

Bất động sản nhà ở

Đừng chỉ nhìn vào mỗi Vinhomes

Lỗ không có gì bất ngờ; VHM vẫn đứng vững trong 2023F

Một số công ty đã báo lỗ và công bố mức tăng trưởng lợi nhuận rỗng âm trong Q1/23. Tuy nhiên, LNST gộp Q1/23 của 27 công ty BĐS nhà ở niêm yết đã tăng trưởng vượt bậc với doanh thu tăng trưởng 69,2% n/n và tăng trưởng lợi nhuận ròng 63% n/n. VHM là vị cứu tinh của ngành với mức tăng trưởng DT/LNST đạt 228,3% n/n (doanh thu 29,3 nghìn tỷ đồng) và 152,3% n/n (lãi ròng 11,9 nghìn tỷ đồng). Mặc dù năm 2022 không mấy khả quan với mức tăng trưởng doanh thu -22,5% n/n và lợi nhuận ròng giảm 28,1% n/n, kế hoạch cho năm 2023 vẫn ảm đạm: lợi nhuận đi ngang ở mức 5,1% n/n (VHM: 30 nghìn tỷ đồng, +3% n/n)

Chỉ có bảng CĐKT của NVL đáng lo ngại

Dư nợ cho vay vẫn không thay đổi, trong khi dư nợ trái phiếu giảm 13,3% so với đầu năm nhờ hoạt động mua lại và thanh toán đến hạn của DIG, NVL, PDR và AGG. Về khoản nợ đến hạn tính đến cuối Q1/23, các chủ đầu tư niêm yết phải trả khoảng 37 nghìn tỷ đồng, không đổi so với cuối Q4/22. Trong đó, khoảng 28,9 nghìn tỷ đồng (-3,7% so với đầu năm) trái phiếu doanh nghiệp cần được thanh toán trong 12 tháng tới. Áp lực đè lên NVL với 20,8 nghìn tỷ đồng trái phiếu. Về hàng tồn kho bao gồm cả xây dựng cơ bản dở dang, có khoảng 360,7 tỷ đồng hàng tồn kho tính đến cuối Q1/23 và NVL có số dư hàng tồn kho ngày càng tăng.

2Q23F có thể hỗn loạn nhưng đầy kỳ vọng

Bước vào mùa các chiến dịch marketing hoặc sự kiện bán hàng trong Q2/23, chúng tôi không cho rằng thị trường có thể sôi động như thường lệ. Q2/23 có thể chứng kiến khoản thanh toán trái phiếu BĐS đến hạn lên tới 40-45 nghìn tỷ đồng, cao hơn so với mức 23 nghìn tỷ đồng trong Q1/23, và ngày càng nhiều tổ chức phát hành trái phiếu có thể yêu cầu gia hạn. Điều này có thể giải tỏa những lời nói dối về bối cảnh phát hành trái phiếu. Nghị định 08 và Thông tư 02 mới sửa đổi về phát hành trái phiếu doanh nghiệp có thể thúc đẩy việc đăng ký mua trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lãi suất trái phiếu có thể cao hơn 3-4% đpt so với mức trung bình vào năm 2022 (11-13%) để bù đắp cho niềm tin đã bị phá vỡ của người mua trái phiếu.

Trung lập cho 2023F; giải quyết vấn đề cấp phép có tác dụng

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với phân khúc nhà ở tại Việt Nam do các vấn đề gốc rễ vẫn chưa được giải quyết triệt để bao gồm lãi suất cho vay mua nhà đất đỏ, sức mua của người mua nhà suy giảm.

Các giải pháp tăng cường gần đây và lời kêu gọi của Thủ tướng nhằm giải quyết các nút thắt trong việc cấp phép có thể báo hiệu hy vọng đối với từ các nhà phát triển. Chúng tôi mong rằng ngày càng có nhiều bất động sản nhà ở có thể huy động vốn và tung ra thị trường. Bất chấp một số khó khăn ngày càng lớn, nhiều chủ đầu tư với chiến lược linh hoạt trong bán hàng kết hợp với bảng CĐKT vững chắc có thể vượt qua cơn bão một cách suôn sẻ.

Trung lập (Duy trì)

Công ty	Xếp hạng	Giá mục tiêu (VND)
Vinhomes	MUA	93,615
Khang Điền	MUA	37,500
Nam Long	MUA	45,300

Phòng Phân Tích

researchdept@kisvn.vn

Một số tiếp tục lỗ nhưng VHM lại dẫn đầu toàn diện

Báo cáo lợi nhuận hàng quý về BĐS nhà ở nhằm theo dõi xu hướng tăng trưởng lợi nhuận của các công ty BĐS nhà ở niêm yết tại Việt Nam. Thông thường quý 1 là mùa thấp điểm. Dựa trên thu thập của chúng tôi, đã tăng trưởng doanh thu trong Q1/23 của 27 công ty niêm yết là 69,2% n/n nhưng -30% q/q. Hai quý vừa qua biến động ở mức -27,1% n/n/118,7% n/n trong 1Q22/1Q21. LNST tăng vọt 63% n/n và 24,7% q/q trong Q1/23 so với -44,0% n/n/-40,5% q/q trong Q4/22.

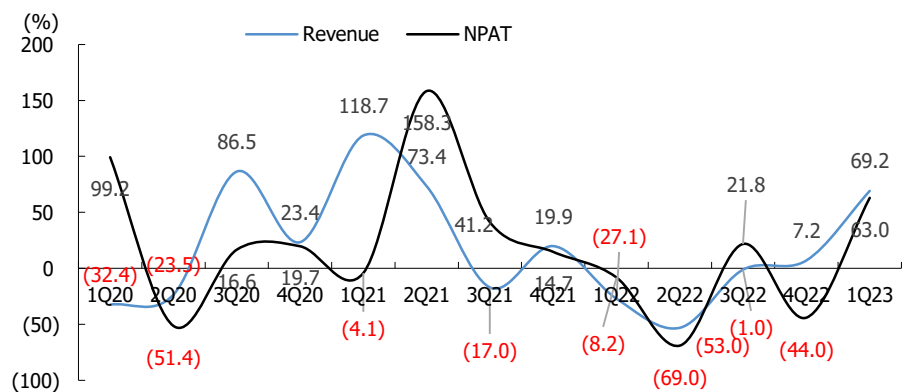
Tăng trưởng lợi nhuận của toàn ngành trong Q1/22 tăng vượt bậc nhờ vào VHM.

Bảng 1. KQKD gộp: Tăng trưởng Q1/23 nghiêng về VHM

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	Q/Q	N/N
Doanh thu	20,851.5	20,421.9	31,505.1	50,406.8	35,283.5	(30.0)	69.2
Lợi nhuận HĐ	4,942.0	4,888.0	10,570.2	15,702.0	6,619.7	(57.8)	33.9
LNST	7,852.6	4,313.3	17,267.1	10,265.4	12,796.0	24.7	63.0

Nguồn: Fiinpro, KIS

Hình 1. Tăng trưởng doanh thu/lãi ròng n/n: Q1/23 quay trở lại vùng xanh

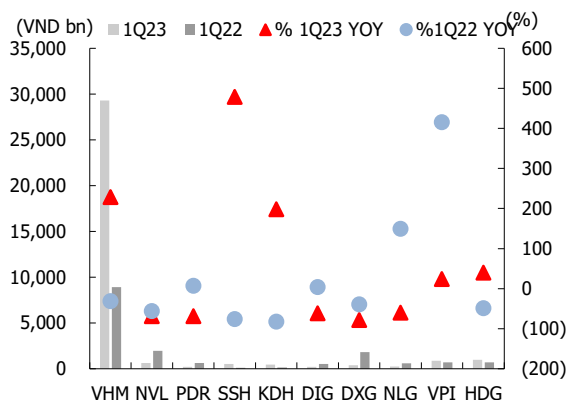


Nguồn: Fiinpro

Thị trường phân chia với một số công ty ghi nhận lỗ LNST trong Q1/23

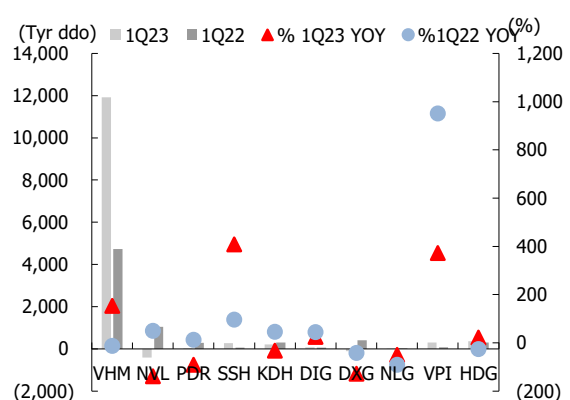
Xét về thành phần cấu thành, VHM dẫn đầu với DT/LNST cổ phiếu ở mức 83%/93,2%. Tăng trưởng doanh thu/LNST của VHM đóng góp vào mức tăng trưởng chung của ngành là 189,6% n/n/+141,9 n/n trong 1Q22. Ngoài trừ VHM, chúng tôi thấy doanh thu toàn ngành sụt giảm và lỗ LNST lan sang một số tên tuổi lớn như DXG, NVL, CRE, NRC. Không có gì bất ngờ về khoản lỗ vì Q1/23 là mùa thấp nhất của các sự kiện bán hàng và đặt doanh thu. Ngoài ra, khủng hoảng tín dụng vào năm 2022 và nhu cầu của người mua nhà giảm từ cuối năm 2022 đã kéo dài trong Q1/23.

Hình 2. Doanh thu: chỉ VHM trụ vững



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 3. Lợi nhuận ròng: VHM thay đổi cục diện



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Mùa ĐHCĐ bền bỉ cho VHM

Mặc dù tăng trưởng doanh thu -22,5% n/n và lợi nhuận ròng giảm 28,1% n/n trong 2022, nhưng 2023 cũng khá ảm đạm: lợi nhuận đi ngang 5,1% n/n trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng tốt là 49,6% n/n. Trong khi một số công ty vững chắc (VHM, KDH, NLG) thận trọng vào dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng thì những công ty nhỏ hơn có vẻ lạc quan (DIG, NBB HQC). Đáng chú ý, những công ty này đã không hoàn thành kế hoạch về lợi nhuận ròng năm 2022.

VHM một lần nữa thống trị định hướng tăng trưởng ổn định 2023

Bảng 2. Định hướng 2023: VHM vẫn là chất xúc tác lớn nhất (Tỷ đồng, %)

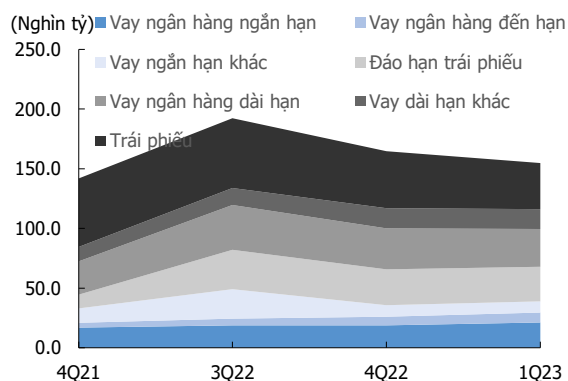
	Doanh thu			LNST		
	2023G	2022A	% N/N	2023G	2022A	% N/N
VHM	100,000	62,500	60.0	30,000	29,126	3.0
KDH	3,100	2,911	6.0	1,000	1,103	(9.0)
NLG	4,800	4,324	11.0	586	558	5.0
DXG	5,500	5,512	(0.2)	158	534	(70.4)
DIG	4,000	1,897	110.9	1120	191	485.2
SJS	1,145	572	100.0	256	141	82.0
NTL	700	391	79.0	240	107	125.0
NBB	800	466	72.0	21	7	189.0
LDG	1,448	276	424.0	4	4	0.0
SCR	540	900	(40.0)	16	64	(75.0)
VPI	2,200	2,152	2.2	500	492	1.6
KHG	1,060	1,426	(25.7)	480	442	8.6
HDC	1,770	1,298	36.4	488	420	16.2
CSC	1,025	1,731	(40.8)	152.5	363	(58.0)
NRC	200	194	3.0	50.0	(73)	
HQC	1,700	332	411.7	150	19	697.9
TOTAL	129,988	86,882	49.6	35,221	33,498	5.1

Nguồn: Fiinpro, KIS

NVL lại một lần nữa gây áp lực lên bảng CĐKT

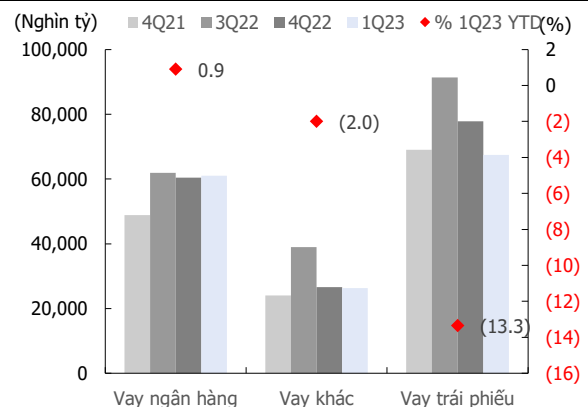
Chúng tôi phân tích sâu khoản vay ngân hàng, trái phiếu doanh nghiệp và khoản vay khác (người cho vay là nhà thầu, người thân của HĐQT...). Dư nợ ngân hàng không đổi, trong khi dư nợ trái phiếu giảm 13,3% so với đầu năm nhờ hoạt động mua lại của DIG, NVL, PDR và AGG. Về khoản nợ đến hạn tính đến cuối Q1/23, các chủ đầu tư phải trả khoảng 37 nghìn tỷ đồng, không đổi so với cuối Q4/22. Trong đó, khoảng 28,9 nghìn tỷ đồng (-3,7% svdn) trái phiếu đến hạn. Áp lực đè lên NVL với khoản trái phiếu 20,8 nghìn tỷ đồng.

Hình 6. Tổng nợ: Nợ đến hạn vẫn đang căng thẳng



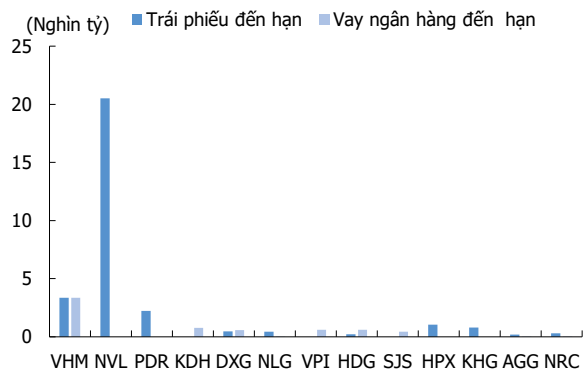
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 7. Tổng nợ: Trái phiếu giảm giá do mua lại



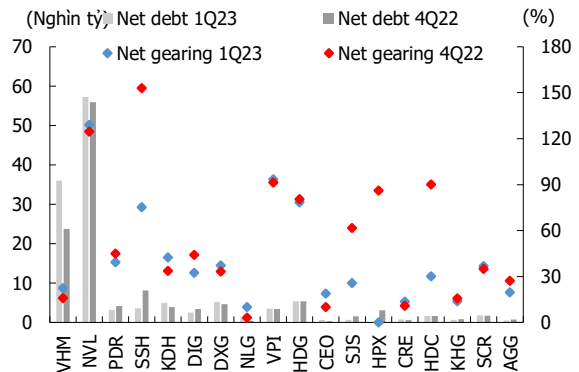
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 8. Nợ đến hạn: NVL vẫn chưa giải chấp cho trái chủ



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiipro

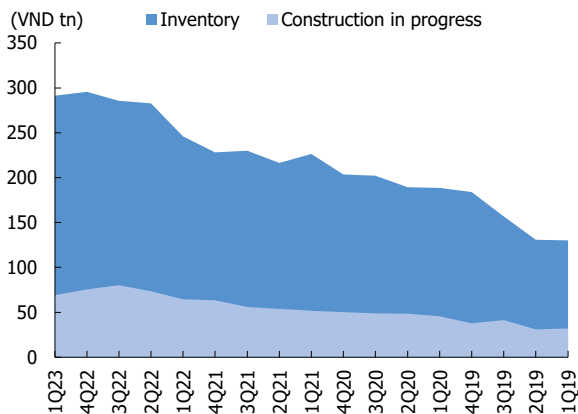
Hình 9. Đòn bẩy: một số giảm nhưng vẫn ở mức cao



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiipro

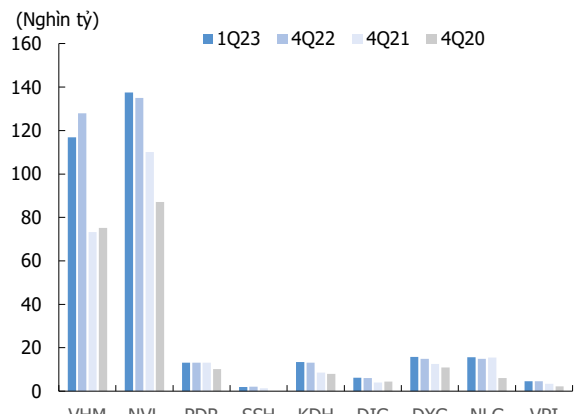
Về hàng tồn kho bao gồm cả xây dựng dở dang, có khoảng 360,7 tỷ đồng hàng tồn kho tính đến cuối Q1/23 và NVL có số dư hàng tồn kho ngày càng tăng. Vì hầu hết các nhà đầu tư đã dự trữ hàng tồn kho trong tối đa 2-3 năm do quy trình cấp phép kéo dài, nên khó có thể đánh giá mức tăng hàng tồn kho là điểm bất lợi. Ngay cả khi số dư hàng tồn kho tăng, khoản tạm ứng giảm xuống còn 93,7 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/23, phần lớn xuất phát từ việc VHM giảm tốc độ thanh toán tạm ứng.

Hình 10. Tồn kho: Tồn kho tăng mạnh



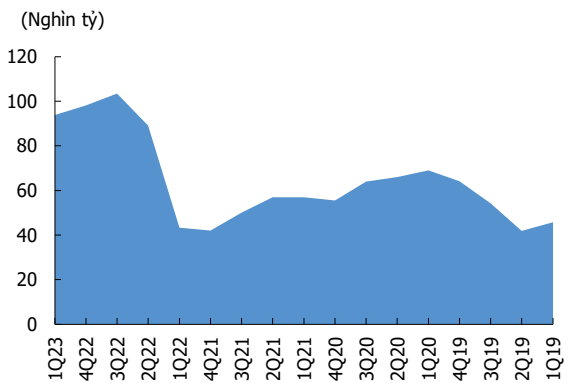
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiipro

Hình 11. Tồn kho: NVL tiếp tục tăng mạnh



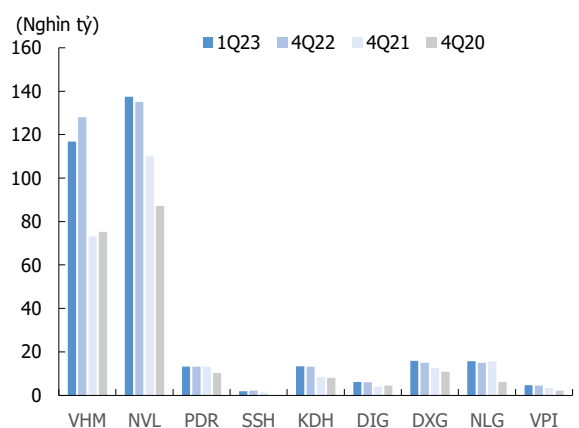
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiipro

Hình 12. Thanh toán trước: Mặc dù hàng tồn kho không thay đổi nhưng thanh toán trước đã giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiipro

Hình 13. Thanh toán trước: VHM và NVL tăng trưởng cao nhất



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiipro

Dự đoán cho Q2/23

Bước vào mùa các chiến dịch marketing hay sự kiện bán hàng trong Q2/23, chúng tôi không cho rằng thị trường có thể nóng lên hay sôi động hơn với nhiều hoạt động. Lãi suất thế chấp đất đỏ cũng có thể ảnh hưởng đến khả năng chi trả của người mua nhà. Chúng tôi tin rằng hầu hết các công ty phải dành nhiều thời gian và hỗ trợ hơn để thiết kế gói hỗ trợ lãi suất phù hợp hoặc tìm kiếm các ngân hàng có thể cung cấp gói cho vay cạnh tranh nhất để hỗ trợ người mua nhà

Q2/23 có thể chứng kiến lượng BĐS đến hạn thanh toán trái phiếu dồi dào lên tới 40-45 nghìn tỷ đồng trong đó Novaland phải thanh toán 8.700 tỷ đồng, Tập đoàn Sovico (6.400 tỷ đồng), Hưng Thịnh (2.300 tỷ đồng), Tập đoàn R&H (2.500 tỷ đồng). Nghị định 08 và Thông tư 02 mới sửa đổi về phát hành trái phiếu doanh nghiệp và đăng ký mua trái phiếu của các ngân hàng có thể tạo ra một chút tâm lý nhẹ nhõm cho các trái chủ nhờ nới lỏng các điều khoản về hoàn trả và người mua cá nhân chuyên nghiệp. Tuy nhiên, chừng đó là chưa đủ để lấp đầy sự tin tưởng đã mất của người mua. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất trái phiếu danh nghĩa có thể tăng 3-4% điểm phần trăm so với mức trung bình năm 2022 (11-13%) với các điều kiện phát hành thuận lợi hơn: phát hành trái phiếu niêm yết công khai và cam kết mua lại từ bên thứ ba. Việc nới lỏng lãi suất tiền gửi có thể thúc đẩy trái chủ (ngân hàng, công ty chứng khoán và các tổ chức chuyên nghiệp khác) tham gia. Nhìn chung, chúng tôi dự đoán bối cảnh phát hành trái phiếu sôi động hơn nhiều trong Q2-Q3/23.

Các giải pháp được tăng cường gần đây và lời kêu gọi của Thủ tướng để giải quyết các nút thắt pháp lý có thể báo hiệu hy vọng tăng lên từ các nhà đầu tư. Chúng tôi mong rằng ngày càng có nhiều BĐS nhà ở có thể hợp pháp để huy động vốn và tung ra thị trường. Do đó, khoản thanh toán trước có thể đóng vai trò là nguồn chính để mua lại trái phiếu, đặc biệt là NVL, DXG và PDR.

Dựa trên kỳ vọng về kết quả kinh doanh Q2/23 do quý này hoạt động không cao điểm trong suốt cả năm, chúng tôi vẫn dự đoán NLG có thể ghi nhận mức tăng trưởng tích cực n/n nhờ thu nhập tài chính từ dự án Đại Phước. Ngược lại, VHM có thể chứng lại sau đợt tăng vọt trong Q1/23.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chứng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 5/5/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 5/5/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. không phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Bất động sản nhà ở và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 5/52023 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..