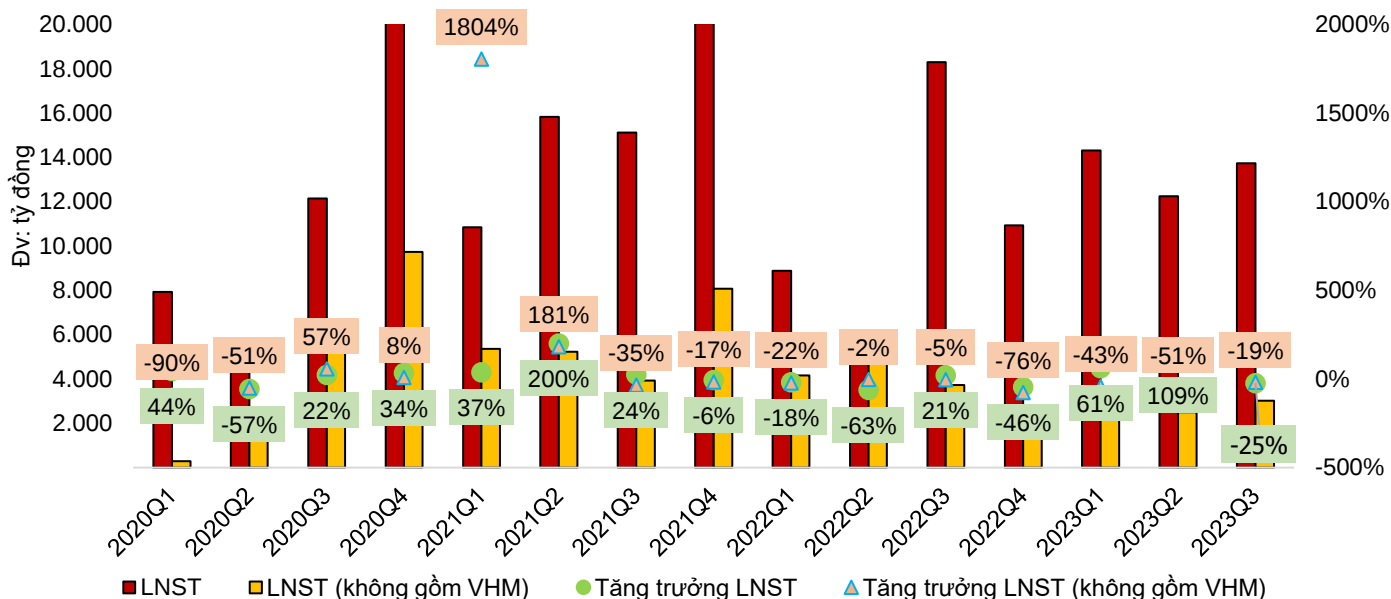


**BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN 2024****NHIỀU THÁCH THỨC NHƯNG KỲ VỌNG KHỎI SẮC DẦN****Tóm tắt**

- ❖ **Kết quả kinh doanh 9T.2023:** Kết quả kinh doanh đã cải thiện dần qua từng quý khi lợi nhuận quý 3 tiếp tục tăng trưởng so với các quý đầu năm. Tuy nhiên, kết quả lũy kế 9 tháng 2023 của hầu hết các doanh nghiệp vẫn đang tăng trưởng âm phản ánh sự khó khăn của thị trường bất động sản. Kết quả kinh doanh tăng trưởng về mặt doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ chủ yếu dẫn dắt bởi Vinhomes (HSX: VHM).
- ❖ Thị trường BĐS vẫn đang gặp nhiều khó khăn nhưng xuất hiện **nhiều tín hiệu khả quan** (1) Lãi suất cho vay giảm; (2) Chủ đầu tư đưa ra nguồn cung hàng mới với các chính sách ưu đãi; (3) Thanh khoản giao dịch thấp tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ tăng qua từng quý; (4) Việc nhiều chính sách pháp lý được thông qua và triển khai kỳ vọng tháo gỡ các khó khăn và giúp thị trường bất động sản phát triển bền vững minh bạch.
- ❖ **Triển vọng ngành 2024:** Thị trường bất động sản vẫn khó khăn trong năm 2024 và bắt đầu khởi sắc hơn từ nửa cuối năm 2024 khi các nút thắt Pháp lý – Vốn – Thanh khoản dần được tháo gỡ. Tuy nhiên, triển vọng phục hồi chủ yếu sẽ đến từ các phân khúc căn hộ nhu cầu ở thực ở nội đô hoặc ven trung tâm có vị trí và cơ sở hạ tầng phát triển. Đối với doanh nghiệp BĐS trên sàn, kết quả kinh doanh năm 2024 dự kiến sẽ khó tăng trưởng đột biến do tiến độ và khả năng hấp thụ của nền kinh tế. Đây là năm bản lề cho quá trình hồi phục của toàn ngành. Chúng tôi đánh giá tích cực KQKD của các doanh nghiệp có quỹ đất đang bàn giao phù hợp với nhu cầu ở thực và năng lực bán hàng tốt.
- ❖ **Thách thức:** (1) Sức cầu mua nhà hồi phục chậm; (2) Nguồn thu bất động sản giảm ảnh hưởng lợi nhuận năm 2024; (3) Áp lực trả nợ đáo hạn trái phiếu lớn trong khi khả năng trả nợ vẫn thấp, tỷ lệ nợ xấu gia tăng.
- ❖ Agriseco Research khuyến nghị 3 cơ hội đầu tư gồm: NLG, VHM, KDH.

Giá trị và tốc độ tăng trưởng Lợi nhuận sau thuế ngành Bất động sản

Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

Chú thích: Dữ liệu 98 DN BĐS trên 3 sàn HSX, HNX, UpCom (không gồm VIC)



I. Cập nhật hoạt động kinh doanh Quý 3 và 9 tháng đầu năm 2023

1. Chỉ tiêu tài chính

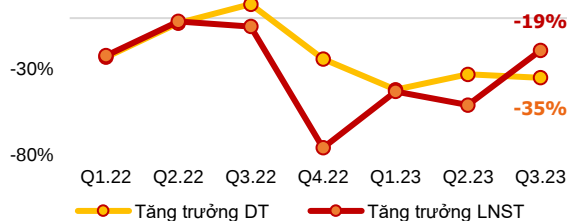
❖ **Kết quả kinh doanh Quý 3 cải thiện tốt hơn nhưng vẫn suy giảm so với cùng kỳ 2022:** Quý 3 tình hình kinh doanh các DN BĐS (trừ VHM) mặc dù đã cải thiện hơn so với 2 quý đầu năm tuy nhiên KQKD tiếp tục suy giảm đáng kể với doanh thu và LNST lần lượt giảm 35% và 19% svck.

❖ **Kết quả kinh doanh 9 tháng 2023 tăng trưởng nhờ VHM.** Thống kê 98 doanh nghiệp BĐS dân cư (không bao gồm VIC) trên ba sàn, tổng doanh thu và LNST 9 tháng đầu năm 2023 lần lượt đạt 142 nghìn tỷ đồng (+ 32% svck) và 40 nghìn tỷ đồng (+21% svck). Mức tăng chủ yếu do kết quả kinh doanh tích cực của VHM. VHM chiếm đến hơn 80% tổng lợi nhuận toàn ngành với LNST đạt 32 nghìn tỷ đồng, tăng 62% chủ yếu nhờ ghi nhận doanh số bán căn thấp tầng dự án Ocean Park 2,3.

❖ **Nếu loại trừ VHM, LNST toàn ngành sụt giảm hơn 42% svck.** Kết quả kinh doanh tiếp tục phân hóa giữa các DN trong ngành. Cụ thể, chỉ một số doanh nghiệp lớn đẩy mạnh bàn giao dự án (chủ yếu là dự án cũ hoặc giai đoạn tiếp của các dự án hiện hữu) là ghi nhận tăng trưởng cao như VRE (+72% svck), SSH (+459% svck), VPI (+22% svck). Đa phần các DN ghi nhận lợi nhuận sụt giảm như DXG (-84% svck), thậm chí là lỗ như NVL (âm 958 tỷ đồng), VCR (âm 282 tỷ).

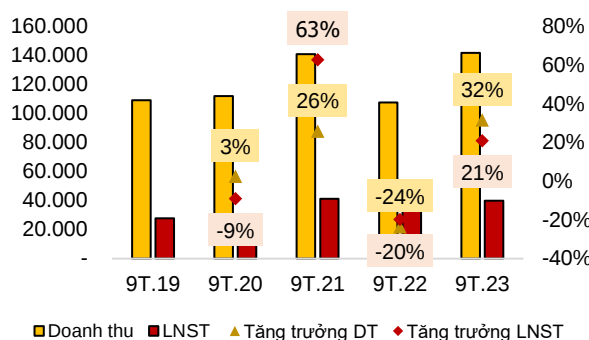
❖ **Trong đó, hoạt động kinh doanh cốt lõi giảm 27% svck:** 9T.2023, EBIT điều chỉnh (LNTT không bao gồm lợi nhuận tài chính, lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết, lợi nhuận khác) đạt 20 nghìn tỷ đồng, giảm 27% svck. Nguyên nhân mức độ sụt giảm EBIT thấp hơn lợi nhuận sau thuế đến từ việc lợi nhuận khác (thoái vốn các nguồn vốn tài chính, đánh giá lại tài sản, lãi từ cho vay, và lợi nhuận phân bổ) của hầu hết DN 2023 giảm mạnh so với 2022. Chỉ một số DN ghi nhận khoản lợi nhuận này giúp KQKD tăng đột biến như NVL, SJS, VC7. Lưu ý đây là những khoản ghi nhận một lần và sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận DN trong tương lai, nhất là các DN quy mô nhỏ không đủ năng lực tài chính. Theo đó, có thể thấy tình hình kinh doanh của các DN BĐS thực tế khó khăn hơn so với số liệu doanh thu, lợi nhuận được công bố.

