

Ngành Bất động sản

Kỳ vọng hồi phục vào cuối năm

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
(+84) 24-7303-5333 ngaphb@kbsec.com.vn

30/06/2024

Doanh thu và LNST của các DN BĐS trong 1Q2024 có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu Quý 1 toàn ngành giảm 49%YoY đạt 38,361 tỷ VND và Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 86%YoY đạt 12,970 tỷ VND; chủ yếu do tác động của Vinhomes. KQKD của Vinhomes giảm mạnh so với cùng kỳ với doanh thu giảm 72%YoY và LNST giảm 92%YoY do rơi vào giai đoạn thấp điểm bàn giao các dự án.

Nguồn cung căn hộ tại cả thị trường HN và TP HCM trong Quý 1/2024 đều ở mức hạn chế

Tại thị trường HN, số lượng căn mở bán trong Quý 1 đạt hơn 2,300 căn (-31%QoQ, +17%YoY); số căn bán được đạt gần 2,000 căn (-39%QoQ) và bằng số lượng căn hộ bán cùng kỳ. Tại thị trường Tp. HCM, nguồn cung căn hộ trong Quý 1/2024 đạt 500 căn (-48%QoQ, -83%YoY), số căn hộ bán đạt 600 căn (-74%QoQ, -38%YoY). Điểm đáng chú ý tại thị trường HN là giá bán sơ cấp tiếp tục tăng cao với mức tăng 5%QoQ và 19%YoY lên 2,275 USD/m² do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp và nguồn cung căn hộ hạn chế. Đây là mức tăng giá theo năm cao nhất từ trước đến nay.

Thị trường đã sôi động hơn từ cuối Quý 1, kỳ vọng nguồn cung mở bán mới hồi phục vào nửa cuối năm

Sau năm 2023 và 2 tháng đầu năm 2024 trầm lắng bởi Tết, kể từ tháng 3/2024, thị trường đã sôi động hơn với nhiều dự án được mở bán với kết quả bán hàng tốt. Các dự án mở bán ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao do (1) nguồn cung mới khan hiếm, các dự án mở bán có vị trí thuận lợi, đến từ các CĐT uy tín (2) các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng ưu đãi và chiết khấu cao. Chúng tôi nhận thấy niềm tin thị trường có dấu hiệu cải thiện tích cực hơn và cho rằng các CĐT sẽ mạnh dạn mở bán các dự án trong các quý tới.

Định giá hấp dẫn trong dài hạn

15 DN BĐS mà chúng tôi quan sát hiện đang có P/B trung bình ở mức 1.6x – ở trên đường -1 std trung bình 5 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong nửa cuối năm 2024 sẽ có sự hồi phục rõ rệt hơn nhờ (1) Tâm lý người mua nhà được cải thiện và (2) Nguồn cung gia tăng từ mở bán các dự án mới và giai đoạn tiếp theo của các dự án cũ. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến rủi ro vĩ mô khi sức ép từ tỷ giá và lạm phát đang gây tác động khiến lãi suất tăng. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH và NLG.

Tích cực

Khuyến nghị	
VHM	MUA
Giá mục tiêu	60,900VND
NLG	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	46,100VND
KDH	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	40,800VND
DXG	MUA
Giá mục tiêu	20,100VND

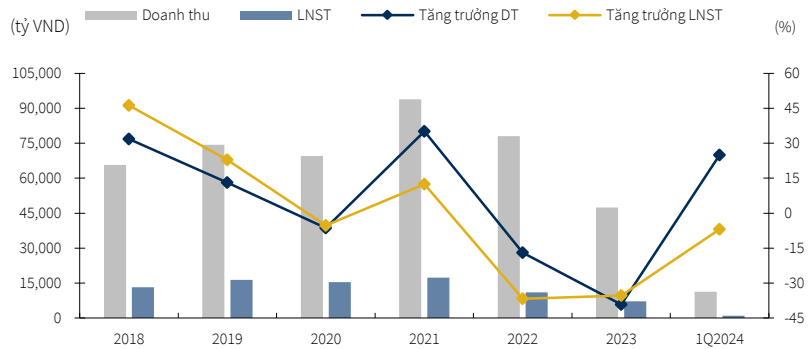
Kết quả kinh doanh Quý 1/2024

Kết quả kinh doanh Quý 1 toàn ngành giảm so với cùng kỳ

Doanh thu Quý 1 toàn ngành giảm 49%YoY đạt 38,361 tỷ VND và Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 86%YoY đạt 12,970 tỷ VND; chủ yếu do tác động của Vinhomes. KQKD của Vinhomes giảm mạnh so với cùng kỳ với doanh thu giảm 72%YoY và LNST giảm 92%YoY chủ yếu do rơi vào giai đoạn thấp điểm bàn giao các dự án.

Nếu không tính Vinhomes, doanh thu đạt 11,326 tỷ VND (+25%YoY), tuy nhiên lợi nhuận giảm nhẹ 7% so với cùng kỳ đạt 975 tỷ VND.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của các DN BĐS niêm yết



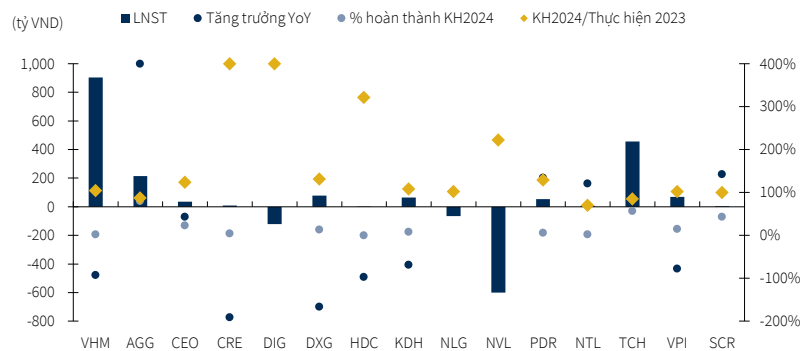
Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

