	2023	2024F
KDH	27.097	118.761	38,76	2,01	5,3%	40.300	33.900	19%	2.088	716	840	4.704	981	1.137	-28,3%	125,3%	-35,1%	37,1%
NLG	15.314	158.774	39,20	1,63	5,0%	40.000	39.800	1%	3.181	484	1.187	7.716	559	1.410	-26,7%	142,5%	-13,0%	15,6%
HDG	8.164	79.954	12,67	1,38	11,9%	30.900	26.700	16%	2.889	665	2.175	2.815	786	2.479	-19,3%	-2,6%	-39,3%	18,2%
VHM	184.625	380.736	7,16	1,03	20,6%	N.R	42.400	n.a	103.557	33.371	7.664	n.a	n.a	n.a	66,0%	n.a	15,7%	n.a
NVL	32.177	523.372	183,71	0,85	1,6%	N.R	16.500	n.a	4.757	606	311	n.a	n.a	n.a	-57,3%	n.a	-72,0%	n.a
PDR	21.980	353.945	n.a	2,31	7,7%	N.R	29.750	n.a	618	684	1.003	n.a	n.a	n.a	-59,0%	n.a	-39,9%	n.a
DIG	19.058	648.831	167,03	2,49	1,6%	N.R	31.250	n.a	1.026	119	195	n.a	n.a	n.a	-45,9%	n.a	-17,6%	n.a
DXG	13.297	259.630	n.a	1,26	1,8%	N.R	18.450	n.a	3.725	172	259	n.a	n.a	n.a	-32,4%	n.a	-20,0%	n.a
TCH	10.625	150.500	17,92	1,24	7,2%	N.R	15.900	n.a	2.736	594	890	n.a	n.a	n.a	1,5%	n.a	232,6%	n.a
NTL	2.430	39.616	7,18	1,66	24,9%	N.R	39.850	n.a	914	364	5.553	n.a	n.a	n.a	133,6%	n.a	242,0%	n.a
HDC	4.121	99.690	31,33	2,18	7,1%	N.R	30.500	n.a	665	132	1.079	n.a	n.a	n.a	-48,7%	n.a	-68,6%	n.a
AGG	2.703	19.427	14,30	0,97	6,8%	N.R	21.600	n.a	3.891	175	1.402	n.a	n.a	n.a	-37,1%	n.a	824,6%	n.a

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 15/04/2024.
N.R: Không đánh giá
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
LNST: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ

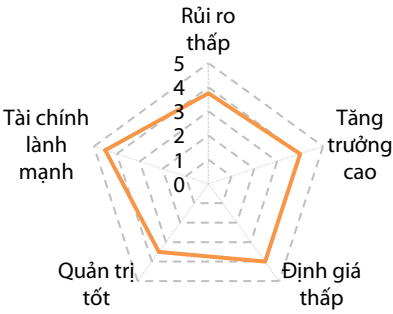
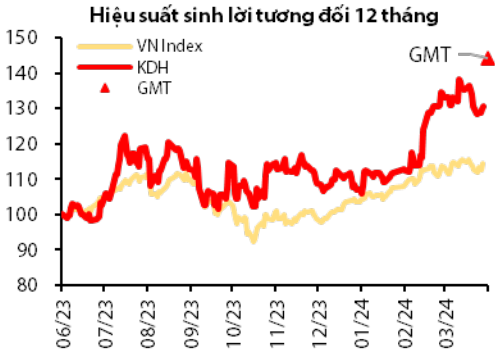


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 15/04/2024. Không bao gồm các công ty ghi nhận lỗ dựa trên số liệu 4 quý gần nhất.

MUA: 19%

GTT: 33.900

GMT: 40.300



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	27.097
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	799
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	3.445
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	121
SH NGTTNN còn lại (%)	11,1
BQ giá 52 tuần('000 VND)	25,09 – 38,95

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.093	4.704	6.823
LNST (tỷ đồng)	717	981	1.239
ROA (%)	3,4	4,0	4,3
ROE (%)	6,2	6,8	8,1
EPS (đồng)	831	1.137	1.435
GTSS (đồng)	19.427	24.640	26.519
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	48,6	35,5	28,1
P/B (x)	2,1	1,6	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh – Tập trung bàn giao dự án Privia và mở bán dự án mới trong nửa sau năm 2024

- Trong năm 2023, 80% sản phẩm của dự án Privia (dự án chung cư tại quận Bình Tân, Tp.HCM) dự kiến sẽ được bàn giao trong nửa cuối năm 2024, đồng thời bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án Classia (dự án đã hoàn thành mở bán trong năm 2022-2023) và dự án Clarita (dự kiến mở bán trong năm 2024).
- Doanh thu 2024 dự kiến đạt 4.700 tỷ đồng (+125%YoY) và LNST công ty mẹ đạt 981 tỷ đồng (+37%YoY, với biên LN ròng ở mức 23% do hầu hết là bàn giao sản phẩm cao tầng).
- Với việc hoàn thành bán hàng tại dự án Privia trong quý 1/2024, dự án Foresta (hình thành từ dự án Clarita và Emeria tại TP. Thủ Đức) sẽ là dự án trọng điểm năm 2024 của công ty. Hiện dự án trong giai đoạn xây dựng hạ tầng và sản phẩm, để từ đó có thể tiến hành bán hàng trong nửa cuối năm 2024 (khi thị trường BĐS hồi phục rõ rệt), với giá trị bán hàng đạt 1.700 tỷ đồng, qua đó giúp tổng giá trị bán hàng trong năm 2024 của KDH dự kiến đạt 2.600 tỷ đồng (-42%YoY).

Tập trung mở rộng và hoàn thiện pháp lý với quỹ đất hiện có tại TP.HCM – Sẵn sàng cho sự phục hồi của thị trường

- Công ty đã mua lại dự án cao tầng 1,9 ha tại phường Bình Trưng Đông, qua đó nâng tổng diện tích quỹ đất của khu vực này lên 13,7 ha.
- Kỳ vọng dự án khu đô thị Solina (16,5ha) và khu dân cư Phong Phú 02 (~40ha) thuộc Bình Chánh có thể hành thành việc đóng tiền sử dụng đất trong năm 2024 để có thể mở bán trong giai đoạn 2025-2026, thời điểm mà thị trường BĐS có sự phục hồi rõ ràng hơn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án có thể có tác động tiêu cực đến dòng tiền trong tương lai của công ty.