KQKD ngành BĐS theo quý (% yoy)



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

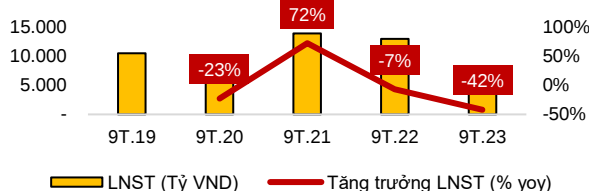
KQKD ngành BĐS 9T.2023



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

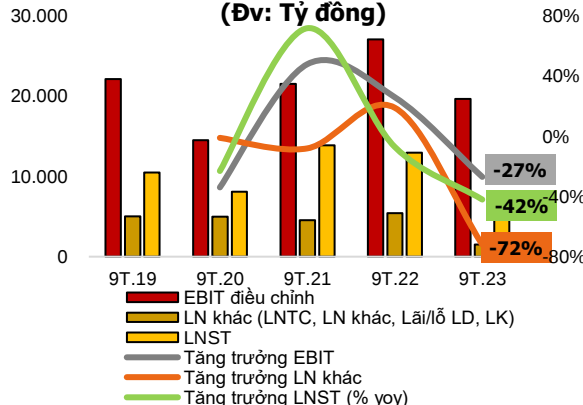
Chú thích: 98 DN BĐS dân cư (không bao gồm VIC)

Tăng trưởng LNST (không bao gồm VHM)



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

Lợi nhuận ngành BĐS 9T.2023 (Đv: Tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research



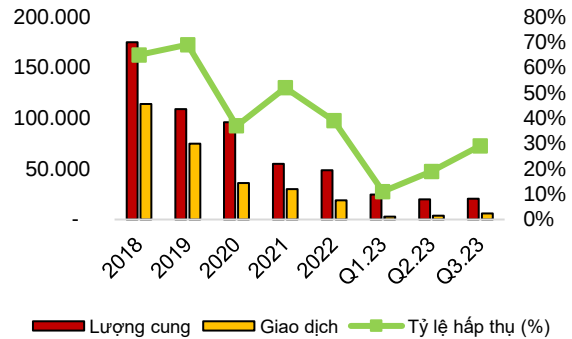
2. Tình hình cung – cầu và giao dịch thị trường

❖ **Nguồn cung mới tăng nhẹ quý 3.** Theo thống kê của Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam (VARs), cả nước ghi nhận 250 dự án nhà ở đang mở bán đạt 20.000 sản phẩm, chỉ tăng nhẹ 3% so với quý 2, và thấp hơn mức 25.000 trong quý 1. Nguồn cung mới chủ yếu tập trung ở khu vực phía Nam, trong đó TP. HCM chiếm tỷ lệ gần 90%. Theo Savills, số lượng mở bán chủ yếu từ các dự án quy mô lớn mở bán giai đoạn kế tiếp với 60% nguồn cung mới đến từ dự án Vinhomes Glory Height. Căn hộ trung cấp và cao cấp chiếm phần lớn lượng mở bán (khoảng 80%) trong khi căn hộ bình dân tiếp tục khan hiếm (7%).

❖ **Thanh khoản thấp nhưng đã có tín hiệu cải thiện:** Lũy kế 9 tháng lượng giao dịch vẫn thấp, chỉ bằng khoảng 50% svck (theo VARs). Nguyên nhân chủ yếu do mất chênh lệch cung – cầu tại nhiều phân khúc như phân khúc bình dân (biểu đồ I.6). Điểm tích cực là lượng giao dịch và tỷ lệ hấp thụ trên thị trường tăng dần theo từng quý. Theo đó, quý 3 thị trường đã ghi nhận gần 6.000 giao dịch, gấp 1,5 lần quý 2 và 2 lần quý 1. Trong đó, 90% giao dịch là căn hộ, chung cư phát triển bởi các chủ đầu tư uy tín. Điều này cho thấy nhu cầu ở thực/đầu tư vẫn lớn khi 60% lượng giao dịch căn hộ ghi nhận là phân khúc chung cư trung cấp. Tâm lý nhà đầu tư đang dần ổn định hơn so với cuối năm 2022 sau khi mặt bằng lãi suất giảm, chủ đầu tư đưa ra nhiều chương trình ưu đãi.

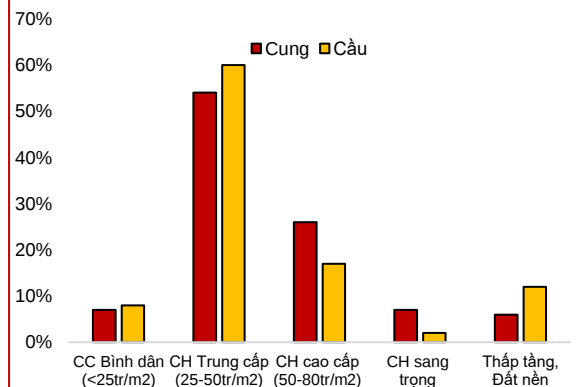
❖ **Cập nhật tình hình bán hàng tại các chủ đầu tư lớn.** 9 tháng 2023, giao dịch khả quan ở các chủ đầu tư lớn như VHM, NLG, KDH với các dự án mở bán giai đoạn kế tiếp/các dự án đầy đủ pháp lý. Theo ghi nhận của Savills, dự án Vinhomes Glory Height bán được hơn trên 60% tổng 3.200 căn mở bán. Kết quả bán hàng của NLG cải thiện hơn trong Quý 3, với tổng giá trị hợp đồng đạt hơn 900 tỷ đồng, tăng hơn 43% so với quý 2. Điều này nhờ bàn giao dự án mới AK NEO – Akari City với tỷ lệ hấp thụ cao (ước 50%). Các dự án Southgate, Mizuki Park cũng ghi nhận doanh số bán hàng duy trì ổn định. Lượng người mua trả trước của NLG cũng gia tăng nhẹ so cùng kỳ từ các dự án Izumi City, Akari. Ngoại trừ các DN lớn, tiến độ bán hàng của nhóm DN BĐS còn lại vẫn chậm khi lượng hàng tồn kho tăng cao, gấp 4 lần so với người mua trả trước.

Nguồn cung và giao dịch nhà ở giai đoạn 2018 - 2023



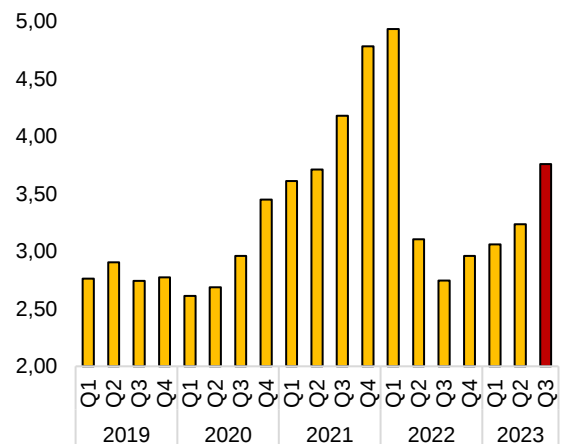
Nguồn: Bộ Xây dựng, VARs, Agriseco Research

Cơ cấu nguồn cung và lượng giao dịch theo phân khúc Quý 3.2023



Nguồn: VARs, Agriseco Research

Hàng tồn kho/người mua trả trước nhóm Bất động sản



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research
Chú thích: 98 DN BĐS (không gồm VIC, VHM)



