

# BẤT ĐỘNG SẢN

**MẶT TRỜI HIỆN TRÊN ĐƯỜNG  
CHÂN TRỜI**



Đỗ Thạch Lam – [lam.dt@vdsc.com.vn](mailto:lam.dt@vdsc.com.vn)



# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN - MẶT TRỜI HIỆN TRÊN ĐƯỜNG CHÂN TRỜI

Đánh giá chung



Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Sau giai đoạn khó khăn với sự hấp thụ của thị trường và giá bất động sản đã về mức thấp nhất, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ ấm lên trong nửa cuối năm nhờ: 1/ Lãi suất vay giảm, 2/ Các chương trình khuyến mãi từ chủ đầu tư và 3/ Sự phát triển cơ sở hạ tầng. Theo quan sát của chúng tôi, giá cổ phiếu đã phần nào phản ánh những triển vọng này, tuy nhiên vẫn có những cổ phiếu đang giao dịch với giá chiết khấu so với quỹ đất tiềm năng của họ. KDH là cổ phiếu chúng tôi ưa thích nhất, với quỹ đất lớn tại TP.HCM.

## Mức hấp thụ của thị trường sơ cấp ở mức thấp nhất, thị trường thứ cấp đối mặt với áp lực bán ra

- Trên thị trường sơ cấp, thanh khoản giảm mạnh khi thị trường đối mặt với các khó khăn, bao gồm: 1/Lãi suất tăng, 2/Vướng mắc thủ tục pháp lý, 3/Rủi ro thanh khoản của chủ đầu tư do đáo hạn trái phiếu. Trên thị trường thứ cấp, áp lực từ việc tăng chi phí lãi vay đã gây ra hiện tượng bán tháo và giá bất động sản (BDS) giảm mạnh.
- Lợi nhuận của hầu hết các doanh nghiệp BĐS đều ghi nhận tăng trưởng âm do chậm hoàn thiện và bàn giao các dự án (do khó khăn của thị trường).

## Chủ đầu tư hâm nóng thị trường, với sự hỗ trợ từ sự phát triển hạ tầng

- Có những tín hiệu cho thấy thị trường sẽ ấm lên trong nửa cuối năm, với: 1/ Các dự án dự kiến mở bán trong 2H2023 tại TP.HCM, với mục đích chính là đáp ứng nhu cầu nhà ở của người dân thành phố và đón đầu sự phục hồi của thị trường; 2/ Tỷ lệ vay dự kiến sẽ giảm xuống 9-10%, là mức mà người mua có thể chi trả với mức thu nhập hiện tại; 3/ Các chính sách khuyến mãi từ chủ đầu tư như thời hạn thanh toán linh hoạt (trả trước ~40% giá trị sản phẩm đến khi nhận nhà) để đẩy doanh số bán hàng.
- Việc khởi động xây dựng hệ thống đường vành đai/đường cao tốc sẽ làm tăng sự quan tâm đến các dự án tại vùng ngoại ô, vì: 1/ Quỹ đất cho các dự án trong thành phố giảm đáng kể, 2/ Người mua có thu nhập trung bình có xu hướng sống ở ngoại thành với chi phí sinh hoạt phải chăng, trong khi họ có thể làm việc ở trung tâm thành phố nhờ hệ thống đường vành đai.

## Các dự luật sửa đổi có thể được hoàn thiện trong quý 4/2023 để giải quyết vấn đề pháp lý của các dự án

- Các lưu ý chính của các dự luật mới sửa đổi bao gồm: 1/Quy định cụ thể hơn về phương pháp định giá đất và xác định nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư, 2/Thúc đẩy phát triển các dự án nhà ở xã hội độc lập, 3/ Minh bạch hóa thị trường, đồng thời tạo hành lang pháp lý cho giao dịch các loại hình BĐS mới (condotel, office...).

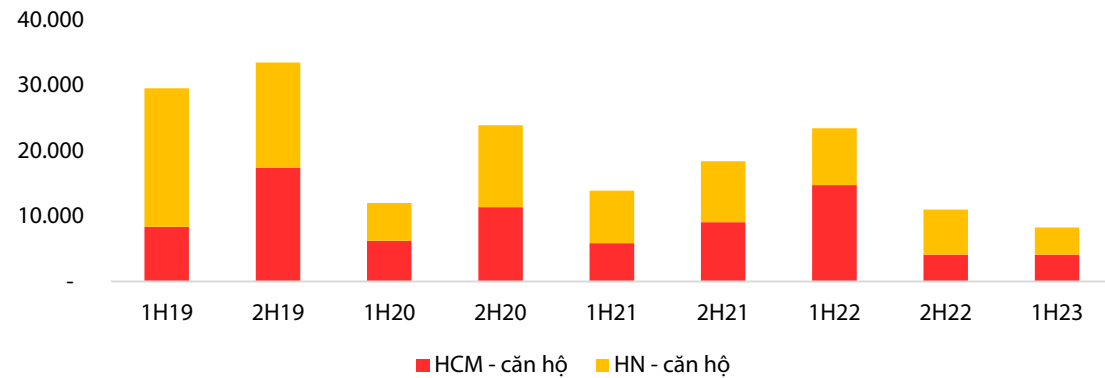
Điểm nhấn



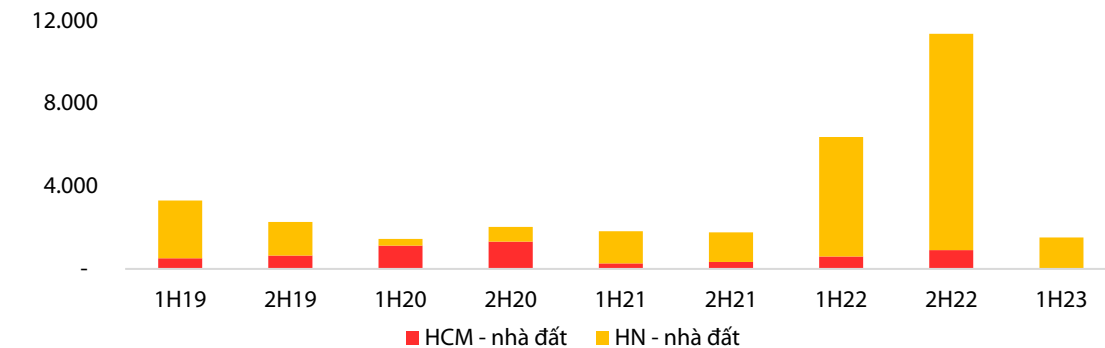
## Mức hấp thụ của thị trường sơ cấp ở mức thấp nhất, thị trường thứ cấp đối mặt với áp lực bán ra

- Trên thị trường sơ cấp, thanh khoản giảm mạnh khi thị trường đối mặt với các khó khăn, bao gồm: 1/Lãi suất tăng, 2/Vướng mắc thủ tục pháp lý, 3/Rủi ro thanh khoản của chủ đầu tư do đảo hạn trái phiếu.
- Trên thị trường thứ cấp, áp lực từ việc tăng chi phí lãi vay đã gây ra hiện tượng bán tháo và giá bất động sản giảm mạnh. Tuy nhiên, mức giá hiện tại đã trở về mặt bằng giá thời điểm 2020-2021; qua đó sẽ hấp dẫn nhà đầu tư trong các quý tới, đặc biệt tại các đô thị loại I.

**Hình 1: Nguồn cung mới căn hộ tại đô thị loại I (Căn hộ)**

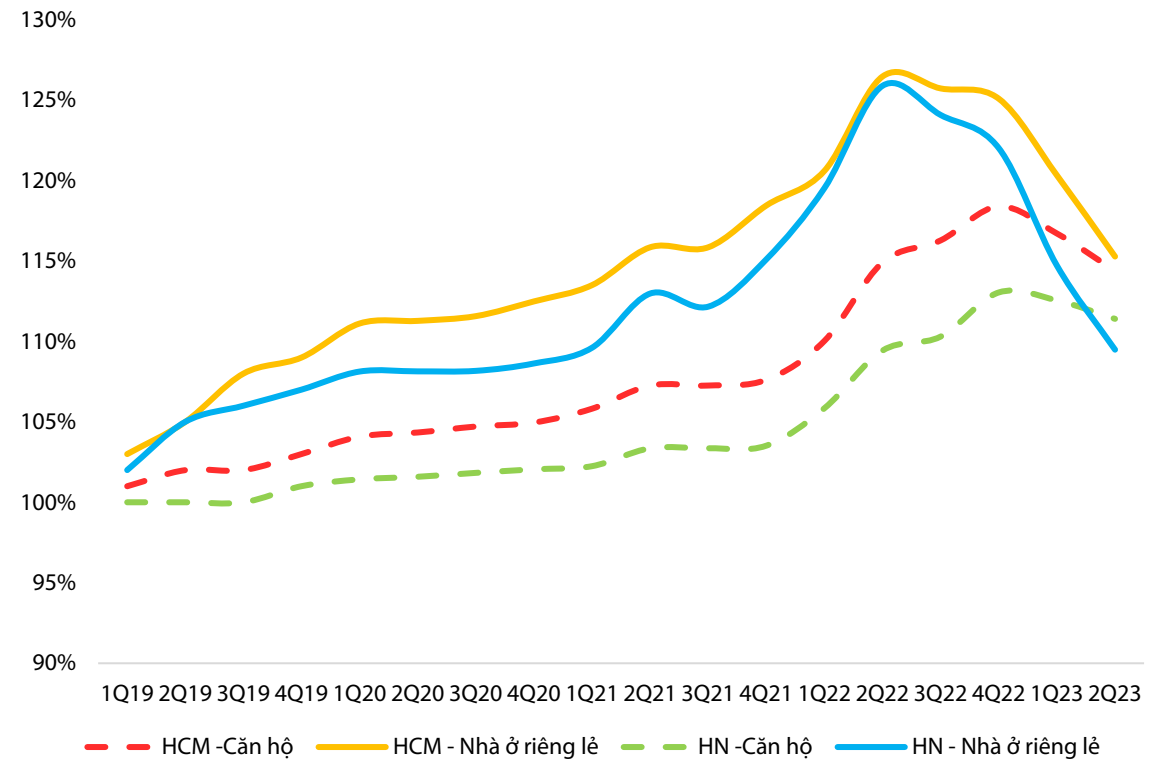


**Hình 2: Nguồn cung mới nhà đất liền thổ tại đô thị loại I (Căn)**



Nguồn: CBRE tổng hợp, CTCK Rồng Việt.