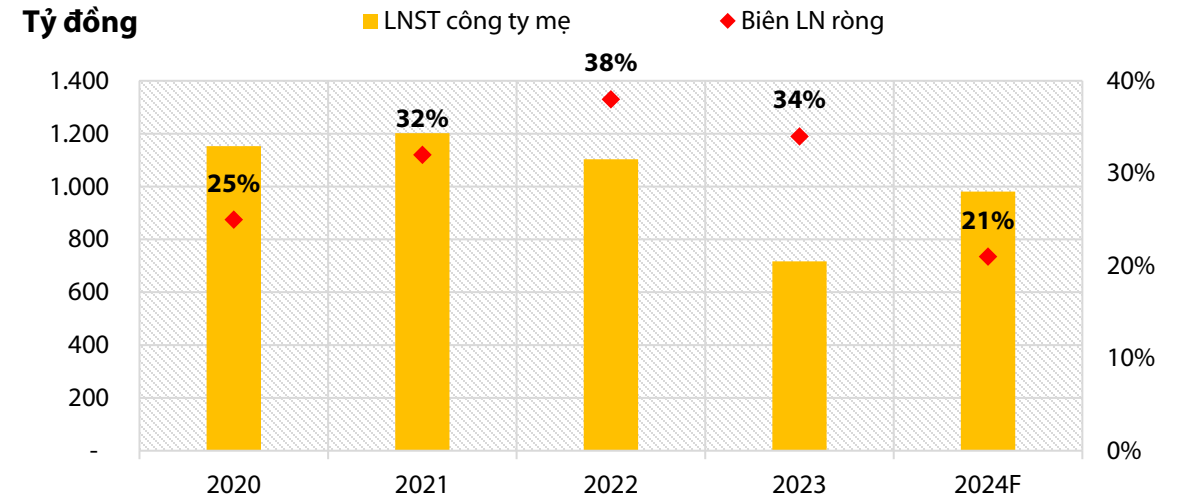
Hình 1: Dự án Privia đã cất nóc, có thể bàn giao từ 2H2024



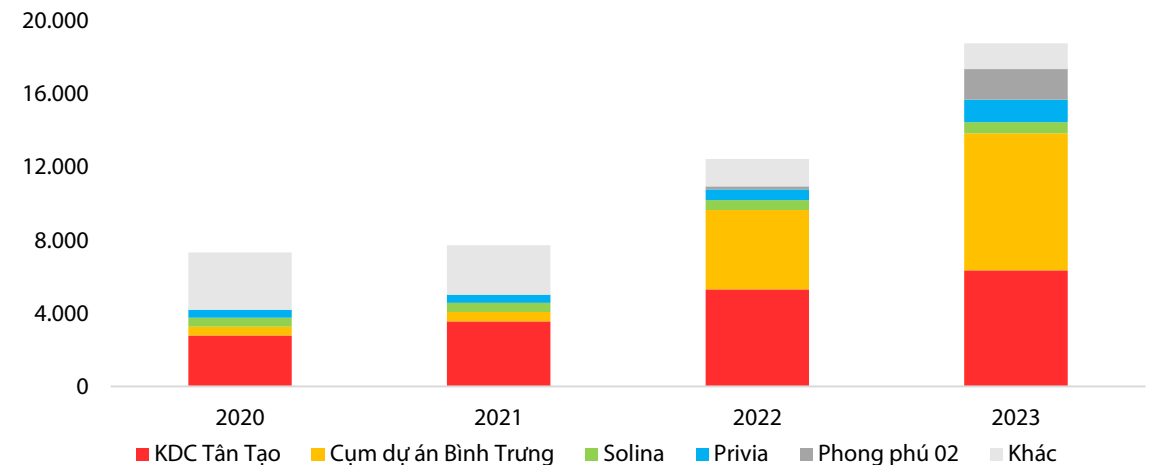
Hình 3: Dự án Foresta (hình thành từ Clarita và Emeria) – đang trong quá trình xây dựng và dự kiến mở bán trong 2H2024



Hình 2: Lợi nhuận và biên lợi nhuận của KDH giai đoạn 2020 - 2024



Hình 4: Giá trị hàng tồn kho của KDH trong giai đoạn 2020 - 2023 (tỷ đồng) – cụm dự án Bình Trưng (Foresta) được mở rộng



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

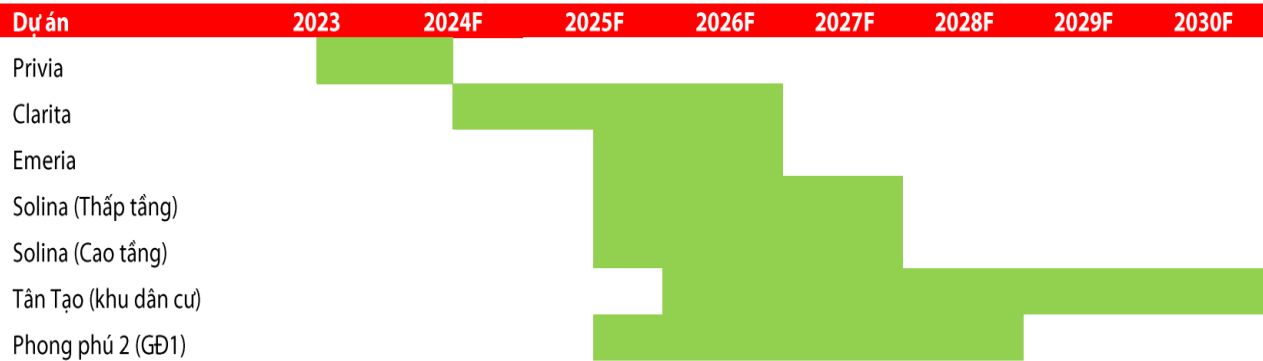
Hình 5: Tổng hợp định giá KDH

Dự án	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ đồng)
Classia	100%	DCF	121
Privia	100%	DCF	1.569
Clarita	51%	DCF	1.687
Solina (thấp tầng)	100%	DCF	3.491
Solina (cao-tầng)	100%	DCF	896
Phong Phú 2 (40ha)	100%	DCF	9.598
Khu đô thị Tân Tạo	100%	DCF	15.557
KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)	100%	DCF	3.483
Emeria	51%	DCF	1.903
Tổng			38.334
(+) Tiền & tương đương tiền			3.730
(+) Đầu tư ngắn hạn			0
(-) Lợi ích CĐ không kiểm soát			(2.076)
(-) Nợ			(3.346)
Giá trị TS ròng			36.642
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			909
Giá mục tiêu (đồng)			40.300

