

Doanh số bán nhà dự kiến phục hồi nửa cuối năm 2024, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

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

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- Hầu hết các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC đều ghi nhận KQKD Q1/2024 kém tích cực do doanh số bán nhà thấp trong năm 2023, một năm đầy thách thức của thị trường BĐS. Chúng tôi dự báo xu hướng trên sẽ còn tiếp diễn trong Q2/2024.
- Đáng chú ý, giao dịch trên thị trường có phần cải thiện trong tháng 4-5/2024 nhờ vào việc mở bán thành công của các dự án từ các chủ đầu tư nước ngoài, HSC cũng kỳ vọng các doanh nghiệp trong nước cũng sẽ tiến hành mở bán trong nửa cuối năm 2024, góp phần cải thiện lợi nhuận từ năm 2025 trở đi.
- Trong số các công ty được khuyến nghị Mua vào, NLG là điểm sáng trong 6 tháng tới, nhờ vào các yếu tố nền tảng vững chắc và câu chuyện đầy tiềm năng từ việc thoái vốn tài sản thương mại. HSC cũng có góc nhìn tích cực đối với KDH và PDR, khi cả 2 đang có những bước chuẩn bị để ghi nhận tăng trưởng mạnh về lợi nhuận từ năm 2025.

KQKD Q1/2024 thể hiện rõ thách thức của thị trường trong năm 2023

Các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị đa phần ghi nhận KQKD Q1/2024 kém tích cực từ thị trường đầy thách thức trong năm 2023. NLG và NVL ghi nhận lỗ thuần lần lượt 77 tỷ đồng và 567 tỷ đồng, trong khi tổng lợi nhuận của DXG, PDR, KDH và VHM giảm 91,4% so với cùng kỳ xuống 1 nghìn tỷ đồng. KQKD dự báo sẽ tiếp tục kém khả quan trong 2 quý tới do việc ghi nhận lợi nhuận của thị trường BĐS thường chậm từ 8-12 tháng tính từ thời điểm ghi nhận doanh số bán nhà, vốn bị ảnh hưởng nặng nề từ cuộc khủng hoảng tín dụng năm 2023 (bắt đầu từ cuối năm 2022).

Doanh số bán nhà cải thiện trong nửa cuối năm 2024

Kết thúc năm 2023 ảm đạm và Q1/2024 trầm lắng (một phần do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết), nguồn cung tăng đáng kể trong tháng 4-5/2024 ở TP.HCM và Hà Nội, chủ yếu nhờ các công ty BĐS nước ngoài mở bán dự án mới. Những đợt mở bán này nhìn chung được thị trường đón nhận nồng nhiệt, thúc đẩy tâm lý thị trường. Đây có thể là dấu hiệu ban đầu cho sự đảo chiều tích cực về mặt nhu cầu của thị trường.

HSC duy trì quan điểm tích cực về sự phục hồi của thị trường, với kỳ vọng đà phục hồi sẽ tiếp diễn nhờ hoạt động mở bán dự án mới và ghi nhận doanh số trong năm 2024. Về doanh số bán nhà, chúng tôi dự báo NLG và PDR sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ trong năm nay, trong khi đó KDH cùng với Keppel Land (Singapore) cũng sẽ mở bán 200 căn hộ thấp tầng vào cuối năm 2024. Trái ngược với những điểm sáng trên, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà của Vinhomes sẽ giảm (từ mức nền cao trong năm 2023) và doanh số bán nhà của NVL và DXG cũng không quá đáng kể.

Nhìn chung, tổng doanh số bán nhà của các công ty trong danh sách khuyến nghị dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm nay. Tuy nhiên, sang năm 2025, con số này dự báo tăng trưởng 71,4% nhờ điều kiện thị trường được cải thiện mạnh.

Dự báo lợi nhuận tăng đáng kể từ năm 2025

Với việc thị trường phục hồi sau cuộc khủng hoảng tín dụng và dự kiến có nhiều dự án được mở bán trong nửa cuối năm 2024, HSC dự báo lợi nhuận của hầu hết các nhà phát triển BĐS sẽ tăng trở lại, với tổng lợi nhuận tăng trưởng 11,5% lên 29 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào lợi nhuận của Vinhomes. Tính bình quân – không bao gồm NVL, dự kiến sẽ ghi nhận lỗ trong thời gian dự báo – thì tổng lợi nhuận của các công ty BĐS dự báo sẽ tăng trưởng 53,2% trong năm 2025 (do doanh số bán nhà phục hồi trong năm 2024) và tăng 47,7% trong năm 2026.

