



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở 2024

SÀNG LỌC CƠ HỘI

CẬP NHẬT NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024 CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

THỊ TRƯỜNG TRONG TRẠNG THÁI TRẦM LẮNG

Sau giai đoạn bùng nổ 2020 – 2021, thị trường đi vào trạng thái trầm lắng từ nửa cuối năm 2022 với sự sụt giảm mạnh trong cả nguồn cung, cầu mua nhà và lượng giao dịch



Nguồn cung

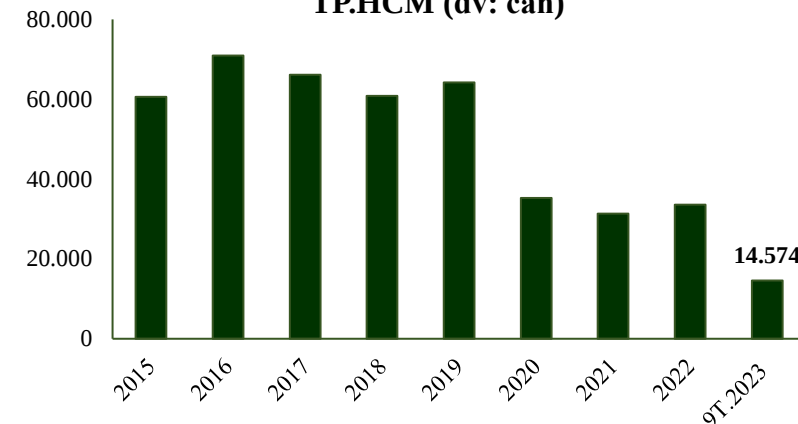
Nguồn cung sản phẩm mới rất hạn chế, đặc biệt ở Hà Nội và TP.HCM.

Số lượng dự án cấp phép mới thấp kỷ lục.



- ❖ Khó khăn pháp lý.
- ❖ Đẩy mạnh thanh tra dự án ở cả cấp độ doanh nghiệp lẫn cơ quan quản lý.
- ❖ Thị trường TPDN bị siết chặt.
- ❖ Một số chủ đầu tư chủ động hoãn kế hoạch bán hàng để chờ giai đoạn thị trường thuận lợi hơn.

Lượng căn hộ mới bán ở Hà Nội và TP.HCM (đv: căn)



Cầu mua nhà

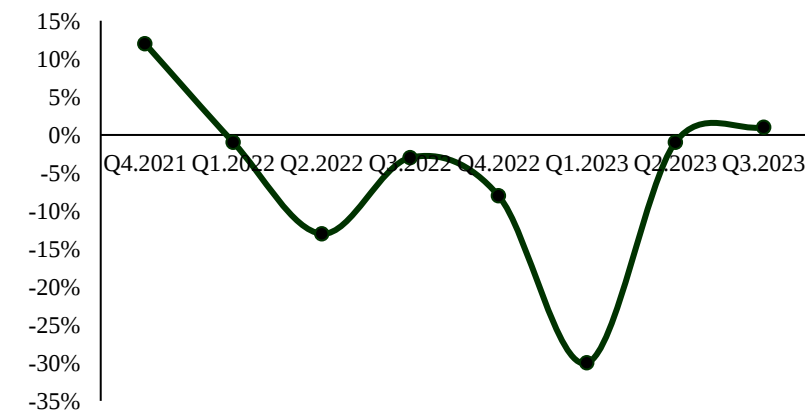
Lượng tìm kiếm mua BĐS giảm mạnh từ đỉnh, mặc dù đã giảm đã có phần chững lại từ giữa năm 2023.

Phần lớn người mua nhà trong trạng thái chờ đợi: (1) Sản phẩm giảm giá thêm, (2) Các cơ hội mua nhà cắt lỗ sâu từ người mua trước đó, (3) Các quy hoạch và làn sóng đầu tư mới trong khu vực.



- ❖ Sản phẩm cao tầng tại thành phố lớn sở hữu nhu cầu dồi dào, nhưng mặt bằng giá quá cao đối với đa số người dân.
- ❖ Thu nhập người dân sụt giảm do suy thoái kinh tế.
- ❖ Đối với phân khúc đất nền và thấp tầng, mặt bằng giá vẫn cao và thị trường trầm lắng không hấp dẫn để đầu tư lẫn ở thực.

Tăng trưởng lượt tìm kiếm BĐS so với quý trước





Lượng giao dịch

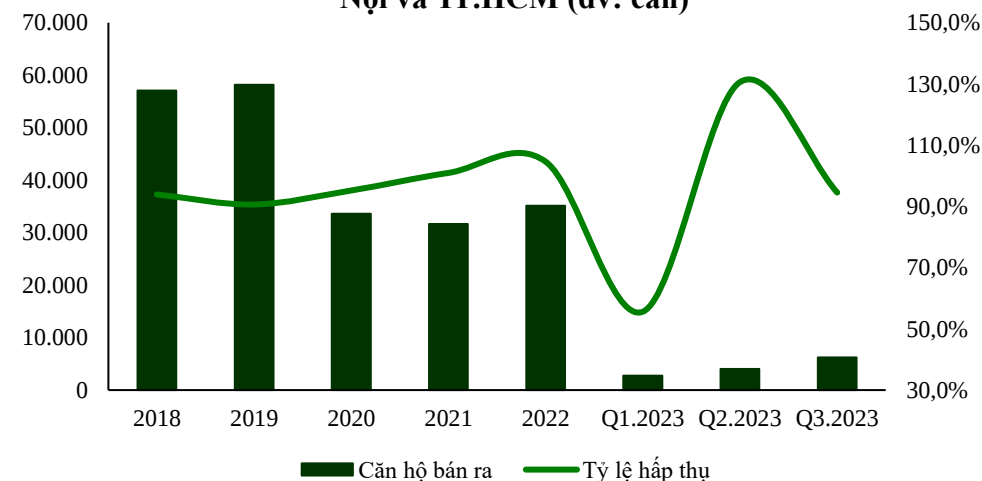
- Lượng giao dịch bất động sản thành công giảm mạnh so với giai đoạn trước.
- Chịu ảnh hưởng rõ nét từ tình trạng mất cân đối cung cầu khi phần lớn nguồn cung nằm ở phân khúc cao với giá vượt xa thu nhập người dân
- Một số dự án, khu vực gặp tình trạng mất thanh khoản dù giảm giá bán, đặc biệt tại các tỉnh thành.

Một số tín hiệu hồi phục tích cực bắt đầu xuất hiện từ giữa năm 2023:

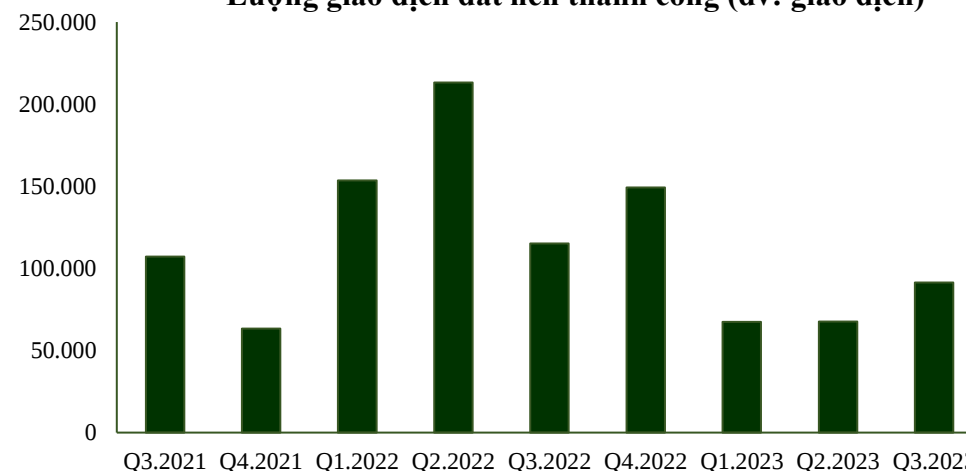
- Tỷ lệ hấp thụ đối với sản phẩm mở bán khôi phục từ mức thấp kỉ lục trong Q1.2023.
- Một số chủ đầu tư bắt đầu nói lại hoạt động mở bán mới và thu về thành công nhất định.
- Nhiều nhà đầu tư với nguồn vốn nhàn rỗi và tầm nhìn đầu tư dài hạn tích cực săn tìm các bất động sản giảm giá sâu tại những khu vực nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Tuy vậy, hoạt động giao dịch nhìn chung vẫn ở mức rất thấp so với giai đoạn trước. Các sản phẩm được mở bán mới với số lượng hạn chế và chủ yếu là hàng tồn kho hoặc phân khu tiếp theo của dự án hiện hữu.

Lượng giao dịch căn hộ thành công và tỷ lệ hấp thụ tại Hà Nội và TP.HCM (đv: căn)



Lượng giao dịch đất nền thành công (đv: giao dịch)



MẶT BẰNG GIÁ ĐIỀU CHỈNH GIẢM, NHƯNG PHÂN HÓA GIỮA CÁC PHÂN KHÚC



Đất nền, nhà thấp tầng tại vùng ven/ các tỉnh thành, BĐS du lịch

Ghi nhận mức giảm giá đáng kể từ vùng đỉnh (giữa năm 2022) tại nhiều khu vực:

- Chủ yếu phục vụ nhu cầu đầu tư/ đầu cơ
- Thường sử dụng đòn bẩy lớn, việc đầu tư trên cọc/ giá trị đóng trước tương đối phổ biến trong giai đoạn thị trường sốt nóng. Điều này tạo áp lực bán tháo khi hết thời gian ân hạn lãi vay và triển vọng tăng giá không còn thuận lợi.
- Giá bị đẩy lên quá cao so với giá trị sử dụng và mức độ đô thị hóa, phát triển hạ tầng/ tiện ích thực tế trong khu vực.
- Tiềm ẩn nhiều rủi ro pháp lý.
- Nhiều địa phương siết chặt quản lý, yêu cầu cần xây nhà thô để thực hiện cấp sổ và tạo ra áp lực tài chính lớn cho các nhà đầu tư đất nền dự án.

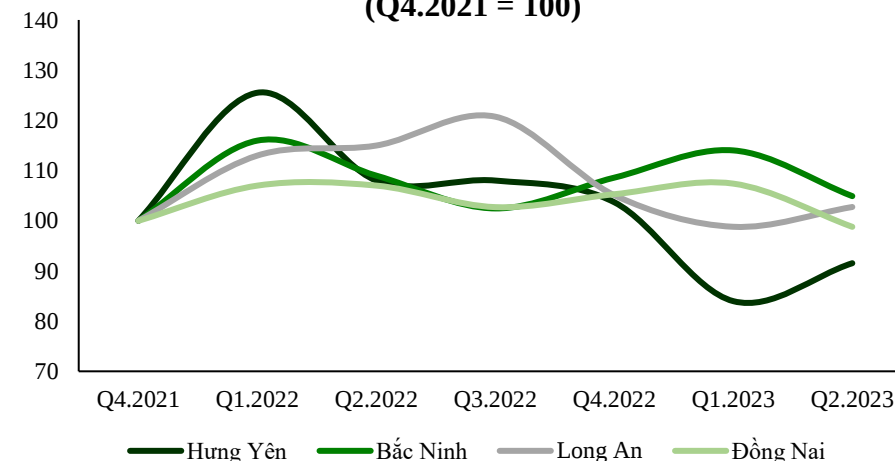


Chung cư, nhà ở riêng lẻ tại vùng lõi đô thị thành phố lớn (Hà Nội & TP.HCM)

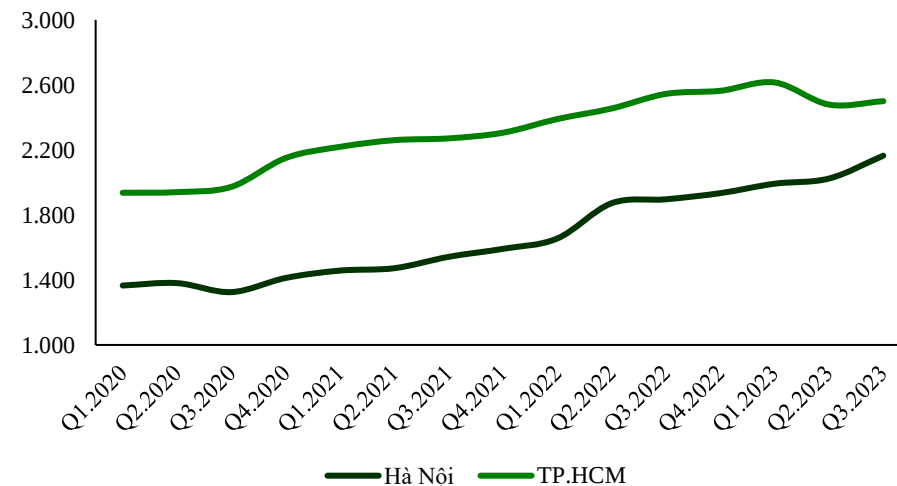
Mức giảm giá không đáng kể, thậm chí tiếp tục tăng giá tại một số sản phẩm:

- Phân khúc căn hộ trung cấp phục vụ tốt nhu cầu ở thực của người dân.
- Nguồn cung thấp trong nhiều năm, trong khi áp lực an cư ngày càng lớn tại các đô thị.
- Có khả năng khai thác dòng tiền tốt từ cho thuê, giúp bù đắp một phần chi phí tài chính đối với những người mua để đầu tư.

Chỉ số giá đất nền rao bán tại một số địa phương (Q4.2021 = 100)



Giá chào bán sơ cấp căn hộ trung bình (đv: USD/ m2)



MẶT BẰNG GIÁ CAO LÀM CHẬM TIẾN ĐỘ HỒI PHỤC CỦA THỊ TRƯỜNG



Mặc dù đã có sự hạ nhiệt đối với một số phân khúc và khu vực, mặt bằng giá BĐS nhìn chung vẫn ở mức cao so với (1) Giai đoạn trước sốt nóng, (2) Giá trị sử dụng và khai thác dòng tiền thực tế. Điều này đến từ việc:

- Hoạt động mua bán trầm lắng khiến mặt bằng giá chưa phản ánh đúng tình hình cung cầu và giá trị của BĐS. Nhiều chủ sở hữu vẫn neo mức giá rao bán cao dù không có giao dịch.
- Các chủ đầu tư dự án/ đại lý BĐS ngần ngại trong việc giảm giá bán sản phẩm mới:
 - Lo ngại ảnh hưởng tới mặt bằng giá của các phân khu/ đợt mở bán tiếp theo của dự án và quyền lợi của các đối tác, sàn giao dịch tham gia đầu tư và phân phối dự án.
 - Ảnh hưởng tới giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản vay.
 - Đối với thị trường Hà Nội & TP.HCM, nguồn cung thấp trong thời gian dài tạo điều kiện để các chủ đầu tư duy trì mức giá bán cao.

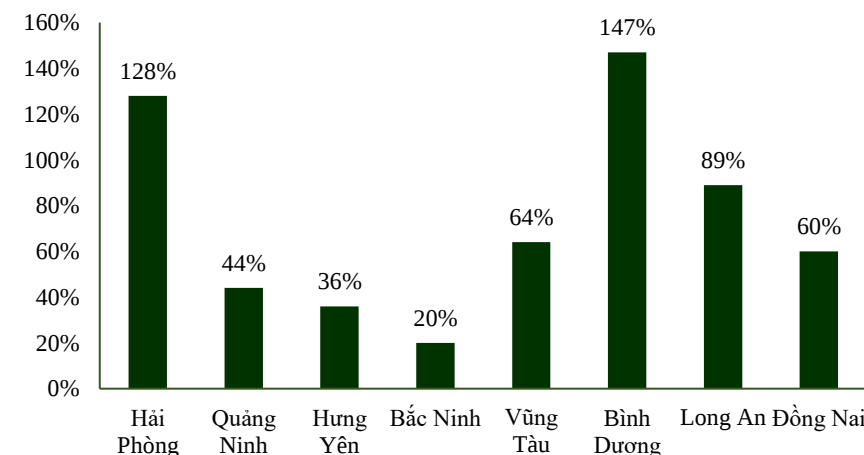
Thay vào đó, các chủ đầu tư áp dụng các chính sách (1) Tặng gói nội thất, (2) Tăng chiết khấu thanh toán, (3) Giãn thời gian thanh toán và hỗ trợ lãi suất để kích thích giao dịch (có thể dễ dàng rút lại khi thị trường thuận lợi).



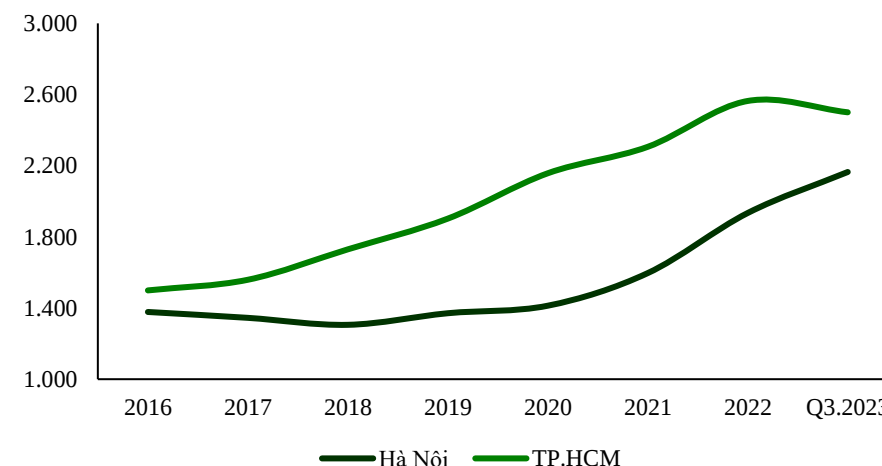
Kéo dài thời gian để thị trường đạt trạng thái cân bằng và bắt đầu phục hồi, đồng thời giảm tác động từ các chính sách hỗ trợ

- Mặt bằng giá chưa đủ hấp dẫn để kích thích nhu cầu đầu tư.
- Người có nhu cầu ở thực vẫn ngần ngại mua nhà dù lãi suất hạ nhiệt do giá nhà cao.

Mức tăng giá đất nền tại Q3.2023 so với Q1.2018 tại một số địa phương



Mặt bằng giá chào bán căn hộ mới (đv: USD/ m2)



MẤT CÂN ĐỐI CUNG CẦU RÕ NÉT TẠI ĐÔ THỊ LỚN

Tại vùng đô thị Hà Nội và TP.HCM



Giá bán căn hộ trung bình tăng liên tục trong các năm qua, đặc biệt tăng tốc trong giai đoạn 2020 – 2022 và **vượt qua mức tăng trung bình của thu nhập người dân**:

- Nguồn cung thấp, trong khi nhu cầu nhà ở lớn từ: (1) Dòng người nhập cư mới hàng năm, (2) Nhóm dân cư chủ đạo đang trong độ tuổi lập gia đình, do đó chịu áp lực an cư để ổn định và nuôi dạy con cái.
- Gia tăng chi phí tạo dựng quỹ đất của dự án.
- Thời gian triển khai dự án kéo dài do khó khăn pháp lý khiến chi phí phát triển dự án bị đội lên.
- Xu hướng mua nhà để đầu tư khá phổ biến do: (1) Thiếu các kênh đầu tư thay thế, (2) Các sản phẩm BĐS sở hữu mức tăng giá tốt qua các năm, bất chấp mặt bằng giá đã cao so với giá trị sử dụng hoặc thu nhập từ cho thuê.

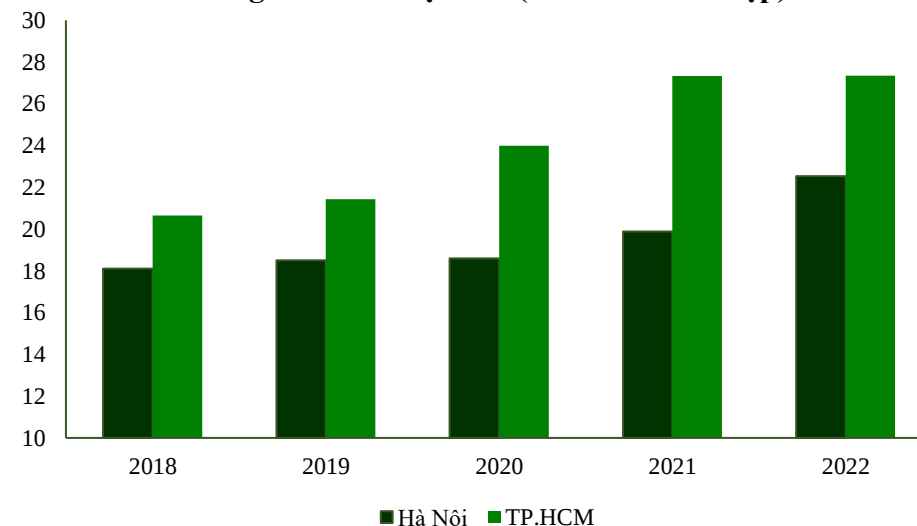


Tỷ trọng phân khúc cao cấp – hạng sang tăng nhanh trong cơ cấu nguồn cung. Trong khi đó, **phân khúc bình dân (đáp ứng nhu cầu đông đảo người dân) gần như không được phát triển mới**.