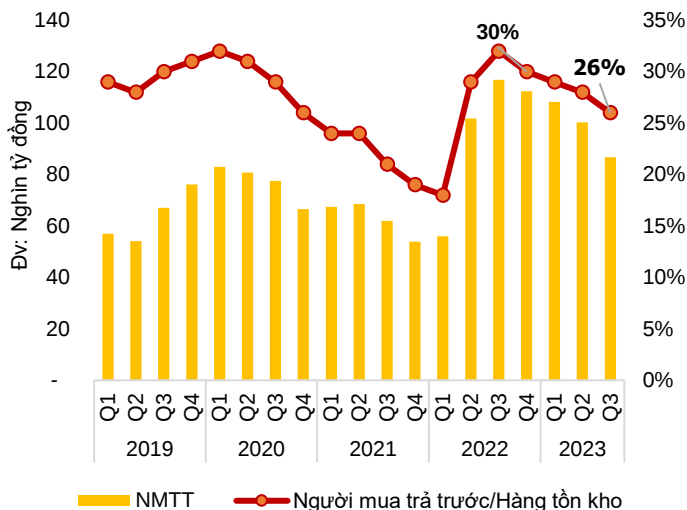
CHỨNG KHOÁN AGRIBANK

AGRISECO INSIGHT REPORT

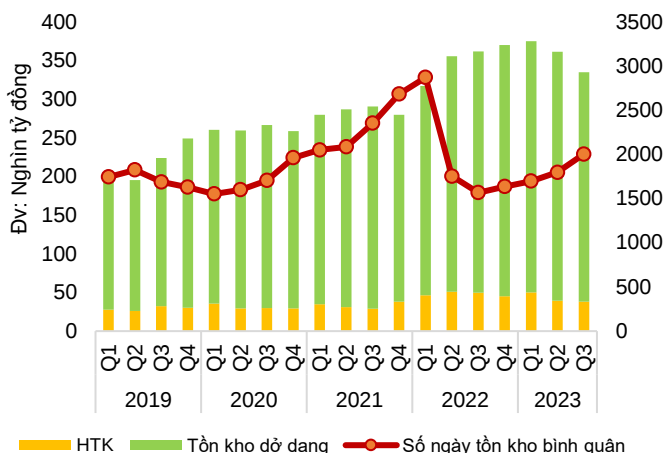
Ngày 28 tháng 12 năm 2023

❖ Nguồn thu “của để dành” giảm trong khi hàng tồn kho tiếp tục tăng cao

Người mua trả trước/hàng tồn kho



Tồn kho dở dang/Hàng tồn kho và Số ngày tồn kho bình quân



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research
 Chú thích: 98 DN BĐS (không gồm VIC)

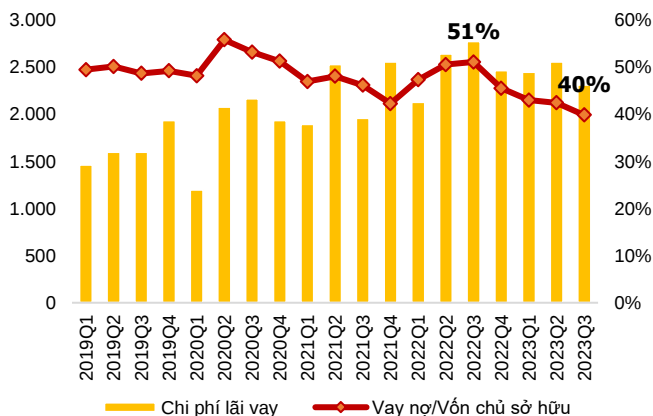
- **Lượng người mua trả trước giảm so với đầu năm.** Tính đến thời điểm 30/9/2023, tổng số tiền người mua trả trước của các DN trên sàn (không bao gồm VIC) là khoảng 87 nghìn tỷ đồng, giảm 20% so với đầu năm. Các khoản tiền này sẽ được ghi nhận vào KQKD khi bàn giao sản phẩm và là nguồn thu trong tương lai của doanh nghiệp. Mặc dù vậy, tỷ lệ giữa người mua trả trước và hàng tồn kho vẫn đang suy giảm 4 quý liên tiếp từ mức 30% đầu năm xuống còn 26% vào cuối quý 3 (ngoại trừ thời điểm Covid). Số liệu giảm trên sẽ làm giảm động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2024.
- **Quy mô hàng tồn kho đang ở vùng cao so với bình quân giai đoạn 2019 - 2022, hầu hết là các dự án dở dang:** Thời điểm 30/9/2023, giá trị tồn kho ngành đạt 335 nghìn tỷ đồng. Trong đó, có đến gần 90% là những khoản tồn kho dở dang. Quy mô hàng tồn kho tiếp tục tăng hơn 16% so với mức bình quân 4 năm từ năm 2019 cho thấy quá trình bán hàng của doanh nghiệp vẫn chưa cải thiện.

II. Cập nhật sức khỏe tài chính

1. Tình hình vay nợ thống kê DN BĐS trên sàn

- ❖ Tổng giá trị vay nợ tính đến cuối quý 3 đạt 183 nghìn tỷ đồng, giảm 4% so với cuối năm 2022. Mức độ sử dụng đòn bẩy đã giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua. Tỷ lệ Nợ vay trên Vốn chủ liên tục giảm từ mức 51% cuối Q3.2022 xuống 40% vào thời điểm Q3.2023. Các doanh nghiệp đang tái cấu trúc các khoản nợ vay đến hạn và trả chi phí lãi vay trong bối cảnh lãi suất cho vay bình quân đã giảm 2-3% so với đầu năm.

Tình hình nợ vay của DN BĐS (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research



CHỨNG KHOÁN AGRIBANK

AGRISECO INSIGHT REPORT

Ngày 28 tháng 12 năm 2023

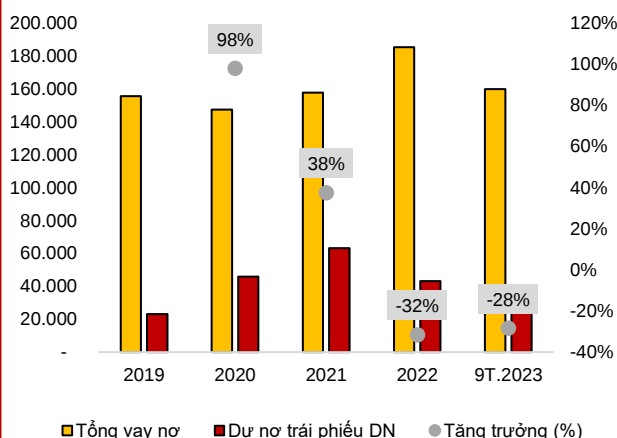
❖ Đối với các khoản vay thông qua trái phiếu doanh nghiệp, dư nợ TPDN tính đến 30/9/2023 giảm đáng kể về mức 31 nghìn tỷ đồng (giảm khoảng 30% so với đầu năm). Nhiều doanh nghiệp đã không phát hành được trái phiếu mới trước diễn biến không thuận lợi của thị trường tài chính trong và ngoài nước. Bên cạnh đó, nhiều khoản trái phiếu đáo hạn chuyển sang vay ngắn hạn. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp vẫn còn dư nợ trái phiếu lớn như NVL, VHM, DXG. Với các doanh nghiệp có tình hình kinh doanh chưa cải thiện, gặp khó khăn về dòng tiền, đây sẽ là áp lực khi các khoản trái phiếu này đến hạn.

2. Khả năng trả nợ chưa cải thiện

❖ **Áp lực thanh khoản ngắn hạn:** Hệ số thanh toán ngắn hạn cuối quý 3 ở mức 13%. Tỷ lệ này tiếp tục duy trì ở mức thấp nhất trong giai đoạn 2021 - 2023. Nhiều doanh nghiệp vẫn gặp khó khăn trong việc trả các khoản nợ đến hạn khi tình hình kinh doanh bất động sản ảm đạm, dự án không bán được hàng và không có tiền trả nợ ngay. Theo đó, tình trạng doanh nghiệp xin giãn, hoãn nợ hoặc vay thêm để đảo nợ đang gia tăng.

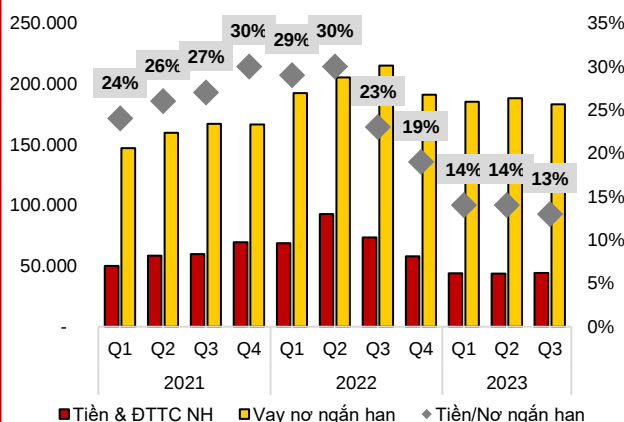
❖ **Áp lực trái phiếu doanh nghiệp:** Theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), lượng trái phiếu đáo hạn của nhóm DN BĐS trong Q4 ước khoảng 25 nghìn tỷ đồng. NĐ08 sửa đổi quy định về giãn, hoãn thời gian thanh toán trái phiếu đã phần nào giúp giảm DN BĐS giảm bớt áp lực trả nợ trong ngắn hạn. Tuy nhiên, áp lực trả nợ sẽ dần sang các năm tiếp theo. Theo dữ liệu của HNX, tháng 12 tới, lượng trái phiếu đáo hạn của các DN BĐS niêm yết trên 12 nghìn tỷ đồng, chiếm 50% tổng lượng TPDH toàn ngành. Trong đó gồm các DN: NVL, VIC, NRC, HTN, CRE, HPX, LDG, DXG. Mặc dù các chủ đầu tư đang nỗ lực tái cấu trúc, đàm phán gia hạn nợ, nhiều DN vẫn gặp khó khăn trong việc thanh toán đúng hạn. Cụ thể, NVL đã thông báo chậm trả gốc, lãi vay gần 6.000 tỷ đồng. Hải Phát, Danh Khôi hay Đất Xanh cũng ghi nhận tình trạng trả chậm lãi trái phiếu trong nhiều kỳ.