Các lựa chọn hàng đầu của HSC

Trong các công ty được khuyến nghị Mua vào, NLG là điểm sáng trong 6 tháng tới nhờ các yếu tố nền tảng vững chắc và chất xúc tác tiềm năng từ việc thoái vốn tài sản thương mại. HSC ưa thích KDH và PDR vì cả 2 đều chuẩn bị ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh từ năm 2025.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/5.

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	16,850	Tăng tỷ trọng	-	19,300	-	14.5	106	57.4	1.15	1.13	-	-
KDH	35,700	Mua vào	-	45,200	-	26.6	38.8	22.9	2.03	1.88	0	1.40
NLG	44,400	Mua vào	-	53,300	-	20.0	30.4	22.6	1.79	1.72	2.25	2.25
NVL	14,150	Bán ra	-	9,400	-	(33.6)	N/a	N/a	0.75	0.80	-	-
PDR	25,400	Mua vào	-	32,886	-	29.5	44.5	26.7	2.08	1.93	0	0
VHM	39,450	Tăng tỷ trọng	-	47,500	-	20.4	7.09	6.58	0.85	0.75	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Những cải thiện gần đây dấu hiệu cho sự phục hồi

Các công ty phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị ghi nhận KQKD Q1/2024 kém tích cực do ảnh hưởng của doanh số bán nhà thấp trong năm 2023, một năm đầy thách thức của thị trường BĐS. HSC dự báo lợi nhuận sẽ tiếp tục thấp trong các tháng tới. Tuy nhiên, số lượng giao dịch cải thiện đáng kể trong những tháng gần đây, nhờ các nhà phát triển nước ngoài mở bán thành công dự án mới, báo hiệu cho sự chuyển biến tích cực về nhu cầu của thị trường. Chúng tôi tái khẳng định quan điểm tích cực về triển vọng của hoạt động mở bán và ghi nhận doanh số cho năm 2024. Đây sẽ là tiền đề cho tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 trở về sau. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu KDH, PDR và NLG nhờ vào yếu tố nền tảng vững chắc, trong đó NLG là cổ phiếu được HSC đánh giá cao nhất trong nửa cuối năm 2024.

KQKD Q1/2024 kém khả quan do thị trường khó khăn trong năm 2023

KQKD Q1/2024 kém tích cực của các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị tiếp tục phản ánh bối cảnh thị trường đầy thách thức trong năm 2023 với số lượng giao dịch rất thấp, dẫn đến doanh số bán nhà thấp. NLG và NVL ghi nhận lỗ lần lượt 77 tỷ đồng (so với lợi nhuận 7 tỷ đồng trong Q1/2023) và 567 tỷ đồng (tăng 50,4% so với cùng kỳ). Trong khi đó, tổng lợi nhuận của DXG, PDR, KDH và VHM chỉ khiêm tốn ở mức 1 nghìn tỷ đồng, giảm 91,4% so với cùng kỳ.

Bảng 1: Lợi nhuận thuần Q1/2024 (tỷ đồng), các doanh nghiệp phát triển BĐS HSC khuyến nghị

STT	Mã CK	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ	% đạt dự báo 2024 của HSC	2024 HSC dự báo	Ghi chú
1	NLG	7	(77)	-1197.9%	-13.7%	562	Thấp hơn dự báo
2	DXG	(95)	31	N/m	27.5%	114	Cao hơn dự báo
3	KDH	200	63	-68.3%	8.5%	745	Sát với dự báo
4	NVL	(377)	(567)	50.4%	41.0%	(1,384)	Sát với dự báo
5	PDR	24	53	117.8%	11.2%	467	Nhìn chung sát với dự báo
6	VHM	11,917	885	-92.6%	3.6%	24,683	Thấp hơn dự báo
	Tổng (*)	12,148	924	-92.4%	3.5%	26,457	