Hình 6: Quỹ đất của KDH dự kiến phát triển trong giai đoạn 2024-2025



Hình 7: Dự phóng kế hoạch bán hàng của KDH – trọng điểm triển khai từ 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

TÍCH LŨY

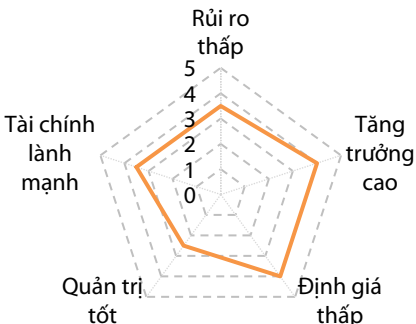
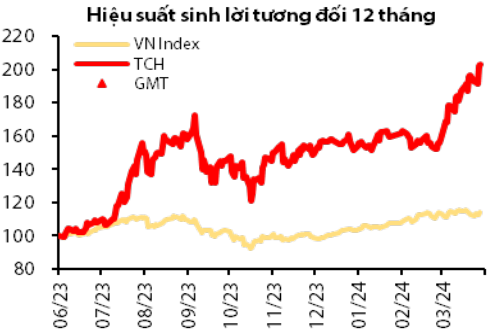
GTT:15.900

GMT: N.R.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021 2022 2023E



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.625
SLCPĐLH (triệu CP)	668
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	10.840
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	157
SH NĐTNN còn lại (%)	46,7
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	7,28 – 17,3

Doanh thu	2.756	2.093	2.600
LNST	609	480	927
ROA (%)	4,9	3,3	6,0
ROE (%)	5,8	4,0	7,8
EPS (đồng)	722	368	939
GTSS (đồng)	13.359	12.683	13.093
Cổ tức tiền mặt (VND)	550	300	300
P/E (x)	22,8	19,3	17,3
P/B (x)	1,2	0,6	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các dự án tiềm năng tại thành phố Hải Phòng (Hoàng Huy New City, Hoàng Huy Green River và Đỗ Mười)

- Các dự án đều nằm ở những vị trí được kỳ vọng sẽ có tỷ lệ lấp đầy cao khi: 1/ Trung tâm hành chính chính trị mới của thành phố đang có kế hoạch dịch chuyển về khu vực Thủy Nguyên, 2/ Hệ thống cơ sở hạ tầng đang dần hoàn thiện, để kết nối thành phố mới Thủy Nguyên với trung tâm Tp. Hải Phòng và KCN VSIP-Hải Phòng. Hiện tại, các dự án hầu như đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng, trong đó dự án HH New City đang trong quá trình xây dựng và dự kiến mở bán trong năm 2024.

Tình hình tài chính lành mạnh, định giá hấp dẫn so với quỹ đất hiện tại

- Hàng tồn kho tập trung các dự án Hoàng Huy Commerce, Hoàng Huy Green River, Hoàng Huy New City và dự án Đỗ Mười. Trong đó, dự án Hoàng Huy Commerce đã hoàn thành và đang bàn giao, dự kiến là doanh thu chính của công ty trong các quý tới. Dự kiến trong niên độ tài chính 2023, TCH ghi nhận doanh thu ~ 2.000 tỷ đồng từ dự án chung cư Hoàng Huy Commerce từ 3Q23.
- Công ty có cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh với: 1/ Khoản tiền mặt và tương đương tiền (~544 tỷ) và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn là tiền gửi từ 6 - 24 tháng (~2.550 tỷ) sẵn sàng sử dụng cho các dự án khi bắt đầu triển khai xây dựng; 2/ Công ty hạn chế sử dụng nợ vay để tài trợ cho các dự án (tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu đạt 0,17x).
- Cổ phiếu TCH đang giao dịch ở mức P/B 1,2x, thấp hơn so với P/B trung bình ngành (1,5x), là mức định giá tương đối hấp dẫn so với tiềm năng khai thác quỹ đất tại thành phố Hải Phòng (trung tâm phát triển các cụm công nghiệp lớn tại miền Bắc)

RỦI RO CHO KHUYẾN NGHỊ

- Mức hấp thụ các sản phẩm BĐS (đặc biệt là sản phẩm thấp tầng) thấp hơn so với kỳ vọng.

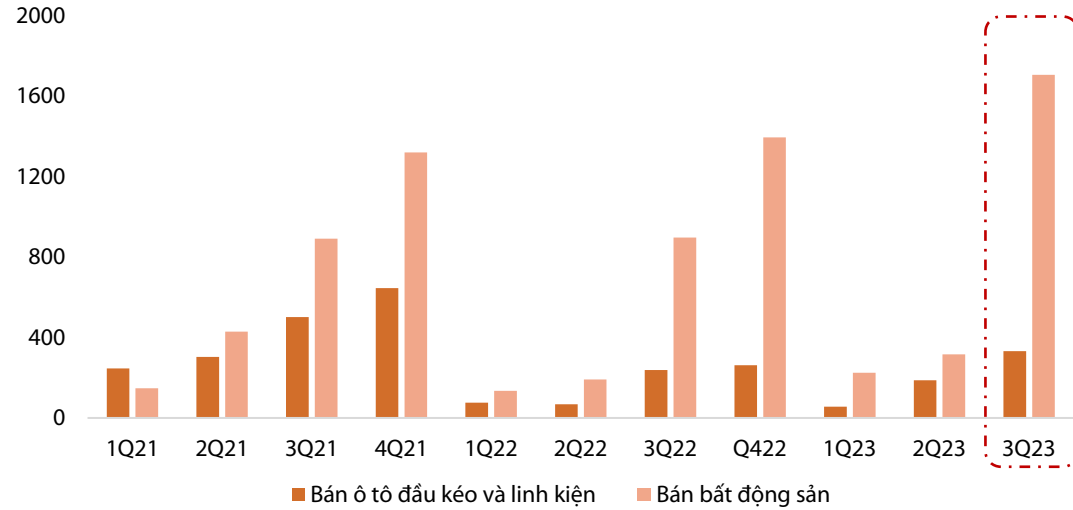
Hình 1: Vị trí và tiến độ các dự án của TCH tại thành phố Hải Phòng