**Hình 3: Mức thay đổi giá thứ cấp tại các đô thị loại I – trở lại mặt bằng giá 2021**

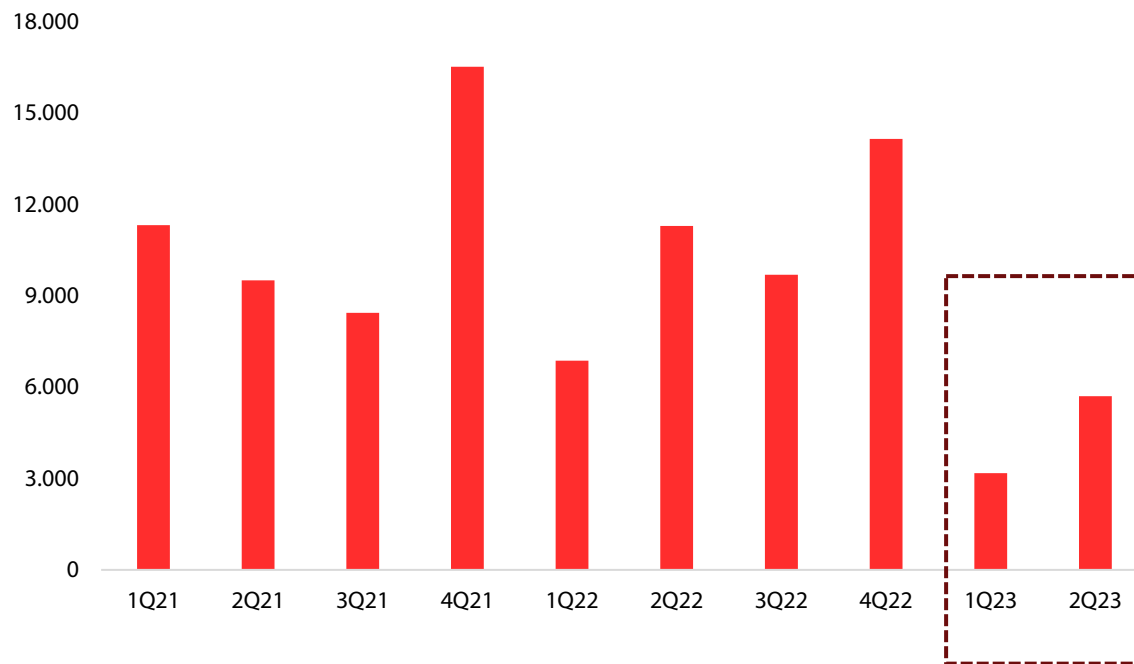


Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng, CTCK Rồng Việt. Năm 2018 là năm gốc

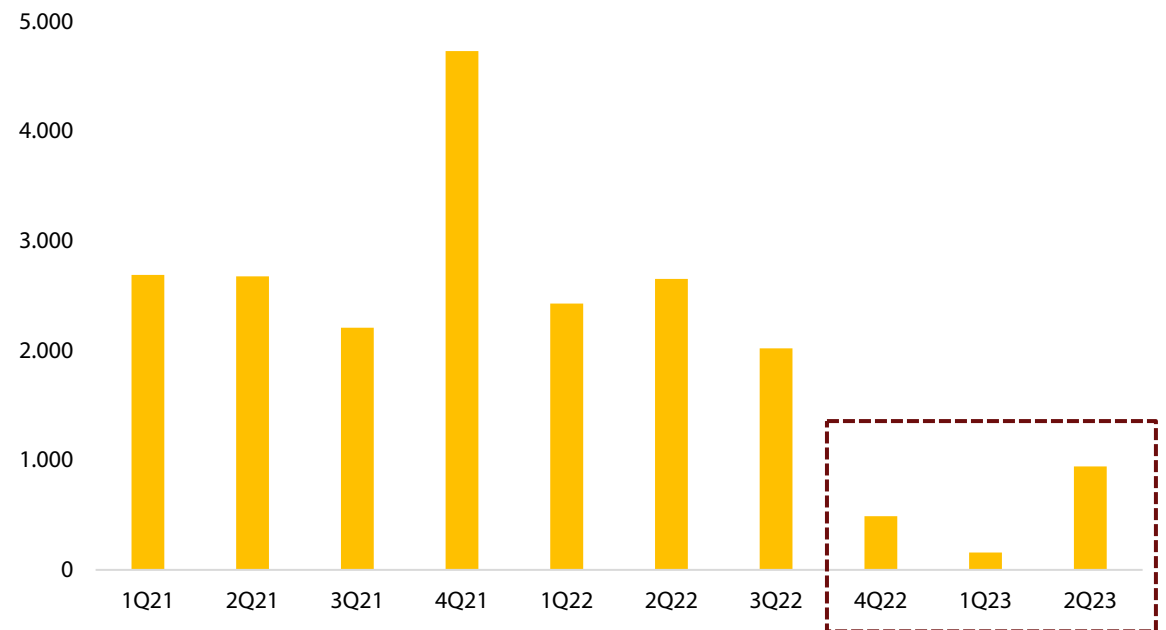
## Doanh nghiệp bất động sản tăng trưởng âm cả về doanh thu và lợi nhuận

- Kể từ quý 4 năm 2022, các công ty bất động sản ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm đáng kể do: 1/Chủ đầu tư gặp rủi ro thanh khoản, rủi ro pháp lý và không thể triển khai dự án hiện tại, 2/Chi phí lãi vay cao hơn dự kiến khiến người mua chưa sẵn sàng nhận bàn giao sản phẩm.
- Tuy nhiên, có dấu hiệu phục hồi trong quý 2 khi các khó khăn về tài chính đang được giải quyết và các dự án có thể được bàn giao.
- Các công ty phát triển BĐS ghi nhận tăng trưởng so với quý trước (doanh thu và lợi nhuận) hầu hết đều từ đẩy mạnh bàn giao các dự án tại TP.HCM và vùng phụ cận (NLG, KDH, AGG) cho thấy vẫn có nhu cầu ở thực tại các đô thị loại I.

**Hình 4: Doanh thu các công ty BĐS giai đoạn 2021-2023 (tỷ đồng) (\*)**



**Hình 5: Lợi nhuận ròng các công ty BĐS giai đoạn 2021-2023 (tỷ đồng) (\*)**



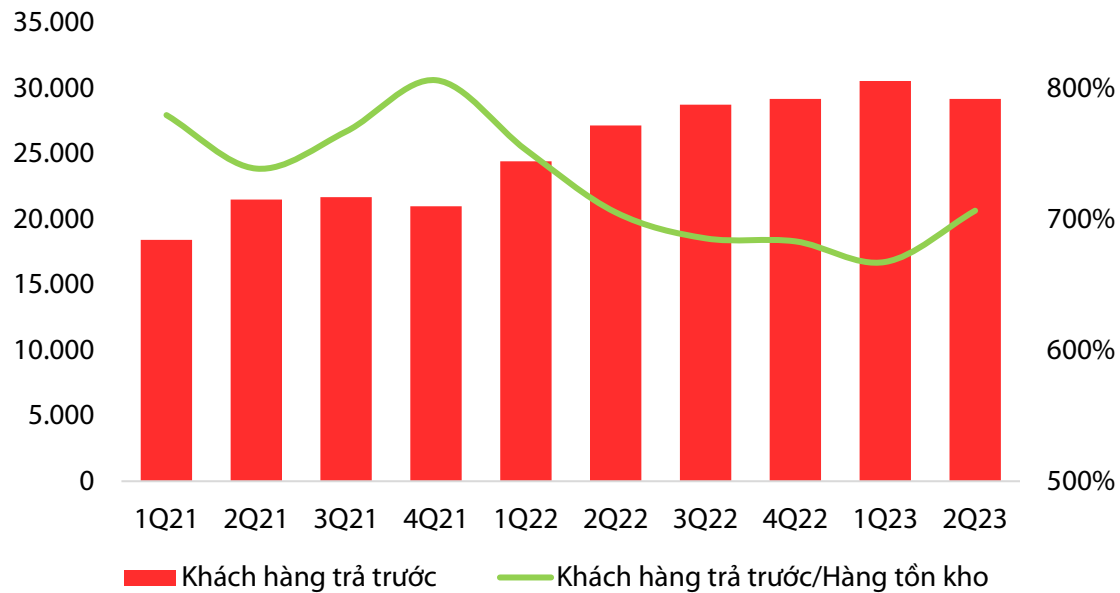
Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

(\*) Bao gồm dữ liệu từ KDH, NLG, HDG, NVL, PDR, AGG, DIG, DXG.

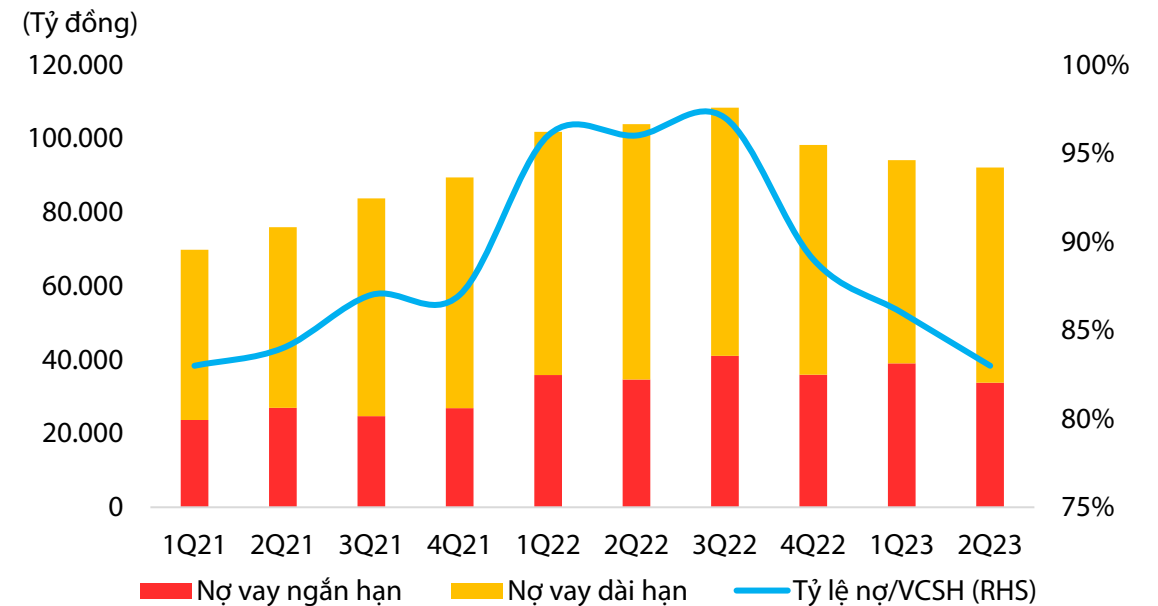
Lợi trừ kết quả kinh doanh của VHM

- Số dư khách hàng trả trước không thay đổi quá nhiều từ 3Q22 cho thấy sự hấp thụ thị trường thấp và rào cản pháp lý khiến các đợt mở bán mới bị trì hoãn; đồng thời nhà phát triển BĐS thiếu nguồn tài chính từ khách hàng để tiếp tục phát triển các dự án. Tuy nhiên, đáng chú ý trong quý 2 thì KDH vẫn ghi nhận số dư khách hàng trả trước tăng 62% QoQ (ở dự án thấp tầng Classia) cho thấy tập khách hàng ở phân khúc cao cấp sẵn sàng chi trả đúng thời hạn cho các sản phẩm có pháp lý tốt.
- Quy mô tồn kho vẫn đang ở mức cao (số dư tồn kho gấp ~7 lần so với khách hàng trả trước) sẽ tạo áp lực nguồn cung cho thị trường trong trung hạn.
- Các chủ đầu tư đang giảm nợ vay, với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu giảm xuống mức 83% trong quý 2/23, cho thấy các công ty cũng đang gặp khó khăn trong việc huy động vốn nợ để tiếp tục phát triển dự án.