Chênh lệch lớn giữa giá nhà và mặt bằng thu nhập của phần lớn người dân.

Giá căn hộ 70 m2 tại Hà Nội và TP.HCM so với thu nhập trung bình trên địa bàn (đv: Năm thu nhập)



Tình trạng mất cân đối cung cầu ảnh hưởng tiêu cực đến cầu mua nhà ở thực của người dân ngay cả khi lãi suất cho vay hạ nhiệt và điều kiện vay mua nhà dễ dàng hơn:

- Thiếu các sản phẩm phù hợp nhu cầu.
- Áp lực thanh toán định kỳ quá cao so với dòng thu nhập trong trường hợp vay để mua nhà.



Trái ngược với diễn biến tại đô thị lớn, hoạt động phát triển dự án tại các địa phương ven đô thị lớn và các tỉnh thành **tương đối sôi nổi trong vài năm qua**:

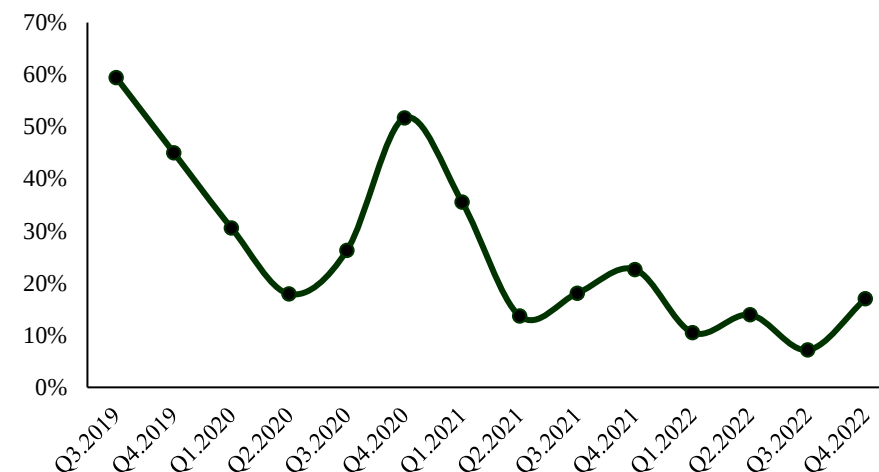
- Ít bị đình trệ do vướng mắc pháp lý hơn so với đô thị lớn. Các chính quyền địa phương thường tạo điều kiện cho chủ đầu tư nhằm phát triển bộ mặt, hạ tầng đô thị tại địa bàn và thúc đẩy thu ngân sách.
- Quỹ đất dồi dào, cho phép quy hoạch các dự án quy mô lớn.
- Chi phí đất đầu vào rẻ.
- Chủ đầu tư dễ dàng hơn trong việc tạo hiệu ứng và tái xác lập mặt bằng giá trong khu vực.
- Tận dụng sóng quy hoạch mới, xu hướng phát triển hạ tầng và các dự án công nghiệp ở địa phương.



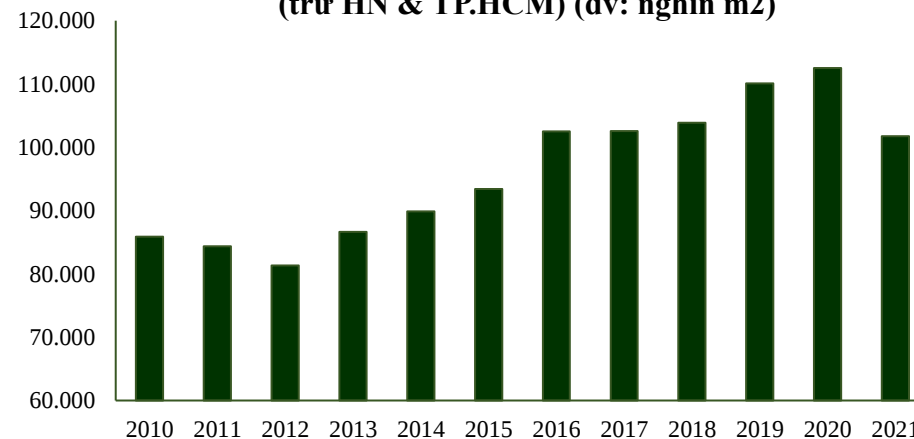
Rủi ro thừa cung cục bộ đối với các sản phẩm thấp tầng, đất nền tại một số địa phương, đặc biệt tại các đô thị loại II trở xuống và khu vực nông thôn

- Nhu cầu đầu tư/ đầu cơ chiếm tỷ trọng lớn tại các đợt mở bán, bao gồm dòng tiền từ các nhà đầu tư tại các đô thị lớn (Hà Nội và TP.HCM).
- Mức độ đô thị hóa và tăng trưởng dân số/ các hoạt động kinh tế tại nhiều khu vực chưa tương xứng với nguồn cung mới và mặt bằng giá tại các dự án.
- Một số địa phương chịu áp lực sụt giảm dân số trong độ tuổi lao động do di dân cơ học.

Tỷ trọng lượng giao dịch căn hộ, nhà ở riêng lẻ tại Hà Nội & TP.HCM so với cả nước



Diện tích sàn xây dựng nhà ở hoàn thành tại các địa phương (trừ HN & TP.HCM) (đv: nghìn m2)



TÍCH CỰC HỖ TRỢ PHÂN KHÚC NHÀ Ở XÃ HỘI



Nghị định 10/2023/NĐ-CP

- Hoàn thành 1 triệu căn NOXH đến năm 2030.
- Khuyến khích các thành phần kinh tế tham gia phát triển NOXH.
- Tiếp tục hoàn thiện thể chế, pháp luật về NOXH.



Gói tín dụng 120.000 tỷ đồng

- Huy động từ nguồn vốn 4 NHTM Nhà nước.
- Lãi suất thấp hơn 1,5 - 2% so với lãi suất thương mại, thời hạn giải ngân đến hết 2030.



Quyết định 486/QĐ-TTg

- Quy định lãi suất cho vay ưu đãi tại Ngân hàng Chính sách Xã hội đối với khoản vay mua, thuê NOXH là 4,8%/ năm.

Nhà nước đang hỗ trợ mạnh mẽ phân khúc NOXH



Cơ hội:

- Sản phẩm đáp ứng đúng nhu cầu an cư của người dân và sở hữu khả năng hấp thụ tốt ngay cả khi thị trường BĐS khó khăn.
- Đóng vai trò như vốn mồi cho thị trường BĐS, khởi động lại các hoạt động đầu tư dự án.



Thách thức:

- Gói tín dụng 120.000 tỷ đồng chỉ phát sinh 0,07% dư nợ sau 6 tháng thực hiện do: (1) Giá bán NOXH và lãi suất cho vay bất cân xứng với đối tượng thụ hưởng (có thu nhập dưới 11 triệu đồng/ tháng), (2) Thời gian hỗ trợ lãi suất ngắn, (3) Nguồn cung dự án NOXH đủ điều kiện giải ngân thấp.
- Tỷ suất lợi nhuận không hấp dẫn đối với các chủ đầu tư.
- Quy trình đầu tư và cấp đất phức tạp, chồng chéo khiến thời gian triển khai dự án kéo dài.

VƯỚNG MẮC PHÁP LÝ GÂY ĐÌNH TRỆ HOẠT ĐỘNG PHÁT TRIỂN DỰ ÁN MỚI

Pháp lý là nguyên nhân chủ đạo khiến nhiều dự án bị đình trệ trong vài năm qua

- Đặc thù thủ tục BĐS được quy định trên nhiều bộ luật, có sự chồng chéo, mâu thuẫn nhau, đặc biệt ở các quy định về: (1) Đấu thầu, đấu giá dự án, (2) Phê duyệt tiền sử dụng đất, (3) Công nhận chủ đầu tư, chấp thuận chủ trương đầu tư.
- Trong quá khứ, nhiều dự án được phê duyệt/ triển khai dù chưa đáp ứng hoàn toàn hồ sơ pháp lý dựa trên sự hỗ trợ, linh hoạt của chính quyền địa phương, tiềm ẩn nhiều rủi ro pháp lý khi bị thanh tra.
- Từ năm 2019, việc phê duyệt pháp lý tại các dự án bị siết chặt và đẩy mạnh thanh tra, kiểm tra tại cả cấp độ dự án, doanh nghiệp và cơ quan quản lý. Điều này khiến nhiều dự án bị tắc nghẽn, thậm chí các dự án đã được phê duyệt từ trước và đang trong giai đoạn triển khai.
- Nhiều vụ sai phạm bị xử lý tạo tâm lý ngần ngại, sợ trách nhiệm của cơ quan quản lý trong phê duyệt dự án, đặc biệt khi quy trình phát triển các dự án trên địa bàn trước đây có thể không tuân thủ chính xác quy định pháp luật.



Nhiều dự án không được cấp phép triển khai đặc biệt tại các đô thị lớn, tạo ra tình trạng khan hiếm nguồn cung.



Các doanh nghiệp không thể huy động vốn vay ngân hàng do chưa đủ điều kiện pháp lý.



Dự án chưa đủ điều kiện bán hàng khiến các chủ đầu tư dựa nhiều vào phương thức hợp đồng góp vốn, hợp đồng hợp tác đầu tư tiềm ẩn nhiều rủi ro cho người mua nhà.



Nhiều dự án đang triển khai nhưng bị tạm ngừng, chậm tiến độ do vướng mắc pháp lý, tạo ra nguy cơ vỡ phương án tài chính và đình trệ kéo dài.

NHIỀU GIẢI PHÁP PHÁP LÝ ĐƯỢC BAN HÀNH, NHƯNG TÁC ĐỘNG CÒN HẠN CHẾ

Trong năm 2023, nhiều văn bản, định hướng pháp lý nhanh chóng được chính phủ ban hành nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường



Nghị định 10/2023/NĐ-CP

- Bổ sung quy định về cấp giấy chứng nhận quyền sở hữu công trình xây dựng gắn liền với đất TMDV (condotel, officetel).
- Bổ sung điều kiện cho phép chuyển mục đích sử dụng đất trồng lúa để thực hiện dự án đầu tư.



Nghị quyết 33/NQ-CP

- Nghiên cứu xây dựng và ban hành nghị định, thủ tục cụ thể về tháo gỡ khó khăn các dự án để các địa phương thống nhất tuân theo.



Nghị định 35/2023/NĐ-CP

- Bỏ quy định dành 20% diện tích đất ở tại dự án nhà ở thương mại (NOTM) để làm NOXH.
- Phân cấp thẩm quyền, đơn giản hóa các thủ tục về nghiên cứu khả thi, thiết kế cơ sở và nghiệm thu công trình.



Tích cực

- ♥ Việc ban hành các văn bản pháp lý được tiến hành nhanh hơn nhiều so với giai đoạn khủng hoảng 2010-2011.
- ♥ Tạo khung pháp lý cho việc tháo gỡ khó khăn cho các dự án.
- ♥ Tác động tích cực đến tâm lý thị trường.

Hạn chế

- ♥ Các văn bản chỉ mang tính chất định hướng, việc thi hành cần thêm các quy định, hướng dẫn cụ thể.
- ♥ Có độ trễ khoảng 6 tháng - 1 năm để các quy định pháp luật đi vào thực tiễn.

CÁC DOANH NGHIỆP VẪN CHỊU ÁP LỰC VỀ NGUỒN VỐN

Từ giai đoạn 2020-2021, trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) trở thành nguồn vốn huy động quan trọng đối với nhiều doanh nghiệp BĐS khi:

- **Huy động vốn tín dụng khó khăn** do: (1) Các dự án chưa đủ điều kiện pháp lý, (2) Các ngân hàng phần nào hạn chế cho vay để đảm bảo Tỷ lệ Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn.
- **TPDN có khả năng đòn bẩy cao**: (1) Doanh nghiệp có thể vừa thế chấp dự án tại ngân hàng, vừa sử dụng cổ phần pháp nhân dự án làm tài sản đảm bảo cho trái phiếu; (2) Không chịu nhiều sự kiểm soát về tỷ lệ đòn bẩy tối đa.
- **Áp lực thanh toán không quá nhiều trong giai đoạn thị trường thuận lợi**: (1) Nợ gốc chỉ phải thanh toán lúc đáo hạn; (2) Doanh nghiệp có thể liên tục phát hành mới để đảo nợ.

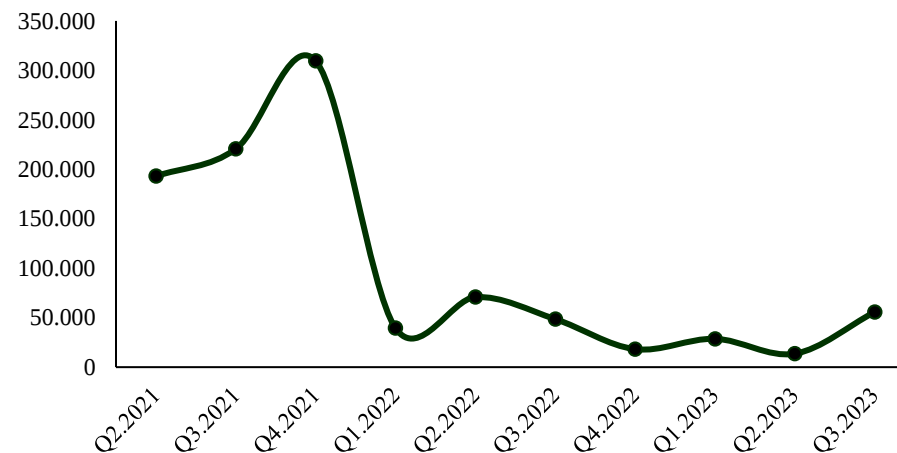
Từ năm 2022:

- Hoạt động phát hành TPDN mới gần như đình trệ sau khi nhiều vụ việc sai phạm bị xử lý.
- Nhiều doanh nghiệp chịu áp lực mua lại trước hạn trái phiếu để phòng tránh rủi ro pháp lý.
- Trên thực tế phương án kinh doanh và dòng tiền của đa số doanh nghiệp BĐS không phù hợp với kỳ hạn của TPDN (thường trái phiếu có kỳ hạn 2-3 năm, trong khi thời gian triển khai dự án BĐS dài hơn đáng kể). Do đó, doanh nghiệp chịu áp lực lớn trong thanh toán nghĩa vụ trái phiếu khi không thể phát hành lô trái phiếu mới.

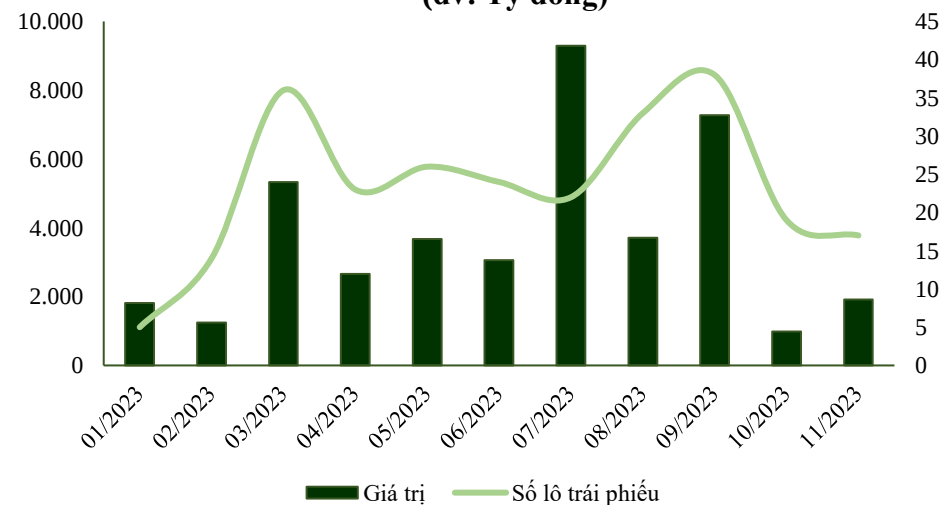


Nguồn vốn bị thắt chặt đột ngột khiến tiến độ nhiều dự án bị đình trệ. Những sự kiện chậm thanh toán nghĩa vụ trái phiếu dần xuất hiện từ đầu năm 2023.

Quy mô TPDN phát hành (đv: Tỷ đồng)



Số lô trái phiếu chậm thanh toán lãi, gốc và giá trị tương ứng (đv: Tỷ đồng)



CÁC DOANH NGHIỆP VẪN CHỊU ÁP LỰC VỀ NGUỒN VỐN

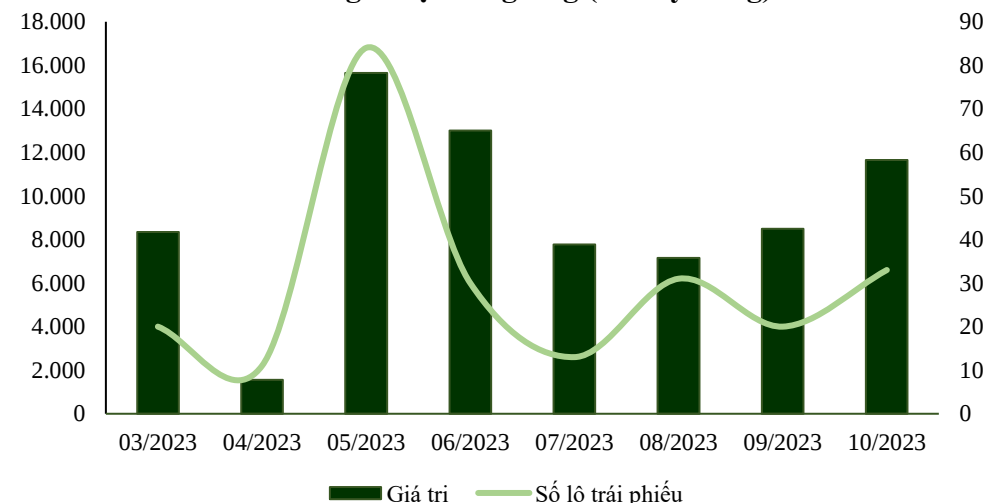
Nghị định 08/2023/NĐ-CP được ban hành kịp thời giúp hỗ trợ một phần thị trường TPDN

- ▼ Một số doanh nghiệp đạt được thỏa thuận với trái chủ để gia hạn/ chuyển đổi thanh toán nghĩa vụ bằng tài sản khác, giúp có thêm thời gian để xử lý thủ tục pháp lý, kinh doanh hoặc chuyển nhượng dự án để tạo dòng tiền.
- ▼ Hoạt động phát hành TPDN bắt đầu nổi lại từ Q3.2023, nhưng **quy mô vẫn tương đối hạn chế**:
 - Niềm tin thị trường suy giảm nghiêm trọng.
 - Các đơn vị tư vấn/ bảo lãnh phát hành có xu hướng ngần ngại và yêu cầu kỹ hơn đối với các thương vụ phát hành.
 - Các lô trái phiếu phát hành mới thường chỉ nằm tại các doanh nghiệp có uy tín tốt, có tài sản đảm bảo và pháp lý dự án rõ ràng.

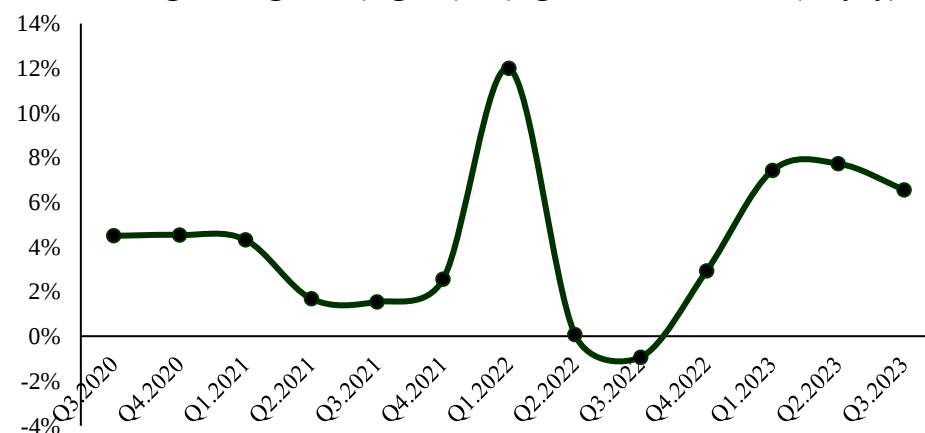
Trong năm 2023, doanh nghiệp BĐS tích cực huy động dòng tiền từ các nguồn khác để bù đắp thanh khoản và duy trì tiến độ đầu tư

- ▼ Nguồn vốn tín dụng được đẩy mạnh huy động trong bối cảnh mặt bằng lãi suất hạ nhiệt và các ngân hàng tích cực đẩy mạnh cho vay.
- ▼ Một số doanh nghiệp niêm yết tận dụng giai đoạn thị trường chứng khoán thuận lợi để nổi lại các kế hoạch phát hành cổ phiếu.