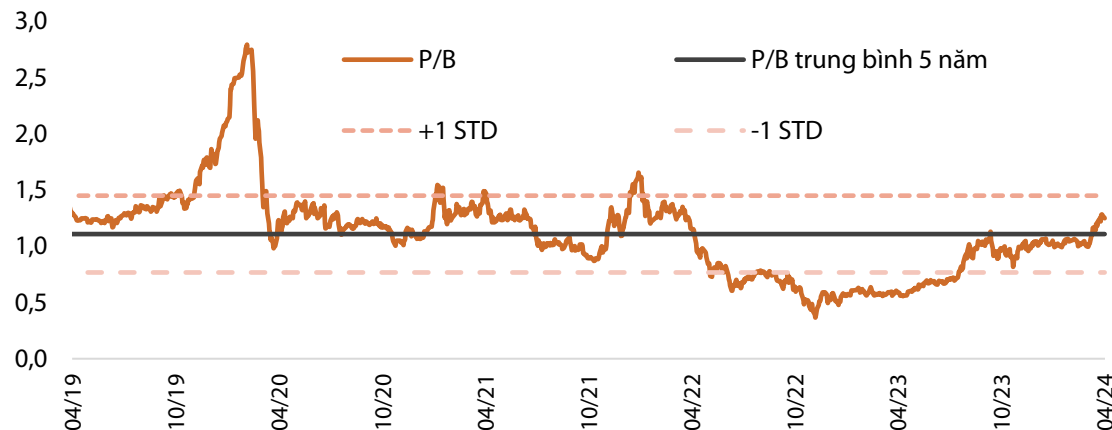
Dự án	Quy mô (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Sản phẩm chính	Tiến độ dự án
Hoàng Huy Commerce	3,0	4.997	Căn hộ	Tòa H1 đã thiện, bắt đầu bàn giao từ tháng 11/2023, dự kiến có thể bàn giao ~70% số căn hộ trong NĐTC 2023. Tòa H2 đã có quyền sử dụng đất, đang xin phê duyệt chủ trương đầu tư.
Hoàng Huy New City	8	1.500	Nhà liền kề	Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và hoàn thiện các thủ tục về đất, đang trong quá trình xây dựng và dự kiến 2024 bắt đầu mở bán.
Hoàng Huy Green River	32	4.000	Nhà liền kề, NOXH	Hoàn thành quy hoạch chi tiết 1/500. Đã gần như hoàn thành giải phóng mặt bằng.
Đỗ Mười	49	10.000	Nhà liền kề, căn hộ, NOXH	Hoàn thành việc đấu giá và nộp tiền sử dụng đất

Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

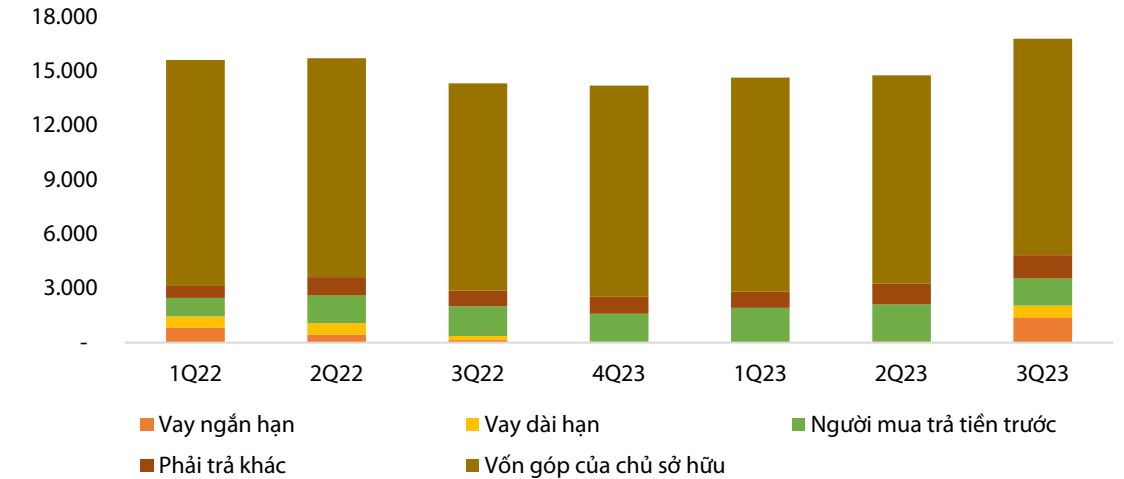
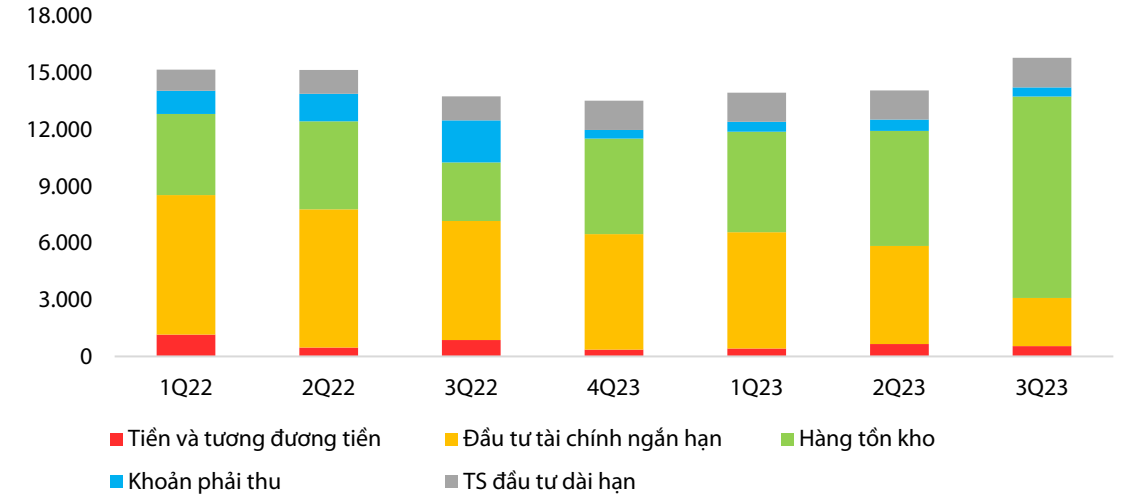
Hình 2: TCH bắt đầu ghi nhận doanh thu từ BĐS trong quý 3 NĐTC 2023 (tỷ đồng)



Hình 4: Định giá P/B của TCH giai đoạn 2019-2024



Hình 3: Cơ cấu tài sản – nguồn vốn của TCH, với việc sử dụng ít đòn bẩy tài chính để phát triển dự án (tỷ đồng)

