

Việt Nam

Trung tính (không thay đổi)

Công ty tiêu biểu

CTCP Phát triển Kinh doanh Nhà Khang Điền
NẮM GIỮ, Giá mục tiêu 25.800 VND,
Giá đóng cửa 24.250 VND

Lợi nhuận Q1/19 đi ngang và hoàn thành 12,1% dự báo cả năm, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Theo chúng tôi, hai dự án mới sẽ được mở bán năm nay và giúp doanh số kỷ bán tăng 73,2% yoy.

CTCP Đầu tư Nam Long MUA, Giá mục tiêu 35.500 VND, Giá đóng cửa 29.600 đồng

Lợi nhuận ròng Q1/19 tăng gần 6 lần đạt 145 tỷ đồng. Các dự án mới của doanh nghiệp đều đảm bảo quyền sử dụng đất và chuẩn bị mở bán, củng cố cho quan điểm của chúng tôi về triển vọng nửa cuối năm 2019 của NLG.

Tóm tắt các chỉ số định giá

P/E (x)	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
Khang Dien House Trading and Investment JSC	11.89	12.60	28.15
Nam Long Investment Corporation	8.41	7.60	7.92
P/BV (x)	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
Khang Dien House Trading and Investment JSC	1.33	1.25	1.22
Nam Long Investment Corporation	1.30	1.13	1.01
Dividend Yield	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
Khang Dien House Trading and Investment JSC	2.06%	2.06%	2.06%
Nam Long Investment Corporation	1.69%	1.69%	1.69%

Chuyên viên phân tích



Diên Hồng Thọ

T (84) 91 735 0604

E tho.dienhong@vndirect.com.vn

Bất động sản Nhà ở

Thị trường sôi động ở miền Bắc nhưng ảm đạm ở miền Nam

- Nguồn cung và giao dịch mới vẫn là động lực tăng trưởng tích cực ở Hà Nội nhờ các đại dự án mở bán trong Q1/19.
- Thị trường TP Hồ Chí Minh (TP HCM) có thể cải thiện nguồn cung trong nửa cuối năm 2019 nhờ dự án mới của các nhà phát triển nhưng việc mở bán vẫn có thể bị trì hoãn.
- Duy trì đánh giá Trung tính do triển vọng kém tích cực của thị trường miền Nam.

Doanh số căn hộ Q1/19 sụt giảm ở TP HCM nhưng tăng mạnh tại Hà Nội

Khối lượng ký bán chung cư ở TP HCM trong Q1/19 giảm 52,0% yoy do thiếu nguồn cung mới. Chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh các đợt mở bán trong nửa cuối năm 2019 sẽ giảm sự khan hiếm nguồn cung chung cư ở TP HCM. Trong khi đó, khối lượng giao dịch mua bán chung cư tăng mạnh 42,3% yoy (+6,6% qoq) tại Hà Nội nhờ nguồn cung dồi dào và nhu cầu mạnh mẽ. Chúng tôi nhận thấy phân khúc chung cư tầm trung vẫn dẫn dắt thị trường, lần lượt chiếm 84% và 68% khối lượng giao dịch tại TP HCM và Hà Nội.

Nhu cầu ổn định về bất động sản liền thổ tại TP HCM và Hà Nội

Việc thắt chặt nguồn cung sơ cấp nhà phố/riêng biệt thự khiến lượng tiêu thụ trong Q1/19 tại HCM giảm 70,5% yoy và đẩy giá chào bán tăng thêm 20-30% tùy thuộc vào loại sản phẩm. Các dự án lớn sắp tới có thể giúp cải thiện nguồn cung ở phía đông TP HCM, tuy nhiên thị trường bất động sản liền thổ sẽ ít sôi động hơn trong dài hạn do hạn chế quỹ đất. Trong khi đó, thị trường Hà Nội lại tăng trưởng gấp 3 lần về lượng tiêu thụ trong Q1/19 so với Q1/18 nhờ nguồn cung dồi dào. Chúng tôi cho rằng nhu cầu về bất động sản liền thổ sẽ duy trì ổn định ở cả hai thành phố trong các quý tiếp theo nhờ nhu cầu nhà ở và khả năng tăng giá trị tài sản.

Pháp lý vẫn còn tác động đến triển vọng thị trường TP HCM

Một số dự án chung cư bị tạm ngưng ở TP HCM đã tiếp tục xây dựng sau khi được cho phép thi công trở lại trong Q1/19. Tuy nhiên, theo Hiệp hội Bất động sản TP HCM, số lượng dự án mới được phê duyệt giảm 63% yoy trong Q1/19. Sự sụt giảm này khiến chúng tôi lo ngại về khả năng hồi phục nguồn cung căn hộ của TP HCM trong ngắn và trung hạn. Mặc dù một số đơn vị phát triển lớn đang cố gắng đẩy mạnh mở bán mới trong nửa cuối năm 2019 nhưng vẫn có khả năng các dự án trên sẽ tiếp tục bị trì hoãn.