*Số liệu không bao gồm VHM

Biểu đồ 2. Lợi nhuận của một số DN BĐS

Trong 15 doanh nghiệp BĐS mà KBSV quan sát, có 6/15 DN có LNST Quý 1/2024 tăng trưởng dương so với cùng kỳ. Các doanh nghiệp còn lại ghi nhận lỗ trong Quý 1 (DIG, NVL, NLG) hoặc ghi nhận KQKD sụt giảm mạnh (VHM, KDH, CRE, HDC, VPI)

Hầu hết các DN đều đặt kế hoạch lợi nhuận năm 2024 hồi phục so với mức nền thấp của năm 2023. LN Quý 1 của các DN BĐS thấp hơn nhiều so với kế hoạch cả năm do (1) Khó khăn của thị trường BĐS từ cuối năm 2022 khiến nhiều doanh nghiệp không có dự án mở bán để bàn giao (2) Đặc thù của ngành BĐS thường bàn giao và ghi nhận doanh thu vào các quý cuối năm



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

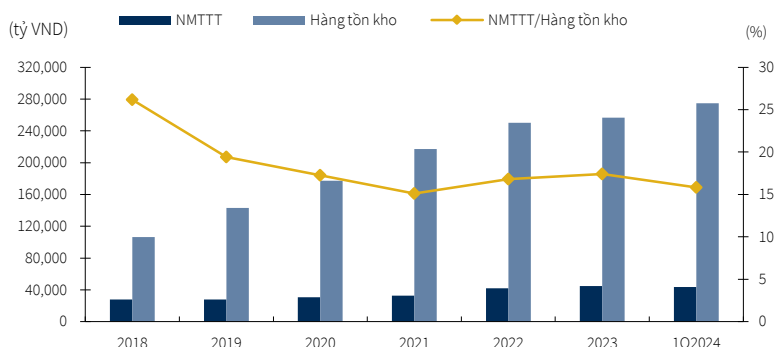
*Lợi nhuận KH/Thực hiện của CRE là 4400%, DIG là 680%

Tăng trưởng LNST Quý 1/2024 của AGG là 1636%YoY

Khoản Người mua trả tiền trước (NMTTT) của các doanh nghiệp BĐS niêm yết tính tới cuối Quý 1/2024 là 43,507 tỷ VND, giảm nhẹ 3% so với đầu năm

Trong khi đó, hàng tồn kho tăng 7% so với đầu kỳ do nhiều doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư các dự án để sẵn sàng mở bán trong giai đoạn tới

Biểu đồ 3. Người mua trả tiền trước và Hàng tồn kho của các DN BĐS

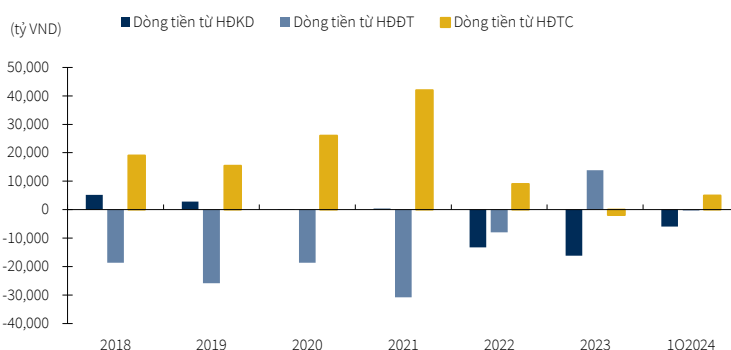


Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Dòng tiền từ HĐKD của các doanh nghiệp BĐS tiếp tục âm do bị ảnh hưởng bởi sự trầm lắng của thị trường BĐS

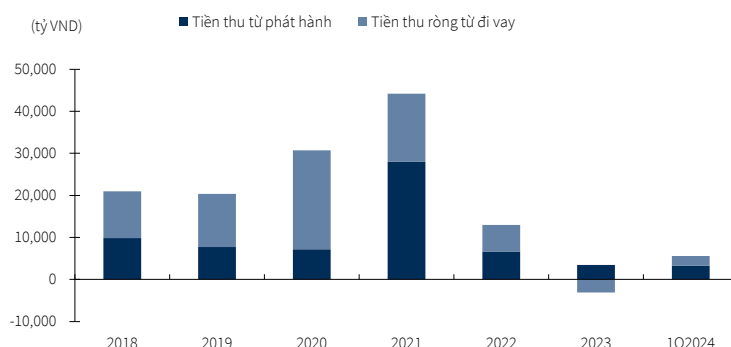
Dòng tiền của DN đến từ phát hành cổ phiếu để tăng vốn, trong bối cảnh tiếp cận nguồn vốn tín dụng và trái phiếu khó khăn

Biểu đồ 4. Dòng tiền của các DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 5. Dòng tiền từ Hoạt động tài chính của các DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Kết quả bán hàng Quý 1 hồi phục so với cùng kỳ

Với 4 doanh nghiệp mà chúng tôi đang theo dõi bao gồm VHM, KDH, NLG và DXG, kết quả bán hàng Quý 1 cho thấy sự hồi phục so với cùng kỳ (trừ DXG không có hoạt động mở bán mới):

- **VHM:** Tổng giá trị hợp đồng đã bán đạt 16.2 nghìn tỷ VND (+3%YoY) nhờ mở bán dự án mới Vinhomes Vũ Yên
- **NLG:** Doanh số bán hàng hồi phục mạnh mẽ đạt 1,168 tỷ VND (+5xYoY), nhờ

phân khúc căn hộ của hai dự án Akari City và Mizuki.

- **KDH:** Doanh số bán hàng ước tính khoảng 350 tỷ VND từ mở bán các căn hộ còn lại tại dự án The Privia

Chúng tôi nhận thấy, các dự án căn hộ nội đô như The Privia của Khang Điền, Akari City và Mizuki Park (Nam Long) ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao nhờ phân khúc sản phẩm phù hợp và đáp ứng như cầu ở thực.

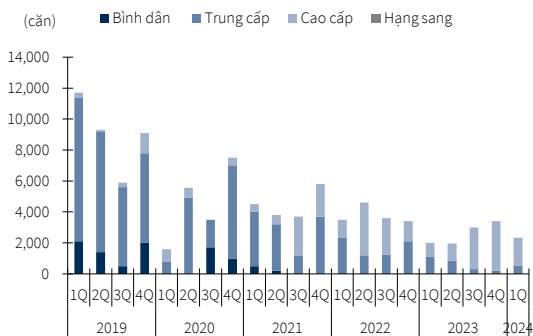
Nguồn cung căn hộ tại cả thị trường HN và TP HCM trong Quý 1/2024 đều ở mức hạn chế

Tại thị trường HN, số lượng căn mở bán trong Quý 1 đạt hơn 2,300 căn (-31%QoQ, +17%YoY). Số lượng căn hộ bán được đạt gần 2,000 căn (-39%QoQ) và bằng số lượng căn hộ bán cùng kỳ. Điểm đáng chú ý tại thị trường HN là giá bán sơ cấp tiếp tục tăng cao với mức tăng 5%QoQ và 19%YoY lên 2,275 USD/m² do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp và nguồn cung căn hộ hạn chế. Đây là mức tăng giá theo năm cao nhất từ trước đến nay.

Tại thị trường Tp. HCM, nguồn cung căn hộ trong Quý 1/2024 đạt 500 căn (-48%QoQ, -83%YoY), phần lớn đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Số căn hộ bán đạt 600 căn (-74%QoQ, -38%YoY). Giá sơ cấp trong quý không có sự thay đổi đáng kể trong quý đạt hơn 2,500USD/m² (+2%YoY).

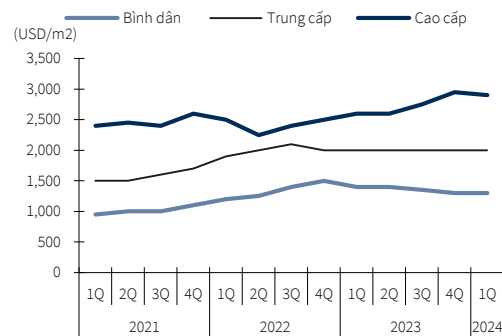
Nguồn cung căn hộ tại cả hai thị trường tiếp tục duy trì ở mức thấp do những khó khăn liên quan đến (1) Các vướng mắc liên quan đến quy hoạch, tính tiền sử dụng đất, GPMB khiến thời gian triển khai dự án bị kéo dài (2) Khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp hạn chế khiến DN thiếu hụt dòng tiền. Nguồn cung hạn chế, phần lớn các căn hộ mở bán thuộc phân khúc cao cấp dẫn tới tình trạng mất cân đối cung – cầu, giá bán tiếp tục duy trì ở mức cao.

Biểu đồ 7. Nguồn cung căn hộ tại HN



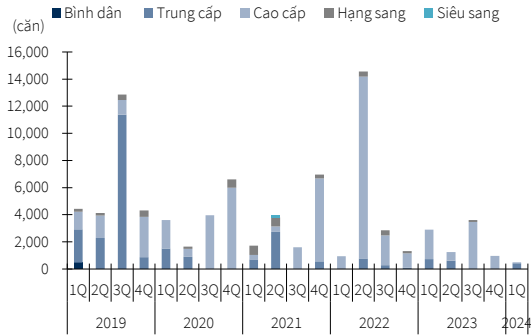
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 8. Giá bán căn hộ tại HN



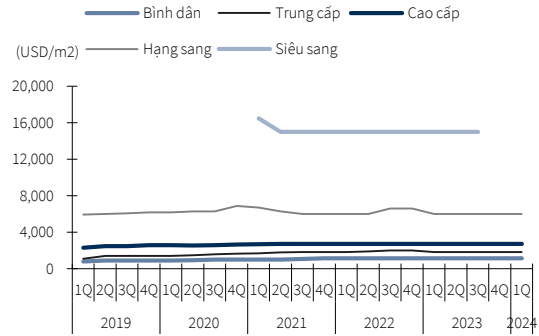
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 9. Nguồn cung căn hộ tại HCM



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 10. Giá bán căn hộ tại HCM

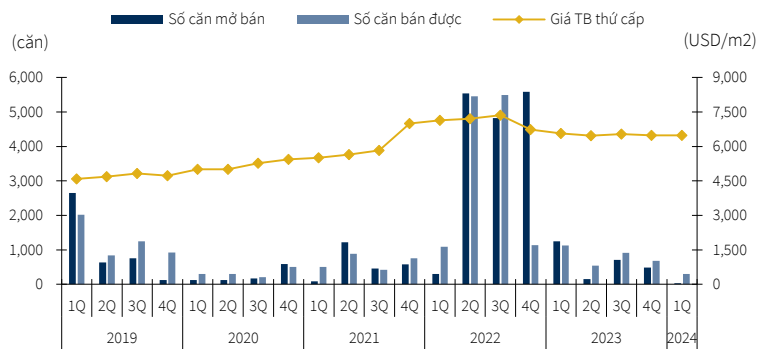


Nguồn: CBRE

Phân khúc nhà phố/biệt thự tiếp tục trầm lắng

Tại thị trường Hà Nội, số căn mở bán trong quý 1/2024 là 30 căn (-94%QoQ, -98%YoY), số căn bán được đạt 300 căn (-56%QoQ, -73%YoY). Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường HN đạt gần 7,850 USD/m² (+4%QoQ).

Biểu đồ 11. Thị trường Nhà phố và Biệt thự tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

Triển vọng ngành

Thị trường đã sôi động hơn từ cuối Quý 1, nhiều dự án ghi nhận tỷ lệ hấp thu cao

Sau năm 2023 và 2 tháng đầu năm 2024 trầm lắng bởi Tết, kể từ tháng 3/2024, thị trường đã sôi động hơn với nhiều dự án được khởi công, giới thiệu và mở bán. Chúng tôi quan sát thấy, một số dự án được giới thiệu ra thị trường trong tháng 4 và tháng 5 đều ghi nhận tỷ lệ hấp thụ rất tốt có thể kể đến như: Lumi Hà Nội của CapitalLand (mở bán ~2,000 căn – tỷ lệ hấp thụ 100%); dự án The Canopy – TC2 của Vinhomes và GIC Singapore (mở bán ~390 căn – tỷ lệ hấp thụ 90%); The Zurich 3 của CapitalLand (mở bán ~2,000 căn – tỷ lệ hấp thụ 100%); dự án The Canopy – TC2 của Vinhomes và Mitsubishi (mở bán ~425 căn – tỷ lệ hấp thụ 95%) và Eaton Park của Gamuda Land (mở bán ~840 căn – tỷ lệ hấp thụ 70%). Các dự án mở bán ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt do (1) nguồn cung mới khan hiếm, các dự án mở bán có vị trí thuận lợi, đến từ các CĐT uy tín (2) các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng ưu đãi và chiết khấu cao. Kết quả bán hàng tích cực cho thấy niềm tin thị trường có dấu hiệu cải thiện tích cực hơn.

Hình 12. Các dự án triển khai trong Quý 1/2024

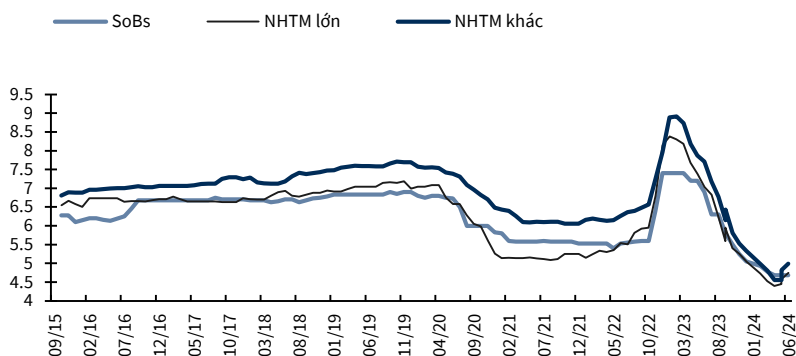


Nguồn: DXS-FERI

Kỳ vọng lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp, kích thích nhu cầu mua nhà

Theo như quan sát, lãi suất huy động ở một số ngân hàng đã tăng 10-30bps so với vùng đáy ở các kỳ hạn ngắn 1-12 tháng. KBSV cho rằng lãi suất cho vay trong thời gian tới khó có thể giảm thêm và có thể tăng nhẹ trong 2H2024, tuy nhiên, sẽ không tác động đáng kể đến nhu cầu vay mua nhà vì (1) Lãi suất cho vay hiện tại vẫn thấp hơn so với giai đoạn 2021-2022 và (2) NHNN vẫn giữ chủ trương duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ nền kinh tế.

Biểu đồ 16. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng

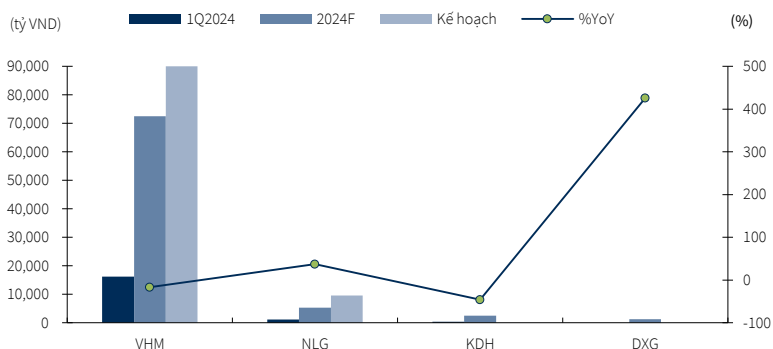


Nguồn: Wichart, KBSV tổng hợp

Hoạt động bán hàng của các DN hồi phục vào nửa cuối năm

Niềm tin thị trường cải thiện cùng với lãi suất cho vay kỳ vọng duy trì ở mức thấp tạo động lực cho các CĐT tiến hành mở bán các dự án trong các quý tới. Các doanh nghiệp niêm yết trong danh mục theo dõi đều có kế hoạch mở bán dự án mới hoặc tiếp tục mở bán các giai đoạn tiếp theo của dự án cũ tập trung vào nửa cuối năm 2024 như Wonder Park và Cổ Loa (Vinhomes), Clarita và Emeria (Khang Điền), Gem Sky World và Gem Riverside (Đất Xanh), Akari City, Mizuki Park, Southgate và Central Lake (Nam Long). Các DN đặt kế hoạch doanh số bán hàng tương đối cao cho năm 2024, tuy nhiên, ước tính của chúng tôi thận trọng hơn do nhận định rằng bên cạnh phân khúc chung cư sẽ có sự hồi phục rõ rệt, các phân khúc còn lại cần thêm thời gian để phục hồi.

Biểu đồ 15. Doanh số ước tính của KBSV và kế hoạch của DN



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Đẩy mạnh huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu

KBSV cho rằng, trong bối cảnh huy động vốn tín dụng và trái phiếu gặp nhiều khó khăn, các DN BĐS đẩy mạnh huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu để tái cơ cấu các khoản nợ vay và bổ sung vốn để phát triển các dự án.

Bảng 17. Kế hoạch phát hành của các DN BĐS

Doanh nghiệp	Kế hoạch phát hành	Số tiền thu được	Mục đích
DXG	Chào bán hơn 150.1 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, với giá chào bán tối thiểu là 12,000 đồng/cp. Tỷ lệ chào bán là 24:5 Chào bán 93.5 triệu cổ phiếu cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu 18,600 đồng/cp	3,500 tỷ VND	Góp vốn vào công ty con và trả các khoản nợ vay đến hạn
KDH	Chào bán 110.1 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho 20 nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá 27,250 đồng/cp	3,000 tỷ VND	Góp vốn vào công ty con để thanh toán các khoản nợ vay ngân hàng
PDR	Phát hành cổ phiếu để hoán đổi khoản nợ giá trị 30 triệu USD Phát hành 134 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giá 10,000 đồng/cp	2000 tỷ VND*	Hoán đổi nợ Bổ sung vốn thực hiện dự án
DIG	Chào bán 200 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giá 15,000 đồng/cp Chào bán 150 triệu cổ phiếu cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu 20,000 đồng/cp	6,000 tỷ VND	Bổ sung vốn thực hiện dự án
NVL	Phát hành 34 triệu cổ phiếu giá 20,000 đồng/cp để hoán đổi khoản nợ trị giá 30 triệu USD Phát hành 1.17 tỷ cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, giá 10,000 đồng/cp	11,700 tỷ VND	Hoán đổi nợ Tái cơ cấu nợ, thanh toán lương cho nhân viên, bổ sung vốn thực hiện dự án
SCR	Phát hành 34.9 triệu cổ phiếu để hoán đổi khoản nợ giá trị 349 tỷ VND		Hoán đổi nợ

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

*Đã chào bán

Hành lang pháp lý hoàn thiện, đảm bảo tăng trưởng của ngành trong trung và dài hạn

Tại kỳ họp thứ 6 và kỳ họp bất thường lần thứ 5, Quốc hội khóa XV đã chính thức thông qua Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi), có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2025. Tuy nhiên, Chính phủ đã đề xuất Ủy ban Thường vụ Quốc hội cho phép 3 Luật này có hiệu lực thi hành từ ngày 1/8/2024. Chúng tôi cho rằng việc dời thời điểm có hiệu lực của Luật sớm hơn đã cho thấy nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ những khó khăn và vướng mắc của thị trường BĐS, tạo điều kiện để thị trường phát triển bền vững hơn trong dài hạn.

Ba bộ luật mới có nhiều quy định mới, góp phần cải thiện tâm lý của người mua nhà và rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý của CĐT, giúp cải thiện nguồn cung. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội cho các CĐT có sức khỏe tài chính và khả năng triển khai dự án tốt; tuy nhiên cần có thời gian để các chính sách thực sự phát huy tác động và một số vướng mắc về pháp lý vẫn cần hướng dẫn cụ thể hơn.

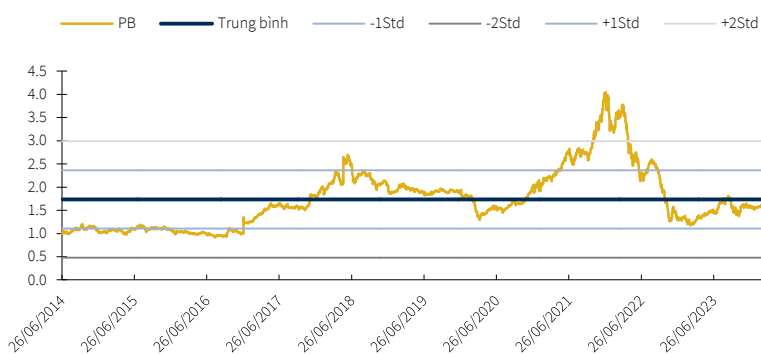
Bảng 18. Một số điểm chính của Luật sửa đổi

	Một số thay đổi	Nhận định
Luật Đất đai (sửa đổi)	<ul style="list-style-type: none"> - Bỏ khung giá đất - UBND tỉnh trình HĐND cùng cấp quyết định Bảng giá đất lần đầu để công bố và thực hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 2026. Hằng năm, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có trách nhiệm trình Hội đồng nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh, sửa đổi, bổ sung bảng giá đất để áp dụng từ ngày 01 tháng 01 của năm tiếp theo. 	Cập nhật giá đất sát với giá thị trường hơn, giúp đẩy nhanh khâu GPMB tuy nhiên tăng chi phí cho DN BĐS
	<p>Có 4 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, và (iv) thặng dư. Bỏ phương pháp chiết trừ</p> <p>Giao đất, cho thuê đất chủ yếu thông qua đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu dự án có sử dụng đất.</p>	Tăng cường tính công khai, minh bạch, tránh lãng phí đất do CĐT yếu kém, không thực hiện được dự án
Luật Nhà ở (sửa đổi)	<p>Điều kiện phân lô bán nền</p> <p>Đối với các khu vực không thuộc đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III, UBND cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực CĐT dự án đầu tư xây dựng nhà ở phải xây dựng nhà ở để bán, cho thuê mua, cho thuê hoặc được chuyển nhượng quyền sử dụng đất theo hình thức phân lô bán nền</p>	Thống nhất với Luật Kinh doanh BĐS, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ
	<p>Đất để phát triển NOXH</p> <ul style="list-style-type: none"> - UBND cấp tỉnh phải bố trí đủ quỹ đất để phát triển NOXH theo chương trình, kế hoạch phát triển nhà ở, gồm (1) Quỹ đất NOXH hoặc (2) Quỹ đất NOXH trong phạm vi dự án thương mại - Tại đô thị loại đặc biệt, loại I, II, III, theo quy định của CP, UBND cấp tỉnh quyết định việc dành một phần diện tích đất ở để xây dựng NOXH hoặc bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác hoặc đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất 	Các CĐT linh hoạt hơn trong việc bố trí đất NOXH thay vì tỷ lệ cố định 20% như ND 100/2015/ND-CP, đẩy mạnh phát triển NOXH
	<p>Ưu đãi CĐT dự án NOXH</p> <ul style="list-style-type: none"> - Được miễn tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với toàn bộ diện tích đất của dự án; chủ đầu tư không phải thực hiện thủ tục xác định giá đất, tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất được miễn - Được dành tối đa 20% tổng diện tích đất để XH công trình kinh doanh DVTM, NOTM (phần này được hạch toán riêng, không tính chi phí xây dựng phần TM vào giá NOXH, được hưởng toàn bộ lợi nhuận, nộp tiền SDD cho phần XD NOTM) - Được hưởng lợi nhuận định mức tối đa 10% tổng chi phí đầu tư xây dựng đối với phần diện tích xây dựng nhà ở xã hội 	Rút ngắn thời gian thực hiện dự án, gia tăng lợi nhuận cho CĐT nhằm khuyến khích các CĐT đầu tư xây dựng dự án NOXH
Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)	<p>Chuyển nhượng dự án</p> <ul style="list-style-type: none"> - Quy định chặt chẽ hơn về chuyển nhượng dự án BĐS (1) làm rõ nguyên tắc chuyển nhượng dự án; (2) làm rõ điều kiện chuyển nhượng dự án và (3) hướng dẫn chi tiết hơn về thẩm quyền chuyển nhượng dự án - Với bên nhận chuyển nhượng là Tổ chức kinh tế nước ngoài, sau khi có quyết định cho phép chuyển nhượng và hai bên đã ký hợp đồng chuyển nhượng thì thực hiện thủ tục về đất đai theo quy định của pháp luật về đất đai - Thủ tướng CP ủy quyền cho UBND quyết định việc chuyển nhượng một phần dự án 	Rút ngắn thời gian thực hiện chuyển nhượng dự án
	<p>Điều kiện đối với tổ chức, cá nhân kinh doanh BĐS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Doanh nghiệp kinh doanh bất động sản thông qua dự án bất động sản phải có vốn chủ sở hữu không thấp hơn 20% tổng vốn đầu tư đối với dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20 ha, không thấp hơn 15% tổng vốn đầu tư đối với dự án có quy mô sử dụng đất từ 20 ha trở lên và phải bảo đảm khả năng huy động vốn để thực hiện dự án đầu tư; trường hợp doanh nghiệp kinh doanh bất động sản đồng thời thực hiện nhiều dự án thì phải có vốn chủ sở hữu đủ phân bổ để bảo đảm tỷ lệ nêu trên của từng dự án để thực hiện toàn bộ các dự án. 	Hạn chế rủi ro một DN thực hiện nhiều dự án mà không đủ năng lực tài chính và đảm bảo nghĩa vụ tài chính đối với Nhà nước khi kinh doanh BĐS
	<p>Đặt cọc và Bảo lãnh</p> <ul style="list-style-type: none"> - CĐT dự án chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng, phần diện tích sàn xây dựng trong công trình xây dựng từ bên đặt cọc để mua, thuê mua khi nhà ở, công trình xây dựng đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh - Chủ đầu tư dự án bất động sản trước khi bán, cho thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai phải được ngân hàng thương mại trong nước, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam chấp thuận cấp bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với bên mua, thuê mua nhà ở khi chủ đầu tư không bàn giao nhà ở theo cam kết trong hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai - Khi ký kết hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai, bên mua, thuê mua được lựa chọn việc có hoặc không có bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với mình 	Bảo vệ quyền lợi cho người mua nhà
	<p>Điều kiện phân lô bán nền</p> <ul style="list-style-type: none"> - Đất không thuộc khu vực phường, quận, thành phố của đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III; không thuộc trường hợp đấu giá quyền sử dụng đất để đầu tư dự án xây dựng nhà ở. Đối với các khu vực còn lại, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực chủ đầu tư dự án được phân lô bán nền 	Thống nhất với Luật Nhà ở sửa đổi, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ

Nguồn: KBSV tổng hợp

Định giá hấp dẫn trong dài hạn

15 DN BĐS mà chúng tôi quan sát hiện đang có P/B trung bình ở mức 1.57x – thấp hơn P/B trung bình 10 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong nửa cuối năm 2024 sẽ có sự hồi phục rõ rệt hơn nhờ (1) Tâm lý người mua nhà được cải thiện và (2) Nguồn cung gia tăng từ mở bán các dự án mới và giai đoạn tiếp theo của các dự án cũ. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH và NLG.

Biểu đồ 19. P/B 15 DN BĐS

Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

*15 DN đã đề cập trong Biểu đồ số 2

Vinhomes (VHM)

Mở bán dự án Vinhomes Vũ Yên

18/06/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Kết quả kinh doanh Quý 1/2024 giảm so với cùng kỳ chủ yếu do thời điểm bàn giao

Doanh thu Quý 1/2024 của Vinhomes đạt 8.2 nghìn tỷ VND (-72%YoY), nếu tính cả các dự án BCC, doanh thu Quý 1/2024 đạt 8.6 nghìn tỷ VND (-80%YoY). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 885 tỷ VND (-93%YoY).

Doanh số bán hàng trong Quý 1/2024 chủ yếu đến từ dự án mới Vũ Yên (Hải Phòng)

Trong quý 1/2024, Vinhomes đã bán được 2,700 sản phẩm (+17%YoY), tổng giá trị hợp đồng đã bán trong quý đạt 16.2 nghìn tỷ VND (+3%YoY). Doanh số bán hàng trong quý đều đến từ các giao dịch bán lẻ, trong đó 86% đến từ dự án Vũ Yên (Hải Phòng). Dự án này được giới thiệu vào 15/3/2024 với 1,800 giao dịch đặt chỗ, tương đương 82% số lượng căn mở bán đợt đầu.

Doanh số bán hàng năm 2024 dự báo đạt 72.5 nghìn tỷ VND (-17%YoY)

KBSV dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2024 đạt 72.5 nghìn tỷ VND (-17%YoY), đến từ các dự án đang phát triển Ocean Park, Smart City, Grand Park, Ocean Park 2,3 và hai dự án mới được mở bán mới trong năm 2024 là **Vũ Yên** (đã mở bán trong Quý 1) và **Cổ Loa** (kỳ vọng mở bán vào nửa cuối năm 2024).

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 60,900VND/cp

Vinhomes duy trì vị thế hàng đầu nhờ quỹ đất rộng lớn và khả năng triển khai dự án mạnh. Định giá hấp dẫn với P/B 2024fw là 0.8x, dưới đường -1std của trung bình P/B 5 năm của VHM. Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 60,900/cp, cao hơn 59% so với giá đóng cửa ngày 18/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	60,900VND
Tăng/giảm (%)	59%
Giá hiện tại (18/06/2024)	38,300VND
Giá mục tiêu đồng thuận	47,500VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	21.5/0.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	48.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	302.5/12.0
Sở hữu nước ngoài (%)	20.8%
Cổ đông lớn	Vingroup (66.66%)

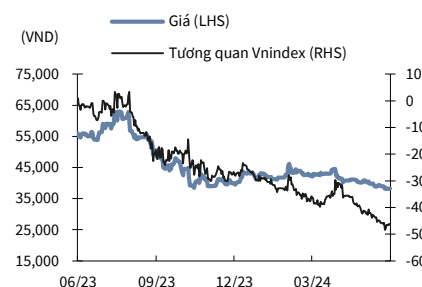
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.1	19.5	20.2	48.5
Tương đối	-0.5	16.6	2.9	32.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	62,393	103,557	118,259	122,059
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	37,973	44,045	36,900	42,864
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	28,831	33,371	29,172	32,244
EPS (VND)	6,621	7,664	6,700	7,405
Tăng trưởng EPS (%)	-26	16	-13	11
P/E (x)	6.34	4.99	5.72	5.17
P/B (x)	1.26	0.93	0.79	0.69
ROE (%)	19	18	14	13
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

NAM LONG (NLG)

Doanh số hồi phục mạnh mẽ

22/05/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Doanh số bán hàng hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ

Doanh số bán hàng trong Quý 1/2024 hồi phục mạnh mẽ đạt 1,168 tỷ VND (+5xYoY), nhờ phân khúc căn hộ của hai dự án Akari City và Mizuki. Hai dự án này ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt với doanh số đạt lần lượt là 542 tỷ VND và 246 tỷ VND.

Doanh số ước tính năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY)

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY) đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và EhomeS Cần Thơ. Dự báo của KBSV thấp hơn 45% so với kế hoạch của doanh nghiệp đã đặt ra là 9,554 tỷ VND

Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2024 đạt 576 tỷ VND (+19%YoY)

Chúng tôi dự báo LNST của NLG năm 2024 đạt 576 tỷ VND (+19%YoY) từ bàn giao dự án Southgate, Izumi City, Mizuki Park và bắt đầu bàn giao dự án Akari City và Cần Thơ. KBSV kỳ vọng NLG sẽ hoàn thiện thủ tục pháp lý để ghi nhận khoản lãi từ thoái vốn 25% dự án Paragon trong năm 2024.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu: 46,100VND/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với cổ phiếu Nam Long nhờ (1) Nền tảng cơ bản vững chắc với cơ cấu tài chính an toàn và (2) Các dự án căn hộ trung cấp/vừa túi tiền vẫn thu hút được người mua có nhu cầu ở thực. Tuy nhiên, giá cổ phiếu Nam Long có mức tăng khoảng 20% so với thời điểm đầu năm, hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.8x, tương đương +1std của trung bình P/B 5 năm của NLG. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,100 VND/cp, cao hơn 5% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2024.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	46,100 VND
Tăng/giảm (%)	5%
Giá hiện tại (21/05/2024)	44,100 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	46,300 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/triệu USD)	17.4/0.7

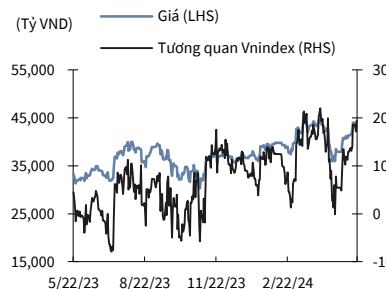
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	56.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	161.4/6.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn Xuân Quang (12%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	18.9	13.1	15.6	32.4
Tương đối	11.6	9.0	0.9	13.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,339	3,181	5,462	6,901
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,041	942	1,217	1,456
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	556	484	576	621
EPS (VND)	1,448	1,257	1,496	1,613
Tăng trưởng EPS (%)	-48	-13	19	8
P/E (x)	27.31	36.72	30.14	27.96
P/B (x)	1.69	1.80	1.77	1.69
ROE (%)	4.2	3.6	4.0	4.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	1	1	1

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KHANG ĐIỀN (KDH)

Tiếp tục hoàn thiện pháp lý các dự án lớn

04/06/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

Dự án The Privia ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt, dự kiến bàn giao từ quý 4/2024

Cuối tháng 11/2023, Khang Điền đã mở bán chính thức dự án The Privia, nằm tại đường An Dương Vương, quận Bình Tân, Tp HCM. Dự án có diện tích 1.8ha với quy mô 3 block 1,043 căn hộ. Tính đến cuối Quý 1/2024, dự án đã cất nóc cả 3 tòa và bán được 100% số căn hộ. Khang Điền sẽ tiếp tục hoàn thiện và bắt đầu giao căn hộ cho khách hàng từ Quý 4/2024. KBSV ước tính doanh thu và LNST của KDH năm 2024 đạt lần lượt là 3,227 tỷ VND (+54%YoY) và 804 tỷ VND (+12%YoY) nhờ bắt đầu bàn giao dự án The Privia.

Mở bán hai dự án Clarita và Emerica trong năm 2024

KBSV kỳ vọng trong năm 2024, KDH sẽ mở bán hai dự án hợp tác với Keppel là Clarita và Emerica. Hai dự án này có tổng diện tích 11.8ha tại đường Võ Chí Công, phường Bình Trưng Đông, Tp. Thủ Đức. Hai dự án này đã khởi công từ Quý 4/2023, kỳ vọng có thể đóng góp vào doanh số bán hàng của KDH từ nửa cuối năm 2024. KBSV ước tính doanh số bán hàng 2024F-2025F đạt 2,468 tỷ VND (-46%YoY) và 4,217 tỷ VND (+71%YoY).

Các dự án lớn có tiến triển trong tiến độ pháp lý

Trong Quý 1/2024, các dự án lớn trong kế hoạch trung và dài hạn của KDH cũng ghi nhận những tiến triển đáng kể trong quá trình hoàn thiện pháp lý. Cụ thể, KDH đã đóng 50% tiền sử dụng đất cho dự án 11A (The Solina), dự án Phong Phú 2 và Bình Trưng mới đã gần đền bù xong, đang đợi phê duyệt đầu tư, dự án KCN Lê Minh Xuân đang đợi GPXD hạ tầng trong năm nay.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 40,800VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu KDH với mức giá mục tiêu là 40,800VND/cp, cao hơn 7% so với giá đóng cửa ngày 03/06/2024.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	40,800VND
Tăng/giảm (%)	7%
Giá hiện tại (03/06/2024)	38,000VND
Giá mục tiêu đồng thuận	43,100VND
Vốn hóa thị trường	30.1/1.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	58.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	132.7/5.3
Sở hữu nước ngoài (%)	39.6%
Cổ đông lớn	Nhóm quỹ Dragon Capital 7%

Biến động giá cổ phiếu

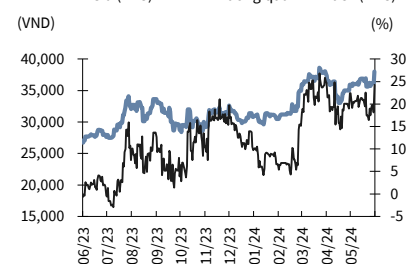
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5.8	5.7	16.6	42.2
Tương đối	1.0	4.2	2.3	24.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,912	2,088	3,215	5,667
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	992	1,122	1,056	2,218
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	1,103	716	797	1,070
EPS (VND)	1,539	895	876	1,177
Tăng trưởng EPS (%)	-18	-42	-2	34
P/E (x)	20.24	38.63	43.38	32.29
P/B (x)	1.93	2.06	2.00	1.89
ROE (%)	9.4	4.6	4.1	5.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiiipro, KBSV

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đất Xanh(DXG)

Kỳ vọng những thay đổi rõ nét hơn

11/06/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Kết quả kinh doanh Quý 1/2024 hồi phục so với cùng kỳ

Doanh thu Quý 1/2024 đạt 1.065 tỷ VND (+182%YoY), LNST ghi nhận 31 tỷ VND (so với mức -91 tỷ VND của Quý 1/2023). KQKD ghi nhận sự hồi phục nhờ (1) Bàn giao khoảng 600 căn hộ tại dự án Opal Skyline và (2) sự hồi phục của mảng môi giới với số lượng giao dịch tăng khoảng 30% so với cùng kỳ.

Tiếp tục hoàn thiện pháp lý các dự án

Trong năm 2024, Đất Xanh đặt mục tiêu sẽ hoàn thiện pháp lý các dự án tại khu vực phía Nam như Gem Riverside (Tp. HCM), Gem Sky World (Đồng Nai), Opal Luxury, Park View, Park City, Opal Cityview (Bình Dương) để đảm bảo doanh số bán hàng trong giai đoạn 2024-2026. Trên cơ sở thận trọng do quan sát thấy tiến độ phê duyệt pháp lý cho các dự án vẫn diễn ra tương đối chậm, chúng tôi ước tính doanh số bán hàng năm 2024 của đạt khoảng 1,200 tỷ VND (+5xYoY), chủ yếu đến từ dự án Gem Sky World. Doanh số bán hàng năm 2025 sẽ có sự cải thiện rõ rệt hơn khi dự án Gem Riverside mở bán, đạt 5,650 tỷ VND (+5xYoY).

LNST năm 2024 đạt 204 tỷ VND (+18%YoY)

KBSV ước tính doanh thu năm 2024 đạt 5,306 tỷ VND (+42%YoY) và LNST đạt 204 tỷ VND (+18%YoY) nhờ bàn giao dự án Opal Skyline và hoạt động môi giới hồi phục từ mức nền thấp của năm 2023.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 20,100VND/cp

Cổ phiếu DXG hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.1x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm là 1.3x. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 20,100VND/cp, cao hơn 22% so với giá đóng cửa ngày 11/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	20,100VND
Tăng/giảm (%)	22%
Giá hiện tại (11/06/2024)	16,500VND
Giá mục tiêu đồng thuận	16,600VND
Vốn hóa thị trường	11.9/0.5
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	80.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	251.1/10.0
Sở hữu nước ngoài (%)	19.7%
Cổ đông lớn	

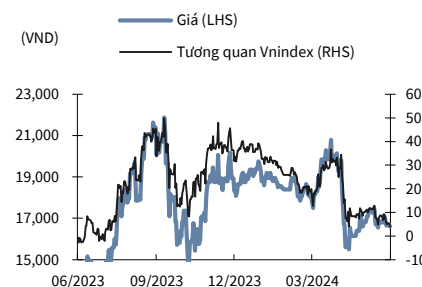
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-6.5	-9.4	20.9
Tương đối	-4.9	-10.9	-24.1	4.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,512	3,725	5,306	4,516
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	775	437	577	718
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	215	172	204	331
EPS (VND)	351	281	286	464
Tăng trưởng EPS (%)	-82	-20	2	63
P/E (x)	53.39	61.61	57.77	35.53
P/B (x)	1.09	1.07	1.09	1.06
ROE (%)	1.5	1.2	1.3	2.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.