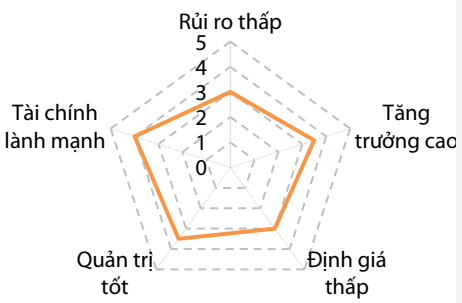
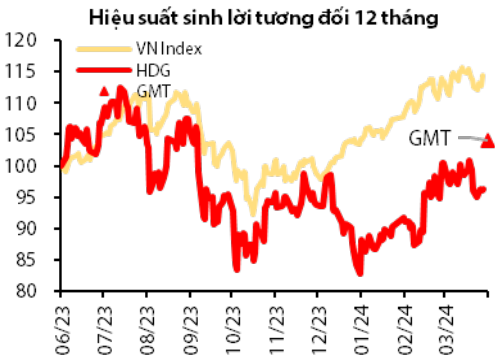


Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

TÍCH LŨY: 16%

GTT: 26.700

GMT: 30.900



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.164
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	306
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.853
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	80
SH NHĐTNN còn lại (%)	32,5
BQ giá 52 tuần('000 VND)	24,4 - 33,85

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.882	2.608	2.925
LNST-CĐ mẹ (tỷ đồng)	712	791	855
ROA (%)	7,0	6,3	6,6
ROE (%)	14,7	12,5	12,2
EPS (đồng)	2.244	2.495	2.696
GTSS (đồng)	19.635	21.129	23.375
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	13,7	12,3	11,4
P/B (x)	1,6	1,5	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh trong năm 2024 – hồi phục nhẹ ở những mảng kinh doanh chính

- Năng lượng: theo dự báo của ENSO thì từ quý 3/2024, xác suất El Nino sẽ giảm và thay thế bằng pha Trung tính/La Nina. Do đó, chúng tôi kì vọng rằng sản lượng các nhà máy thủy điện sẽ có sự cải thiện trong năm 2024 (đặc biệt từ nửa cuối năm 2024 – giai đoạn cao điểm của các nhà máy thủy điện của HDG). Sản lượng điện của HDG năm 2024 có thể đạt 1,51 tỷ Kwh (+4%YoY), trong đó sản lượng các nhà máy thủy điện đạt 1,23 tỷ Kwh (+5%YoY). Doanh thu và lợi nhuận gộp dự kiến lần lượt đạt 1.983 tỷ đồng (+2,3%YoY) và 1.402 tỷ đồng (+5,3%YoY).
- BDS dân dụng: ~110 căn thấp tầng của giai đoạn 03 dự án Charm Villas dự kiến mở bán từ nửa sau năm 2024. Do mức giá bán tương đối cao (trên 90 triệu đồng/m2), chúng tôi cho rằng thị trường có thể hấp thụ ~40% tổng số sản phẩm và giá trị bán hàng dự kiến 900 tỷ đồng. Doanh thu và lợi nhuận gộp có thể ghi nhận dự kiến lần lượt đạt 182 tỷ đồng (-35%YoY) và 127 tỷ đồng (-20%YoY).

Chuyển động chính sách - yếu tố hỗ trợ cho định giá

- Trong trường hợp việc thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua quyền sử dụng đất với đất khác được thông qua, chúng tôi tin rằng tiến độ pháp của các dự án BĐS (Green Lane và Minh Long) sẽ được đẩy nhanh, qua đó có thể hoàn thành thủ tục cần thiết để xây dựng và mở bán trong đầu năm 2025.
- Do chưa có khung giá mới cho các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) chuyển tiếp (đã nằm trong quy hoạch điện VIII), chúng tôi chưa đưa các nhà máy NLTT vào mô hình định giá tại thời điểm thực hiện báo cáo. Trong trường hợp khung giá mới sớm được phê duyệt sẽ là yếu tố hỗ trợ cho việc tái khởi động các dự án, đồng thời là cơ sở để xác định giá trị các dự án trong mô hình định giá.

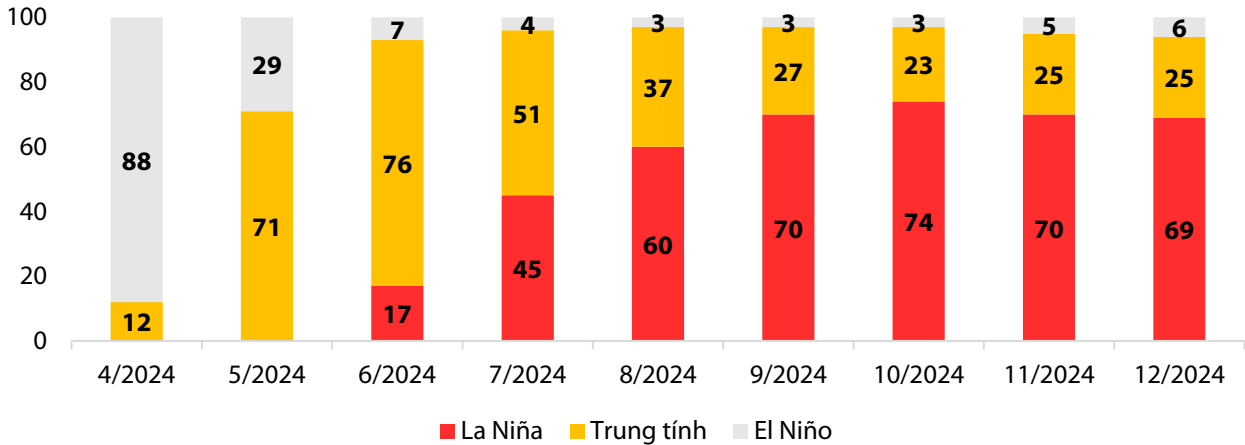
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án có thể có tác động tiêu cực đến dòng tiền trong tương lai của công ty.
- Các nhà máy NLTT (Hồng Phong 04, SP Infra 1) bị điều chỉnh giảm mạnh giá bán điện do không đáp ứng điều kiện áp dụng đơn giá FIT.

