

Tín hiệu tích cực xuất hiện

- Triển vọng ngành BĐS 2024 sẽ khả quan hơn trong bối cảnh lãi suất thấp, các nút thắt pháp lý được giải quyết và rủi ro thanh khoản bắt đầu giảm.
- Tái cấu trúc nguồn vốn, M&A và tập trung vào bất động sản trung cấp sẽ là những xu hướng chính của ngành trong 2024.
- NLG và KDH là cơ hội đầu tư hướng đến giai đoạn phục hồi của thị trường bất động sản.

Triển vọng 2024 tươi sáng hơn tuy nhiên thách thức vẫn còn hiện hữu

Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành BĐS sẽ tích cực hơn nhờ các yếu tố (1) mặt bằng lãi suất về mức thấp tác động tích cực đến nhu cầu mua BĐS, (2) luật Đất đai (sửa đổi) dự kiến thông qua góp phần giải quyết vướng mắc pháp lý, (3) rủi ro thanh khoản của các doanh nghiệp giảm khi thực hiện cơ cấu nợ vay. Tuy nhiên, vẫn còn những thách thức mà các doanh nghiệp BĐS phải đối mặt gồm các dự án bị đình trệ khiến nguồn cung giảm và khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn ngân hàng.

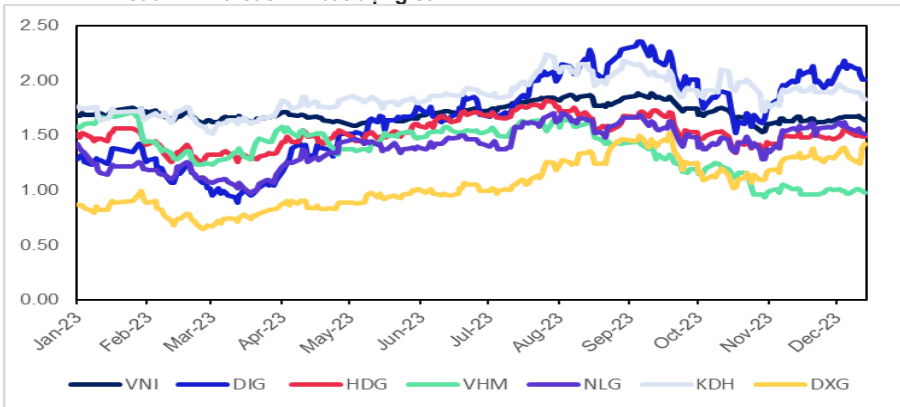
Các doanh nghiệp BĐS sẽ tập trung vào tái cấu trúc nguồn vốn và M&A bên cạnh việc tập trung phát triển bất động sản trung cấp trong 2024

Chúng tôi đánh giá hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn sẽ diễn ra mạnh mẽ trong năm 2024 khi các doanh nghiệp cần cơ cấu để thực hiện dự án. Phát hành tăng vốn dự kiến là xu hướng huy động chủ yếu của DN trong 2024 do các ngân hàng đang thận trọng hơn khi cho vay BĐS. Hơn nữa, tình hình M&A dự án sẽ sôi động hơn nhờ (1) doanh nghiệp cần bán tài sản để tồn tại khi sức khỏe tài chính yếu đi và (2) hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp nước ngoài được đẩy mạnh trong bối cảnh chi phí vốn rẻ hơn. Phân khúc bất động sản trung cấp kì vọng là điểm sáng phục hồi trong năm 2024 khi những tín hiệu tích cực đã xuất hiện trong nửa cuối 2023. Thiếu hụt nguồn cung phân khúc trung cấp và lãi suất về mức thấp sẽ kích thích nhu cầu tại phân khúc này nhờ nhu cầu ở thực lớn.

Chúng tôi ưa thích NLG và KDH cho ngành bất động sản trong năm 2024

Chúng tôi khuyến nghị mua đối với NLG (Giá mục tiêu: 43,300 VNĐ/cp) và KDH (Giá mục tiêu: 35,100 VNĐ/cp) với những luận điểm như sau: (1) Được hưởng lợi trong chu kỳ phục hồi của ngành bất động sản nhờ phân khúc sản phẩm trung cấp đạt tỷ lệ hấp thụ cao và quỹ đất sạch lớn có thể triển khai trong giai đoạn 2024 – 2025. (2) Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS thấp hơn mức trung bình ngành (3) Định giá rẻ so với quỹ đất và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Hình 1: P/B của VNI và các CP bất động sản



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

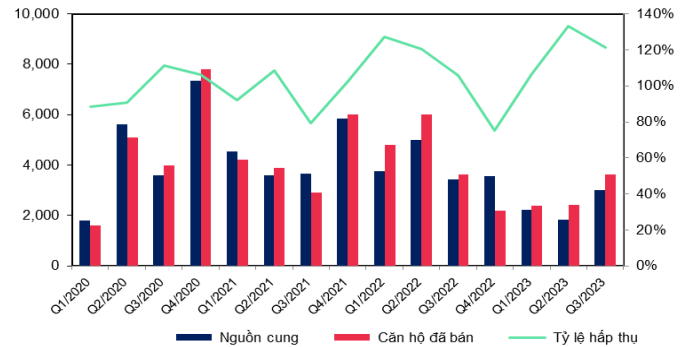
Thanh.Lehai@mbs.com.vn

Năm 2023: Một số tín hiệu tích cực bắt đầu xuất hiện trong bức tranh ảm đạm

Thị trường Hà Nội

Sau 9T/23, nguồn cung căn hộ giảm 42% svck, nguồn cung chủ yếu đến từ các KĐT lớn như Ocean Park và Smart City

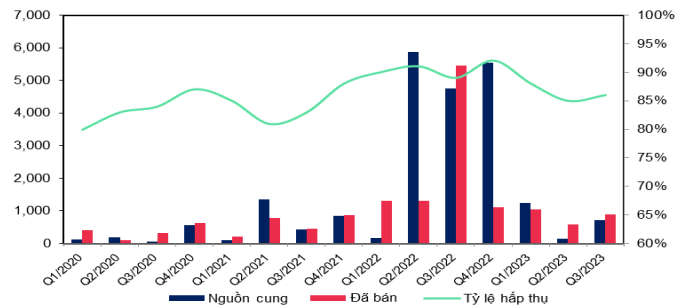
Theo CBRE, nguồn cung căn hộ sau 9T đạt 6,925 căn (-42% svck) trong đó chiếm đến 90% thuộc phân khúc cao cấp. Các dự án mở bán trong năm chủ yếu đến từ các phân khu tại KĐT lớn như Vinhomes Ocean Park và Smart City. Các vướng mắc pháp lý chưa được giải quyết như Xác định tiền sử dụng đất, chi phí bồi thường và GPMB kéo dài thời gian triển khai dự án và tác động tiêu cực đến nguồn cung. Bên cạnh đó, tỷ lệ hấp thụ ở mức cao trên 70% cho thấy nhu cầu ở thực đang duy trì ổn định.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung sản phẩm thấp tầng giảm 81% svck, chủ yếu đến từ khu phía Bắc và phía Tây

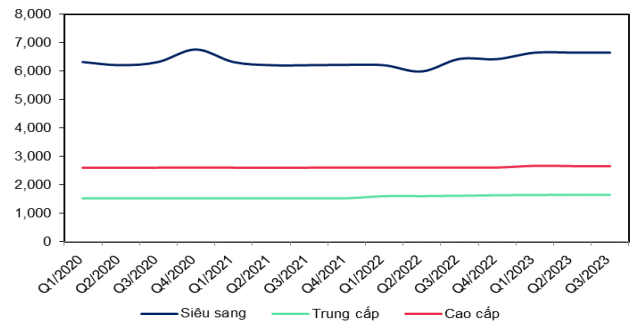
Nguồn cung biệt thự và liền kề đạt hơn 2,100 sản phẩm (-80% svck) chủ yếu đến từ các KĐT đã triển khai mở bán phân khu mới. Lượng cung chủ yếu đến từ phía Bắc và phía Tây Hà Nội đến từ đô thị Ocean Park 2 và Ocean Park 3. Về tỷ lệ hấp thụ, số căn bán mới đạt 2,580 (cao hơn nguồn cung mới cho thấy nhu cầu tiêu thụ ở mức ổn định).



Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình tăng 13% svck

Giá bán căn hộ sơ cấp trong năm 9T/23 đạt mức trung bình 2,050 USD/m² (khoảng 48tr/m²), tăng 13% svck do thiếu hụt nguồn cung dẫn đến các dự án mới có giá bán cao và nguồn cung từ phân khúc cao cấp chiếm tỷ lệ cao. Các phân khu mới mở bán tại Ocean Park và Smart City đều có giá bán cao hơn khoảng 8% so với các phân khu đã bàn giao trước đó.

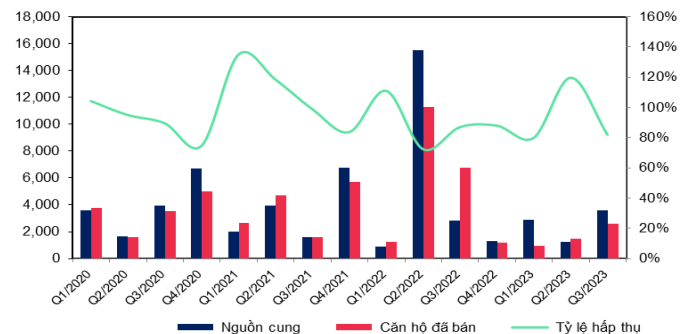


Nguồn: CBRE, MBS Research

Tại thị trường TP.HCM

Nguồn cung căn hộ có dấu hiệu phục hồi trong Q3 chủ yếu đến từ khu phía Đông

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ đạt 7,750 căn (-60% svck) trong đó 60% nguồn cung đến từ dự án Glory Heights thuộc KĐT Vinhomes Grand Park. Bên cạnh đó, số ít sản phẩm thuộc dự án như Akari City, Bcons Polaris,... Tuy nhiên dấu hiệu phục hồi nguồn cung đến trong Q3 khi tăng 50% QoQ. Nguồn cung giảm tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ đạt trên 80% cho thấy nhu cầu ở thực hiện hữu.

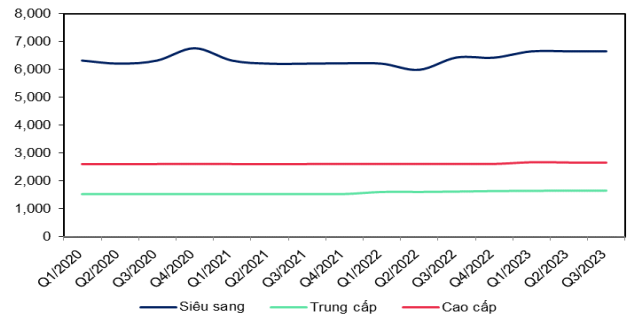


Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình tăng 5% svck

Giá bán sơ cấp căn hộ trung bình trong 9T/23 đạt 2,500 USD/m² (tương đương 59tr/m²). Giá bán ở mức cao do nguồn cung thiếu hụt trong khi nhu cầu hiện hữu khiến các dự án mở mới luôn có giá bán cao hơn 3% -4% so với dự án đã triển khai.

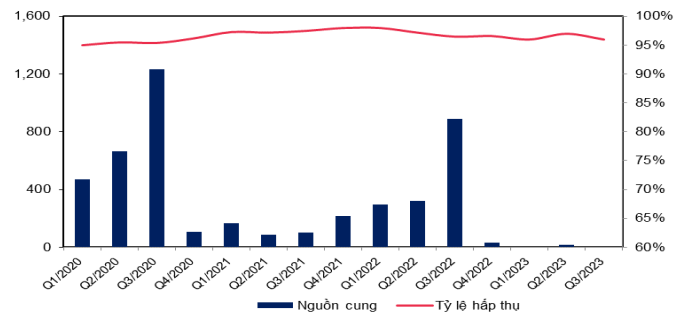
Hơn nữa, tỷ lệ đóng góp của các dự án cao cấp đã tăng mạnh trong 2 năm gần đây lên mức trên 90%.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung sản phẩm thấp tầng giảm mạnh svck

Nguồn cung BĐS liền thổ chỉ đạt 15 căn (giảm mạnh từ mức 10,700 căn cùng kì) đến từ dự án ở phía Đông. Chu kì suy giảm của thị trường BĐS tác động tiêu cực nhu cầu về các phân khúc có giá trị cao như liền kề và biệt thự. Giá bán giảm và vướng mắc trong thủ tục pháp lý khiến các chủ đầu tư không có kế hoạch triển khai dự án thấp tầng.



Nguồn: CBRE, MBS Research

Ở cả Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh, nguồn cung BĐS giảm mạnh do những nguyên nhân chính:

- Các vướng mắc trong cách xác định tiền sử dụng đất, tiền đền bù và GPMB dự án kéo dài thời gian phê duyệt Quy hoạch của dự án.
- Hoạt động thanh kiểm tra của các địa phương sau 1 số chủ đầu tư vi phạm pháp luật khiến quá trình quy hoạch lâu hơn.
- 1 số tỉnh, thành phố điều chỉnh lại Quy hoạch Tổng thể dẫn đến các dự án phải tạm ngưng để quy hoạch lại.
- Lãi suất trong nửa đầu năm vẫn cao trong khi sức khỏe tài chính của các DN BĐS suy giảm khiến cho khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp này bị hạn chế.

Trong bối cảnh nguồn cung giảm tuy nhiên một số dự án mở bán đạt tỷ lệ hấp thụ tốt cho thấy nhu cầu về các sản phẩm trung cấp hướng tới nhu cầu ở thực vẫn duy trì ở mức cao.