Số lô trái phiếu đàm phán hoãn thời gian thanh toán thành công và giá trị tương ứng (đv: Tỷ đồng)



Tăng trưởng tín dụng hoạt động kinh doanh BĐS (% yoy)





Trong bối cảnh thị trường khó khăn, **phần lớn doanh nghiệp lựa chọn chiến lược phòng thủ:**

- Tạm dừng/ giãn tiến độ đầu tư dự án, đặc biệt các dự án quy mô lớn, yêu cầu mức đầu tư cao và điều kiện thị trường thuận lợi để hấp thụ nguồn hàng lớn.
- Áp dụng nhiều chính sách chiết khấu, hỗ trợ gói nội thất,... để giảm lượng tồn kho và thu về dòng tiền.
- Tập trung nguồn lực để xử lý các khoản nợ vay TPDN, bao gồm cả việc mua lại trước hạn các lô trái phiếu và không còn nhiều nguồn lực cho phát triển dự án.

➔ **Giai đoạn trầm lắng của các kế hoạch đầu tư/ công bố dự án mới.**

Tuy vậy, thị trường chứng kiến sự sôi động nhất định trong:



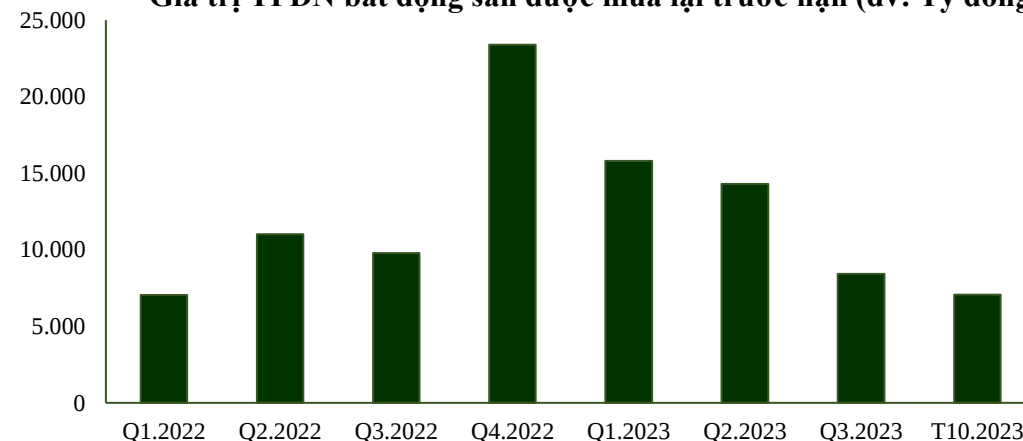
Hoạt động M&A các dự án/ doanh nghiệp BĐS.



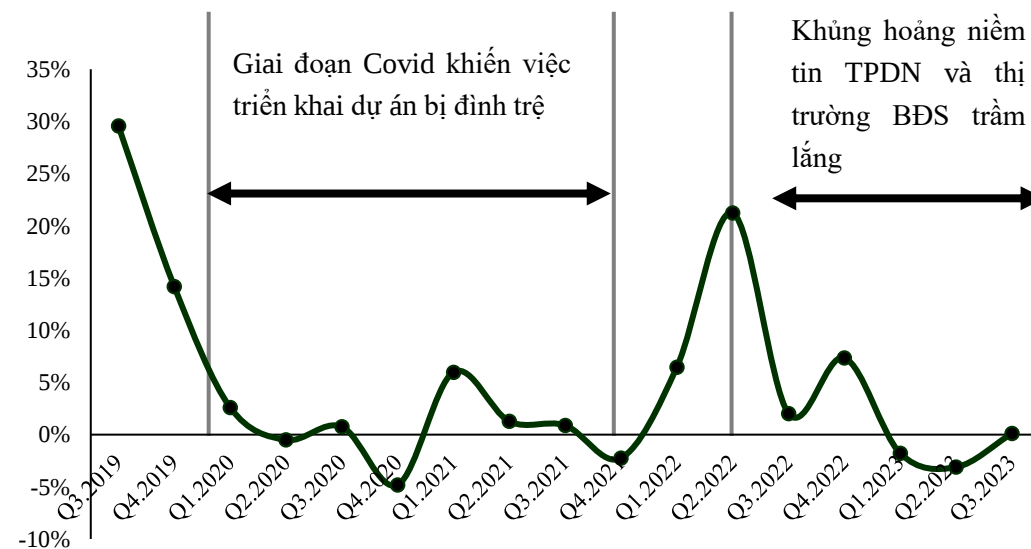
Gia tăng sự hiện diện của các chủ đầu tư lớn trong phân khúc NOXH nhằm:

- Duy trì bộ máy hoạt động và sự hiện diện của thương hiệu trên thị trường.
- Tạo dựng hình ảnh và nhận được những lợi thế nhất định trong phát triển các dự án thương mại trong tương lai.

Giá trị TPDN bất động sản được mua lại trước hạn (đv: Tỷ đồng)



Biến động tồn kho của các doanh nghiệp BĐS nhà ở niêm yết (đv: % qoq)





Việc thanh toán và đẩy mạnh mua lại trước hạn các lô trái phiếu đã **tiêu tốn đáng kể nguồn tiền mặt của các doanh nghiệp**. Trong khi đó, dòng tiền từ bán hàng đối với phần lớn doanh nghiệp gần như đình trệ từ nửa cuối năm 2022 khi:

- Thị trường BĐS trầm lắng và giá sản phẩm cao gây suy giảm hoạt động mua nhà đối với cả mục đích ở thực lẫn đầu tư.
- Các chính quyền địa phương tăng cường rà soát pháp lý đối với các dự án và xử lý các vi phạm liên quan đến bán hàng khi dự án chưa đủ điều kiện kinh doanh.
- Tiến độ triển khai các dự án đình trệ do nguồn vốn bị thắt chặt đột ngột.



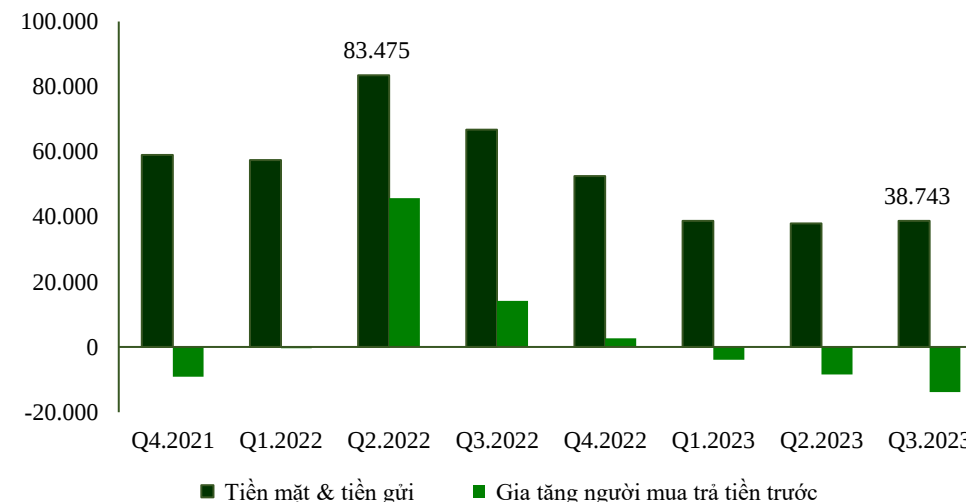
Nhiều doanh nghiệp BĐS bị suy giảm nguồn lực tài chính và uy tín trong việc huy động trên thị trường vốn

Ảnh hưởng tiêu cực đến năng lực tái khởi động các dự án khi thị trường hồi phục.

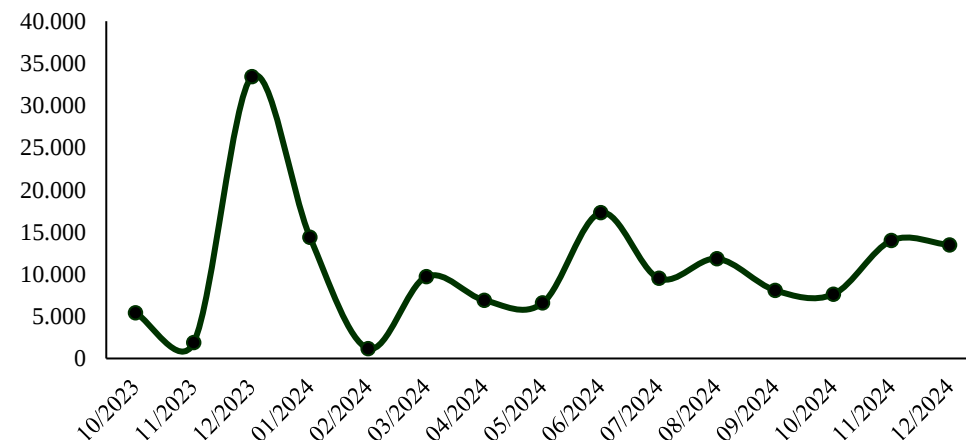
Áp lực thanh toán nghĩa vụ trái phiếu vẫn cao trong năm 2024 khi:

- Việc đàm phán gia hạn chỉ giúp chậm lại thời điểm thanh toán, và trong nhiều trường hợp doanh nghiệp phải chịu mức lãi suất cao hơn.
- Vị thế tài chính và khả năng thu hồi, huy động dòng tiền từ các nguồn sẵn có (khoản phải thu, hợp tác đầu tư, huy động vốn vay đối với dự án đủ điều kiện,...) của nhiều doanh nghiệp ở mức hạn chế hơn đáng kể so với giai đoạn cuối năm 2022.

Số dư tiền mặt, tiền gửi ngân hàng và biến động người mua trả trước của các doanh nghiệp BĐS nhà ở niêm yết (đv: Tỷ đồng)



Giá trị đáo hạn TPDN bất động sản (đv: Tỷ đồng)



SUY THOÁI BĐS TẠI TRUNG QUỐC – NHÌN VỀ VIỆT NAM

Thị trường BĐS Trung Quốc suy thoái kéo dài bất chấp các nỗ lực hỗ trợ về chính sách và nguồn vốn. Điều này mang đến **những lo ngại cho thị trường BĐS tại Việt Nam xét đến những tương đồng nhất định giữa hai thị trường:**

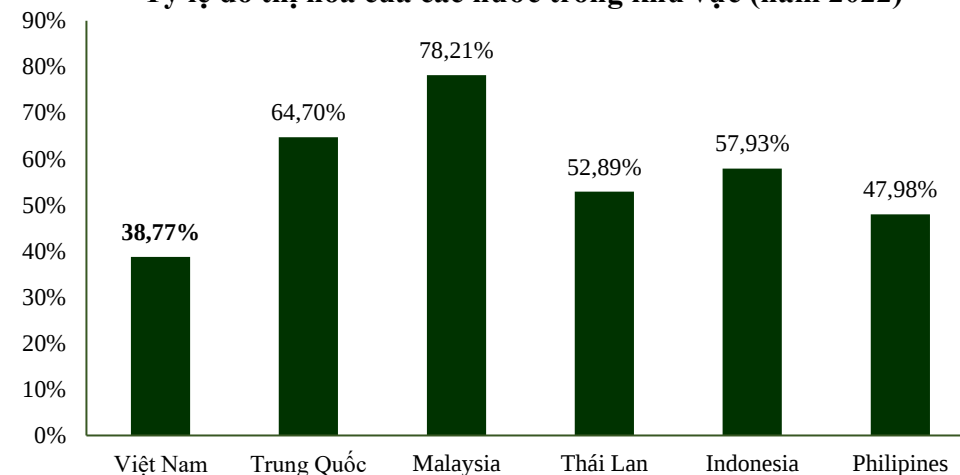
- Mô hình phát triển kinh tế dựa nhiều vào: (1) Thu hút FDI và sản xuất xuất khẩu, (2) Đẩy mạnh đầu tư, phát triển hạ tầng và BĐS để kích thích khối kinh tế trong nước, lan tỏa đến các ngành nghề khác.
- Tâm lý ưa chuộng nhà đất của người dân, dẫn đến nhu cầu đầu tư/ đầu cơ quá mức và đẩy giá tăng cao ngay cả tại các khu vực không có nhiều giá trị an cư.
- Nhiều doanh nghiệp dựa trên cơ chế “bán nhà hình thành trong tương lai” và sử dụng đòn bẩy lớn, theo đó dễ bị tổn thương khi nguồn vốn đứt gãy đột ngột và khách hàng không thanh toán tiền theo tiến độ.
- Xây dựng, phát triển dự án với số lượng lớn tại các địa phương không có áp lực dân số cao, được hỗ trợ bởi đòn bẩy nợ vay và dòng tiền mua nhà để đầu tư/ đầu cơ.

Tuy vậy, Việt Nam sở hữu những khác biệt đặc thù giúp hỗ trợ thị trường BĐS

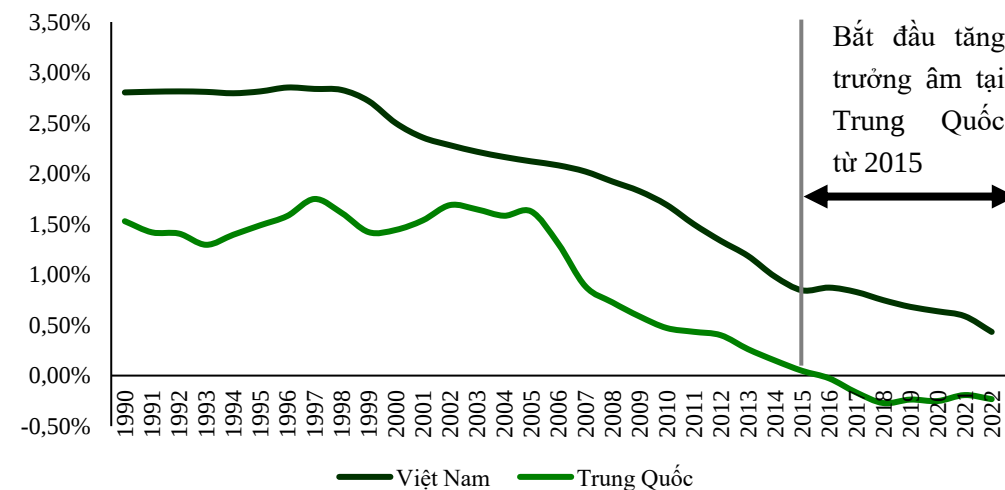
- Yếu tố nhân khẩu học vẫn hỗ trợ tốt cho nhu cầu nhà ở tại cả đô thị lớn và các địa phương.
- Mức độ đô thị hóa vẫn thấp.
- Hạ tầng kết nối, hạ tầng đô thị còn nhiều tiềm năng cải thiện và hỗ trợ thị trường BĐS.
- Lợi thế học hỏi từ cuộc khủng hoảng BĐS tại Trung Quốc để đưa ra các điều chỉnh phù hợp. Chưa có những chính sách siết chặt mức độ cao như “3 lần ranh đỏ”.

➔ **Chúng tôi đánh giá thị trường BĐS Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển sau giai đoạn trầm lắng.**

Tỷ lệ đô thị hóa của các nước trong khu vực (năm 2022)



Tỷ lệ tăng trưởng dân số trong độ tuổi lao động (15-64) của Việt Nam và Trung Quốc



**CẬP NHẬT NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở
TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024
CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ**

TIỀM NĂNG DÀI HẠN CỦA THỊ TRƯỜNG BĐS NHÀ Ở VĨN DỒI DÀO



Yếu tố nhân khẩu học vẫn đang hỗ trợ tốt cho nhu cầu nhà ở:

- Cơ cấu dân số trẻ với mặt bằng thu nhập gia tăng qua các năm.
- Thế hệ sinh quanh năm 1990 (chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu dân số) hiện có áp lực lớn trong việc mua nhà mới để ổn định chỗ ở sau khi kết hôn.
- Quá trình di cư ồ ạt và nguồn cung nhà ở thấp tại thành phố lớn trong những năm qua đã khiến một lượng không nhỏ người trẻ chưa sở hữu nhà ở.



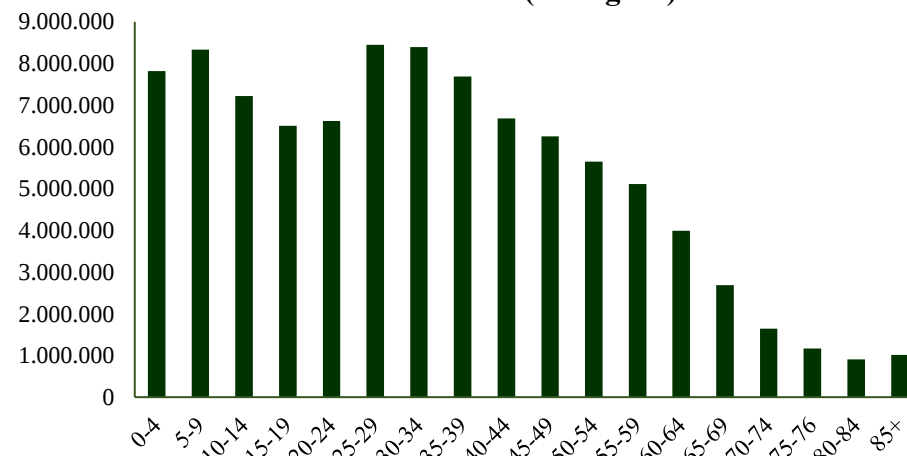
Thị hiếu ưa chuộng BĐS do: (1) Quan niệm an cư lạc nghiệp, (2) Đối với phần lớn người dân, BĐS là kênh đầu tư dài hạn hấp dẫn do lịch sử tăng giá tốt và các kênh đầu tư mới (như trái phiếu, quỹ đầu tư) chưa tạo dựng được niềm tin.



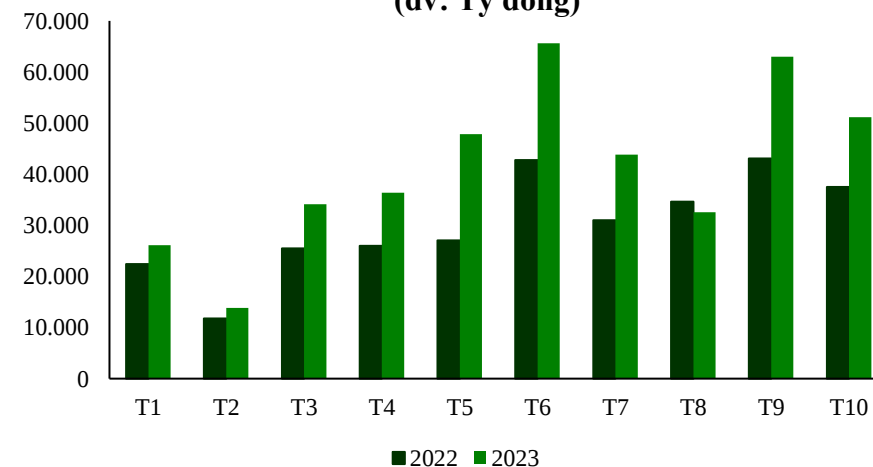
Động lực thúc đẩy từ hạ tầng:

- Mức độ phát triển hạ tầng giao thông, hạ tầng đô thị tại Việt Nam vẫn rất thấp so với quy mô dân số và nền kinh tế, do đó còn nhiều dư địa để cải thiện.
- Từ năm 2023, việc giải ngân đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ với nhiều dự án lớn khởi công.
- Nhiều địa phương được cải thiện tích cực về hạ tầng, cảnh quan và tiện ích đô thị.

Phân bố dân số Việt Nam theo độ tuổi theo tổng điều tra dân số 2019 (đv: người)



Quy mô giải ngân đầu tư vốn NSNN theo tháng (đv: Tỷ đồng)





Việc giải ngân đầu tư hạ tầng công dự báo tiếp tục được thúc đẩy mạnh mẽ trong năm 2024, đặc biệt khi các dự án hạ tầng trọng điểm (sân bay Long Thành, các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2) đã lần lượt hoàn tất công đoạn lựa chọn nhà thầu trong năm 2023 và bắt đầu đẩy mạnh thi công.



Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025 là 2,9 triệu tỷ đồng – cao hơn nhiều so với các chu kỳ đầu tư trước đó. Điều này đến từ các yếu tố:

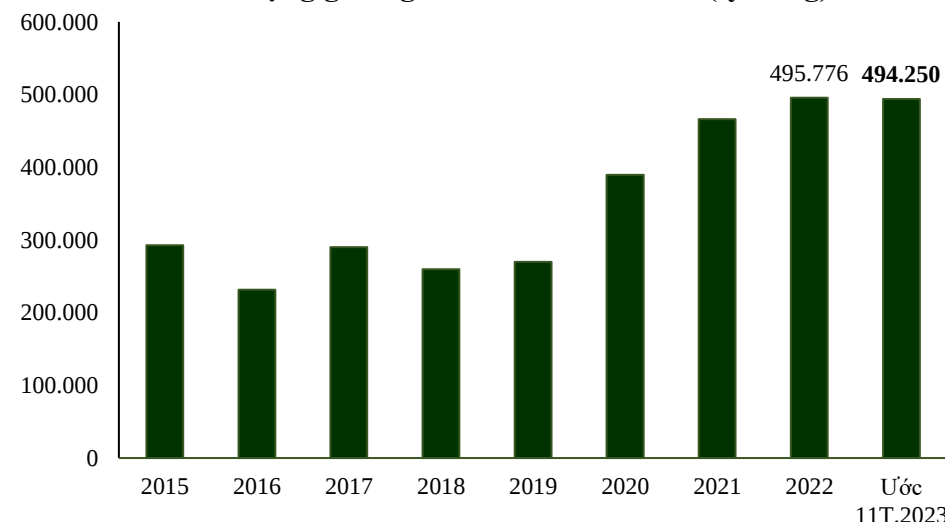
- Từ năm 2016, Việt Nam bước vào vùng trũng đầu tư hạ tầng với khối lượng giải ngân đầu tư hàng năm rất thấp sau khi chiến dịch chống tham nhũng và xử lý sai phạm tại các dự án được thực hiện quyết liệt.
- Hệ thống cao tốc kết nối (được đầu tư chủ yếu trước năm 2015) hiện không còn đáp ứng nhu cầu giao thông của nền kinh tế, đặc biệt khi nhiều địa phương mới nổi trở thành điểm đến FDI và sản xuất công nghiệp trong khi chưa sở hữu hệ thống giao thông đáng kể.