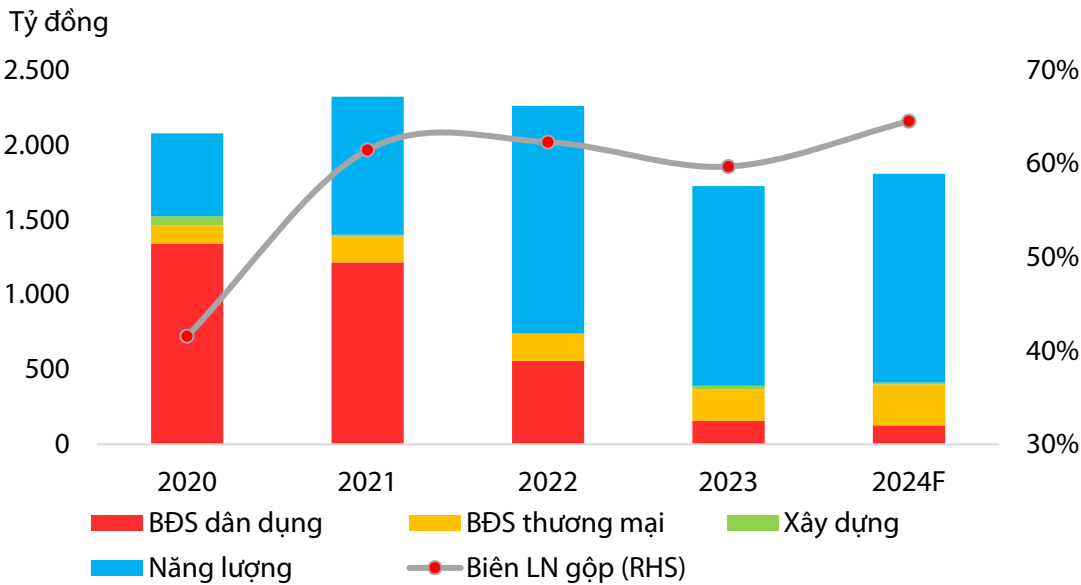
Bảng 1: Tiến độ các dự án BĐS của công ty. Trong đó Dự án Charm Villa - đã hoàn thành việc xây dựng dự án, dự kiến mở bán giai đoạn 03 trong 2024.

Dự án	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Vị trí	Hiện trạng
Charm Villas	30	Biệt thự/nhà liên kế/ Shophouse	Hoài Đức, HN	Hoàn thành bàn giao giai đoạn 2. Giai đoạn 3 dự kiến mở bán trong 2H2024
Green Lane	2,3	Chung cư	Quận 8, TP.HCM	Đang làm thủ tục lấy giấy phép XD, dự kiến mở bán trong cuối năm 2024
Bảo Đại	8,9	Biệt thự/khách sạn	Nha Trang, Khánh Hòa	Trong giai đoạn chuyển đổi mục đích sử dụng đất, dự kiến triển khai đầu tư trong năm 2025
Minh Long	2,7	Nhà liên kế/Chung cư	TP Thủ Đức, TP.HCM	Đang làm thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất sang đất ở

Hình 2 : Dự phóng của ENSO (%) – Pha La Nina dự kiến bắt đầu từ quý 3/2024



Hình 1: Cơ cấu lợi nhuận gộp của công ty giai đoạn 2020-2024



Giá trị bán hàng trong năm 2024 dự kiến đạt 900 tỷ đồng, đến từ Charm Villas – giai đoạn 03.

KQKD 2024: Tổng doanh thu đạt 2.800 tỷ đồng (+1%YoY) và lợi nhuận gộp đạt 1.806 tỷ đồng (+5%YoY, hồi phục ở mảng năng lượng nhờ hiệu suất hoạt động tốt hơn ở các nhà máy); LNST công ty mẹ đạt 786 tỷ đồng (+10%YoY).

Nguồn: ENSO, HDG, CTCK Rông Việt.

Bảng 2: Kết quả định giá cổ phiếu HDG– Sử dụng phương pháp Sotp

Dự án	Phương pháp	NPV
Charm Villa	DCF	1.248
Green Lane	DCF	994
Dự án BĐS khác	BV	982
Các tòa nhà cho thuê (IBIS, Airport,...)	DCF	2.015
Các nhà máy điện hiện hữu	DCF	4.896
Tổng		10.135
(+) Tiền & Tương đương tiền		126
(+) Đầu tư tài chính		387
(+) Khác		0
(-) Nợ		(1.255)
Giá trị tài sản ròng		9.393
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)		306
Giá mục tiêu		30.900

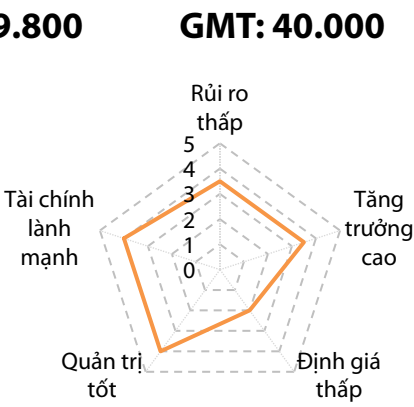
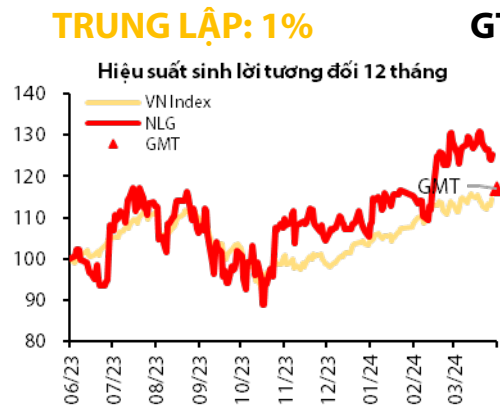
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Một số dự án Điện gió nằm trong quy hoạch điện VIII

Dự án	Công suất (MW)
Ea H'leo 1+2 – Dak Lak	57
Hướng Phùng – Quảng Trị	30
Phước Hữu và 7A (giai đoạn 2) – Ninh Thuận	71
Sóc Trăng	40
An Phong – Ninh Thuận	300

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

- Hiện nay, do chưa có khung giá mới cho các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) chuyển tiếp (đã nằm trong quy hoạch điện VIII), vì vậy chúng tôi chưa đưa các nhà máy NLTT vào trong mô hình định giá. Trong trường hợp khung giá mới sớm được phê duyệt sẽ là yếu tố hỗ trợ cho việc tái khởi động các dự án, đồng thời là cơ sở để xác định giá trị các dự án trong mô hình định giá.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.314
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	385
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	3.875
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	161
SH NĐTNN còn lại (%)	2.0
BQ giá 52 tuần('000 VND)	28,6 – 46,15

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.181	7.716	7.608
LNST (tỷ đồng)	484	559	545
ROA (%)	1,7	1,8	1,8
ROE (%)	5,2	6,0	5,9
EPS (đồng)	1.263	1.446	1.410
GTSS (đồng)	24.423	23.908	24.442
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x)	32,1	29,0	28,7
P/B (x)	1,7	1,7	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sức khỏe tài chính lành mạnh & chiến lược kinh doanh thận trọng giúp Công ty thuận lợi đi qua khó khăn của ngành

- Tỷ lệ đòn bẩy ở mức hợp lý (tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu ở mức 70%, thấp hơn trung bình ngành). Qua đó, Công ty không chỉ tránh được các áp lực tài chính trong giai đoạn thị trường đóng băng, mà còn chủ động được kế hoạch phát triển dự án, đồng thời đưa ra các gói thanh toán phù hợp khả năng của người mua nhằm tăng tính thanh khoản cho dự án. Công ty có sẵn các danh mục dự án với đa dạng sản phẩm (đất nền, nhà ở xã hội, nhà ở thương mại vừa túi tiền,...) giúp NLG chủ động đưa ra kế hoạch kinh doanh dựa trên sự phục hồi của thị trường.

Doanh số bán hàng phục hồi nhờ danh mục sản phẩm phù hợp nhu cầu và vị trí thuận lợi

- Tổng giá trị bán hàng năm 2024 ước tăng 50% YoY lên 6.000 tỷ nhờ (1) Danh mục sản phẩm đa dạng tập trung tại các tỉnh thành phố cấp I và II, những khu vực mà chúng tôi cho rằng nhu cầu sẽ phục hồi sớm khi hạ tầng giao thông được hoàn thiện (hệ thống cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận – Cần Thơ) và (2) Chính sách bán hàng phù hợp khả năng thanh toán của người mua.
- Giá trị bán hàng ước tính năm 2024 sẽ đến từ (1) 250 căn biệt thự thuộc phân khu The Pearl, Khu đô thị Waterpoint (Long An), (2) 436 căn hộ tại block CC5 – khu đô thị Mizuki Park, và (3) 617 sản phẩm đất nền và 1.600 căn nhà ở xã hội thuộc dự án Nam Long Cần Thơ.

Kết quả kinh doanh năm 2024 phục hồi nhờ bàn giao dự án Akari và chuyển nhượng Paragon Đại Phước

- Dự phóng doanh thu đạt 7.700 tỷ đồng (+143% YoY), chủ yếu từ 3.300 tỷ đồng từ bàn giao Akari – giai đoạn 2 (hoàn thành mở bán trong 2022-2024) và 1.900 tỷ đồng từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Khu đô thị Waterpoint.
- Cùng với ~250 tỷ đồng doanh thu tài chính từ chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án Paragon Đại Phước, LNST - công ty mẹ có thể đạt 559 tỷ đồng (+16%YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

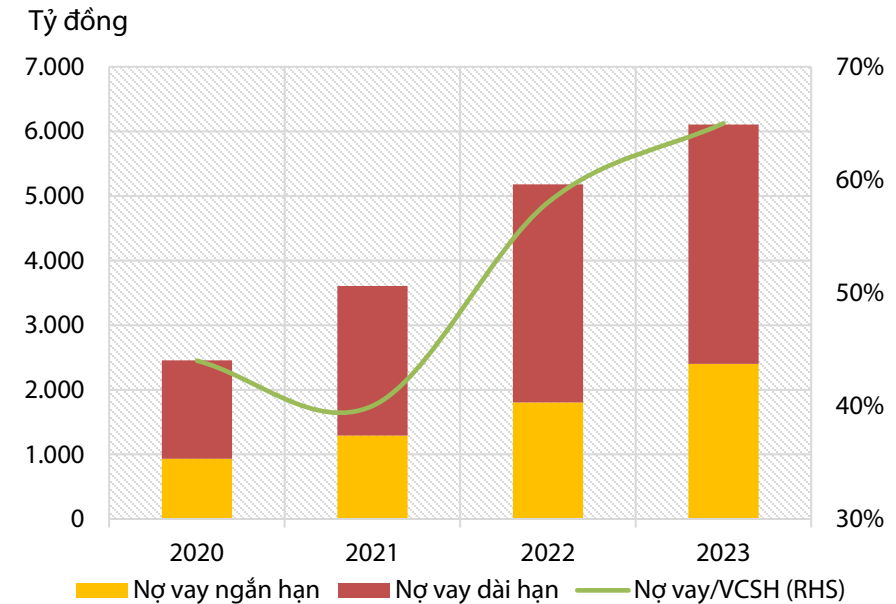
- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án; tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến (đặc biệt tại các sản phẩm biệt thự có giá trị cao).
- NĐT có thể phản ứng quá tích cực đối với các thông tin liên quan đến tiến triển pháp lý ở các tỉnh thành cấp II hoặc kỳ vọng quá cao đối với tiến độ hiện thực hóa các chương trình nhà ở xã hội khiến thị giá cổ phiếu vượt xa giá trị hợp lý theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 1: Các dự án sẵn sàng triển khai của NLG, với đa dạng các sản phẩm (Mizuki Park, Akari, Nam Long Cần Thơ, the Waterpoint)



- Tỷ lệ đòn bẩy ở mức hợp lý giúp công ty chủ động được kế hoạch phát triển dự án, đồng thời đưa ra các gói thanh toán phù hợp khả năng của người mua nhằm tăng tính thanh khoản cho dự án.
- Công ty có sẵn các danh mục dự án với đa dạng sản phẩm giúp chủ động đưa ra kế hoạch kinh doanh dựa trên sự phục hồi của thị trường.