Hình 2: Các dự án mở bán năm 2023 và đạt tỷ lệ hấp thụ cao

Dự án	Vị trí	Tình trạng mở bán, tỷ lệ hấp thụ	Chính sách bán hàng
Glory Heights (KĐT Vinhomes Grand Park)	Phường Long Bình, Quận 9, TP. Thủ Đức Quy mô: 3,000 căn hộ	Đã mở bán vào Q3/23. Giá bán trung bình: 3.5 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 80%	Ngân hàng hỗ trợ vay lên đến 70% giá trị căn hộ Hỗ trợ lãi suất trong 7 năm đầu trong khoảng 6% - 8%/năm Có thể nhận nhà khi thanh toán 30%
Akari City	Đường Võ Văn Kiệt, phường An Lạc, quận Bình Tân, TP. HCM Quy mô: 1,700 căn hộ	Đã mở bán trong Q3. Giá bán trung bình: 3 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 70%	Ngân hàng hỗ trợ vay đến 75% giá trị căn hộ Án hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm và hỗ trợ lãi suất 8% trong 18 tháng sau đó
Privia	Đường An Dương Vương, phường An Lạc, quận Bình Tân, TP.HCM Quy mô: 1,050 căn hộ	Đã mở bán vào giữa Q4. Giá bán trung bình: 3.5 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 90%	Ngân hàng hỗ trợ vay tối đa 80% giá trị căn hộ Án hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm Có thể nhận nhà khi hoàn tất thanh toán 30%
Bcons Polaris	Đường Lê Trọng Tấn, phường An Bình, TP. Dĩ An, Bình Dương Quy mô: 522 căn hộ	Đã mở bán từ đầu Q3. Giá bán trung bình 1.8 tỷ /căn Tỷ lệ hấp thụ: 70%	Ngân hàng hỗ trợ vay tối đa 80% giá trị căn hộ Án hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm Lãi suất khoảng 7% - 10%/năm

Mizuki Park	Đường Nguyễn Văn Linh, phường Bình Hưng, quận Bình Chánh, TP.HCM Quy mô: 350 căn hộ	Đã mở bán vào Q3. Giá bán trung bình: 2.8 tỷ/căn Tỷ lệ hấp thụ: 70%	Ngân hàng hỗ trợ vay tối đa 65% giá trị căn hộ Án hạn lãi và nợ gốc trong vòng 2 năm và hỗ trợ lãi suất 6%/năm trong 2 năm sau đó. Có thể nhận nhà khi hoàn tất thanh toán 30%.
-------------	--	--	---

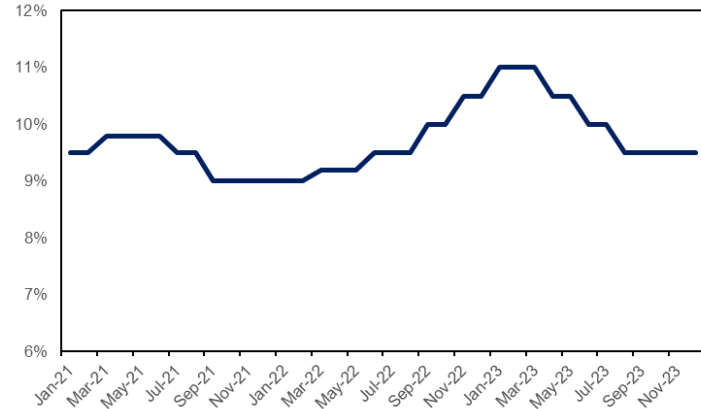
Nguồn: MBS Research

Triển vọng cho ngành BĐS trong năm 2024

Lãi suất đã về mức hấp dẫn để có thể kích thích phát triển thị trường

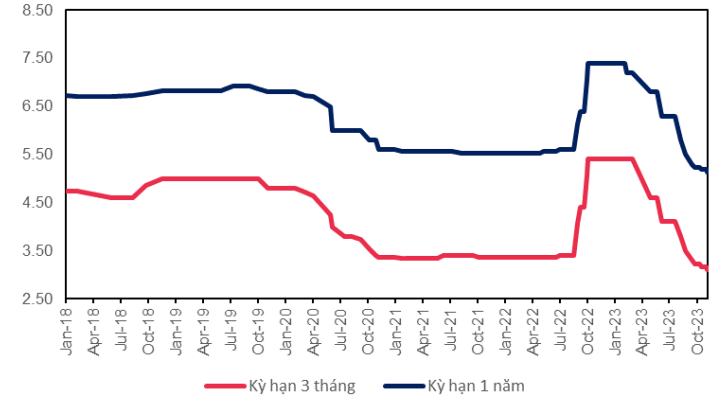
Kể từ đầu năm 2023, Ngân hàng Nhà Nước đã 4 lần giảm lãi suất điều hành và lãi suất tài cấp vốn hiện nay đã về mức 4.5% (thấp hơn so với mức trong thời điểm Covid 2020). Nhờ đó, lãi suất cho vay hiện nay dao động quanh mức 9% - 11% (giảm từ mức 12% - 13% thời điểm nửa sau 2022).

Hình 3: Lãi suất cho vay trung dài hạn



Nguồn: MBS Research

Hình 4: LS huy động (Đơn vị: %/năm)



Nguồn: Finpro, MBS Research

Lãi suất giảm là yếu tố sẽ tác động tích cực đến cả cung lẫn cầu trên thị trường bất động sản:

- Lãi suất ở mức thấp tác động tích cực đến khả năng tiếp cận vốn của các DN bất động sản nhằm triển khai các dự án mới. Nhờ áp lực tài chính giảm bớt, các chủ đầu tư có thể rút ngắn thời gian triển khai dự án và nâng cao nguồn cung cho thị trường.
- Lãi suất cho vay hợp lý tạo điều kiện thuận lợi để mua nhà trong bối cảnh các chủ đầu tư và ngân hàng tăng cường ưu đãi trong chính sách bán hàng.

Kỳ vọng vướng mắc về pháp lý sẽ dần được giải quyết

Vào cuối năm 2023, Chính phủ đã chính thức thông qua Luật Nhà Ở và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi với mục tiêu quy định rõ ràng hơn về pháp lý của các loại hình BĐS (đặc biệt là BĐS nghỉ dưỡng) và thắt chặt 1 số điều khoản trong giao dịch BĐS. Chúng tôi đánh giá với những điều khoản thắt chặt trong quy định và triển khai dự án sẽ khiến các chủ đầu tư phải có nền tảng tài chính vững vàng do luật mới sẽ giảm khả năng chiếm dụng vốn của các DN BĐS. Các DN có nền tảng tài chính vững vàng, triển khai dự án bài bản và không có áp lực nợ vay lớn như Vinhomes, Nam Long hay Khang Điền sẽ có lợi thế.

Hình 5: Các điểm mới nổi bật trong Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi)

Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)	Luật Nhà Ở (sửa đổi)
<p>Quy định trong giao dịch BĐS:</p> <ul style="list-style-type: none"> Đặt cọc dự án không quá 5% tổng giá trị khi thực hiện mua bán. Giảm số tiền thanh toán trước khi mua nhà. Lần đầu thanh toán không quá 30% giá trị hợp đồng (bao gồm tiền đặt cọc). Giảm tỷ lệ thanh toán khi mua nhà đang triển khai xuống 50% (thay vì 70% hiện nay) Công khai về thông tin dự án khi mở bán. DN phải công bố thông tin dự án như: Quyết định giao đất, Quy hoạch chi tiết,... 	<p>Quy định về triển khai NOXH</p> <ul style="list-style-type: none"> Quy định cụ thể hơn về việc Xây dựng Nhà ở Xã Hội (NOXH) trong các dự án thương mại. Các chủ đầu tư có thể dành 1 phần diện tích bên trong hoặc ngoài dự án đã đầu tư cơ sở hạ tầng để triển khai NOXH. Bên cạnh đó, có thể đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất đã đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng kỹ thuật để xây dựng NOXH. Quy định này tạo điều kiện cho các CĐT linh hoạt hơn trong triển khai XD. Ưu đãi cho các CĐT NOXH: Các CĐT được miễn Tiền sử dụng Đất, thuê đất với toàn bộ dự án khi triển khai dự án NOXH trong đó. Biên lợi nhuận của dự án NOXH. CĐT được hưởng LN định mức 10% và dành tối đa 20% dự án để xây dựng công trình kinh doanh dịch vụ Mở rộng đối tượng mua NOXH. Bên cạnh cho người có thu nhập thấp, học sinh, sinh viên có thể được mua.
<p>Luật hóa quy định về mua bán BĐS du lịch, Nghỉ dưỡng. Sửa đổi sử dụng mẫu Hợp đồng mua bán và thay đổi 1 số khái niệm trong kinh doanh BĐS du lịch.</p>	<p>Không quy định sở hữu chung cư có thời hạn. Chỉ quy định thời gian sử dụng nhà chung cư đáp ứng đúng nhu cầu của chủ sở hữu.</p>
	<p>Quy định thêm về cơ chế ưu đãi để thực hiện cải tạo chung cư cũ. Trong đó, cơ chế ưu đãi là miễn tiền sử dụng đất trong khi cải tạo.</p>

Nguồn: MBS Research.