Dự thảo luật ngân hàng về cho vay mua nhà không đáng lo ngại

Dự thảo Thông tư thay thế Thông tư 36/2014/TT-NHNN đã được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đề xuất nhằm tăng hệ số rủi ro của khoản vay mua BĐS có giá trị vay trên 3 tỷ đồng. Hệ số rủi ro có thể tăng gấp 3 lần so với mức 50% hiện tại và sẽ buộc các ngân hàng giảm cho vay mua BĐS giá trị cao. Điều này có thể ảnh hưởng lớn đến các nhà đầu cơ BĐS kiếm lời chủ yếu từ đòn bẩy tài chính, trong khi chỉ tác động nhỏ đến thanh khoản thị trường do số lượng người mua đầu cơ BĐS là không quá nhiều.

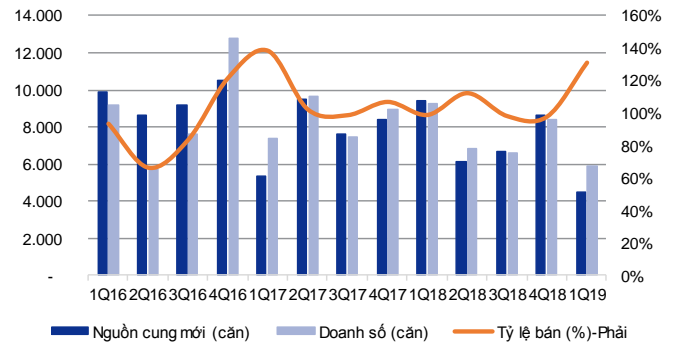
Duy trì đánh giá Trung tính, khuyến nghị Mua NLG

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm Trung tính cho ngành BĐS nhà ở vì quy trình cấp phép dự án còn khá chậm khiến thị trường TP HCM tăng trưởng chậm lại, trong khi đây là nơi tập trung phần lớn số dự án của các công ty BĐS niêm yết. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua đối với NLG nhờ các dự án sắp mở bán tại TP HCM và Long An. Động lực cải thiện quan điểm ngành vẫn đến từ tín hiệu rõ ràng trong việc rút ngắn quy trình cấp phép dự án giúp cải thiện nguồn cung sơ cấp của thành phố trong trung và dài hạn. Rủi ro ngành là lãi suất cầm cố tăng mạnh và ảnh hưởng đến khả năng chi trả của người mua nhà.

CÁC BIỂU ĐỒ CHÍNH

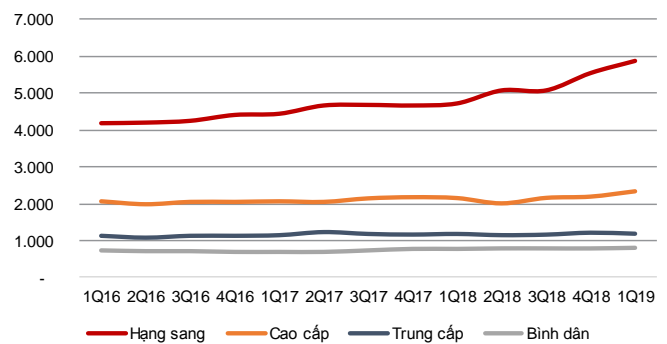
Giao dịch căn hộ ở TP HCM trong Q1/19 >

Rối ren trong cấp phép xây dựng khiến nguồn cung mới giảm 52,0% yoy trong Q1/19. Mặc dù tỷ lệ bán trên nguồn cung ở mức cao, nguồn cung sơ cấp eo hẹp đã khiến khối lượng giao dịch giảm 36,3% yoy. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sơ cấp sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2019 nhờ các dự án lớn mở bán như Vinhomes Grand Park, Akari, Reamen City và Sunshine City.



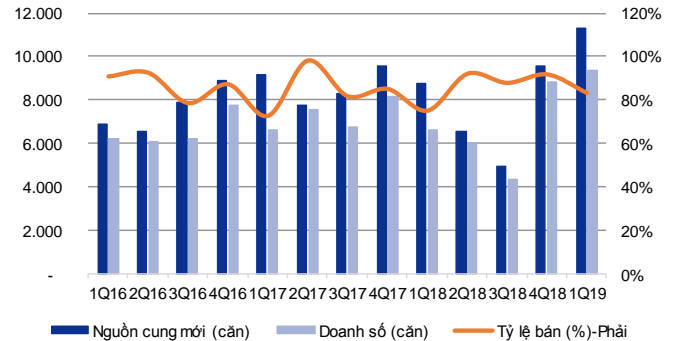
Giá căn hộ sơ cấp ở TP HCM (USD/m²) >

Giá căn hộ hạng sang đạt mức đỉnh (+24,4% yoy) trong Q1/2019 do mở bán dự án Centennial cuối năm 2018. Phân khúc cao cấp có giá tăng nhẹ (+8,7% yoy) trong khi giá của các phân khúc khác vẫn duy trì ổn định.



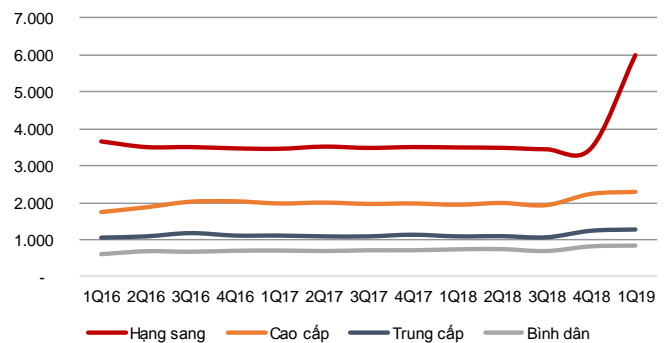
Giao dịch căn hộ ở Hà Nội trong Q1/19 >

Nguồn cung mới và lượng tiêu thụ trong Q1/19 đều tăng mạnh so với Q1/2018 do mở bán hai đại dự án của Vinhomes (VHM VN, Không khuyến nghị) bao gồm Ocean Park và Smart City. Khối lượng giao dịch tăng 42,3% yoy trong Q1/19 nhờ nguồn cung dồi dào và nhu cầu mua nhà ở mạnh mẽ.



Giá căn hộ sơ cấp ở Hà Nội (USD/m²) >

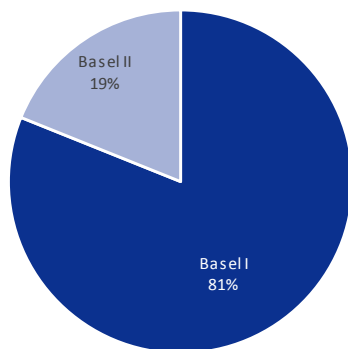
Dự án T-Place có giá chào bán 6.000 USD/m² được mở bán trong Q1/2019 đã đẩy giá phân khúc hạng sang tăng 70,8% so với Q1/2018. Các phân khúc khác có mức tăng giá tương đối hợp lý trong khoảng 12,2-18,1% yoy.



Chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của dự thảo quy định về khoản vay mua nhà không đáng lo ngại

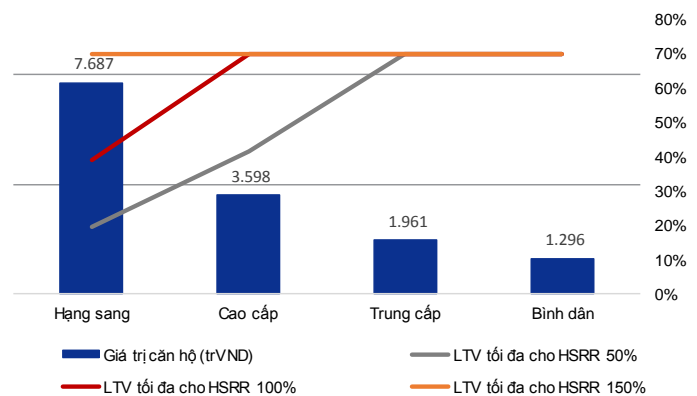
Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã công bố một số đề xuất thay đổi trong Thông tư 36 trong đó có việc tăng hệ số rủi ro đối với các khoản vay mua nhà. Theo dự thảo Thông tư, hệ số rủi ro của tài sản thế chấp sẽ tăng từ 50% lên 150% đối với các khoản vay có giá trị trên 3 tỷ đồng và 100% đối với các khoản vay có giá trị 1,5-3 tỷ đồng. NHNN cũng cho biết việc tăng hệ số rủi ro sẽ được áp dụng tại các ngân hàng chưa đáp ứng tiêu chuẩn Basel II trước khi luật mới được áp dụng. Trên thực tế, các ngân hàng đang chạy đua để đạt chuẩn Basel II sẽ không thể chịu thêm áp lực lên hệ số an toàn vốn từ cho vay mua nhà giá trị cao. Với mô phỏng bên dưới của chúng tôi (Hình 2), những ngân hàng này có thể sẽ hạ tỷ lệ cho vay (LTV) đối với các giao dịch mua nhà cao cấp, trong khi các căn hộ tầm trung và vừa túi tiền vẫn được hưởng tỷ lệ cho vay tối đa 70%. Chúng tôi cũng nhận thấy hầu hết bất động sản liền thổ tại Hà Nội và TP HCM đều có giá trị trên 5 tỷ đồng/căn và cũng sẽ chịu tác động tương tự với chung cư cao cấp.

Hình 1: Tỷ trọng dư nợ cho vay năm 2018 của các ngân hàng chấp thuận Basel II đến tháng 6/2019



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

Hình 2: Giá căn hộ trung bình* và tỷ lệ cho vay tối đa đối với các loại tài sản ứng với hệ số rủi ro theo dự thảo thông tư



(* Dữ liệu dựa trên giá bán trung bình trong Q1/19 cho căn hộ 75m² theo nghiên cứu của CBRE Việt Nam.

NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE, NHNN

Với lãi suất thả nổi hiện tại ở mức 11-12% và lợi suất cho thuê nhà ở mức 5-6% tại TP HCM và Hà Nội, các nhà đầu tư mua nhà cho thuê sẽ hạn chế sử dụng đòn bẩy cũng như ít chịu ảnh hưởng từ việc hạn chế khoản vay mua nhà theo dự thảo. Trong khi đó, các nhà đầu cơ sẽ là đối tượng duy nhất chịu tác động sâu từ sự thay đổi này vì đề xuất của NHNN khá đồng thuận với đường lối chung của nhà nước về việc tránh tình trạng tăng trưởng nóng trên thị trường bất động sản. Tuy nhiên, sự tham gia của nhà đầu cơ chỉ chiếm 3,1% khối lượng chung cư và dưới 10% bất động sản liền thổ trong 2013-17 (Nguồn: Savills). Chúng tôi cho rằng doanh số phân khúc cao cấp sẽ có thể giảm nhẹ nếu luật mới được áp dụng trong tương lai. Nhìn chung, quy định mới sẽ là sự can thiệp hợp lý để loại bỏ yếu tố đầu cơ và mở rộng dự địa tín dụng cho nhu cầu mua nhà ở thực.

So sánh với ngành

Hình 3: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Thị giá (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Tỷ suất sinh lời	Khuyến nghị	TGVH (trUSD)	P/E (x)			P/B (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		Nợ thuần trên VCSH (%)
							TTM	2019F	2020F	Curr.	2019F	2020F	TTM	2019F	2020F	2019F	2020F	
Vinhomes Jsc	VHM VN	78.000	N/A	N/A	N/A	11.276	17,3	15,2	10,4	6,1	5,0	3,0	57,0	31,0	32,3	0,9	1,4	56,9
No Va Land Inves	NVL VN	56.800	N/A	N/A	N/A	2.302	15,6	17,2	16,8	2,7	2,4	2,0	20,8	15,6	14,9	N/A	N/A	75,7
Khang Dien House	KDH VN	24.250	25.800	6,4%	Giữ	568	16,1	11,9	12,6	1,9	1,3	1,3	12,2	11,6	10,2	2,1	2,1	-12,6
Phat Dat Real Es	PDR VN	24.900	N/A	N/A	N/A	356	13,1	N/A	N/A	2,3	N/A	N/A	19,7	N/A	N/A	N/A	N/A	-5,4
Nam Long Investm	NLG VN	29.600	35.500	19,9%	Mua	306	7,1	8,4	7,6	1,4	1,3	1,1	21,6	11,2	14,6	1,8	1,8	-20,7
Van Phu - Invest	VPI VN	41.500	N/A	N/A	N/A	287	15,8	N/A	N/A	3,0	N/A	N/A	20,6	N/A	N/A	N/A	N/A	85,7
Dat Xanh Group	DXG VN	18.000	N/A	N/A	N/A	274	5,4	5,0	5,3	1,2	1,0	1,0	25,1	22,1	18,7	2,7	2,7	21,4
Hai Phat Investm	HPX VN	26.800	N/A	N/A	N/A	230	11,9	N/A	N/A	2,1	N/A	N/A	19,4	N/A	N/A	N/A	N/A	70,4
Trung bình							12,8	11,5	10,5	2,6	2,2	1,7	24,5	18,3	18,1	1,9	2,0	33,9
Trung bình (không bao gồm VHM)							12,1	10,6	10,6	2,1	1,5	1,4	19,9	15,1	14,6	2,2	2,2	30,6
Trung vị							14,3	11,9	10,4	2,2	1,3	1,3	20,7	15,6	14,9	1,9	1,9	39,1

Chú thích: giá được lấy là giá đóng cửa ngày 15/06/2019. Các dự phóng cho cổ phiếu không khuyến nghị được dựa trên nguồn dữ liệu Bloomberg.

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẪM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Diên Hồng Thọ – Chuyên viên Phân tích

Email: tho.dienhong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>