Dư nợ trái phiếu DN BĐS (Đv: tỷ đồng)



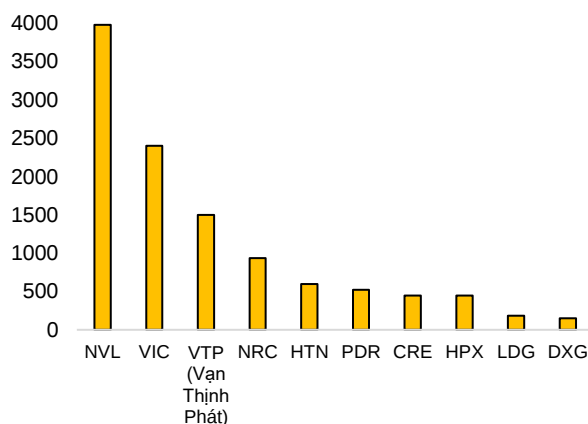
Nguồn: BCTC, Agriseco Research

Áp lực thanh khoản ngắn hạn (Đv: tỷ đồng)



Nguồn: BCTC, Agriseco Research

Giá trị trái phiếu đáo hạn tháng 12 (Đv: tỷ đồng)



Nguồn: Cbonds, Agriseco Research tổng hợp



III. Triển vọng năm 2024

1. Các tín hiệu cho thị trường bất động sản

Tín hiệu tích cực	Tác động đến thị trường
Lãi suất cho vay giảm 2-3% so với đầu năm	Tích cực đối với chủ đầu tư và người mua nhà. Chủ đầu tư và người mua nhà có thể tiếp cận vốn vay. Đối với chủ đầu tư, giảm bớt gánh nặng trả nợ và kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ dự án cải thiện
Các chủ đầu tư bắt đầu bán hàng trở lại với giá hợp lý và chính sách ưu đãi	Nguồn cung căn hộ trung cấp, bình dân hay nhà ở xã hội cải thiện kích thích nhu cầu mua nhà của người dân với các chính sách ưu đãi sẽ giúp thu hẹp chênh lệch cung – cầu trên thị trường
Thanh khoản cải thiện ở phân khúc căn hộ trung cấp, bình dân nội đô	Nhu cầu nhà ở thực vẫn lớn giúp phân khúc căn hộ nội đô có thể phục hồi trước so với các nhóm khác. Các chủ đầu tư phân khúc này kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ phục hồi sớm hơn
Các chính sách mới được ban hành	Hai bộ luật Nhà ở và Kinh doanh bất động sản sửa đổi kỳ vọng giúp thị trường bất động sản minh bạch hơn; phát triển thị trường nhà ở xã hội và bảo vệ lợi ích người mua nhà
Các DN BĐS tái cấu trúc nợ giảm bớt áp lực về tài chính	Giảm thiểu rủi ro vỡ nợ của các doanh nghiệp bất động sản.

Tín hiệu tiêu cực	Tác động đến thị trường
Sức cầu mua nhà hồi phục chậm	Ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của các doanh nghiệp
Số dư người mua trả trước giảm	Tổng số tiền người mua trả trước của các doanh nghiệp trên sàn giảm ảnh hưởng triển vọng lợi nhuận doanh nghiệp trong năm 2024
Tổng giá trị dư nợ trái phiếu vẫn còn lớn	Áp lực tái cơ cấu nợ đối với các doanh nghiệp BĐS có dòng tiền (kinh doanh/tài chính) yếu và tỷ lệ nợ xấu của nhóm bất động sản khả năng tiếp tục gia tăng

Nguồn: Agriseco Research tổng hợp



2. Các dự án lớn sẽ được bàn giao từ năm 2024

Theo ghi nhận của chúng tôi, trong năm 2024 sẽ có một số dự án lớn sẽ được bàn giao và giúp các chủ đầu tư ghi nhận kết quả kinh doanh. Một số dự án tiêu biểu như sau:

1. Vinhomes Ocean Park 2 – Hưng Yên

- Chủ đầu tư: VHM
- Quy mô: 460ha
- Sản phẩm: 24 tòa căn hộ và 12.841 căn nhà ở thấp tầng
- Tổng giá trị đầu tư: 38.000 tỷ đồng
- Tiến độ: Đã mở bán từ 2019, bán buôn 100% chung cư, thấp tầng: tỷ lệ lấp đầy 70%. Dự kiến bàn giao từ Q4.2023

2. Vinhomes Ocean Park 3 – Hưng Yên

- Chủ đầu tư: VHM
- Quy mô: 294ha
- Sản phẩm: 10 tòa căn hộ và 8.500 căn thấp tầng
- Tổng giá trị đầu tư: 32.000 tỷ đồng
- Tiến độ: Đang thi công và mở bán từ 2022. Bán buôn 100% chung cư, thấp tầng: tỷ lệ hấp thụ đạt 24% thấp tầng. Dự kiến bàn giao từ 2024

3. Vinhomes Golden Avenue – Quảng Ninh

- Chủ đầu tư: VHM
- Quy mô: 116ha
- Sản phẩm: Gồm 3 phân khu với tổng 2.322 căn thấp tầng (New York, Paris, Tokyo)
- Tiến độ: Đang thi công và mở bán phân khu New York (746 căn) từ Q3.2023, tỷ lệ hấp thụ 30 - 40 căn. Dự kiến bàn giao từ Q1.2024

4. Izumi City GD2 – Đồng Nai

- Chủ đầu tư: NLG
- Quy mô: 170ha
- Sản phẩm: 3.691 căn Valora và 3.215 căn Flora
- Tổng giá trị đầu tư: 9.200 tỷ đồng
- Tiến độ: Đã mở bán sản phẩm Valora từ 2022. Dự kiến bàn giao Valora từ Q4.2023

5. Southgate (Waterpoint GD1) – Long An

- Chủ đầu tư: NLG
- Quy mô: 165ha
- Sản phẩm: 2.174 căn Valora; 4.300 căn Flora; 1.400 căn Ehome gồm 7 tòa
- Tiến độ: Đã bán và bàn giao 60% phân khúc Valora. Đối với dự án Ehome đã bàn giao được 4 tòa, đang tiếp tục mở bán 3 tòa A1, A2, B1 tổng 780 căn, trong đó đã bán sỉ tòa A2 cho tập đoàn Khai Sáng

6. Akari City – TP. HCM

- Chủ đầu tư: NLG
- Quy mô: 8,5ha
- Sản phẩm: 5.000 căn chung cư 14 tòa AK.
- Tổng giá trị đầu tư: 8.000 tỷ đồng
- Tiến độ: Đang triển khai xây dựng và mở bán GD2 1.609 căn gồm 4 tòa AK7,8,9 và AK Neo (AK10) với tỷ lệ hấp thụ trên 70%. Dự kiến bàn giao AK7,8,9 và AK NEO từ Q3 và Q4.2024

7. Mizuri Park – TP. HCM

- Chủ đầu tư: NLG, NNR, HHP
- Quy mô: 26ha
- Sản phẩm: 4.677 căn hộ Flora Panorama và 170 căn nhà phố, biệt thự Valora
- Tiến độ: Đã bàn giao Flora MP6-7-8 từ cuối 2022 và bàn giao Flora 9-10 từ Q3.2023. Dự kiến tiếp tục bàn giao Flora Panorama và biệt thự từ Q4.2023



CHỨNG KHOÁN AGRIBANK

AGRISECO INSIGHT REPORT

Ngày 28 tháng 12 năm 2023

3. Các yếu tố tích cực - Kỳ vọng tháo gỡ ba nút thắt “Pháp lý – Vốn – Thanh khoản”

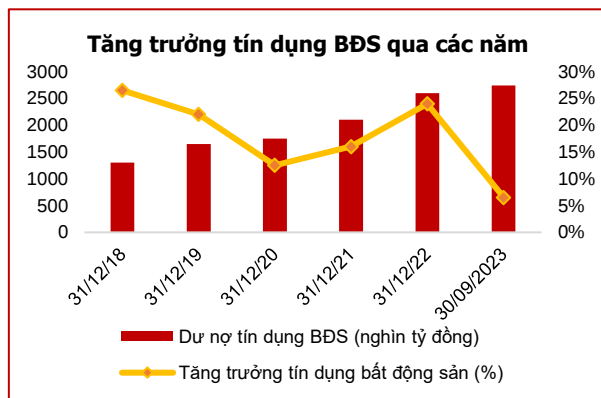
❖ **Chính sách pháp lý kỳ vọng giảm thiểu khó khăn cho thị trường bất động sản:** Thị trường BĐS đang chờ đợi việc sửa đổi ba bộ luật quan trọng Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh bất động sản dự kiến có hiệu lực từ đầu năm 2025. Theo đó, AgriseCO Research kỳ vọng việc triển khai các bộ Luật sửa đổi sẽ tháo gỡ các khó khăn về pháp lý, nguồn vốn cho các dự án, cân đối cung – cầu, thúc đẩy phân khúc nhà ở gắn với nhu cầu thực của thị trường sau giai đoạn bị ảnh hưởng bởi vụ việc Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát.