Hơn nữa, trong năm 2024, Luật Đất Đai được kỳ vọng sẽ được đưa ra ở kỳ họp Quốc hội bất thường và thông qua với những quy định cụ thể về xác định tiền sử dụng đất, nguồn gốc đất để triển khai các dự án thương mại và Quy hoạch các dự án mới. Từ đó, có thể rút ngắn thời gian, thủ tục pháp lý triển khai dự án và cải thiện nguồn cung cho thị trường.

Hình 6: Các điểm mới trong dự thảo Luật Đất Đai

Điều khoản, quy định	Nội dung chính	Tác động đến nguồn cung BĐS
Điều 158	- Sửa đổi Quy định, phương pháp định giá đất: - Đề xuất bỏ khung giá đất, chuyển sang xác định giá đất theo giá thị trường.	- Tháo gỡ nút thắt về cách xác định tiền sử dụng đất, giúp các DN nhanh chóng triển khai dự án và gia tăng nguồn cung cho thị trường
Điều 78, 108 và 109	Quy định rõ ràng hơn về cơ chế bồi thường, hỗ trợ và thu hồi đất trong các trường hợp sau: - Hỗ trợ giá đình khi thu hồi đất nông nghiệp - Thu hồi đất để xây dựng dự án nhà ở thương mại	- Hoàn thiện cơ chế nhằm xác định rõ quy trình bồi thường và GPMB khi triển khai dự án - Góp phần tháo gỡ vướng mắc về nguồn cung cho thị trường.
Điều 124	Tăng thêm khoản phải thu từ đất như: - Tiền sử dụng đất, thuế đất tăng thêm đối với cá dự án chậm tiến độ, không đưa đất sử dụng - Quy định về thời điểm tính thu tiền sử dụng đất, tiền thuê đất trường hợp có điều chỉnh quy hoạch	- Có hình thức xử phạt tài chính đối với các chủ đầu tư gây lãng phí đất khi không triển khai dự án
Điều 31	- Tổ chức kinh tế đang được Nhà nước cho thuê trả tiền 1 lần có thể chuyển sang trả tiền hàng năm	- Tạo điều kiện linh hoạt nhằm hỗ trợ cho các DN có nhiều lựa chọn trong việc triển khai dự án

Nguồn: MBS Research.

Các chính sách hỗ trợ thị trường trái phiếu hỗ trợ thanh khoản cho DN

Bên cạnh Luật Kinh doanh Bất động sản và Luật Nhà ở, Chính phủ đã thông qua 1 số Nghị định nhằm hỗ trợ thị trường trái phiếu và giảm bớt áp lực thanh khoản cho các DN.

Hình 7: Các Nghị định, Thông tư hỗ trợ thị trường BĐS

STT	Chính sách ban hành	Ngày hiệu lực	Điểm nổi bật	Đánh giá tác động
1	Nghị định 08/2023/NĐ - CP	05/03/2023	<ul style="list-style-type: none"> Tạo điều kiện pháp lý gia hạn trả nợ gốc trái phiếu lên đến 2 năm. Cho phép các tổ chức phát hành trả nợ bằng tài sản khác. Tạm hoãn 1 số quy định xác định NĐT chuyên nghiệp, thời hạn phát hành. 	<ul style="list-style-type: none"> Hỗ trợ phương án trả nợ cho các doanh nghiệp mất thanh khoản Tạo điều kiện pháp lý, thời gian cho doanh nghiệp trả nợ Nới lỏng một số quy định để tiếp tục pháp hành.
2	Nghị định 33/NĐ - CP	11/03/2023	<ul style="list-style-type: none"> Yêu cầu ban hành Nghị định sửa đổi bổ sung trong Luật Đất Đai, Luật Đầu Tư Yêu cầu Bộ Xây dựng kết hợp với NHNN triển khai gói Tín dụng 120,000 tỷ đồng cho NOXH. Cấp số hồng cho sản phẩm BĐS nghỉ dưỡng. Tháo gỡ vướng mắc giao đất, cho thuê đất khi chọn nhà đầu tư theo phương thức đấu thầu. 	<ul style="list-style-type: none"> Tạo điều kiện giải quyết vướng mắc trong pháp lý của dự án. Tập trung phát triển NOXH.
3	Nghị định 10/2023/NĐ - CP	20/05/2023	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu lại thời hạn trả gốc và lãi vay nhưng không quá 12 tháng so với ngày đáo hạn. Giữ nguyên nhóm nợ đối với các khoản vay được cơ cấu thời hạn trả nợ và trích lập dự phòng bổ sung theo quy định. 	<ul style="list-style-type: none"> Tạo cơ sở pháp lý cho BĐS du lịch. Xác định cơ chế giao, cho thuê đất trong trường hợp chỉ có một chủ đầu tư đủ điều kiện.
4	Thông tư 02/2023/TT - NHNN	23/04/2023	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu lại thời hạn trả gốc và lãi vay nhưng không quá 12 tháng so với ngày đáo hạn. Giữ nguyên nhóm nợ đối với các khoản vay được cơ cấu thời hạn trả nợ và trích lập dự phòng bổ sung theo quy định. 	<ul style="list-style-type: none"> Tạo điều kiện cho các DN thanh toán gốc và lãi vay trong bối cảnh thị trường BĐS đóng băng DN có thể tiếp cận thêm nguồn vốn với lãi suất hợp lý.

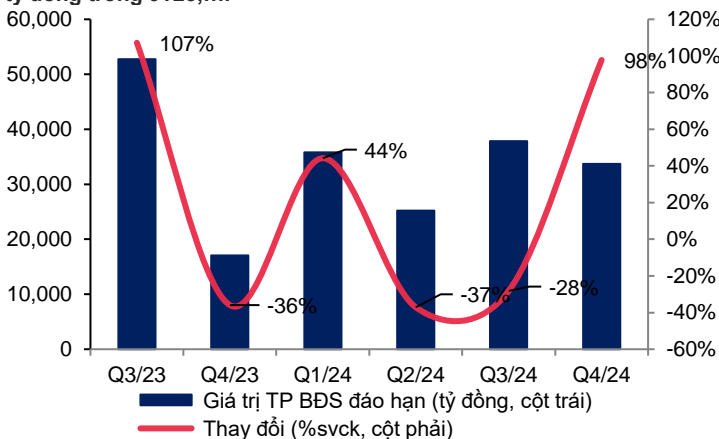
Nguồn: MBS Research.

Hiện tại, đang có 1 số đề xuất về việc gia hạn Nghị định 08 đến hết năm 2024 trong bối cảnh năm tới là đỉnh điểm đáo hạn của trái phiếu BĐS. Chúng tôi đánh giá, nếu đề xuất này được thông qua sẽ mang lại tác động tích cực đến các chủ đầu tư khi giảm bớt áp lực thanh khoản và tạo điều kiện phát triển cho thị trường trái phiếu.

Rủi ro thanh khoản đang được giảm bớt do DN chủ động mua lại trước hạn TPDN

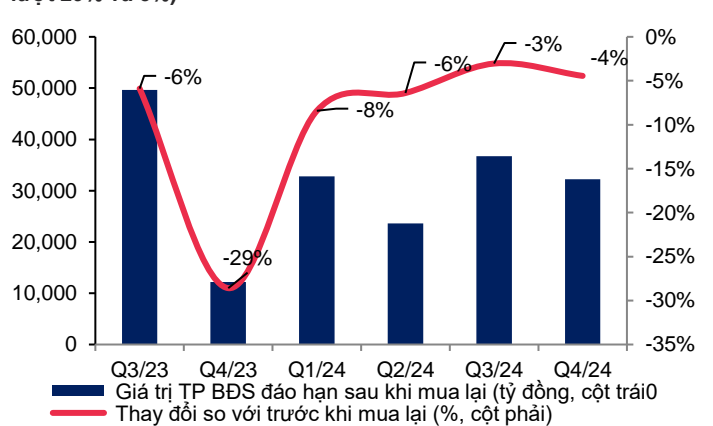
Chúng tôi ước tính giá trị trái phiếu BĐS đáo hạn trong Q4/23 và năm 2024 lần lượt là 12,172 tỷ đồng và 125,305 tỷ đồng, giảm 29% và 5% so với trước khi mua lại. Hoạt động mua lại trái phiếu BĐS có dấu hiệu chững lại, giá trị trái phiếu BĐS mua lại trong T10/23 đạt 1,577 tỷ đồng, giảm 42% so với T9/23.

Hình 8: Các DN phát triển BĐS đã mua lại lượng trái phiếu giá trị 23,489 tỷ đồng trong 9T23,....



Nguồn: MBS Research

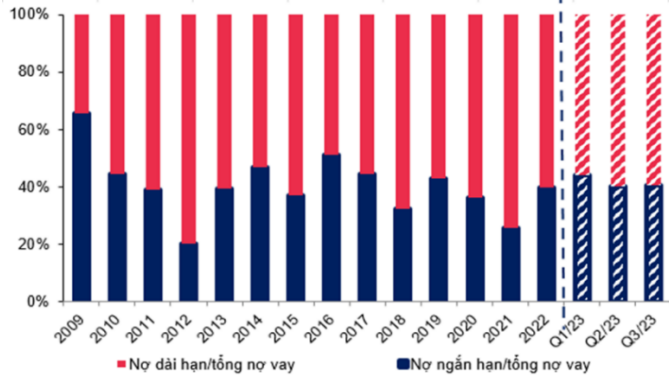
Hình 9: giúp lượng TPDN đáo hạn trong Q4/2023 và 2024 giảm lần lượt 29% và 5%



Nguồn: FiinPro, MBS Research

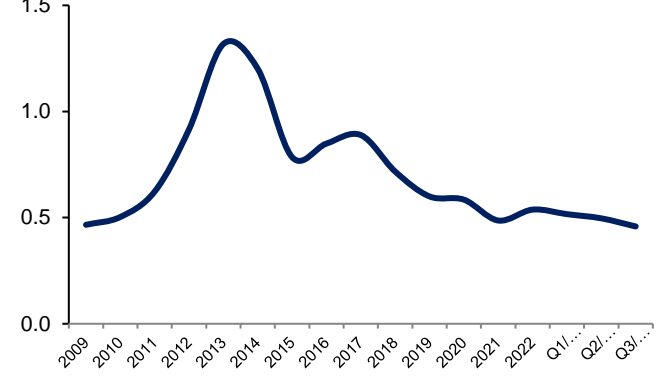
Hơn nữa, quy mô nợ vay tính đến hết Q3/23 giảm 2.7% so với hồi đầu năm. Cơ cấu nợ vay có sự dịch chuyển sang nợ ngắn hạn do thị trường kém tích cực khiến 1 số chủ đầu tư tạm hoãn triển khai các dự án dài hạn, từ đó nhu cầu vốn giảm. Tổng nợ vay/VCSH ở mức 0.46 lần, thấp nhất trong giai đoạn 2009-23.

Hình 10: Nợ ngắn hạn/tổng nợ vay và nợ dài hạn/tổng nợ vay



Nguồn: MBS Research

Hình 11: Tổng nợ vay/VCSH



Nguồn: FiinPro, MBS Research

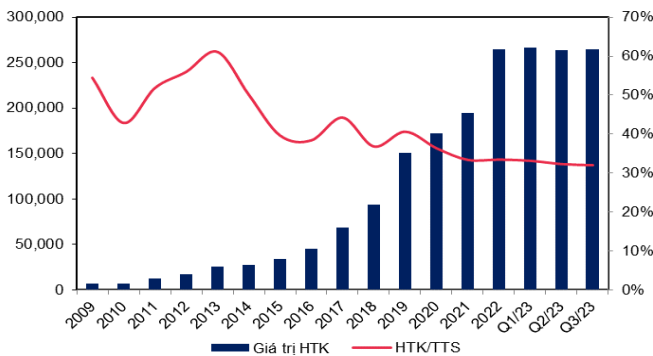
Tuy nhiên vẫn còn những thách thức cho các DN bất động sản

Các dự án bị đình trệ, nguồn cung giảm

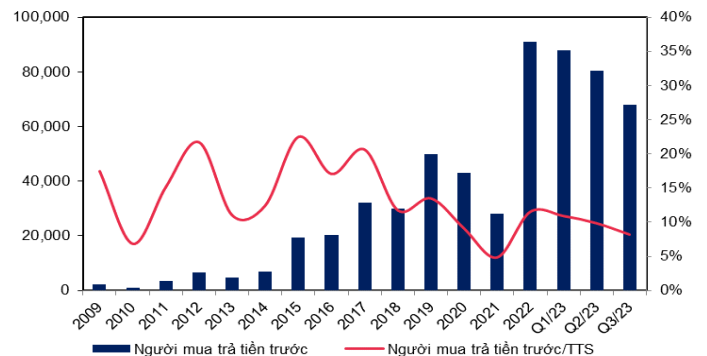
Tỷ trọng hàng tồn kho và người mua trả tiền trước trên TTS cũng đang trong xu hướng giảm do thị trường BĐS âm ảm. Giá trị hàng tồn kho cuối Q3/23 đạt 453,4 nghìn tỷ đồng gần như không có thay đổi so với đầu năm cho thấy các dự án BĐS đang tạm dừng triển khai. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh và nguồn vốn của doanh nghiệp bị “đóng băng” tại các dự án dở dang. Hơn nữa, người mua trả tiền trước 138,9 tỷ đồng (-5% svck) cho thấy các DN vẫn còn gặp khó khăn trong mở bán sản phẩm.

Hình 12: Tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản đạt 32%, giảm nhẹ so với đầu năm

Hình 13: Người mua trả tiền trước/TTS giảm xuống 8.2% do tổng giá trị người mua trả trước tiền giảm mạnh 25.4% so với đầu năm



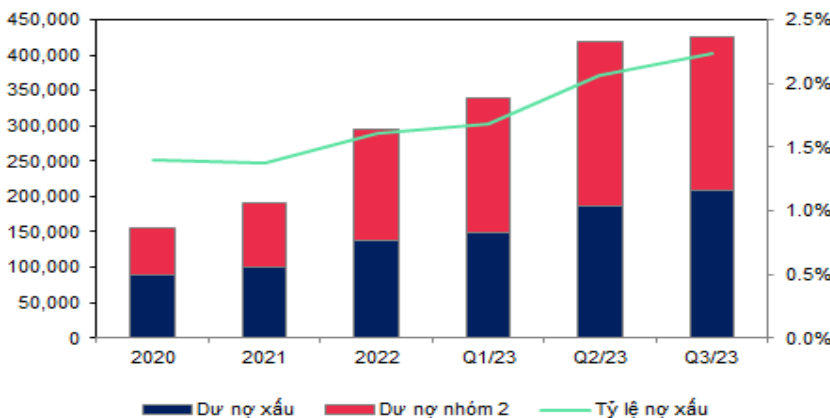
Nguồn: MBS Research



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Khả năng tiếp cận vốn ngân hàng vẫn còn khó khăn

Hình 14: Tỷ lệ nợ xấu ở các ngân hàng có dấu hiệu tăng



Nguồn: MBS Research

Trong bối cảnh thị trường đóng băng, các chủ đầu tư không thể mở bán dự án để duy trì dòng tiền dẫn tới mất khả năng trả nợ. Tỷ lệ NPL của các ngân hàng tăng lên mức 2.3% (so với khoảng 1.7% hồi đầu năm) và phần lớn đến từ các khoản vay bất động sản. Trong bối cảnh nợ xấu tăng, các ngân hàng có xu hướng thận trọng hơn khi giải ngân từ đó gây khó khăn trong việc tiếp cận vốn cho các DN bất động sản.

Xu hướng phát triển của ngành BĐS trong năm 2024

Chúng tôi cho rằng các hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn và M&A dự án BĐS sẽ sôi động trong năm 2024

Để vượt qua khó khăn về tiếp cận vốn vay ngân hàng, một số DN BĐS niêm yết đã lên kế hoạch huy động vốn trên sàn:

Hình 15: Các DN phát hành tăng vốn trong năm 2023 và có kế hoạch tăng vốn sắp tới

Tên doanh nghiệp	Phương thức phát hành	Số vốn tăng lên
CTCP Tập đoàn CEO (CEO)	Phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1 giá 10.000 đ/cp	Tăng 67% VCSH lên mức 6,350 tỷ đồng
CTCP Tập đoàn Novaland (NVL)	Phát hành riêng lẻ 200tr cổ phiếu và cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 10:6 giá 10.000 đ/cp	Dự kiến tăng 30% VCSH lên mức 56,900 tỷ đồng
CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	Phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 6:1 giá 12.000 đ/cp	Dự kiến tăng 10% VCSH lên mức 15,500 tỷ đồng
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)	Phát hành riêng lẻ 134tr cổ phiếu giá 10.000 đ/cp	Dự kiến tăng 8% VCSH lên mức 9,300 tỷ đồng.
CTCP Địa ốc Hoàng Quân	Phát hành riêng lẻ 100tr cp giá 10.000 đ/cp	Dự kiến tăng 20% VCSH lên mức 9,500 tỷ đồng.

Nguồn: MBS Research.

Chúng tôi cho rằng đây cũng sẽ là xu hướng huy động vốn của các công ty bất động sản trong năm 2024 vì trong bối cảnh nợ xấu tăng mạnh, các ngân hàng sẽ thận trọng hơn trong quá trình cho vay bất động sản. Hơn nữa, sang năm 2024, triển vọng hồi phục của TTCK trở nên rõ nét với kì vọng các Ngân hàng TW thế giới hạ lãi suất, phát hành cổ phiếu tiếp tục là phương thức huy động vốn chiến lược của 1 số DN.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động M&A các dự án bất động sản cũng sẽ trở nên sôi động trong năm 2024 bởi:

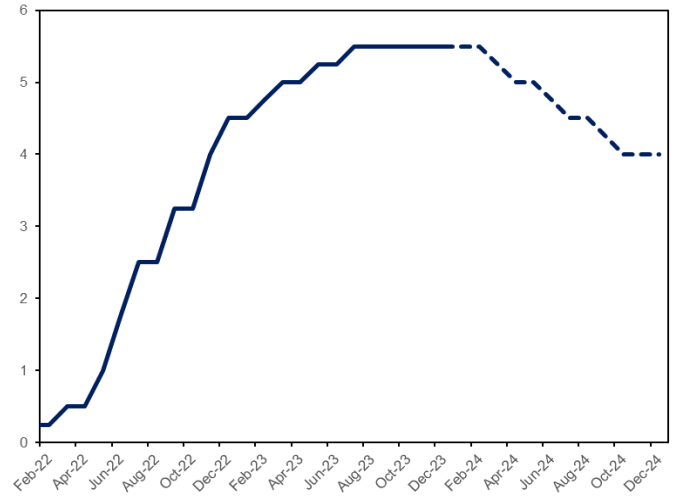
- Sức khỏe tài chính của nhiều doanh nghiệp bất động sản đang yếu đi, do đó việc bán dự án là cần thiết để có thể duy trì hoạt động và phát triển.
- Lãi suất điều hành của Mỹ dự báo giảm 4 lần về mức 4.25% trong năm 2024. Điều này sẽ củng cố nguồn tín dụng cho các tổ chức nước ngoài muốn mua lại các dự án BĐS ở Việt Nam, bên cạnh đó, lãi suất phi rủi ro ở thị trường quốc tế thấp hơn cũng sẽ làm tăng định giá của các dự án bất động sản Việt Nam đối với các tổ chức quốc tế, từ đó có thể khiến cung cầu gặp nhau và hoạt động M&A trở nên sôi động hơn.