**Hình 6: Số dư khách hàng trả trước của các công ty BĐS giai đoạn 2021-2023 (\*)**



**Hình 7: Dư nợ vay của doanh nghiệp BĐS giai đoạn 2021-2023 (\*)**

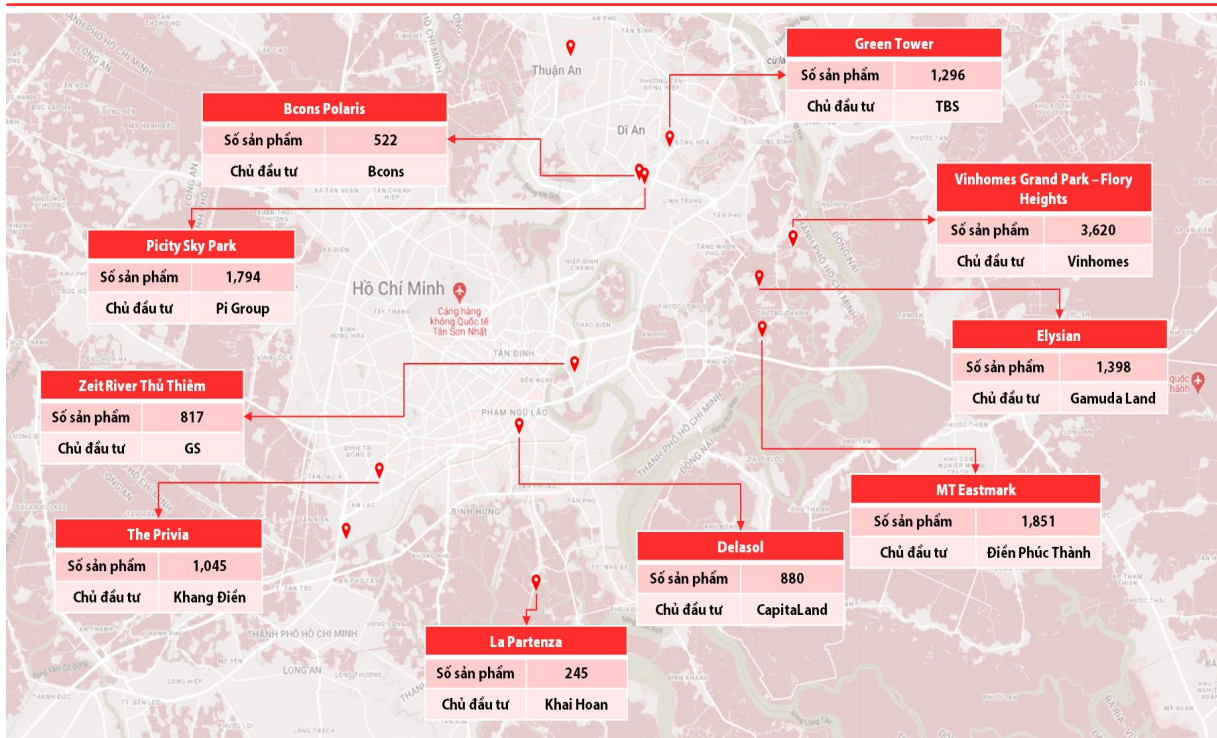


Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt | (\*) Bao gồm dữ liệu từ KDH, NLG, HDG, NVL, PDR, AGG, DIG, DXG | Loại trừ kết quả kinh doanh của VHM

## Các chủ đầu tư hâm nóng thị trường tại các thành phố lớn

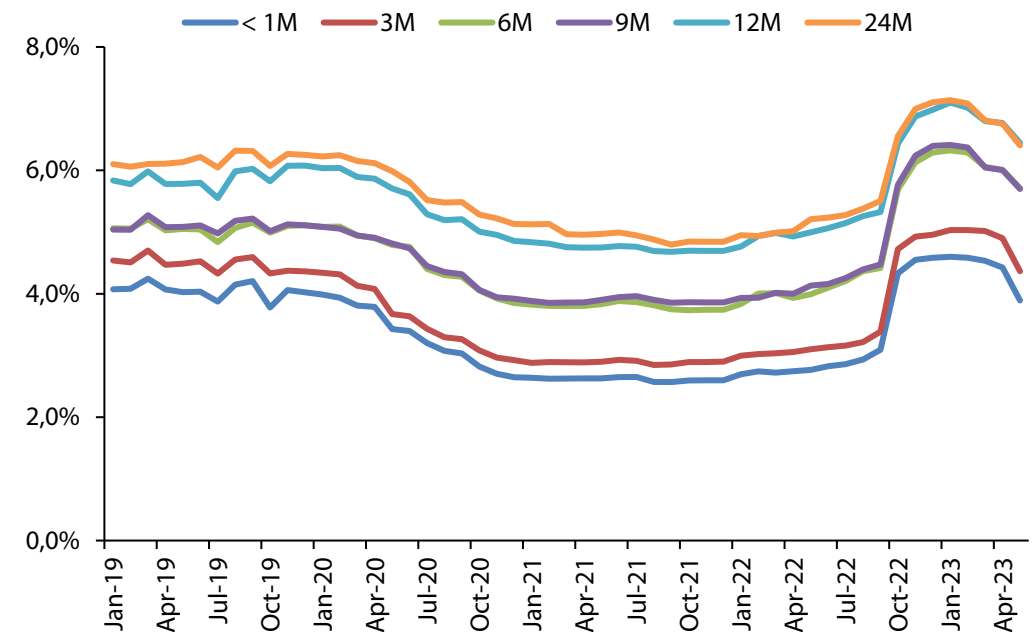
- Theo Viện nghiên cứu thị trường của Dat Xanh Services, có 12 dự án (với ~20.000 căn hộ) có vị trí đắc địa dự kiến mở bán trong 2H2023 tại TP.HCM. Các dự án này tập trung vào việc đáp ứng nhu cầu nhà ở của người dân tại các thành phố lớn và đón đầu sự phục hồi của thị trường.
- Nhờ lãi suất huy động giảm mạnh, lãi suất cho vay dự kiến sẽ giảm xuống mức 9-10%, là mức mà người mua nhà có thể chi trả với mức thu nhập hiện tại.
- Chính sách thanh toán linh hoạt của các chủ đầu tư (trả trước ~40% giá trị sản phẩm cho đến khi bàn giao) cũng sẽ là yếu tố hỗ trợ để đẩy giá trị bán hàng trong nửa cuối năm.

**Hình 8: Các dự án chung cư tiềm năng tại TP.HCM trong 2H23**



Nguồn: DXS-FERI, CTCK Rông Việt

**Hình 9: Diễn biến lãi suất huy động sẽ hỗ trợ hạ lãi suất cho vay trong các tháng tiếp theo**

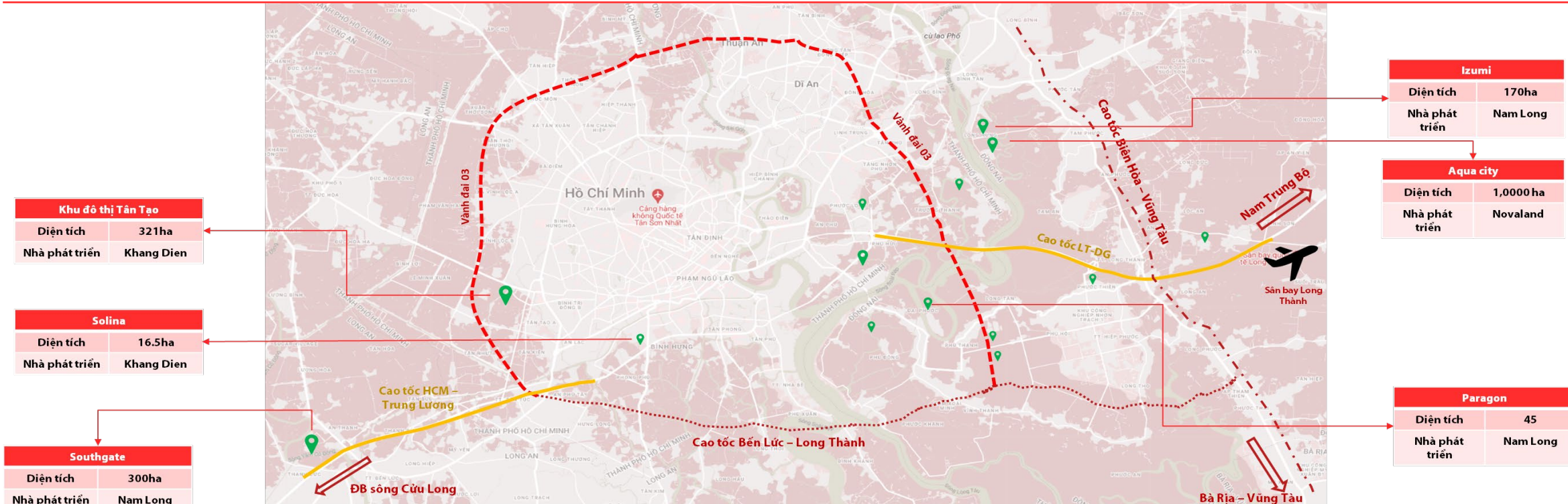


Nguồn: CTCK Rông Việt

## Đẩy mạnh hệ thống đường vành đai và đường cao tốc có thể làm tăng sự quan tâm đến các khu đô thị tại ngoại thành

- Kể từ nửa đầu năm 2023, các đô thị loại đặc biệt (Hà Nội, TP.HCM) đã khởi động lại việc xây dựng hệ thống đường vành đai và đường cao tốc, như một phần của chính sách tài khóa để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng rằng việc khởi động các dự án này có thể làm tăng sự quan tâm đến các dự án khu đô thị, đặc biệt là những dự án nằm gần hệ thống đường vành đai/đường cao tốc, do: 1/ Quỹ đất cho các dự án trong thành phố giảm đáng kể, 2/ Người thu nhập trung bình có xu hướng sống ở ngoại thành, với chi phí sinh hoạt phải chăng, trong khi đó họ vẫn có thể làm việc ở trung tâm thành phố nhờ hệ thống đường vành đai.
- Các chủ đầu tư có quỹ đất sạch và tuân thủ đầy đủ quy định (gồm NLG và KDH) sẽ tận dụng để mở bán khi thị trường hồi phục rõ rệt (vào cuối quý 4/2023, theo kỳ vọng của chúng tôi)

**Hình 10: Phát triển cơ sở hạ tầng tại TP.HCM và các tỉnh lân cận với các dự án thấp tầng/khu đô thị tiềm năng**



Nguồn: CTCK Rồng Việt



- Theo tình hình sửa đổi hiện tại, chúng tôi hy vọng các văn bản luật sửa đổi sẽ được hoàn thiện trong quý 4/2023 – điều này sẽ giải quyết vấn đề pháp lý của các dự án vì các quy định pháp luật đã rõ ràng cho quy trình xét duyệt.

**Bảng 1: Các vấn đề chính của các văn bản luật (sửa đổi)**

	Vấn đề chính
<b>Luật đất đai (sửa đổi)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quy định cụ thể về đấu giá, phương thức đấu thầu, hạn chế các trường hợp giao đất trực tiếp và chỉ định nhà đầu tư.</li> <li>Quy định cụ thể hơn về phương pháp định giá đất và xác định nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư.</li> <li>Ban hành các quy định liên quan đến Hội đồng thẩm định giá đất.</li> <li>Điều chỉnh quy hoạch sử dụng đất, theo hướng quy hoạch sử dụng đất cấp trên phải được phê duyệt trước quy hoạch cấp dưới.</li> </ul>
<b>Luật Nhà ở (sửa đổi)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Không còn bắt buộc chủ đầu tư phải giành 20% tổng diện tích đất ở - khi đầu tư xây dựng dự án nhà ở thương mại – cho nhà ở xã hội; đẩy mạnh phát triển các dự án nhà ở xã hội.</li> <li>Bổ sung ưu đãi cho các chủ đầu tư tham gia phát triển dự án nhà ở xã hội, trong đó cho phép được giao đất không thu tiền sử dụng đất.</li> <li>Quy định cụ thể về nguyên tắc xây dựng Chiến lược phát triển nhà ở quốc gia.</li> <li>Quy định cụ thể về phương thức huy động vốn đối với dự án nhà ở thương mại, nhằm đảm bảo quyền lợi của người mua bất động sản.</li> </ul>
<b>Luật kinh doanh bất động sản (sửa đổi)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thống nhất các thủ tục và điều kiện khi chuyển nhượng dự án bất động sản, tạo điều kiện cho chủ đầu tư linh hoạt quyết định hoạt động đầu tư hoặc chuyển nhượng dự án.</li> <li>Đưa ra các quy định bảo vệ quyền lợi của người mua bất động sản (thời hạn nhận tiền đặt cọc, bảo lãnh giao dịch,...).</li> <li>Minh bạch hóa thị trường: yêu cầu giao dịch qua sàn, bổ sung yêu cầu cụ thể đối với môi giới BĐS.</li> <li>Tạo hành lang pháp lý cho việc giao dịch các loại hình bất động sản mới (condotel, office...).</li> <li>Không cho phép phân lô bán nền tại các đô thị (đặc biệt là các đô thị loại I, II, III).</li> </ul>

Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp.

Cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CĐCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
	(tỷ đồng)	(VNĐ)	(31/07/2023)			2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	2023/Hiện tại*	TB 5 năm	2023/Hiện tại*	TB 5 năm
<b>NLG</b>	15.363	36.700	40.000	500	8,1	-16,6	0,0	123,5	-10,5	-3,8	70,8	3,9	3,0	28,7	13,7	1,7	1,6
<b>KDH</b>	1.135	39.300	37.500	0	10,9	-22,1	-9,0	67,8	-15,5	2,0	32,4	9,3	5,1	24,3	18,9	1,7	2,2
<b>HDG</b>	10.151	29.100	33.200	0	24,9	-5,2	-16,3	13,5	3,0	-18,4	21,6	16,0	7,4	9,1	6,9	1,7	1,9
<b>VHM</b>	274.325	N.R	63.000	n.a	25,7	-26,6	n.a	n.a	-39,7	n.A	n.a	31,4	12,6	8,4	11,3	1,6	3,7
<b>NVL</b>	36.759	N.R	18.850	n.a	45,1	-25,3	n.a	n.a	-111,4	n.A	n.a	-0,5	-0,1	n.A	22,8	1,0	2,8
<b>PDR</b>	14.575	N.R	21.700	n.a	46,0	-58,4	n.a	n.a	-85,9	n.A	n.a	9,2	3,4	n.A	14,7	1,7	3,1
<b>AGG</b>	3.879	N.R	31.000	n.a	45,2	242,2	n.a	n.a	-85,6	n.A	n.a	-0,9	-0,2	n.A	N.A	1,6	N.A
<b>DIG</b>	15.856	N.R	26.000	n.a	43,3	-26,2	n.a	n.a	-59,0	n.A	n.a	1,1	0,6	202,2	28,1	2,1	2,4
<b>DXG</b>	11.591	N.R	19.000	n.a	31,2	-45,4	n.a	n.a	-104,7	n.A	n.a	-1,3	-0,4	n.A	N.A	1,2	1,5

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023.

\* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B, và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 31/07/2023. Không bao gồm các công ty ghi nhận lỗ dựa trên số liệu 4 quý gần nhất.

**TÍCH LŨY: +5%**

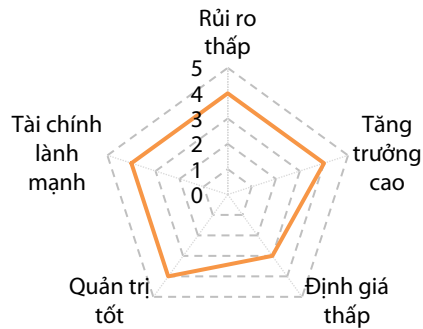
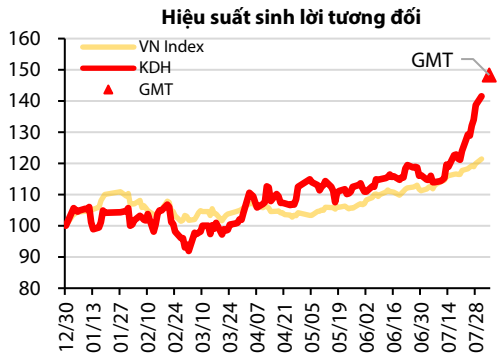
**GTT: 37.500**

**GMT: 39.300**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2022A 2023F 2024F**



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.451
SLCPĐLH (triệu CP)	717
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)	2.210
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	69
SH NĐTNN còn lại (%)	11,3
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	18,05 - 39,65

Doanh thu (tỷ đồng)	2.912	2.650	4.448
LNST CĐCTM (tỷ đồng)	1.082	1.103	1.462
ROA (%)	7,5	5,1	6,6
ROE (%)	10,6	9,3	9,1
EPS (VND)	1.465	1.465	1.557
Giá trị sổ sách (VND)	16.454	22.354	24.316
Cổ tức (VND)	0	0	0
P/E (x)	26,8	26,8	25,2
P/B (x)	2,4	1,8	1,6

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Quỹ đất lớn tại Thành phố Hồ Chí Minh**

- KDH nằm trong top 3 nhà phát triển Bất động sản niêm yết có quỹ đất lớn nhất tại TP.HCM, với quỹ đất còn lại hiện tại dự kiến là 429 (ha), trong đó lượng đất "sạch" ước tính khoảng 140 (ha). Trong bối cảnh thị trường hồi phục, KDH có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ có hàng loạt dự án quy mô lớn tại TP.HCM.

**Tập trung vào các dự án tiềm năng trong giai đoạn 2023-2025**

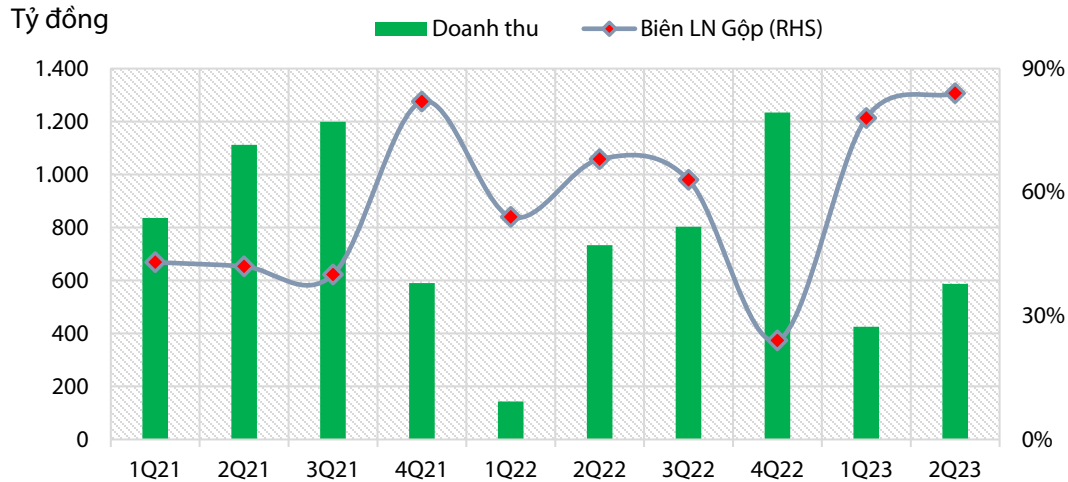
- Trong nửa cuối năm 2023, công ty có kế hoạch mở bán dự án Privia (dự án chung cư cao cấp tại quận Bình Tân, TP.HCM) do được hưởng lợi từ việc thị trường đang dần ấm lên.
- Các dự án khu thấp tầng The Solina -11A (16,5ha), Clarita (dự án biệt thự tại TP.Thủ Đức, TP.HCM) và Khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng (110ha) sẽ được triển khai vào năm 2023 và mở bán vào năm 2024.
- Dự án lớn nhất – khu đô thị Tân Tạo (~330ha) – đang trong quá trình đền bù. Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể sẵn sàng mở bán từ năm 2025, nhờ dòng tiền từ việc bán cổ phần tại các dự án Bình Trưng Đông (Clarita và Emeria) và hưởng lợi từ việc hoàn thành đường Vành đai 03.
- Chúng tôi kỳ vọng giá trị bán hàng giai đoạn 2023-2024 lần lượt là 2.172 tỷ đồng (-11% YoY) và 7.833 tỷ đồng (+69% YoY), với sự đóng góp đáng kể từ các dự án the Privia, the Clarita và Solina.