❖ **Nguồn vốn kỳ vọng được khơi thông:** Việc khơi thông các nguồn vốn vay tín dụng, trái phiếu đang được đẩy nhanh. Vốn tín dụng cho vay bất động sản đã và sẽ được đẩy mạnh trong thời gian tới nhờ (1) lãi suất cho vay cả cũ lẫn mới đã giảm về mặt bằng giai đoạn 2019; (2) ngân hàng triển khai các gói tín dụng ưu đãi. Các giải pháp dự kiến sẽ tăng khả năng tiếp cận vốn tín dụng cho người mua nhà/các chủ đầu tư. Bên cạnh đó, huy động vốn từ trái phiếu kỳ vọng tích cực hơn sau khi NĐ65 sửa đổi về đàm phán gia hạn thanh toán trái phiếu được ban hành và sàn giao dịch TPDN riêng lẻ đi vào hoạt động. Theo ước tính của chúng tôi, giá trị phát hành trái phiếu bất động sản trong giai đoạn cuối năm tăng gấp 3 lần svck 2022, chủ yếu đến từ nhóm Vingroup, Nam Long. Những tín hiệu này sẽ giúp doanh nghiệp huy động thêm nguồn vốn triển khai xây dựng, mở bán dự án; cải thiện tâm lý nhà đầu tư và thị trường BĐS khởi sắc trở lại.

❖ **Thanh khoản cải thiện ở phân khúc căn hộ:** Việc nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ có xu hướng phục hồi dần, các dự án nhà ở xã hội gia tăng cũng là các tín hiệu giúp thanh khoản thị trường cải thiện hơn qua những nỗ lực từ phía Chính phủ, chủ đầu tư, người mua nhà.

❖ **Sự phát triển cơ sở hạ tầng kỳ vọng hỗ trợ phục hồi thị trường Bất động sản:** Việc đẩy nhanh phát triển các dự án cơ sở hạ tầng kỳ vọng sẽ giúp gia tăng giá trị các dự án bất động sản nằm gần các dự án đầu tư công. Chúng tôi đánh giá các khu vực tiềm năng thu hút dòng vốn đầu tư sau khi hoàn thiện các đại dự án cao tốc Bắc Nam, sân bay Long Thành v.v gồm: TP. HCM, Vũng Tàu, Đồng Nai, Long An, Hải Phòng, Quảng Ninh, Hưng Yên, Bắc Ninh. Các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn vị trí nằm gần các dự án có thể hưởng lợi như VHM, NLG, KDH, DXG, HDC, VPI, NVL, PDR, DIG.

Luật	Nội dung mới
Nhà ở	Cho phép sổ hồng với căn hộ chung cư mini; Không quy định thời hạn sở hữu chung cư; Tổng Liên đoàn Lao động được xây NOXH; bãi bỏ "điều kiện cư trú" trong quy định hưởng chính sách hỗ trợ NOXH; "chuẩn hóa" quy trình, thủ tục đầu tư xây dựng dự án nhà ở
KD BĐS	Cho phép người Việt Nam ở nước ngoài có quyền kinh doanh BĐS; doanh nghiệp KD BĐS phải giao dịch qua ngân hàng; CĐT chỉ được thu tiền cọc tối đa 5% giá bán; không thu quá 95% giá trị hợp đồng nếu chưa cấp sổ; siết chặt phân lô, bán nền; khuyến khích giao dịch qua sàn thay vì bắt buộc.
Đất Đai	Kỳ họp sau (Dự kiến tháng 1-2024)



Nguồn: SBV, AgriseCO Research tổng hợp

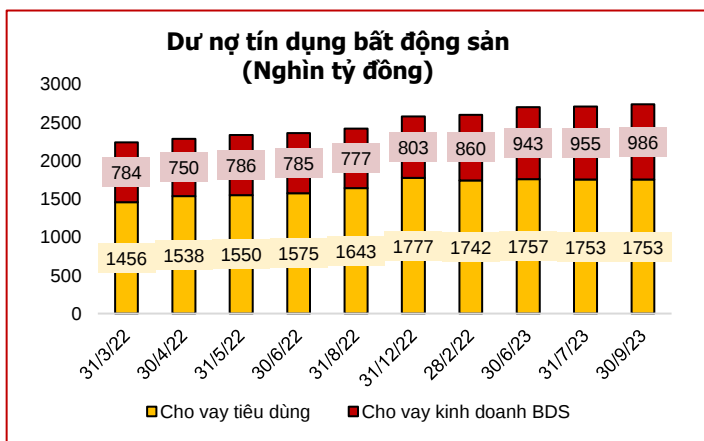
Hình: Cơ sở hạ tầng khu vực Bắc và Nam



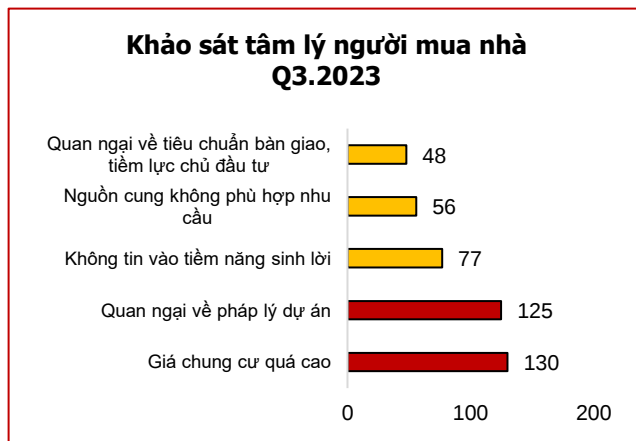
Nguồn: AgriseCO Research tổng hợp

4. Các yếu tố khó khăn

❖ **Sức cầu tiêu dùng bất động sản đang hồi phục nhưng vẫn chậm hơn kỳ vọng:** Theo dữ liệu của NHNN, dư nợ tín dụng cho hoạt động tiêu dùng bất động sản (cho cá nhân mua nhà vay) xu hướng giảm về quy mô lẫn tỷ trọng. Cụ thể, tính đến 30/09/2023, dư nợ cho vay mục đích tiêu dùng đạt 1.753 nghìn tỷ đồng, giảm gần 4% so với cuối năm 2022. Một trong những nguyên nhân chính đến từ tâm lý của người mua nhà vẫn quan ngại về chính sách pháp lý và giá chung cư quá cao so với khả năng tài chính của người mua.

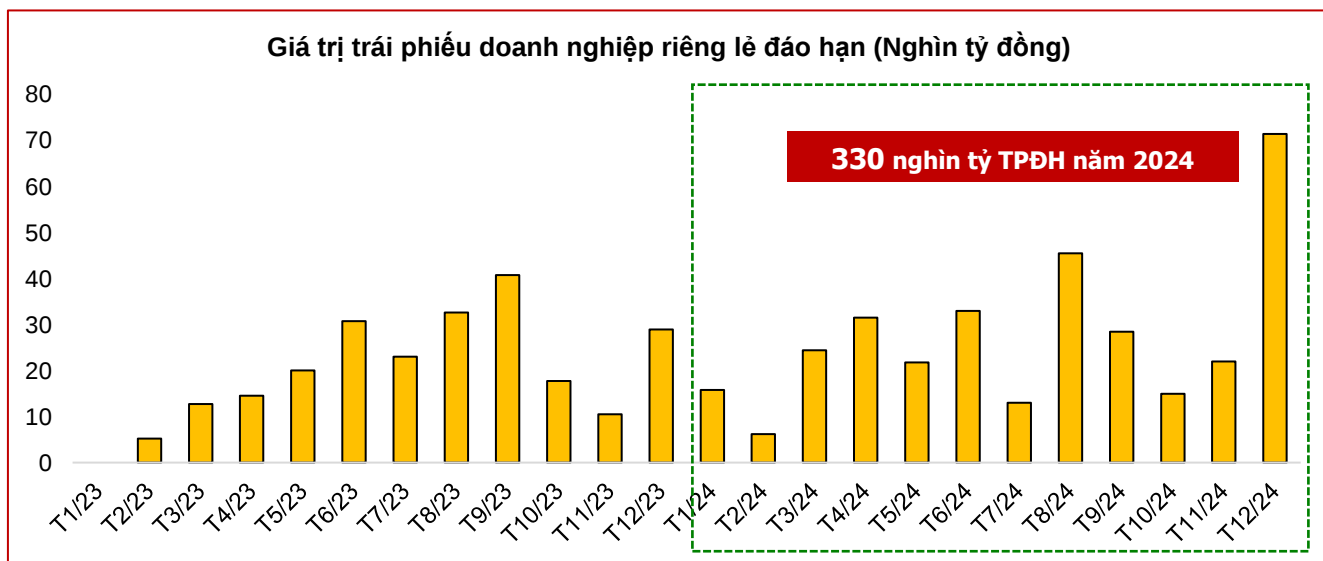


Nguồn: SBV, Agriseco Research tổng hợp



Nguồn: Batdongsan.com, Agriseco Research

❖ **Áp lực thanh toán trái phiếu đáo hạn vẫn lớn, tỷ lệ nợ xấu ngân hàng xu hướng gia tăng:** Theo thống kê của chúng tôi, giá trị trái phiếu đáo hạn trong năm 2024 ước tính khoảng 330 nghìn tỷ đồng. Quy mô trái phiếu đáo hạn cao hơn khoảng 20% so với năm 2023 và tập trung nhiều ở giai đoạn nửa cuối năm 2024. Trong khi năm 2023 số doanh nghiệp BĐS chậm trả thanh toán gốc và lãi trái phiếu gia tăng (ước tính từ 21 doanh nghiệp Q1.2023 lên 100 doanh nghiệp Q4.2023). Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ xấu của lĩnh vực BĐS đang gia tăng so với thời điểm cuối năm 2022 (thời điểm 31/12/2022 là 1,72%, nhưng đến tháng 9/2023 là 2,89%) phản ánh các khó khăn thực tại của doanh nghiệp BĐS là thiếu vốn để trả nợ và triển khai dự án.

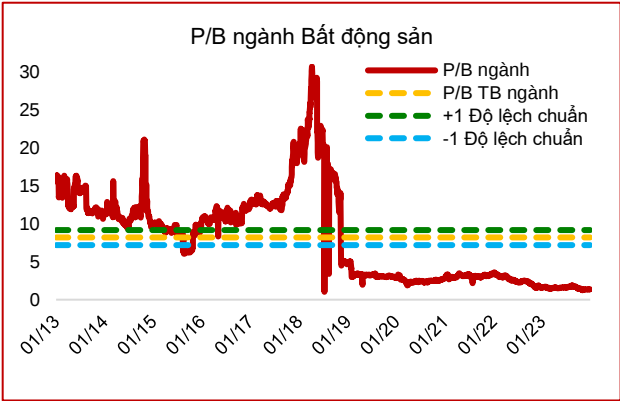


Nguồn: VBMA, HoREA, Agriseco Research tổng hợp

IV. Đánh giá chung về triển vọng ngành và thị trường thời gian tới

1. Nhận xét mặt bằng giá cổ phiếu

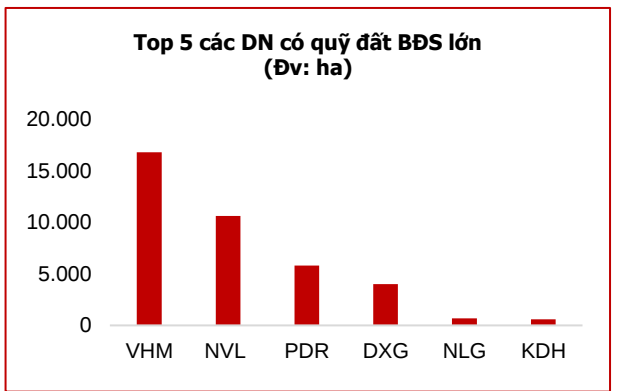
Mặt bằng trung bình định giá nhóm Bất động sản đang giao dịch ở mức P/B 1,3x lần so với mức 8,1x lần bình quân 10 năm qua. Mặt bằng định giá giảm chủ yếu đến từ đợt sụt giảm mạnh trong quý 4 năm 2020 và giá cổ phiếu chưa hồi phục lại vùng giá như cũ. Tuy nhiên điều này không hàm ý việc mặt bằng giá cổ phiếu BĐS đang ở vùng hấp dẫn khi hầu hết đã tăng giá từ đầu năm trong khi KQKD sụt giảm và bối cảnh ngành còn rất nhiều khó khăn. Mặt tích cực vẫn có một số cổ phiếu của những doanh nghiệp có quỹ đất và năng lực triển khai dự án tốt đang ở vùng định giá phù hợp, là cơ hội để nhà đầu tư xem xét lựa chọn giải ngân và nắm giữ trong trung và dài hạn (tham khảo trang sau).



Nguồn: Fiiopro, Agriseco Research

Đánh giá chung:

Theo quan điểm của Agriseco Research, thị trường bất động sản vẫn khó khăn trong năm 2024 và bắt đầu khởi sắc hơn từ nửa cuối năm 2024 khi các nút thắt Pháp lý – Vốn – Thanh khoản dần được tháo gỡ (1) Vốn tín dụng cho vay mua nhà tăng trưởng trở lại; (2) Các bộ Luật: Luật Kinh doanh bất động sản, Luật Nhà ở và Luật Đất đai (sửa đổi) sẽ có hiệu lực từ đầu năm 2025; (3) Lượng giao dịch mua nhà và giá bán/cho thuê nhà kỳ vọng tiếp tục tăng theo từng quý và cao hơn so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng phục hồi sẽ phân hóa. Các phân khúc căn hộ nhu cầu ở thực quanh nội đô hoặc ven trung tâm có vị trí và cơ sở hạ tầng phát triển sẽ hồi phục sớm hơn do nhu cầu vẫn lớn. Các phân khúc biệt thự, nghỉ dưỡng vẫn sẽ khó khăn trong năm tới.



Nguồn: Fiiopro, Agriseco Research

Nhìn chung lợi nhuận của DN BĐS niêm yết dự kiến vẫn kém tích cực năm 2023, một số doanh nghiệp vẫn ghi nhận lợi nhuận tích cực. Tình hình bán hàng sẽ khởi sắc hơn trong giai đoạn 2024 và 2025 nhờ (1) Các dự án BĐS hầu hết được bàn giao trong 2 năm tới; (2) Kinh tế dần hồi phục cùng việc hồi phục chi tiêu của các nhà đầu tư khi chính sách tháo gỡ khó khăn dần thấm thấu. Tuy nhiên, KQKD năm 2024 có thể khó tăng trưởng đột biến do tiến độ và khả năng hấp thụ chậm của nền kinh tế. Đây là năm bản lề cho quá trình hồi phục của toàn ngành.



Nguồn: Datxanh Feri

Do đó, chúng tôi nâng quan điểm từ **Thận trọng** lên **Trung lập** đối với ngành bất động sản. Nhà đầu tư nên cân nhắc đánh giá và chọn lọc cổ phiếu BĐS có quỹ đất lớn đang ở giai đoạn bàn giao; tập trung phân khúc nhà ở bình dân, trung cấp ở nội đô, ven trung tâm; năng lực triển khai bán hàng và xoay chuyển tốt; và giữ được vị thế trong bối cảnh kinh tế suy giảm, bất động sản khó khăn.



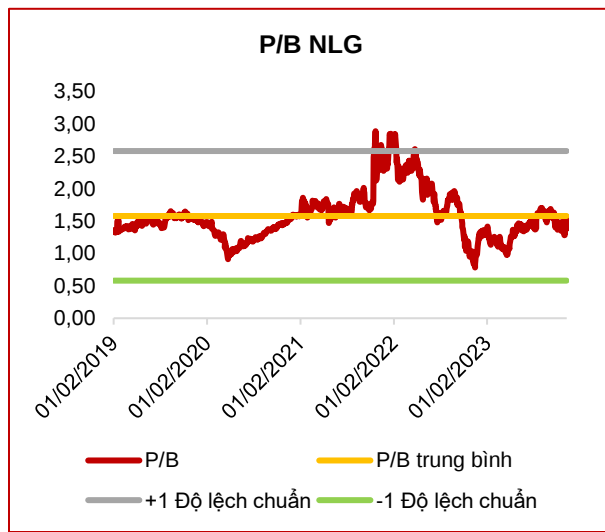
2. Các cơ hội đầu tư

Agriseco Research chọn lọc các doanh nghiệp với tiêu chí: (1) Tình hình tài chính lành mạnh, an toàn; (2) Sở hữu các dự án có vị trí thuận lợi hưởng lợi từ đầu tư công; (3) Khả năng triển khai dự án tốt và đã được chứng minh trong quá khứ; (4) Hầu hết dự án đã được tính tiền sử dụng đất và hoàn thiện nghĩa vụ tài chính, tránh rủi ro về việc tăng chi phí đầu tư khi thay đổi chính sách giá đất theo thị trường; (5) Có mức định giá phù hợp và hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng KQKD trong tương lai.