Thúc đẩy tích cực đến tâm lý thị trường và động lực tăng trưởng kinh tế tại các địa phương có dự án lớn

- Gia tăng khả năng kết nối và năng lực thu hút FDI, phát triển các trung tâm sản xuất tại các tỉnh thành mới nổi.
- Đối với một số địa phương ven Hà Nội và TP.HCM, các đường vành đai và hệ thống giao thông kết nối tạo điều kiện cho việc gia nhập vùng đô thị, phát triển các KĐT phục vụ nhu cầu nhà ở của người dân tại Hà Nội & TP.HCM

Khối lượng giải ngân vốn đầu tư NSNN (tỷ đồng)



Một số dự án hạ tầng lớn được triển khai

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm triển khai
Hạng mục chính Sân bay Long Thành	98.500	Giữa năm 2023
12 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2	148.492	Đầu năm 2023
Vành đai 4 TP.Hà Nội	85.813	Giữa năm 2023
Vành đai 3 TP.HCM	75.378	Giữa năm 2023
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	17.837	Giữa năm 2023
Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương	45.787	Dự kiến 2024

CHỜ ĐỢI TÁC ĐỘNG TỪ CÁC BỘ LUẬT MỚI

- ♥ Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản Sửa đổi đã chính thức được Quốc hội thông qua tại cuối tháng 11.2023 (có hiệu lực từ đầu năm 2025). Dự thảo sửa đổi Luật Đất đai hiện đang trong các bước chính sửa cuối cùng và **kỳ vọng sẽ được thông qua vào đầu năm 2024**.
- ♥ Việc chỉnh sửa và ban hành 3 bộ Luật lớn về BĐS cùng lúc là việc chưa có tiền lệ, giúp tránh được tình trạng không thống nhất về cùng một quy định giữa các bộ Luật (đã từng xảy ra trong giai đoạn điều chỉnh bộ Luật 2013 – 2014)

So với các bộ Luật ban hành năm 2013, 2014 và các Dự thảo được trình trước đó, các Bộ Luật mới thông qua và dự thảo Luật Đất đai mới nhất đã có nhiều thay đổi:



Luật Đất đai (Dự thảo)

Dự kiến thông qua **đầu năm 2024**

- Tạm bỏ đề xuất quy định xác định giá đất theo nguyên tắc thị trường. Duy trì phương pháp thặng dư trong tính tiền sử dụng đất.
- Quy định cụ thể các trường hợp dự án được Nhà nước thu hồi đất, doanh nghiệp đấu thầu, đấu giá hoặc doanh nghiệp tự thỏa thuận.
- Tạo điều kiện thương mại hóa đất thuê trả tiền hàng năm.



Luật Kinh doanh BĐS 2023

Đã thông qua tại tháng 11.2023

- Quy định chặt hơn về đặt cọc mua nhà hình thành trong tương lai, hạn chế tình trạng chủ đầu tư coi tiền đặt cọc như một kênh huy động vốn.
- Điều chỉnh giảm tỷ lệ thanh toán tối đa khi mua nhà ở hình thành trong tương lai.
- Cấm chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho cá nhân tự xây nhà tại đô thị loại III trở lên.
- Yêu cầu báo cáo đúng giá giao dịch thực tế, tạo điều kiện hướng tới xây dựng bộ dữ liệu về giao dịch BĐS.



Luật Nhà ở 2023

Đã thông qua tại tháng 11.2023

- Nới lỏng điều kiện mua NOXH (bỏ tiêu chí về cư trú, nới rộng tiêu chí thu nhập và diện tích ở).
- Bổ sung quy định về đầu tư NOXH từ nguồn vốn NSNN rồi cho thuê.
- Miễn tiền sử dụng đất đối với các dự án cải tạo, xây dựng mới lại chung cư cũ.

CHỜ ĐỢI TÁC ĐỘNG TỪ CÁC BỘ LUẬT MỚI

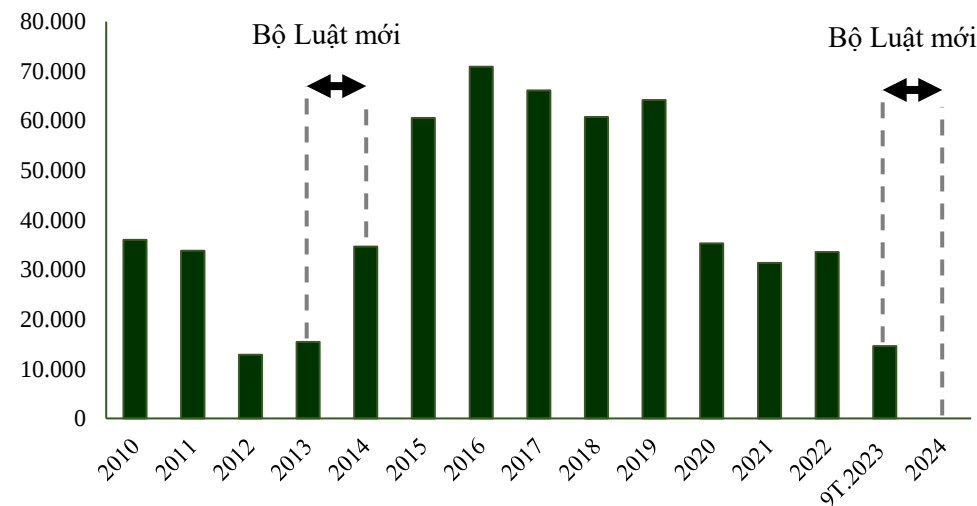
Việc thông qua các bộ Luật kỳ vọng sẽ thúc đẩy tích cực tâm lý thị trường trong năm 2024 và tạo điều kiện cho sự phục hồi của thị trường, xét đến:

- Các cơ quản lý có cơ sở để bắt đầu đẩy mạnh xử lý, thông qua hồ sơ pháp lý dự án theo điều chỉnh của hệ thống luật mới.
- Trong quá khứ, việc ban hành các bộ Luật mới trong giai đoạn 2013-2014 đã góp phần thúc đẩy mạnh mẽ nguồn cung dự án và hoạt động giao dịch trong các năm tiếp theo.

Tuy vậy, chúng tôi lưu ý rằng:

- Sẽ cần thêm thời gian khoảng 6 tháng – 1 năm để các quy định mới mang đến tác động thực tế:
 - Thời gian để các cán bộ địa phương, cơ quan quản lý và doanh nghiệp làm quen và điều chỉnh, hoàn thiện quy trình theo hệ thống luật mới.
 - Thời gian để ban hành các văn bản hướng dẫn.
- Lịch sử cho thấy các bộ Luật mới thường có hiệu quả khá hạn chế trong việc tháo gỡ cho các dự án đang vướng mắc hiện hữu. Thực tế phần lớn nguồn cung mới sau giai đoạn 2013 – 2014 là các dự án được triển khai theo hệ thống văn bản pháp luật mới.
- Các bộ Luật được sửa đổi theo hướng chặt chẽ hơn về điều kiện kinh doanh, bán hàng và yêu cầu đối với các chủ đầu tư.
- Một số vướng mắc hiện hữu vẫn chưa được quy định cụ thể tại các Văn bản Luật và cần chờ ban hành các hướng dẫn cụ thể hơn.

Lượng căn hộ mở bán mới ở Hà Nội và TP.HCM (đv: căn)



➤ Các doanh nghiệp có nguồn lực, năng lực hạn chế, dựa nhiều vào cơ chế xin – cho, phân lô bán nền, lập quy hoạch dự án để bán nhà trên giấy hoặc chuyển nhượng dự án sẽ gặp khó khăn trong môi trường pháp lý mới.

➤ Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp:

- Có năng lực triển khai dự án thực tế, tạo ra sản phẩm thực. Có năng lực đấu thầu, đấu giá trong phát triển dự án.
- Đã hoàn thành tình trạng pháp lý/ đang kinh doanh ổn định đối với các dự án hiện hữu.

NGUỒN CUNG MỚI CẢI THIẾN, NHƯNG VẪN Ở MỨC THẤP TRONG NĂM 2024



Số lượng dự án được cấp phép mới thấp kỉ lục trong năm 2023:

- Nhiều địa phương/ cơ quan quản lý ngại trách nhiệm sau khi nhiều sai phạm trước đó bị thanh tra và mạnh tay xử lý.
- Các cán bộ quản lý và cơ quan chuyên ngành thường có xu hướng hoãn hoạt động phê duyệt dự án và thông qua hồ sơ pháp lý trong giai đoạn điều chỉnh pháp luật.



Nguồn cung sản phẩm mới trong năm 2024 dự báo chủ yếu là hàng tồn kho hoặc phân khu tiếp theo tại những dự án hiện hữu:

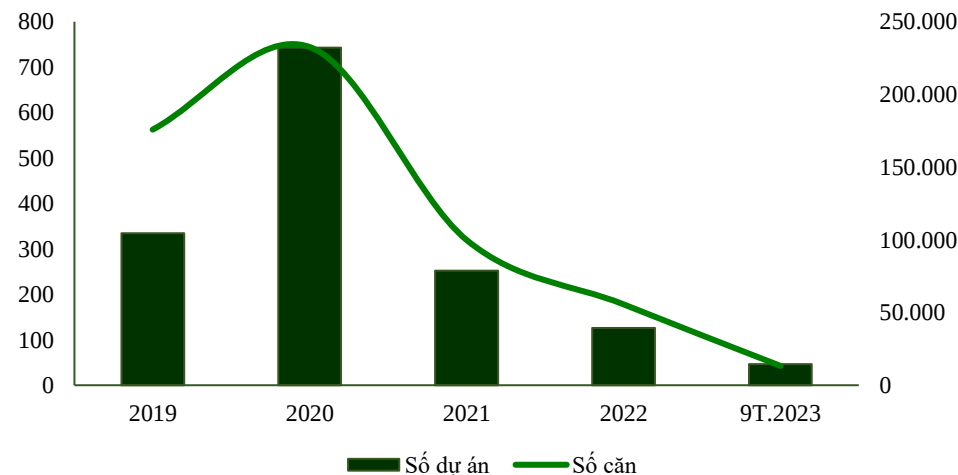
- Các doanh nghiệp ưu tiên tiêu thụ nguồn hàng hiện có để thu về dòng tiền, giải quyết nhu cầu tài chính trước mắt.
- Việc triển khai dự án mới trong giai đoạn thị trường trầm lắng có thể mang đến rủi ro tài chính đáng kể cho doanh nghiệp do: (1) Yêu cầu vốn đầu tư lớn, (2) Thời gian bán hàng chậm sẽ ảnh hưởng lớn tới phương án tài chính và dòng tiền trả nợ của dự án.



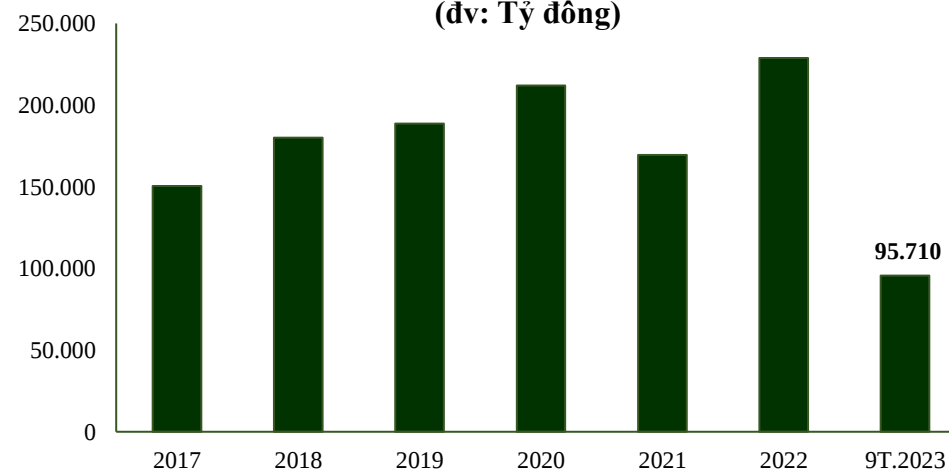
Mặc dù dự báo cải thiện so với năm 2023, nguồn cung sản phẩm mới trong năm 2024 sẽ vẫn ở mức hạn chế.

Xét đến việc các chủ đầu tư/ đại lý tham gia dự án thường cũng là các đơn vị tích cực trong việc tạo sự sôi động tại thị trường khu vực. **Việc thiếu vắng các đợt mở bán và quy hoạch dự án mới sẽ hạn chế nhất định đến tốc độ hồi phục của thị trường.**

Số dự án và số căn nhà ở thương mại được cấp phép mới



Thu NSNN từ cho thuê đất và thu tiền sử dụng đất (đv: Tỷ đồng)



NHÀ GIÁ RẺ: CẦN THÊM NHIỀU ĐỘNG LỰC THÚC ĐẨY

♥ Sau giai đoạn suy thoái 2010 – 2011, sự bùng nổ của phân khúc nhà giá rẻ đã góp công lớn vào việc giúp thị trường có thanh khoản trở lại và phục hồi từ 2013 – 2014.

♥ Tuy vậy đối với giai đoạn hiện nay, chúng tôi không đánh giá cao tính khả thi của các dự án nhà ở thương mại (NOTM) giá rẻ do:

- Chi phí quỹ đất tăng mạnh so với giai đoạn trước, đặc biệt trong khu vực nội thành.
- Khó khăn pháp lý khiến thời gian triển khai dự án mới kéo dài và làm tăng giá vốn.
- Không ít các dự án NOTM giá rẻ trước đây tồn tại những sai phạm trong quy hoạch, quy định về xây dựng và hạ tầng kỹ thuật, cảnh quan đi kèm để hạ giá thành.

➔ **NOXH là giải pháp được lựa chọn** để đáp ứng nhu cầu an cư và giúp phá băng thị trường.

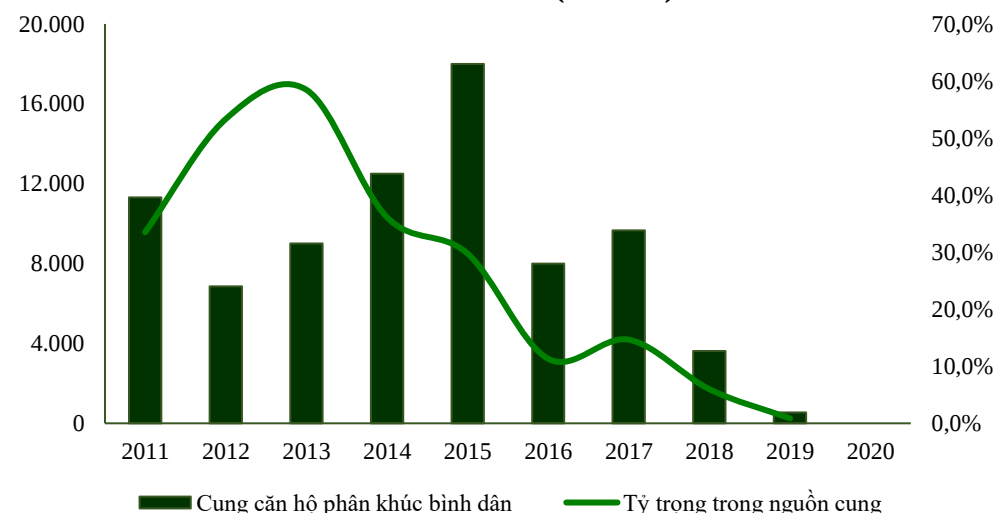
- Chủ đầu tư tiết kiệm được các chi phí về tạo dựng quỹ đất.
- Người mua nhà và chủ đầu tư được tiếp cận nguồn vốn vay chi phí thấp.



Tuy nhiên, đi kèm với các ưu đãi, việc phát triển NOXH gặp nhiều vướng mắc về thủ tục, quy định pháp lý về đầu tư và quy định cho người mua nhà. Điều này gây suy giảm đáng kể hiệu quả của các gói hỗ trợ.

♥ Chúng tôi đánh giá sẽ cần thêm thời gian để chính phủ điều chỉnh chính sách, các quy định hỗ trợ để phù hợp với thực tiễn và thúc đẩy nguồn cung NOXH trong các năm tới.

Nguồn cung căn hộ phân khúc bình dân mở bán mới tại Hà Nội & TP.HCM (đv: căn)



Tình hình giải ngân gói 120.000 tỷ đồng hỗ trợ NOXH (tính đến Q3.2023)

52 dự án đủ điều kiện vay

25.884 tỷ đồng nhu cầu vay vốn

Giải ngân thực tế: **83 tỷ đồng**

HOẠT ĐỘNG GIAO DỊCH KỲ VỌNG CẢI THIẾN TRONG NĂM 2024

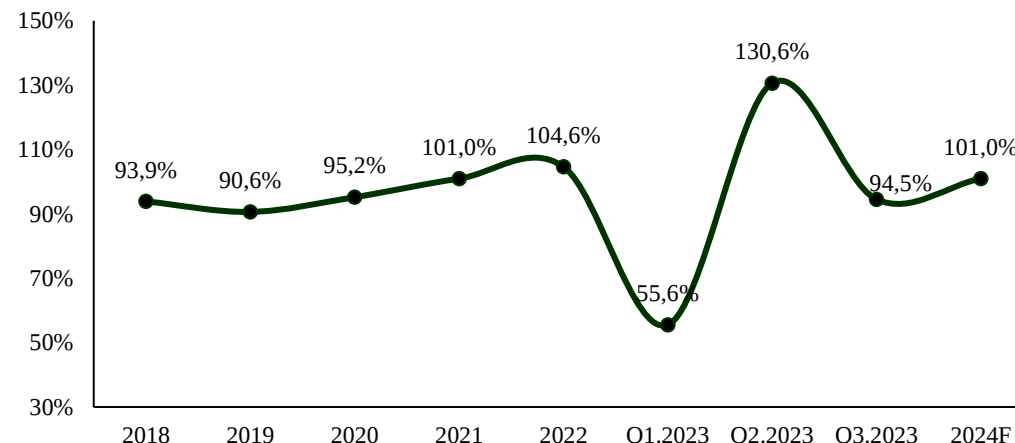
Hoạt động giao dịch tại một số khu vực/ phân khúc kỳ vọng cải thiện tích cực trong năm 2024, khi:

- ▼ Mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà bắt đầu điều chỉnh giảm theo mặt bằng lãi suất huy động.
- ▼ Nguồn sản phẩm cắt lỗ sâu từ những người mua nhà sử dụng đòn bẩy cao trong giai đoạn thị trường sôi nổi đã được hấp thụ đáng kể.
- ▼ Sau một thời gian mặt bằng giá không còn giảm sâu và cơ bản đạt mức cân bằng, người mua nhà có xu hướng bắt đầu nối lại các kế hoạch mua BĐS cho mục tiêu an cư và đầu tư dài hạn.

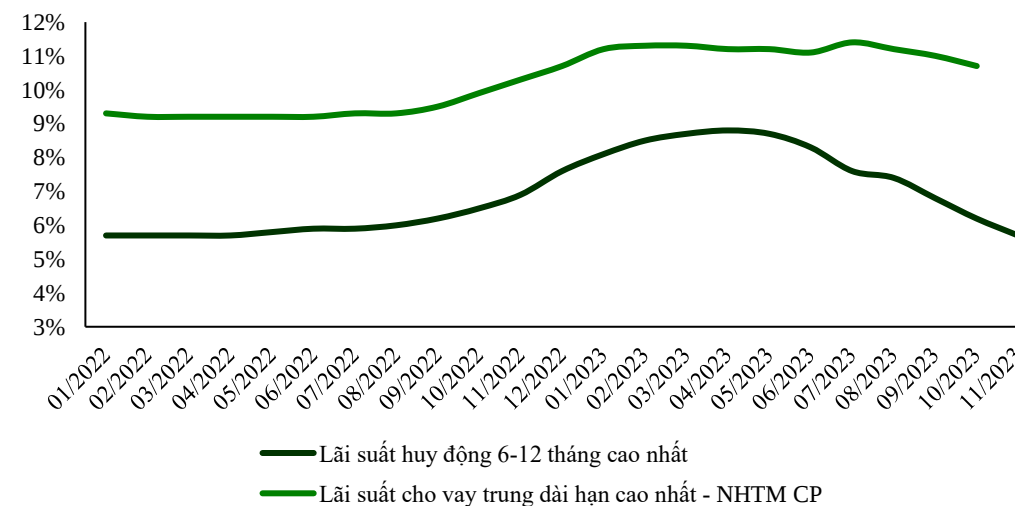
Thanh khoản một số khu vực có thể hồi phục sớm hơn thị trường chung:

- Vùng lõi đô thị tại Hà Nội & TP.HCM, phục vụ nhu cầu ở thực của người dân.
- Khu vực thành phố tại các tỉnh thành sở hữu: (1) Tốc độ phát triển kinh tế và đô thị hóa cao; (2) Tiềm năng phát triển công nghiệp và thu hút lao động; (3) Kế hoạch phát triển trung tâm hành chính mới và mở rộng quy mô hành chính.