**RỦI RO**

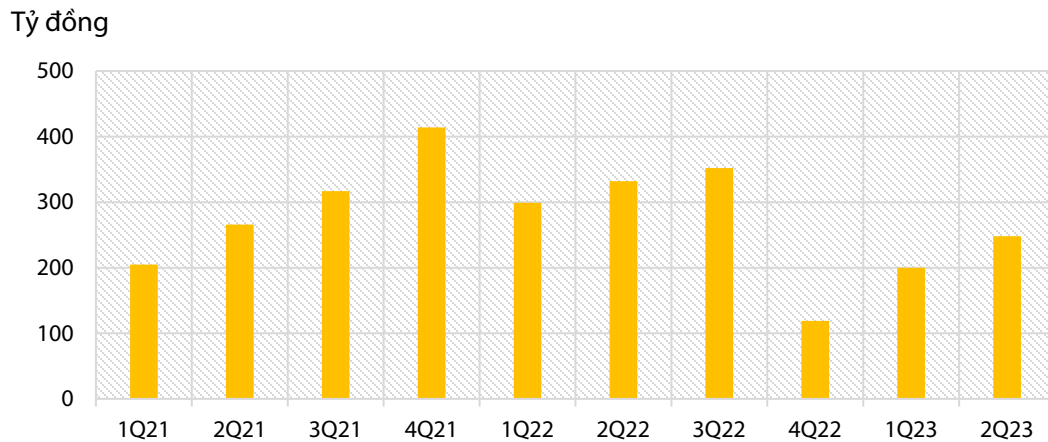
- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án có thể có tác động tiêu cực đến dòng tiền trong tương lai của công ty.
- Quá trình giải phóng mặt bằng của dự án Tân Tạo kéo dài hơn dự kiến.

- Trong nửa đầu 2023, KDH ghi nhận sự phục hồi (ở cả doanh thu và lợi nhuận) nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án The Classia, đồng thời biên LN gộp duy trì ở mức cao (trên 70%).
- Công ty tiếp tục duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh, giảm sự phụ thuộc vào nợ vay (tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu dưới 50%), trong khi vẫn huy động được dòng tiền từ người mua trả tiền trước.

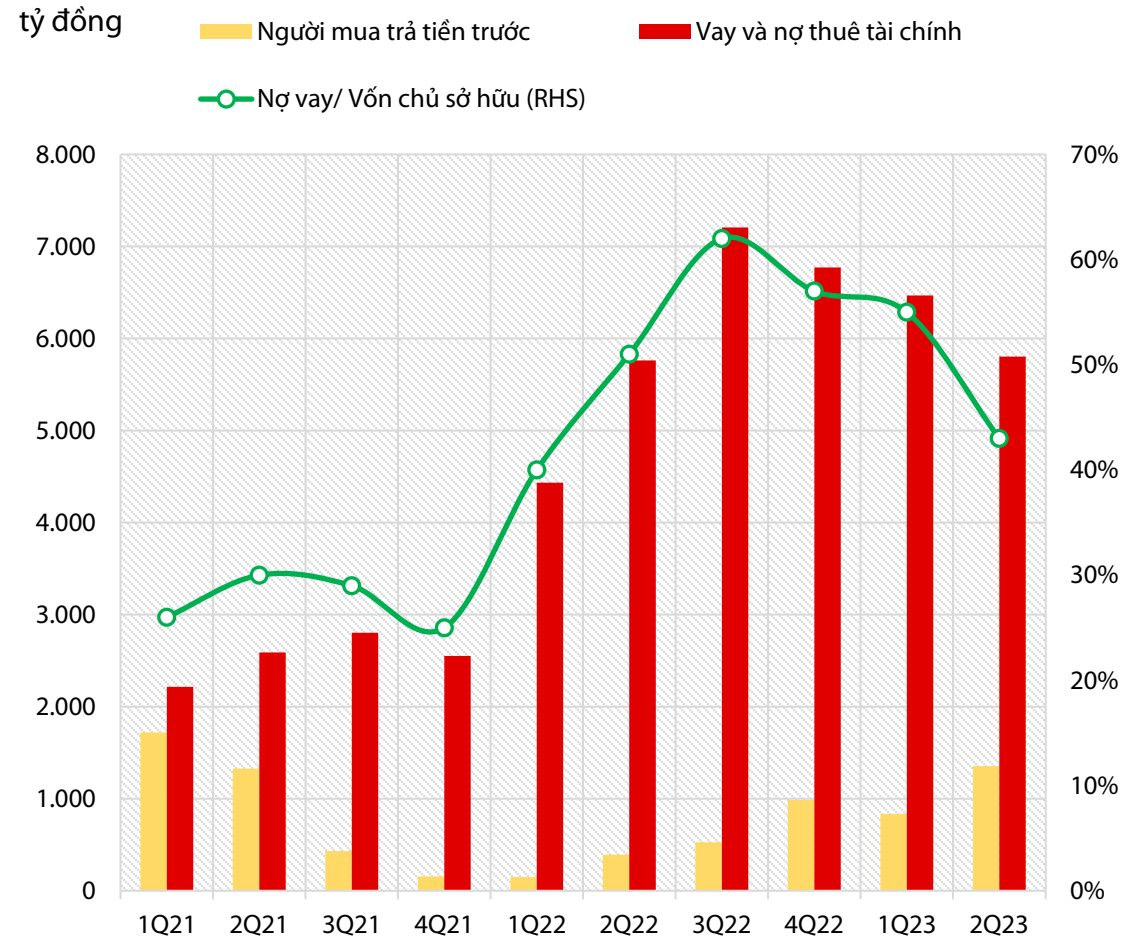
**Hình 1: Doanh thu và biên LN Gộp của KDH giai đoạn 2021-2023**



**Hình 2: LNST công ty mẹ của KDH giai đoạn 2021-2023**



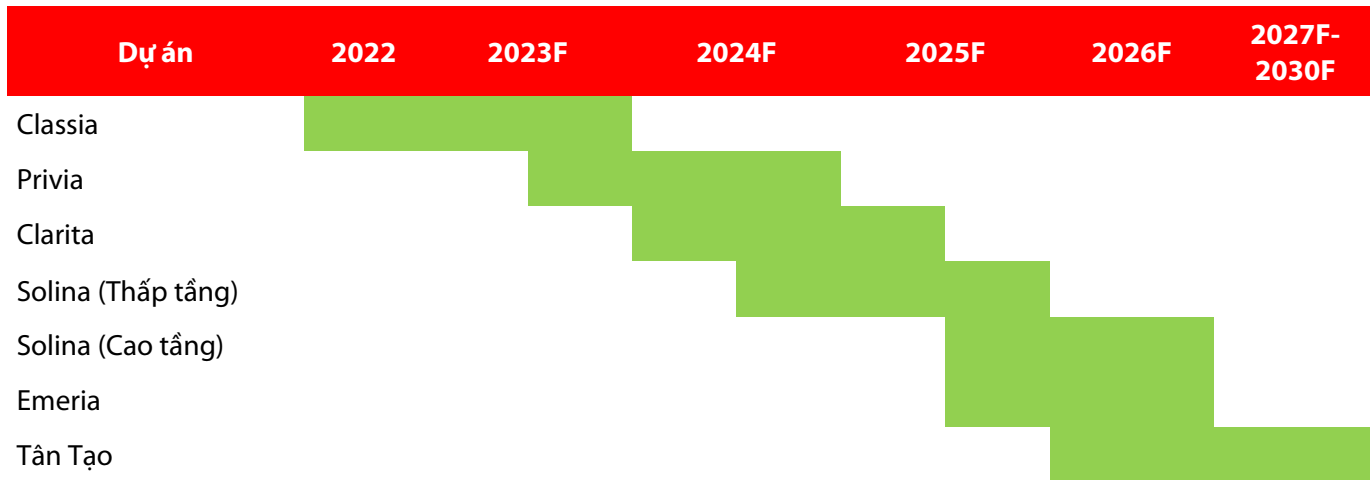
**Hình 3: Nguồn vốn huy động của KDH giai đoạn 2021-2023**



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Hiện trạng các dự án của KDH và kế hoạch bán hàng dự kiến**

Dự án	Diện tích (ha)	Vị trí	Hiện trạng
The Privia	1,8	Bình Tân, HCM	Dự kiến mở bán trong quý 3/2023
The Clarita	5,8	Thủ Đức, HCM	Đã nhận giấy phép xây dựng, dự kiến mở bán năm 2024.
Solina	16,5	Bình Chánh, HCM	Đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng, dự kiến mở bán trong 2H24.
Khu công nghiệp Lê Minh Xuân	109,9	Bình Chánh, HCM	Nhận quyết định giao đất với diện tích 90ha, đang xây dựng hạ tầng. Dự kiến đi vào hoạt động năm 2024.
Khu đô thị Tân Tạo	330	Bình Chánh, HCM	Đang giải phóng mặt bằng.
The Emeria	6,0	Thủ Đức, HCM	Đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng, dự kiến mở bán năm 2025.