Hình 2: Tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu của NLG giai đoạn 2020-2023



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Hình 3: HĐKD 2024 dự kiến tăng trưởng cao khi bàn giao sản phẩm tại dự án Akari và thoái vốn thành công tại Paragon Đại Phước

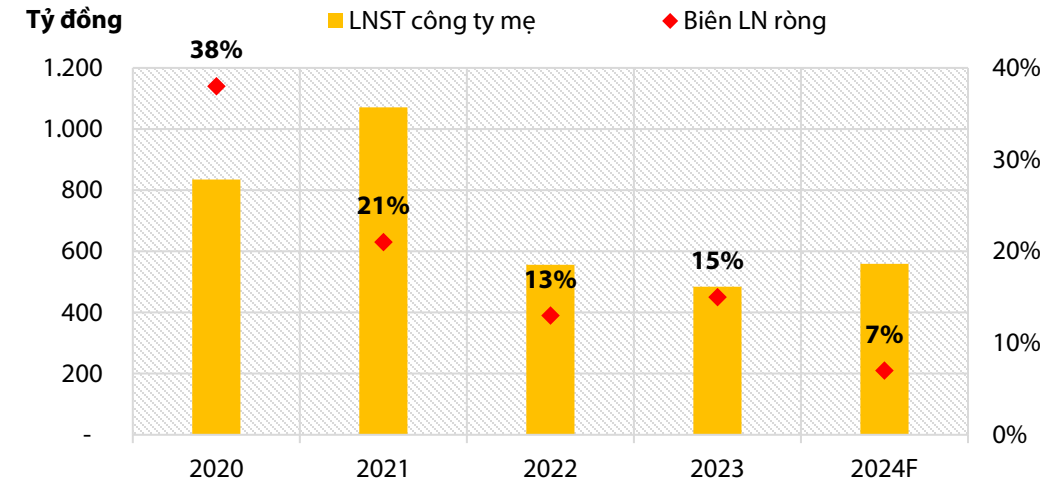


The Akari: bàn giao các block từ nửa cuối năm 2024

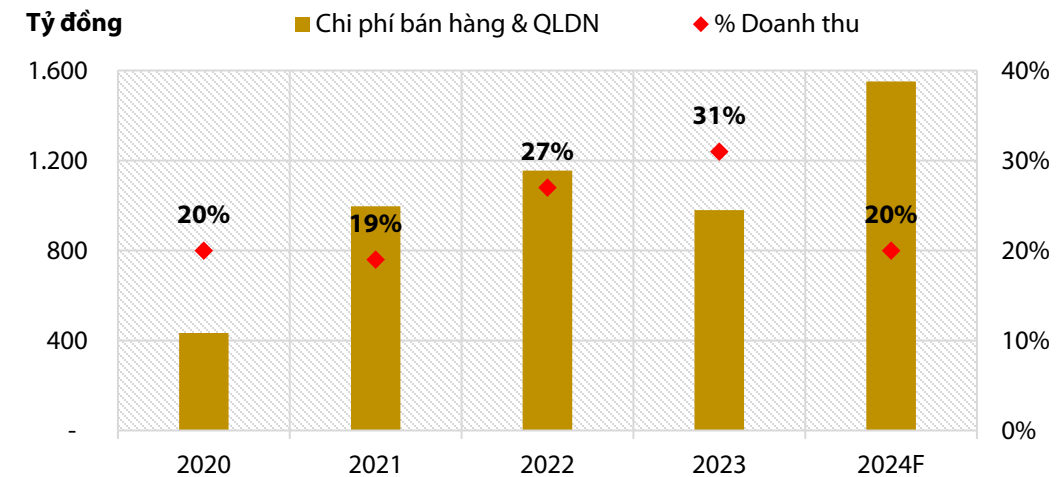


Paragon Đại Phước: kỳ vọng có thể chuyển nhượng 25% cổ phần nếu tiến độ xử lý các vấn đề pháp lý tại Đồng Nai được đẩy nhanh

Hình 4: LNST và biên LN của NLG giai đoạn 2020-2024



Hình 5: Chi phí bán hàng và QLDN dự kiến duy trì ở mức cao, từ các chính sách hỗ trợ khách hàng

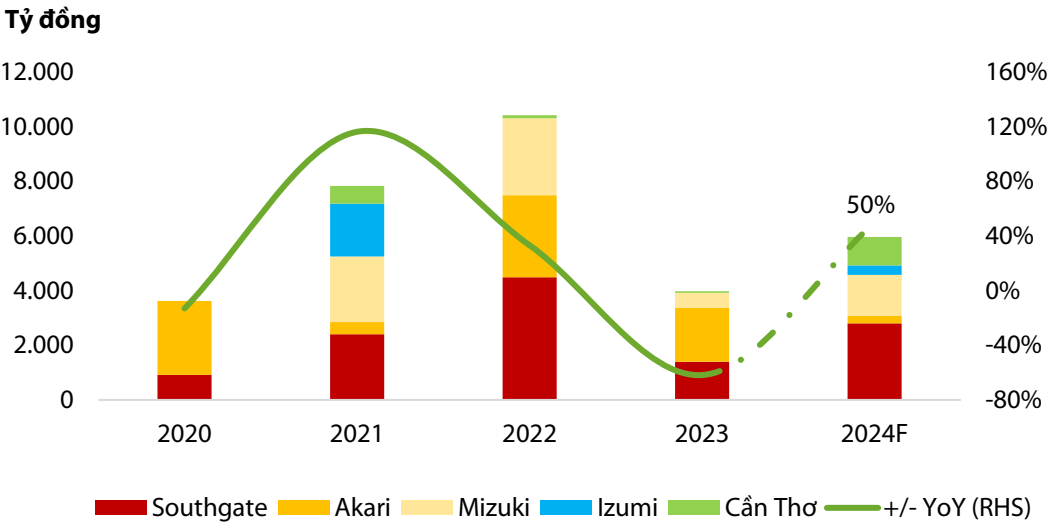


Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Năm 2024, NLG tiếp tục tập trung vào phân khúc BĐS có khả năng hấp thụ cao:

- Thị trường TP.HCM và khu vực phụ cận: dự kiến chào bán đa dạng sản phẩm, từ cao tầng (block CC5 – dự án Mizuki Park) đến thấp tầng (phân khu The Pearl, dự án Waterpoint).
- Thị trường cấp II (Cần Thơ): dự kiến đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm vừa túi tiền (đất nền, nhà ở xã hội EHomeS) tại dự án Central Lake trong nửa cuối năm 2024.

Hình 6: Giá trị bán hàng của NLG giai đoạn 2020-2024, cùng dự án trọng điểm (Mizuki Park, Nam Long Cần Thơ, the Waterpoint)



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt dự phóng

Bảng 1: Tổng hợp định giá của NLG

Dự án	Phương pháp	NPV
Mizuki	DCF	1.104
Akari	DCF	1.065
Southgate	DCF	3.295
Can Tho	DCF	2.131
VSIP Hai Phong	BV	34
Paragon Dai Phuoc	DCF	2.449
Izumi	DCF	5.511
Waterpoint phase 2	MV	3.642
Khác	BV	622
Tổng		19.853
(+) Tiền & Tương đương tiền		2.540
(+) Đầu tư tài chính		1.050
(+) Khác		(4.145)
(-) Nợ		(3.705)
Giá trị tài sản ròng		15.593
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)		385
Giá mục tiêu		40.000

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt dự phóng



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