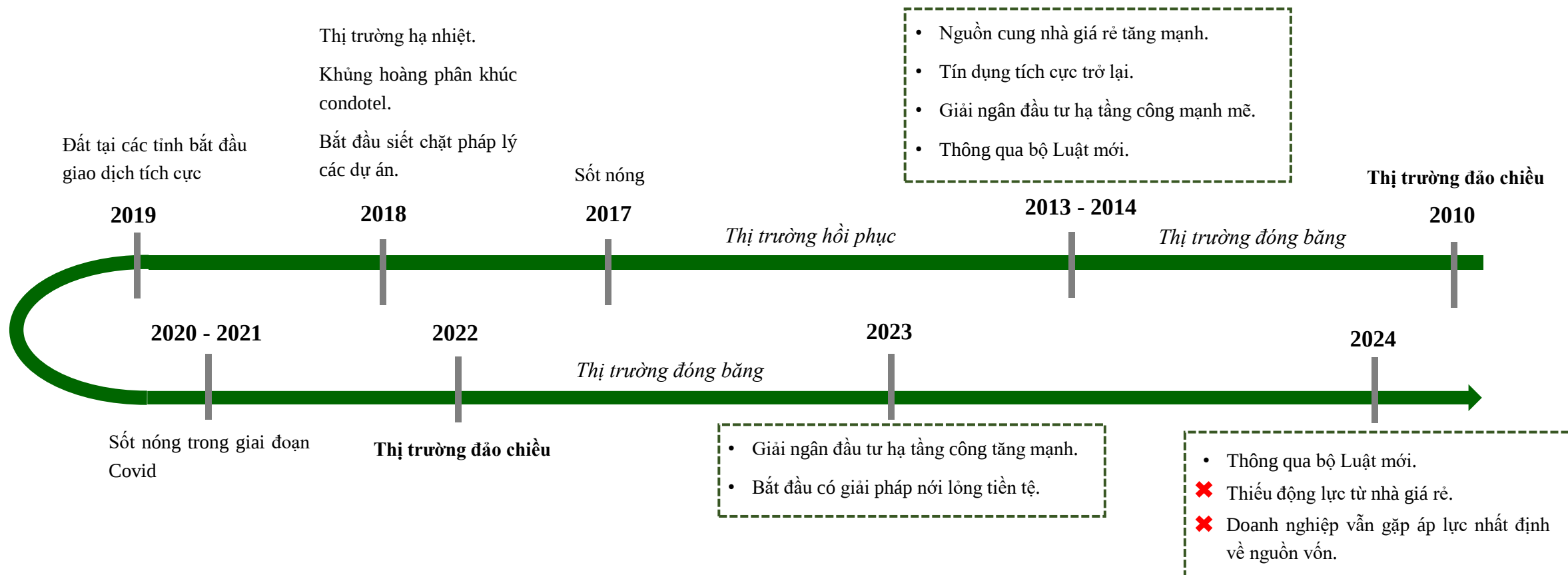
Tỷ lệ hấp thụ căn hộ mở bán tại Hà Nội & TP.HCM



Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay



ĐIỂM PHÂN HÓA CÓ THỂ ĐƯỢC XÁC LẬP TỪ NĂM 2024



Thị trường dự báo sẽ chưa sôi động trở lại trong năm 2024 do cần chờ thêm những động lực về nguồn cung, giải quyết tình trạng lệch pha cung cầu và tiếp cận vốn cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên, sự phân hóa mạnh mẽ sẽ bắt đầu thể hiện từ năm 2024 giữa các khu vực, phân khúc và doanh nghiệp.

THỊ TRƯỜNG HÀ NỘI & TP.HCM: NHU CẦU Ở THỰC TẬP TRUNG TẠI KHU VỰC NỘI THÀNH

♥ Mặc dù được thúc đẩy mạnh mẽ, sau nhiều năm việc phát triển đô thị vùng ven, KĐT và thành phố vệ tinh **phần lớn thể hiện thiếu hiệu quả trong thu hút nhu cầu ở thực:**

- Chưa phát triển đầy đủ hạ tầng giao thông đô thị hướng tâm và hệ thống phương tiện công cộng đi kèm (tàu điện ngầm, tàu điện, xe bus nhanh,...). Việc di chuyển của phần lớn người dân đến khu vực trung tâm vẫn dựa vào phương tiện cá nhân (chủ yếu là xe máy).
- Chưa di dời hiệu quả hạ tầng bệnh viện, trường đại học và cơ quan hành chính ra khỏi trung tâm.
- Giá BĐS vùng ven bị đẩy cao so với giá trị an cư và khai thác dòng tiền thực tế.

➔ **Phần lớn khu vực vùng ven phát triển theo hướng các sản phẩm thấp tầng có giá trị cao, phục vụ chủ yếu nhu cầu đầu tư.**

♥ **Vành đai 4 TP.Hà Nội và Vành đai 3 TP.HCM kỳ vọng sẽ cải thiện tích cực đến phạm vi đô thị và tính khả thi của các khu dân cư vùng ven, tuy nhiên sẽ cần thêm thời gian để đạt hiệu quả xét đến:**

- Các dự án trên dự kiến sẽ chưa thể đi vào hoạt động trong 2-3 năm tới do quy mô lớn và diện tích giải phóng mặt bằng cao.
- Các đường Vành đai 4 Hà Nội và Vành đai 3 TP.HCM là các đường vành đai liên vùng, do đó có hiệu quả hạn chế hơn trong việc kết nối các khu vực dân cư và nội thành so với các đường vành đai đô thị.
- Cần hệ thống giao thông hướng tâm được phân bổ thuận tiện để phát huy hiệu quả các tuyến đường vành đai trong việc mở rộng bán kính đô thị.

Đường vành đai 4 TP. Hà Nội



Đường vành đai 3 TP. HCM



THỊ TRƯỜNG HÀ NỘI & TP.HCM: NHU CẦU Ở THỰC TẬP TRUNG TẠI KHU VỰC NỘI THÀNH



Trong 1-2 năm tới, phần lớn nhu cầu ở thực của người dân tại HN & TP.HCM sẽ **vẫn tập trung tại phạm vi nội thành hiện hữu** (dọc Vành đai 3 Hà Nội và Vành đai 2 TP.HCM). Xét đến thực trạng thiếu hụt quỹ đất nội thành và chi phí vốn cao, một số xu hướng dự báo được thúc đẩy trong thời gian tới:

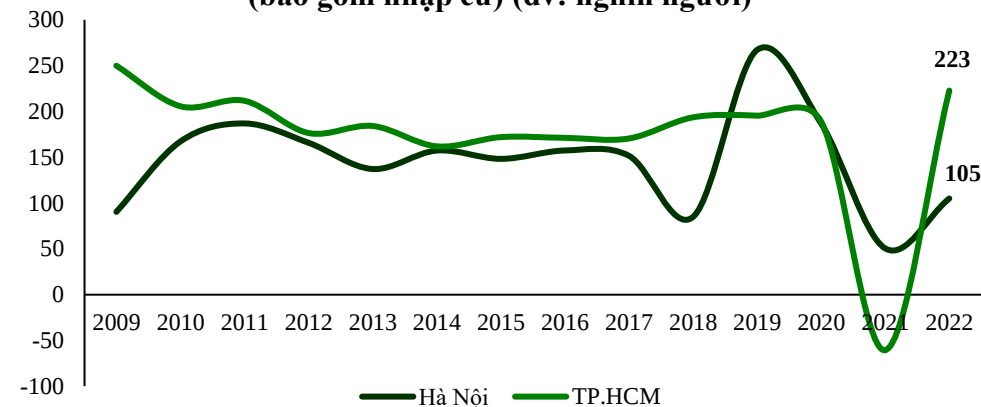
- Các chủ đầu tư giảm diện tích các căn hộ để hạ giá bán.
- Tham gia các dự án cải tạo chung cư cũ, chỉnh trang khu dân cư hiện hữu có thể là một phương án hiệu quả để tạo nguồn cung nhà ở khu vực nội thành, đặc biệt khi chính quyền đang tích cực thúc đẩy việc tái quy hoạch và chỉnh trang đô thị thành phố.



Về dài hạn, **việc phát triển các khu đô thị vùng ven, thành phố vệ tinh và mở rộng phạm vi đô thị vẫn là xu hướng tất yếu** xét đến thực trạng quá tải dân số và mật độ giao thông tại nội thành. Các khu đô thị vùng ven sẽ có tiềm năng phát triển tốt và thu hút dân cư nếu:

- Quy hoạch bài bản, mang lại giá trị sống cao cho cư dân. Sở hữu hệ thống hạ tầng, tiện ích đầy đủ (trường học, bệnh viện, trung tâm thương mại,...) trong KĐT.
- Giá thành sản phẩm phù hợp.
- Nằm trên các tuyến đường lớn kết nối với khu vực trung tâm và sở hữu mạng lưới phương tiện công cộng (xe bus, tàu điện) phục vụ di chuyển thuận tiện đến nội thành.

Gia tăng dân số hàng năm tại Hà Nội và TP.HCM
(bao gồm nhập cư) (đv: nghìn người)



Các thành phố trong thành phố, đô thị vệ tinh được quy hoạch cho Hà Nội và TP.HCM

Mô hình	Hà Nội	TP.HCM
Thành phố trong thành phố	Thành phố phía Bắc (Đông Anh, Mê Linh, Sóc Sơn) Thành phố phía Tây (Hòa Lạc, Xuân Mai)	Thành phố Thủ Đức
Đô thị vệ tinh	Sơn Tây Phú Xuyên	Cần Giờ Đô thị khu Nam – Phú Mỹ Hưng Đô thị Tây Nam – Bình Chánh Đô thị Tây Bắc – Củ Chi

THỊ TRƯỜNG BĐS TỈNH: PHÂN HÓA MẠNH GIỮA CÁC ĐỊA PHƯƠNG

- Thị trường tại các đô thị loại II trở xuống và khu vực nông thôn dự báo sẽ cần thêm thời gian để hồi phục xét đến: (1) Thực trạng thừa cung cục bộ do quy hoạch quá mức trong giai đoạn sốt nóng, (2) Giá sản phẩm bị đẩy cao do đầu cơ, (3) Áp lực nhà ở tại nhiều địa phương không cao do mức độ gia tăng dân số trong độ tuổi lao động thấp, thậm chí sụt giảm do di dân đến các thành phố lớn và trung tâm công nghiệp.
- Chúng tôi kì vọng xu hướng hồi phục nhanh hơn thị trường chung tại thành phố của một số tỉnh thành:
 - Sở hữu tốc độ phát triển kinh tế và đô thị hóa cao.
 - Có tiềm năng phát triển công nghiệp, thu hút FDI và thu hút lao động nhập cư, thậm chí từ các tỉnh thành khác.
 - Được hưởng cơ chế phát triển đặc thù hoặc sở hữu lợi thế về ngân sách cho phép mạnh tay phát triển hạ tầng giao thông, đô thị.
 - Có kế hoạch phát triển trung tâm thành phố mới, mở rộng địa giới hành chính.

Một số địa phương đáng lưu ý:

Miền Bắc				Miền Nam			
Bắc Ninh	Bắc Giang	Hưng Yên	Hải Phòng	Đồng Nai	Bình Dương	Long An	Vũng Tàu
Trung tâm sản xuất tại Miền Bắc. Hạ tầng giao thông, đô thị được quy hoạch bài bản. Định hướng lên TP trực thuộc trung ương	Gia tăng mạnh vị thế trong thu hút FDI và sản xuất công nghệ cao. Quy hoạch lại đô thị và phát triển trung tâm mới	Các dự án BĐS lớn giúp thay đổi bộ mặt đô thị và nâng tầm vị thế của khu vực. Phát triển theo hướng đô thị vùng ven Hà Nội. Hưởng lợi từ đường vành đai 4.	Trung tâm thu hút lao động nhập cư mới tại Miền Bắc. Cơ chế đặc thù cho phát triển kinh tế và nguồn ngân sách dồi dào từ hạ tầng cảng biển, logistics.	Lợi thế để phát triển thành trung tâm logistics của khu vực Đông Nam Bộ. Hưởng lợi từ các dự án hạ tầng lớn như sân bay Long Thành.	Trung tâm sản xuất của Miền Nam. Lực lượng lao động nhập cư lớn với thu nhập cao. Thu hút người mua nhà đang làm việc tại TP.HCM	Địa phương mới nổi trong phát triển công nghiệp và thu hút đầu tư. Vị trí thuận lợi để tiếp nhận lao động nhập cư từ Tây Nam Bộ.	Cụm cảng Cái Mép và hệ thống logistics giúp thúc đẩy tích cực nguồn ngân sách và năng lực thu hút đầu tư. Hưởng lợi từ các dự án hạ tầng kết nối.

DOANH NGHIỆP CẦN DỰA NHIỀU HƠN VÀO NGUỒN LỰC NỘI TẠI TRONG PHÁT TRIỂN DỰ ÁN

Vốn vay

- Nguồn vốn huy động từ TPDN sẽ vẫn hạn chế, chủ yếu dành cho các doanh nghiệp lớn, có uy tín tốt và tài sản đảm bảo pháp lý rõ ràng.
- Nguồn vốn tín dụng dự kiến tiếp tục được đẩy mạnh huy động, nhưng **bị giới hạn bởi**:
 - Các dự án không đủ điều kiện cho vay do chưa hoàn thành hồ sơ pháp lý, hoặc đã được thế chấp cho các khoản vay tín dụng trước đó.
 - Việc huy động vốn tín dụng yêu cầu doanh nghiệp có phương án kinh doanh, kế hoạch cân đối dòng tiền trả nợ và được kiểm tra gắt gao.



Vốn tự có

- **Vai trò trong phát triển dự án được nâng lên đáng kể trong giai đoạn tới.**
- Hạn chế khả năng các doanh nghiệp đầu tư dàn trải, làm nhiều dự án một lúc hoặc dự án quá lớn so với nguồn lực doanh nghiệp.

Huy động từ khách hàng

- **Hoạt động bán hàng dự báo vẫn tương đối trầm lắng trong năm 2024.** Đối với các dự án quy mô lớn, các chủ đầu tư có thể đối mặt với áp lực cạnh tranh từ chính nguồn sản phẩm chuyển nhượng thứ cấp từ người mua trước đó.
- Các đại lý, sàn giao dịch thường hạn chế các giao dịch mua lô lớn để phân phối trong giai đoạn thị trường chưa khởi sắc.
- Các bộ Luật mới siết chặt hoạt động huy động vốn từ đặt cọc, bán nhà trong tương lai.

Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp:

- Có sức khỏe tài chính tốt, sử dụng nợ vay ở mức hợp lý và không phụ thuộc vào các hình thức bán nhà trên giấy khi dự án chưa đủ điều kiện kinh doanh.
- Chiến lược đầu tư tập trung, triển khai gói đầu các dự án, không đầu tư dàn trải.

- ♥ **Một số doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn nghiêm trọng về thanh khoản** có thể phải chấp nhận rời khỏi thị trường, hoặc chuyển nhượng dần danh mục dự án/ mảng kinh doanh để xử lý các nghĩa vụ nợ.
- ♥ Các doanh nghiệp quy mô lớn có dự án bị tắc nghẽn về pháp lý, nguồn vốn vẫn tích cực được hỗ trợ để tránh rủi ro nợ xấu và tình trạng dự án treo nhiều năm. Tuy nhiên, **một số doanh nghiệp dự báo sẽ khó khôi phục vị thế và quy mô phát triển dự án như trước đó** xét đến:
 - Quy mô vay nợ lớn và việc tích lũy nhiều dự án, quỹ đất với giá vốn cao trong giai đoạn sốt nóng khiến hiệu quả kinh doanh các dự án trên không cao ngay cả khi được tạo điều kiện tái khởi động.
 - Việc rà soát đối với hoạt động bán hàng, huy động vốn khi dự án chưa đủ điều kiện pháp lý được thắt chặt.
 - Suy giảm uy tín và khả năng huy động mới (qua tín dụng, trái phiếu và phát hành cổ phần), đặc biệt đối với các doanh nghiệp từng vi phạm nghĩa vụ trái phiếu, hoặc phải thực hiện giãn hoãn nợ.

Các doanh nghiệp bảo toàn tốt nguồn lực trong giai đoạn khó khăn, sở hữu những lợi thế trong phát triển dự án có thể bứt phá trong chu kỳ mới của thị trường:



Pháp lý, quỹ đất

Yếu tố quỹ đất sạch, ít gặp vướng mắc pháp lý và có thể nhanh chóng triển khai dự án được đánh giá quan trọng hơn quy mô quỹ đất.

Sở hữu khả năng đấu thầu, phát triển dự án tạo sản phẩm thực tế.

Quy hoạch dự án bài bản, tạo giá trị gia tăng tốt cho sản phẩm trong bối cảnh giá vốn tích lũy quỹ đất ngày càng sát với giá thị trường.



Tài chính

Sở hữu cơ cấu tài chính khỏe mạnh, sử dụng nợ vay ở mức hợp lý và không phụ thuộc vào các hình thức bán nhà trên giấy khi dự án chưa đủ điều kiện kinh doanh.

Chu kỳ phát triển dự án và bán hàng ngắn, không bị sa lầy tại các dự án quá lớn so với nguồn lực doanh nghiệp hoặc nhu cầu thị trường.



Dự án

Sản phẩm phù hợp nhu cầu thị trường và có khả năng thu hút cư dân ở thực.

Các dự án cao tầng tại vùng lõi đô thị và các khu đô thị mới tại các địa phương phát triển nhanh sẽ có lợi thế hồi phục sớm hơn thị trường.

Ưu tiên các dự án đã mở bán thành công trước khi thị trường đảo chiều và hiện đã thu hút lượng cư dân nhất định.

Thị trường chung chưa sôi động

- Thị trường đã về cơ bản vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và có những tín hiệu hồi phục ban đầu. Tuy vậy, nguồn cung mới dự báo vẫn tương đối hạn chế trong năm 2024 khi: (1) Cần thêm các nỗ lực, giải pháp để tháo gỡ vướng mắc pháp lý, giải quyết tình trạng lệch pha cung cầu và việc tiếp cận vốn cho doanh nghiệp, (2) Nhiều doanh nghiệp tập trung vào việc tái cấu trúc, thanh toán các nghĩa vụ nợ và không còn nhiều nguồn lực cho phát triển dự án mới.
- Thanh khoản thị trường được cải thiện so với cùng kỳ. Các sản phẩm phục vụ nhu cầu ở thực, có khả năng khai thác dòng tiền hoặc tiềm năng tăng giá tốt về cơ bản đạt điểm cân bằng và có thể bắt đầu hồi phục tích cực trong năm 2024.

Phân hóa mạnh giữa các phân khúc và khu vực

- Các sản phẩm đất nền/ thấp tầng tại vùng ven, các tỉnh thành ít động lực tăng trưởng kinh tế sẽ vẫn gặp khó khăn và thậm chí tiếp tục giảm giá tại một số khu vực do mặt bằng giá đã bị đẩy lên quá cao, tiềm ẩn nhiều rủi ro pháp lý và nguy cơ thừa cung cục bộ.
- Đối với các sản phẩm cao tầng (chủ yếu ở Hà Nội và TP.HCM): (1) Các căn hộ cao cấp/ hạng sang hoặc vị trí quá xa trung tâm có thể gặp khó khăn nhất định trong việc tiêu thụ và yêu cầu các chủ đầu tư tăng chiết khấu, (2) Các căn hộ phân khúc trung cấp nằm trong phạm vi đô thị hiện hữu, phục vụ tốt nhu cầu ở thực và đi lại của người dân sở hữu sức hấp dẫn lớn.
- Một số địa phương có tốc độ phát triển kinh tế và đô thị hóa cao, thu hút đầu tư và lao động nhập cư tốt dự báo sẽ hồi phục sớm hơn thị trường.



Một số doanh nghiệp có thể tận dụng giai đoạn thanh lọc và phân hóa của thị trường để bứt phá trong chu kỳ mới

- Sở hữu cơ cấu tài chính khỏe mạnh, sử dụng nợ vay ở mức hợp lý, hiệu quả kinh doanh tạo dòng tiền cao và không bị sa lầy tại các dự án quá lớn.
- Sở hữu quỹ đất sạch và ít vướng mắc pháp lý. Có năng lực đấu thầu và triển khai dự án bài bản, tạo giá trị gia tăng tốt cho sản phẩm.
- Sản phẩm, địa bàn kinh doanh phù hợp thị hiếu thị trường và có khả năng thu hút cư dân ở thực.