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Hiện trạng The Privia – sẵn sàng mở bán từ Q3**



**Hình 5: Hiện trạng Clarita – Đã hoàn thành san lấp mặt bằng**



**TRUNG LẬP: -8%**

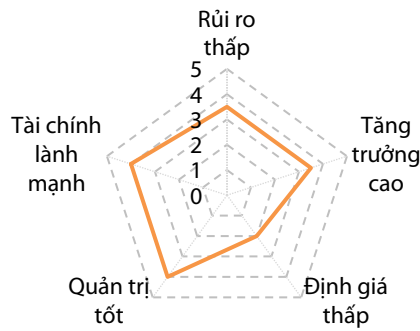
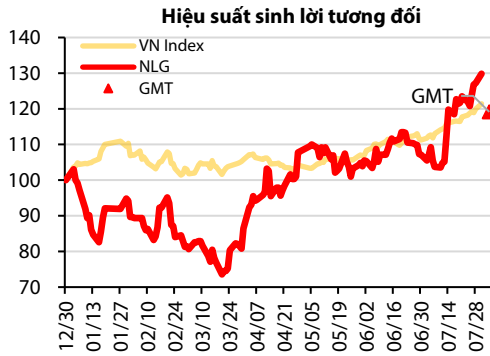
**GTT: 40.000**

**GMT: 36.700**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2022A 2023F 2024F**



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.902
SLCPĐLH (triệu CP)	384
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	3.093
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	107
SH NĐTNN còn lại (%)	8.1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	16,45 - 44,5

Doanh thu (tỷ đồng)	4.339	3.817	8.531
LNST CĐCTM (tỷ đồng)	556	535	914
ROA (%)	2,1	2,1	3,0
ROE (%)	6,2	5,8	9,7
EPS (VND)	1.453	1.339	2.364
Giá trị sổ sách (VND)	23.407	23.892	25.362
Cổ tức (VND)	500	500	500
P/E (x)	25,3	27,4	15,5
P/B (x)	1,6	1,5	1,4

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Triển vọng kinh doanh năm 2023: Lợi nhuận dần cải thiện từ nửa cuối năm**

Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu của công ty sẽ đạt 3.817 tỷ đồng (162,4 triệu USD, -12% YoY) nhờ bàn giao Southgate và Izumi, với: 1/1.479 tỷ đồng từ các phân khu thấp tầng (chủ yếu ở khu Aqua) của Southgate, 2/1.512 tỷ đồng từ việc bàn giao 275 căn giai đoạn 1A1 do dự án nhận giấy phép mở bán vào tháng 5. Trong nửa cuối năm 2023, với 167 tỷ đồng đóng góp từ liên doanh Mizuki Park và 238 tỷ đồng từ việc thoái vốn tại Paragon Đại Phước, chúng tôi ước tính LNST của công ty mẹ đạt 401 tỷ đồng (tăng 213% so với nửa đầu năm).

**Triển vọng bán hàng – tập trung vào các dự án “đất sạch”**

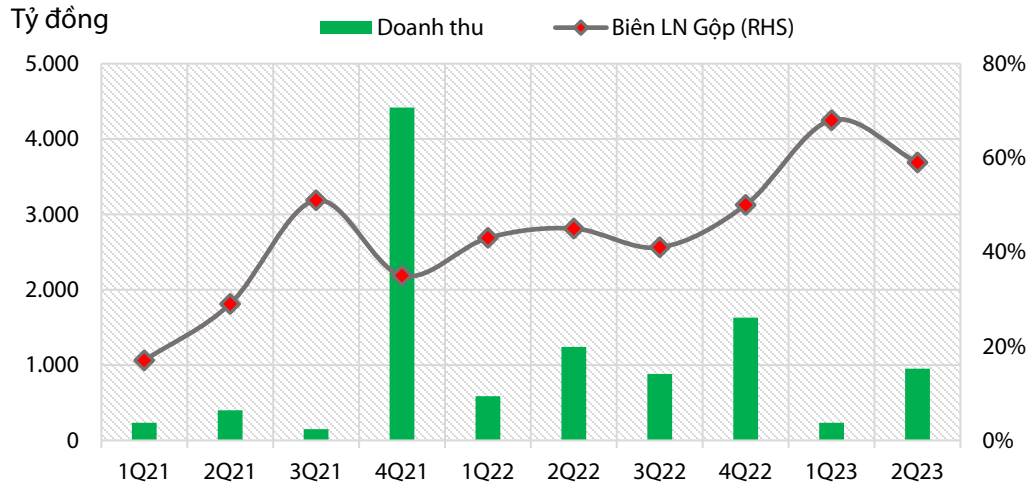
- Đối với Southgate, phân khu Pearl (~160 căn thấp tầng) và Park Village (~96 căn) dự kiến sẽ mở bán từ 3Q23. Đóng góp vào giá trị bán hàng 2023-2024 lần lượt là 1.356 tỷ đồng (57,7 triệu USD) và 2.033 tỷ đồng (85,8 triệu USD).
- Đối với dự án Akari, nhờ các chính sách hấp dẫn cho người mua (trả trước ~40% cho đến khi bàn giao) và tiến độ xây dựng ổn định, chúng tôi kỳ vọng giá trị bán hàng 2023-2024 lần lượt là 2.277 tỷ đồng (97 triệu USD) và 2.148 tỷ đồng (90,6 triệu USD).
- Ở phân khúc trung cấp, EhomeS – Cần Thơ dự kiến sẽ hoàn tất nộp tiền sử dụng đất vào quý Q2/2023 và triển khai bán hàng từ quý 3. Với mức giá bán hợp lý (từ 600 triệu - 1 tỷ đồng/căn), chúng tôi kỳ vọng NLG có thể hoàn thành mục tiêu giá trị bán hàng cho giai đoạn 2023-2024 là 800 tỷ đồng (34 triệu USD) và 1.858 tỷ đồng (78,4 triệu USD).

**RỦI RO**

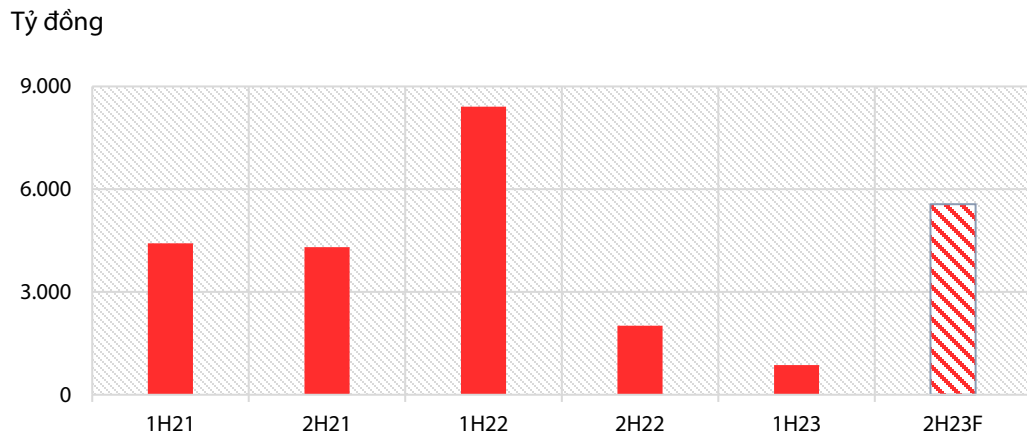
- Việc chậm hoàn thiện pháp lý của các dự án (Izumi, Cần Thơ) có thể ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền trong tương lai của công ty.
- Mức hấp thụ của thị trường thấp hơn kỳ vọng.

- Trong nửa đầu 2023, mặc dù doanh thu và lợi nhuận ở mức thấp, NLG bắt đầu ghi nhận tăng trưởng từ quý 2, nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án The Southgate.
- Công ty tiếp tục duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh (Nợ vay/Vốn CSH dưới 50%); tuy nhiên số dư người mua trả tiền trước đang ổn định, cho thấy hoạt động bán hàng chưa thực sự cải thiện.

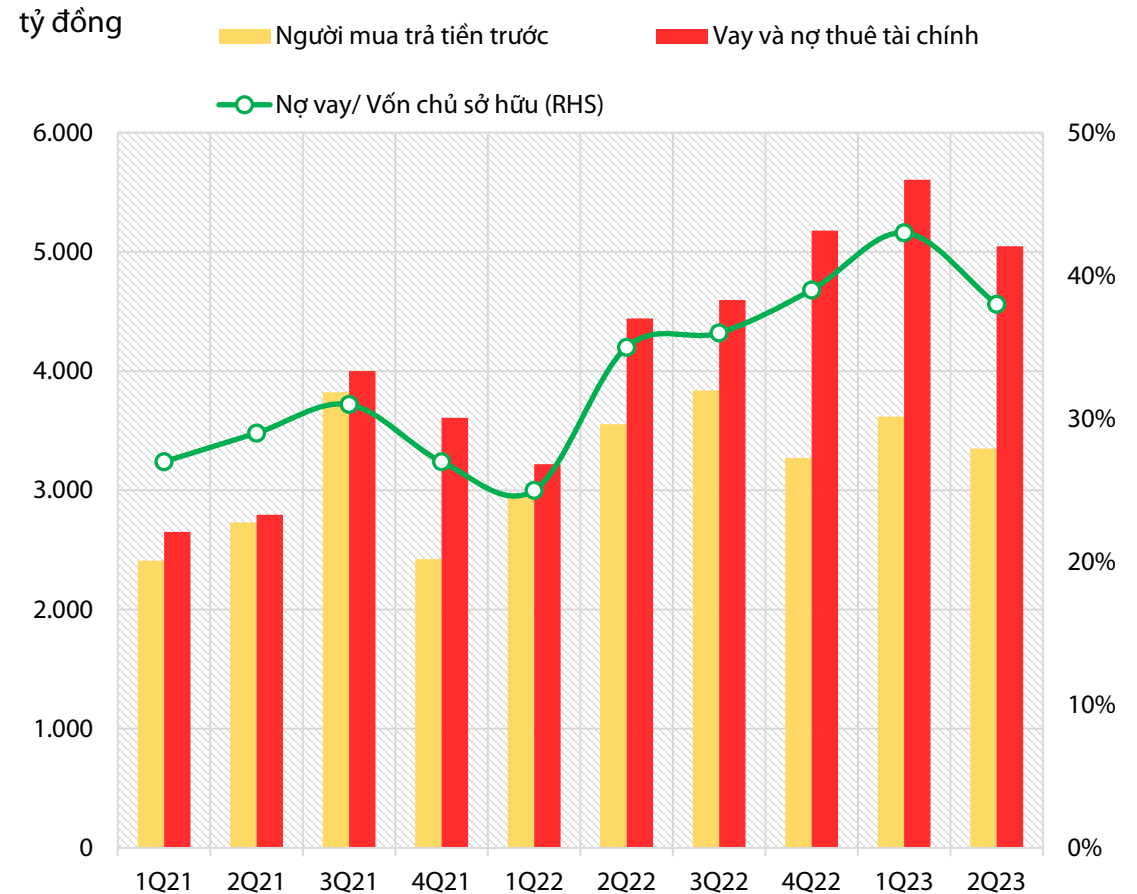
**Hình 1: Doanh thu và biên LN Gộp của NLG giai đoạn 2021-2023**



