

# Bất động sản nhà ở

## Trung lập (Duy trì)

### Xu hướng 2H20: Sóng gió vẫn chưa lắng xuống

#### 3Q20 kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận ổn định

Chúng tôi dự đoán quý 3 năm nay sẽ tương đối ảm đạm do yêu cầu giãn cách xã hội nhằm hạn chế làn sóng COVID-19 thứ hai có thể trì hoãn các sự kiện bán hàng. Tâm lý mua cũng đang xấu đi trong bối cảnh người dân lo ngại về nền kinh tế. Các biện pháp hỗ trợ bao gồm tăng chiết khấu, quà tặng và giãn tiến độ thanh toán là chìa khóa để thúc đẩy nhu cầu. Tuy nhiên, bất chấp bối cảnh ảm đạm trong 3Q20, lợi nhuận ngành bất động sản vẫn có thể tăng trưởng ổn định so với năm ngoái dẫn dắt bởi VHM, KDH nhờ bàn giao hàng ngàn căn hộ trong 6 tháng cuối năm.

Công ty	Đánh giá	MT (Đồng)
VHM	MUA	93,500
KDH	MUA	28,200
NLG	MUA	29,200
DXG	MUA	12,800

#### 1. Chung cư: Nửa đầu năm đầy thử thách

Cả hai thị trường căn hộ chung cư lớn tại Việt Nam đều bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong 2Q20.

#### TP. HCM: Nguồn cung thấp kỷ lục, giao dịch sụt giảm

Việc giãn cách xã hội toàn quốc trong quý 2 dù chỉ kéo dài 22 ngày nhưng đã gây áp lực lớn lên các nhà phát triển BĐS. Chỉ 1,644 căn hộ được chào bán trong 2Q20 (-60% n/n), thấp nhất kể từ trước tới giờ, nâng tổng lượng căn hộ chào bán mới trong 6 tháng đầu năm lên 5,250 căn (-39% n/n). Tâm lý thị trường tỏ ra khá thận trọng. Tổng số căn hộ giao dịch trong 2Q20 giảm 65% n/n, chỉ còn hơn 1,581 căn, nâng tổng giao dịch trong 6 tháng đầu năm lên 5,338 căn (-49% n/n). Ảnh hưởng của COVID-19 khiến doanh thu khó khăn trong 6 tháng đầu năm nhưng giá trung bình trên thị trường sơ cấp vẫn ổn định so với quý trước và tăng 4.5 – 6.6% so với năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng số lượng giao dịch trong nửa cuối năm tại TP.HCM sẽ phục hồi với việc ra mắt các dự án La Partenza, Celesta Rise, Mizuki, Vinhomes Grand Park.

#### Hà Nội: Vẫn khó khăn

Không tránh khỏi tác động từ yêu cầu giãn cách xã hội, thị trường Hà Nội hoạt động khiêm tốn trong 2Q20 với số căn hộ mới giảm 39% n/n đạt 5,569 căn; số căn bán được giảm 26% n/n xuống 5,089 căn. Cùng với xu hướng mở rộng đô thị hoá tại Hà Nội, nguồn cung đang chuyển dịch từ khu vực thành thị về các quận ngoại thành (chiếm 27 - 30% trong 2Q20 so với 10% trong 2Q16)

#### 2. Nhà liền thổ: Tích cực

Lượng mở bán mới hạn chế cùng với người mua ngày càng thận trọng khiến nguồn cung sơ cấp ở mức thấp nhất trong 5 năm. Nguồn cung biệt thự/nhà phố/đất nền tại TP.HCM 6 tháng đầu năm chạm đáy trong khi nguồn cung shophouse tăng mạnh nhờ hàng trăm căn hộ tại Vinhomes Grand Park. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các quý tới sẽ khả quan hơn vì đất nền thường được ưa chuộng như một khoản đầu tư dài hạn hơn so với chứng khoán hoặc gửi ngân hàng.

## Nhàn Lại

nhan.lt@kisvn.vn

### 3. Lãi suất cho vay mua nhà giảm thúc đẩy giao dịch

Trong 2Q20, lãi suất cho vay mua nhà trung bình từ các ngân hàng trong nước giữ nguyên ở mức 11.4% so với quý trước. Tuy nhiên, lãi suất vay mua nhà giảm nhẹ 20-40 điểm trong tháng 7 và đầu tháng 8 ở kỳ hạn 1 năm do các ngân hàng trong nước cố gắng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vay mua nhà khi nhu cầu vay trong các lĩnh vực khác đang yếu. Chúng tôi kỳ vọng mức lãi suất thấp này có thể duy trì cho đến năm sau khi Thông tư số 08/2020/TT-NHNN lùi thời hạn áp dụng tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho các khoản vay trung dài hạn từ 40% xuống 37% đến 30/09/2021. Theo quan điểm của chúng tôi, lãi suất cho vay mua nhà thấp như hiện nay có thể thúc đẩy các giao dịch căn hộ.

### 4. Huy động vốn gặp khó khăn

6 tháng đầu năm chứng kiến sự bùng nổ phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các công ty BĐS khi các ngân hàng đang thắt chặt phân bổ tín dụng cho họ. Theo số liệu từ Fiinpro, trái phiếu doanh nghiệp bất động sản phát hành trong nửa đầu năm đạt 45.6 nghìn tỷ đồng, tăng 292% so với cùng kỳ, chiếm 29.1% tổng khối lượng trái phiếu phát hành trong nửa đầu năm. Chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sẽ gặp thách thức trong việc huy động vốn trong nửa cuối năm do Nghị định 81 sẽ áp dụng các quy định chặt chẽ hơn trong việc phát hành trái phiếu riêng lẻ, bao gồm: 1) Dư nợ trái phiếu bao gồm sắp phát hành không vượt quá 5 lần vốn chủ sở hữu 2) Khoảng cách giữa hai đợt phát hành khác nhau ít nhất là 6 tháng 3) Mỗi đợt phát hành phải được thực hiện trong vòng 3 tháng. Chúng ta có thể sẽ thấy các chủ đầu tư nhanh chóng tăng phát hành trái phiếu trong 3Q20 trước khi hạ nhiệt vào 4Q20 khi nghị định có hiệu lực.

### 5. Lợi nhuận 1H20 mờ nhạt dù doanh thu tài chính tích cực

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của ngành bất động sản cũng tương quan với bối cảnh thị trường bất động sản trầm lắng. Các công ty niêm yết ghi nhận doanh thu 6 tháng đầu năm giảm 21.7% n/n và LNST của cổ đông công ty mẹ giảm 12.7% n/n, hoàn thành lần lượt 27.5% và 27.7% kế hoạch đề ra. Động lực chính làm chậm lại đà giảm lợi nhuận là doanh thu tài chính tăng 76% n/n, trong đó NVL (1,061% n/n), NBB (1,620% n/n), AGG (446% n/n), VHM (80% n/n). Nợ ròng vào cuối tháng sáu của các công ty niêm yết cũng tăng vọt 53% so với cùng kỳ, nổi bật là VHM (153% n/n), NVL (57.9% n/n), DXG (107% n/n). Do hầu hết tiến độ giao nhà tập trung vào 4Q20, chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm có thể ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và LNST đáng kể nhờ việc bàn giao hàng nghìn căn hộ.

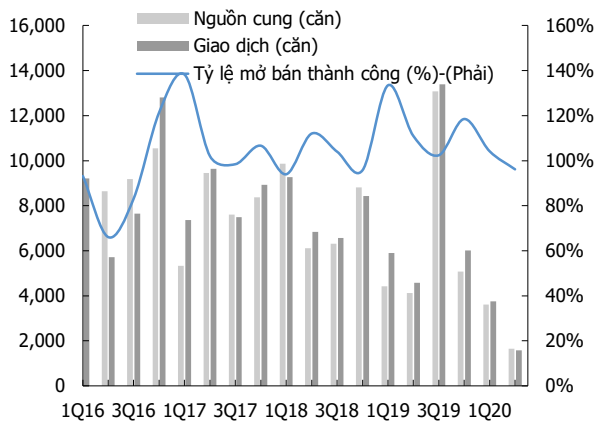
### 6. Duy trì Trung lập cho triển vọng cuối năm

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với lĩnh vực bất động sản nhà ở của Việt Nam do quy trình cấp phép chưa được cải thiện đáng kể, điều này có thể tiếp tục làm tắc nghẽn nguồn cung mới của thị trường trong 5 tháng tới. Hơn nữa, tăng trưởng kinh tế chậm lại có thể đe dọa khả năng chi trả của người mua nhà.

Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là KDH và NLG, dựa trên hoạt động ký bán tích cực trong năm 2019 - 2020 giúp tạo ra mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể trong năm 2020 - 2021 và dòng tiền dồi dào để tận dụng cơ hội mở rộng quỹ đất. Chúng tôi cũng đánh giá cao DXG nhờ tâm lý thị trường tốt hơn khi sắp ra mắt khu đô thị Long Đức (đất nền) và VHM nhờ tăng trưởng lợi nhuận vượt trội năm 2020.

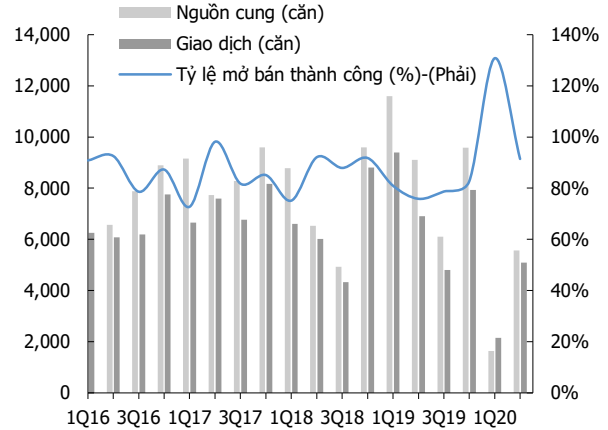
Quá trình phê duyệt dự án cải thiện và triển vọng vĩ mô tốt hơn mong đợi là rủi ro tăng giá chính đối với khuyến nghị của chúng tôi.

**Hình 1. Giao dịch chung cư TP HCM, 2Q20**



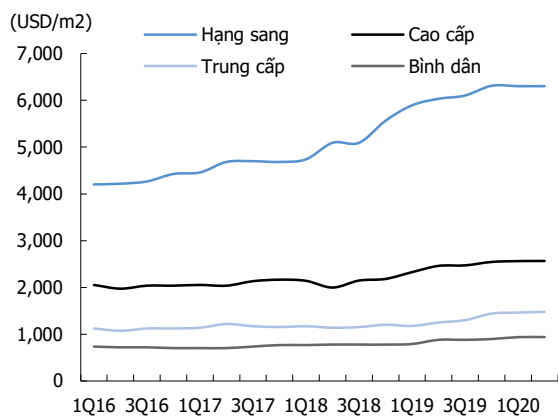
Nguồn: CBRE, KIS

**Hình 2. Giao dịch chung cư tại Hà Nội, 2Q20**



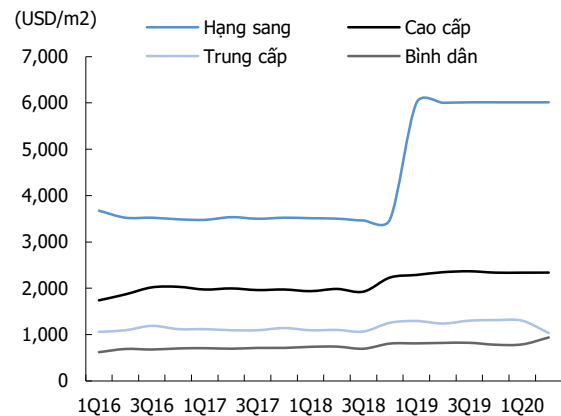
Nguồn: CBRE, KIS

**Hình 3. Giá chung cư tại TP. HCM**



Nguồn: CBRE, KIS

**Hình 4. Giá chung cư tại Hà Nội**



Nguồn: CBRE, KIS

**Bảng 1. Kết quả kinh doanh 1H20**

(Tỷ đồng)

Mã	Vốn hoá	% Tăng trưởng năm 1H20			% KH 2020		% Tăng nợ năm 1H20
		Doanh thu	Thu nhập tài chính	LNST công ty mẹ	% Doanh thu	% LNST	
VHM	261,845	(14.4)	80.5	7.6	23.6	34.2	153.4
NVL	61,413	(79.3)	1061.4	50.4	11.2	33.2	57.9
KDH	12,616	18.9	(51.1)	89.9	42.5	37.1	(37.2)
PDR	9,960	(40.0)	(61.1)	15.6	31.2	23.3	65.3
VPI	6,560	16.3	140.7	3.6	27.4	8.0	(10.5)
NLG	6,612	(29.6)	8.9	(32.7)	43.3	21.7	(116.7)
HPX	6,118	(45.3)	28.2	(34.6)	31.8	14.7	(100.0)
DXG	4,782	(53.9)	(83.9)	(187.7)	22.0	(47.2)	107.6
DIG	3,849	30.2	(31.8)	38.4	36.0	10.8	211.4
SJS	2,415	(55.5)	(26.9)	40.8	8.1	18.2	1.2
AGG	2,128	(67.6)	446.3	195.9	2.5	46.2	155.2
SCR	2,044	(44.6)	(9.2)	(46.9)	11.3	74.7	(100.0)
QCG	1,637	79.3	107.7	(28.0)	114.2	32.9	(15.0)
LDG	1,475	29.5	(100.0)	(98.8)	21.5	0.4	33.6
NBB	1,740	240.6	1620.3	(56.3)	13.4	30.8	135.4
<b>Trung bình ngành</b>		<b>(21.7)</b>	<b>75.6</b>	<b>(12.7)</b>	<b>27.5</b>	<b>27.7</b>	<b>53.4</b>

**Bảng 2. Danh mục theo dõi**

Khuyến nghị & Giá MT			Lợi nhuận và Định giá										
Công ty			DT	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EVEBITDA	Cổ tức	
												(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)
VHM (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	15,297	3,128	1,410	5,639	27,617	14.1	2.9	31.0	10	0.0
	Giá MT (đồng)	93,500	2018	38,664	7,617	14,284	4,567	12,907	17.4	6.2	57.0	36	0.0
	Giá (đồng)	79,600	2019	51,627	23,219	21,747	6,493	16,748	12.3	4.8	43.8	12	1.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	261,845	2020F	91,787	31,621	28,895	8,627	26,031	9.2	3.1	40.3	9	1.3
			2021F	75,138	33,290	32,724	9,770	33,756	8.1	2.4	32.7	9	1.3
KDH (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017A	3,055	792	502	1,179	10,930	20.8	2.2	13.1	2.2	11.6
	Giá MT (đồng)	28,200	2018A	2,917	982	808	1,592	12,753	15.4	1.9	11.8	1.9	13.4
	Giá (đồng)	24,550	2019A	2,813	1,223	915	1,691	14,006	14.5	1.8	10.5	1.8	12.6
	Vốn hóa (tỷ đồng)	12,616	2020F	3,602	1,506	1,104	2,067	15,204	11.9	1.6	8.2	1.6	14.2
			2021F	4,519	1,732	1,344	2,551	17,015	9.6	1.4	6.6	1.4	15.8
NLG (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017A	3,161	881	535	2,696	13,114	9.8	1.9	14.7	4.1	0.0
	Giá MT (đồng)	29,200	2018A	3,480	1,013	763	3,280	14,071	8.0	1.9	19.8	4.0	0.0
	Giá (đồng)	26,400	2019A	2,546	626	960	3,709	17,831	7.1	1.5	20.3	8.0	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,612	2020F	1,533	287	801	3,084	19,464	8.6	1.4	19.9	16.8	2.3
			2021F	1,585	269	951	3,664	22,536	7.2	1.2	14.7	12.7	2.3
DXG (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017A	2,879	1,186	728	2,127	19,397	4.3	3.2	0.5	20.6	0.0
	Giá MT (đồng)	12,800	2018A	4,645	1,835	1,178	3,427	14,282	2.7	2.7	0.6	26.7	0.0
	Giá (đồng)	9,200	2019A	5,814	2,099	1217	2,645	13,439	3.5	4.2	0.7	20.3	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,782	2020F	5,920	2,420	834	1,603	15,241	5.7	4.3	0.6	11.2	0.0
			2021F	10,186	4,663	2,950	5,672	20,893	1.6	2.4	0.4	31.4	0.0

Nguồn: BCTC công ty, KIS. Giá được lấy vào ngày 18/08.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 18/08/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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 18/08/2020.

Người thực hiện: Nhân Lại

## 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.