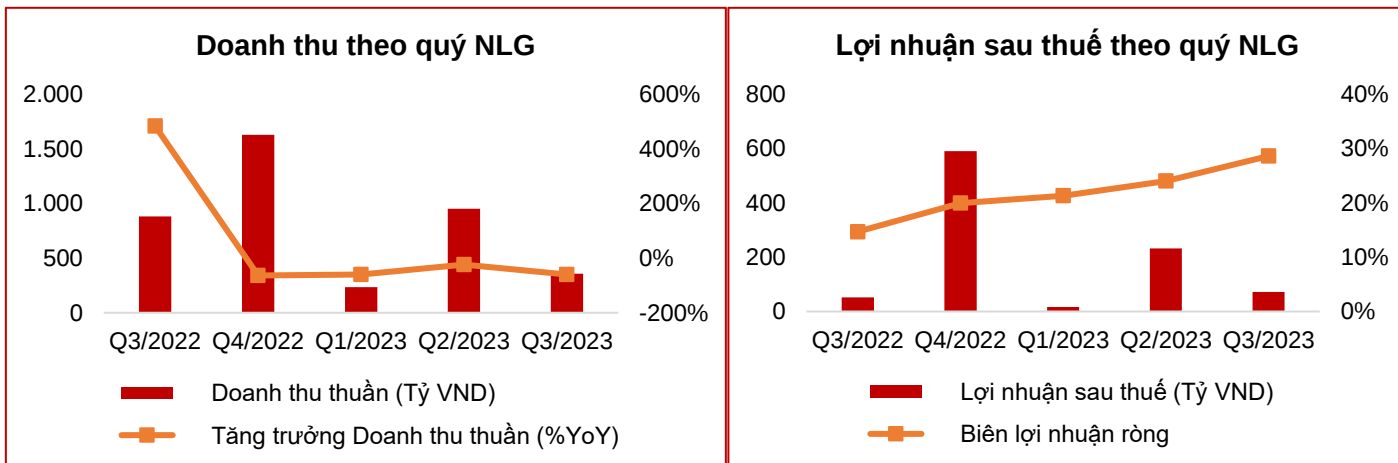
NAM LONG (HSX: NLG) – KHẢ QUAN – TẬP TRUNG PHÂN KHÚC TRUNG CẤP, VỪA TÚI TIỀN

Giá mục tiêu: 40.000đ/cp

- Nam Long là doanh nghiệp bất động sản có danh mục dự án chất lượng với tổng quỹ đất 685ha. Các dự án của NLG đều có vị trí đặc địa nằm tại các tỉnh thành vùng ven thu hút đầu tư hiện nay như Bình Chánh, Thủ Đức (Tp.HCM), Long An, Cần Thơ, Đồng Nai và Hải Phòng.
- Tiến độ bán hàng cải thiện: Các dự án NLG đã mở bán trong năm 2023 đã ghi nhận doanh số bán khả quan. Điển hình, trong tháng 10 và tháng 11 doanh số bán nhà tại 2 dự án Akari City và Southgate đã gần bằng 70% kết quả thực hiện trong 9 tháng đầu năm. Hầu hết các dự án đều thuộc phân khúc căn hộ bình dân và nhà ở xã hội với giá bán hợp lý. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tiếp tục phục hồi trong thời gian tới khi NLG mở bán thêm sản phẩm mới phù hợp nhu cầu ở thực.
- Triển vọng KQKD năm 2024: Doanh thu và lợi nhuận của NLG dự kiến sẽ được đóng góp nhờ các dự án mở bán gồm: South Gate, Mizuki Park 2&3, Akari City, Ehomes Cần Thơ. Lợi nhuận sau thuế 2024 dự kiến tăng nhờ lãi tài chính từ công ty liên doanh khi ghi nhận doanh thu bán dự án Mizuki và bàn giao 25% dự án Paragon cho đối tác Nhật.
- Tiềm năng phát triển trong trung và dài hạn: NLG với quỹ đất lớn gần 700ha, chủ yếu nằm tại các tỉnh tiềm năng TP.HCM, Đồng Nai, Long An, Hải Phòng đi kèm các quy hoạch phát triển trọng điểm (cơ chế đặc thù Cần Thơ, cao tốc Long Thành). Hầu hết các dự án đã có pháp lý, đang xây dựng và chuẩn bị mở bán trong 2-3 năm tới, điều này sẽ giúp duy trì tăng trưởng bền vững.



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

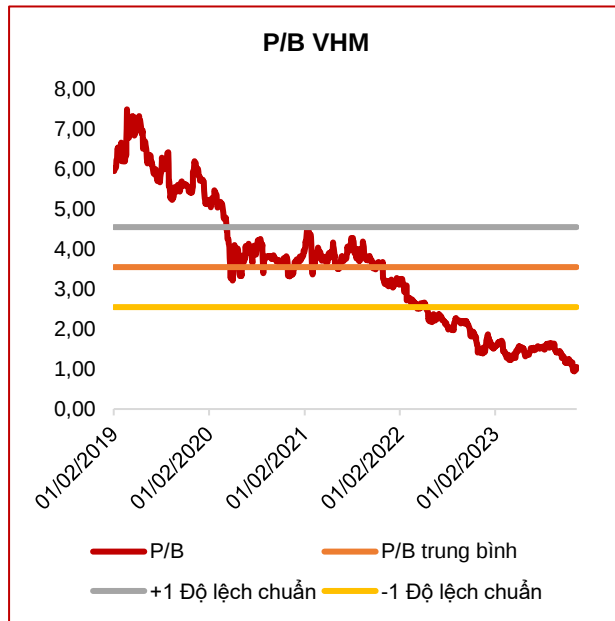
**VINHOMES (HSX: VHM) – KHẢ QUAN – LỢI THẾ QUỸ ĐẤT LỚN ĐẦU NGÀNH****Giá mục tiêu: 60.000đ/cp**

VHM có quỹ đất lớn nhất trong các DN BDS niêm yết hiện nay với tổng diện tích đất gần 17.000ha trải dài từ Bắc vào Nam. VHM có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn khi có tài chính lành mạnh, vị trí quỹ đất tiềm năng và vị thế lớn trong ngành. Trong bối cảnh khó khăn, VHM vẫn đạt KQKD 9 tháng đầu năm tăng trưởng tích cực nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Vinhomes Ocean Park 2 và 3. Chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh 2023 của VHM sẽ tăng trưởng cao nhờ doanh thu bàn giao các dự án thấp tầng tại Vinhomes Ocean Park, Smart City.

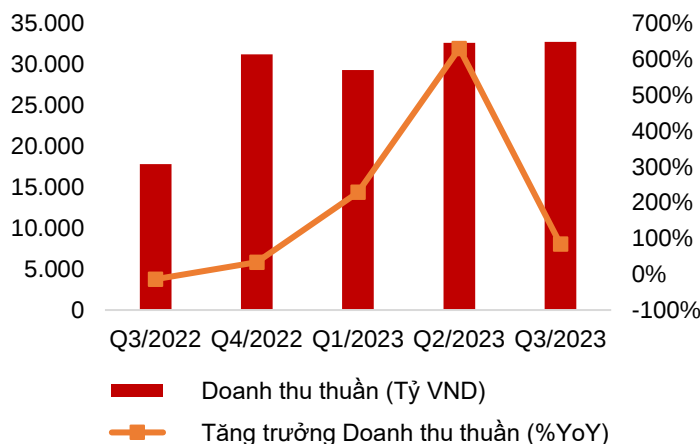
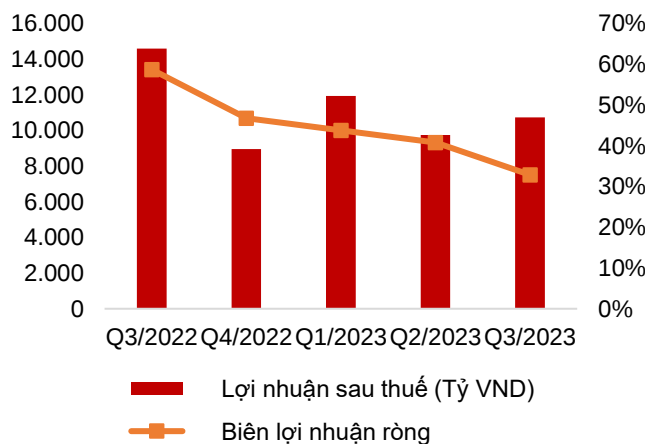
Triển vọng kinh doanh: KQKD 2024 có thể giảm tốc khi tình hình bán hàng chậm lại. Doanh số bán hàng chưa ghi nhận doanh thu tính đến 30/09/2023 là 76.900 tỷ đồng (giảm 38% yoy) trong đó 65% từ bán buôn Ocean Park 2,3 và phần lớn sẽ ghi nhận vào năm 2024. Điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh trong thời gian tới khi thị trường BĐS vẫn tiếp tục khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh doanh khởi sắc dần nhờ mở bán thêm các dự án ở Bắc Giang, Hải Phòng và ba dự án nhà ở xã hội trong hai năm tới.

Tiềm năng dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu: Các dự án của Vinhomes đều có vị trí thuận lợi, đặt tại khu vực tập trung nhiều dự án hạ tầng trọng điểm. Vì vậy mà các sản phẩm của VHM thường thu hút sự quan tâm lớn của khách hàng. Agriseco Research kỳ vọng việc triển khai các dự án Vinhomes Sky Park, Golden Avenue, Vũ Yên sẽ tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2024-2025. Đồng thời, VHM sẽ tập trung đẩy mạnh phát triển 3 dự án nhà ở xã hội tại Thanh Hóa, Hải Phòng, Quảng Trị cuối năm sẽ hỗ trợ doanh số bán hàng của VHM thời gian tới.

Định giá hấp dẫn: VHM đang giao dịch P/B ở mức 1,0x – thấp nhất lịch sử. Đây có thể là thời điểm thích hợp để đầu tư nắm giữ trung hạn với một cổ phiếu đầu ngành và tiềm năng tăng trưởng dài hạn.



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

Doanh thu theo quý VHM**Lợi nhuận sau thuế theo quý VHM**

Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research

**NHÀ KHANG ĐIỀN (HSX: KDH) – KHẢ QUAN – TIỀM NĂNG TỪ QUỸ ĐẤT LỚN TẠI TP.HCM****Giá mục tiêu: 37.000đ/cp**

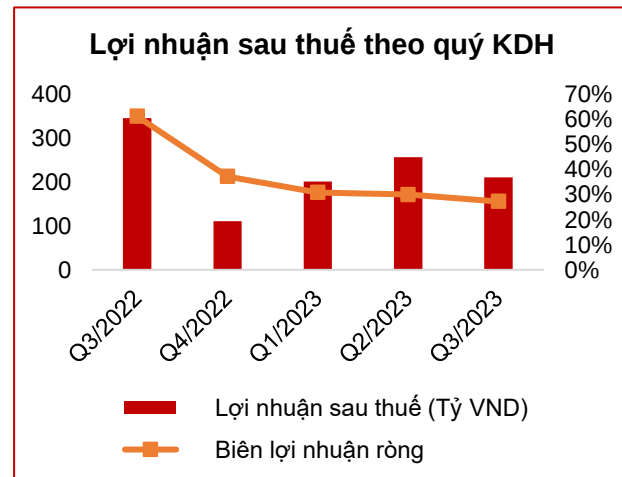
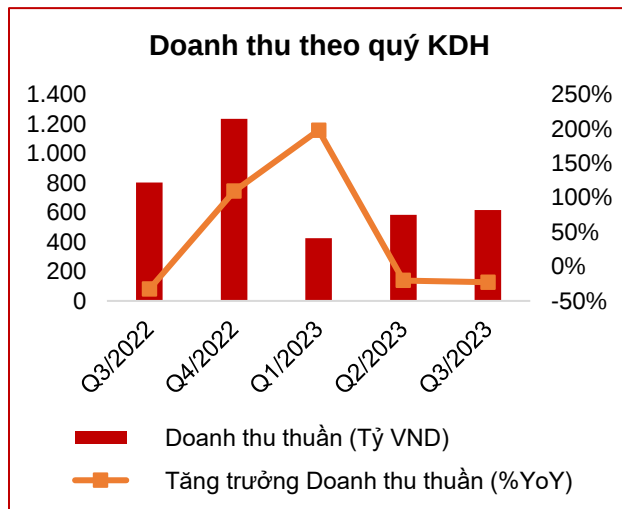
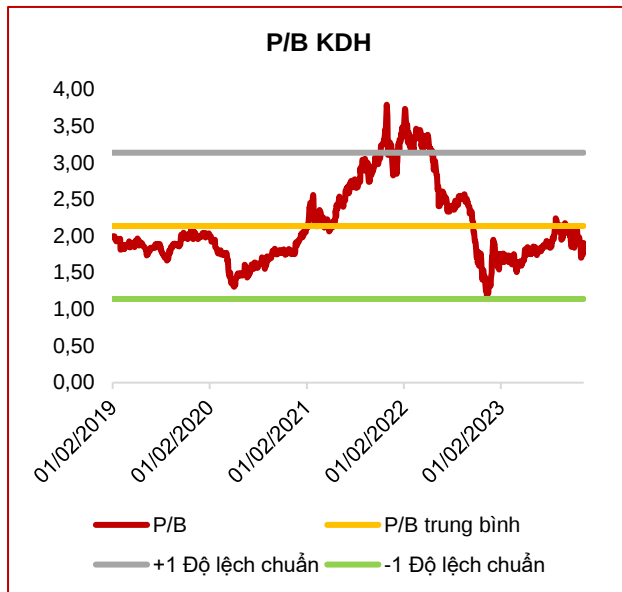
❖ Nhà Khang Điền là một trong những chủ đầu tư BĐS nhà ở phân khúc trung và cao cấp với quỹ đất hơn 600ha tại TP. Hồ Chí Minh. Các dự án bất động sản nằm tại các vị trí tiềm năng phát triển trong dài hạn như khu vực Thủ Đức, Tây Nam thành phố.

❖ Triển vọng kinh doanh 2023 và 2024: Năm 2023, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ giảm so với cùng kỳ do không còn ghi nhận khoản lợi nhuận từ đánh giá lại. Tuy nhiên sang năm 2024 chúng tôi dự báo doanh thu của KDH sẽ tăng trưởng tích cực so với năm 2023 nhờ kỳ vọng doanh số bán hàng tăng tại dự án mới Privia và Clarita. Đầu quý 4, dự án Privia đã có giấy phép chấp thuận bán nhà ở hình thành trong tương lai của 1.043 căn hộ và với vị trí thuận lợi dự án nhận được lượt quan tâm khá lớn.

❖ Hợp tác kinh doanh với Keppel giúp HĐKD phát triển bền vững: KDH và Keppel đã thỏa thuận hợp tác xây dựng 2 dự án Emeria và Clarita tại TP. Thủ Đức với tổng chi phí phát triển là hơn 10.000 tỷ đồng. Các dự án trên đã có quyền sử dụng đất và duyệt quy hoạch. NQ87/NQ-CP về phát triển TP.HCM vừa được ban hành cũng nêu rõ việc thúc đẩy và phát triển quận Thủ Đức trong thời gian tới. Do đó, Agriseco Research cho rằng đây sẽ là các dự án tiềm năng mang lại doanh thu và lợi nhuận cho KDH khi được triển khai bán hàng.

❖ Tình hình tài chính lành mạnh: Tình hình tài chính và cơ cấu vốn của KDH vẫn ở mức an toàn so với ngành. Cuối quý 3/2023, dư nợ vay giảm 1.787 tỷ đồng về mức 4.983 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 0,3x lần một phần nhờ dư nợ vay giảm và vốn chủ sở hữu tăng. do KDH ghi nhận khoản lãi 1.130 tỷ đồng từ thoái vốn hai công ty con là Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên và Bình Trưng mới vào khoản mục lợi sau thuế chưa phân phối. Các khoản nợ trái phiếu chỉ khoảng 1.100 tỷ đồng, chủ yếu đáo hạn năm 2025.

❖ Tiềm năng tăng trưởng lâu dài nhờ chiến lược mở rộng quỹ đất: KDH đang tập trung mở rộng quỹ đất hơn 500ha tại TP. HCM với nhiều dự án tiềm năng như Clarita, Emeria, The Solina, KDC Tân Tạo, KCN Lê Minh Xuân, cụm CN Bình Trưng, Phong Phú 2. Các dự án trên kỳ vọng giúp KDH mở rộng quỹ đất gối đầu đảm bảo cho hoạt động kinh doanh trong các năm tới.



Nguồn: Fiinpro, Agriseco Research



AGRISECO INSIGHT REPORT

Ngày 28 tháng 12 năm 2023

CHƯƠNG TRÌNH ƯU ĐÃI

ƯU ĐÃI TUNG BỪNG, CHÀO MỪNG SINH NHẬT

- ✓ Phí giao dịch **0,1%**;
- ✓ Lãi suất margin ưu đãi **7%/năm**;
- ✓ Thời gian áp dụng: Từ 1/10/2023 đến 31/3/2024;
- ✓ Đối tượng áp dụng: Tất cả khách hàng mở tài khoản chứng khoán từ 01/10/2023 đến 31/12/2023

GÓI SẢN PHẨM VAY MARGIN T+10

- ✓ Lãi suất margin ưu đãi **8,9%/năm**;
- ✓ **Miễn phí** giao dịch;
- ✓ Hạn mức dư nợ **500 tỷ đồng**;
- ✓ Đối tượng áp dụng: Tất cả Khách hàng đang sử dụng dịch vụ giao dịch ký quỹ chứng khoán và có đăng ký với Agriseco

GÓI CHÍNH SÁCH ƯU ĐÃI DÀNH RIÊNG CHO CÁN BỘ NHÂN VIÊN VÀ KHÁCH HÀNG CỦA AGRIBANK

1. Đối với CBNV của Agribank đã có tài khoản hoặc mở mới tài khoản tại Agriseco:
 - ✓ Phí giao dịch **0,1%**;
 - ✓ Lãi suất margin ưu đãi **9%/năm**;
2. Đối với Khách hàng có tài khoản tại Agribank mở mới tài khoản tại Agriseco:
 - ✓ Phí giao dịch **0,1%**;
 - ✓ Lãi suất margin ưu đãi **10%/năm**.



THÔNG TIN LIÊN HỆ

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 tòa nhà Artex, 172 Ngọc Khánh, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Thành phố Hà Nội

Tel: (+84 24) 6276 2666

Email: online@Agriseco.com.vn

Web: <https://Agriseco.com.vn/>

CHI NHÁNH MIỀN BẮC

Tầng 3, Tower 1, Times City, 458 Minh Khai, P. Vĩnh Tuy, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội

Tel: (+84 24) 3868 7217

CHI NHÁNH MIỀN NAM

179A Nguyễn Công Trứ (2A Phó Đức Chính), Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

Tel: (+84 28) 3914 2111



CHỨNG KHOÁN AGRIBANK

Chăm lo gieo trồng đồng vốn của bạn

CHI NHÁNH MIỀN TRUNG

Tòa nhà Agribank, số 228 đường 2/9, P. Hòa Cường Bắc, Q. Hải Châu, TP Đà Nẵng

Tel: (+84 23) 6367 1666

PGD NGUYỄN VĂN TRỖI

Số 207 Nguyễn Văn Trỗi, Phường 10, Quận Phú Nhuận, TP. Hồ Chí Minh

Tel: (+84 28) 3260 4396

HƠN 200 ĐIỂM CUNG CẤP DỊCH VỤ TẠI CÁC CHI NHÁNH AGRIBANK TRÊN TOÀN QUỐC

KHUYẾN CÁO

Bản tin này (gồm các thông tin, ý kiến, nhận định và khuyến nghị nêu trong bản tin) được thực hiện/gửi với mong muốn cung cấp cho nhà đầu tư thêm các thông tin liên quan đến thị trường chứng khoán. Thông tin nêu trong bản tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo các thông tin nêu trong bản tin này là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Bản tin này được thực hiện/gửi bởi chuyên viên và không đại diện/nhân danh Agriseco. Agriseco 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.



CHỨNG KHOÁN AGRIBANK

Hotline: 1900 555 582

www.agriseco.com.vn