**Hình 2: Doanh số bán hàng của NLG giai đoạn 2021-2023**



**Hình 3: Nguồn vốn huy động của NLG giai đoạn 2021-2023**



Nguồn: NLG, CTCK Rông Việt



**Hình 4: NLG sẽ tập trung bàn giao sản phẩm tại Mizuki Park và Izumi trong 2H2023**

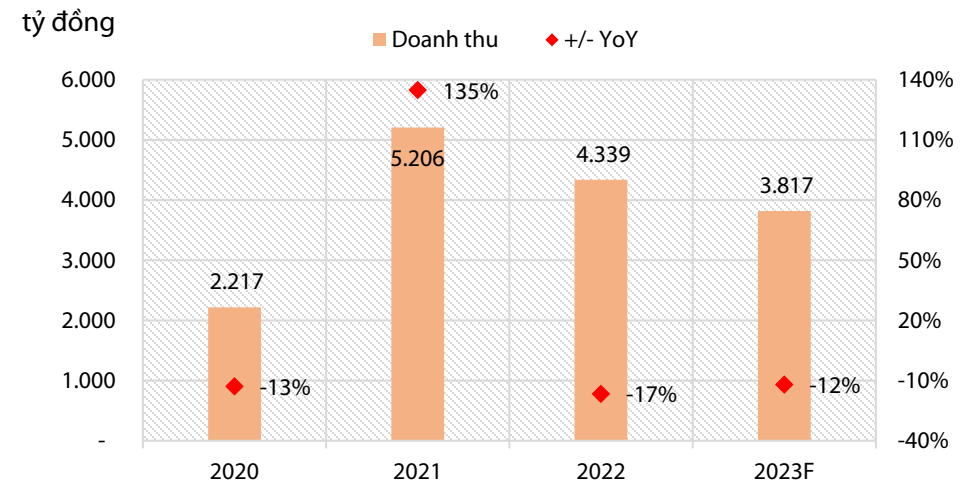


*Mizuki Park – bàn giao phân khu Flora Panorama & the Mizuki*

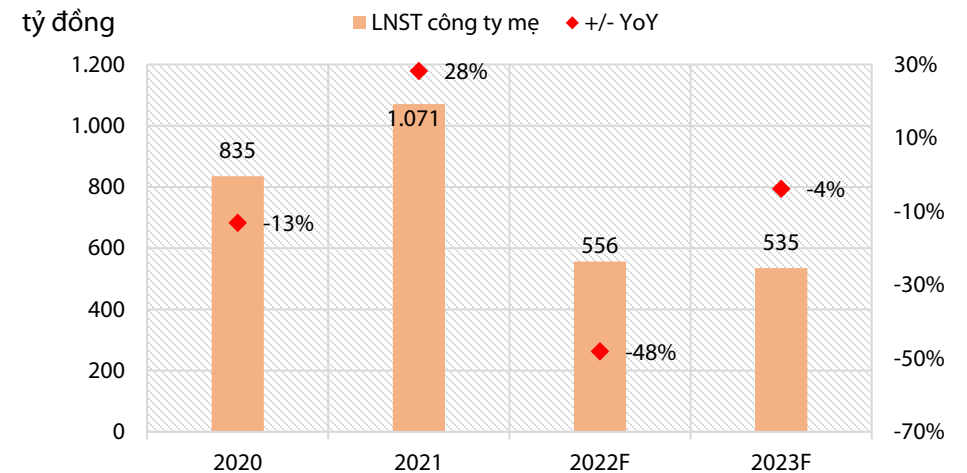


*Izumi - bàn giao giai đoạn 1A1*

**Hình 5: Doanh thu NLG giai đoạn 2020-2023**



**Hình 6: LNST của NLG giai đoạn 2020-2023**



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

**Hình 7: Dự án The Southgate với kế hoạch bán hàng 2023-2024 – cung cấp sản phẩm đa dạng, với Trung tâm thương mại là điểm nhấn chính.**



**1 The Pearl**

- ~160 căn thấp tầng cho phân khúc cao cấp
- Mở bán từ quý 4/2023

**2 The Park village**

- ~96 căn thấp tầng cho phân khúc cao cấp
- Sản phẩm điện hình: Biệt thự sinh thái
- Mở bán từ 2H23

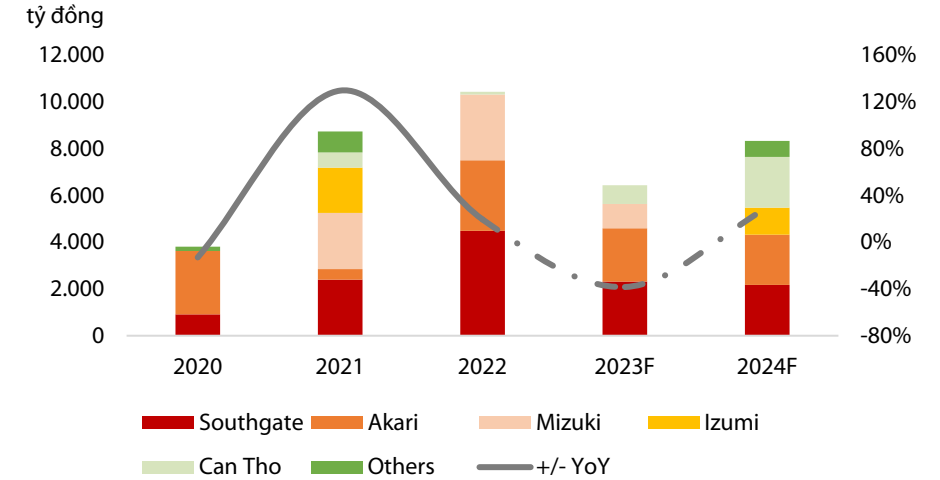
**3 Trung tâm thương mại**

- Khởi công từ quý 4/2023
- Đã tìm được đối tác cho thuê

**4 Ehome**

- ~755 căn hộ cho khách hàng phân khúc trung cấp (đợt 2B và đợt 3)
- Mở bán từ 2H23

**Hình 8: Giá trị bán hàng giai đoạn 2020-2024F – Kỳ vọng phục hồi trong năm 2024**



**Hình 9: Hiện trạng The Akari – giai đoạn 2 – mang lại doanh số bán hàng ổn định cho giai đoạn 2023-2024**



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

**TRUNG LẬP: -12%**

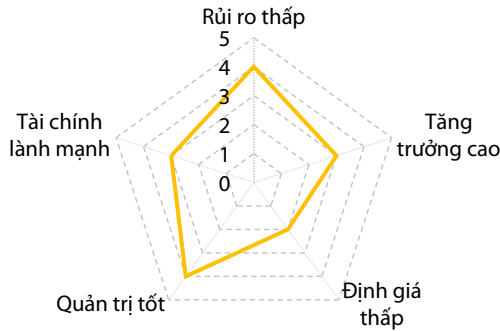
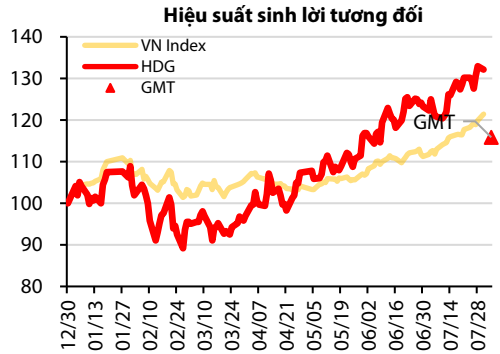
**GTT: 33.200**

**GMT: 29.100**

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

**2022A 2023E 2024F**



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.029
SLCPĐLH (triệu CP)	306
KLGDĐBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.544
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	46
SH NĐTNN còn lại (%)	25,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17,32 - 45,52

Doanh thu (tỷ đồng)	3.581	2.996	3.400
LNST CĐCTM (tỷ đồng)	1.096	959	1.171
ROA (%)	9,0	7,4	9,0
ROE (%)	22,8	16,0	17,1
EPS (VND)	4.376	3.065	3.740
Giá trị sổ sách (VND)	21.681	19.410	22.588
Cổ tức (VND)	0	0	0
P/E (x)	6,6	9,5	7,8
P/B (x)	1,3	1,5	1,3

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Các nhà máy thủy điện gặp khó khăn

- HDG đang sở hữu 8 nhà máy điện với tổng công suất 462 MW, tất cả đều đã hoạt động với công suất tối đa kể từ quý 3/2022. Do đó, tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới sẽ không còn nhiều.
- Trong 1H23, sản lượng điện tích lũy đạt 552,3 triệu Kwh (-12%YoY). Với khả năng cao hiện tượng El Nino có thể kéo dài đến 1Q2024, chúng tôi cho rằng sản lượng của các nhà máy thủy điện sẽ giảm ~20%. Do đó, sản lượng năm 2023 có thể đạt 1.517 triệu Kwh (-8%YoY) và doanh thu đạt 1.943 tỷ đồng (82 triệu USD, -8%YoY).
- Trong giai đoạn 2023F-2025F, theo kế hoạch, HDG dự kiến sẽ đầu tư thêm 5 nhà máy điện tái tạo nâng tổng công suất dự kiến lên 959 MW vào năm 2025. Tuy nhiên, những dự án mới này vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu và có thể bị trì hoãn do tình trạng dư thừa điện tái tạo hiện tại.

### Phân khúc nhà ở: Tập trung vào Charm Villas, trong khi thiếu dự án mới

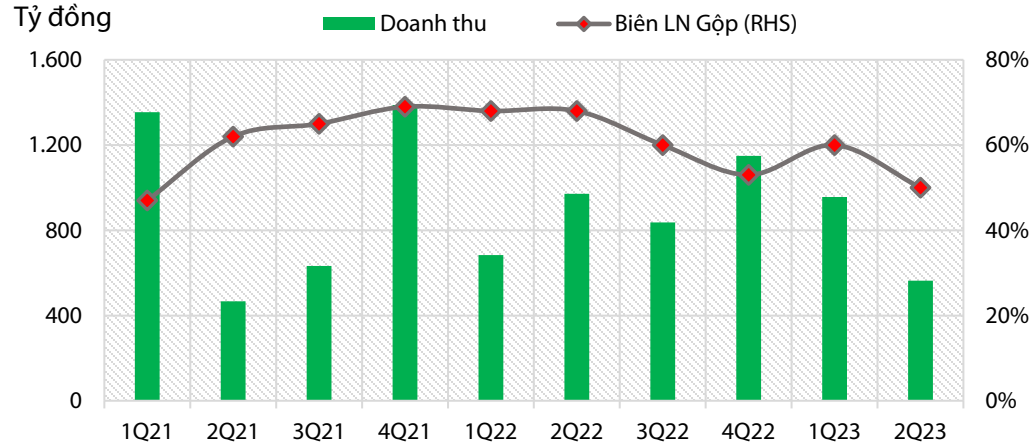
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng HDG có thể bàn giao 50 căn hộ và ghi nhận doanh thu khoảng 750 tỷ đồng (31,7 triệu USD, -32%YoY). Đồng thời, kế hoạch mở bán đợt 3 vào cuối quý 3/2023 với giá trị bán hàng dự kiến là 570 tỷ đồng.
- Hai dự án chủ chốt Green Lane và Minh Long dự kiến mở bán từ 2Q24, trễ hơn 2 quý so với kế hoạch do vướng mắc pháp lý.

