

Bất động sản nhà ở

Điều kỳ diệu gọi tên VHM

Q1/23 đã tốt nhưng Q2/23 còn tuyệt vời hơn

Kết quả kinh doanh Q2/23 đúng như kỳ vọng (phần lớn công ty báo lỗ và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận âm trong 2Q23) ngoại trừ VHM với mức tăng trưởng DT/LNST đạt 624.8% n/n / 12.1% q/q (doanh thu 32.8 nghìn tỷ đồng). Cùng với đó, doanh thu từ đầu năm/LNST của 27 công ty BĐS nhà ở niêm yết đã tăng trưởng vượt bậc đạt 104% n/n / 18.1% q/q doanh thu và 163% n/n / -11.2% q/q lợi nhuận. Với tình hình kinh tế 2023 dự đoán không thuận lợi, kế hoạch cho năm 2023 vẫn âm đạm (VHM: 72.1%; SSH:161%; NLG: 27%).

Việc giãn nợ làm dịu áp lực của NVL

Dư nợ cho vay đã tăng 12.8% từ đầu năm, trong khi dư nợ trái phiếu giảm 17.8% so với đầu năm nhờ hoạt động mua lại và thanh toán đến hạn của VHM, SSH, NVL, PDR, và DXG. Về khoản nợ đến hạn tính đến cuối Q2/23, các chủ đầu tư niêm yết phải trả khoảng 24.8 nghìn tỷ đồng, giảm 33.5% so với đầu năm. Trong đó, khoảng 17.7 tỷ (-40.9% từ đầu năm đến nay) 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 368,1 tỷ đồng hàng tồn kho tính đến cuối Q2/23 và NVL có số dư hàng tồn kho ngày càng tăng.

Q2/23 làm tăng kỳ vọng trong Q3/23

Trái ngược với mùa thấp điểm các chiến dịch marketing hoặc sự kiện bán hàng trong Q2/23, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ đón nhận hàng loạt các sự kiện bao gồm các đợt mở bán mới của NLG, KDH và PDR. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng vào hoạt động đăng ký mua trái phiếu sẽ sôi nổi do đợt phát hành trái phiếu của VHM và VIC có giá trị 12 – 15 nghìn tỷ trong Q3/23. 2 điều vẫn còn giữ nguyên so với Q2/23 đối với nghĩa vụ trả nợ là: trái phiếu bất động sản đến hạn trả có thể đạt đến 57 – 60 nghìn tỷ trong Q3/23 và sẽ còn nhiều đơn vị phát hành trái phiếu không thể thực hiện cam kết dù đã hoãn trả nợ trái phiếu.

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

Điều chúng tôi cảm thấy nhẹ nhõm nằm ở lãi suất vay mua nhà đã giảm 0.5 đpt vào đầu Q3/23 và có thể giảm thêm 0.5 đpt vào cuối Q3/23. Việc nới lỏng lãi suất vay mua nhà có thể củng cố tỷ lệ hấp thụ của các đợt mở bán trong Q3/23. Các giải pháp tăng cường gần đây và lời kêu gọi của Thủ tướng giải quyết các nút thắt cấp phép có thể báo hiệu hy vọng ngày càng tăng từ các nhà phát triển. Dựa trên kết quả KQKD Q3/23, chúng tôi dự phóng LNST giảm n/n và q/q, chúng tôi không cho rằng VHM có thể duy trì đà tăng trưởng bùng nổ dù được bù đắp bằng sự tăng trưởng tích cực của NVL, DXG, NLG và DIG. Chúng tôi giữ quan điểm Trung lập do việc thanh toán trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa được giải quyết triệt để và tín hiệu nới lỏng quy trình cấp phép cần thời gian để thực thi.

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

Một lần nữa, bỏ qua lỗi và chú ý vào VHM thôi

Tăng trưởng lợi nhuận trong Q2/23 làm sẫm gáy mọi dự đoán

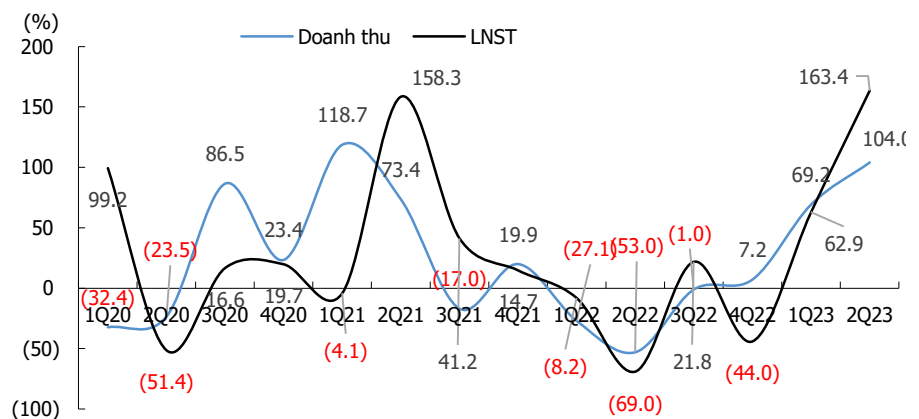
Báo cáo lợi nhuận hàng quý về BĐS nhà ở nhằm theo dõi xu hướng tăng trưởng lợi nhuận của các công ty BĐS nhà ở niêm yết tại Việt Nam. Thông thường quý 2 không phải là mùa cao điểm. Dựa trên thu thập của chúng tôi, đà tăng trưởng doanh thu trong Q1/23 của 27 công ty niêm yết là 104% n/n hay 18% q/q. LNST tăng vọt 163.4% n/n, -11.2% q/q trong Q2/23 dù cho sự tăng trưởng Q1/23.

Bảng 1. KQKD gộp: Tăng trưởng Q2/23 nghiêng về VHM

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
Doanh thu	47,034.8	20,851.5	20,421.9	31,505.1	50,406.8	35,283.8	41,657.5
Lợi nhuận HĐ	17,381.0	4,942.0	5,468.6	10,570.2	15,702.0	6,646.1	13,452.2
LNST	18,337.7	7,852.6	4,313.3	17,267.1	10,265.4	12,791.9	11,363.3

Nguồn: Fiinpro, KIS

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

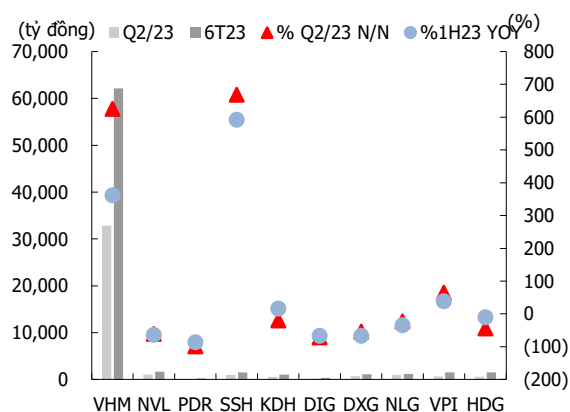


Nguồn: Fiinpro

Thị trường phân chia với một số công ty ghi nhận lỗ LNTT trong Q2/23

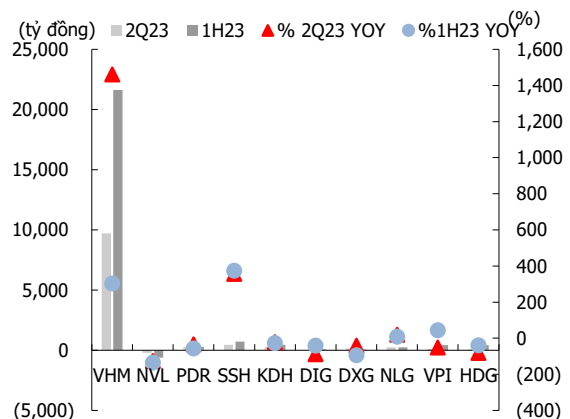
Xét về thành phần cấu thành, VHM dẫn đầu với DT/LNST cổ phiếu ở mức 78%/85,5%. Tăng trưởng DT/LNST của VHM đóng góp vào mức tăng trưởng chung của ngành là 492,4% n/n/+13.5x n/n trong Q2/22. Ngoài trừ VHM, chúng tôi thấy doanh thu toàn ngành sụt giảm và lỗ LNTT lan sang một số tên tuổi lớn như NVL, DRH, QCG và NRC. Không có gì bất ngờ về khoản lỗ vì Q2/23 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 sang Q2/23.

Hình 2. Doanh thu: VHM một lần nữa tăng trưởng thần tốc



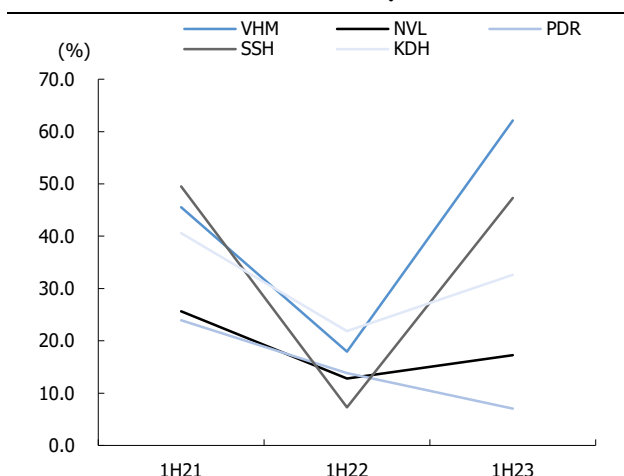
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

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



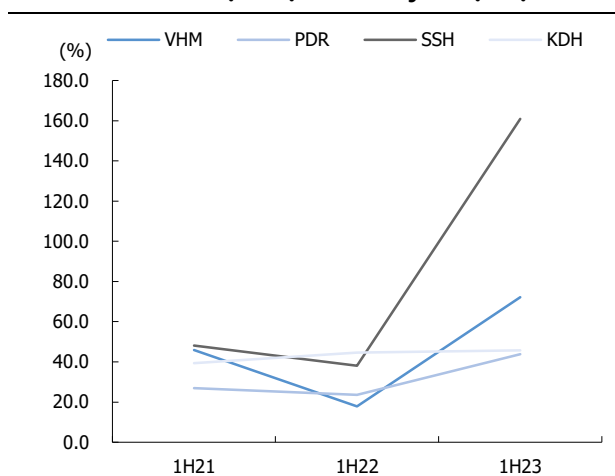
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 4. Hoàn thành doanh thu: VHM đạt đỉnh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 5. Hoàn thành lợi nhuận: VHM thay đổi cục diện



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

1H23 có vẻ lạc quan trên báo cáo lãi lỗ từ trên xuống dưới nhờ thu nhập tài chính từ việc bán hàng loạt của VHM trong 1Q23

Bảng 2. Tóm tắt 6T2023: Tăng trưởng lợi nhuận tài chính là điểm nhấn (Tỷ VND, %)

	1H23	1H22	1H21	%1H23 YOY	%1H22 YOY	% 1H21 YOY
Doanh Thu	76,941.3	41,273.4	72,021.4	86.4	(42.7)	88.9
Lợi nhuận gộp	26,783.4	17,882.7	38,987.9	49.8	(45.2)	152.1
Lợi nhuận HĐ	20,098.2	10,410.6	25,770.3	93.1	(59.6)	219.3
Lợi nhuận tài chính	17,915.8	9,439.1	6,784.3	89.8	39.1	(49.0)
Lợi nhuận khác	(635.1)	1,817.3	1,967.1	(134.9)	(7.6)	(265.5)
LNST	24,155.2	12,165.9	22,470.5	98.5	(45.9)	57.0

Nguồn: Fiinpro

Trong khi sự thay đổi của GM thay đổi từ danh mục sản phẩm, thì SGA đối với doanh số bán hàng lại tăng trưởng âm mặc dù doanh thu tăng trưởng khiêm tốn

Bảng 3. Tóm tắt Q2/23: Lợi nhuận gộp thu hẹp làm mờ lợi nhuận (Tỷ VND, dpt)

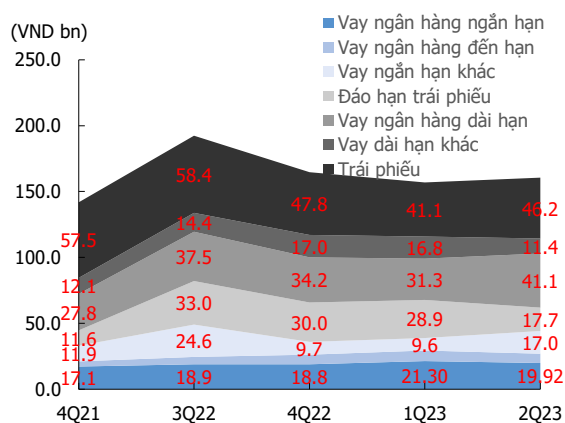
	Lợi nhuận gộp	%n/n LN gộp	Biên LN gộp	%nn biên LNG	CPQLBH/DT	% n/n CPBH/DT
VHM	19,858.2	237.3	32.0	(11.8)	(5.5)	25.9
NVL	622.0	(66.3)	37.8	(2.2)	(50.6)	35.5
PDR	173.6	(86.5)	88.0	1.1	(46.0)	(35.8)
SSH	913.5	1,081.3	60.4	25.0	(10.4)	(2.0)
KDH	825.9	43.5	81.6	15.9	(12.8)	11.8
DIG	74.2	(82.1)	20.7	(17.2)	(23.6)	5.4
DXG	456.5	(75.0)	41.8	(12.9)	(34.7)	8.6
NLG	720.5	(11.2)	60.6	16.2	(36.1)	7.5
VPI	1,065.8	138.7	69.8	29.2	(19.2)	1.3

Nguồn: Fiinpro

Áp lực nợ của NVL dần giảm nhẹ

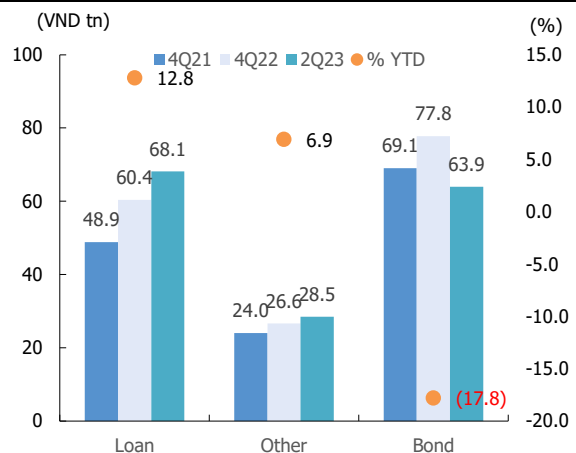
Chúng tôi phân tích sâu khoản vay ngân hàng, trái phiếu doanh nghiệp và khoản vay khác (người cho vay là nhà thầu, người thân của HĐQT...). Dư nợ ngân hàng tăng 17.8% so với đầu năm do nợ ngân hàng của VHM tăng (38% so với đầu năm), trong khi dư nợ trái phiếu giảm 19,8% so với đầu năm nhờ hoạt động mua lại của VHM, SSH, PDR, và DXG. Về khoản nợ đến hạn tính đến cuối Q2/23, các chủ đầu tư phải trả khoảng 24.8 nghìn tỷ đồng, giảm 17.7 nghìn tỷ so với đầu năm. Trong đó, khoảng 17.7 nghìn tỷ đồng (-40.9% svdn) trái phiếu đến hạn. Áp lực đè lên NVL với khoản trái phiếu 13.8 nghìn tỷ đồng dù cho các phương án hoãn thanh toán trái phiếu trong nửa đầu 2023.

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



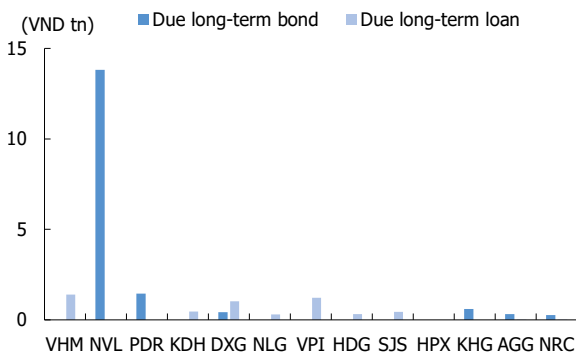
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

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



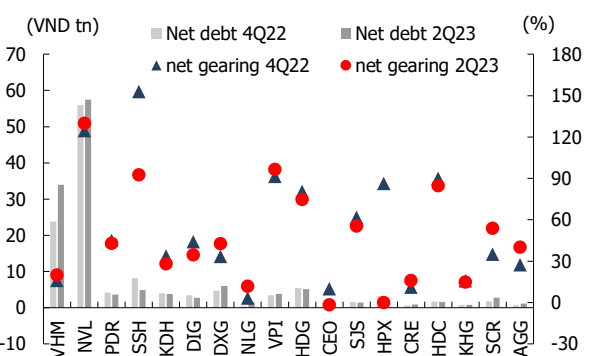
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 8. Nợ đến hạn: NVL chưa giảm áp lực cho trái chủ



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

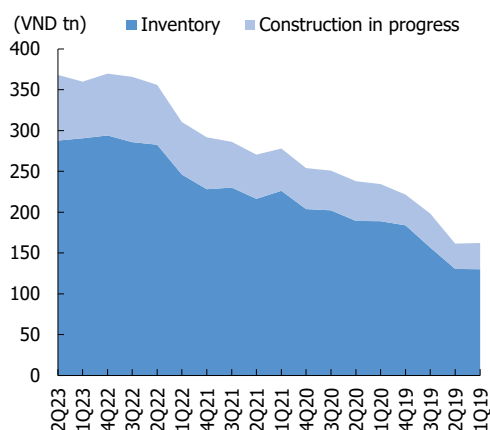
Hình 9. Đòn bẩy: một số giảm nhưng vẫn ở mức cao



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

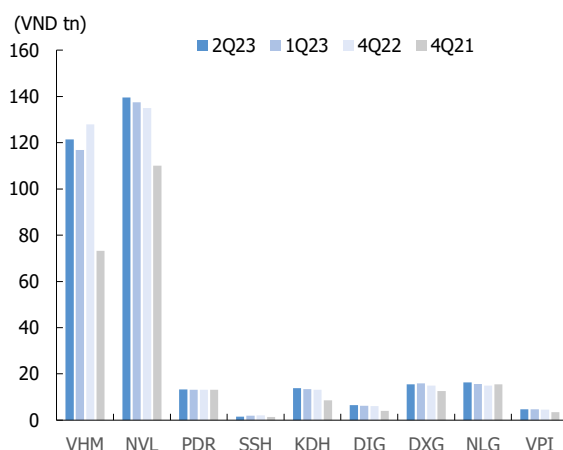
Về hàng tồn kho bao gồm cả xây dựng dở dang, có khoảng 368,1 tỷ đồng hàng tồn kho tính đến cuối Q2/23 và NVL có số dư hàng tồn kho ngày càng tăng. Vì hầu hết các nhà đầu tư đã dự trữ hàng tồn kho trong tối đa 2-3 năm do quy trình cấp phép kéo dài, nên khó có thể đánh giá mức tăng hàng tồn kho là điểm bất lợi. Ngay cả khi số dư hàng tồn kho tăng, khoản tạm ứng giảm xuống còn 84,8 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/23, phần lớn xuất phát từ việc VHM giảm tốc độ thanh toán tạm ứng.

Hình 10. Tồn kho: Tồn kho tăng mạnh



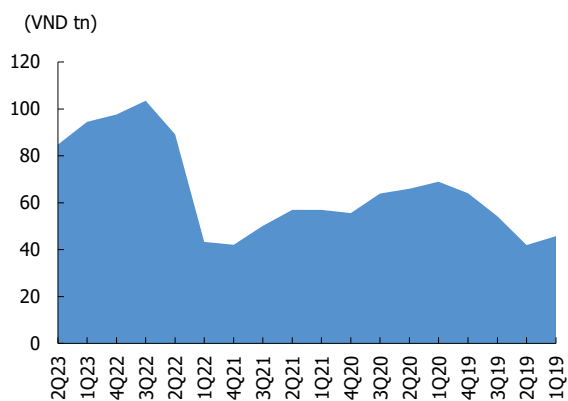
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 11. Tồn kho: NVL tiếp tục tăng mạnh



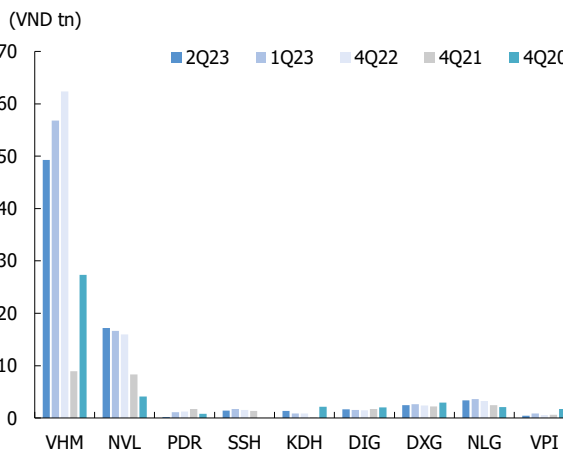
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 12. Người mua trả tiền trước: Mặc dù hàng tồn kho không thay đổi nhưng thanh toán trước đã giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 13. Người mua trả tiền trước: VHM và NVL tăng trưởng cao nhất



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Dự đoán cho Q3/23?

Trong dự trù kết quả kinh doanh Q3/23, chúng tôi không cho rằng VHM có thể giữ vững mức bùng nổ tăng trưởng lợi nhuận do không còn khoản doanh thu bán buôn nào đã đăng ký/ký kết trong Q2/23, theo ban lãnh đạo. Theo quan điểm của chúng tôi, việc giảm kết quả tăng trưởng lợi nhuận theo n/n và q/q của VHM trong Q3/23 là có thể nhìn trước. Dù sao, chúng tôi dự đoán NLG có thể ghi nhận tăng trưởng tích cực theo năm nhờ vào lợi nhuận từ hoạt động tài chính từ dự án Đại Phước. Các doanh nghiệp lớn có thể ghi nhận mức tăng trưởng dương bao gồm DXG và NVL. Nhìn chung, LNST lũy kế Q3/23 có thể giảm bớt so với n/n và q/q.

Q3/23 có thể khác biệt so với Q3/23 ở khía cạnh 1) các đợt mở bán mới từ PDR, VHM, NLG và KDH có thể làm phần khởi thị trường và 2) tỷ lệ hấp thụ có thể tăng do giảm 0.5đpt lãi vay mua nhà ở đầu Q3/23 và dự đoán giảm thêm 0.5đpt-1đpt trong cuối Q3/23 và 3) thị trường trái phiếu có thể sôi nổi hơn do các đợt phát hành của VHM và VIC có giá trị lên tới 12 – 15 nghìn tỷ trong Q3/23. Tuy nhiên, xu hướng Q2/23 có thể tiếp tục trong Q3/23 do 1) nghĩa vụ trả nợ trái phiếu vẫn cao ở mức 57 – 60 nghìn tỷ và việc gia hạn trái phiếu là điều bắt buộc đối với các trái chủ và 2) việc không đủ khả năng để trả trái phiếu đã gia hạn là việc bình thường.

■ **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 chúng 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 8/05/2023.

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 8/05/2023.

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 © 2023 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..