Ghi chú: (*) Ngoại trừ NLG và NVL do lỗ Q1/2024
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Chúng tôi dự báo KQKD sẽ tiếp tục kém khả quan trong 2 quý tới do việc ghi nhận lợi nhuận của thị trường BĐS thường chậm từ 8-12 tháng tính từ thời điểm ghi nhận doanh số bán nhà. Lưu ý, doanh số bán nhà bị ảnh hưởng nặng nề từ cuộc khủng hoảng tín dụng bất đầu từ Q3/2022. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán lợi nhuận sẽ phục hồi trong năm nay nhờ nhu cầu phục hồi khi lãi suất đang ở mức thấp và tâm lý thị trường cải thiện. Trong nửa đầu năm 2024, thị trường đã chứng kiến các đợt mở bán thành công của các chủ đầu tư nước ngoài, vốn là những doanh nghiệp có năng lực tài chính tốt, tối đa hóa lợi nhuận ở đầu ngọn sóng nhu cầu phục hồi. Chúng tôi dự báo các nhà phát triển trong nước cũng sẽ mở bán dự án mới trong nửa cuối năm 2024, tận dụng tỷ lệ hấp thụ được cải thiện rõ nét.

Mở bán: Doanh nghiệp trong nước dự kiến tiếp nối đà thành công của các doanh nghiệp nước ngoài vào nửa cuối năm

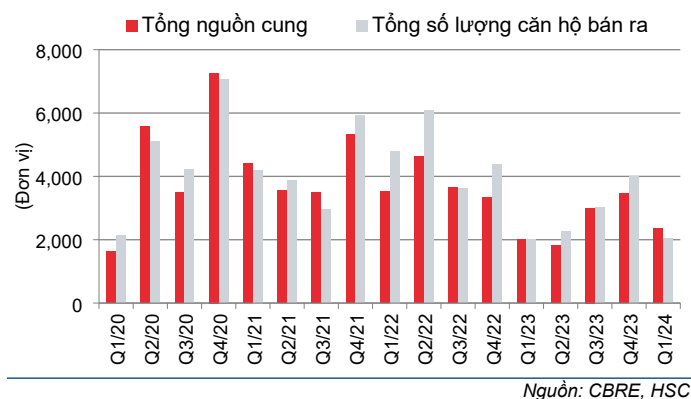
Như chúng tôi đã thảo luận trong báo cáo ngành trước đây [Sẵn sàng cất cánh: cập nhật về các dự án mở bán gần đây](#), các nhà phát triển BĐS nước ngoài đã tích cực mở bán trong tháng 4-5/2024. Capital Land (Singapore) đã mở bán khoảng 2.000 căn tại dự án Lumi Hà Nội trong tháng 4/2024. Số lượt đăng ký mua cao hơn số căn mở bán rất nhiều và 100% số căn hộ đã được bán ra, đánh dấu tỷ lệ hấp thụ cao kỷ lục. Sau khi mở bán thành công giai đoạn 1, dự án này đã nhận đặt chỗ cho hơn 800 căn hộ cho giai đoạn 2 (cụ thể là dự án Lumi Prestige).

Trong khi đó, tại khu vực phía Nam, Gamuda Land – nhà phát triển BĐS của Malaysia – sau một thời gian triển khai hoạt động tiếp thị, đã nhận đặt chỗ cho dự án Eaton Park tại số 94A đại lộ Mai Chí Thọ, Quận 2 sau khi dự án này chính thức ở bán gần đây. Theo kết quả khảo sát của chúng tôi, tỷ lệ hấp thụ của dự án ở mức khoảng 70%. Đây cũng là tín hiệu tích cực cho thấy nhu cầu phục hồi dù mức giá của dự án này tương đối cao so với Lumi tại Hà Nội, khoảng 106-130 triệu đồng/m².

Sau năm 2023 âm ảm và Q1/2024 trầm lắng do ảnh hưởng của tính thời vụ dịp nghỉ Tết (Biểu đồ 2-3), nguồn cung đã tăng đáng kể tại thị trường TP.HCM và Hà Nội khi bước vào tháng 4-5/2024. Việc mở bán của các nhà phát triển nước ngoài đã thúc đẩy thị trường tăng trưởng. Với sản phẩm được đón nhận nồng nhiệt, giúp tâm lý thị trường cải thiện, báo hiệu cho sự chuyển biến tích cực về nhu cầu.

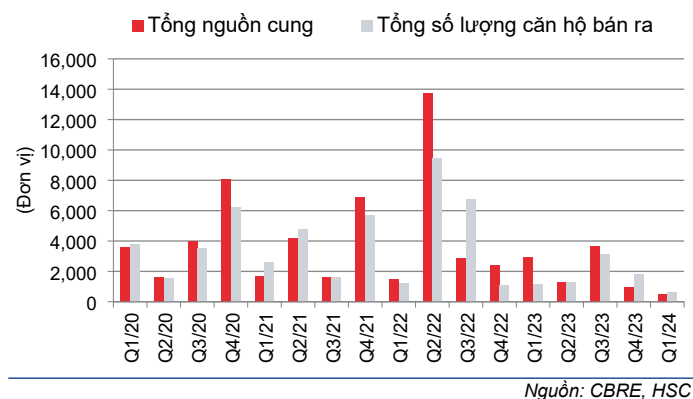
Biểu đồ 2: Thị trường căn hộ chung cư, Hà Nội

Trong Q1/2024, nguồn cung & số lượng căn hộ bán ra tăng lần lượt 17% & 1% so với cùng kỳ



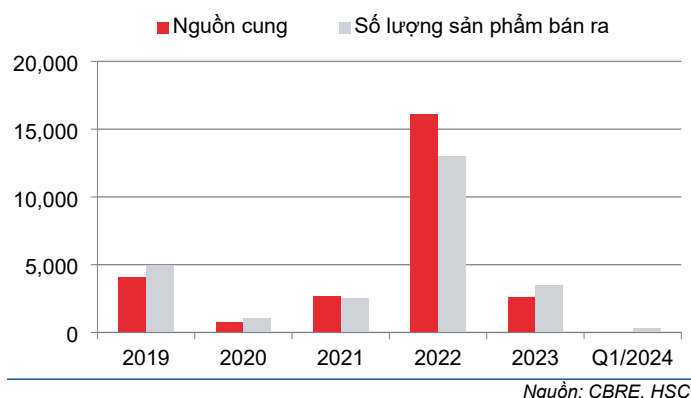
Biểu đồ 3: Thị trường căn hộ chung cư, TP.HCM

Trong Q1/2024, nguồn cung & số lượng căn hộ bán ra giảm lần lượt 83% & 47% so với cùng kỳ



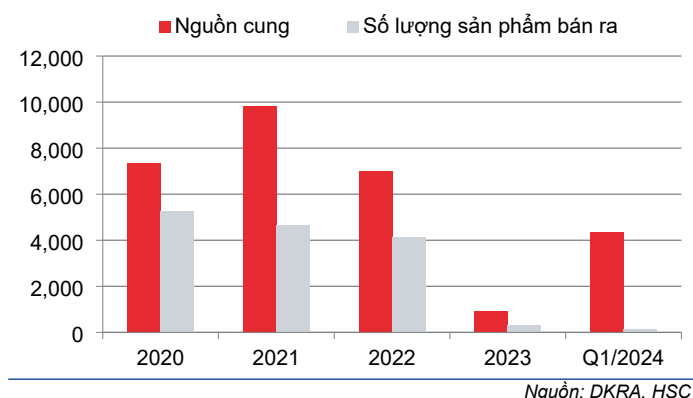
Biểu đồ 4: Thị trường BĐS nhà đất, Hà Nội

Trong Q1/2024, nguồn cung & số lượng sản phẩm bán ra giảm lần lượt 94% & 74% so với cùng kỳ



Biểu đồ 5: Thị trường BĐS nhà đất, TP.HCM & các tỉnh lân cận

Trong Q1/2024, nguồn cung & số lượng sản phẩm bán ra tăng đáng kể so với cùng kỳ



HSC duy trì quan điểm tích cực vào sự phục hồi của thị trường khi hoạt động mở bán và việc ghi nhận doanh số bán nhà sẽ tiếp nối đà tăng trưởng trong năm 2024. Hơn nữa, chúng tôi dự báo các nhà phát triển BĐS trong nước sẽ hoạt động tích cực hơn trong nửa cuối năm 2024. Điều này sẽ hỗ trợ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận cho năm 2025 và các năm tiếp theo.

Cập nhật doanh số bán nhà: Dự báo tăng mạnh nửa cuối năm 2024

HSC dự báo các công ty trong danh sách khuyến nghị sẽ gia tăng đáng kể hoạt động mở bán trong nửa cuối năm 2024 nhờ nhu cầu thị trường phục hồi. Cụ thể:

- Keppel Land hợp tác với Khang Điền dự kiến mở bán hơn 220 căn hộ thấp tầng tại dự án ở Quận 9, TP.HCM trong nửa cuối năm 2024.
- Doanh số bán nhà của NLG dự báo sẽ tăng 68,7% so với cùng kỳ lên 6,7 nghìn tỷ đồng nhờ bán các căn hộ còn lại tại dự án Akari City (TP.HCM) và Mizuki City (TPHCM), Southgate (Long An) và mở bán dự án mới Cần Thơ (đất nền và dự án căn hộ Ehomes).
- Trong khi đó, chúng tôi cũng kỳ vọng hoạt động mở bán của PDR sẽ phục hồi mạnh trong nửa cuối năm 2024 với việc ra mắt dự án Bình Dương Tower (Bình Dương),

Bắc Hà Thanh (Bình Định) và Cadia Quy Nhơn (Bình Định) với tổng doanh số bán nhà đạt 662 tỷ đồng (so với con số khá khiêm tốn của năm 2023).

- Ở chiều ngược lại, HSC có quan điểm thận trọng hơn nhiều khi dự báo doanh số bán nhà của DXG. Công ty đã có sự chậm trễ về mặt pháp lý và đối mặt với sự chỉ trích từ khách hàng do không thực hiện đúng cam kết. Do đó, chúng tôi phải điều chỉnh giảm đáng kể dự báo doanh số bán nhà của DXG cho năm 2024 xuống 280 tỷ đồng (so với con số khá khiêm tốn của năm 2023).
- Doanh số bán nhà năm 2024 của Vinhomes dự báo giảm 12,1% so với năm 2023 (sau điều chỉnh) xuống 61,1 nghìn tỷ đồng do không có hoạt động bán sỉ trong năm nay (năm 2023 doanh số bán sỉ đạt 44,6 nghìn tỷ đồng) và do VHM đang tập trung vào các sản phẩm thấp tầng có giá trị cao nên tốc độ phục hồi chậm hơn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành. Lưu ý, chúng tôi không dự báo hoạt động bán cổ phần tại các dự án của VHM trong năm 2024 (VHM ghi nhận khoảng 20 nghìn tỷ đồng từ việc bán cổ phần ở nhiều dự án khác nhau trong năm 2023).

Với khả năng hấp thụ tốt của các dự án Lumi, HSC cho rằng tâm lý thị trường có thể cải thiện nhanh hơn mong đợi, tạo động lực cho các nhà phát triển tiếp tục mở bán dự án của mình. Điều này có thể khiến doanh số bán nhà thực tế trong năm 2024-2025 cao hơn dự báo của chúng tôi.

Với tổng dự báo tổng doanh số bán nhà năm 2024 của các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị giảm nhẹ so với năm 2023, chúng tôi kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025, với mức tăng trưởng 71,4% đạt 132,5 nghìn tỷ đồng.

Bảng 6: Doanh số bán nhà thực tế và dự báo, các doanh nghiệp phát triển BĐS HSC khuyến nghị

HSC dự báo doanh số bán nhà sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 28,1%

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	CAGR 2023-2026
VHM	69,508 (*)	-45.8%	61,124	12.1%	91,985	50.5%	124,622	35.5%	12.7%
KDH	3,500	-43.7%	2,127	-39.2%	8,441	296.9%	10,827	28.3%	45.7%
NLG	3,977	-61.6%	6,708	68.7%	9,107	35.8%	12,409	36.3%	46.1%
DXG	37	-95.8%	280	656.8%	4,945	1666.1%	10,280	107.9%	552.5%
PDR*	-	-	662	N/m	3,054	361.3%	8,652	183.3%	N/m
NVL*	-	-	6,414	N/m	14,139	120.4%	19,221	35.9%	N/m
Tổng	77,022	-50.1%	77,315	-15.9%	132,477	71.4%	198,552	49.9%	28.1%

*Ghi chú: Không có dữ liệu doanh số bán nhà năm 2023 của PDR & NVL (tuy nhiên được cho là không đáng kể); HSC đã điều chỉnh doanh số bán nhà của Vinhomes trong năm 2023 để bao gồm doanh số bán sỉ (44,6 nghìn tỷ đồng) nhưng loại trừ giá trị cổ phần đã bán tại một số dự án (20 nghìn tỷ đồng)
Nguồn: HSC*

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận thuần, các doanh nghiệp phát triển BĐS HSC khuyến nghị

HSC ước tính lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025

Tỷ đồng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng
VHM	24,230	-26.5%	26,106	7.7%	28,169	7.9%
KDH	745	4.1%	1,280	71.8%	1,448	13.1%
NLG	562	16.1%	756	34.5%	673	-11.0%
DXG	114	-51.5%	211	85.1%	372	76.3%
NVL	(1,426)	-335.4%	(2,265)	58.8%	(2,313)	2.1%
PDR	467	-31.7%	779	66.8%	1,964	152.1%
Tổng	26,118	-25.6%	29,132	11.5%	32,626	12.0%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Cập nhật dự báo lợi nhuận: Phục hồi mạnh trong năm 2025

Với việc tác động từ cuộc khủng hoảng tín dụng lên thị trường BĐS giảm dần, và dự kiến có thêm hoạt động mở bán trong nửa cuối năm 2024, HSC dự báo lợi nhuận của hầu hết các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ phục hồi trong năm 2025, với tổng lợi nhuận tăng trưởng 11,5% đạt 29,1 nghìn tỷ đồng (ngoại trừ NVL dự kiến ghi nhận lỗ ngày càng trầm trọng do không có hoạt động phát triển dự án và gánh nặng chi phí tài chính lớn).

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chung bị ảnh hưởng chủ yếu do Vinhomes, khi Công ty dự kiến đóng góp 90% tổng lợi nhuận (của các công ty trong danh sách khuyến nghị) nhưng chỉ tăng trưởng 7,7%. Xem xét mức độ tăng trưởng theo cách khác, lợi nhuận bình quân năm 2025 của các công ty trong danh sách khuyến nghị sẽ

dự báo tăng trưởng 53,2% (loại trừ NVL), nhờ sự phục hồi doanh số bán nhà của một số công ty chủ chốt trong năm 2024). Trong năm 2026, tốc độ tăng trưởng tổng lợi nhuận vẫn ở mức cao 47,7%.

Định giá và khuyến nghị

HSC ưa thích cổ phiếu KDH, PDR và NLG nhờ các yếu tố nền tảng vững chắc, trong đó NLG là điểm sáng nhất trong 6 tháng tới. Ngược lại, chúng tôi dự báo NVL và DXG sẽ tiếp tục gặp khó khăn do doanh số bán nhà thấp, trong khi VHM có thể vẫn bị ảnh hưởng từ tình hình khó khăn vẫn còn tồn tại của công ty mẹ Vingroup (VIC; Nắm giữ, giá mục tiêu 46.300đ).

Bảng 8: So sánh định giá, các doanh nghiệp phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/giảm	RNAVPS dự phóng (đồng)	Chiết khấu so với RNAV dự phóng	Chiết khấu so với RNAV bình quân 3 năm	P/E 2024 (lần)	P/E 2025 (lần)
VHM	Tăng tỷ trọng	39,450	47,500	20.4%	86,200	54.2%	40.1%	6.9	6.5
KDH	Mua vào	35,700	45,200	26.5%	50,204	28.8%	31.7%	42.8	22.7
NLG	Mua vào	44,400	53,300	20.0%	59,100	24.8%	30.7%	29.4	28.2
DXG	Tăng tỷ trọng	16,850	19,300	14.5%	27,588	38.9%	38.3%	79.9	47.2
PDR	Mua vào	25,400	32,886	29.5%	36,500	30.4%	36.0%	48.5	25.4
NVL	Bán ra	14,150	9,500	-33.6%	15,831	10.6%	25.4%	N/m	N/m
Bình quân				13.0%		31.3%	33.7%	41.5	26.0
Bình quân loại trừ NVL				22.2%		35.5%	35.5%	41.5	26.0

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 29/5/2024
Nguồn: HSC

Các lựa chọn hàng đầu của HSC

NLG (Mua vào, giá mục tiêu 53.300đ): Các yếu tố nền tảng của NLG rất vững chắc, được thể hiện ở danh mục dự án đang triển khai – dự kiến tạo ra dòng tiền cao hơn và thúc đẩy KQKD trong 5 năm tới – và bảng CĐKT lành mạnh. NLG cũng là một trong số ít doanh nghiệp BĐS trả cổ tức tiền mặt ổn định hàng năm (lợi suất cổ tức 2,4%).

Đáng chú ý, đối với dự án Southgate, chúng tôi thấy NLG đang trong quá trình bán 8 ha đất thương mại cho đối tác. Hiện tại, hai bên đang tiến hành vòng đàm phán cuối và nếu không có gì thay đổi thì thương vụ có thể hoàn tất vào Q3/2024. Để thận trọng, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ ghi nhận khoản doanh thu từ thương vụ này trong năm 2025 do các thủ tục giấy tờ pháp lý liên quan có thể mất nhiều thời gian hơn dự kiến (ước tính khoảng 700 tỷ đồng, với tỷ suất lợi nhuận gộp trên mức 50%). Nhìn chung, lợi nhuận thuần và doanh thu dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt đạt 11,6% và 26%.

Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ 4% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch ở mức chiết khấu 24,8% so với ước tính RNAV, sát với với bình quân 3 năm ở mức 31%. Trong khi đó, cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 29,4 lần và 28,2 lần. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 53.300đ (giá định mức chiết khấu so với RNAV là 10%). Tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 20%.

Để có thêm thông tin, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp [Tăng 7,5% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Mua vào](#) do HSC phát hành ngày 15/5/2024.

KDH (Mua vào, giá mục tiêu 45.200đ): Mặc dù triển vọng lợi nhuận dự báo kém tích cực trong ngắn hạn, HSC cho rằng triển vọng trung và dài hạn vẫn vững chắc. Chúng tôi ưa thích KDH vì bảng CĐKT lành mạnh và chiến lược phát triển thận trọng. Công ty có thương hiệu rất mạnh và ít phụ thuộc vào vay nợ. Thị trường BĐS đầy hứa hẹn TP.HCM, nơi tập trung toàn bộ quỹ đất của KDH, đang có sự phục hồi mạnh hơn mức trung bình trong ngắn hạn. HSC dự báo nhu cầu sẽ phục hồi mạnh và duy trì trong thời gian dài nhờ sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu.

Thêm vào đó, kinh nghiệm trong việc xây dựng quỹ đất, tiến hành các thủ tục pháp lý, và bàn giao các sản phẩm chất lượng cao đã củng cố lợi thế cạnh tranh của KDH trong trung và dài hạn, tạo tiền đề để Công ty hưởng lợi khi trong trường hợp xuất hiện làn sóng sát nhập, nhất là trong bối cảnh các quy định pháp lý đang được kiểm soát chặt chẽ.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4,6% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 28,8% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 31,7%. Trong khi đó, cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 42,8 lần và 22,7 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 45.200đ (giả định mức chiết khấu so với RNAV là 10%). Tiềm năng tăng giá là 27%.

Để biết thêm thông tin, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp [Mở khóa quỹ đất đặc địa: khuyến nghị Mua vào](#) do HSC phát hành ngày 22/5/2024.

PDR (Mua vào, giá mục tiêu 32.886đ): PDR nổi bật trong những doanh nghiệp BĐS với cách Công ty vượt qua thời kỳ thắt chặt tín dụng. Bằng cách thanh lý tài sản và tái cơ cấu vốn & danh mục sản phẩm hợp lý, Công ty đã chuyển mình trở nên vững mạnh hơn. Chiến lược này đã giúp PDR sẵn sàng hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS.

HSC dự báo lợi nhuận của PDR trong năm 2024 sẽ giảm 31,8% sau quá trình tái cơ cấu vốn (cụ thể là thanh toán nợ trái phiếu) trong bối cảnh thị trường BĐS đang trong giai đoạn đầu phục hồi. Tuy nhiên, điều này không đáng lo ngại vì triển vọng lợi nhuận dự kiến sẽ rất tích cực trong năm 2025-2026 nhờ doanh số bán nhà cao tại các dự án Bắc Hà Thanh, Bình Dương Tower và Cadia Quy Nhơn. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 42,1%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 2 tuần qua, PDR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 3,6 lần. Cổ phiếu cũng đang có mức chiết khấu 30% so với RNAV dự phóng (thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 36%). Chúng tôi khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 32.886đ (giả định mức chiết khấu so với RNAV là 10%). Tiềm năng tăng giá là 29,5%.

Để biết thêm thông tin, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp [Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi thị trường điều chỉnh](#) do HSC phát hành ngày 17/5/2024.

VHM (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 47.500đ): VHM là nhà phát triển BĐS lớn nhất Việt Nam xét về số lượng căn hộ được bán ra và quỹ đất. Công ty hiện là nhà phát triển chính của một số dự án lớn như Vinhomes Ocean Park 1, 2 và 3, Vinhomes Smart City, Vinhomes Grand Park và Vinhomes Vũ Yên. Tại những dự án này, công ty phát triển và bán căn hộ cả trực tiếp cho thị trường sơ cấp cũng như bán sỉ cho các nhà phát triển thứ cấp.

Tính đến Q1/2024, dư nợ thuần của Vinhomes tăng 31% so với đầu năm và tăng 63% so với cùng kỳ lên 50,7 nghìn tỷ đồng, dẫn đến tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH tăng lên 26% từ mức 21% cuối năm 2023 và 19% cuối Q1/2023. Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy số dư thuần với các bên liên quan (dưới các dạng tài khoản bao gồm các khoản phải thu, tài sản khác, khoản vay, v.v.) tiếp tục tăng 7,2% so với đầu năm và 18,4% so với cùng kỳ lên 112 nghìn tỷ đồng.

Theo VHM, số dư với các bên liên quan chủ yếu là tiền đặt cọc cho việc hợp tác phát triển dự án và chuyển nhượng tài sản. Tuy nhiên, do số dư không ngừng tăng trong một khoảng thời gian và không có thông tin cụ thể về những dự án đang hợp tác, HSC tỏ ra lo ngại. Ngoài ra, rủi ro tiềm ẩn cao về dòng tiền liên quan đến công ty mẹ khiến chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng, VHM được định giá rẻ và đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,2% so với RNAV, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 40,1%. HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 47.500đ 886đ (giả định mức chiết khấu so với RNAV là 45%). Tiềm năng tăng giá là 20%.

Để có thêm thông tin, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp [Ha khuyến nghị từ Mua xuống Tăng tỷ trọng do rủi ro gia tăng](#) được HSC phát hành vào ngày 27/5.

DXG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.300đ): DXG là công ty phát triển BĐS tầm trung trên thị trường. Công ty mở rộng HĐKD trong mảng môi giới và đang nắm giữ 60,3% cổ phần công ty môi giới DXS (Mua vào, giá mục tiêu 8.900đ). Công ty đã phải vật lộn với khó khăn tài chính trong thời gian qua do không ghi nhận doanh số bán nhà và gánh nặng chi phí lãi vay cao từ phát hành trái phiếu. Trong khi đó, các dự án trọng điểm bao gồm Gem Sky World và Đất Xanh Home Riverside tiếp tục đối mặt với sự

chỉ trích từ khách hàng do các vấn đề pháp lý. Việc này có thể khiến việc tái mở bán dự án chậm hơn nữa (các dự án này đã được mở bán trong năm 2018 và 2019 nhưng sau đó đã bị đình chỉ do liên quan đến vấn đề pháp lý).

Bất chấp những lo ngại liên quan đến khả năng thực thi và quản trị doanh nghiệp của DXG, HSC vẫn nhận thấy Công ty có thể hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS và khuôn khổ pháp lý được củng cố.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 38,9% so với RNAV, sát với mức trung bình 3 năm là 38,2%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 19.300đ (giá định mức chiết khấu so với RNAV là 30%). Tiềm năng tăng giá là 14,5%.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp [nghiệp Lùi thời điểm mở bán DXHR sang năm 2025; giảm giá mục tiêu](#) do HSC phát hành vào ngày 17/5/2024.

NVL (Bán ra, giá mục tiêu 9.500đ): Trong năm 2023, NVL tập trung đàm phán với các bên liên quan để kéo dài thời gian thanh toán và gia hạn đối với trái phiếu đến kỳ đáo hạn. Mặc dù Công ty có nỗ lực tái cấu trúc nhưng hầu như không có nguồn tài trợ vốn mới trong khi lượng trái phiếu sắp đáo hạn vẫn còn đáng kể. Kế hoạch chào bán riêng lẻ gần như dậm chân tại chỗ, không có quá nhiều tiến triển, trong khi tình trạng mất khả năng thanh toán đang khiến việc vay vốn ngân hàng trở nên khó khăn hơn. Thêm vào đó, do các vấn đề pháp lý, HSC chưa nhận thấy có thương vụ thoái vốn tài sản lớn nào có thể mang lại dòng tiền đáng kể. Chúng tôi cũng có đến thăm một số dự án của NVL và quan sát thấy không có hoạt động xây dựng tích cực nào đang diễn ra. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy rằng các rủi ro của NVL vẫn chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 3 tháng qua do thị trường điều chỉnh và phản ánh tình hình tài chính khó khăn của Công ty, NVL đang giao dịch với chiết khấu 10,6% so với ước tính RNAV/cp (giảm 21% so với ước tính trước đó), thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 25,4%. HSC duy trì khuyến nghị Bán ra với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 9.500đ (mức chiết khấu giá định so với RNAV là 40%). Rủi ro giảm giá là 3%.

Để biết thêm thông tin, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp [Triển vọng tiếp tục khó khăn; giảm 22% giá mục tiêu](#) do HSC phát hành vào ngày 31/5/2024.

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, TP HCM
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