

Triển vọng năm 2025: Mò kim đáy bể

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

- Triển vọng của ngành BĐS dân dụng đang cải thiện nhờ số lượng giao dịch tăng (dẫn đầu là thị trường Hà Nội), giúp hỗ trợ cho doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS. HSC kỳ vọng hầu hết các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận thuần mạnh mẽ trong năm 2025, ngoại trừ NVL (dự kiến lỗ) và VHM (lợi nhuận đi ngang).
- Tuy nhiên, định giá vẫn chưa hấp dẫn vì hầu hết các công ty phát triển BĐS đang giao dịch với mức chiết khấu so với RNAV gần với mức bình quân 3 năm và đối mặt với những thách thức do khung pháp lý thắt chặt.
- Theo đó, HSC cho rằng giá của những cổ phiếu này sẽ đi theo xu hướng chung của thị trường hơn là có diễn biến vượt trội. Chúng tôi ưa thích NLG, KDH và PDR vì triển vọng doanh số bán nhà vững chắc, tình hình tài chính lành mạnh và quản trị doanh nghiệp trên mức bình quân.

Thị trường Hà Nội dẫn dắt phục hồi, tiếp theo là TP.HCM

Thị trường Hà Nội đã ghi nhận sự tăng trưởng rất mạnh về cả nguồn cung và số lượng giao dịch trong 9 tháng đầu năm 2024, nhờ nhu cầu đầu tư gia tăng trong bối cảnh lãi suất thấp và tâm lý thị trường được cải thiện. Giá bán bình quân ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp đều tăng mạnh, hỗ trợ cho doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS ở miền Bắc. Trong khi đó, nguồn cung ở miền Nam vẫn yếu mặc dù các giao dịch ở thị trường thứ cấp đã cho thấy dấu hiệu cải thiện rõ ràng. HSC nhận thấy đã có những dấu hiệu ban đầu cho thấy các cơ quan chức năng đang đẩy nhanh quy trình phê duyệt ở khu vực phía Nam, từ đó giúp đưa thêm nguồn cung vào thị trường và hỗ trợ cho doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS ở miền Nam trong năm 2025.

Bất chấp những xu hướng tích cực trên, các công ty phát triển BĐS vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức bao gồm chi phí đất đai cao hơn theo Luật Đất đai mới, khả năng tiếp cận nguồn vốn (thông qua vay ngân hàng, TPDN và nợ quốc tế) bị hạn chế và cạnh tranh ngày càng gay gắt trong việc mua lại quỹ đất.

Triển vọng lợi nhuận không đồng nhất nhưng có xu hướng phục hồi

Ngoại trừ VHM và NVL, HSC dự báo tất cả các công ty phát triển BĐS khác trong danh sách khuyến nghị – KDH, NLG, PDR và DXG – đều ghi nhận lợi nhuận phục hồi trong năm 2025, lần lượt 41%, 7%, 23% và 85%, nhờ doanh số bán nhà được cải thiện trong năm 2024 và đầu năm 2025. Chúng tôi dự báo VHM, đơn vị có mức đóng góp lớn nhất, sẽ có lợi nhuận đi ngang do lợi ích giảm sút tại các dự án theo diện hợp đồng hợp tác đầu tư với Vingroup bao gồm Vinhomes Global Gate, Vinhomes Metri, Vinhomes Wonder Park. Trong khi đó, chúng tôi tiếp tục dự báo NVL sẽ lỗ trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

Định giá vẫn chưa đủ hấp dẫn, với hầu hết các công ty phát triển BĐS giao dịch đang giao dịch với chiết khấu so với RNAV gần mức bình quân 3 năm, cộng với những thách thức đã đề cập ở trên. Theo đó, HSC cho rằng giá của những cổ phiếu này sẽ đi theo xu hướng chung của thị trường hơn là có diễn biến vượt trội. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho lĩnh vực này bao gồm NLG, KDH và PDR do triển vọng doanh số bán nhà mạnh mẽ, tình hình tài chính vững chắc và quản trị doanh nghiệp trên mức bình quân.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/11.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
DXG	17,200	Nắm giữ	-	17,200	-	0	102	55.3	1.18	1.15	-	-
KDH	33,200	Mua vào	-	42,000	-	26.5	44.9	32.2	1.94	1.85	0	1.51
NLG	38,500	Tăng tỷ trọng	-	46,700	-	21.3	27.8	26.0	1.52	1.47	1.30	1.30
NVL	11,100	Giảm tỷ trọng	-	8,900	-	(19.8)	N/a	N/a	0.69	0.73	-	-
PDR	21,300	Tăng tỷ trọng	-	25,200	-	18.3	30.4	29.2	1.63	1.55	0	0
VHM	42,400	Nắm giữ	-	44,600	-	5.19	6.06	5.72	0.87	0.76	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 26/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Các công ty phát triển BĐS dân dụng hồi phục tốt

Mặc dù thị trường BĐS vẫn chịu ảnh hưởng kéo dài của cuộc khủng hoảng tín dụng, HSC dự báo lợi nhuận và sự ổn định tài chính của hầu hết các công ty phát triển BĐS sẽ cải thiện trong Q4/2024 và năm 2025, ngoại trừ NVL và VHM. Tuy nhiên, với mức định giá tương đối cao của ngành, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu của các công ty BĐS sẽ đi theo xu hướng chung của thị trường hơn là có diễn biến vượt trội. Trong trung và dài hạn, các công ty phát triển BĐS có thể sẽ phải đối mặt với những thách thức đáng kể, bao gồm khả năng tiếp cận nguồn vốn bị hạn chế và chi phí đất đai tăng cao. Trong số các công ty trong ngành, chúng tôi ưa thích KDH, NLG và PDR do các yếu tố cơ bản vững chắc, doanh số bán nhà dự báo khả quan và tiêu chuẩn quản trị doanh nghiệp trên mức bình quân.

Thị trường Hà Nội nóng lên trong 9 tháng đầu năm 2024:

Thị trường sơ cấp tại Hà Nội đón nhận 8.227 căn hộ trong Q3/2024 (tăng 174,2% so với cùng kỳ nhưng giảm 3,2% so với quý trước). Trong 9 tháng đầu năm 2024, tổng nguồn cung đạt 19.068 căn hộ, đánh dấu mức tăng của giai đoạn 9 tháng cao nhất trong 5 năm qua. Nguồn cung đến từ các dự án ở Nam Từ Liêm (Lumi Hà Nội Giai đoạn 2&3, VHSC Victoria), Gia Lâm (The Metropolitan – Beverly) và Văn Giang-Hưng Yên (Lumiere Springbay), Đông Anh (Vinhomes Global Gate). Chúng tôi lưu ý rằng các đợt mở bán này chủ yếu đến từ các dự án lớn mà Vinhomes là chủ đầu tư chính, sau đó bán sỉ cho các chủ đầu tư thứ cấp. Điều này tiếp tục khẳng định lợi thế về pháp lý của VHM. Số căn hộ được bán ra trong Q3/2024 vượt mốc 8.000 căn (giảm 21,2% so với quý trước nhưng tăng mạnh 166,5% so với cùng kỳ).

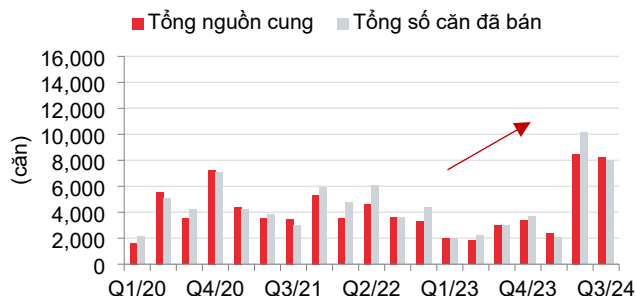
Tại thị trường sơ cấp, giá bán bình quân của căn hộ ở Hà Nội đạt 2.565 USD/m² (chưa bao gồm thuế GTGT và phí bảo trì), chỉ thấp hơn 3% so với giá bán bình quân ở thời điểm hiện tại của TP.HCM. HSC nhận thấy rằng sự áp đảo của sản phẩm căn hộ cao cấp trên thị trường (chiếm đến 75% nguồn cung căn hộ mới) làm giá bán bình quân tăng. Các đợt mở bán này thu hút các nhà đầu tư tham gia để kiếm lợi nhuận, tận dụng nguồn vốn từ môi trường lãi suất thấp. Trong khi đó, nhu cầu mua ở thực đối với căn hộ thuộc phân khúc trung cấp vẫn không giảm, nhưng căn hộ thuộc phân khúc này chỉ bằng 25% tổng số căn hộ mở bán. Sự chênh lệch giữa nguồn cung và nhu cầu hiện tại làm dấy lên mối lo ngại về sự ổn định và phát triển lành mạnh của thị trường trong dài hạn, nhất là nếu thị trường ngày càng bị thúc đẩy bởi nhu cầu đầu cơ. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng điều này có thể giúp VHM hưởng lợi trong ngắn hạn thông qua việc gia tăng nhu cầu đối với cả các giao dịch bán sỉ và bán lẻ BĐS của Công ty.

Tại thị trường thứ cấp, giá bán bình quân tiếp tục xu hướng tăng của quý trước đó, đạt 1.844 USD/m² (tăng 5% so với quý trước và 26% so với cùng kỳ). Giá bán bình quân tại thị trường thứ cấp tại Hà Nội gần bằng mức giá tại TP.HCM. Tại thị trường sơ cấp, HSC cho rằng giá bán bình quân sẽ tiếp tục tăng trong hai quý tiếp theo do các công ty phát triển BĐS đang có xu hướng tăng giá mở bán cho các giai đoạn tiếp theo của dự án đã được triển khai, nhưng giá bán tại thị trường thứ cấp sẽ bắt đầu ổn định khi thanh khoản thị trường bắt đầu giảm từ năm 2025 khi các căn hộ này được bàn giao và một số nhà đầu tư chốt lời.

Trong thời gian tới, nguồn cung trong Q4/2024 ở Hà Nội ước tính khoảng 10.000 căn, nâng tổng số căn hộ trong cả năm 2024 lên khoảng 30.000 căn, mức cao nhất trong 5 năm qua và cao hơn dự báo ban đầu của chúng tôi ở mức khoảng 20.000 căn cũng như cao hơn dự báo của các đơn vị khác như CBRE.

Đáng lưu ý, HSC nhận thấy nhiều chủ đầu tư đã đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án để hưởng ứng tâm lý tích cực của thị trường. Sau khi bán hết căn hộ tại một số dự án trong quý này, nhiều chủ đầu tư bắt đầu cho khách hàng đặt giữ chỗ tại các lô chung cư tiếp theo, trong khi các chủ đầu tư khác tranh thủ mở bán trong năm 2024, thay vì chờ đến năm 2025. Điều này có thể lặp lại tình trạng dư thừa nguồn cung trong ngắn hạn tại một số khu vực nhất định.

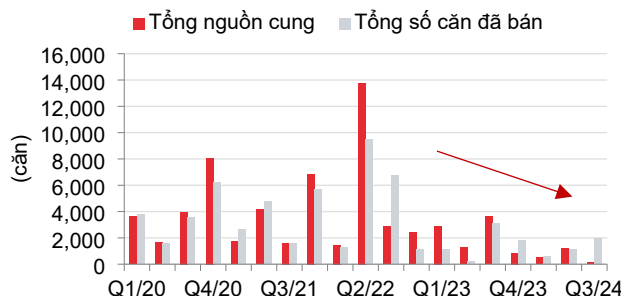
Biểu đồ 1: Tổng nguồn cung và số căn hộ đã bán, Hà Nội
9 tháng đầu năm 2024 ghi nhận nguồn cung số căn hộ cao kỷ lục trong 5 năm qua



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 2: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, TP HCM

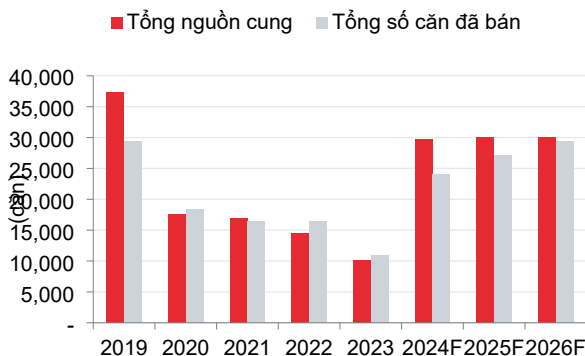
Số căn bán trong Q3 chủ yếu từ các dự án mở bán trước đó



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 3: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, Hà Nội, giai đoạn 2024-2026

Năm 2024 nguồn cung đạt khoảng 30.000 căn, mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 4: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, TP HCM giai đoạn 2024-2026

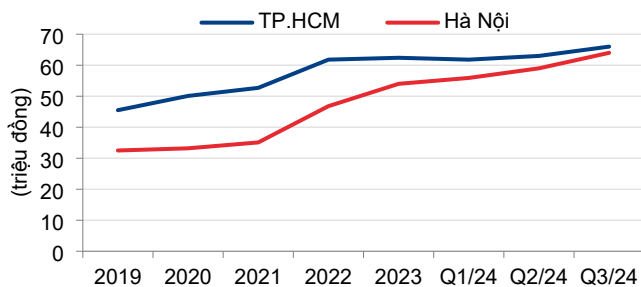
Năm 2024 nguồn cung đạt khoảng 5.000 căn, vẫn tiếp tục bị hạn chế



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 5: Giá căn hộ chung cư trên thị trường sơ cấp tại Hà Nội và TP HCM

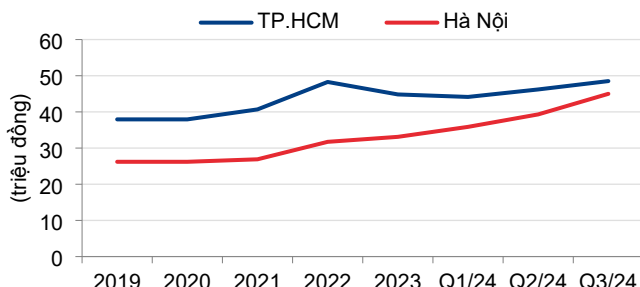
Giá tại Hà Nội tiếp tục có xu hướng tăng, nhanh chóng bắt kịp giá tại TP HCM ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 6: Giá căn hộ chung cư trên thị trường thứ cấp tại Hà Nội và TP HCM

Giá tại Hà Nội tiếp tục có xu hướng tăng, nhanh chóng bắt kịp giá tại TP HCM ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp



Nguồn: CBRE, HSC

Tại TP.HCM, thị trường thứ cấp trở nên sôi động hơn do tình trạng thiếu nguồn cung vẫn tiếp diễn

Trong khi đó, nguồn cung căn hộ trên thị trường sơ cấp tại TP.HCM trong Q3/2024 thấp hơn nhiều so với Hà Nội, với con số không đáng kể là 127 căn được mở bán trong quý, giảm 96,5% so với cùng kỳ và 89,2% so với quý trước. Tổng số căn hộ được bán ra trong quý đạt 1.953 căn (tăng 71,9% so với quý trước nhưng vẫn giảm

31,8% so với cùng kỳ), nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án mở bán trước đó. Nguồn cung hạn chế chủ yếu do còn nhiều quy định pháp lý nghiêm ngặt, nên số lượng dự án được phê duyệt rất ít. Điều này cũng làm cho giá bán bình quân tiếp tục tăng lên 66 triệu đồng/m² (tăng 4% so với quý trước và 8% so với cùng kỳ).

Số lượng giao dịch trên thị trường thứ cấp tại TP.HCM tăng là do khan hiếm nguồn cung sơ cấp. Giá bán bình quân được ghi nhận ở mức 48 triệu đồng/m² (tăng 3% so với quý trước và 5% so với cùng kỳ).

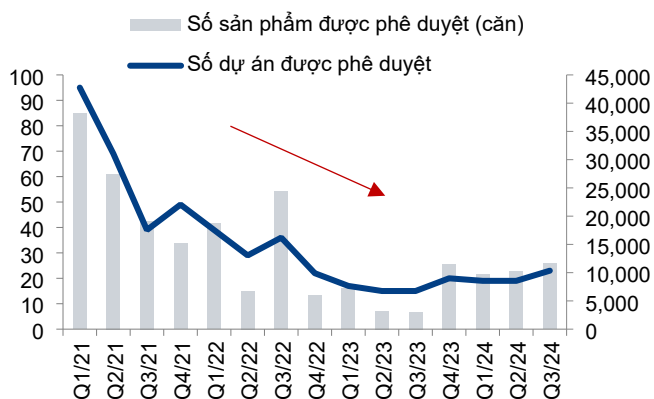
Cho năm 2025, HSC dự báo nguồn cung tại TP.HCM sẽ phục hồi nhờ có một số dự án dự kiến được mở bán. Đả phục hồi này khả năng cao được hỗ trợ từ những dấu hiệu ban đầu của việc nới lỏng các quy định tại TP.HCM, cũng như nỗ lực của Chính phủ trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý của các dự án trọng điểm tại các thành phố lớn, giúp đưa thêm nguồn cung trở lại thị trường.

Trong khi đó, do nhu cầu tại TP.HCM vẫn ở mức cao trong bối cảnh khan hiếm nguồn cung trong nhiều năm, giao dịch trên thị trường thứ cấp đang phục hồi. HSC nhận thấy giao dịch thứ cấp tại một số dự án tốt ở Quận 2 và Quận 7 tăng mạnh 20-40% so với cùng kỳ, trong đó số lượng giao dịch trong Q3/2024 được ghi nhận tăng mạnh nhất.

Tiềm năng chuyển biến trong bối cảnh thị trường BĐS tại TP.HCM

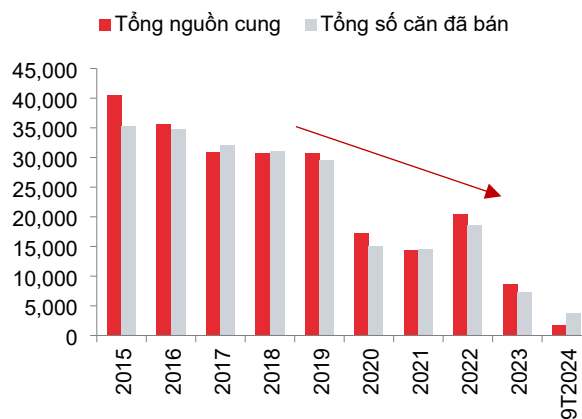
Mặc dù còn quá sớm để đưa ra kết luận chắc chắn nhưng HSC bắt đầu nhận thấy một số tiến triển cho thấy chính quyền thành phố sẵn sàng hơn trong việc phê duyệt các dự án BĐS. Trong nhiều năm qua, thị trường BĐS tại đây đã phải đối mặt với môi trường pháp lý chặt chẽ nên số lượng dự án được phê duyệt giảm đáng kể. Tổng nguồn cung nhà ở tại TP.HCM đã giảm liên tục kể từ năm 2017, thấp hơn nhiều so với Hà Nội.

Biểu đồ 7: Số dự án và sản phẩm được phê duyệt trên cả nước



Nguồn: MOC

Biểu đồ 8: Tổng nguồn cung và số giao dịch tại TP.HCM



Nguồn: CBRE

Tuy nhiên, với thể hệ lãnh đạo mới và việc thực thi một số bộ luật quan trọng tạo nền tảng vững chắc cho công tác phê duyệt trong ngành BĐS, chúng tôi có quan điểm tích cực về sự thay đổi thái độ của chính quyền tại các thành phố lớn như TP.HCM và kỳ vọng quy trình phê duyệt sẽ được cải thiện.

Những hoạt động gần đây tại TP.HCM cho thấy dấu hiệu thay đổi trong chính sách hỗ trợ của Chính phủ đối với lĩnh vực BĐS:

- Đẩy mạnh công tác cấp 'sổ đỏ' cho nhiều dự án tại TP.HCM:** Vào cuối tháng 9/2024, UBND TP.HCM công bố kế hoạch đẩy mạnh công tác cấp giấy chứng nhận quyền sở hữu nhà đất cho các dự án nhà ở thương mại trên địa bàn. Kế hoạch được chia thành 3 giai đoạn. Trong giai đoạn đầu, đội chuyên trách sẽ được thành lập, tập trung rà soát, thu thập dữ liệu, và công bố danh sách các dự án nhà ở thương mại tính đến thời điểm cuối tháng 10/2024. Giai đoạn 2 sẽ tập trung vào việc nhận diện những khó khăn đang

cản trở việc cấp giấy chứng nhận cho dự án đã bàn giao cũng như đề xuất giải pháp phù hợp với các cấp thẩm quyền khác nhau, với thời gian hoàn thành vào giữa tháng 11/2024. Trong giai đoạn cuối, thành phố sẽ triển khai các giải pháp này để tháo gỡ khó khăn và tiến hành cấp giấy chứng nhận cho người mua nhà. Quy trình này sẽ được triển khai trong giai đoạn từ tháng 11 đến tháng 12/2024. Đến cuối năm, thành phố sẽ rà soát lại quá trình triển khai và lập kế hoạch cho năm 2025.

2. **Dự án Gem Sky World của DXG:** Gần đây, DXG đã nhận được giấy phép xây dựng cho dự án Gem Riverside (được đổi tên thành Đất Xanh Home Riverside) sau một thời gian dài trì bị trì hoãn. Dự án tọa lạc tại quận 2 (nay là thành phố Thủ Đức) và có 12 block căn hộ. Được triển khai năm 2018, dự án đã bị đình trệ do vướng mắc trong quá trình phê duyệt nhưng hiện tại dự án có thể tiếp tục triển khai sau nhiều năm trì hoãn.
3. **Phê duyệt dự án Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ:** Vào đầu tháng 10/2024, UBND TP.HCM đã phê duyệt bản quy hoạch chi tiết cho dự án Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ, có diện tích 2.870 ha. Dự án này do một công ty con của Vinhomes đầu tư. Dự án bao gồm bốn phân khu có mục đích sử dụng hỗn hợp như khu dân cư sinh thái, khu dịch vụ du lịch, CSHT công nghệ cao và trung tâm thương mại, với dân số dự kiến là 228.560 người. Mặc dù bắt đầu từ năm 2007 nhưng dự án đã phải ngừng triển khai trong thời gian dài do nhiều vấn đề liên quan đến pháp lý.
4. **Các nhà phát triển BĐS có tâm lý lạc quan hơn:** Mặc dù vẫn còn quá sớm để dự đoán kết quả cuối cùng nhưng các công ty phát triển BĐS và môi giới BĐS ở miền Nam đang tỏ ra lạc quan hơn, dự báo quy trình phê duyệt dự án sẽ diễn ra suôn sẻ hơn và nguồn cung nhà ở tại TP.HCM sẽ được cải thiện bắt đầu từ năm 2025.

Khi môi trường pháp lý trở nên thoải mái hơn, các nhà phát triển BĐS tập trung hoạt động tại thị trường miền Nam dự kiến sẽ hưởng lợi. Trong các công ty trong danh sách khuyến nghị, KDH (với 100% quỹ đất tại TP.HCM) sẽ hưởng lợi nhiều nhất trong khi NLG và PDR cũng đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự thay đổi này, vì HSC tin rằng đà tăng trưởng sẽ lan rộng sang các tỉnh lân cận như Bình Dương, Long An và Đồng Nai. Lưu ý, phần lớn quỹ đất của NLG hiện nằm ở Long An và Đồng Nai (tổng quỹ đất đang được phát triển: 430ha) trong khi PDR cũng có kế hoạch tập trung vào thị trường Bình Dương trong tương lai gần.

Trong khi đó, DXG có dự án lớn tại Đồng Nai (Gem Sky World, 92 ha) nhưng dự án này đã và đang phải đối mặt với nhiều tranh chấp nghiêm trọng với khách mua nhà do sai phạm trong khâu mở bán. Ngoài ra, dự án Đất Xanh Home Riverside tại Quận 2 đang trong quá trình trả cọc cho những khách đã đặt mua trong giai đoạn đầu và dự kiến sẽ mở bán lại vào năm 2025. Do không biết chắc về kết quả của những tranh chấp này, chúng tôi vẫn lo ngại về DXG.

Mặc dù sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM với hai dự án lớn đáng chú ý là Cần Giờ (2.870 ha) và Củ Chi (923,8 ha) nhưng do quy trình lập kế hoạch và xin phê duyệt đối với các dự án quy mô lớn rất phức tạp nên HSC cho rằng VHM chưa thể sớm khởi công các dự án này. HSC dự báo VHM sẽ tiếp tục tập trung vào thị trường Hà Nội.

Vượt qua tác động của khủng hoảng tín dụng

Các công ty phát triển BĐS dẫn dụng trong danh sách khuyến nghị của HSC đã công bố KQKD tổng thể 9 tháng đầu năm 2024 kém tích cực, với tổng lợi nhuận (ngoại trừ NVL) giảm 39,7% so với cùng kỳ do tác động tiêu cực của tình trạng thị trường BĐS suy yếu vào cuối năm 2022 và trong năm 2023 dẫn đến doanh số bán nhà thấp trên toàn ngành (Lưu ý, lợi nhuận của ngành BĐS thường chậm 6-12 tháng đối với BĐS thấp tầng và 18-24 tháng đối với BĐS cao tầng). NVL ghi nhận mức lỗ tăng 388% so với cùng kỳ lên tới 4,1 nghìn tỷ đồng.

Tuy nhiên, kết quả kém tích cực chung của ngành nhìn chung sát với dự báo của HSC.

Bảng 9: Lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 và ước tính lợi nhuận Q4/2024, các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

Trong 9 tháng đầu năm, tổng lợi nhuận của các công ty (không bao gồm NVL) giảm 39,7% so với cùng kỳ do doanh số bán nhà thấp trong bối cảnh thị trường năm 2023 kém tích cực

STT	Mã CK	9T2023	9T2024	so với cùng kỳ	Q4/2023	Ước tính Q4/2024	So với quý trước	So với cùng kỳ
1	DXG	129	95	-26.4%	47	26	-16.1%	-44.7%
2	PDR	402	154	-61.7%	283	364	613.7%	28.6%
3	VHM	32,300	19,642	-39.2%	826	10,665	35.6%	1191.2%
4	KDH	655	412	-37.1%	62	336	380.0%	441.9%
5	NLG	194	16	-91.8%	290	517	N/m	78.3%
6	NVL	(841)	(4,104)	388.0%	1,647	(2,734)	-187.6%	-266.0%
Tổng cộng (không bao gồm NVL)		33,680	20,319	-39.7%	1,508	11,908	689.7%	

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Bước sang Q4/2024, ngoại trừ DXG và NVL (với doanh số bán nhà gần như không đáng kể trong nửa cuối năm 2022 và cả năm 2023), HSC kỳ vọng hầu hết các công ty phát triển BĐS dân dụng sẽ ghi nhận lợi nhuận mạnh hơn nhờ doanh số bán nhà được cải thiện trong Q4/2023 và 9 tháng đầu năm 2024, cùng với yếu tố mùa vụ khi các công ty có xu hướng bàn giao sản phẩm hoàn thiện cho người mua nhà trong Q4 trước kỳ nghỉ Tết Nguyên đán tại Việt Nam.

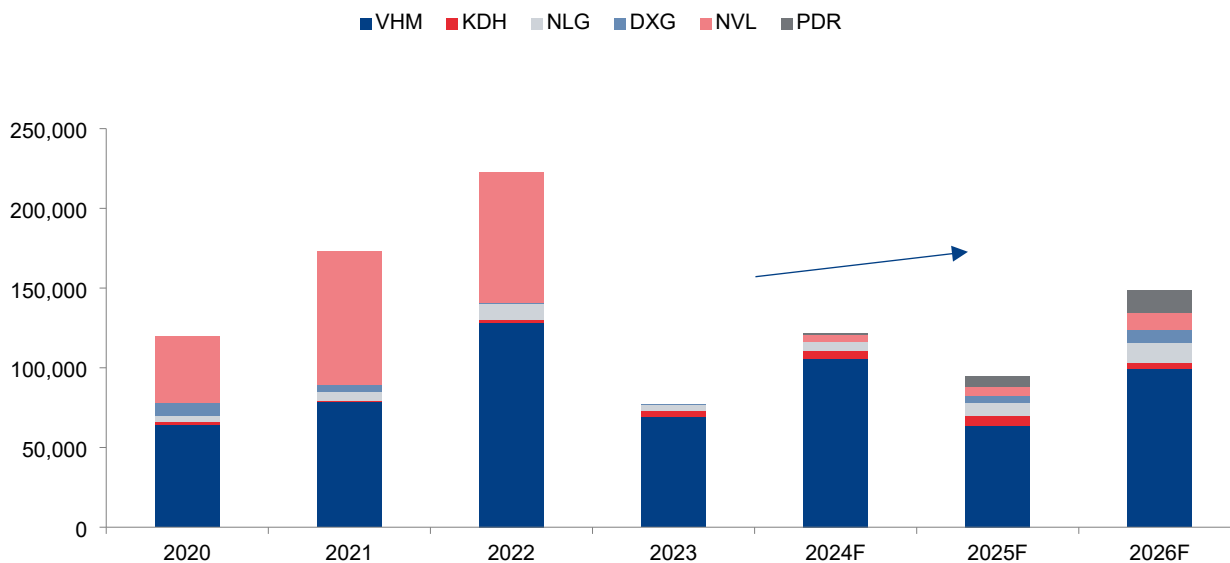
KDH đã bắt đầu bàn giao dự án căn hộ cao tầng Privia tại Bình Tân từ đầu tháng 10, trong khi NLG cũng bắt đầu bàn giao dự án căn hộ Akari City tại Bình Tân. VHM dự kiến sẽ tiếp tục bàn giao tại Vinhomes Ocean Park 2, 3 ở Hà Nội và Vinhomes Royal Island ở Hải Phòng, HSC cũng dự báo VHM sẽ ghi nhận một số khoản thu nhập từ bán sỉ trong Q4/2024. PDR đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính tại dự án nhà ở Bắc Hà Thanh ở Bình Định, do đó sẽ có thể sớm bắt đầu bán hàng và ghi nhận doanh thu trong Q4/2024.

Nhìn chung, HSC kỳ vọng toàn ngành sẽ vượt qua tác động của tình hình thị trường BĐS kém tích cực vào cuối năm 2022 và năm 2023 do thắt chặt tín dụng và bước vào chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mới từ Q4/2024.

Tổng doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC dự kiến sẽ phục hồi đáng kể

Do doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS phục hồi mạnh trong năm 2024 tại miền Bắc, HSC dự báo đà tăng trưởng này sẽ xảy ra tại thị trường miền Nam và các tỉnh lân cận, qua đó hỗ trợ doanh số bán nhà của toàn ngành trong năm 2025. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của 5 công ty phát triển BĐS (ngoại trừ VHM) sẽ tăng trưởng 92,7% đạt 31,4 nghìn tỷ đồng. Đối với VHM, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà sẽ giảm 40% do không bao gồm doanh số bán nhà tại Vinhomes Cổ Loa và Vinhomes Wonder Park (do tái cấu trúc hợp đồng hợp tác kinh doanh giữa VHM và VIC dẫn đến lợi ích của VHM tại các dự án này giảm xuống). Cho năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh số bán nhà của 5 công ty phát triển BĐS sẽ tăng trưởng 56%.

Biểu đồ 10: Dự báo doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC, tỷ đồng
 Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán nhà của 5 doanh nghiệp BĐS HSC khuyến nghị (*không bao gồm VHM) tăng trưởng 92,7% năm 2025 và 56% năm 2026



Nguồn: HSC dự báo

(* VIC vừa công bố sửa đổi hợp đồng BCC với VHM, dẫn đến giảm tỷ lệ sở hữu của VHM, do đó chúng tôi loại trừ doanh số bán nhà của các dự án này ra khỏi lợi nhuận dự báo của VHM

Với doanh số bán nhà bắt đầu phục hồi trong năm nay và dự kiến tăng mạnh hơn trong năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận của hầu hết các công ty phát triển BĐS sẽ vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và bước vào giai đoạn phục hồi. Ngoại trừ NVL (dự báo tiếp tục lỗ) và VHM (lợi nhuận dự báo đi ngang), tất cả các công ty phát triển BĐS khác dự kiến sẽ tăng trưởng từ 7–85% trong năm 2025 và 3–38% trong năm 2026 như được trình bày trong bảng sau.

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận, các công ty BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue						
VHM	84,986	62,393	103,557	99,384	72,965	92,200
KDH	3,746	2,974	2,166	2,912	5,600	5,849
NLG	5,206	4,339	3,181	5,050	6,019	5,350
DXG	10,131	5,556	3,706	4,201	4,631	5,269
NVL	14,903	11,134	4,757	5,312	6,616	11,009
PDR	3,620	1,505	618	1,334	2,327	2,444
Tổng cộng	122,592	87,901	117,985	118,193	98,158	122,121
Tăng trưởng						
VHM	19%	-27%	66%	-4%	-27%	26%
KDH	-19%	-21%	-27%	34%	92%	4%
NLG	135%	-17%	-27%	59%	19%	-11%
DXG	249%	-45%	-33%	13%	10%	14%
NVL	197%	-25%	-57%	12%	25%	66%
PDR	-7%	-58%	-59%	116%	74%	5%
<i>Total</i>	36%	-28%	34%	0%	-17%	24%
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số						
VHM	38,825	28,831	33,371	30,307	30,470	27,838
KDH	1,202	1,102	716	748	1,053	1,358
NLG	1,071	556	484	533	571	586
DXG	1,157	215	172	121	224	310
NVL	3,225	2,162	606	-6,838	-1,672	-538
PDR	1,865	1,137	684	518	637	685
Tổng (không bao gồm NVL)	44,120	31,841	35,427	32,227	32,955	30,777
Tăng trưởng						
VHM	42%	-26%	16%	-9%	1%	-9%
KDH	4%	-8%	-35%	4%	41%	29%
NLG	28%	-48%	-13%	10%	7%	3%
DXG	-333%	-81%	-18%	-31%	85%	38%
NVL	-18%	-33%	-72%	-1228%	-76%	-68%
PDR	53%	-39%	-40%	-24%	23%	8%
Tổng (không bao gồm NVL)	35%	-28%	11%	-9%	2%	-7%

Nguồn HSC:

Định giá và khuyến nghị

HSC lập biểu đồ P/B trượt dự phóng của 6 công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị trong khoảng thời gian 5 năm từ 2018 đến tháng 11/2024 (Biểu đồ 12).

Biểu đồ 12: P/B trượt dự phóng 1 năm của 6 công ty HSC khuyến nghị

Các cổ phiếu hiện đang giao dịch thấp hơn một chút so với P/B trượt dự phóng bình quân 5 năm



Nguồn: Bloomberg, HSC

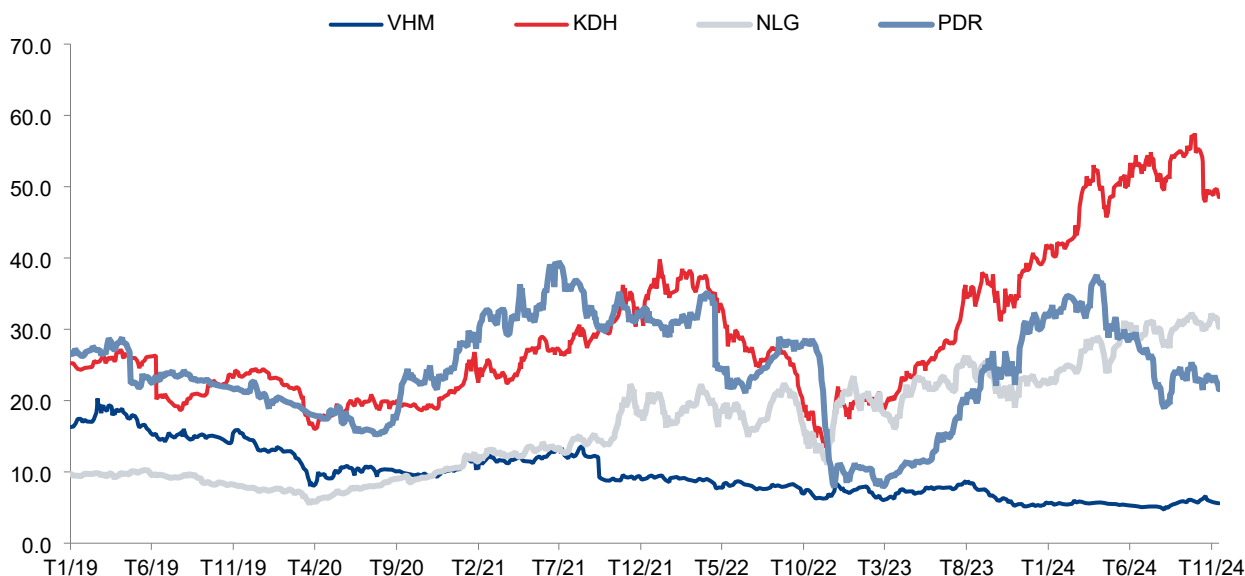
Hầu hết các công ty phát triển BĐS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm và 5 năm. NLG, KDH và PDR đang giao dịch lần lượt ở mức 1,5 lần, 2,0 lần và 1,7 lần, tương đối thấp so với bình quân ở mức 1,6 lần, 2,2 lần và 3,3 lần.

Ly do khiến NVL đang có P/B trượt dự phóng thấp hơn đến 76% so với bình quân 5 năm đa phần đến từ việc công ty vẫn đang chật vật trả nợ và hàng tồn kho mất giá do thanh khoản thấp và các vấn đề pháp lý tại các dự án. VHM đang giao dịch với P/B trượt dự phóng ở mức 0,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân kể từ khi niêm yết ở mức 3,1 lần do diễn biến tiêu cực liên tục của cổ phiếu trong vài năm qua, xuất phát từ lo ngại về sức khỏe tài chính của Vingroup.

DXG và NVL đã trải qua nhiều quý thua lỗ trong HĐKD, khiến cả hai cổ phiếu trở nên đắt đỏ.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Nếu không tính VHM, các công ty còn lại hiện giao dịch cao hơn một chút so với P/E bình quân 5 năm



Nguồn: Bloomberg, HSC

Ngoại trừ VHM đang có định giá rẻ với P/E trượt dự phóng là 5,9 lần so với bình quân ba năm ở mức 9,7 lần, hầu hết các công ty phát triển BĐS khác đang giao dịch với P/E trượt dự phóng cao hơn mức bình quân ba năm. Cụ thể, KDH, NLG và PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng lần lượt là 49,5 lần, 31,3 lần và 31,4 lần, cao hơn bình quân 5 năm ở mức 29,4 lần, 16,5 lần và 25,1 lần. Nguyên nhân chính là do lợi nhuận yếu trong năm 2023 và đầu năm 2024 khi hoạt động của các công ty phát triển BĐS bị ảnh hưởng nặng nề bởi cuộc khủng hoảng tín dụng trong thị trường BĐS.

Lưu ý, HSC không thảo luận chỉ số P/E đối với DXG và NVL vì hai công ty phát triển BĐS đang gặp khó khăn này đã thua lỗ trong nhiều quý, khiến chỉ số P/E của hai công ty này không còn nhiều ý nghĩa.

Cuối cùng, HSC trình bày dưới đây mức chiết khấu so với RNAV của các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi – KDH, NLG và PDR – đang giao dịch với mức chiết khấu so với RNAV gần với bình quân 3 năm. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng triển vọng của ngành đã sáng hơn đáng kể, thể hiện qua số lượng giao dịch được cải thiện, hỗ trợ cho doanh số bán nhà của các công ty phát triển BĐS trong giai đoạn tới. Ngoài ra, khả năng nới lỏng các quy định tại TP.TP HCM theo thời gian cũng sẽ giúp thu hẹp mức chiết khấu so với RNAV.

Bảng 14: Định giá các công ty phát triển BĐS và công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

	Mã CK	Khuyến nghị	RNAV	Giá mục tiêu	Thị giá (26/10)	Tiềm năng tăng giá	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm
1	DXG	Add	28,700	17,200	17,200	0%	-40.8%	-42.1%
2	KDH	Buy	46,625	42,000	33,200	27%	-30.3%	-34.2%
3	NLG	Add	54,847	46,700	38,500	21%	-29.7%	-34.0%
4	NVL	Reduce	14,934	8,900	11,100	-20%	-25.7%	-28.8%
5	VHM	Add	89,100	44,600	42,400	5%	-52.1%	-49.2%
6	PDR	Add	31,400	25,200	21,300	18%	-32.2%	-29.3%

Nguồn: HSC

Với nền tảng vững chắc, nguồn cung dự án dồi dào để mở bán trong tương lai và khả năng quản trị doanh nghiệp tốt hơn mức bình quân, HSC vẫn ưa thích KDH, NLG và PDR.

NLG (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 46.700đ): Mặc dù các dự án chính của NLG nằm ngoài TP.HCM và mở rộng sang các tỉnh lân cận, HSC nhận thấy giá trị đáng kể trong quỹ đất lớn của Công ty, với tổng diện tích 681 ha. Một lợi thế đáng chú ý là NLG đã thanh toán hầu hết các khoản tiền sử dụng đất, giúp Công ty có vị thế thuận lợi hơn so với các công ty phát triển BĐS khác, nhất là khi luật đất đai mới dự kiến sẽ làm tăng chi phí mua lại đất.

Ngoài ra, NLG thể hiện năng lực triển khai vượt trội trong phân khúc trung cấp, được hỗ trợ bởi nhu cầu mua ở thực rất lớn. Chúng tôi cũng đánh giá cao việc NLG có bảng CĐKT lành mạnh, cổ tức tiền mặt ổn định và cam kết quản trị doanh nghiệp tốt, tất cả những yếu tố này đều củng cố sức hấp dẫn đầu tư dài hạn của Công ty.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo Báo cáo doanh nghiệp [Giá trị lớn nhờ quỹ đất đã trả tiền sử dụng đất nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá.](#)

PDR (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 25.200đ): Hai dự án sắp mở bán là Bắc Hà Thanh (dự kiến tháng 12/2024) và Bình Dương Tower (dự kiến Q1/2025) là minh chứng cho những nỗ lực tái cấu trúc của PDR. Việc mở bán này sẽ đảm bảo triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ và nguồn vốn để tài trợ cho sự phát triển các dự án của PDR.

HSC ưa thích cổ phiếu PDR nhờ (1) có tiến triển rõ nét trong phát triển dự án, (2) triển vọng lợi nhuận tích cực do sẵn sàng mở bán dự án Bắc Hà Thanh và Bình Dương Tower, và (3) chiến lược rõ ràng tập trung vào việc tăng cường dòng tiền của mảng kinh doanh cốt lõi – phát triển BĐS.

HSC kỳ vọng sẽ có sự chuyển biến từ khoản lỗ HĐKD cốt lõi 70 tỷ đồng trong năm 2023 sang lợi nhuận HĐKD cốt lõi 203 tỷ đồng trong năm 2024 và tăng trưởng 24,2% trong năm 2025, nhờ vào việc ghi nhận doanh thu các lô đất tại dự án Bắc Hà Thanh. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của PDR sẽ khởi sắc từ năm 2026 nhờ doanh số bán nhà cao từ Bắc Hà Thanh và Bình Dương Tower.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo Báo cáo doanh nghiệp [Lùi thời điểm mở bán dự án Bình Dương Tower; Tăng tỷ trọng.](#)

KDH (Mua vào, giá mục tiêu 42.000đ): Với toàn bộ quỹ đất nằm tại TP.HCM, KDH có vị thế tốt để hưởng lợi từ nhu cầu ở thực lớn nơi đây, hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ cao cho các dự án mở bán của mình. Công ty tự hào có thương hiệu mạnh, ít phụ thuộc vào vay nợ, uy tín trong việc phát triển quỹ đất, khả năng vượt qua những rào cản pháp lý phức tạp và liên tục bàn giao nhiều dự án chất lượng cao. Những thế mạnh này đã củng cố lợi thế cạnh tranh của KDH trong trung và dài hạn,

Vị thế chiến lược này giúp tạo tiền đề để Công ty hưởng lợi khi hoạt động ngành đi vào hợp nhất, nhất là trong bối cảnh các quy định pháp lý đang được kiểm soát chặt chẽ. Dự án lớn của công ty, Tân Tạo, đang gần hoàn thành giai đoạn đền bù mặt bằng (dự kiến vào cuối năm 2025) và có kế hoạch mở bán vào năm 2026. Tiến triển liên quan đến dự án trên đóng vai trò là chất xúc tác quan trọng trong trung hạn cho cổ phiếu.

Mặc dù việc chào bán riêng lẻ với mức chiết khấu cao đã làm dấy lên lo ngại về quản trị doanh nghiệp nhưng chúng tôi vẫn coi KDH là một ứng viên mạnh mẽ trong ngành.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo Báo cáo doanh nghiệp [Dự án bị trì hoãn nhưng triển vọng vẫn mạnh mẽ.](#)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn