

Ngành Bất Động Sản

Khởi thông pháp lý



Nội dung

Bất động sản – Khởi thông pháp lý

1. Cập nhật ngành bất động sản

Ngành Bất động sản trong 9T2024 đã có nhiều tín hiệu tích cực khi (1) tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI, (2) tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng trưởng, (3) khả năng thanh toán thị trường trái phiếu doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ và (4) số lượng dự án được cấp phép tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy thị trường vẫn còn khó khăn khi (1) cung cầu toàn thị trường tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa đồng đều tại miền Nam và miền Bắc và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi vào nửa cuối năm.

2. Cập nhật tình hình các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn

Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết lớn trong 9T2024 có các đặc điểm: (1) doanh số kí bán (presales) phân hóa, (2) doanh thu và lợi nhuận kém khả quan, (3) hàng tồn kho và nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ so với đầu năm.

3. Triển vọng ngành BĐS năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục đà hồi phục trong năm 2025, đặc biệt khi (1) hành lang pháp lý được hoàn thiện và (2) lãi suất ở mức hấp dẫn sẽ hỗ trợ nguồn cung dồi dào.

4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu bất động sản

VHM, NLG, KDH & DXG

5. Phụ lục

01

Cập nhật ngành Bất động sản

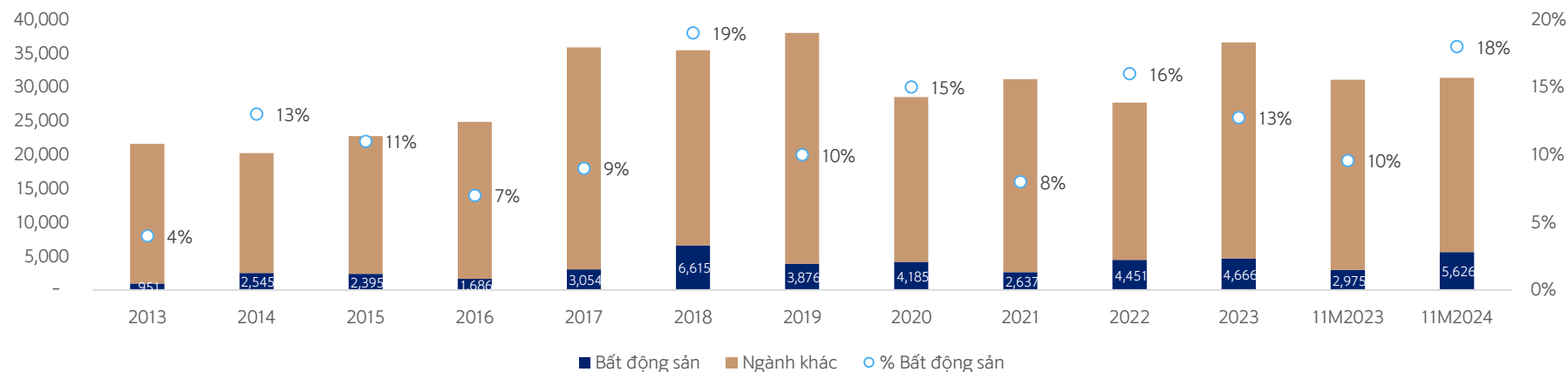
Ngành Bất động sản đã có nhiều tín hiệu tích cực khi (1) tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI, (2) tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng trưởng, (3) khả năng thanh toán thị trường trái phiếu doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ và (4) số lượng dự án được cấp phép tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy thị trường vẫn còn khó khăn khi (1) cung cầu toàn thị trường tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa đồng đều tại miền Nam và miền Bắc và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi vào nửa cuối năm.

1.1 – Cập nhật ngành Bất động sản – FDI

Ngành BĐS tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI

Hoạt động kinh doanh Bất động sản tiếp tục duy trì vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài FDI, tuy nhiên đã gia tăng tỷ trọng đáng kể lên tới **18%**, so với mức chỉ **10%** ở cùng kỳ. Xét 11 tháng đầu năm 2024, tổng vốn đầu tư Bất động sản đạt **5,626 triệu USD (+89.1% YoY)**, tương ứng với **18%** tổng vốn đầu tư đăng ký, chỉ xếp sau Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt **20,197 triệu USD**, chiếm **64.4%**.

Bất động sản tiếp tục giữ vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài (Triệu USD)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

1.2 – Cập nhật ngành Bất động sản – Lãi suất

Lãi suất cho vay mua nhà vẫn duy trì ở mức hấp dẫn

Theo Batdongsan.com.vn, tại thời điểm tháng 11/2024, đã có một số ít ngân hàng thực hiện tăng nhẹ lãi suất, tuy nhiên phần lớn ngân hàng vẫn đang duy trì lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà ở mức thấp, hấp dẫn.

Hiện tại, các khoản vay mua nhà có cấu trúc phổ biến theo dạng bao gồm hai mức lãi suất gồm: (1) lãi suất vay ưu đãi và (2) lãi suất sau ưu đãi, biên độ điều chỉnh giữa 2 lãi suất đang trong khoảng **1.9%-4.0%**. Cụ thể, lãi suất ưu đãi khi vay mua nhà ở thương mại tại các ngân hàng dao động từ **5.50%-7.90%/năm**, hết thời gian ưu đãi, lãi suất rơi vào khoảng **7.40%-11.90%/năm**.

Thay đổi lãi suất vay mua nhà thương mại tại một số ngân hàng lớn						
Ngân hàng	01/2024			11/2024		
	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)
Vietcombank	6.7	70	20	5.5	70	20
Shinhan bank	6.6	70	30	7.0	70	30
Techcombank	10.5	70	35	6.7	80	35

Nguồn: Batdongsan.com.vn, Shinhan Securities Vietnam

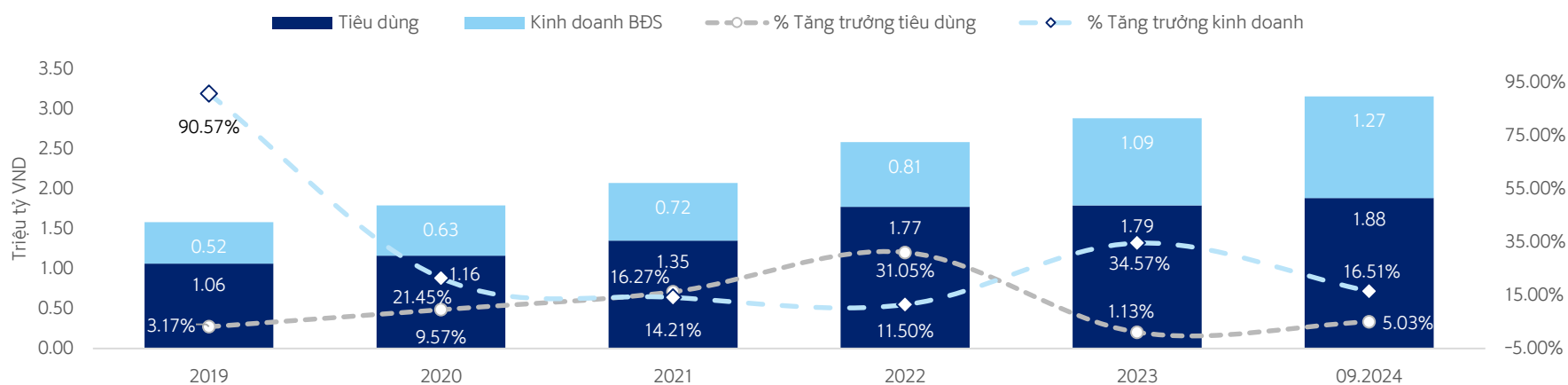
1.3 – Cập nhật ngành Bất động sản – Tín dụng

Dấu hiệu tích cực từ Tín dụng cho tiêu dùng bất động sản

Tín dụng cho lĩnh vực Bất động sản đầu 9 tháng đầu năm 2024 diễn biến tương đồng với xu hướng chung của tín dụng toàn nền kinh tế: tính đến ngày 31/09/2024, tín dụng toàn nền kinh tế đạt **14.79 triệu tỷ VND (+9.0% YTD)**, tín dụng cho Bất động sản tăng **9.15% YTD** đạt **3.15 triệu tỷ VND**.

Cụ thể theo mục đích sử dụng, tín dụng cho kinh doanh bất động sản đạt **1.27 triệu tỷ VND (+16.51% YTD)**, trong khi đó tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng **5.03% YTD**, đạt **1.88 triệu tỷ VND**. Tuy mức độ tăng còn khiêm tốn nhưng sự tăng trưởng tín dụng tiêu dùng bất động sản vẫn là một tín hiệu tích cực có ý nghĩa quan trọng; ở thời điểm cùng kỳ, chỉ số thậm chí đã ghi nhận mức tăng trưởng âm **-2.7% YTD** phản ánh tâm lý tiêu cực của thị trường. Kết hợp cùng sự hồi phục về giá trị giao dịch, cho thấy thị trường bất động sản đã xuất hiện sự lạc quan hơn về tâm lý và nhu cầu.

Tín dụng cho Bất động sản có dấu hiệu tích cực



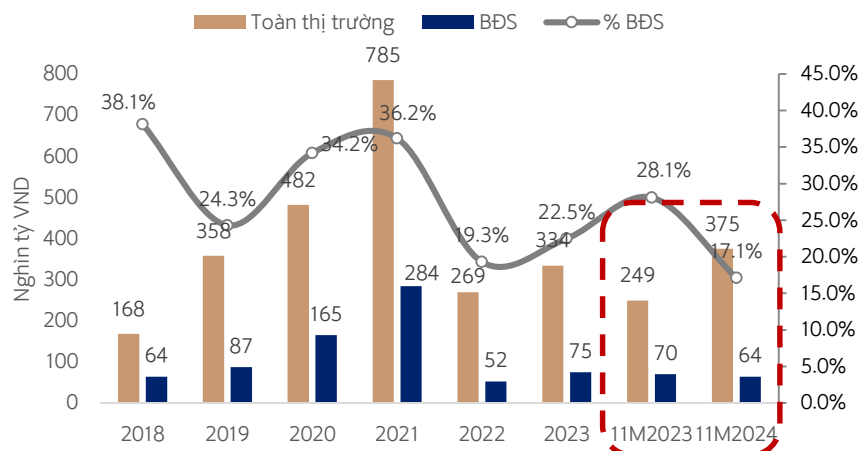
Nguồn: Bộ Xây dựng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

1.4 – Cập nhật ngành Bất động sản – Trái phiếu

Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp BĐS kém sôi nổi vào nửa cuối năm

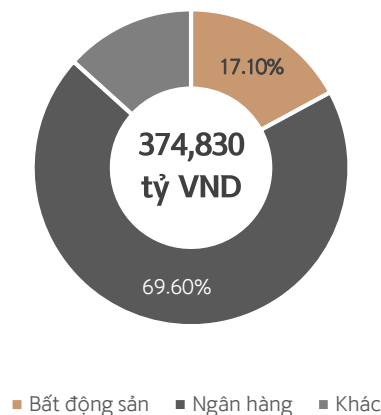
Tích cực hơn so với kênh tín dụng ngân hàng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong 11 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng ấn tượng về giá trị phát hành, đặc biệt nhờ nhóm Ngân hàng. Cụ thể, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành lũy kế 11 tháng đạt **374,830 tỷ VND (+50.3% YoY)** trong đó ngành Ngân hàng đứng đầu, chiếm tỷ trọng **69.6%**, tương ứng **260,882 tỷ VND (+113% YoY)**; tuy nhiên đối với ngành Bất động sản, các doanh nghiệp không thực hiện phát hành sôi nổi vào giai đoạn nửa cuối năm, dẫn tới giá trị phát hành lũy kế ghi nhận mức tăng trưởng âm **-9.2% YoY**, đạt **64,096 tỷ VND**, trái ngược với mức tăng trưởng mạnh vào nửa đầu năm.

Giá trị TPDN phát hành trong 11 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VBMA, Shinhan Securities Vietnam

BDS đứng thứ 2 về giá trị phát hành trong 11M2024 (%)



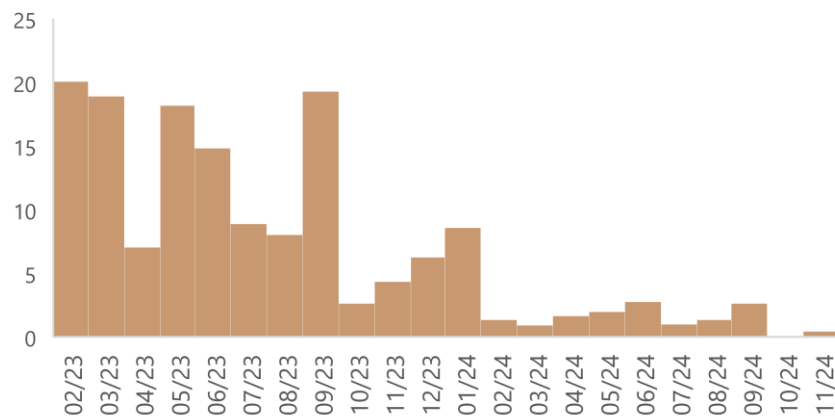
Nguồn: VBMA, Shinhan Securities Vietnam

1.4 – Cập nhật ngành Bất động sản – Trái phiếu

Khả năng thanh toán trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ

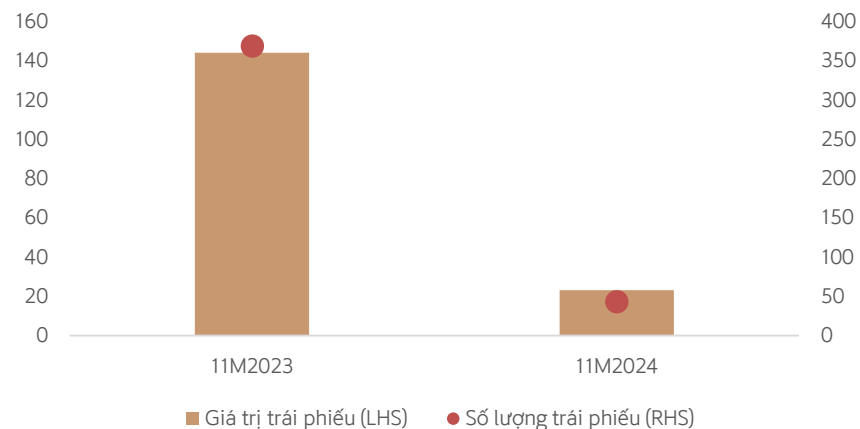
Khả năng thanh toán trên thị trường TPDN đã có dấu hiệu cải thiện, thể hiện qua việc số lượng và giá trị trái phiếu chậm trả lãi, gốc đã giảm rất nhiều trong năm 2024, một số doanh nghiệp đã thực hiện thanh toán toàn bộ hoặc một phần trái phiếu chậm trả cho các nhà đầu tư. Cụ thể, số lượng trái phiếu doanh nghiệp chậm trả lãi, gốc lần đầu giảm mạnh còn **43** so với **369** trái phiếu ở cùng kỳ, với giá trị chậm trả tương ứng giảm còn **23.2 nghìn tỷ VND** so với **144.3 nghìn tỷ VND**.

Giá trị TPDN chậm trả lãi, gốc theo tháng (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: VBMA, VIS Rating, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị TPDN chậm trả gốc, lãi lũy kế giảm mạnh (Nghìn tỷ VND)

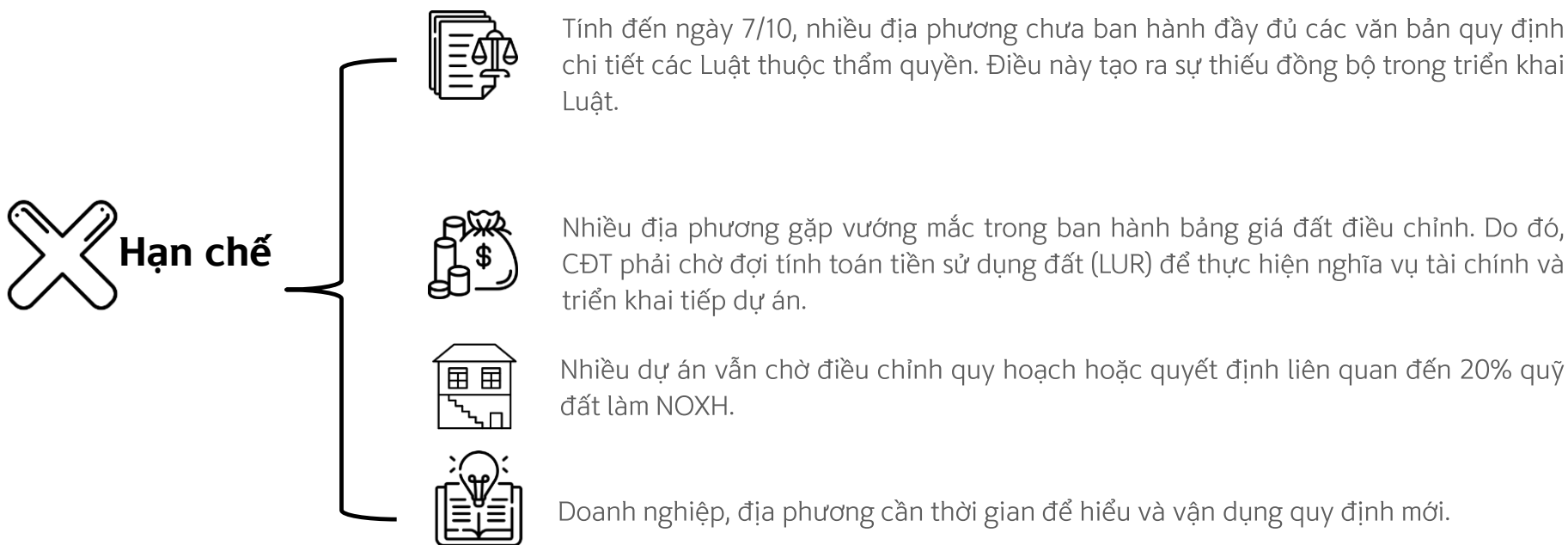


Nguồn: VBMA, VIS Rating, Shinhan Securities Vietnam

1.5 – Cập nhật ngành Bất động sản – Thi hành Luật

Các Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành nhưng việc vận dụng vẫn còn hạn chế

Trong 9T2024, thị trường BĐS tại Việt Nam chứng kiến nhiều biến chuyển trong chính sách như (1) Quốc hội thông qua Luật Đất đai vào T1/2024 và (2) ba Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành sớm từ ngày 1/8/2024. Tuy vậy, nhìn chung, việc vận dụng các Luật BĐS được thông qua vẫn còn hạn chế do:



Nhìn chung, sau 2 tháng 3 Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành, tác động tại các địa phương còn nhiều hạn chế và không đồng đều. Trong khi thị trường phía Bắc chứng kiến sự hồi phục mạnh mẽ cả về cung mới và số lượng dự án được cấp phép thì thị trường phía Nam lại im ắng hơn.

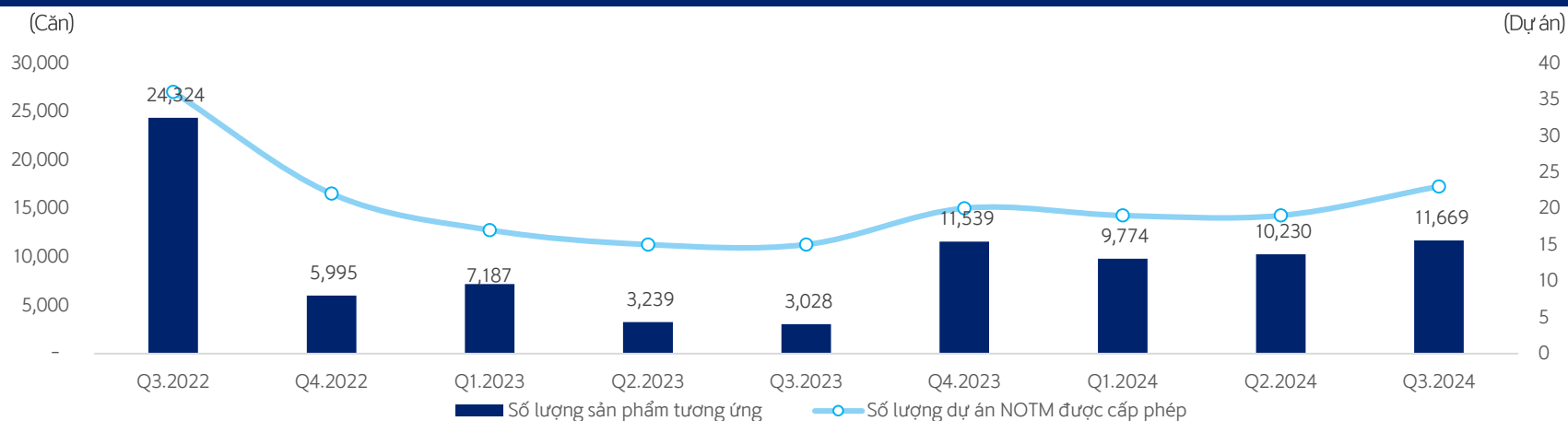
1.6 – Cập nhật ngành Bất động sản – Cung cầu

Số lượng dự án được cấp phép tiếp tục được cải thiện

Số lượng dự án NOTM được cấp phép trong 9T2024 có nhiều chuyển biến tích cực. Trong đó, tổng dự án được cấp phép trên cả nước trong 9T2024 đạt **61 dự án (+29.8% YoY)**. Sự tăng trưởng trong số lượng dự án được cấp phép dự báo sự đa dạng của các dự án trên thị trường trong giai đoạn tới.

Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy thị trường phía Nam vẫn trì trệ với số lượng dự án được cấp phép mới trong 9 tháng chỉ đạt **3 dự án** chủ yếu do các vướng mắc trong khâu định giá đất và quy hoạch,... Trong khi đó, các dự án được cấp phép mới chủ yếu tập trung ở miền Bắc và miền Trung (**chiếm 95.1% dự án được cấp phép**).

Số lượng dự án nhà ở thương mại cấp phép



Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

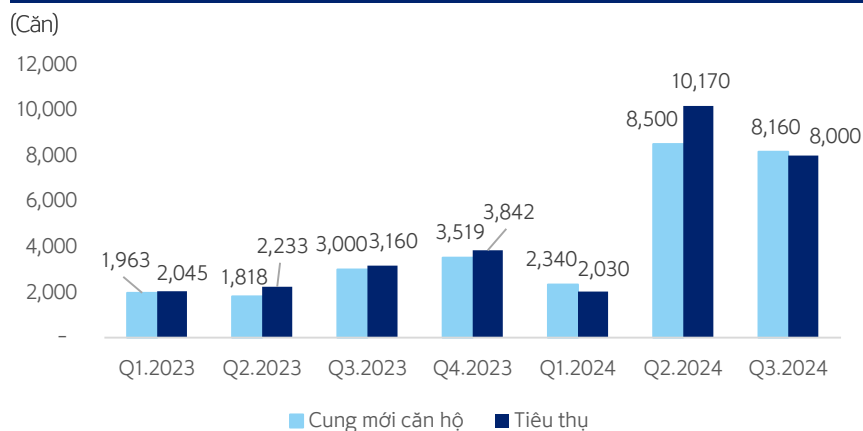
1.6 – Cập nhật ngành Bất động sản – Cung cầu

Nguồn cung mới thị trường nhà ở tại Hà Nội phục hồi mạnh mẽ trong 9T2024

Tại Hà Nội, nguồn cung mới nhà ở hồi phục mạnh mẽ. Cụ thể, cung mới căn hộ trong 9T2024 đạt **19,000 căn** (tăng gấp 2.8 lần so với cùng kì 2023 và là mức cung mới cao nhất trong 5 năm qua) đến từ **11 dự án**. Dù khoảng 75% là các sản phẩm cao cấp, mức độ hấp thụ của các dự án được ghi nhận ở mức cao, với khoảng **20,200 căn** được tiêu thụ (gấp 2.7 lần cùng kì). Điều này cho thấy tâm lý tích cực của người mua nhà khi hệ thống pháp luật ngày càng hoàn thiện.

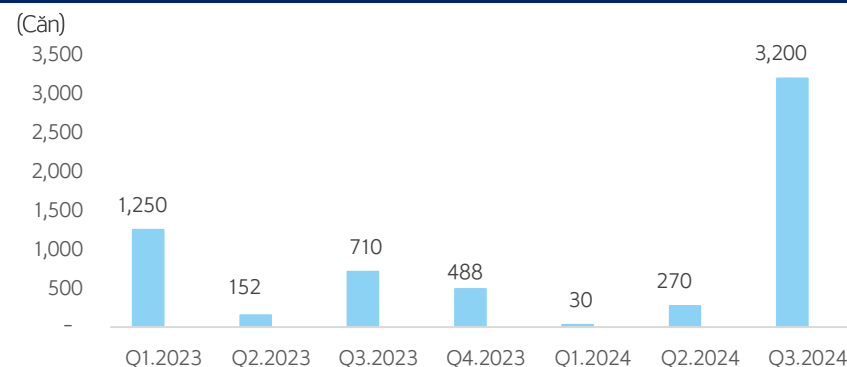
Trong khi đó, nhà liền thổ trong 9T2024 đạt **3,500 căn** (gấp 1.5 lần cùng kì 2023), chủ yếu đến từ 1 dự án Khu đô thị tại Đông Anh.

Nguồn cung mới căn hộ tại Hà Nội bất phá



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung mới nhà liền thổ tại Hà Nội hồi phục mạnh mẽ



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

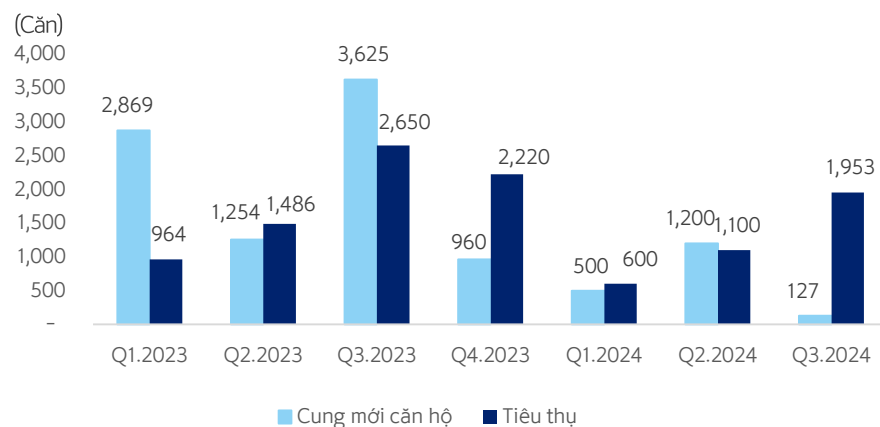
1.6 – Cập nhật ngành Bất động sản – Cung cầu

Ngược lại, thị trường nhà ở tại TP HCM phục hồi chậm

Tại TP HCM, nguồn cung mới căn hộ nhìn chung vẫn còn kém khả quan trong 9T2024. Trong đó, tổng cung mới căn hộ chỉ đạt **1,827 căn (-76% YoY)**. Như vậy, ngược với xu hướng tăng cung tại thị trường miền Bắc nói chung, thị trường TP HCM trầm lắng hơn khi số lượng căn hộ mở bán trong 9T2024 chỉ bằng 10% thị trường Hà Nội. Mặc dù nguồn cung vẫn khan hiếm, điểm sáng của thị trường BĐS TP HCM trong quý 3 là việc **tháo gỡ pháp lý cho hơn 300 căn hộ** tại các dự án đã tạm dừng cách đây 1-2 năm (CBRE).

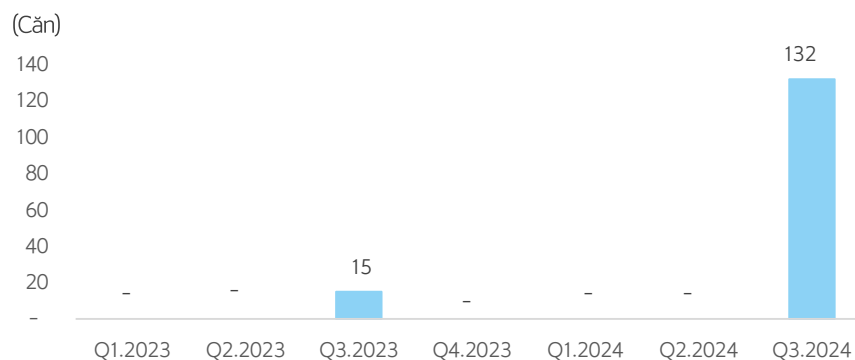
Nguồn cung mới nhà liền thổ đạt **132 căn** sau nhiều quý liên tiếp không có cung mới. Các căn hộ này chủ yếu đến từ dự án The Meadow của Gamuda Land với tỷ lệ hấp thụ đạt hơn **90%**.

Nguồn cung mới căn hộ tại TP HCM phục hồi chậm



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung mới nhà liền thổ tại TP HCM quay lại



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

02

Cập nhật tình hình các doanh nghiệp niêm yết lớn

Trong 9T2024, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết lớn có các đặc điểm: (1) doanh số kí bán (presales) phân hóa, (2) doanh thu và lợi nhuận kém khả quan, (3) hàng tồn kho và nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ so với đầu năm.

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Doanh số kí bán (presales) 9T2024 của các công ty niêm yết lớn phân hóa

Doanh số kí bán là cơ sở ước tính việc ghi nhận doanh thu trong giai đoạn tiếp theo. Nhìn chung, doanh số kí bán của các công ty niêm yết lớn trong 9T2024 biến động ngược chiều nhau. Trong khi một số doanh nghiệp chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc trong doanh số kí bán như VHM và NLG, một số còn lại lại không mở bán dự án trong 9T2024 như KDH và DXG. Việc đình trệ trong doanh số kí bán có thể đến từ (1) doanh nghiệp không mở bán được do vướng mắc pháp lý khi triển khai dự án hoặc (2) doanh nghiệp chờ đợi thị trường ổn định để mở bán. Cụ thể:

Doanh nghiệp	Giá trị kí bán 9M2024 (Tỷ đồng)	Tăng/giảm svck	Chú thích
VHM	89,600	+58%	Sự kiện mở bán Vinhomes Royal Island trong Q2/2024 là động lực tăng trưởng chính của Vinhomes, với hơn 60 nghìn tỷ VND doanh số kí bán.
NLG	3,523	+99%	Chủ yếu đến từ các dự án Akari P2 (chiếm 46% doanh số kí bán) và Southgate (chiếm 32.5% doanh số kí bán).
DXG	-	n/a	Dự án GSW vẫn chưa mở bán lại cho giai đoạn tiếp theo nên không ghi nhận giá trị presales.
KDH	-	n/a	KDH chưa mở bán dự án Bình Trưng Đông – Liên doanh Keppel. Chúng tôi dự kiến khi mở bán vào cuối năm 2024 hoặc đầu 2025, KDH có thể ghi nhận doanh thu sớm khi dự án đã hoàn thiện phần lớn hạ tầng, sẵn sàng bàn giao.

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

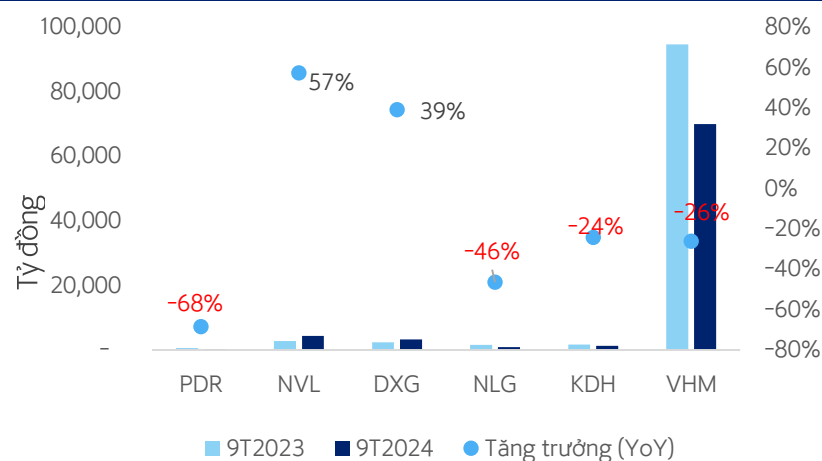
Doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết lớn kém khả quan

❑ Doanh thu của các doanh nghiệp Bất động sản dân cư trong 9T2024 nhìn chung sụt giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi ước tính doanh thu toàn ngành **giảm 11.8% YoY**, LNST **giảm 34.3% YoY**. Nếu loại trừ ảnh hưởng của nhóm VHM và NVL thì doanh thu toàn ngành **giảm 12.5% YoY** và LNST **giảm 0.4% YoY**.

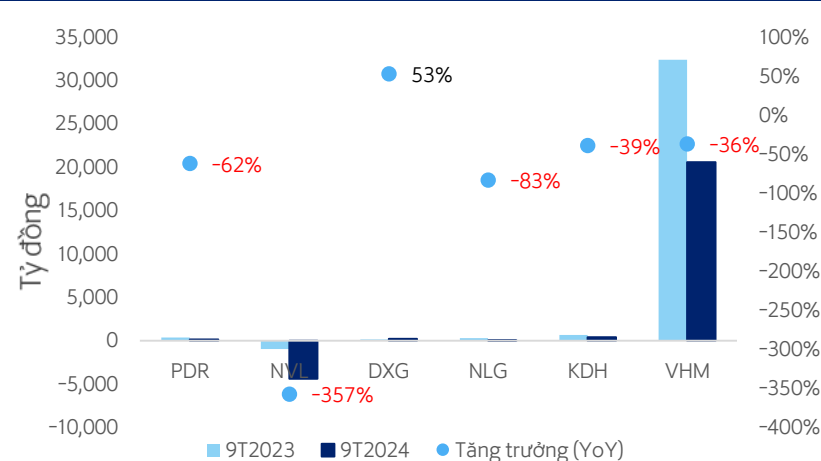
❑ LNST 9T2024 của các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn kém khả quan chủ yếu do:

- (1) Điểm rơi bàn giao của nhiều doanh nghiệp niêm yết rơi vào Q4 (NLG, KDH)
- (2) Doanh nghiệp phải trích lập tiền thuê đất, tiền sử dụng đất nộp thêm (NVL)
- (3) Doanh nghiệp không còn nhiều doanh thu bán sỉ như cùng kỳ (VHM)
- (4) Dự án trọng điểm đang trong trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý (PDR)

Doanh thu 9T2024 của các doanh nghiệp niêm yết lớn phân hóa



Lợi nhuận của các DN BĐS đa phần kém khả quan



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

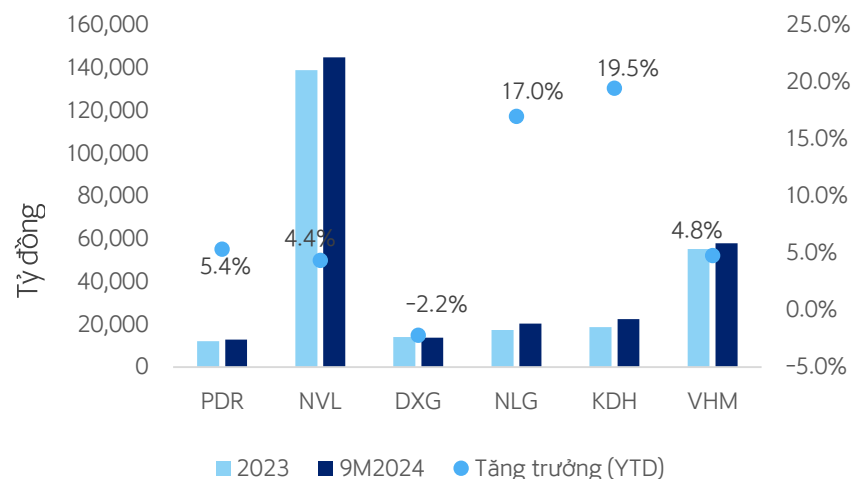
Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Hàng tồn kho của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ so với đầu năm

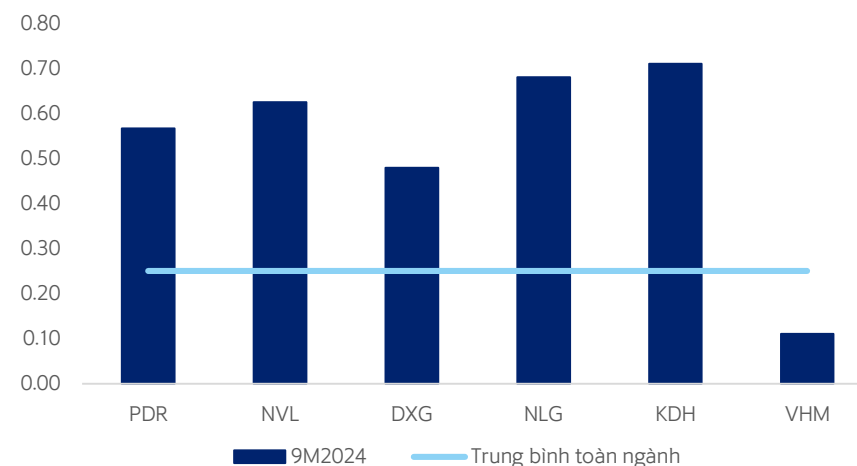
- HTK của các doanh nghiệp BĐS niêm yết mảng dân cư nhìn chung tăng nhẹ so với đầu năm **(+12% YTD)**. Trong đó, HTK của nhóm Vin, NVL và KDH chiếm **77.0%** tổng HTK.
- Một số doanh nghiệp niêm yết lớn có khả năng triển khai dự án nhanh hơn so với tốc độ bàn giao khiến HTK tăng liên tục như NLG **(+17.0% YTD)**, KDH **(+19.4% YTD)**. Các doanh nghiệp này dự kiến có dự án bàn giao vào quý 4/2024, từ đó giúp giải phóng lượng lớn HTK và thu hồi nguồn lực để triển khai các dự án tiếp theo.
- Ngược lại, các doanh nghiệp niêm yết lớn còn lại có tốc độ bàn giao và tạo lập dự án tương đối tương đồng. Điều này khiến HTK không thay đổi quá nhiều hoặc trong xu hướng giảm so với đầu năm. Chúng tôi kì vọng việc tháo gỡ nút thắt pháp lý giúp các doanh nghiệp quay trở lại triển khai dự án, từ đó gia tăng lại HTK nhằm duy trì doanh thu trong tương lai.

HTK của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu HTK/TTS của các doanh nghiệp niêm yết lớn



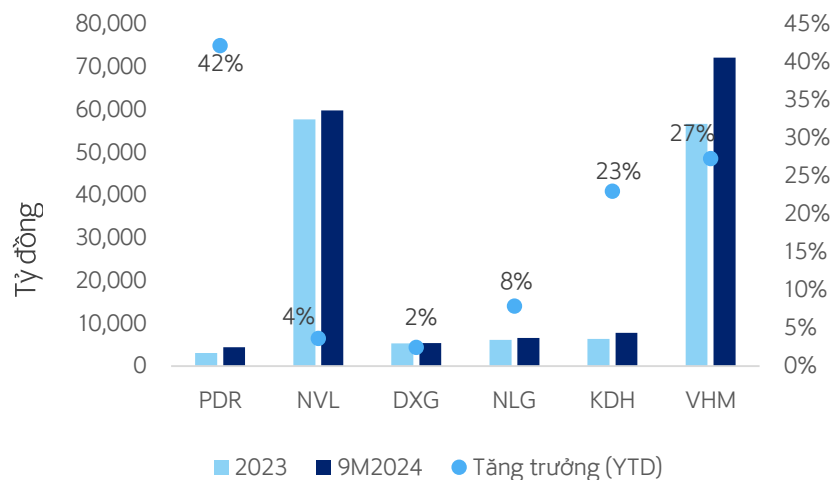
Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Nợ vay của các công ty niêm yết lớn trong xu hướng tăng nhẹ

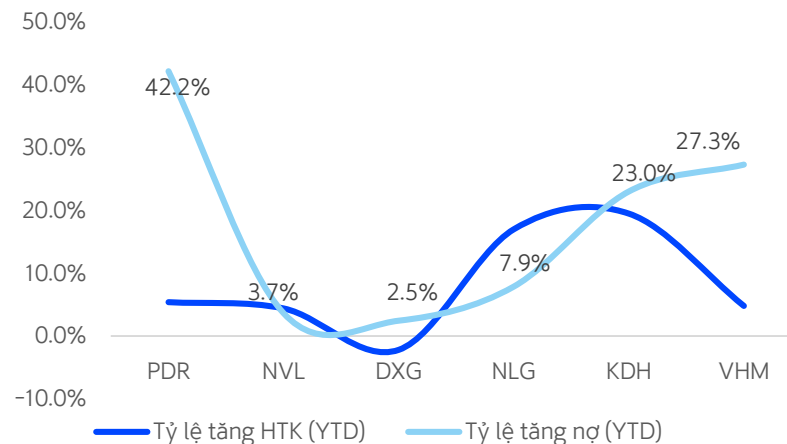
- ❑ Nợ vay của các doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết tăng **4%** YTD. Trong đó, nhóm Vin và NVL chiếm **84.3%** tổng nợ vay của ngành.
- ❑ Nếu xem xét mức độ gia tăng nợ so với mức độ gia tăng HTK, chúng tôi nhận thấy có 2 xu hướng chính:
 - 1) Các doanh nghiệp có mức độ gia tăng nợ vay phù hợp với mức độ gia tăng HTK. Đây là nhóm các doanh nghiệp (1) khó khăn trong vay nợ và ngưng trệ triển khai dự án (NVL) hoặc (2) khả năng huy động vốn và khả năng triển khai dự án đều cao (NLG, KDH).
 - 2) Nhóm các doanh nghiệp có mức tăng nợ cao hơn mức độ gia tăng HTK: PDR và VHM. Sự gia tăng nợ vay ở nhóm này chủ yếu nhằm mục đích tối ưu hóa kết hợp các nguồn vốn.

Nợ vay của các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn 9T2024 tăng trưởng



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Gia tăng nợ vay so với tỷ lệ gia tăng HTK



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam


03

Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục đà hồi phục trong năm 2025, đặc biệt khi (1) hành lang pháp lý được hoàn thiện và (2) lãi suất ở mức hấp dẫn sẽ hỗ trợ nguồn cung dồi dào.

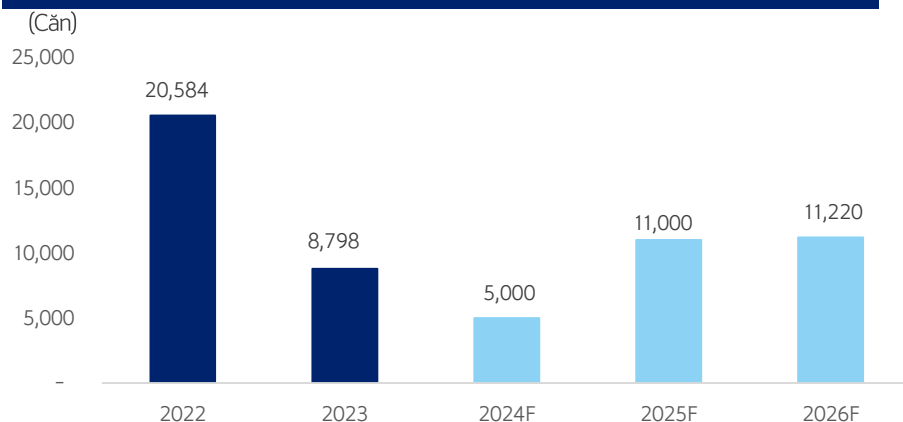
3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Chúng tôi kì vọng việc tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý, ban hành các NQ đặc thù sẽ góp phần tháo gỡ vướng mắc, tăng cung cho thị trường BĐS. Cụ thể:

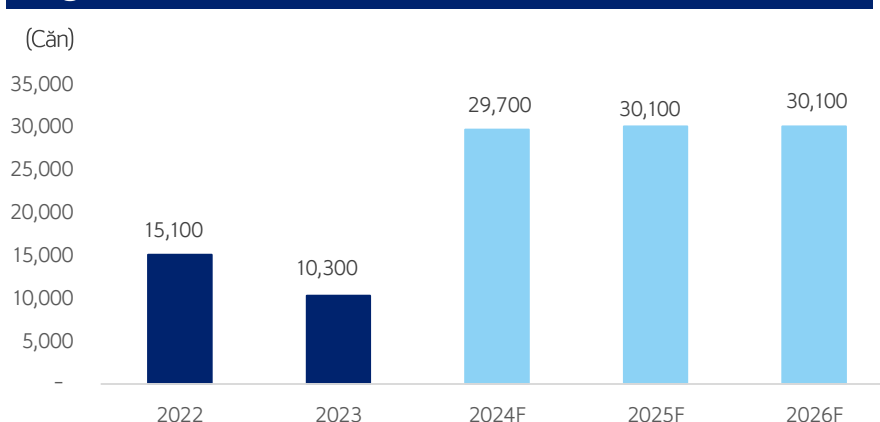
- ❑ Hàng loạt NQ, Thông tư hướng dẫn thi hành các Luật Bất động sản cơ bản đã được ban hành (chi tiết tại *Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành*). Từ đó, tạo cơ sở để đưa Luật vào cuộc sống, khơi thông nguồn cung cho thị trường.
- ❑ Ngoài ra, tại kì họp QH thứ 8 (khóa XV), QH đã thông qua một số chính sách tháo gỡ khó khăn, phát triển thị trường BĐS gồm (1) Nghị quyết về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất (**Nghị quyết số 171/2024/QH15**) và (2) Nghị quyết về “Tiếp tục nâng cao hiệu lực, hiệu quả việc thực hiện chính sách, pháp luật về quản lý thị trường bất động sản và phát triển nhà ở xã hội” (**Nghị quyết số 161/2024/QH15**) (chi tiết tại *Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung*).

Cung căn hộ TPHCM dự kiến tiếp tục phục hồi



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Cung mới căn hộ Hà Nội được dự báo tiếp tục bứt tốc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Chúng tôi đánh giá tác động của một số chính sách lớn lên thị trường BĐS như:

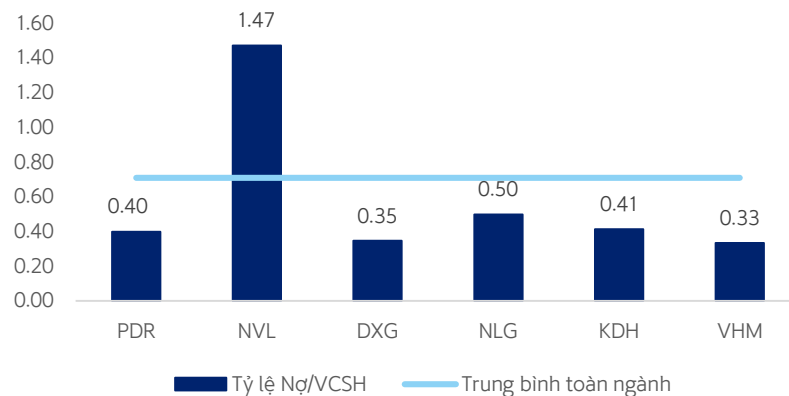
Văn bản	Nội dung	Tác động
Luật Đất đai	Thay thế khung giá đất 5 năm thành bảng giá đất hàng năm, tiệm cận với thị trường.	Bảng giá đất sử dụng cho việc đền bù, GPMB. Do đó, việc sử dụng bảng giá đất mới tiệm cận giá thị trường có thể thúc đẩy việc GPMB, nhưng cũng vừa gia tăng chi phí đền bù của DN.
Luật Kinh doanh BĐS	Luật hóa quy định vốn chủ tối thiểu/tổng vốn đầu tư cho các dự án có quỹ đất dưới 20ha là 20% và từ 15% cho dự án có quỹ đất trên 20ha.	Trước đây tỷ lệ VCSH tối thiểu này được đặt ra trong ND 02/2022/ND-CP, nhưng việc luật hóa cho thấy VCSH đang được yêu cầu nghiêm ngặt hơn.
	Công khai thông tin BĐS đưa vào kinh doanh .	Góp phần minh bạch thị trường BĐS và bảo vệ người mua nhà.
Nghị định ND 96/2024/ND-CP về kinh doanh BĐS	Siết quy định tỷ lệ nợ/VCSH tối đa cho dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20ha và trên 20ha tương ứng là 4x và 5.67x.	Quy định này góp phần giữ ổn định tỷ lệ an toàn tài chính của doanh nghiệp BĐS cũng như sự lành mạnh của thị trường. Theo đó các doanh nghiệp BĐS có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính vượt quá tỷ lệ quy định có thể bị hạn chế trong việc tiếp tục tăng dư nợ để thực hiện dự án.
Nghị định 71/2024/ND-CP về giá đất	Bổ sung nhiều chi phí được tính vào chi phí phát triển thửa đất như chi phí dự phòng cho trượt giá, lãi vay, chi phí tư vấn đầu tư xây dựng, quản lý dự án,...	Chúng tôi kì vọng việc bổ sung nhiều chi phí phát sinh trong quá trình phát triển dự án vào chi phí phát triển thửa đất khi tính tiền sử dụng đất góp phần hợp lý hóa tiền sử dụng đất cho doanh nghiệp, từ đó ổn định thị trường bất động sản.
Nghị quyết số 171/2024/QH15	Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.	Các Nghị quyết đặc thù là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Chúng tôi kì vọng các NQ này cùng với các Luật Bất động sản góp phần tháo gỡ vướng mắc cho các dự án đang bị “mắc kẹt”. Từ đó thúc đẩy nguồn cung của thị trường từ năm 2025.
Nghị quyết số 161/2024/QH15	Đề cập đến việc ban hành các chính sách để tháo gỡ vướng mắc cho thị trường BĐS do quá trình cổ phần hóa, do thay đổi môi trường pháp luật,...	

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

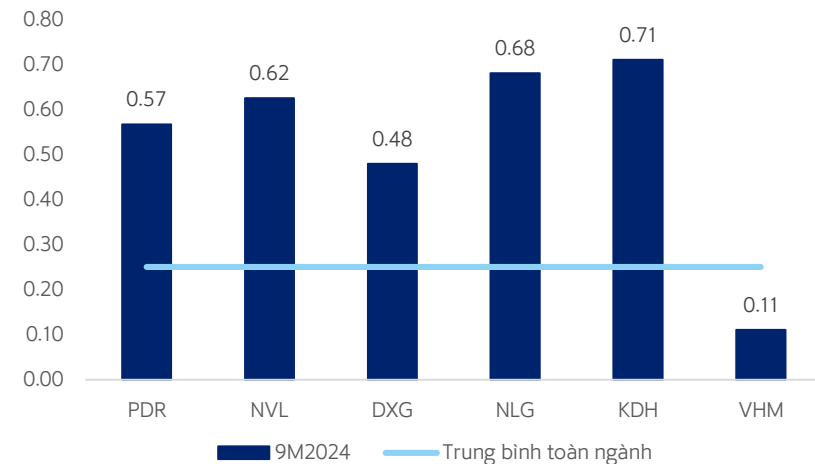
Nhìn chung, chúng tôi nhận định các doanh nghiệp Bất động sản có nguồn vốn mạnh, quỹ đất lớn, và sở hữu dự án có pháp lý rõ ràng như NLG, KDH và VHM có thể hưởng lợi trong thời gian tới khi chi phí phát triển dự án dự kiến gia tăng, yêu cầu về vốn nghiêm ngặt hơn và thị trường được kì vọng minh bạch hơn.

Tỷ lệ nợ/VCSH của các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn (Q3/2024)



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ HTK/Tổng tài sản (TTS) của các DN BĐS niêm yết lớn



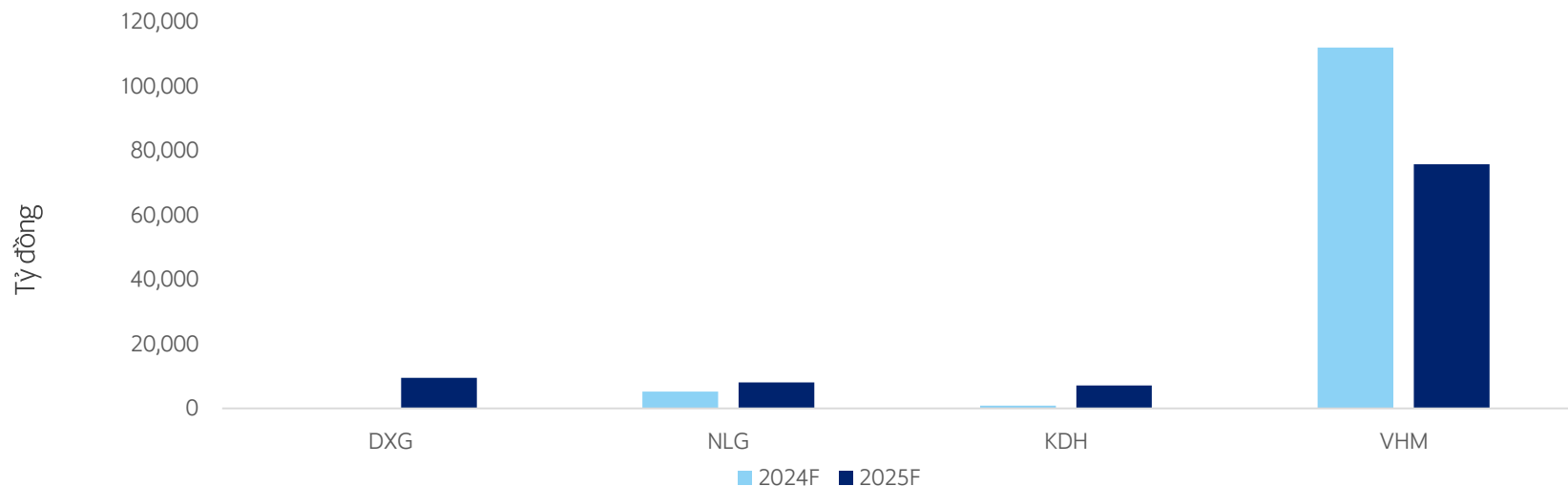
Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Trong năm 2025, các doanh nghiệp niêm yết lớn dự kiến tiếp tục mở bán các dự án đã tạo lập và hoàn thiện trong năm nay. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng giá trị kí bán của phần lớn doanh nghiệp cải thiện so với năm 2024 khi (1) nhiều dự án được tháo gỡ pháp lý và (2) tâm lý người mua tích cực hơn khi thị trường hồi phục.

Giá trị kí bán năm 2025 dự kiến phục hồi so với năm 2024

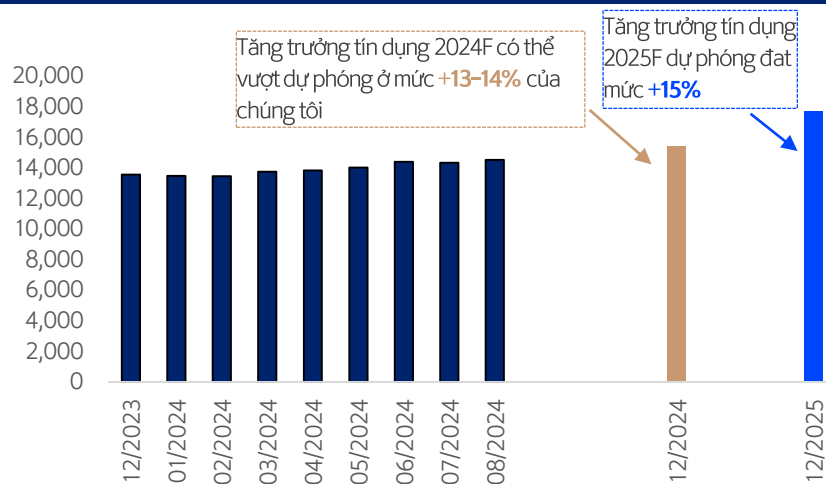


Nguồn: Company Data, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

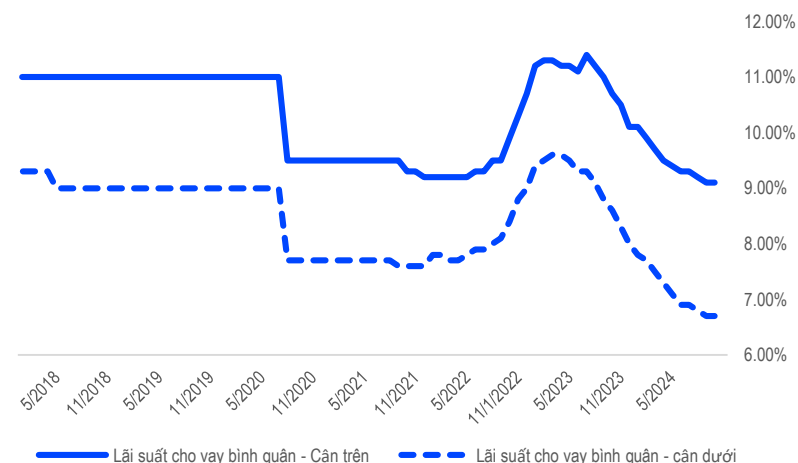
Môi trường lãi suất tiếp tục thuận lợi

Tín dụng của nền kinh tế Việt Nam 2023-2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay đã về mức thấp và có thể tăng nhẹ trong 2025



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

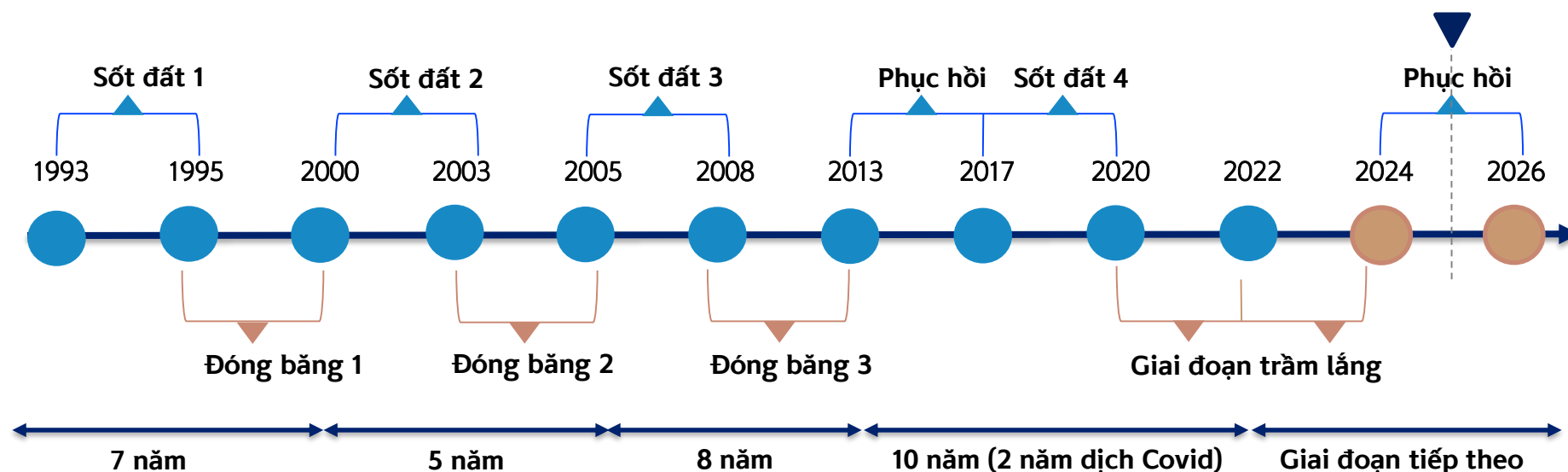
Với kỳ vọng: (1) Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức +15% YoY, được dẫn dắt bởi nhóm tín dụng bán lẻ và (2) Mức lãi suất cho vay bình quân sẽ tăng nhẹ so với mức thấp hiện tại (6.7-9.1% trong tháng 10/2024), chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ tiếp tục là một năm có môi trường lãi suất thuận lợi, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng bất động sản, đặc biệt được khuyến đại hơn so với năm 2024 bởi nhiều yếu tố cơ bản thay đổi tích cực như: (1) Các bộ Luật đem lại tác động cụ thể hơn sau thời gian hoàn thiện, (2) Nguồn cung thị trường kỳ vọng sôi động trở lại và (3) Tâm lý tích cực trên thị trường.

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm ngành Bất động sản đã bước vào pha hồi phục từ nửa cuối năm 2024

Tóm lại, chúng tôi duy trì quan điểm đã nêu ở [Báo cáo triển vọng ngành Bất động sản năm 2024](#) là giai đoạn khó khăn nhất đối với ngành Bất động sản đã qua đi và thị trường đang bước vào pha phục hồi với kì vọng:

- (1) Lãi suất vẫn tiếp tục ở mức hấp dẫn
- (2) Pháp lý hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung bất động sản



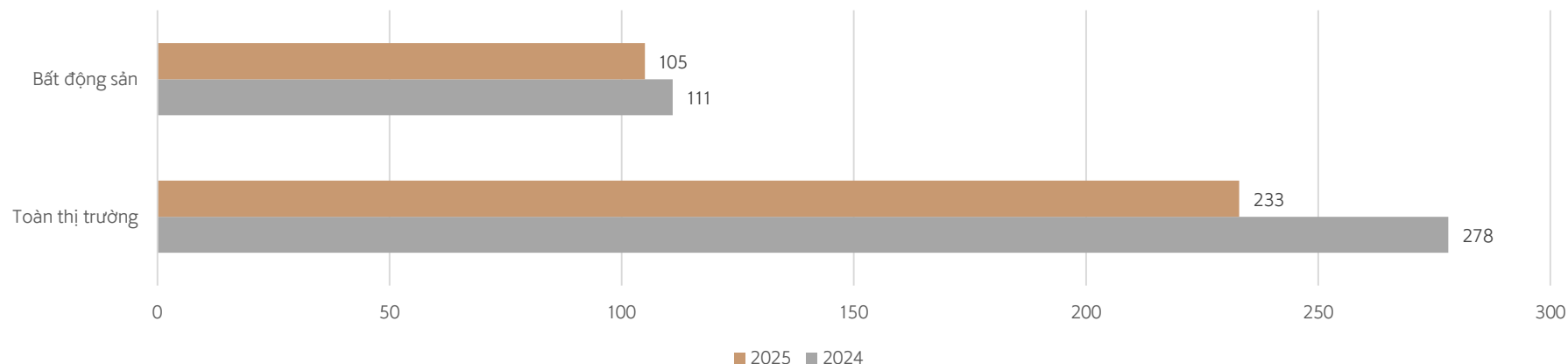
Nguồn: Cushman & Wakefield, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Rủi ro vẫn hiện hữu tuy nhiên đã được kiểm soát tốt hơn

Áp lực đáo hạn của thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói chung và ngành bất động sản nói riêng năm 2025 không có quá nhiều thay đổi so với năm 2024 khi giá trị đáo hạn ở mức **105 nghìn tỷ VND**, chỉ giảm khoảng **6% YoY**. Tuy nhiên, với nhiều yếu tố tích cực về (1) giá trị giao dịch thị trường bất động sản, (2) tín dụng tiêu dùng bất động sản hồi phục, và (3) pháp lý hoàn thiện, chúng tôi cho rằng rủi ro áp lực đáo hạn năm 2025 sẽ được kiểm soát tốt hơn nhờ sự hồi phục về hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, điều này một phần đã được thể hiện qua giá trị trái phiếu doanh nghiệp chậm trả lãi, gốc giảm mạnh trong năm 2024.

Giá trị trái phiếu đáo hạn giảm nhẹ năm 2025 (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: VBMA, VIS Rating, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Rủi ro vẫn hiện hữu tuy nhiên đã được kiểm soát tốt hơn

Tương tự bức tranh chung thị trường trái phiếu doanh nghiệp, dòng tiền TPDN phải trả của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trong năm 2025 không thay đổi quá nhiều so với năm 2024, tuy nhiên với kỳ vọng về sự chuyển biến tích cực của hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng rủi ro sẽ được kiểm soát tốt hơn so với giai đoạn 2023-2024.

Giá trị TPDN đáo hạn (Tỷ VND)	Ngắn hạn (12 tháng tới)	Dài hạn (>12 tháng)	Tổng
NVL	23,746	15,135	38,881
VHM	3,770	27,491	31,261
NLG	980	2,635	3,615
DXG	449	940	1,389
KDH	1,100	0	1,100
PDR	0	0	0
Tổng	30,045	46,201	76,246

Nguồn: BCTC doanh nghiệp Q3/2024, Shinhan Securities Vietnam

04

Cơ hội đầu tư cổ phiếu Bất động sản

VHM, NLG, KDH & DXG

Các doanh nghiệp niêm yết lớn

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025** (VND)	Upside (%)	Dự phóng doanh thu 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu YoY (%)	Dự phóng lợi nhuận 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng lợi nhuận 2025 (%)	Nợ/VCSH	HTK/TTS	P/B (TTM)	P/E (TTM)
VHM	164,296	40,000	51,700	29.3%	102,589	0.7%	33,093	6.6%	0.33	11%	0.83	8.52
NLG	14,064	36,550	46,400	26.9%	6,842	29.9%	1,338	24.6%	0.50	68%	1.52	45.80
KDH	36,502	36,100	37,100	2.8%	5,277	33.5%	1,709	79.3%	0.41	71%	2.17	69.45
DXG	11,243	15,600	20,900	34.0%	4,671	7.9%	567	52.8%	0.35	48%	1.07	76.30
NVL	19,989	10,250	N/A	N/A	5,312	-16%	N/A	N/A	1.47	62%	0.59	N/A
PDR	18,074	20,700	N/A	N/A	1,418	+488.4%	489	-28.6%	0.40	57%	1.67	37.04
VRE	38,970	17,150	N/A	N/A	9,153	0.0%	4,127	-6.4%	0.10	1%	0.95	9.56
Tổng					135,262	3.1%	41,323	7.2%				

Lợi nhuận tổng trừ NVL

(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

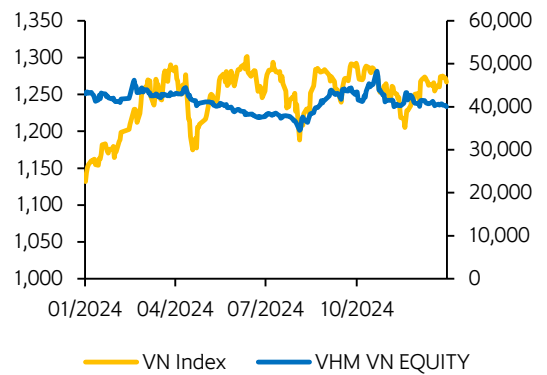
Dữ liệu tại ngày 31/12/2024

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM)



Giá mục tiêu (12 tháng)	51,700 VND
Giá hiện tại (31/12/24)	40,000 VND
Suất sinh lời (%)	29.3%
VNINDEX	1,267
Market P/E (x)	12.0
Vốn hóa (tỷ VND)	164,296
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,107
Tự do giao dịch (triệu CP)	871
52-tuần cao/thấp (VND)	48,550/34,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	11.98
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	506
VIC	69.34
Cổ đông lớn (%)	
Government of Singapore	4.99

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-6.5	6.2	-7.4
So với VNIndex(%)	-4.9	4.5	-19.5



Vị thế dài hạn vững vàng

Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Vinhomes sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1) Quỹ đất lớn, chất lượng và liên tục tăng trưởng (2) Hồ sơ năng lực nổi bật với nhiều dự án đầu tư hiệu quả và (3) Thương hiệu giá trị cao – uy tín trên thị trường.

Quan điểm đầu tư

- **Quỹ đất lớn, sạch và liên tục được mở rộng là cơ sở cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn.** Hiện VHM đang là một trong những doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn và có vị trí đặc địa nhất trên thị trường; một số dự án mang động lực tăng trưởng dài hạn cho Vinhomes có thể kể đến như: Vinhomes Long Beach Cần Giờ, Vinhomes Hạ Long Xanh, Vinhomes Cam Ranh...
- **Vinhomes là đơn vị đón đầu hưởng lợi giai đoạn mới của thị trường bất động sản.** Sở hữu tiềm lực tài chính mạnh, chuyên môn pháp lý vượt bậc, cùng hồ sơ năng lực dự án chất lượng cao giúp Vinhomes hưởng lợi rất lợi từ các Luật mới.

Cập nhật

- **KQKD 9T2024: Doanh số bán mới đạt 89.6 nghìn tỷ VND (+58% YoY)** với hơn 10,300 sản phẩm được kí mới (cùng kỳ: 9,200) chủ yếu nhờ mở bán dự án Vinhomes Vũ Yên (chiếm 67% doanh số) từ ngày 15/03/2024. **Doanh thu chưa bàn giao tăng, đạt 123 nghìn tỷ VND**, trong đó Vinhomes Vũ Yên chiếm tỷ trọng cao nhất lên đến **41%**.
- **Định giá:** Vì điều chỉnh thay đổi (1) lợi ích kinh tế mới của Vinhomes tại 2 dự án trọng điểm Wonder Park và Global Gate và (2) tăng mức chiết khấu doanh nghiệp nhằm phản ánh rủi ro tập đoàn, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu VHM là **51,700 VND/cp**.

Triển vọng 2025

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của VHM năm 2025 đạt **102,589 tỷ VND (+0.7% YoY)** nhờ bàn giao phần lớn các sản phẩm mới mở bán tại Vinhomes Royal Island và tiếp tục bàn giao tại The Crown, The Empire.
- Lợi nhuận ròng theo đó kỳ vọng đạt: **33,093 tỷ VND (+6.6% YoY)**.

Rủi ro: (1) Ách tắc pháp lý, (2) Khan hiếm tín dụng, (3) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

Năm	2021	2022	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	84,986	62,393	103,334	101,895	102,589
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	48,460	30,696	35,707	34,160	34,152
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	38,825	28,831	33,125	31,044	33,093
EPS (đồng)	8,904	6,611	7,597	7,163	8,057
GPM	57.0	49.2	34.5	33.5	33.3
NPM	45.8	46.7	32.2	30.5	32.2
ROE (%)	29.6%	19.6%	18.3%	17.5%	16.1%
P/E (x)	4.6	6.2	5.4	7.2	6.4
P/B (x)	1.4	1.3	1.0	0.9	0.8

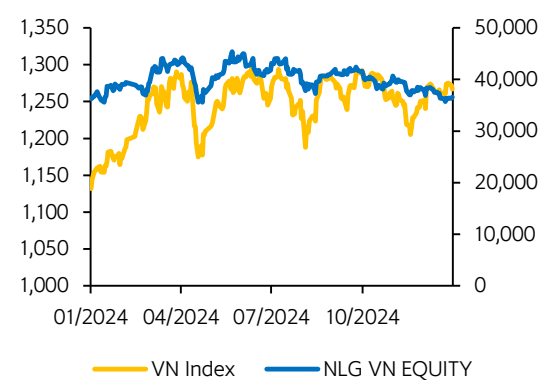
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)



Giá mục tiêu (12 tháng)	46,400 VND
Giá hiện tại (31/12/24)	36,550 VND
Suất sinh lời (%)	26.9%
VNINDEX	1,267
Market P/E (x)	12.0
Vốn hóa (tỷ VND)	14,064
SLCP lưu hành (triệu CP)	385
Tự do giao dịch (triệu CP)	218
52-tuần cao/thấp (VND)	46,150/35,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.40
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	54
HĐQT và bên liên quan	18.9
Cổ đông lớn (%)	8.2
Ibework Pte.Ltd	

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-12.0	-11.7	-0.3
So với VNIndex(%)	-10.4	-13.4	-12.4



Tăng trưởng ổn định nhờ backlog lớn

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) là một trong những nhà phát triển bất động sản (BDS) vừa túi tiền hàng đầu tại Việt Nam. Đồng thời, doanh nghiệp cũng sở hữu quỹ đất rộng lên đến 681ha được kết nối hạ tầng tốt. Chúng tôi kì vọng (1) việc tập trung vào phân khúc hợp lý và (2) sở hữu quỹ đất sẵn sàng triển khai dự án sẽ giúp NLG đón đầu sự phục của thị trường Bất động sản.

Quan điểm đầu tư

- **NLG là nhà phát triển BDS uy tín, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn.** Quỹ đất của NLG thường đi trước thị trường 10-15 năm, nhờ đó, đem lại lợi thế cho NLG khi các quỹ đất sạch lớn quanh TPHCM ngày càng khan hiếm và giá đất tăng cao. Theo Ban lãnh đạo, quỹ đất của NLG đủ để phát triển dự án cho 5 năm tiếp theo.

- **Doanh thu của NLG năm 2025 đạt 6,842 tỷ VND (+29.9% YoY) và LNST ở mức 1,338 tỷ VND (+24.6% YoY)** chủ yếu đến từ việc tiếp tục bàn giao dự án Akari và dự án Southgate.

Cập nhật

- **KQKD 9T2024:** Doanh thu thuần NLG đạt 828 tỷ VND (-46.5%YoY), LNST đạt 54 tỷ VND (-82.9% YoY). Như vậy, tính đến hết quý 3/2024, NLG đã thực hiện được 12% kế hoạch doanh thu và 7% kế hoạch lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận kém khả quan trong 9 tháng năm 2024 do trọng tâm bàn giao của NLG chủ yếu rơi vào quý cuối năm.

- **Định giá:** Điều chỉnh theo (1) Số liệu tài chính Q3/2024 và (2) điều chỉnh mức chiết khấu giảm còn 10% với kì vọng rủi ro pháp lý cho NLG được hạn chế khi các Luật được đồng bộ thi hành, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu NLG là **46,400 VND/cp**.

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của NLG năm 2025 đạt **6,842 tỷ VND (+29.9% YoY)** và LNST ở mức **1,338 tỷ VND (+24.6% YoY)**. Trong đó, hai dự án dự kiến đóng góp khoảng 70% doanh thu cho NLG trong năm 2025 là dự án Akari GĐ2 (3,424 tỷ VND) và Southgate (1,373 tỷ VND).

Rủi ro: (1) Ách tắc pháp lý, (2) Khan hiếm tín dụng, (3) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,206	4,339	3,181	5,267	6,842
LN HKKD (tỷ VND)	782	829	582	1,008	1,557
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,479	866	801	1,074	1,338
EPS (đồng)	3,099	1,345	1,187	1,771	2,271
OPM	15.0	19.1	18.3	19.1	22.8
NPM	28.4	20.0	25.2	20.4	19.6
ROE (%)	10.9	6.5	5.9	7.6	8.8
P/E (x)	9.8	27.3	31.8	26.2	20.4
P/B (x)	1.13	1.69	1.56	1.8	1.7

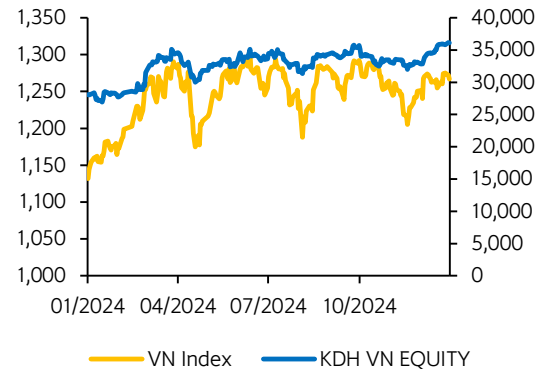
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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



Giá mục tiêu (12 tháng)	37,100 VND
Giá hiện tại (31/12/24)	36,100 VND
Suất sinh lời (%)	2.8%
VNINDEX	1,267
Market P/E (x)	12.0
Vốn hóa (tỷ VND)	36,502
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,011
Tự do giao dịch (triệu CP)	638
52-tuần cao/thấp (VND)	36,364/26,545
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.78
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	86
Cổ đông lớn (%)	CTCP Đầu tư Tiên Lộc 13.0
	CTCP Dịch vụ Tư vấn Đầu tư Gam Ma 8.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.1	7.6	26.5
So với VNIndex (%)	3.7	5.9	14.4



Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ bàn giao hai dự án thấp tầng năm 2025

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) là doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu quỹ đất lớn ngay tại khu đô thị TP HCM (hơn 600ha). Doanh thu và lợi nhuận của KDH dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TP HCM với tiềm năng khai thác dài hạn; (2) KDH dự kiến đón đầu sự hồi phục của thị trường nhà liền thổ giai đoạn 2025–2026 với việc mở bán hai dự án Emerica và Clarita; và (3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, tỷ lệ HTK/TTS ở mức cao – tiềm năng cho phát triển dài hạn.

Quan điểm đầu tư

– **KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TP HCM (hơn 600ha) với tiềm năng khai thác dài hạn.** Phần lớn quỹ đất của KDH đã đền bù vào nhiều năm trước. Điều này đem lại lợi thế cho KDH khi quỹ đất lớn tại đây ngày càng khan hiếm và giá đất ngày càng cao. Chúng tôi dự phóng quỹ đất hiện tại của KDH đủ để phát triển dự án trong 7 – 9 năm tiếp theo.

– **Chúng tôi dự phóng doanh thu của KDH năm 2025 đạt 5,277 tỷ VND (+33.5% YoY) và LNST ở mức 1,709 tỷ VND (+79.3% YoY)** chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Emerica và Clarita.

Cập nhật

– **KQKD 9T2024:** Doanh thu của KDH đạt 1,231 tỷ VND (-24.2% YoY) và LNST đạt 410 tỷ VND (-38.5% YoY), chủ yếu đến từ (1) tiếp tục bàn giao phần còn lại của dự án Classia và (2) cơ cấu lại một số khu đất lẻ.

– **Định giá:** Điều chỉnh theo (1) số liệu tài chính Q3/2024 và (2) thận trọng dời thời điểm bán hàng của hai dự án Emerica và Clarita sang năm 2025, và (3) KDH thực hiện chia cổ tức 2023 bằng cổ phiếu, tỷ lệ 100:10 ngày 17/10/2024, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu KDH là **37,100 VND/cp**.

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của KDH năm 2025 đạt **5,277 tỷ VND (+33.5% YoY)** và LNST ở mức **1,709 tỷ VND (+79.3% YoY)** chủ yếu đến từ việc bàn giao 2 dự án thấp tầng Emerica và Clarita. NPATAMI trong năm 2025 đạt 846 tỷ VND (-11.2% YoY).

Rủi ro: (1) Rủi ro chi phí đền bù gia tăng khi áp dụng bảng giá đất mới từ năm 2026, (2) Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới, (3) Rủi ro tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,738	2,912	2,088	3,953	5,277
LN HKKD (tỷ VND)	1,406	1,066	1,220	1,362	2,313
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,204	1,084	729	953	1,709
EPS (đồng)	1,777	1,539	895	894	787
OPM	37.6	36.6	58.4	34.5	43.8
NPM	32.2	37.2	34.9	24.1	32.4
ROE (%)	11.8	9.8	5.3	5.6	8.7
P/E (x)	14.8	20.2	36.8	41.7	47.6
P/B (x)	1.7	1.9	2.0	2.3	2.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

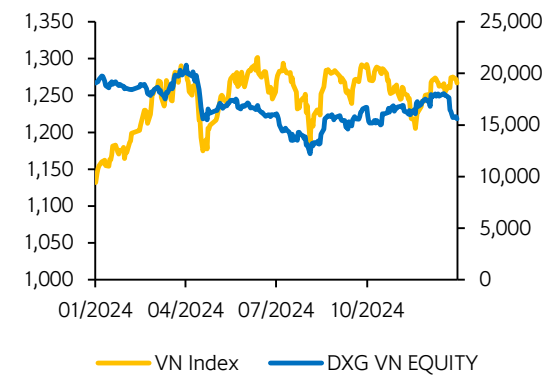
Triển vọng đầu tư năm 2025| 31

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG)



Giá mục tiêu (12 tháng)	20,900 VND
Giá hiện tại (31/12/24)	15,600 VND
Suất sinh lời (%)	34.0%
VNINDEX	1,267
Market P/E (x)	12.0
Vốn hóa (tỷ VND)	11,243
SLCP lưu hành (triệu CP)	721
Tự do giao dịch (triệu CP)	575
52-tuần cao/thấp (VND)	20,850/12,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	15.96
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	271
Ban lãnh đạo và BLQ	18.1
Cổ đông lớn (%)	4.8
Prusix Asian Smaller Companies Fund	

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-6.6	-2.5	-19.4
So với VNIndex(%)	-4.9	-4.2	-31.5



Datxanhhomes Riverside mở khóa doanh số kỉ bán 2025

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp. Đồng thời, DXG còn sở hữu mảng môi giới chiếm thị phần đứng đầu cả nước (33%). Doanh thu và lợi nhuận của DXG dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha; (2) Việc tái khởi động Datxanhhome Riverside và Gem Sky World (GSW) kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026; và (3) Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS.

Quan điểm đầu tư

-DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha. DXG hiện đang tìm kiếm thêm quỹ đất mới bổ sung vào quỹ đất dài hạn.

- Doanh số kỉ bán năm 2025 dự kiến đạt 9,507 tỷ VND so với năm 2024 (không mở bán dự án nào), chủ yếu đến từ việc tái khởi động hai dự án tồn đọng của doanh nghiệp. Cụ thể, doanh số kỉ bán của DatxanhHomes Riverside ước đạt 6,653 tỷ VND và GSW đạt 2,854 tỷ VND.

Cập nhật

-KQKD 9T2024: DXG ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,204 tỷ VND (+38.9% YoY). Kết quả kinh doanh khả quan đến từ (1) việc bàn giao các sản phẩm tiếp theo của hai dự án là Opal Skyline và GSW cùng và (2) sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng môi giới (tăng 109.3% YoY) nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS miền Bắc.

-Định giá: Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị cổ phiếu DXG với giá mục tiêu ở mức **20,900 VND/cp.**

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của DXG năm 2025 dự kiến đạt **4,671 tỷ VND (+7.9% YoY)** chủ yếu đến từ việc (1) tiếp tục bàn giao hai dự án GSW và (2) mảng môi giới tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự hồi phục của thị trường.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ hấp thụ tại dự án DatxanhHomes Riverside thấp hơn dự kiến do những quan ngại xoay quanh việc hủy hợp đồng nguyên tắc đã kí với khách hàng (từ năm 2018); (2) Rủi ro chậm triển khai lại dự án Gem Sky World; (3) Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	10,089	5,512	3,725	4,331	4,671
LN HKKD (tỷ VND)	2,712	830	734	829	1,369
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,594	534	151	371	567
EPS (đồng)	1,942	355	273	390	596
OPM	26.9	15.1	19.7	19.1	29.3
NPM	15.8	9.7	4.1	8.6	12.1
ROE (%)	11.9	3.8	1.1	2.5	3.8
P/E (x)	6.9	53.4	60.0	53.8	35.2
P/B (x)	0.9	1.2	1.1	1.5	1.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

05 Phụ lục

Phụ lục 1 –Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
1	Nghị định 123/2024/NĐ-CP	Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực đất đai	4/10/2024	4/10/2024
2	Nghị định 112/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn về đất trồng lúa	11/9/2024	11/9/2024
3	Nghị định 104/2024/NĐ-CP	Quy định về Quỹ phát triển đất	31/7/2024	01/8/2024
4	Nghị định 103/2024/NĐ-CP	Quy định về tiền sử dụng đất, tiền thuê đất	30/7/2024	01/8/2024
5	Nghị định 102/2024/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Đất đai 2024	30/7/2024	01/8/2024
6	Nghị định 101/2024/NĐ-CP	Quy định về điều tra cơ bản đất đai; đăng ký, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất và hệ thống thông tin đất đai	29/7/2024	01/8/2024
7	Nghị định 88/2024/NĐ-CP	Quy định về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi Nhà nước thu hồi đất	15/7/2024	01/8/2024
8	Nghị định 71/2024/NĐ-CP	Quy định về giá đất	27/6/2024	01/8/2024
9	Thông tư 11/2024/TT-BNV	Quy định về lập, quản lý hồ sơ địa giới đơn vị hành chính do Bộ trưởng Bộ Nội vụ ban hành	18/10/2024	18/10/2024
10	Thông tư 12/2024/TT-BTNMT	Hướng dẫn đào tạo, bồi dưỡng, cập nhật kiến thức cho cá nhân hành nghề tư vấn định giá đất; khung chương trình đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ về giá đất	31/7/2024	01/8/2024
11	Thông tư 08/2024/TT-BTNMT	Quy định về thống kê, kiểm kê đất đai và lập bản đồ hiện trạng sử dụng đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
12	Thông tư 09/2024/TT-BTNMT	Quy định về nội dung, cấu trúc, kiểu thông tin cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai và yêu cầu kỹ thuật đối với phần mềm ứng dụng của Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục 1 –Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
13	Thông tư 10/2024/TT-BTNMT	Quy định về hồ sơ địa chính, Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
14	Thông tư 11/2024/TT-BTNMT	Quy định kỹ thuật điều tra, đánh giá đất đai; kỹ thuật bảo vệ, cải tạo, phục hồi đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
15	Thông tư 56/2024/TT-BTC	Quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý, sử dụng phí khai thác và sử dụng tài liệu đất đai từ Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành	31/7/2024	01/8/2024
16	Nghị định 94/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản về xây dựng và quản lý hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu về nhà ở và thị trường bất động sản	24/7/2024	01/8/2024
17	Nghị định 96/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản	24/7/2024	01/8/2024
18	Thông tư 04/2024/TT-BXD	Hướng dẫn về chương trình khung đào tạo, bồi dưỡng kiến thức hành nghề môi giới bất động sản, điều hành sàn giao dịch bất động sản	30/7/2024	01/8/2024
19	Thông tư 49/2024/TT-NHNN	Sửa đổi Thông tư 11/2022/TT-NHNN ngày 30/9/2022 quy định về bảo lãnh ngân hàng (Hiệu lực: 10/12/2024)	25/10/2024	10/12/2024
20	Nghị định 95/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở	24/7/2024	01/8/2024
21	Nghị định 98/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở về cải tạo, xây dựng lại nhà chung cư	25/7/2024	01/8/2024
22	Nghị định 100/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật nhà ở về phát triển và quản lý nhà ở xã hội	26/07/2024	01/8/2024
23	Thông tư 05/2024/TT-BXD	Hướng dẫn Luật Nhà ở do Bộ trưởng Bộ Xây dựng ban hành	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Nghị quyết số 171/2024/QH15 và Nghị quyết số 161/2024/QH15 là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Cụ thể:

Ba Luật Bất động sản



Đất làm dự án NOTM phải có đất ở (Luật Đất đai sửa đổi).



Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.



Thí điểm tại **khu vực đô thị hoặc khu vực được quy hoạch phát triển đô thị trên toàn quốc.**



Tổng diện tích đất ở trong các dự án thí điểm [...] không vượt quá 30% của phần diện tích đất ở tăng thêm trong kỳ quy hoạch...



Nghị quyết này có hiệu lực thi hành **từ ngày 01 tháng 4 năm 2025** và được thực hiện trong **05 năm.**

Theo báo cáo của bộ TN-MT, trong giai đoạn 2014–2023, có khoảng **189 dự án tại Hà Nội** và **126 dự án tại TPHCM** bị vướng mắc liên quan đến quy định phải có “đất ở”. Do đó, chúng tôi kì vọng việc thí điểm cho phép đất khác làm NOTM có thể tháo gỡ **một phần** các dự án bị đứng pháp lý nhiều năm qua.

Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung (tiếp theo)

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Ba Luật Bất động sản



Chưa có quy định giải quyết cho dự án, đất đai vướng mắc trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án.

Nghị quyết số 161/2024/QH15



Có phương án giải quyết phù hợp, **xử lý dứt điểm các dự án bất động sản gặp khó khăn, vướng mắc pháp lý, đình trệ** do quá trình triển khai thực hiện kéo dài và pháp luật qua các thời kỳ có sự thay đổi.



Có giải pháp cụ thể và hướng dẫn các Bộ, ngành, địa phương **tháo gỡ vướng mắc liên quan đến quản lý, sử dụng đất trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước**, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp [...].



Khẩn trương ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết và tổ chức thi hành có hiệu quả [...] Nghị quyết về cơ chế, chính sách đặc thù để **tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án** tại Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa;

Hàng loạt các vướng mắc đã được nêu ra trong NQ cùng quyết tâm tháo gỡ những điểm nghẽn đã tồn tại qua nhiều năm. Lấy ví dụ tại Đà Nẵng, TP này hiện đang phải thực hiện 4 kết luận của Thanh tra Chính phủ (3 bản án của tòa án các cấp đã tuyên) với cả ngàn dự án bị “mắc kẹt”. Trong đó, có những vụ việc xảy ra cách đây gần 20 năm được thanh tra kết luận năm 2013 và hiện Đà Nẵng vẫn đang thực hiện. Do đó, chúng tôi kì vọng khi các chính sách giải quyết được ban hành cụ thể thì có thể khơi thông nguồn cung cho thị trường.

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lý nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền © 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

Mạng lưới Shinhan Investment

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000



Shinhan
Securities