ĐÁNH GIÁ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TIÊU BIỂU TRONG NGÀNH

Mã	Khuyến nghị	Địa bàn kinh doanh chính	Rủi ro tài chính 2024 - 2025	Triển vọng kinh doanh 2024 - 2025	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 9T.2023 (tỷ đồng)	LNST 9T.2023 (tỷ đồng)	Tổng tài sản Q3.2023 (tỷ đồng)
VHM	MUA	Cả nước	Trung bình	Tích cực	175.045	94.636	32.395	417.039
NLG	MUA	TP.HCM và lân cận	Thấp	Tích cực	14.102	1.545	318	27.693
HDG	MUA	Hà Nội & TP.HCM	Thấp	Tích cực	8.744	2.020	533	14.528
TCH	MUA	Hải Phòng	Thấp	Tích cực	8.853	1.121	476	14.751
CSC	MUA	Huế	Thấp	Tích cực	885	298	53	2.240
NTL	MUA	Hà Nội, Quảng Ninh	Thấp	Tích cực	1.735	167	4	1.644
DXG	Trung lập	Miền Nam	Trung bình	Đi ngang	13.486	2.305	149	30.498
KDH	Trung lập	TP.HCM	Thấp	Đi ngang	24.019	1.626	667	23.417
DIG	Trung lập	Cả nước	Trung bình	Đi ngang	15.734	597	97	14.143
VPI	Trung lập	Miền Bắc	Trung bình	Đi ngang	13.116	1.742	438	10.821
AGG	Trung lập	Miền Nam	Trung bình	Đi ngang	3.109	3.714	351	8.457
HDC	Trung lập	Vũng Tàu	Trung bình	Tích cực	4.404	474	84	4.540
NVL	Bán	Miền Trung & Miền Nam	Cao	Đi ngang	32.566	2.740	-957	249.321
PDR	Bán	Miền Nam	Cao	Suy giảm	19.800	549	399	20.590
CEO	Bán	Phú Quốc, Vân Đồn	Thấp	Suy giảm	11.683	942	89	9.536
VCR	Bán	Cát Bà	Cao	Suy giảm	5.250	23	-281	5.140

**CẬP NHẬT NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở
TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2024
CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ**

CTCP VINHOMES (HOSE: VHM)

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
BDS	40.300	56.549	40,3%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 38.450 – 63.000

GTGD bình quân 52T 3.787.829

Vốn hóa (tỷ đồng) 174.392

P/E 4,25

P/B 0,97

% NN sở hữu 24,23%

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

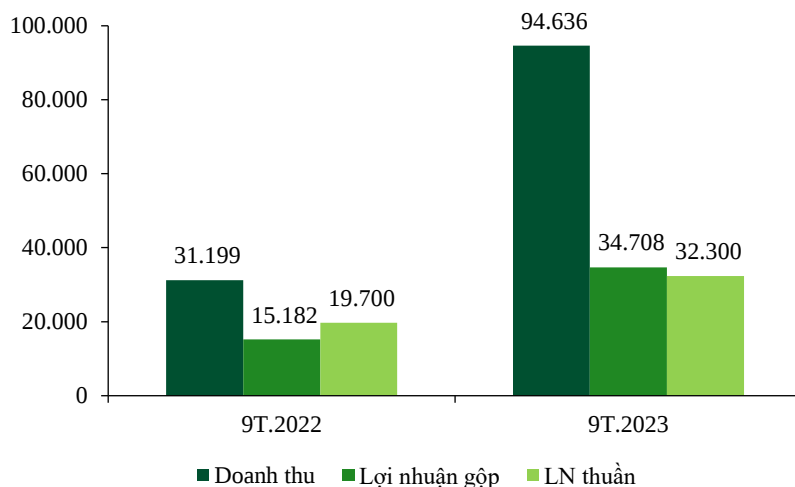
Tổng thu nhập 90.187

Lợi nhuận thuần 36.145

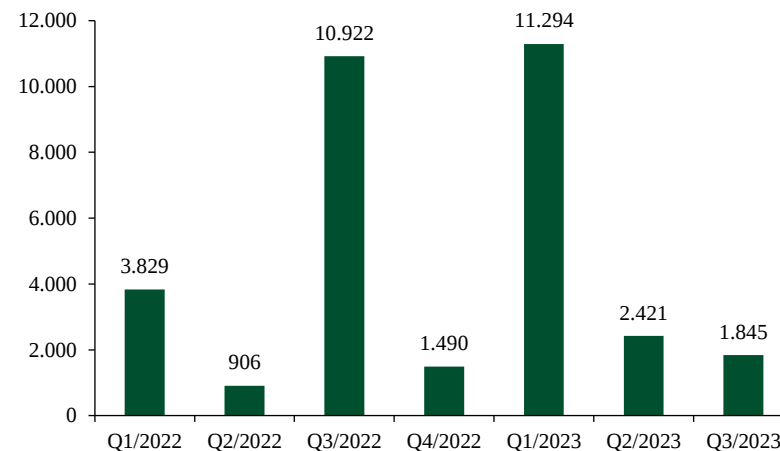
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Vinhomes là thành viên quan trọng trực thuộc tập đoàn Vingroup. Công ty hiện là chủ đầu tư phát triển bất động sản nhà ở lớn nhất Việt Nam với quỹ đất trải dài cả nước, trong đó tập trung phát triển các dự án đại đô thị (quy mô trên 100 ha). Bên cạnh đó, VHM sở hữu 29 triệu m2 quỹ đất công nghiệp và dự kiến đẩy mạnh phát triển khu công nghiệp trong giai đoạn tới.
- KQKD 9T.2023:** VHM ghi nhận sự gia tăng mạnh trong KQKD với doanh thu đạt 94.636 tỷ đồng (+203,3% yoy), lợi nhuận thuần đạt 32.299 tỷ đồng (+63,9% yoy). Điều này nhờ: (1) Doanh nghiệp tích cực hoàn thiện và bàn giao các sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2&3 (Hưng Yên), (2) Ghi nhận 15.559 tỷ đồng doanh thu tài chính, chủ yếu là thu nhập từ hoạt động bán buôn tại dự án Vinhomes Ocean Park 2&3 (thông qua hình thức chuyển nhượng cổ phần công ty con).

KQKD hợp nhất của VHM (đv: Tỷ đồng)



Doanh thu tài chính của VHM (đv: Tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

♥ Duy trì tốt sức khỏe tài chính và nguồn lực kinh doanh qua giai đoạn khó khăn của thị trường:

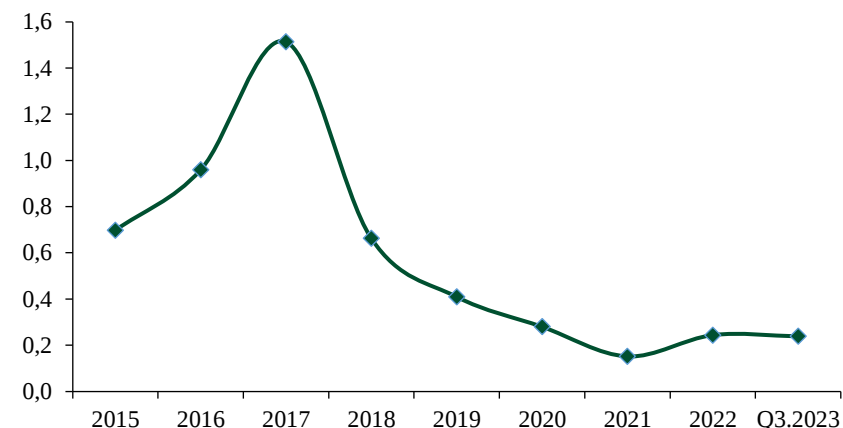
- Trong giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng (2022 – 2023), VHM vẫn ghi nhận dòng tiền bán hàng và kết quả kinh doanh tích cực nhờ: (1) Thành công từ việc đưa vào kinh doanh dự án Vinhomes Ocean Park 2&3 (Hưng Yên), (2) Các sản phẩm của Vinhomes đã tạo dựng uy tín tốt, thu hút nhu cầu đầu tư và mua lô lớn từ các đại lý ngay cả trong giai đoạn thị trường không quá thuận lợi.
- Mô hình bán hàng kết hợp bán lẻ và bán buôn dự án giúp: (1) Đẩy nhanh tiến độ kinh doanh và thu hồi dòng tiền tại các dự án; (2) Giảm bớt áp lực tài chính cho doanh nghiệp khi triển khai các đại đô thị quy mô lớn.

➔ Không chịu nhiều áp lực từ nợ vay tài chính và **có thể sẵn sàng đẩy mạnh triển khai, kinh doanh dự án mới ngay khi thị trường bắt đầu hồi phục.**

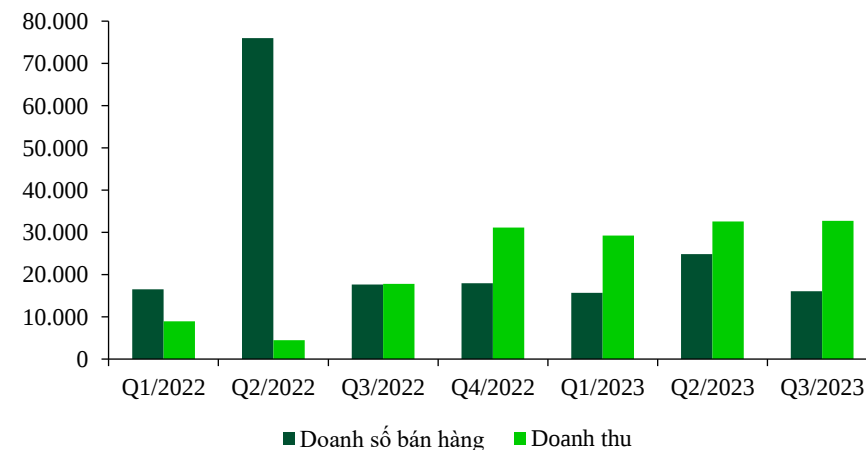
♥ Vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng phát triển chung của ngành:

- Quỹ đất lớn và sở hữu vị thế vượt trội trong việc đấu thầu, lập quy hoạch phát triển dự án mới tại các khu vực trọng điểm phát triển hạ tầng giao thông, đô thị, trung tâm đô thị - hành chính mới của các tỉnh thành và thành phố lớn.
- Khả năng tạo giá trị gia tăng tốt cho quỹ đất nhờ: (1) Các KĐT được quy hoạch bài bản và thiết lập tốt hệ thống hạ tầng, tiện ích tương đối đầy đủ nội khu, (2) Dự án Vinhomes đạt hiệu quả cao trong việc tái xác lập mặt bằng giá và nâng tầm thị trường bất động sản tại địa phương.

Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH của VHM



Doanh số bán hàng và doanh thu ghi nhận của VHM (đv: Tỷ đồng)



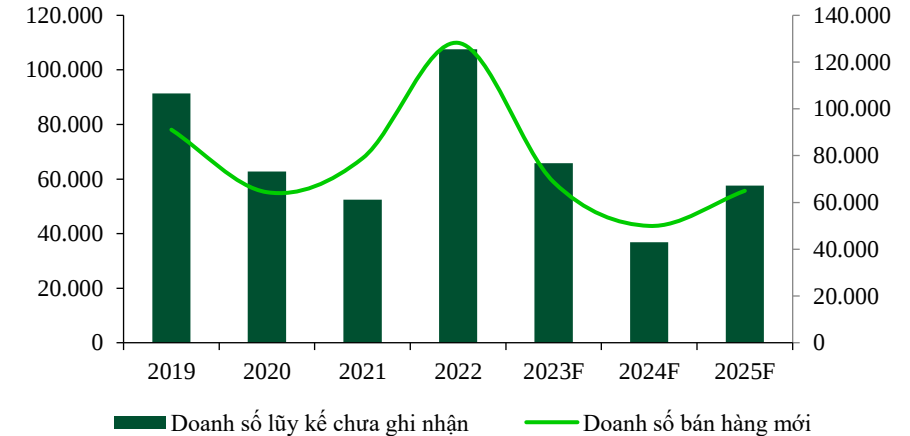
❖ **Các đại đô thị ven Vành đai 4 Hà Nội kỳ vọng tiếp tục là nguồn đóng góp dòng tiền quan trọng trong vài năm tới:**

- Dự án Vinhomes Ocean Park 2&3 đang tích cực đẩy mạnh thu hút dân cư, hoàn thiện hệ thống chuỗi hạ tầng, tiện ích và dần xác lập vị thế như một điểm đến du lịch, tổ chức sự kiện và thương mại – dịch vụ mới trên địa bàn Hà Nội.
- Trong giai đoạn 1-3 năm tới, VHM dự kiến sẽ đưa vào kinh doanh đại đô thị Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng) và Vinhomes Cổ Loa (Đông Anh) với tổng diện tích hơn 500 ha.
- Chúng tôi đánh giá cao triển vọng bán hàng tại các dự án xét đến: (1) Khả năng kết nối của các KĐT tới trung tâm Hà Nội được cải thiện mạnh mẽ sau khi tuyến Vành đai 4 TP. Hà Nội đi vào vận hành, (2) Các dự án xây dựng được không gian sống tốt và VHM là một trong số ít các chủ đầu tư có năng lực phát triển hệ thống giao thông công cộng tương đối bài bản và thuận tiện đến các KĐT vùng ven.

❖ **Kỳ vọng duy trì vị thế dẫn đầu trong chu kỳ thị trường mới:**

- VHM dự kiến sẽ triển khai và đưa vào kinh doanh các dự án đại đô thị lần biển có quy mô trên 1.000 ha (Vinhomes Hạ Long Xanh, Vinhomes Cần Giờ) trong giai đoạn 3-5 năm tới. Trong trường hợp các dự án trên thành công sẽ giúp nâng tầm mạnh mẽ quy mô kinh doanh của doanh nghiệp.
- Các chủ đầu tư có nguồn lực tài chính tốt, có khả năng quy hoạch bài bản và phát triển dự án hoàn chỉnh như VHM sở hữu nhiều lợi thế trong môi trường pháp lý mới, khi các điều kiện về bán nhà hình thành trong tương lai và hồ sơ pháp lý dự án được siết chặt.
- VHM đã tạo dựng thương hiệu tốt và được ưu tiên bởi các chính quyền địa phương khi thu hút đầu tư cho các khu vực đô thị, hành chính mới của thành phố.

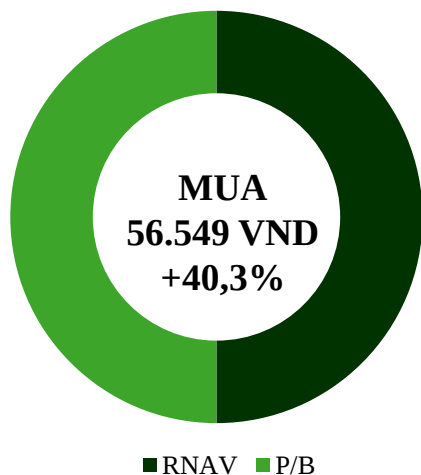
Doanh số bán hàng mới và Doanh số lũy kế chưa ghi nhận của VHM (đv: Tỷ đồng)



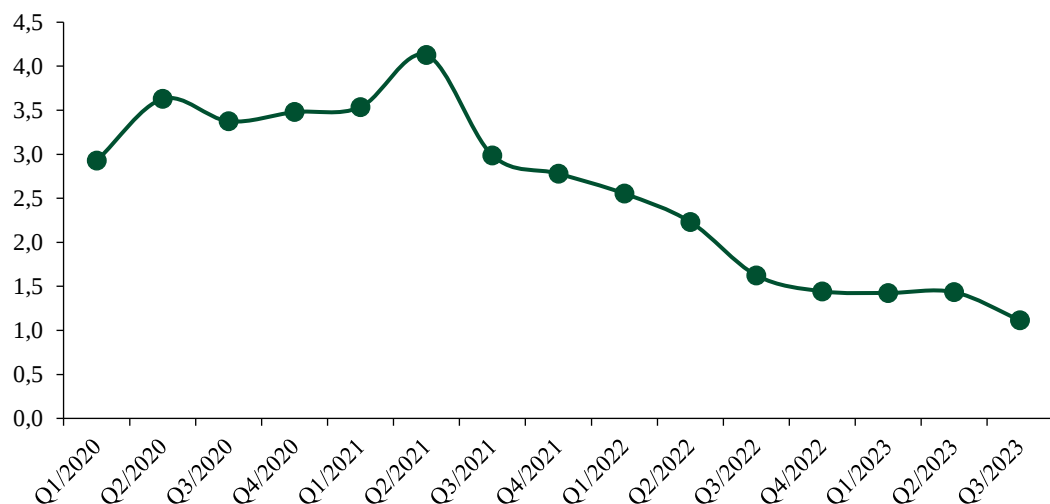
Các đại đô thị dự kiến đưa vào kinh doanh trong giai đoạn 2024 – 2026 của VHM

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (m ²)	NSA (m ²)
Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội	1.330.000	364.000
Vinhomes Cổ Loa	Đông Anh, Hà Nội	3.850.000	1.399.000
Vinhomes Vũ Yên	Thủy Nguyên, Hải Phòng	8.770.000	2.589.000

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu	62.393	121.518	90.187
+/- yoy (%)	-26,6%	94,8%	-25,8%
Lợi nhuận thuần	28.831	41.933	36.145
+/- yoy (%)	-25,7%	45,4%	-13,8%
EPS (VND/cổ phiếu)	6.621	9.630	8.301

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu đưa vào kinh doanh dự án Vinhomes Vũ Yên, Vinhomes Đan Phượng và Vinhomes Cổ Loa trong giai đoạn 2024 - 2025.
- Chưa kinh doanh các dự án KĐT lấn biển Vinhomes Hạ Long Xanh và Vinhomes Cần Giờ.

Một số rủi ro

- KQKD chững lại trong năm 2024, khi phần lớn các sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2&3 đã hoàn thành bàn giao.
- Thị trường bất động sản dự báo chưa sôi nổi trong năm 2024, ảnh hưởng nhất định đến tốc độ bán hàng tại các đại đô thị mới.
- Rủi ro liên quan đến các khoản hợp tác đầu tư, luân chuyển dòng tiền với các doanh nghiệp khác thuộc hệ thống Vingroup.

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (HOSE: NLG)

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
BDS	36.700	45.000	22,6%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	19-40
GTGD bình quân 52T	2.308.767
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.121
P/E	22,33
P/B	1,07
% NN sở hữu	43,17

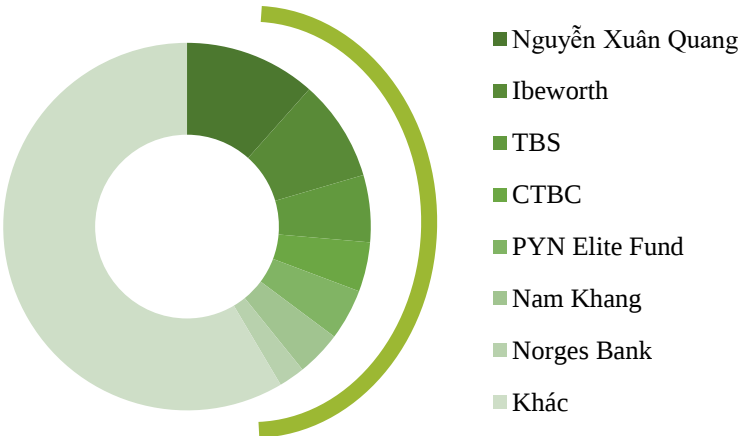
Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập	4.596
Lợi nhuận thuần	682

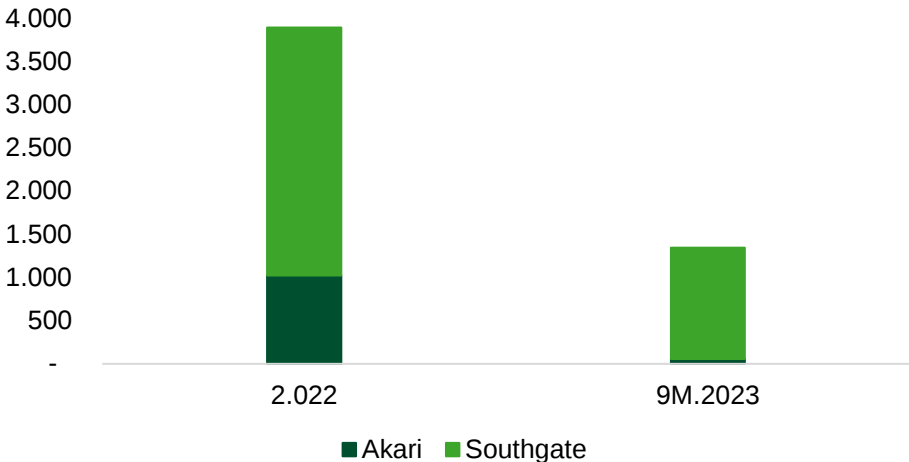
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- NLG là công ty phát triển BĐS lớn trên sàn thuộc phân khúc trung cấp và nhà ở vừa túi tiền. Doanh nghiệp hiện đang sở hữu quỹ đất hơn 680 ha, đang trong giai đoạn phát triển các dự án đưa vào kinh doanh trong các năm tới.
- Từ một nhà phát triển bất động sản với các dự án tập trung tại TPHCM, NLG đã dần mở rộng địa bàn kinh doanh sang các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Long An và trở thành một trong những doanh nghiệp BĐS quy mô lớn và có tên tuổi tại khu vực phía Nam.
- Với chiến lược tập trung vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền và cơ cấu tài chính khỏe mạnh, NLG là một trong số ít các công ty BĐS có năng lực tài chính tốt và có thể tồn tại qua giai đoạn khó khăn nhất của thị trường.

Cơ cấu cổ đông của NLG



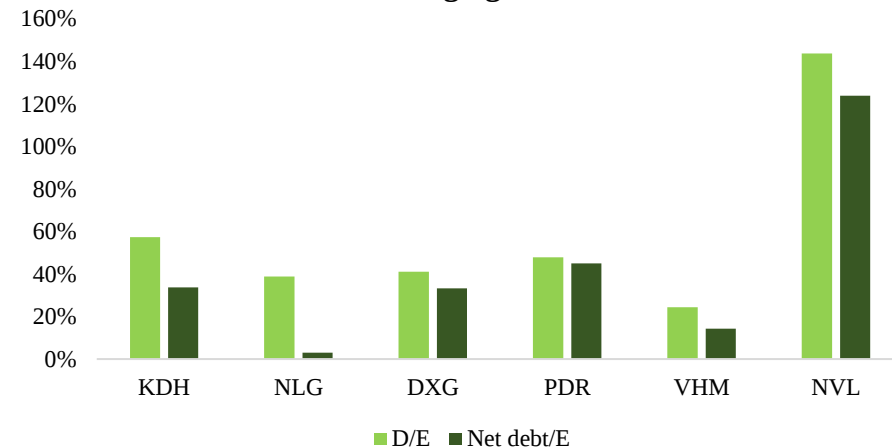
Doanh thu từ bàn giao căn hộ (Tỷ đồng)



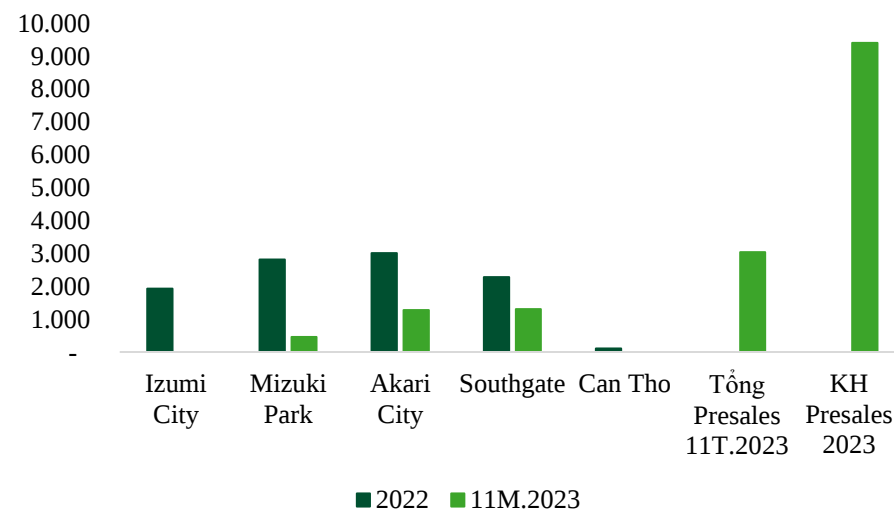
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ♥ **Các sản phẩm phân khúc vừa túi tiền, phù hợp cho nhu cầu ở thực (phân khúc chủ đạo của NLG)** hồi phục sớm hơn thị trường chung.
- Dự án Akari city GD 2 mở bán trong giai đoạn khó khăn nhất của thị trường nhưng tỷ lệ hấp thụ vẫn đạt mức trên 60% (AK 7 8 9 mở bán năm 2022, và AK NEO mở bán tháng 9/2023).
- Trong 11T2023, NLG vẫn ghi nhận lượng Pre-sale lên tới gần 3.038 tỷ đồng từ WaterPoint, Mizuki Park và Akari City dù thị trường khó khăn. Ngoài ra, doanh nghiệp chuẩn bị mở bán giai đoạn tiếp theo của Ehome Southgate và EHomeS Cần Thơ (với giá khoảng 1 – 1,2 tỷ đồng/căn),
- ♥ **Sản phẩm Ehome hay Ehome S được đón nhận rất tích cực trong giai đoạn thị trường khó khăn.**
- ♥ **Chiến lược hợp lý khi liên kết với các đối tác ngoại tham gia phát triển dự án:** NLG thường bán khoảng 50% các dự án cho các đối tác nước ngoài như Nhật Bản... để phát triển các dự án một cách bài bản, đồng thời thu ngay dòng tiền về sớm. Các dự án triển khai dạng này điển hình như Akari City, Mizuki Park, tới đây là Paragon Đại Phước.
- ♥ **Tình hình tài chính lành mạnh:** tỷ lệ nợ ròng trên tổng tài sản của NLG chỉ ở mức 7,8% tại thời điểm cuối quý 3— là một trong những công ty BĐS trên sàn có đòn bẩy tài chính lành mạnh nhất.
- ♥ **Tuy nhiên các dự án đang bị đình trệ hoặc điều chỉnh lại sản phẩm mục tiêu** như: Paragon Đại Phước (đang hoàn thiện thủ tục chuyển nhượng nốt 25% trong số 50%) và Izumi City điều chỉnh lại quy hoạch 1/500 để đưa ra các sản phẩm có mức giá phù hợp hơn với thị trường.

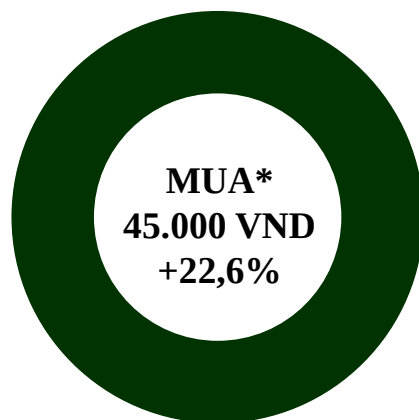
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính của NLG so với một số doanh nghiệp trong ngành



Doanh số bán hàng (Tỷ đồng)

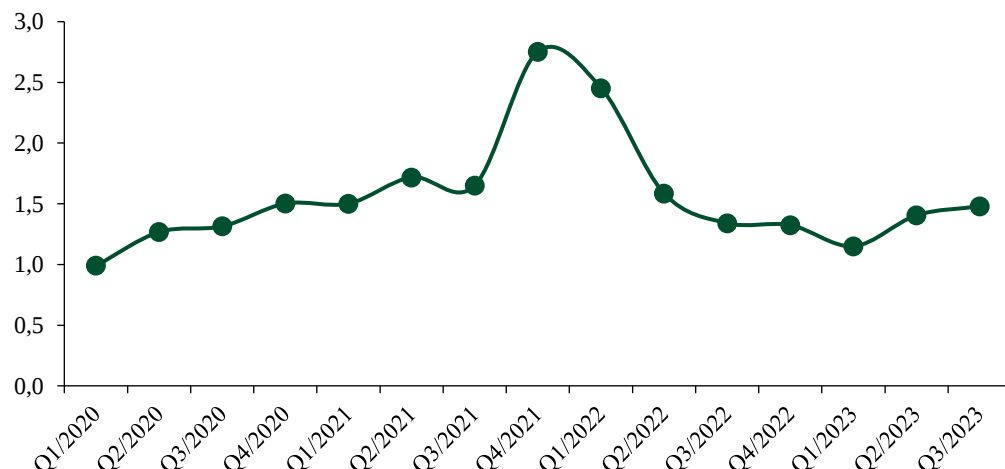


ĐỊNH GIÁ



■ RNAV

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu	4.339	3.256	4.596
+/- yoy (%)	-17%	-25%	+41%
LNST sau CĐTS	556	509	682
+/- yoy (%)	-48%	-9%	+34%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.335	1.324	1.774

Một số giả định trong dự báo

- Dự án Izumi City bàn giao hết giai đoạn 1A1 trong năm 2023 và 2024.
- Dự án Mizuki Park bàn giao các căn hộ còn lại thuộc phân khu Flora Panorama và phân khu biệt thự The Mizuki trong Q4.2023
- Dự án Akari bắt đầu bàn giao block AK NEO từ năm 2024.
- Dự án WaterPoint bàn giao các căn còn lại thuộc phân khu The Aqua và bắt đầu mở bán phân khu The Pearl và The Village.
- Chúng tôi chưa bao gồm lợi nhuận từ chuyển nhượng 25% phần vốn góp tại dự án Paragon Đại Phước trong năm 2023.

Một số rủi ro

- Dòng vốn đầu tư chậm lại vào các sản phẩm và dự án bất động sản.
- Rủi ro về pháp lý và giải phóng mặt bằng tại các dự án.

CTCP ĐẦU TƯ DỊCH VỤ TÀI CHÍNH HOÀNG HUY (HOSE: TCH)

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
BDS, Xây dựng, Phân phối ô tô	13.150	15.575	18,4%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 6.248 – 14.500

GTGD bình quân 52T 8.212.265

Vốn hóa (tỷ đồng) 8.854

P/E 21,52

P/B 0,77

% NN sở hữu 2,74%

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

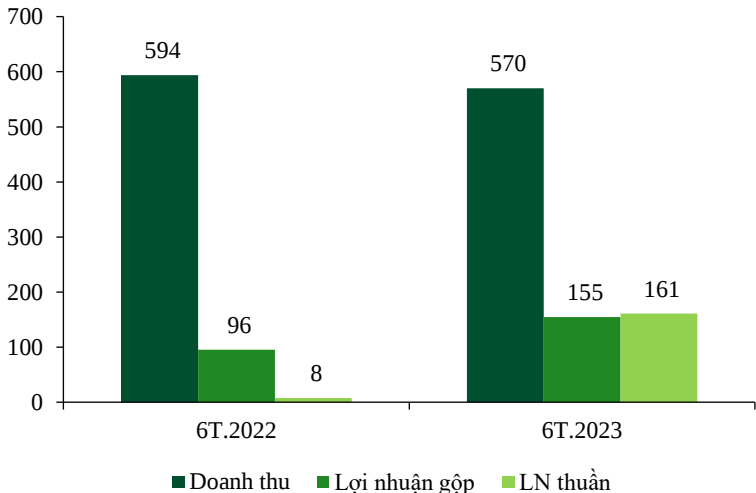
Tổng thu nhập 4.283

Lợi nhuận thuần 920

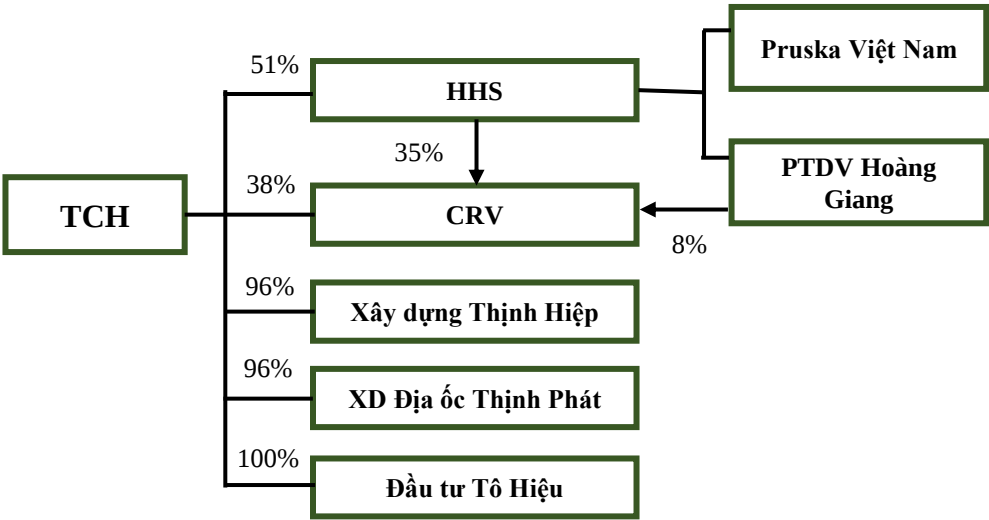
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- TCH là một doanh nghiệp Holdings kiểm soát các doanh nghiệp thành viên thuộc hệ thống tập đoàn Hoàng Huy với hai lĩnh vực kinh doanh chính là: (1) Phân phối xe đầu kéo, (2) Phát triển bất động sản. Trong đó, mảng kinh doanh chủ đạo là bất động sản với nhiều dự án điểm nhấn trên địa bàn thành phố Hải Phòng.
- KQKD 6T.2023** (doanh nghiệp có năm tài chính bắt đầu từ 01/04): TCH ghi nhận doanh thu đạt 570 tỷ đồng (-4,0% yoy). Mặc dù không còn ghi nhận doanh thu mảng xây lắp, TCH vẫn cơ bản duy trì mặt bằng doanh thu nhờ việc tiếp tục bàn giao dự án Hoàng Huy Grand Tower. Ngoài ra, nhờ sự bùng nổ của mảng bất động sản với biên lợi nhuận cao, lợi nhuận thuần của doanh nghiệp tăng trưởng tích cực so với cùng kì.

KQKD hợp nhất của TCH (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu các doanh nghiệp thành viên của TCH



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

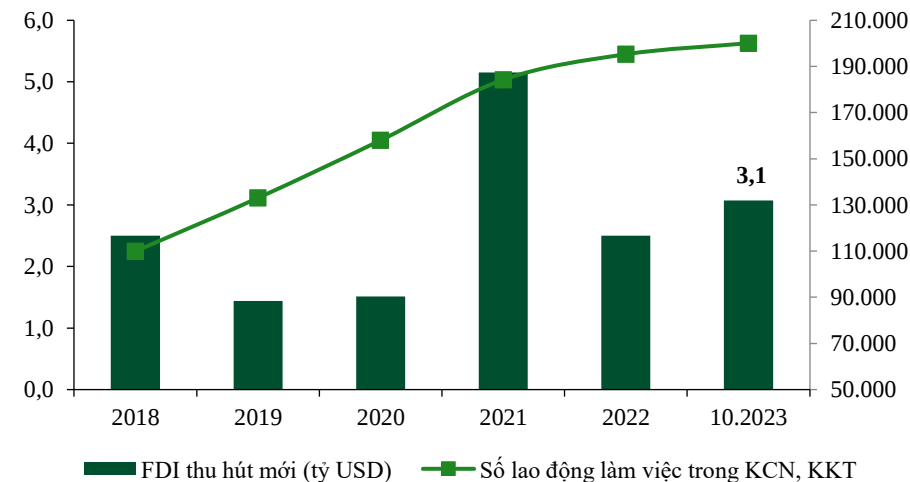
- Thành phố Hải Phòng kỳ vọng là một trong những thị trường BĐS hồi phục sớm hơn cả nước và sở hữu nhiều dư địa phát triển trong dài hạn:
 - Là một trong những địa phương dẫn đầu về thu hút FDI và phát triển các dự án công nghiệp, hạ tầng logistics. Triển vọng gia tăng dân số cơ học cao và trở thành trung tâm thu hút lao động nhập cư mới tại Miền Bắc.
 - Lực lượng dân cư lớn và mật bằng thu nhập tăng nhanh giúp Hải Phòng là một trong những thị trường tiêu biểu tại miền Bắc sở hữu nhu cầu nhà ở lớn đối với các sản phẩm BĐS thấp tầng và phân khúc căn hộ khu vực nội thành thành phố.
 - Nguồn thu ngân sách dồi dào nhờ hạ tầng cảng biển, logistics và cơ chế đặc thù trong phát triển kinh tế tạo điều kiện cho hoạt động giải ngân phát triển hạ tầng giao thông, đô thị trên địa bàn.



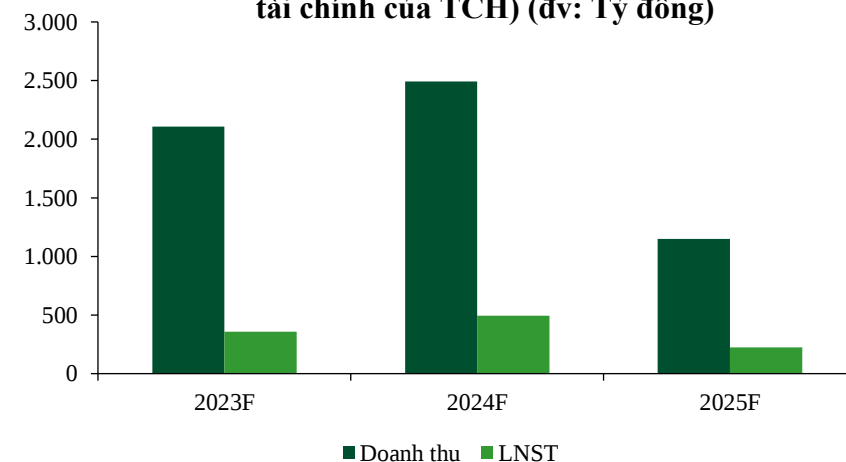
Với vị thế là một doanh nghiệp tên tuổi, có ảnh hưởng tại TP. Hải Phòng với quỹ đất tại các khu vực đắc địa, TCH được hưởng lợi lớn từ nhu cầu nhà ở và xu hướng phát triển hạ tầng đô thị của thành phố.

- Bắt đầu bàn giao dự án Hoàng Huy Commerce và ghi nhận lợi nhuận lớn:
 - CRV (công ty con của TCH) dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao và ghi nhận lợi nhuận tại 3 khối căn hộ H1 tại dự án Hoàng Huy Commerce từ đầu năm 2024 với tổng LNST dự kiến gần 1.000 tỷ đồng. Hiện tại khối căn hộ trên đã hoàn thành bán hàng đối với phần lớn các căn và đang trong quá trình hoàn thiện.
 - Việc hạch toán lợi nhuận từ Hoàng Huy Commerce tạo điều kiện để CRV: (1) Gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức về công ty mẹ; (2) Bắt đầu kế hoạch nhận chuyển nhượng các dự án tiếp theo từ TCH.

Giá trị FDI thu hút mới và số lao động trong KCN, KKT tại TP.Hải Phòng



KQKD ghi nhận từ khối H1 dự án HH Commerce (Theo năm tài chính của TCH) (đv: Tỷ đồng)



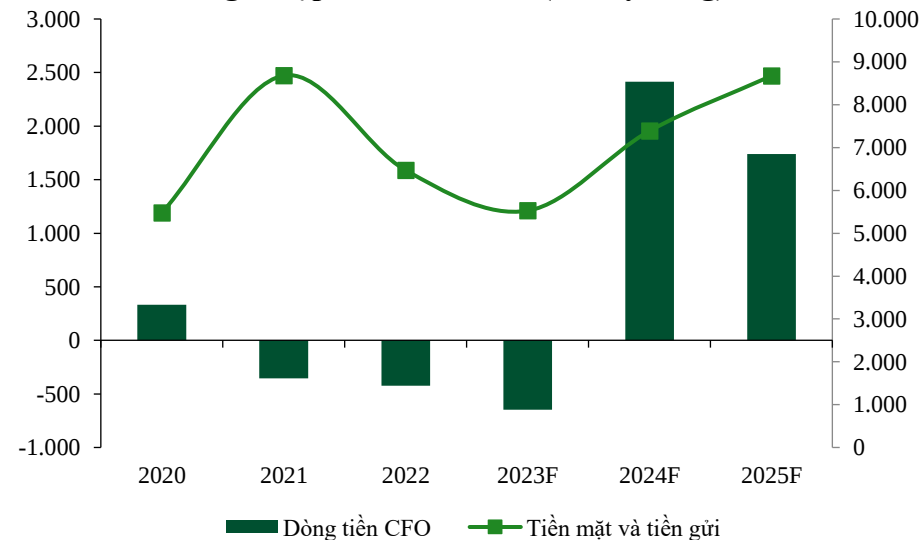
♥ Dự án Hoàng Huy New City kỳ vọng bắt đầu đem về dòng tiền từ năm 2024:

- Phân khu đầu tiên với diện tích đất thương phẩm khoảng 40.000 m2 tại dự án Hoàng Huy New City (H.Thủy Nguyên, Hải Phòng) hiện đang trong quá trình xây dựng phần thô các căn liền kề và thi công công trình kỹ thuật, dự kiến có thể bắt đầu mở bán trong năm 2024.
- Cùng với dự án Vinhomes Vũ Yên, Hoàng Huy New City là dự án điểm nhấn của thị trường BĐS Bắc Hải Phòng, hưởng lợi từ sự đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông, tiện ích đô thị và trung tâm hành chính mới TP. Hải Phòng tại H.Thủy Nguyên (dự kiến lên thành phố trước 2025).
- Với mức giá bán khá cao, phân khu liền kề đầu tiên tại dự án kỳ vọng có thể mang về cho TCH khoảng 3.800 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong giai đoạn 2024 – 2025.