## RỦI RO

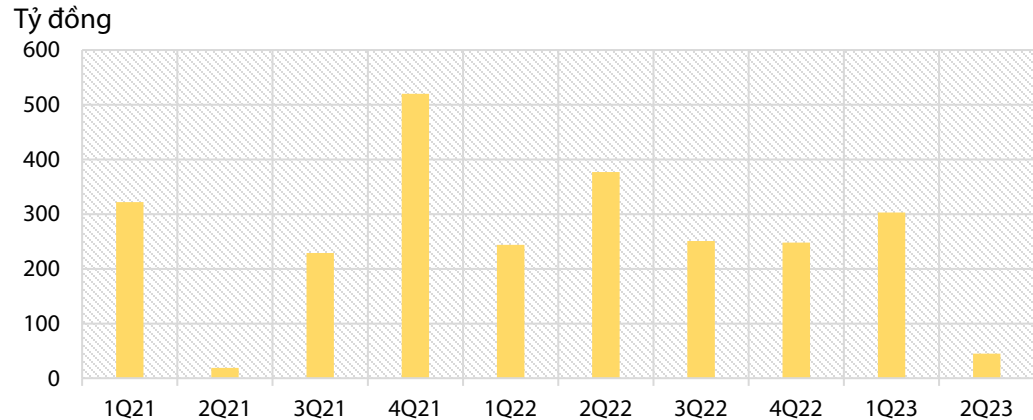
Các dự án Bất động sản chậm triển khai sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu và lợi nhuận trong những năm tiếp theo.

- Trong nửa đầu 2023, HDG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận suy giảm do: 1/ Tình hình thủy văn khiến sản lượng điện suy giảm, 2/ Các sản phẩm thấp tầng tài dự án Charm Villas giai đoạn 02 bàn giao chậm hơn dự kiến, do đây là các sản phẩm có mức giá cao.
- Nhờ dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng, công ty đang giảm dần dư nợ vay. Tuy nhiên tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu vẫn đang ở mức cao (82% trong quý 2/23) có thể làm chậm kế hoạch mở rộng quỹ đất và đầu tư thêm các dự án năng lượng tái tạo. Thiếu dự án mở bán mới cũng khiến số dư người mua trả tiền trước giảm mạnh từ quý 3/2022.

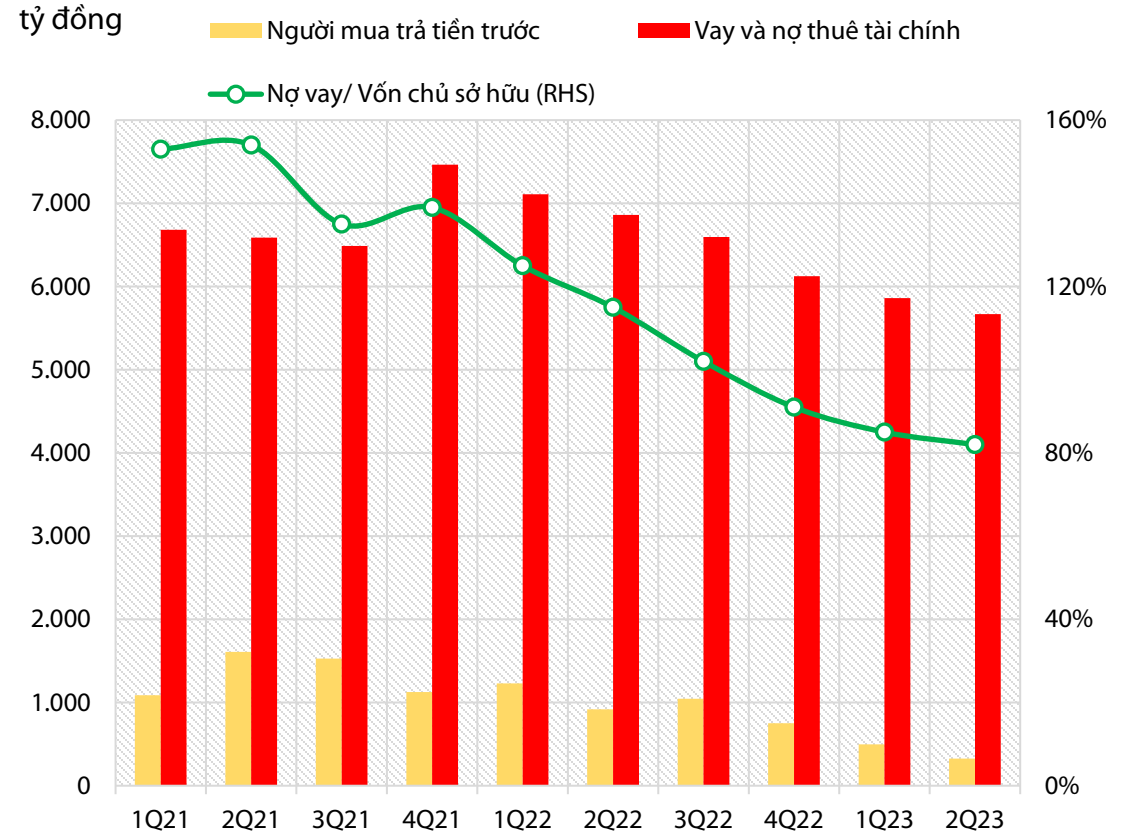
**Hình 1: Doanh thu và biên LN Gộp của HDG giai đoạn 2021-2023**



**Hình 2: LNST công ty mẹ của HDG giai đoạn 2021-2023**

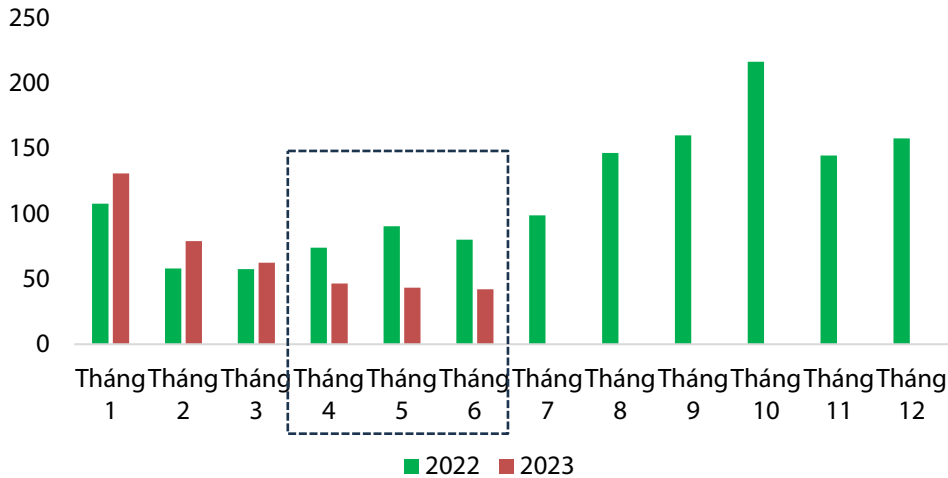


**Hình 3: Nguồn vốn huy động của HDG giai đoạn 2021-2023**

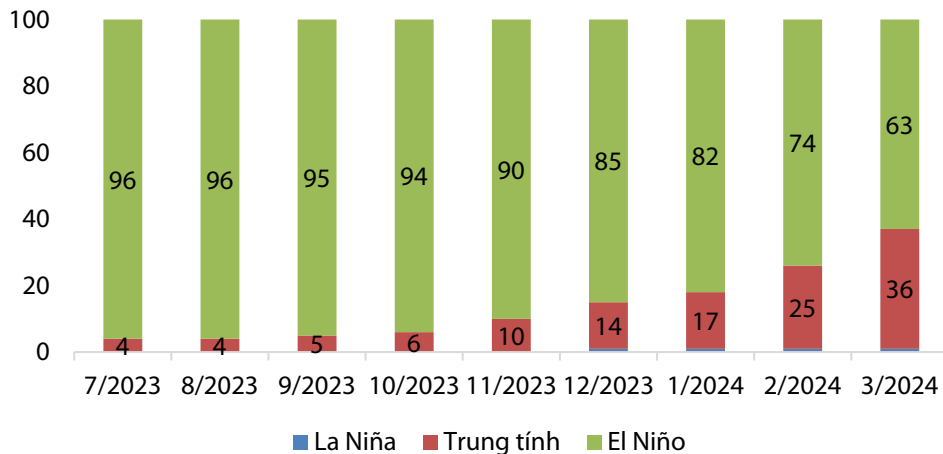


Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Sản lượng các nhà máy thủy điện của HDG 2022-2023 (triệu Kwh) – ảnh hưởng tiêu cực từ El Nino**



**Hình 5: Dự báo ENSO (%) - Hiện tượng El Nino có thể kéo dài đến 1Q24**



**Bảng 1: Tổng hợp các dự án BĐS HDG sẽ triển khai trong 2023-2024**

Dự án	Diện tích (ha)	Kiểu	Vị trí	Hiện trạng
Charm Villas	30	Biệt thự/ Nhà phố/ Shophouse	Hoài Đức, Hà Nội	Giai đoạn 2 đang trong quá trình bàn giao. Giai đoạn 3 dự kiến mở bán trong 2H2023
Green Lane	2,3	Căn hộ	Quận 8, TP.HCM	'Đất sạch', chờ GPXD, dự kiến mở bán 2Q2024
Bảo Đại	8,9	Biệt thự/Khách sạn	Nha Trang, Khánh Hòa	'Đất sạch', chưa rõ giai đoạn tiếp theo
Minh Long	2,7	Nhà Phố/Căn Hộ	Thủ Đức, TP.HCM	Kế hoạch mở bán trong Q2/2024 Đang làm thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất sang thổ cư

**Hình 6: Phân khúc nhà ở – Tâm điểm dự án Charm Villas với việc bàn giao giai đoạn 2 và bán hàng giai đoạn 3 (3Q23)**



Nguồn: HDG, IRI, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

## KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**

**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Lê Tự Quốc Hưng**

**Analyst**

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Nguyễn Hà Trinh**

**Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Bùi Đặng Cát Khánh**

**Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Trần Hà Xuân Vũ**

**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Nguyễn Hồng Loan**

**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Bernard Lapointe**

**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Đỗ Thanh Tùng**

**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Đặng Chính**

**Analyst**

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

**Trần Thị Hà My**

**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Thị Ngọc An**

**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Cao Ngọc Quân**

**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

**Lê Kim Ngân**

**Analyst**

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

**Đỗ Thạch Lam**

**Senior Analyst**

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

**Trịnh Thị Thu Hoài**

**Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

**Trần Thị Ngọc Hà**

**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