Hình 16: Các thương vụ M&A lớn trong 2023

Dự án	Chủ đầu tư	Đối tác	Giá trị
Khu Nhà ở Tâm Lực (3.7 ha tại TP. Thủ Đức)	CTCP Bất động sản Tâm Lực	Gamuda	315.8 Triệu USD
Emeria (6ha) Clarita (5.8 ha) (Tại TP. Thủ Đức)	Khang Điền	Keppel Land	150 Triệu USD
Dự án Chung cư 24 tầng (tại Quận 8, TP.HCM)	CTCP Thuận Thành	SkyWorld Development Berhad (Malaysia)	50.4 Triệu USD
KĐT mới thuộc Khu Nhà ở phức hợp Tân Thành, Bình Dương (18.9 ha)	Becamex IDC	Capital Land	N/A
Phân khu thuộc dự án Vinhomes Smart City (5.6 ha gồm 4,000 căn)	Công ty Ánh Sao	Capital Land	N/A

Nguồn: MBS Research

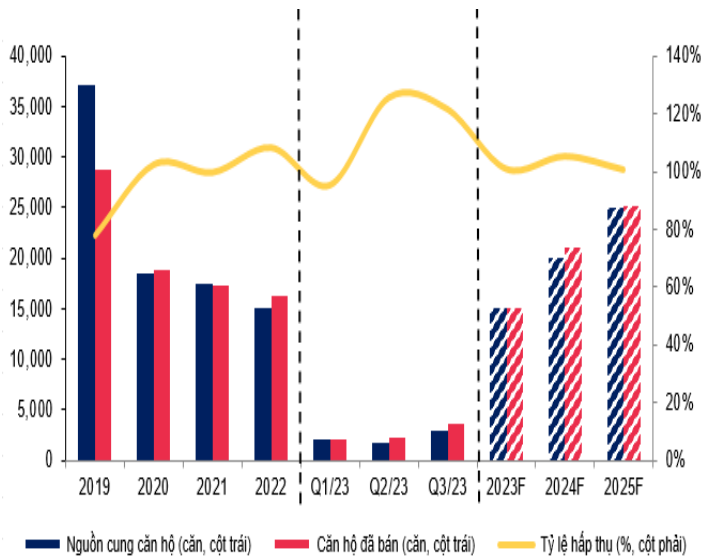
Hình 17: FED dự kiến có 4 lần hạ lãi suất trong 2024 (Đơn vị: %/năm)



Nguồn: S&P Global, MBS Research

Ở Hà Nội, điểm nhấn 2024 đến từ BĐS khu vực phía Tây

Hình 18: Nguồn cung tại HN



Nguồn: MBS Research

Hình 19: Các dự án mở bán trong năm 2024 tại HN và khu vực phía Bắc

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Canopy Residences (Thuộc KĐT Smart City)	1,600 căn hộ CĐT: Vinhomes và Quý Ý Đầu tư Singapore (GIC)	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 50 triệu/m ²
An Lạc Symphony (Hoài Đức)	495 căn hộ CĐT: CTCP An Lạc – Hà Đô	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 40 triệu/m ²
BRG Lê Văn Lương	662 căn hộ CĐT: Tập đoàn BRG	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 60 triệu/m ²
Hado Charm Villa (Hoài Đức)	100 căn liền kề và biệt thự CĐT: CTCP Tập đoàn Hà Đô	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 130 triệu/m ²
KĐT Bãi Muối (Hạ Long)	100 đất nền và 100 căn liền kề CĐT: CTCP Nhà Từ Liêm	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 70 triệu/m ²
Terra Bắc Giang	100 căn thấp tầng và 400 căn chung cư CĐT: CTCP Văn Phú - Invest	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 60 triệu/m ²

Nguồn: MBS Research

Theo thống kê của CBRE, nguồn cung tại HN dự kiến tăng trưởng 40% svck. Nguồn cung căn hộ dự kiến vẫn đến từ khu phía Tây chủ yếu thuộc các phân khu dự án KĐT Smart City. Bên cạnh nguồn cung từ các KĐT lớn, 1 số dự án đơn lẻ dự kiến mở bán vào 2024 như An Lạc, Hoàng Thành Pearl,.. Trong bối cảnh, quỹ đất khu vực trung tâm còn lại rất ít, khu phía Tây đang trở thành khu vực có nguồn cung chủ yếu tại Hà Nội. Hạ tầng giao thông kết nối với khu vực trung tâm phát triển giúp các dự án đạt tỷ lệ hấp thụ cao và giá bán cải thiện. Theo thống kê của batdongsan.com.vn, giá bán căn hộ khu vực này đã tăng 8% svck trong năm 2023.

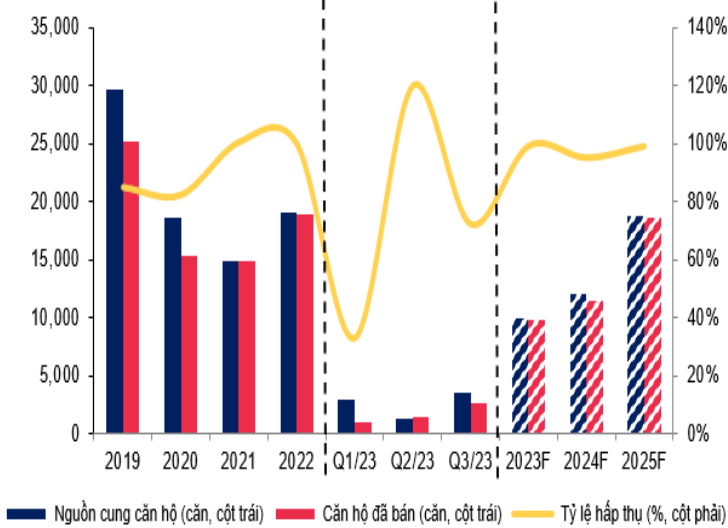
Căn hộ dự kiến tiếp tục là điểm sáng phục hồi tại thị trường bất động sản Hà Nội nhờ nhu cầu ở mức cao. Hơn nữa, mặt bằng lãi suất ở mức thấp tạo điều kiện cho các CĐT đưa ra chính sách bán hàng hợp lý nhằm kích thích nhu cầu mua nhà. Vì thế, chúng tôi đánh giá phân khúc căn hộ khu Phía Tây tiếp tục dẫn

dắt đà hồi phục của thị trường bất động sản HN nhờ nguồn cung cải thiện và hạ tầng thuận lợi.

Ở Tp. Hồ Chí Minh và vùng lân cận, phân khúc trung cấp là điểm sáng, theo sau là phân khúc liền kề sẽ có tín hiệu phục hồi từ cuối năm 2024

Trong giai đoạn tăng trưởng 2017 – nửa đầu 2022 của thị trường bất động sản, các CĐT tập trung triển khai các dự án cao cấp dẫn tới nguồn cung phân khúc trung cấp thiếu hụt. Hiện nay, căn hộ cao cấp chiếm tới trên 90% tổng nguồn cung tại HCM. Nhờ nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu hiện hữu, chúng tôi đánh giá căn hộ trung cấp (giá bán khoảng 50tr/m²) phù hợp với nhu cầu ở thực sẽ là điểm sáng phục hồi trong năm 2024. Theo thống kê của CBRE, nguồn cung tại TP.HCM dự kiến tăng trưởng 30% svck, chủ yếu đến từ phân khúc cao cấp trong bối cảnh các chủ đầu tư đã tự tin mở bán các dự án thời điểm cuối năm 2023 và đạt được thành công như Privia (KDH), Glory Heights (Masterise) và Akari (NLG) (đều đạt tỷ lệ hấp thụ cao trên 70%). Giá bán sẽ có thể tăng khoảng 8% svck nhờ nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu hiện hữu.

Hình 20: Nguồn cung tại HCM



Nguồn: CBRE, MBS Research

Hình 21: Nguồn cung tại TP.HCM và khu vực phía Nam

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Grand Marina (Quận 1)	10 ha với 4,000 căn hộ CĐT: Materise Homes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 150 triệu/m ²
Masteri Centre Point và Lumiere Boulevard (TP. Thủ Đức)	7 ha với 5,000 căn hộ CĐT: Materise Homes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 100 triệu/m ²
Skypark Atria Saigon (TP. Thủ Đức)	360 căn hộ CĐT: CTCP Bách Lộc	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 110 triệu/m ²
Riverdale (TP. Thủ Đức)	2,000 căn hộ CĐT: Công ty Điện Phúc Thành	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 100 triệu/m ²
Biên Hòa Universe Complex (Đồng Nai)	1,200 căn hộ CĐT: Tập đoàn Hưng Thịnh	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 25 triệu/m ²
Symlife Thuận An (TP. Thuận An, Bình Dương)	660 căn hộ CĐT: Công ty Nam Hiệp Thành	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 35 triệu m ²

Nguồn: batdongsan.com.vn, MBS Research

Chúng tôi cho rằng khu vực phía Đông sẽ là tâm điểm thu hút sự chú ý của thị trường BĐS Tp. Hồ Chí Minh nhờ nguồn cung và hạ tầng cải thiện. Nguồn cung trong giai đoạn 2024 – 2025 sẽ tập trung chủ yếu tại TP Thủ Đức với các dự án căn hộ cao cấp của CĐT lớn như Materise hay Vinhomes. Hơn nữa, hạ tầng giao thông đang được nâng cấp với các dự án lớn như đường Song Hành cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây, nút giao thông An Phú sẽ tác động tích cực đến giá bất động sản khu vực này.

Đến cuối 2024, chúng tôi cho rằng lãi suất ở mức thấp và tín hiệu hồi phục từ phân khúc chung cư sẽ tác động tích cực tới nhu cầu các sản phẩm có giá trị cao như liền kề hay biệt thự. Theo đánh giá của chúng tôi, giá chung cư đang ở mức cao trong khi các sản phẩm thấp tầng về mức hợp lý có thể tạo ra xu hướng nhà đầu tư chốt lời phân khúc căn hộ và tìm đến các sản phẩm thấp tầng như liền kề và biệt thự. Nhờ đó, theo đánh giá của chúng tôi, phân khúc liền kề sẽ có tín hiệu hồi phục rõ nét hơn kể từ cuối 2024.

Triển vọng cổ phiếu BĐS trong năm 2024

Dự phóng KQKD các doanh nghiệp bất động sản

Hình 22: Dự phóng KQKD của các DN ngành BĐS

Tỷ đồng	KDH			NLG			DXG		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	2,714	3,716	3,682	4,001	5,507	4,959	3,320	2,480	3,392
% svck	-6.8%	36.9%	-0.9%	-7.8%	37.6%	-10.0%	-39.70%	-25.3%	36.8%
Ln gộp	1,655	1,985	1,715	1,616	2,304	2,115	1,494	992	1,442
Biên LN gộp (%)	61.0%	53.4%	46.6%	40.4%	41.8%	42.6%	45.0%	40.0%	42.5%
EBITDA	1,196	1,667	1,253	1,087	1,325	1,239	850	760	1,050
Biên EBITDA (%)	44.1%	44.9%	34.0%	27.2%	24.1%	25.0%	25.6%	30.6%	31.0%
LN ròng	871	1,310	975	658	820	779	380	202	452
% svck	-19.3%	50.3%	-25.5%	18.4%	24.5%	-4.9%	-28.7%	-46.8%	123.8%
EPS (đ/cp)	1,106	1,510	1,023	1,715	1,765	1,678	534	284	635
BVPS (đ/cp)	15,827	15,956	15,581	25,006	22,341	21,928	15,700	16,100	17,200
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	59.2	-145.4	667.7	4,394	5,130	7,281	-2,248	-2,248	-2,248
Nợ/VCSH	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	1.1	1	1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	6.9%	9.3%	6.5%	4.7%	5.4%	5.3%	2.7%	1.4%	3.2%
ROAA (%)	3.9%	5.7%	4.2%	2.6%	3.0%	3.0%	1.3%	0.7%	1.5%

Lựa chọn cổ phiếu

Hình 23: Các cổ phiếu BĐS theo dõi

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
NLG	MUA	43,300	<p>Triển khai các dự án căn hộ trung cấp đạt tỷ lệ hấp thụ cao trên 70% nhờ nguồn cung thiếu hụt. Trong năm 2024, NLG sẽ tập trung phát triển dòng sản phẩm này nhờ mở bán các GD tiếp theo thuộc dự án Southgate, Mizuki và Akari với khoảng 800 căn hộ và 120 sản phẩm thấp tầng. Doanh số mở bán (Pre – sale) dự kiến khoảng 6,000 tỷ đồng (+30% svck).</p> <p>LN ròng tăng trưởng 24% svck lên mức 848 tỷ đồng nhờ bàn giao các sản phẩm đã bán thuộc phân khu Izumi 1A1, Mizuki và Southgate với khoảng 220 căn liền kề và 500 căn hộ.</p> <p>Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS ở mức 30% thấp hơn mức 45% trung bình ngành và không bị áp lực nợ vay trái phiếu.</p>
KDH	MUA	35,100	<p>Dự án Privia (1,000 căn hộ) đạt tỷ lệ hấp thụ trên 85% trong đợt mở bán cuối năm 2023 là động lực tăng trưởng LN ròng trong năm 2024. LN ròng kì vọng đạt 1,310 (+50% svck) khi có thể bàn giao dự án này vào Q3/24.</p> <p>Bán lại 49% của dự án Emeria (6ha) và Clarita (12 ha) cho đối tác Keppel Land có thể ghi nhận khoảng 800 tỷ LN cho KDH trong giai đoạn 2024 – 2025.</p> <p>Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS đạt 31% thấp hơn khoảng 45% của trung bình ngành. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã về mức hợp lý, NĐT có thể giải ngân khi giá điều chỉnh thêm.</p> <p>Luật Đất đai chưa được thông qua tiếp tục kéo dài thời gian triển khai dự án chiến lược Gem Riverside (3,000 căn hộ cao cấp). Chúng tôi đánh giá, vướng mắc pháp lý kéo dài tập dự án này sẽ là rủi ro lớn của DN.</p>
DXG	NĂM GIỮ	22,100	<p>LN ròng trong năm 2024 dự kiến giảm 46% do thiếu dự án gối đầu trong bối cảnh dự án Gem Sky World với phân khúc đất nền và liền kề gặp khó khăn trong việc bán hàng.</p>

Giá cổ phiếu đang ở mức hợp lý với giá trị của doanh nghiệp. NĐT có thể giải ngân khi giá cổ phiếu điều chỉnh.

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 24: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

	Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (triệu US\$)	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Vinhomes	VHM VN	7,200	4.3	5.5	0.9	1.1	7.75%	6.25%	17.94%	15.20%
Nam Long Group	NLG VN	583	20.9	17.8	1.4	1.2	2.60%	3.0%	4.70%	5.40%
Khang Dien Group	KDH VN	911	22.5	16.5	1.5	1.3	5.70%	5.70%	6.90%	9.30%
Dat Xanh Group	DXG VN	481	N/A	24.5	0.9	1.0	1.30%	0.70%	2.70%	1.40%
DIG Group	DIG VN	651	N/A	25.6	2.0	2.2	1.40%	1.20%	2.60%	3.00%
CEO Group	CEO VN	255	38.5	26.9	1.3	1.3	5.60%	6.30%	8.90%	9.60%
Ha Do Group	HDG VN	289	8.8	6.5	1.2	0.9	4.60%	8.40%	11.90%	20.40%
Trung bình		1,482	19.0	17.6	1.3	1.3	4.7%	5.2%	7.5%	8.7%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly