

Báo cáo ngành

**BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở**

**Kỳ vọng những quyết sách quyết liệt hơn**

- Lượng tiêu thụ nhà ở trong Q4/22 giảm đáng kể 80% svck/63% svck ở cả TP.HCM và Hà Nội trong bối cảnh người mua nhà khó tiếp cận vốn vay.
- Nhiều chủ đầu tư (CĐT) bất động sản (BDS) đã thất bại trong bài “kiểm tra” đầu tiên trong bài toán nợ đáo hạn.

**Lượng tiêu thụ nhà ở trong Q4/22 ảm đạm do nhu cầu mua nhà suy giảm**

Trong bối cảnh thị trường BĐS ảm đạm, nguồn cung căn hộ mới ở cả TP.HCM và Hà Nội trong Q4/22 lần lượt sụt giảm 81% so với cùng kỳ (svck)/38% svck, dẫn đến lượng tiêu thụ giảm mạnh 80% svck/63% svck, theo CBRE. Chúng tôi quan sát giá căn hộ sơ cấp ở TP.HCM và Hà Nội trong Q4/22 giảm 1-3% so với (sv) quý trước, ngoại trừ phân khúc trung cấp (+2-5% sv quý trước). Giá thứ cấp BĐS liền thổ trong Q4/22 đi ngang ở TP.HCM nhưng giảm 8% sv quý trước ở Hà Nội.

**Đã có những động thái tích cực, tuy nhiên vẫn cần quyết liệt hơn nữa...**

Sau Hội nghị trực tuyến toàn quốc do Thủ tướng chủ trì ngày 17/02, Chính phủ đã đưa ra dự thảo Nghị quyết về một số giải pháp cho thị trường BĐS 1) đề xuất giãn nợ gốc, lãi vay cho các doanh nghiệp (DN) BĐS khó khăn, 2) tiếp tục cấp tín dụng với dự án BĐS có phương án vay vốn khả thi, khách hàng có tiềm lực tài chính, giảm lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, dự thảo mới nhất về sửa đổi Nghị định 65 đề xuất cho phép các trái phiếu đã phát hành được đàm phán gia hạn thêm thời gian và nới lỏng một số điều kiện phát hành. Chúng tôi cho rằng những chính sách này nếu được triển khai sẽ giúp giảm áp lực thanh khoản cho DN BĐS trong ngắn hạn.

**Rủi ro mất khả năng thanh toán nợ cao. Nhiều chủ đầu tư đã thất bại trong lần “kiểm tra” đầu tiên**

Giữa tháng 2/2023, 54 tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp đã thông báo chậm trả lãi, làm dấy lên lo ngại về thanh khoản. Chúng tôi ước tính khoảng 23.000 tỷ đồng trái phiếu từ các tổ chức này sẽ đáo hạn trong 2023 (~90% đến từ DN BĐS). Ngoài ra, chúng tôi ước tính tỷ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán lãi vay của các DN BĐS niêm yết hiện tại đã giảm mạnh xuống mức thấp nhất của giai đoạn 2011-2013, điều này cho thấy rủi ro xảy ra mất khả năng thanh toán nợ cao như năm 2011.

**Cơ quan quản lý đang nỗ lực tái cân bằng cung cầu nhà ở**

Chúng tôi nhận thấy các cơ quan quản lý đang nỗ lực cân đối cơ cấu sản phẩm nhà ở, giảm lệch cung cầu trong bối cảnh nguồn cung căn hộ bình dân chiếm chưa tới 2% tổng nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM và Hà Nội trong 2022. Bên cạnh đề xuất gói tín dụng kích cầu cho nhà ở xã hội, Chính phủ đã cam kết xây dựng hơn 1 triệu căn nhà ở xã hội và nhà ở cho công nhân tới năm 2030. Chúng tôi tin rằng phân khúc nhà ở xã hội có thể phục hồi nhờ nguồn cung khởi sắc và sự hỗ trợ của Chính phủ. Chúng tôi quan sát một số chủ đầu tư cũng đã thông báo sẽ đồng hành tham gia phát triển nhà ở xã hội, như Vinhomes có kế hoạch triển khai 500.000 căn trong 5 năm tới, Him Lam, Hưng Thịnh cũng có kế hoạch phát triển phân khúc này trong thời gian tới.

Chuyên viên phân tích:



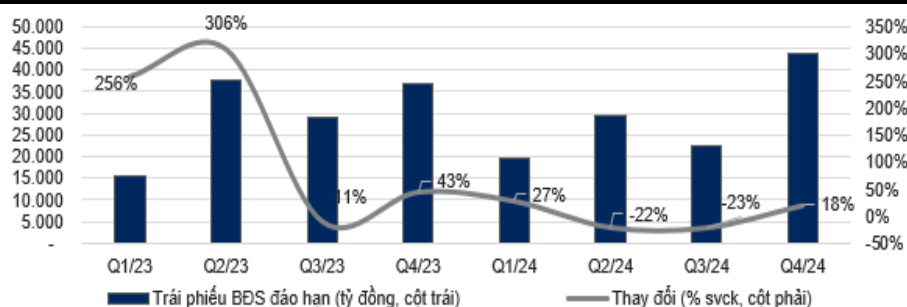
Nguyễn Thị Cẩm Tú

[tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

Chu Đức Toàn

[toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

**Hình 1: Áp lực đáo hạn trái phiếu gia tăng trong 3-6 tháng tới (Đơn vị: tỷ đồng)**

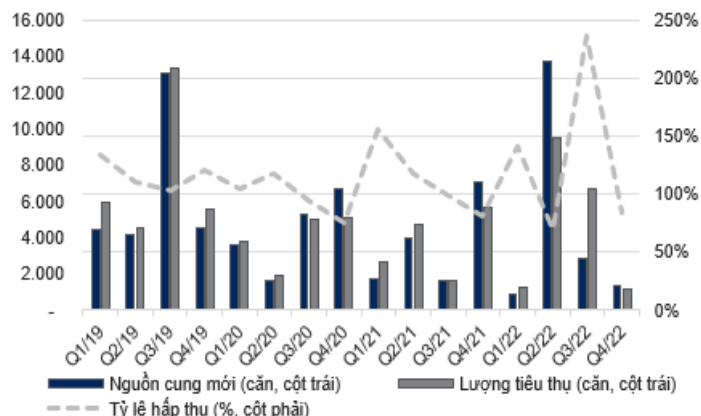


Nguồn: Ước tính của VNDIRECT RESEARCH

## ĐIỂM LẠI THỊ TRƯỜNG BĐS NHÀ Ở TẠI TP.HCM VÀ HÀ NỘI Q4/22

### Số căn hộ tiêu thụ tại TPHCM trong Q4/22 giảm đáng kể 84% sv quý trước/80% svck

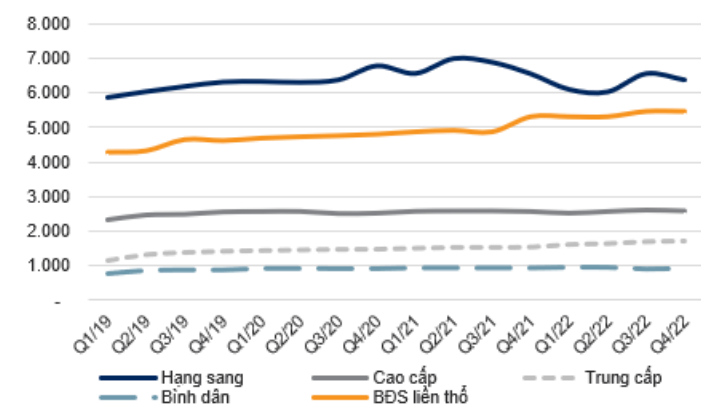
Theo CBRE, số căn hộ tiêu thụ tại TP.HCM giảm 84% sv quý trước/80% svck xuống còn khoảng 1.100 căn trong Q4/22, trong bối cảnh nguồn cung mới sụt giảm 54% sv quý trước/81% svck (khoảng 1.300 căn). Tỷ lệ hấp thụ trong Q4/22 đạt 85% (+4 điểm % svck).



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

### Giá căn hộ sơ cấp phân khúc hạng sang và cao cấp tại TPHCM hạ nhiệt trong Q4/22 (Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>)

Giá trung bình căn hộ sơ cấp tại TP.HCM không thay đổi đáng kể (+0,7% sv quý trước) trong Q4/22. Phân khúc cao cấp và hạng sang giảm 1-3% sv quý trước trong khi các phân khúc khác tăng nhẹ 1-2% sv quý trước. Lũy kế, phân khúc trung cấp ghi nhận mức tăng mạnh nhất 11% svck trong năm 2022 trong bối cảnh nguồn cung mới hạn chế và nhu cầu vẫn ở mức cao. Giá thứ cấp của BĐS liên thổ đi ngang sv quý trước trong Q4/22.

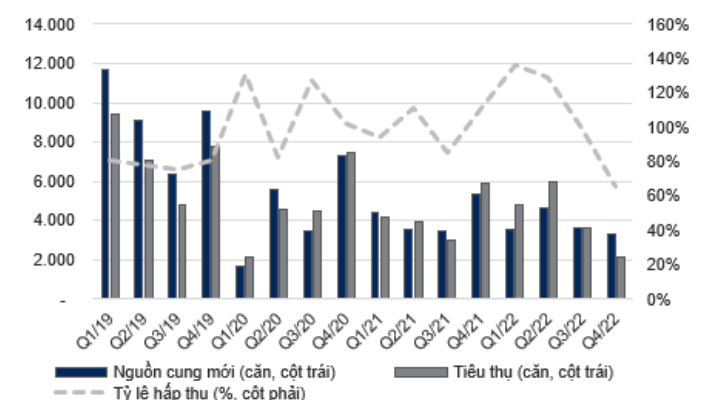


\*Giá thứ cấp

Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

### Tỷ lệ hấp thụ căn hộ Hà Nội trong Q4/22 thấp nhất trong vòng 7 năm

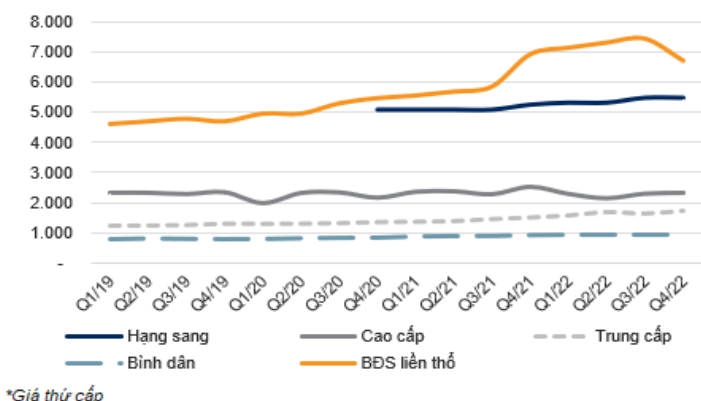
Tương tự TPHCM, thị trường căn hộ Hà Nội chứng kiến sự sụt giảm đáng kể ở cả nguồn cung mới (-9% sv quý trước/-38% svck còn 3.300 căn) và lượng tiêu thụ (-40% sv quý trước/-63% svck còn 2.200 căn). Tỷ lệ hấp thụ trong Q4/22 thấp nhất trong vòng 7 năm qua, chỉ đạt 65% (-34 điểm % sv quý trước).



Nguồn: CBRE, JLL, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

### Giá nhà tại Hà Nội hạ nhiệt trên diện rộng trong khi phân khúc trung cấp duy trì đà tăng trong Q4/22 (Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>)

Giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội không thay đổi đáng kể sv quý trước ở tất cả phân khúc trong Q4/22, ngoại trừ phân khúc trung cấp (+5-6% sv quý trước/15% svck). Trong khi giá thứ cấp cho cả BĐS liên thổ và căn hộ đều ghi nhận giảm lần lượt là 8%/3% sv quý trước.



\*Giá thứ cấp

Nguồn: CBRE, JLL, VNDIRECT RESEARCH

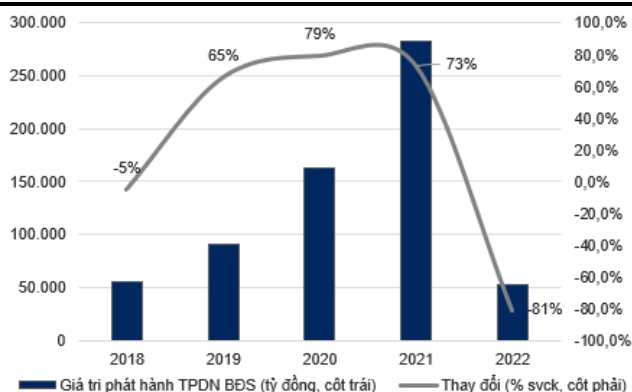
## Kỳ vọng những quyết sách quyết liệt hơn

**Thanh khoản của các DN BĐS còn nhiều áp lực trong 3-6 tháng tới vào giai đoạn cao điểm của trái phiếu đáo hạn**

Ngay từ đầu năm 2023, chúng tôi nhận thấy ngày càng gia tăng DN BĐS gặp khó khăn trong nghĩa vụ thanh toán nợ và đối diện nguy cơ mất khả năng thanh khoản, trong bối cảnh hoạt động tái cơ cấu nợ, tiếp cận nguồn vốn khó khăn và bán hàng ảm đạm. Chúng tôi ước tính khoảng 37.642 tỷ đồng (+306,4% svck) trái phiếu doanh nghiệp BĐS (TPDN) sẽ đáo hạn trong Q2/23 và 65.905 tỷ đồng (+13,3% svck) trong nửa cuối 2023.

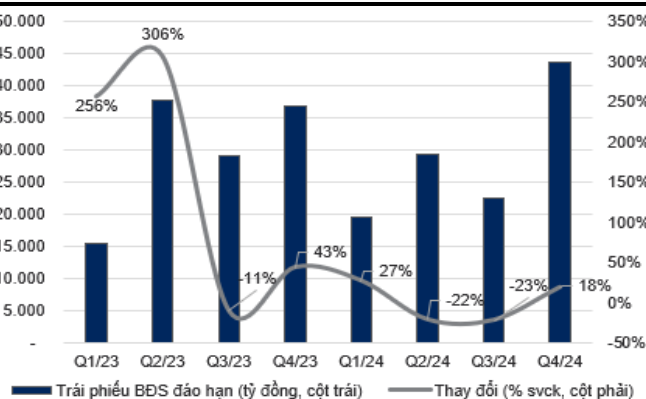
Bên cạnh đó, vào giữa tháng 2/2023, 54 tổ chức phát hành TPDN đã thông báo chậm trả lãi, làm dấy lên lo ngại về thanh khoản. Chúng tôi ước tính khoảng 23.000 tỷ đồng trái phiếu từ các tổ chức này sẽ đáo hạn trong 2023 (~90% đến từ DN BĐS). Ngoài ra, chúng tôi ước tính tỷ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán lãi vay của các DN BĐS niêm yết hiện tại đã giảm mạnh xuống mức thấp nhất của giai đoạn 2011-2013, điều này cho thấy khả năng xảy ra rủi ro mất khả năng thanh toán cao như năm 2011 (hình 9, 10, 11).

**Hình 2: Giá trị TPDN phát hành đã giảm 81% svck trong năm 2022 (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Các DN BĐS đang chịu áp lực thanh khoản với trái phiếu đáo hạn tăng vọt trong năm 2023-2024 (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**...cần những chính sách quyết liệt hơn nhằm giảm bớt áp lực thanh khoản cho các DN BĐS**

Sau Hội nghị trực tuyến toàn quốc do Thủ tướng chủ trì ngày 17/02, Chính phủ đã đưa ra dự thảo Nghị quyết về một số giải pháp với thị trường BĐS 1) đề xuất giãn nợ gốc, lãi vay cho các DN BĐS khó khăn, 2) tiếp tục cấp tín dụng với dự án BĐS có phương án vay vốn khả thi, khách hàng có tiềm lực tài chính, giảm lãi suất cho vay, 3) đề xuất gói tín dụng 110.000 tỷ đồng cho nhà ở xã hội và nhà ở cho công nhân (tương tự gói 30.000 tỷ đồng đã phát hành trong giai đoạn 2013-16). Bên cạnh đó, dự thảo mới nhất về sửa đổi Nghị định 65 đề xuất cho phép các trái phiếu đã phát hành được đàm phán gia hạn thêm thời gian và nói lỏng một số điều kiện phát hành. Chúng tôi cho rằng những chính sách này nếu được triển khai sẽ giúp giảm áp lực thanh khoản cho DN BĐS trong ngắn hạn.

Bên cạnh giúp DN BĐS tháo gỡ khó khăn về thanh khoản trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng khôi phục niềm tin của người mua nhà cũng là một vấn đề cấp thiết để thị trường BĐS có thể “đảo chiều”.

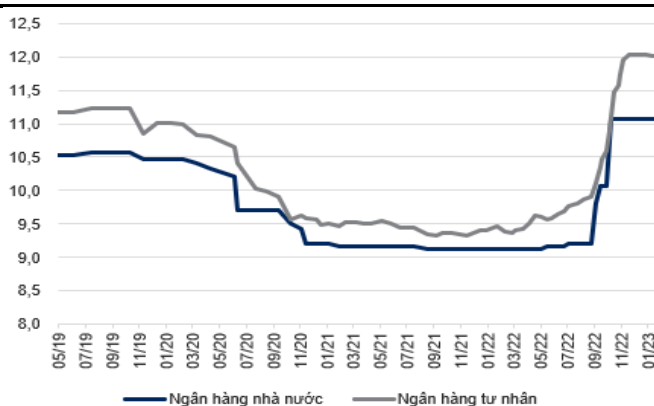
*Tăng cường trách nhiệm xã hội của các ngân hàng đảm bảo những dự án đang xây dựng có thể bàn giao đến khách hàng.* Chúng tôi quan sát hiện có nhiều dự án đang đình trệ/chậm tiến độ thi công so với kế hoạch do gặp vấn đề thanh

khoản, điều này có thể làm tình hình trở nên mất kiểm soát hơn khi người mua nhà lo ngại và dừng trả nợ vay mua nhà.

**Hạ lãi suất vay mua nhà:** Agribank đã thông báo giảm lãi suất cho các đối tượng kinh doanh BĐS gặp khó khăn. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm nhiều ngân hàng thương mại sẽ giảm lãi suất cho vay hỗ trợ thị trường BĐS trong thời gian tới.

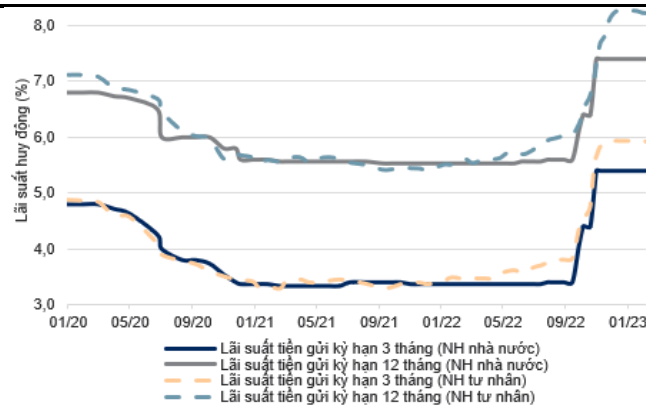
Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng lãi suất tăng sẽ tiệm cận điểm đảo chiều từ Q2/23 nhờ lãi suất huy động hạ nhiệt 1) Lãi suất điều hành của FED có thể đạt đỉnh vào Q2/23, giúp giảm áp lực lên tỷ giá và lãi suất của Việt Nam, 2) NHNN sẽ chủ động hơn trong việc hỗ trợ thanh khoản cho thị trường thông qua nghiệp vụ thị trường mở hoặc mua ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối, 3) nhu cầu tín dụng chậm lại do tăng trưởng kinh tế giảm tốc và thị trường BĐS ảm đạm.

**Hình 4: Lãi suất thế chấp trung bình của các ngân hàng nhà nước và ngân hàng tư nhân trong 2T/2023 duy trì mức 11-12% (Đơn vị: %)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG NỘI ĐỊA

**Hình 5: Lãi suất huy động đi ngang trong T1/2023 (Đơn vị: %)**

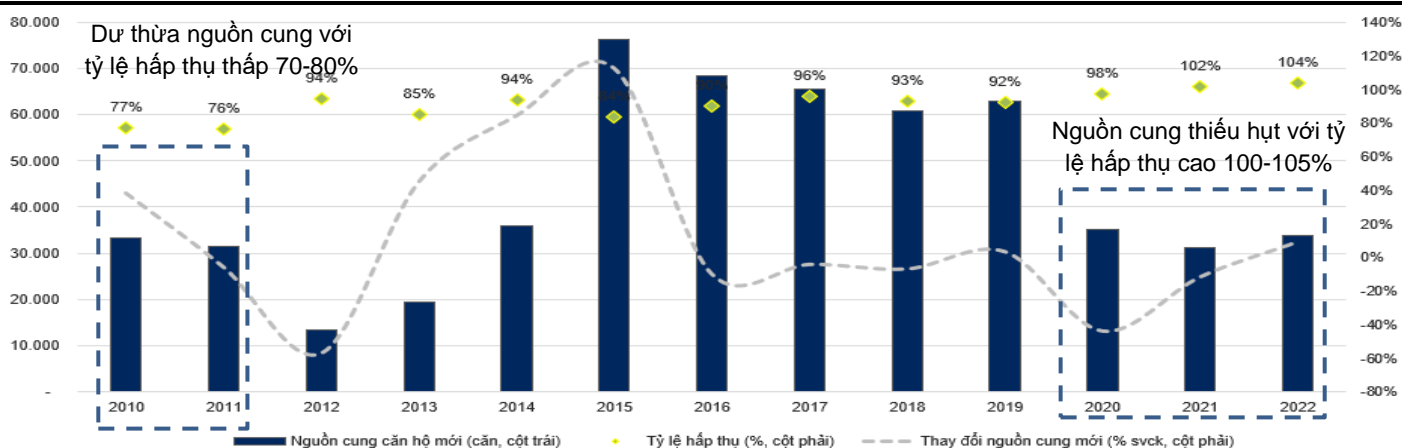


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG NỘI ĐỊA

### Tháo gỡ nút thắt pháp lý cho các dự án nhà ở có thể sẽ đánh dấu “bước ngoặt” cho ngành BĐS

Chúng tôi tin rằng chu kỳ “đóng băng” hiện tại sẽ diễn ra ngắn hơn so với giai đoạn trước. Theo chúng tôi quan sát, TP.HCM và Hà Nội đã xảy ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung căn hộ mới từ năm 2020, tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ vẫn đạt ở mức cao cho thấy nhu cầu mua nhà vẫn khả quan. Do đó, chúng tôi tin rằng Luật Đất đai sửa đổi 2023 nếu được ban hành và có hiệu lực kịp thời như kế hoạch vào nửa cuối 2024 sẽ là “bước ngoặt” lớn cho ngành BĐS, khi tháo gỡ các nút thắt pháp lý trong việc phê duyệt dự án nhà ở mới, từ đó giúp nguồn cung nhà ở dần phục hồi từ 2024-2025.

**Hình 6: TP.HCM và Hà Nội khan hiếm nguồn cung căn hộ mới từ năm 2020, với tỷ lệ hấp thụ 100-105% cho thấy nhu cầu nhà ở cao**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS, JLL



## Cơ quan quản lý đang nỗ lực tái cân bằng cung cầu, DN BĐS sở hữu quỹ sản phẩm phân khúc bình dân có thể hưởng lợi

Nguồn cung mới nhà ở hiện ngày càng thu hẹp và đối mặt tình trạng lệch pha cung cầu, trong đó căn hộ bình dân khan hiếm chiếm chưa tới 2% tổng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM và Hà Nội trong 2022. Chúng tôi nhận thấy các cơ quan quản lý đang nỗ lực cân đối cung cầu, bên cạnh đề xuất gói tín dụng kích cầu cho nhà ở xã hội, Chính phủ đã cam kết xây dựng hơn 1 triệu căn nhà ở xã hội và nhà ở cho công nhân tới năm 2030, để đáp ứng nhu cầu cho các hộ gia đình có thu nhập trung bình và thấp. Chúng tôi tin rằng phân khúc nhà ở xã hội có thể phục hồi nhờ nguồn cung khởi sắc và sự hỗ trợ của Chính phủ.

Chúng tôi quan sát một số chủ đầu tư cũng đã thông báo sẽ đồng hành tham gia phát triển các dự án nhà ở xã hội, như Vinhomes có kế hoạch triển khai 500.000 căn trong 5 năm tới, Him Lam, Hưng Thịnh cũng có kế hoạch phát triển phân khúc này trong thời gian tới. Theo Nghị định 100/2015/NĐ-CP về phát triển và quản lý nhà ở xã hội, lợi nhuận định mức của các dự án này không vượt quá 10% tổng mức đầu tư, chúng tôi tin rằng các chủ đầu tư trên khi thực hiện dự án nhà ở xã hội nhằm duy trì dòng tiền hoạt động hơn là mục tiêu lợi nhuận.

## Sức khỏe tài chính của các DN BĐS đang dần suy yếu nhưng vẫn tốt hơn so với chu kỳ “đóng băng” 2011-2013

### Kết quả kinh doanh (KQKD) năm 2022 phản ánh những khó khăn của thị trường

Hình 7: Những sóng gió của ngành BĐS được phản ánh lên KQKD Q4/22 của các doanh nghiệp BĐS niêm yết

	Doanh thu Q4/22 (tỷ đồng)	Doanh thu Q4/21 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)	Doanh thu 2022 (tỷ đồng)	Doanh thu 2021 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)	LN ròng Q4/22 (tỷ đồng)	LN ròng Q4/21 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)	LN ròng 2022 (tỷ đồng)	LN ròng 2021 (tỷ đồng)	Thay đổi (% svck)
VHM	31.193	23.305	34%	62.392	84.986	-27%	8.928	11.740	-24%	28.628	38.825	-26%
NVL	3.241	4.591	-29,4%	11.135	14.903	-25%	239	812	-71%	2.264	3.225	-30%
NLG	1.629	4.418	-63%	4.339	5.206	-17%	437	361	21%	556	1.071	-48%
CEO	1.497	495	202%	2.549	902	183%	188	222	-15%	278	93	199%
KDH	1.234	590	109%	2.912	3.738	-22%	119	414	-71%	1.102	1.202	-8%
DXG	984	2.264	-57%	5.581	10.089	-45%	-408	275	N/A	149	1.157	-87%
VPI	760	1.982	-62%	2.155	2.611	-17%	134	250	-46%	491	348	41%
SSH	486	125	290%	865	1.353	-36%	102	30	240%	320	298	7%
DIG	391	914	-57%	1.909	2.569	-26%	4	818	-100%	146	986	-85%
HPX	327	389	-16%	1.635	1.417	15%	18	138	-87%	140	250	-44%
SCR	319	109	193%	893	1.683	-47%	-91	3	N/A	50	187	-73%
IJC	214	262	-18%	1.969	2.602	-24%	33	67	-50%	516	621	-17%
HDC	174	437	-60%	1.298	1.352	-4%	172	99	73%	420	309	36%
PDR	15	1.229	-99%	1.505	3.620	-58%	-267	754	N/A	1.146	1.865	-39%
CRE	175	1.089	-84%	3.491	5.598	-38%	-57	129	N/A	196	458	-57%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

- Doanh thu Q4/22 của VHM tăng 33,8% svck lên 31.193 tỷ đồng nhờ đẩy mạnh bàn giao 3.500 căn thấp tầng tại Vinhomes The Empire. Tuy nhiên, lợi nhuận (LN) ròng Q4/22 giảm 24,0% svck xuống còn 8.928 tỷ đồng do đóng góp từ bán buôn thấp hơn. Lũy kế, doanh thu và LN ròng năm 2022 giảm 26,6% svck/26,3% svck xuống còn 62.392 tỷ đồng/28.628 tỷ đồng.
- Doanh thu/LN ròng Q4/22 của NVL giảm 29,4% svck/70,7% svck xuống 3.241 tỷ đồng/239 tỷ đồng do thiếu hụt sản phẩm bàn giao và các khoản thu nhập bất thường.
- Doanh thu Q4/22 của DXG giảm 56,5% svck xuống 984 tỷ đồng do bàn giao BĐS ít hơn và doanh thu môi giới ảm đạm trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp khó khăn. Từ đó, DXG ghi nhận khoản lỗ ròng 408 tỷ

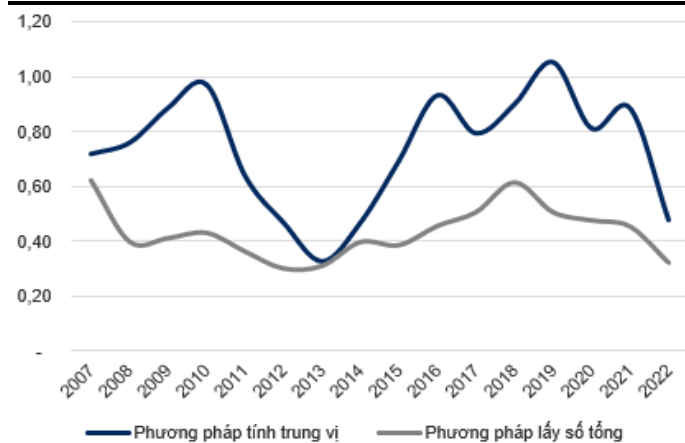
đồng trong Q4/22 do áp lực chi phí cao. Lũy kế, doanh thu/LN ròng 2022 giảm 44,7% svck/87,1% svck xuống 5.581 tỷ đồng/149 tỷ đồng.

- Doanh thu Q4/22 của NLG giảm 63,1% svck xuống 1.629 tỷ đồng, chủ yếu từ bàn giao dự án Flora Akari (90 căn, 261 tỷ đồng) và Southgate (234 căn, 1.219 tỷ đồng). Tuy nhiên, LN ròng Q4/22 tăng 21,1% svck lên 437 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường 386 tỷ đồng từ việc thoái 25% cổ phần của Paragon Đại Phước. Lũy kế, doanh thu/LN ròng năm 2022 giảm 16,7% svck/48,1% svck xuống 4.339 tỷ đồng/556 tỷ đồng.
- Doanh thu Q4/22 của KDH tăng 109,2% svck lên 1.234 tỷ đồng, với biên LN gộp giảm 58 điểm % svck xuống 24,2% do bàn giao dự án có biên LN thấp (KDH không tiết lộ chi tiết dự án). Do đó, LN ròng Q4/22 giảm 71,3% svck xuống 119 tỷ đồng. Lũy kế, DT/LN ròng năm 2022 giảm 22,1% svck/8,3% svck xuống 2.912 tỷ đồng/1.102 tỷ đồng.

### Chúng tôi nhận thấy sức khỏe tài chính của DN BĐS niêm yết hiện tại tốt hơn so với giai đoạn 2011-2013

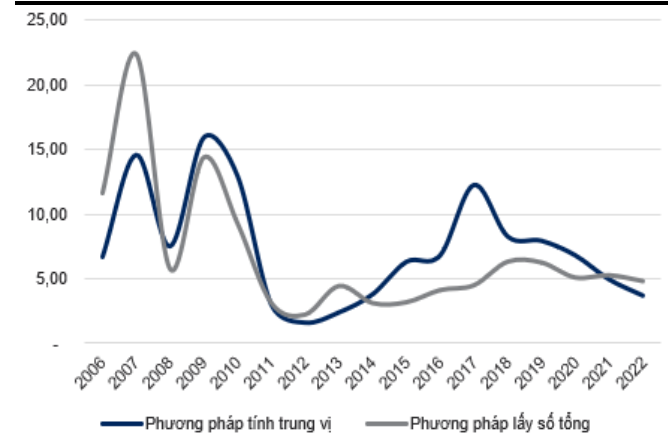
Chúng tôi đã tiến hành phân tích dựa trên báo cáo tài chính của 210 doanh nghiệp BĐS (bao gồm 118 công ty niêm yết và 92 công ty chưa niêm yết). Chúng tôi lưu ý rằng số lượng DN BĐS niêm yết trong giai đoạn 2011-2013 ít hơn so với hiện tại.

**Hình 8: Vòng quay hàng tồn kho giảm mạnh trong 2022 do doanh số kỷ bán ảm đạm từ 2020**



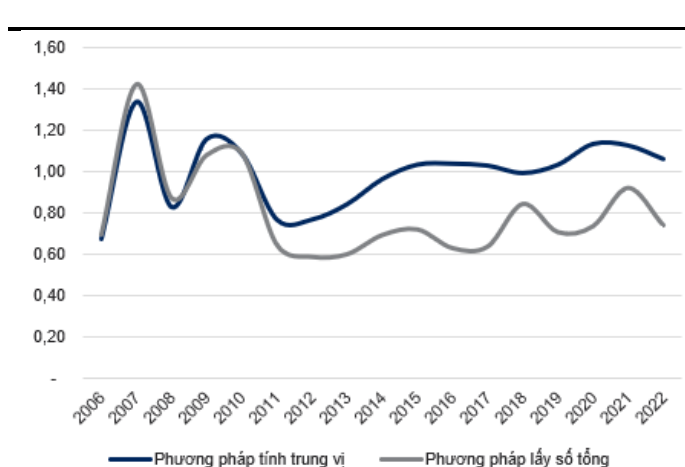
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

**Hình 9: Hệ số thanh toán lãi vay hiện tại đang giảm mạnh xuống mức thấp nhất vào giai đoạn 2011-2013**



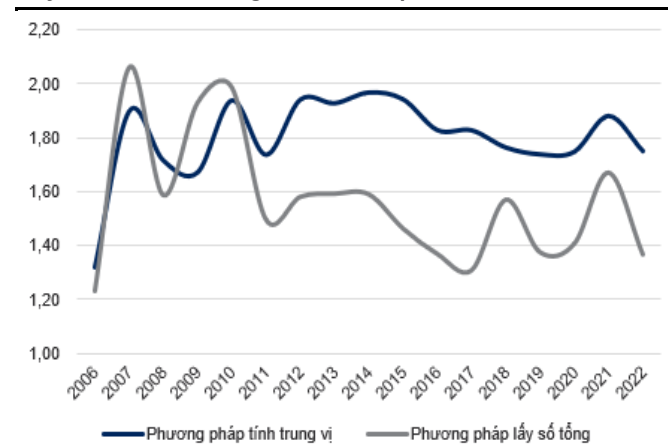
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

**Hình 10: Cả tỷ số thanh toán nhanh 2022...**



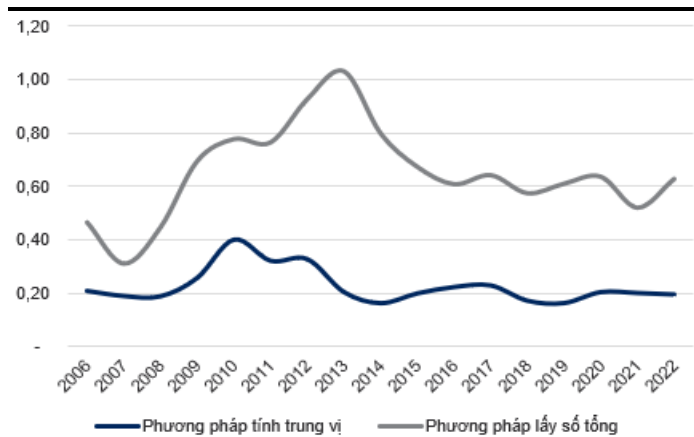
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

**Hình 11: ... và tỷ số thanh toán hiện thời đều đang sụt giảm, cho thấy rủi ro mất khả năng thanh toán nợ cao như năm 2011**



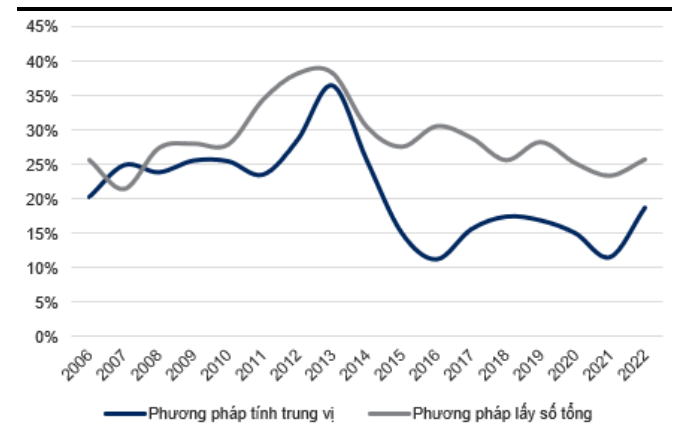
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 12: Tuy nhiên, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu hiện tại lành mạnh hơn giai đoạn 2011-2013



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 13: Và tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản thấp hơn cho thấy áp lực giải phóng hàng tồn kho thấp hơn so với giai đoạn 2011-2013



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 14: Chỉ số thanh khoản của một số DN BĐS niêm yết vào cuối 2022

		Nợ phải trả/Tổng tài sản	Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	Hệ số thanh toán lãi vay	Tiền và tương đương tiền/Nợ vay ngắn hạn	Tỷ số thanh toán nhanh	Tỷ trọng hàng tồn kho/Tổng tài sản
1	VIC	76%	101%	2,1	55%	0,6	17%
2	VHM	59%	14%	18,4	71%	0,6	18%
3	NVL	83%	124%	5,9	34%	0,9	52%
4	DXG	54%	33%	2,5	45%	1,1	46%
5	PDR	59%	45%	4,0	10%	0,6	53%
6	NLG	51%	3%	8,2	209%	1,0	55%
7	KDH	45%	34%	N/A	268%	2,4	58%
8	SSH	72%	153%	1,6	24%	1,0	10%
9	HDG	56%	81%	4,2	36%	0,8	9%
10	DIG	47%	44%	1,8	24%	1,3	40%
11	TCH	20%	-59%	10,4	628%	3,8	22%
12	TID	72%	80%	3,3	47%	0,7	2%
13	KSF	46%	-3%	16,8	15%	2,8	2%
14	AGG	75%	27%	2,4	77%	0,8	34%
15	VPI	66%	91%	4,5	63%	1,2	33%
16	HPX	61%	86%	1,7	12%	0,7	39%
17	SCR	48%	34%	1,3	11%	1,0	29%
18	QCG	56%	8%	1,8	71%	0,1	72%
19	THD	28%	13%	5,5	9%	1,1	1%
20	HTN	84%	159%	1,6	3%	0,9	18%
21	CEO	47%	10%	4,9	55%	0,9	21%
22	HQC	40%	0%	2,6	249%	1,1	8%
23	KHG	27%	16%	5,6	19%	0,9	7%
24	CRE	27%	11%	2,7	19%	3,0	6%
25	VCR	74%	117%	N/A	17%	0,3	1%
26	SJS	62%	58%	N/A	6%	0,1	55%
27	IJC	41%	20%	10,1	37%	0,4	55%
28	NBB	71%	170%	1,2	1%	0,8	21%
29	IDJ	60%	-1%	11,5	540%	0,5	41%
30	HDC	58%	86%	7,6	2%	0,7	25%
31	TIG	43%	-11%	5,8	Không nợ vay ngắn hạn	0,8	11%
32	KOS	53%	84%	1,3	6%	0,8	47%
33	ITC	47%	23%	4,1	33%	0,4	39%
34	DRH	58%	33%	1,2	23%	0,6	28%
35	LSG	55%	96%	1,0	3%	1,4	47%
36	API	61%	44%	3,5	12%	0,8	43%
37	SID	6%	-16%	N/A	Không nợ vay ngắn hạn	21,0	0%
38	NRC	43%	43%	1,4	0%	0,7	0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

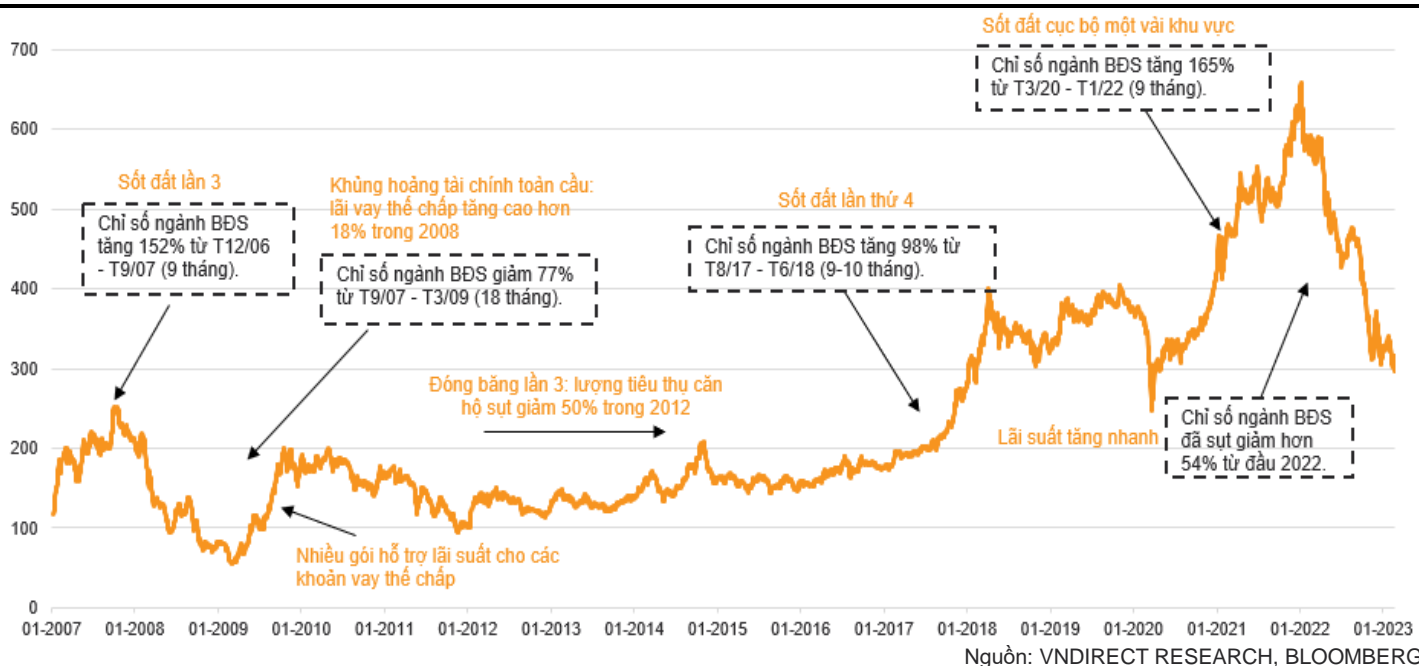
## Khuyến nghị và rủi ro

Hiện tại định giá ngành BĐS Việt Nam đang khá rẻ, giao dịch ở mức P/B chỉ 1,5 lần, thấp hơn 44% so với trung bình 3 năm là 2,7 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu các DN BĐS có thể sẽ còn nhiều áp lực trong 3-6 tháng tới vào giai đoạn cao điểm của trái phiếu đáo hạn. Mặc dù các cơ quan quản lý hiện đang khẩn trương rà soát tháo gỡ các vướng mắc trên thị trường BĐS, tuy nhiên thời điểm thực thi các chính sách này vẫn còn đang bỏ ngõ.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các giải pháp về vấn đề tiếp cận nguồn vốn như đã đề cập ở trên nếu được thực hiện, sẽ tác động đến các DN BĐS lớn, có sức khỏe tài chính lành mạnh hơn là những DN nhỏ với xếp hạng tín dụng yếu sẽ khó tiếp cận được nguồn vốn trong tương lai gần. Trong khi hoạt động bán hàng sẽ khó khởi sắc ít nhất đến cuối năm 2023, trong bối cảnh tâm lý của nhà đầu tư chưa được cải thiện, môi trường lãi suất cao và nguồn cung mới ảm đạm do quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi.

Rủi ro giảm giá chính: 1) nhiều doanh nghiệp BĐS mất khả năng thanh toán nợ hơn dự kiến; 2) nguồn cung mở bán mới và giá nhà sụt giảm mạnh hơn dự kiến.

Hình 15: Chỉ số ngành BĐS giảm hơn 54% từ đầu năm 2022





Hình 16: Bảng so sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã	Giá	mức	Khuyến	Vốn	P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm	ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q4/22 (%)
		hiện tại	tiêu	ngợi	hóa							Tăng			
		Nội tệ	Nội tệ		Tr.USD	Trượt 12T	2023	2024	Hiện tại	2023	2024	trưởng kép (%)	2023	2024	
CĐT BĐS nhà ở															
Vinhomes	VHM VN	41.000	82.000	Khả quan	7.505	6,2	5,7	5,6	1,2	1,1	0,9	(0,4)	22,1	18,6	14,4
Novaland	NVL VN	11.400	KKN	KKN	935	9,8	9,6	10,5	0,6	0,3	0,6	N/A	5,6	4,9	123,9
Phát Đạt	PDR VN	10.550	KKN	KKN	298	6,1	2,2	1,4	0,9	0,6	0,4	38,7	28,3	30,7	45,0
Khang Điền	KDH VN	26.000	30.000	Trung lập	783	18,0	21,8	16,4	1,6	1,5	1,4	7,1	10,7	14,2	33,7
Nam Long	NLG VN	26.050	36.700	Khả quan	421	20,4	25,9	13,9	1,1	1,1	1,0	62,6	4,5	7,9	3,1
Đất Xanh	DXG VN	10.350	13.100	Trung lập	265	40,6	9,0	3,8	0,7	0,7	0,6	176,6	7,5	15,9	33,3
Đầu tư Văn Phú	VPI VN	51.100	KKN	KKN	520	24,6	33,5	N/A	3,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	91,5
Tập đoàn C.E.O	CEO VN	20.800	KKN	KKN	225	19,2	N/A	N/A	N/A	N/A	8,9	1,6	N/A	N/A	10,1
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	21.910	KKN	KKN	354	55,2	18,1	15,2	1,1	N/A	N/A	N/A	5,9	6,6	44,2
An Gia	AGG VN	29.300	KKN	KKN	154	N/A	N/A	N/A	1,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	27,3
Trung bình						25,5	16,0	10,3	1,3	0,9	2,0	48,8	11,3	13,2	42,8
Trung vị						19,8	18,1	12,2	1,1	0,9	0,9	38,7	6,7	11,1	33,7
Môi giới															
Dịch vụ BĐS Đất Xanh	DXS VN	6.910	KKN	KKN	132	9,8	8,1	5,3	0,5	0,5	0,5	0,3	6,2	8,9	20,0
BDS Thế Kỷ	CRE VN	6.630	KKN	KKN	129	10,7	9,3	6,4	0,6	0,5	0,5	30,2	5,7	7,9	11,0
Khải Hoàn	KHG VN	5.070	KKN	KKN	96	5,0	N/A	N/A	0,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15,7
Danh Khôi	NRC VN	4.000	KKN	KKN	16	N/A	N/A	N/A	0,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	42,6
Trung bình						8,5	8,7	5,8	0,5	0,5	0,5	15,3	6,0	8,4	22,3
Trung vị						9,8	8,7	5,8	0,5	0,5	0,5	15,3	6,0	8,4	17,8
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (GIÁ ĐỒNG CỬA NGÀY 24/02/2023)															

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 24/02/2023)

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: [tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>