♥ Vị thế tài chính tốt trong việc phát triển dự án:

- Với quy mô tiền mặt lớn và không sử dụng nợ vay, TCH và các doanh nghiệp thành viên có lợi thế: (1) Sở hữu nguồn lực tài chính dồi dào để phát triển các dự án gối đầu, (2) Chủ động trong kế hoạch kinh doanh và bán hàng, không gặp áp lực giảm giá sản phẩm để bán nhanh dự án trong giai đoạn thị trường khó khăn.
- Một phần đáng kể quỹ đất tại dự án trọng điểm Hoàng Huy Green River và Hoàng Huy New City được TCH đối ứng từ các dự án BT, do đó có giá vốn tương đối thấp và giúp doanh nghiệp không chịu nhiều áp lực dòng tiền trong giai đoạn triển khai dự án.
- Nhờ mô hình chuyển nhượng dự án cho CRV, TCH có thể ghi nhận sớm lợi nhuận tiềm năng từ các dự án và thu về dòng tiền phục vụ phát triển dự án mới.

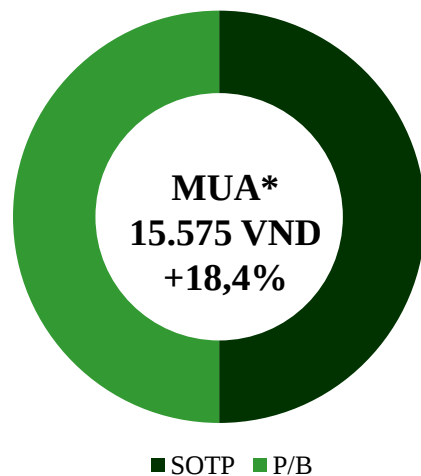
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và quy mô tiền mặt, tiền gửi hợp nhất của TCH (đv: Tỷ đồng)



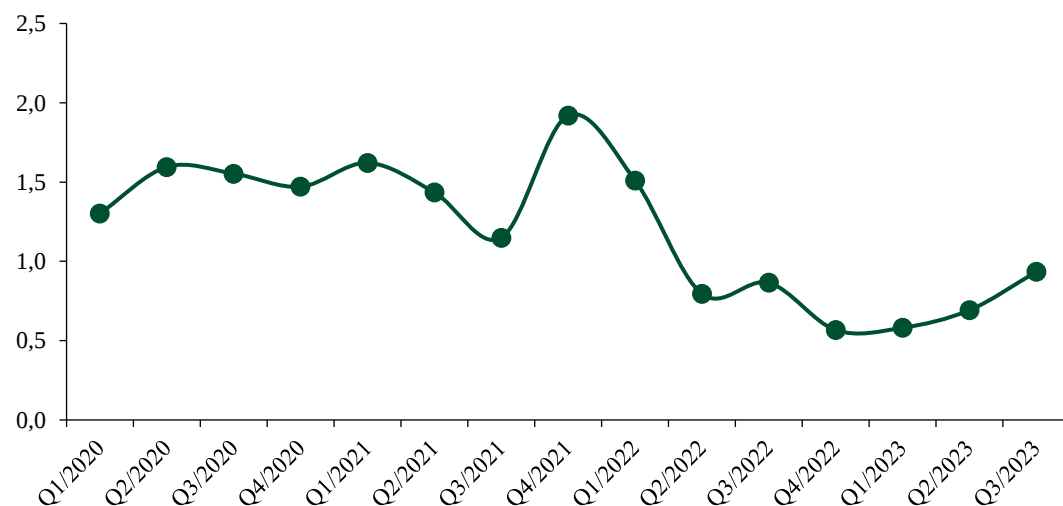
Các dự án BĐS của TCH trong giai đoạn 2024 - 2028

Dự án	Tổng diện tích (m2)	Mức đầu tư (Tỷ đồng)
Tòa H2 Hoàng Huy Commerce	5.150	1.250
Hoàng Huy New City (X.Tân Dương & Dương Quan)	650.000	8.500
Hoàng Huy Green River (X.Hoa Động)	620.000	14.000

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD (Theo năm tài chính của TCH)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu	2.093	2.806	4.283
+/- yoy (%)	-24,0%	34,0%	52,7%
Lợi nhuận thuần	246	495	920
+/- yoy (%)	-38,6%	101,4%	85,8%
EPS (VND/cổ phiếu)	368	741	1.377

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu bàn giao và ghi nhận doanh thu tại dự án Hoàng Huy Commerce từ cuối năm tài chính 2023.
- Khối H2 Hoàng Huy Commerce chưa được triển khai trong năm 2024.
- Dự án Hoàng Huy New City được TCH trực tiếp triển khai và kinh doanh (thay vì chuyển nhượng cho CRV).

Một số rủi ro

- Phần diện tích đất chưa được giao tại dự án Hoàng Huy New City và Hoàng Huy Green River sẽ có giá vốn cao hơn đáng kể do không còn lợi thế đối ứng quỹ đất từ dự án BT.
- Việc chuyển nhượng dự án cho CRV có thể gây thất thoát một phần lợi ích.

CTCP TẬP ĐOÀN COTANA (HNX: CSC)

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
BDS, Xây dựng	28.700	38.887	35,5%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 24.579 – 41.200

GTGD bình quân 52T 90.842

Vốn hóa (tỷ đồng) 882

P/E 15,44

P/B 1,10

% NN sở hữu 0,05%

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

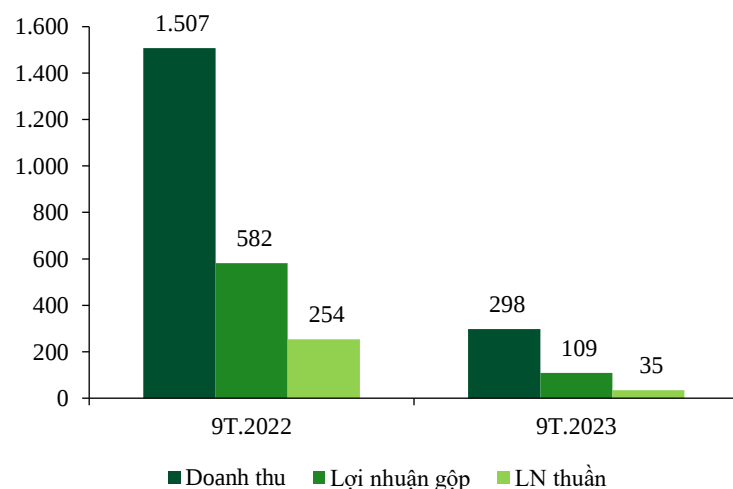
Tổng thu nhập 958

Lợi nhuận thuần 136

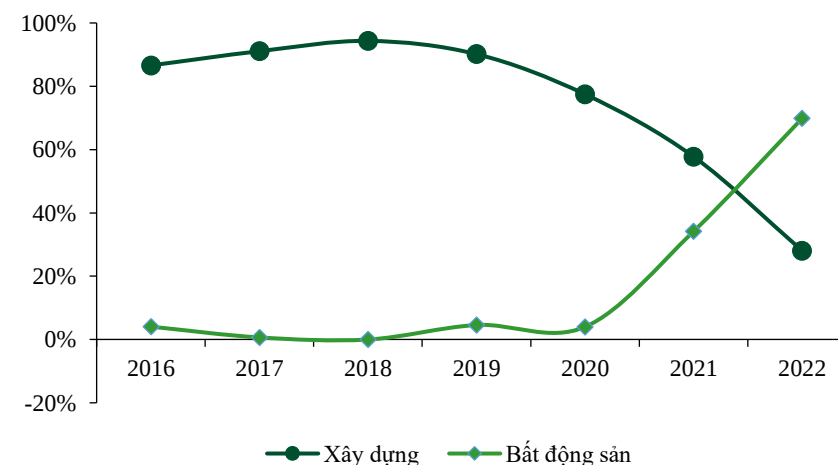
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Cotana tiền thân là một doanh nghiệp xây lắp, đã tạo dựng thương hiệu thông qua việc tham gia xây dựng và hợp tác đầu tư tại dự án Ecopark (Hưng Yên). Từ giai đoạn 2019-2020, CSC tích cực tham gia vào lĩnh vực phát triển bất động sản với dự án đầu tay là KĐT Ecogarden (TP.Huế).
- KQKD 9T.2023:** CSC ghi nhận sự sụt giảm đáng kể trong KQKD với doanh thu đạt 298 tỷ đồng (-80,2% yoy), lợi nhuận thuần là 35 tỷ đồng (-86,3% yoy). Điều này do từ cuối năm 2022, CSC gần như không tiến hành các đợt mở bán mới tại dự án Ecogarden, chủ yếu chỉ đẩy mạnh hoàn thiện và bàn giao nhà theo tiến độ cho khách hàng đối với các căn còn lại tại phân khu đã bán.

KQKD hợp nhất của CSC (đv: Tỷ đồng)



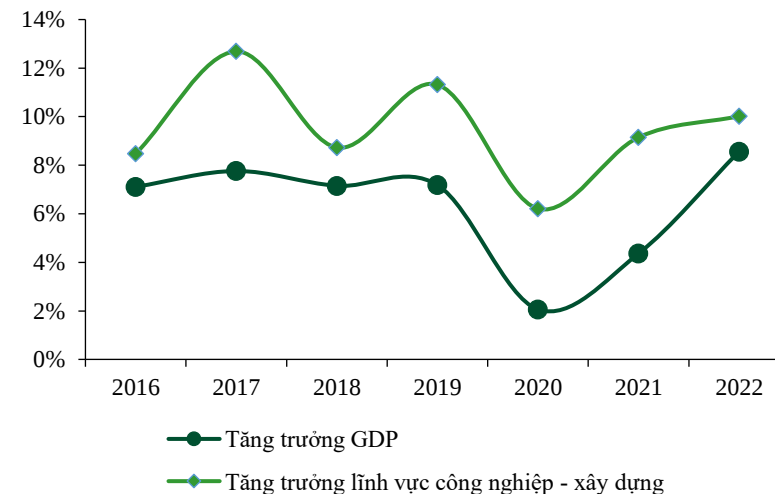
Tỷ trọng doanh thu mảng xây lắp và BĐS của CSC qua các năm



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Thành phố Huế kỳ vọng là điểm sáng về tăng trưởng kinh tế và phát triển bất động sản tại Bắc Trung Bộ trong các năm tới:
 - Thừa Thiên Huế đang dần trở thành một trung tâm phát triển kinh tế mới nổi tại Miền Trung với cơ cấu kinh tế được chuyển đổi theo hướng năng động hơn, tập trung vào phát triển công nghiệp và tích cực thu hút đầu tư (trong khi Đà Nẵng và các tỉnh thành Nam Trung Bộ định hướng phát triển du lịch, dịch vụ tài chính và công nghệ cao).
 - Vị trí địa lý của Huế thuận lợi để thu hút lao động nhập cư từ các tỉnh Quảng Bình, Quảng Trị, hưởng lợi từ hệ thống hạ tầng giao thông, logistics được đầu tư bài bản tại địa bàn và khu vực lân cận (sân bay Phú Bài, cảng nước sâu Liên Chiểu,...).
 - Thành phố Huế định hướng sẽ trở thành thành phố trực thuộc Trung ương trước năm 2025 và mở rộng gấp 4 lần địa giới hành chính trong giai đoạn 2021 - 2025, qua đó mang đến dư địa lớn trong việc phát triển các dự án BĐS.
- Vị thế cao trong phát triển dự án mới:
 - Mặc dù tham gia chưa lâu trong lĩnh vực phát triển phát triển dự án BĐS, đội ngũ lãnh đạo và cổ đông lớn của CSC sở hữu tên tuổi, uy tín lớn trong ngành và đối với các chính quyền địa phương.
 - Thành công của dự án Ecogarden trong việc nâng tầm thị trường BĐS khu vực An Vân Dương (phía Đông TP.Huế) đã giúp CSC tạo dựng vị thế lớn trên địa bàn. Theo đó, CSC đã tiếp tục được TT. Huế tạo điều kiện lập quy hoạch các dự án quy mô lớn như KĐT Thủy Biều, KDL Ngũ Hồ.

Tăng trưởng GDP và lĩnh vực công nghiệp – xây dựng của Thừa thiên Huế theo giá hiện hành



Các dự án BĐS của CSC trên địa bàn Huế

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (m2)	Tiến độ
Ecogarden	Hương Thủy, TP.Huế	446.500	Đang kinh doanh
Thanh Trà Eco Riverside	Thủy Biều, TP.Huế	1.655.000	Lập quy hoạch
KDL sinh thái Ngũ Hồ	H.Phong Điền, Huế	4.950.000	Lập quy hoạch

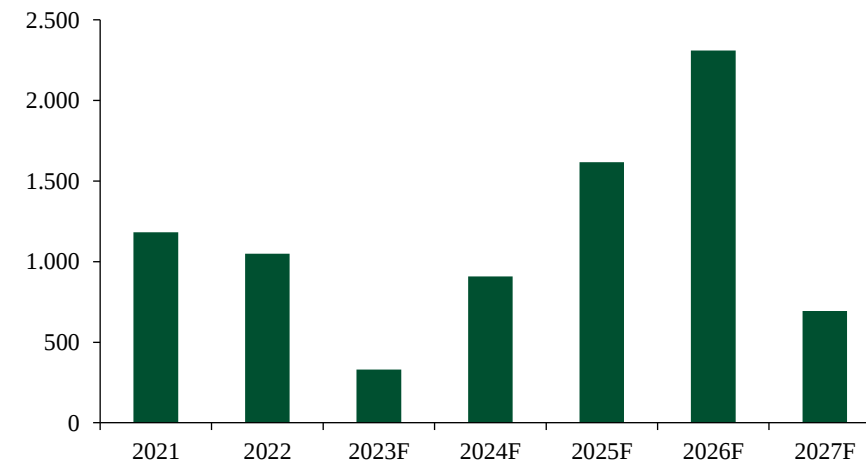
▼ Dự án Ecogarden tiếp tục là nguồn đóng góp lợi nhuận và dòng tiền tích cực trong vài năm tới:

- Phân khu đầu tiên (Camelia) đã thu được nhiều thành công trong việc thu hút dân cư ở thực và khắc phục những hạn chế về địa hình, khí hậu trên địa bàn.
- Trong năm 2024, CSC dự kiến sẽ tiếp tục kinh doanh, bàn giao các sản phẩm tại phân khu Iris, Dahlia và đưa vào vận hành khu NOXH, qua đó kỳ vọng gia tăng đáng kể lượng dân cư và tỷ lệ lấp đầy trong KĐT.
- Các phân khu còn lại (diện tích thương phẩm khoảng 96.000 m²) sẽ lần lượt được CSC đưa vào kinh doanh trong giai đoạn 2025 – 2027 với hiệu quả lợi nhuận kỳ vọng được cải thiện đáng kể nhờ: (1) Định hình phân khúc sản phẩm cao cấp, (2) Mặt bằng giá đất tại dự án gia tăng so với các đợt mở bán trước, (3) Hưởng lợi từ nhiều dự án hạ tầng công và tiện ích đô thị tại khu vực An Vân Dương (Aeon Mall, Khu hành chính mới tỉnh TT.Huế, đường Võ Nguyên Giáp...).

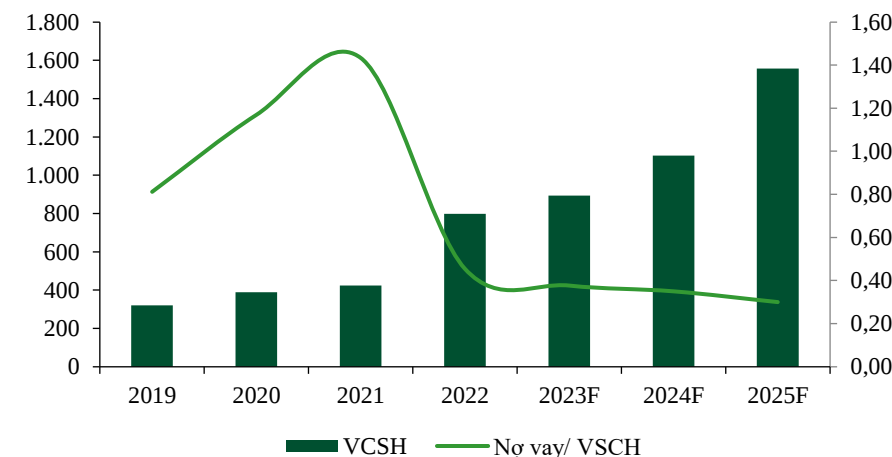
▼ Gia tăng mạnh quy mô phát triển dự án trong chu kỳ đầu tư mới:

- Dòng tiền kinh doanh từ dự án Ecogarden đã giúp CSC gia tăng mạnh quy mô nguồn vốn và giảm bớt phụ thuộc vào nợ vay ngân hàng. Xét đến việc dự án Ecogarden kỳ vọng thu về 2.000 – 2.500 tỷ đồng dòng tiền thuần trong các năm tới, chúng tôi đánh giá cao năng lực của CSC trong việc bắt đầu triển khai các dự án gối đầu.
- Trong giai đoạn 2025 – 2030, CSC dự kiến bắt đầu triển khai đầu tư các dự án đại đô thị, khu du lịch quy mô lớn (Thanh Trà Eco Riverside và KDL sinh thái Ngũ Hồ).
- Nếu kinh doanh thành công, các dự án trên sẽ giúp nâng tầm mạnh mẽ quy mô, vị thế của CSC như một nhà phát triển BĐS tầm cỡ tại khu vực Miền Trung và giành được nhiều lợi thế khi các địa phương thu hút đầu tư.

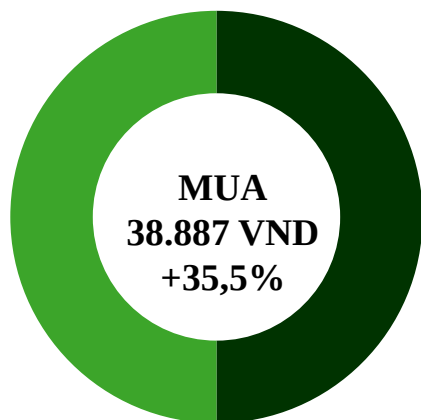
Dòng tiền bán hàng tại dự án Ecogarden (đv: Tỷ đồng)



Quy mô vốn chủ sở hữu và tỷ lệ sử dụng nợ vay của CSC (đv: Tỷ đồng)

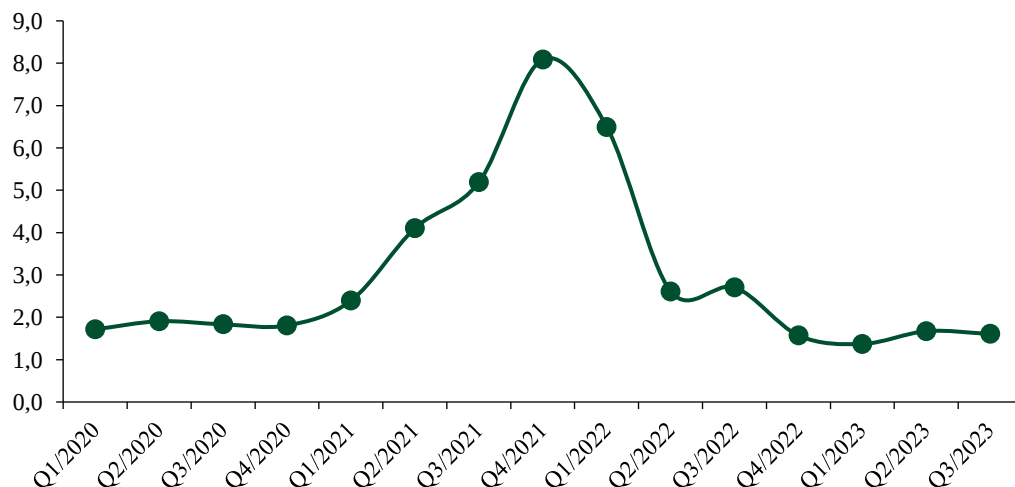


ĐỊNH GIÁ



■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu	1.731	546	958
+/- yoy (%)	140,6%	-68,4%	75,4%
Lợi nhuận thuần	263	63	136
+/- yoy (%)	406,6%	-76,2%	117,4%
EPS (VND/cổ phiếu)	10.288	2.010	4.370

Một số giả định trong dự báo

- Phân khu Iris và Dahlia bắt đầu thực hiện đợt mở bán tiếp theo từ giữa năm 2024.
- Các sản phẩm còn lại tại Ecogarden lần lượt được kinh doanh trong giai đoạn 2025 – 2027.
- Chưa đưa dự án Thanh Trà Eco Riverside và KDL Ngũ Hồ vào mô hình dự phóng.

Một số rủi ro

- Phần lớn các sản phẩm thương mại tại Ecogarden là các căn thấp tầng có giá trị cao, do đó chịu ảnh hưởng tiêu cực từ sự trầm lắng của thị trường.
- Quy mô dân số và các hoạt động kinh tế tại TP.Huế vẫn khá thấp so với các thành phố trực thuộc trung ương.
- Rủi ro thể hệ lãnh đạo kế cận.

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn