

Khải Hoàn Land (KHL)

“Tay chơi” lớn lên sàn

Nắm giữ thị phần môi giới số 1 tại TP.HCM

Khải Hoàn Land (KHL) là công ty có thị phần môi giới bất động sản hàng đầu tại TP. HCM trong 2019 với tỷ lệ 20%, tương ứng với hơn 6,000 giao dịch. Nhờ thiết lập mối quan hệ với các chủ đầu tư uy tín trên thị trường, số lượng giao dịch thành công qua sàn tăng trưởng rất ấn tượng ở mức 18.2% hàng năm, trong giai đoạn 2014-2019. Mặc dù thị trường bất động sản Việt Nam vẫn chưa hết sóng gió, Khải Hoàn Land với vị thế vững chắc sẽ có đủ năng lực để thu tóm thị phần từ các đối thủ yếu kém.

Gia nhập đội ngũ công ty địa ốc tiềm năng

Tận dụng lợi thế cạnh tranh ở mảng bán hàng, KHL lấn sân vào lãnh vực phát triển dự án ở những vị trí đắc địa tại thành phố nghỉ dưỡng hàng đầu Phú Quốc, Vũng Tàu với tổng diện tích 220ha để đẩy nhanh quá trình tích lũy vốn. Chiến lược phát triển KHL thận trọng hướng đến phân khúc trung bình khá và bất động sản nhà ở lâu dài. Sự rẽ ngang sang lãnh vực phát triển là bước đệm dài hơi giúp KHL phát triển dịch vụ môi giới ở phân khúc giá trị cao trong dài hạn

Gia tăng thị phần, triển vọng kinh doanh tươi sáng

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2020-2025 có sự tăng trưởng đột phá với tốc độ tăng 80% hàng năm nhờ vào phát triển của lãnh vực môi giới và phần đóng góp mảng bất động sản. Triển vọng lợi nhuận hấp dẫn, chiến lược phát triển sắc bén là những điểm sáng đối với cổ phiếu KHL. Chúng tôi định giá lần đầu với giá mục tiêu trong 1 năm tới ở mức 19,000/cp và khuyến nghị MUA đối với KHL.

	2017A	2018A	2019	2020F	2021F
Doanh thu (Tỷ đồng)	229	171	137	828	1,566
LN hoạt động (Tỷ đồng)	21	28	-10	148	293
LN trước thuế (Tỷ đồng)	19	23	13	147	292
LN ròng (Tỷ đồng)	16	16	10	118	234
EBITDA (Tỷ đồng)	22	28	-9	148	293
Nợ ròng (Tỷ đồng)	-6	-25	-1	-180	713
Biên LN hoạt động (%)	9.4	16.6	(6.9)	17.9	18.7
ROE (%)	0.7	1.3	0.8	8.9	15.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (đồng, điều chỉnh)	130	137	85	983	1,947
Tăng/giảm (% n/n)	(97.0)	5.1	(38.2)	1,061.3	98.1
BPS (đồng, điều chỉnh)	10,288	10,427	10,511	11,494	13,441
DPS (đồng, điều chỉnh)	0	0	0	0	0
PE (x)	70.7	67.2	108.7	9.4	4.7
PB (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	50.8	38.0	(116.4)	6.2	6.2

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Đánh giá **MUA**

Giá mục tiêu **19,000**

Lợi nhuận **+29%**

Thông kê

VNIIndex (15/10, điểm)	941
Giá cp (15/10, đồng)	15,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,800
SLCP lưu hành (triệu)	120
Caơ/ Thấp 52 tuần (đồng)	N/A
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	N/A
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	N/A
Cổ đông lớn (%)	
Cty TNHH Tập đoàn Khải Hoàn - Vũng Tàu	33.4
Nguyễn Khải Hoàn	59.1

Tạm tính theo giá 15,000/cp

Nhà Lại

nhan.lt@kisvn.vn

Nội dung

I. Giữ vững thị phần môi giới số 1 tại Tp.HCM	2
<hr/>	
1. Người tiên phong phát triển thị trường môi giới	
2. Kỳ vọng thu tóm thị phần bất chấp những thách thức ngắn hạn	
II. Gia nhập hàng ngũ công ty phát triển địa ốc đầy tham vọng	5
<hr/>	
1. Quỹ đất đáng mơ ước	
2. Chiến lược “lấy ngắn nuôi dài” sắc bén	
3. Phát triển dự án để mảng môi giới vươn dài trong chuỗi giá trị	
III. Triển vọng tăng trưởng lạc quan 2020-25F	8
<hr/>	
1. Dịch vụ môi giới tăng trưởng bền vững	
2. Phát triển dự án là động lực tăng trưởng trong 2023-25F	
IV. Định giá	14
<hr/>	
1. Định giá	
2. Khuyến nghị	
V. Rủi ro	18
<hr/>	
Thị trường bất động sản Tp.HCM và Phú Quốc	20
<hr/>	

Báo cáo nói về câu chuyện gì?

- Vị thế vững chắc để thâm thâu thị phần đối thủ cạnh tranh trong dịch vụ môi giới
- Rẽ sân sang phát triển dự án với quỹ đất mơ ước, để đẩy nhanh tích lũy vốn
- Khuyến nghị MUA dựa trên lợi thế cạnh tranh, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận lạc quan trong 2020-2023

Sơ lược về Khải Hoàn Land

Các hình thức môi giới

(i) Phân phối thuần: Nhà môi giới không cam kết số lượng phân phối cho các chủ đầu tư và do đó không có bất kỳ rủi ro nào. Tỷ lệ hoa hồng phí ở mức 2.5%-3.5%

(ii) Cam kết bao tiêu: Nhà môi giới cam kết số lượng sản phẩm tối thiểu cho chủ đầu tư. Môi giới sẽ phải mua số lượng chưa bán được. Tỷ lệ hoa hồng phí ở mức 4%-8%

(iii) Đầu tư thứ cấp: Nhà môi giới mua toàn bộ hàng tồn kho từ chủ đầu tư và sau đó bán lại cho người mua cuối cùng. Biên sinh lời dao động 9%-20%

Được thành lập từ năm 2009 tại TP HCM với hoạt động chuyên về môi giới truyền thống (phân phối thuần và cam kết bao tiêu) các dự án BĐS, Khải Hoàn Land (KHL) nhanh chóng phát triển lớn mạnh và chiếm lĩnh thị trường môi giới tại khu vực TP.HCM. Năm 2019, công ty lấn sân sang lĩnh vực đầu tư BĐS bằng cách tận dụng các lợi thế cạnh tranh mà Công ty có được từ mảng dịch vụ môi giới – khả năng tiêu thụ sản phẩm nhanh nhờ đội ngũ bán hàng đồng đảo.

Mô hình kinh doanh của KHL bao gồm 2 lĩnh vực chính: 1) dịch vụ môi giới; 2) đầu tư BĐS. Tuy nhiên, môi giới đa dạng các sản phẩm từ các chủ đầu tư uy tín vẫn được xem là mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi và chiến lược của KHL trong 5 năm tới.

Mảng dịch vụ BĐS của KHL hàng năm phân phối từ 5,000 tới 6,000 sản phẩm sơ cấp tới các khách hàng của Công ty, dẫn đầu thị phần miền Nam với 20% cuối năm 2019. KHL có 3 kênh phân phối chính bao gồm: 1) Hệ thống sàn KHL; 2) Hệ thống công ty con, công ty liên kết và 3) Hệ thống sàn liên kết, cộng tác viên, sàn trung tâm.

Đối với mảng đầu tư BĐS, KHL tập trung phát triển sản phẩm kinh doanh ở phân khúc căn hộ trung bình khá. Đây cũng là dòng sản phẩm có nhu cầu cao nhất thị trường hiện nay và trong thời gian tới. Các loại hình sản phẩm mà KHL đang phát triển, bao gồm: khu dân cư (căn hộ, nhà phố, đất nền); khu đô thị, phức hợp; bất động sản nghỉ dưỡng (khách sạn, resort, khu nghỉ dưỡng)

I. Vị thế vững chắc để thâm tóm thị phần môi giới

1. Người tiên phong phát triển dịch vụ môi giới tại TP.HCM

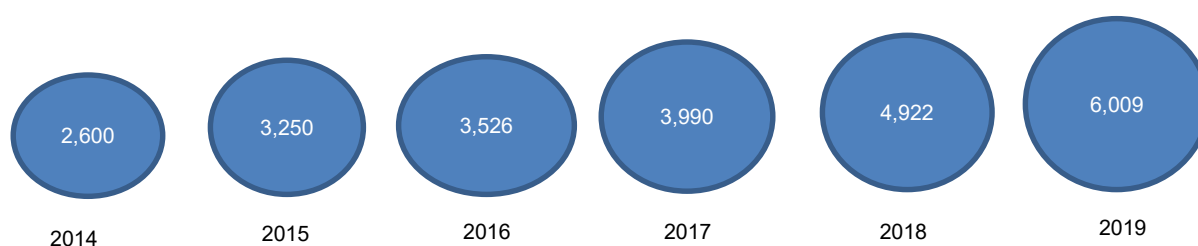
Theo thống kê của Hội Môi giới nhà đất Việt Nam, hiện tại có khoảng 3,000 đơn vị đăng ký kinh doanh dịch vụ môi giới nhưng hơn 2/3 tập trung ở TP.HCM, Hà Nội, Tp. Đà Nẵng, Bình Dương. Đa dạng về quy mô và phân khúc, các công ty môi giới cũng có thế mạnh và phạm vi thị trường khác nhau.

Tuy nhiên đối với phân khúc chung cư tại Tp. HCM, Khải Hoàn Land được ca tụng trong giới nghề là đơn vị đặt nền móng đầu tiên cho lãnh vực kinh doanh môi giới bất động sản tại TP.HCM. Trong giai đoạn 2013-2015 khi thị trường địa ốc đang gượng dậy sau sự sụp đổ của bong bóng bất động sản trước đó, KHL đã tháo gỡ những trầm lắng của thị trường bằng cách tiên phong giới thiệu các sản phẩm chung cư ra thị trường, vốn được xem là khá lạ lẫm đối với riêng TP.HCM và cả Việt Nam nói chung.

Việc tiếp thị rộng khắp sản phẩm chung cư tại các vị trí đắc địa như Vinhomes Central Park, Millennium đã khuấy động thị trường địa ốc và giúp dịch vụ môi giới bùng nổ sau đó vào 2015-2018. Có nhiều sàn giao dịch như Đông Tây Realty, Southernhomes, The One ...bắt chước KHL tham gia môi giới sản phẩm chung cư. Tuy nhiên thương hiệu KHL tại TP. HCM vẫn được xem là bảo chứng cho chất lượng sản phẩm, đội ngũ tư vấn. Thị phần giao dịch của KHL tại các dự án KHL tham gia theo số liệu ước tính dao động vào mức 18-25% tại mỗi dự án.

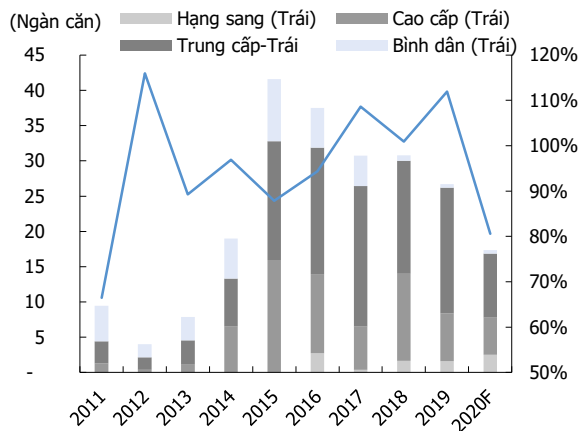
Theo số liệu của CBRE, sau khi đạt đỉnh số lượng căn hộ giao dịch thành công trên thị trường sơ cấp ở mức 36,528 căn vào năm 2015, Tp. HCM chứng kiến sự sụt giảm liên tục từ 2015 đến nay với mức giảm bình quân 5% hàng năm. Tuy nhiên, số lượng giao dịch căn hộ của KHL vẫn liên tục tăng hàng năm. Bình quân trong giai đoạn 2014-2019, số lượng giao dịch thành công của KHL tăng trưởng ấn tượng đạt CAGR 18.2%/năm, tiếp tục dẫn đầu so với các thương hiệu khác với thị phần 20% trong năm 2020.

Hình 1. Số lượng giao dịch thành công qua hệ thống sàn TP.HCM của KHL trong 2014-2019



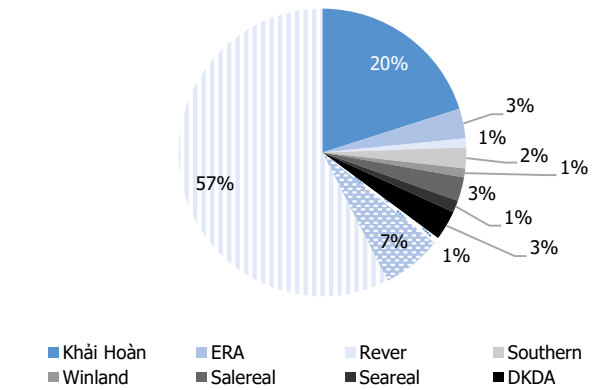
Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 2. Số lượng giao dịch căn hộ Tp. HCM liên tục sụt giảm do nguồn cung hạn chế



Nguồn: CBRE, KIS

Hình 3. Thị phần của KHL đứng đầu ở Tp. HCM trong 2019



Nguồn: Tổng hợp, KIS

2. Kỳ vọng mở rộng thị phần bất chấp những thách thức ngắn hạn

Những thách thức trong quá khứ 2013-2015 là cơ hội để KHL thể hiện bản lĩnh đương đầu với những khó khăn. Thành quả gặt hái trong giai đoạn 2015-2018 là bằng chứng xác thực cho thấy năng lực lãnh đạo hiệu quả và tầm nhìn sắc bén của công ty. Chúng tôi tin rằng những khó khăn 2019-2021 sẽ không làm cản trở bước đi tham vọng của công ty mà giúp công ty thu tóm thị phần từ các đối thủ yếu kém khác. Chúng tôi kỳ vọng KHL sẽ tiếp tục khẳng định vị trí dẫn đầu thị trường môi giới tại TP.HCM với mục tiêu chiếm lĩnh 30% thị phần trong vòng năm năm tới. Trong năm 2020, có khoảng hơn 800 sản phẩm giao dịch yếu kém đã phải ngưng hoạt động trước sự trầm lắng của thị trường. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để KHL sẽ giành thị phần của các doanh nghiệp trong nước khác nhờ vào lợi thế cạnh tranh vững mạnh, bao gồm:

Sản phẩm phân phối dồi dào, có chất lượng nhờ là đối tác tin cậy của nhiều tên tuổi lớn

Ngay khi ông chủ lớn Vinhomes đổ bộ vào thị trường Tp. HCM thông qua dự án Vinhomes Central Park năm 2014, KHL đã được Vinhomes tìm đến như là một cố vấn cho giải pháp bán hàng. Sự thành công của Vinhomes với các dự án sau này như Vinhomes Golden River luôn có sự đồng hành của của KHL. Không những là đối tác tin cậy của Vinhomes, mà KHL còn có sự gởi gắm niềm tin từ các tên tuổi mới nổi khác trong thị trường như Masterise Group (Thảo Điền Investment), Sunshine Group, Hưng Lộc Phát và đặc biệt là không thiếu các chủ đầu tư ngoại khác như Capital Land, Keppel Land. Chúng tôi tin rằng các ông chủ địa ốc tiếng tăm trong thị trường đều tin tưởng thương hiệu của KHL sẽ đảm bảo sự thành công trong chiến lược bán hàng. Nhờ vào nền tảng mối quan hệ bền vững với các chủ đầu tư hàng đầu, giỏ hàng phân phối của KHL luôn dồi dào, đa dạng, có chất lượng. Bất chấp những thách thức đến từ dịch bệnh và nguồn cung sụt giảm trong 2019-2020, sản phẩm của KHL luôn đảm bảo và nhận được sự ưu tiên. Chừng nào nguồn cung căn hộ tại Tp. HCM còn được dẫn dắt bởi ông chủ Vinhomes thì KHL sẽ luôn có rổ hàng phân phối dồi dào và đa dạng

Mô hình xây dựng đội ngũ bán hàng hiệu quả

Sau gần 20 năm kinh doanh môi giới bất động sản, KHL đã trở thành một trong những nhà môi giới hàng đầu tại Tp. HCM về hệ thống phân phối, với đội ngũ bán hàng giàu kinh nghiệm bao gồm hơn 3.000 nhân viên chính thức, cộng tác viên môi giới, nhà phân phối phụ và nhà môi giới nhỏ hợp tác với KHL với mục đích được tham gia hàng các dự án lớn. Chiến lược “nuôi quân” thông qua tỷ lệ phí hoa hồng ở mức cao nhất thị trường đồng thời không chi trả lương cố định để tiết giảm định phí cho công ty được đánh giá là vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Đây chính là lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ của công ty, hỗ trợ hoạt động kinh doanh môi giới của công ty phát triển liên tục trong những năm qua. Chiến lược này cũng giúp KHL cạnh tranh được cả những đối thủ ngoại có tiềm lực tài chính hùng mạnh khác trong ngành như ERA VN, REVER, PROPY, HOOZING. Hiểu biết thị trường nội địa sâu sắc, đội ngũ nhân sự hùng hậu và chiến lược “nuôi quân” khôn khéo đã giúp KHL đứng vững trước những sóng gió của thị trường.

II. Tham vọng lấn sâu vào đầu tư dự án

KHL mở rộng thêm mảng phát triển dự án nhằm mục đích đẩy nhanh quá trình tạo ra dòng tiền. Chiến lược phát triển bất động sản của KHL nhắm đến những quỹ đất sạch ở những vị trí đắc địa tại các thành phố đô thị loại 2 như Phú Quốc, Bà Rịa với sản phẩm chủ lực là nhà phố, biệt thự. Khi thị trường truyền thống – TP.HCM suy giảm với các nút thắt pháp lý kéo dài từ năm 2018, sự nhạy bén trong kinh doanh đã giúp KHL tích lũy được một lượng lớn quỹ đất ở các tỉnh lân cận. Sự chuyển hướng này không làm KHL chệch khỏi quỹ đạo kinh doanh dịch vụ môi giới. Chúng tôi đánh giá cao kế hoạch phát triển dự án mang tính chắc chắn này vì sẽ phục vụ thể chân kiềng môi giới trở nên vững chắc.

1. Quỹ đất đáng mơ ước

KHL hiện nay đang sở hữu hơn 200ha quỹ đất ở hai địa phương là thành phố Vũng Tàu và đảo ngọc Phú Quốc. Hai nơi này đều được xem là địa danh du lịch giàu tiềm năng tại Việt Nam.

Dự án Helios, hưởng lợi từ đề án nâng cấp thành phố Phú Quốc

KHL đặt chân đến Phú Quốc nhằm đón đầu sức hấp dẫn đến từ đề án thành lập thành phố Phú Quốc, thành phố cấp 1, dự kiến được thông qua trong 2022-2023. Dự án Helios trải rộng trên 54ha tại bãi biển ông Lang, thị trấn Đông Dương với tầm nhìn hướng biển và phía sau tựa núi. KHL có kế hoạch phát triển thành khu du lịch nghỉ dưỡng với đa dạng loại hình bất động sản bao gồm nhà phố, biệt thự, shophouse, khách sạn.

Trong giai đoạn đầu triển khai 2021, 5ha đất ở đô thị lâu dài với hình thức sở hữu vĩnh viễn sẽ được tung ra trước tiên, hứa hẹn vào khả năng khuấy động thị trường. Phú Quốc mặc dù được xem là thị trường sở hữu tốc độ phát triển bất động sản nghỉ dưỡng nhanh nhất cả nước nhưng bất động sản đô thị với quyền sở hữu lâu dài có sức hấp dẫn hơn vì trong quỹ đất xây dựng đô thị và phát triển dự án tại Phú Quốc, chỉ có 6% là cấp quyền sở hữu lâu dài. Tâm lý đại đa số người dân Việt Nam luôn ưu tiên tính sở hữu vĩnh viễn nên loại hình bất động sản sở hữu vô thời hạn sẽ có tính thanh khoản cao, tiềm năng tăng giá lớn. Hơn nữa, các sản phẩm bất động sản đô thị được quy hoạch bài bản

có giá trị kinh tế hơn bất động sản nghỉ dưỡng do có thể sử dụng nhiều mục đích khác nhau, như để ở, cho thuê, bán lại. Chúng tôi tin rằng 5ha đất ở đô thị sở hữu lâu dài sẽ có triển vọng bán hàng rất tích cực khi triển khai trong quý 2/2021.

Hình 4. Helios sẽ là bước đệm trong trung hạn hỗ trợ chiến lược phát triển địa ốc đầy tham vọng của KHL trong 2021-2023



Nguồn: Báo cáo công ty

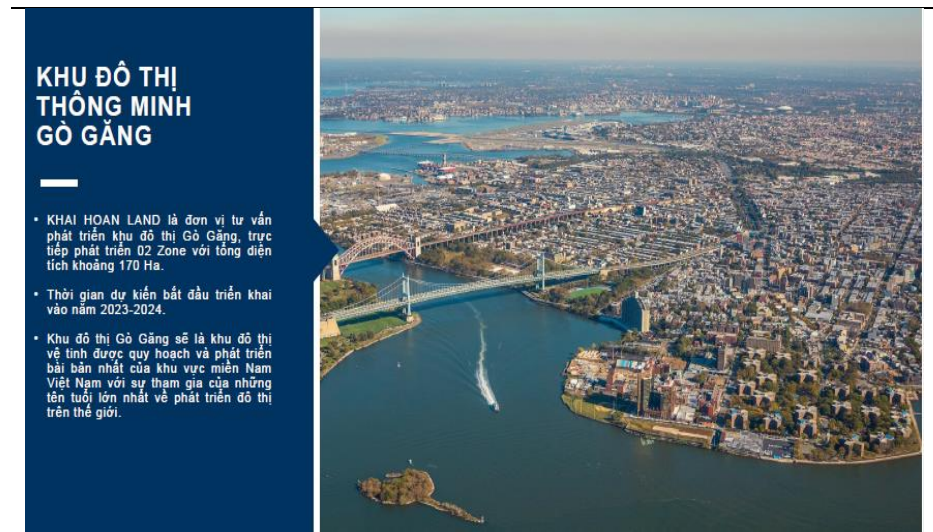
Dự án Gò Găng, đón đầu quy hoạch sân bay

Trong năm nay, Ủy ban tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu công bố đảo Gò Găng được quy hoạch thành khu đô thị sinh thái gắn với sân bay Gò Găng đến 1,800 ha bao gồm khu đô thị thương mại, dịch vụ tầm cỡ khu vực Châu Á. Thông tin về việc chốt địa điểm xây sân bay Gò Găng và quy hoạch đảo đã kéo nhiều nhà bất động sản đầu tư xin lập quy hoạch xây dựng và đề xuất dự án đầu tư trong đó có liên doanh giữa công ty cổ phần Đầu tư Văn Phú-Invest và công ty cổ phần đầu tư VCI. Hiện nay, KHL đã được chấp thuận tham gia phát triển 2 khu vực trong đảo với quy mô 170 ha. Dự án sẽ bắt đầu triển khai từ 2022-2025.

Để tăng thêm năng lực thực hiện dự án, KHL đã hợp tác các đối tác là các DN bất động sản tên tuổi trong khu vực. Chiến lược phát triển dự án nằm ở nâng cấp hạ tầng giao thông, bằng cách sẽ xây cầu kết nối từ đảo Gò Găng đến thành phố Vũng Tàu, dịch chuyển lượng giao thông trên quốc lộ 51 về đảo Gò Găng. Chúng tôi cho rằng giải pháp này khả thi do tuyến đường đi về thành phố Vũng Tàu qua đảo Gò Găng sẽ tiết kiệm khoảng hơn 30p, đồng thời giảm lượng ùn tắc xe trên quốc lộ 51. Hạ tầng sân bay Gò Găng, cầu kết nối từ đảo với thành phố Vũng Tàu sẽ là những điểm nhấn giúp dự án Gò Găng thu hút sự quan tâm đến từ người mua lẫn nhà đầu tư.

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển của dự án do thành phố Vũng Tàu được xem là một trong những trục kinh tế phát triển năng động nhất vùng Đông Nam Bộ. Hiện nay dự án vẫn được trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý nên chúng tôi xem dự án sẽ đóng góp tăng trưởng chính của KHL trong dài hạn 2023-2024.

Hình 5. Mô hình khu đô thị thông minh Gò Vấp sẽ đánh dấu bước phát triển trong chuỗi dịch vụ và dự án trong dài hạn



Nguồn: Báo cáo công ty

2. Chiến lược “lấy ngắn nuôi dài” sắc bén.

Mặc dù sở hữu những dự án tại những vị trí đắc địa ở các thành phố nghỉ dưỡng hàng đầu của cả nước, KHL cũng hiểu rằng chiến lược đón chờ sự phục hồi của du lịch sau dịch COVID và kế hoạch lên thành phố Phú Quốc mang tính trung dài hạn. Trong ngắn hạn, KHL mở rộng sang mảng đầu tư thứ cấp ở dự án LA PARTENZA trong thành phố HCM để thu được mức biên sinh lời gộp trên 1 sản phẩm cao hơn 9-20% so với dịch vụ thuần môi giới truyền thống (5%-8%/sản phẩm).

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược “lấy ngắn nuôi dài”, đầu tư thứ cấp ở Tp.HCM vì trong hai năm, Tp. HCM chỉ có mỗi dự án Vinhomes Grand Park quận 9 đóng góp chủ yếu cho nguồn cung trong khi nhu cầu mua nhà vẫn xuất hiện ở các quận khác trong Tp. Tập trung vào phân khúc trung bình khá sẽ giúp KHL nhanh chóng đạt được kế hoạch bán hàng vì nhu cầu mua nhà hiện nay của người dân tập trung sôi động ở phân khúc bình dân hay trung bình khá bất chấp sự trầm lắng của thị trường do dịch COVID.

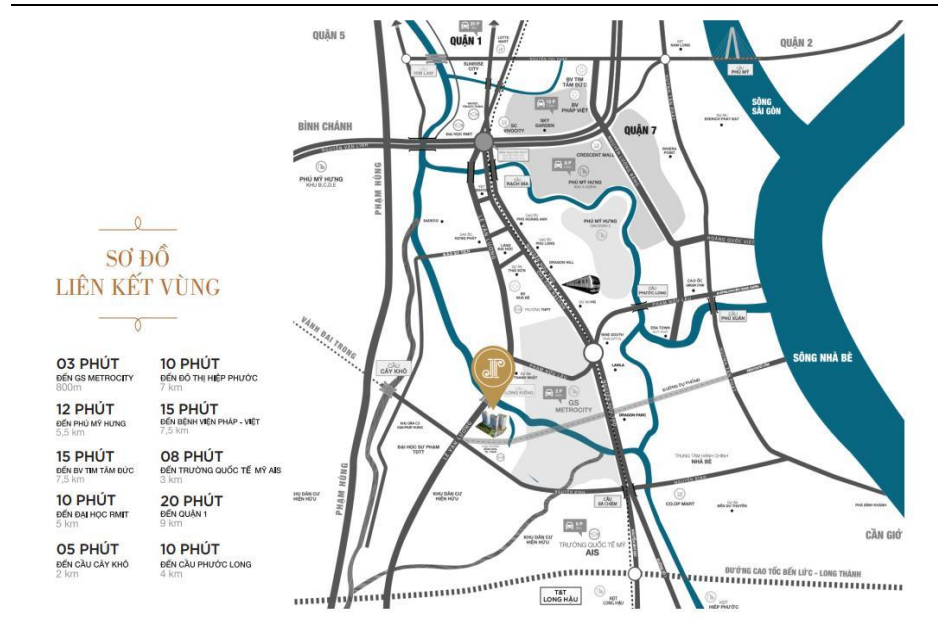
Dự án LA PARTENZA nằm ở đường Lê Văn Lương, huyện Nhà Bè, có diện tích 1.9ha, với quy mô 1,300 căn hộ. Công ty đã triển khai bán hàng từ năm 2019 và đạt được tỷ lệ bán hàng 60% đến T8/2020. Tỷ lệ này được đánh giá khả quan trong bối cảnh hoạt động tổ chức sự kiện bán hàng và tham quan dự án bị tạm hoãn do phải đáp ứng yêu cầu giãn cách xã hội. Công ty chia sẻ dự án sẽ có giấy phép huy động vốn hình thành trong tương lai từ Sở Xây dựng Tp. HCM cuối năm 2020 để ký hợp đồng mua bán với khách hàng. Tổng giá trị từ dự án trong 2020-22 có thể đạt 2.5 ngàn tỷ-2.7 ngàn tỷ và lợi nhuận từ đầu tư thứ cấp dành cho KHL ước đạt 550-650 tỷ, theo dự phóng của của chúng tôi. Chúng tôi tin rằng LA PARTENZA sẽ giúp cho KHL tích lũy dòng tiền nhanh hơn để phục vụ cho chiến lược phát triển bất động sản ở các thành phố cấp 2.

Bảng 1. Kế hoạch triển khai phát triển dự án và đầu tư thứ cấp

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu	Quy đất (ha)	Diện tích sàn xây dựng (ngàn m2)	Giá trị dự án mang lại (tỷ đồng)	Thời gian triển khai*						
							2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 về sau
La Partenza	Nhà Bè, Tp. HCM	Căn hộ	100%	1.9	96	2,698							
Helios	Phú Quốc	Khu đô thị nghỉ dưỡng	100%	54	130	4,500							
Gò Găng	Bà Rịa-Vũng Tàu	Khu đô thị thông minh	100%	270	1,146	13,000							

(*) Thời gian triển khai dự án từ lúc mở bán đến bàn giao được tổ xám

Hình 6. Đầu tư thứ cấp dự án La Partenza giúp công ty từng bước tham gia sâu vào lãnh vực phát triển dự án



Nguồn: Báo cáo công ty

3. Phát triển dự án để phục vụ cho môi giới

Mặc dù, phát triển dự án sẽ giúp KHL sớm nhanh chóng tích lũy lượng tiền lớn nhưng đây không phải chiến lược cốt lõi của KH trong 10 năm. Công ty luôn xem “dịch vụ môi giới” là trục trung tâm để mọi sự phát triển của KHL sẽ xoay quanh trục lõi này, mọi sự tích lũy vốn sẽ phục vụ cho định hướng nhà môi giới hàng đầu cả nước. Chúng tôi đánh giá cao “tầm nhìn xa” này vì KHL không có kinh nghiệm phát triển dự án như các ông chủ địa ốc hàng đầu và lão luyện khác như Vinhomes, Nam Long, Khang Điền, Hưng Thịnh.... Thế mạnh của KHL chính là năng lực bán hàng thông qua kỹ năng phục vụ chuyên nghiệp, am hiểu khách hàng nội địa, kiến thức thị trường vững chắc từ đó gây dựng niềm tin trong giới nhà nghề. Phát triển dự án sẽ giúp KHL đẩy nhanh quá trình tích lũy vốn, tạo ra thế chân kiềng vững chắc để hỗ trợ cho mảng môi giới phát triển ở tầm cao: tư vấn phát triển đô thị thông minh, thực hiện hoạt động marketing thay cho chủ đầu tư. Đây được xem hình thái phát triển cao của dịch vụ môi giới và đòi hỏi lượng vốn lớn và dài hơi trong nhiều năm. Phát triển dự án sẽ là bước đệm để nâng đỡ cho mảng môi giới được vươn dài mạnh mẽ hơn trong 10 năm tới, tạo ra nhiều giá trị thặng dư trong chuỗi dịch vụ.

Hình 7. KHL hướng đến dịch vụ giá trị cao trong chuỗi dịch vụ



Nguồn: Báo cáo công ty

II. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận lạc quan

Chúng tôi dự phóng năm 2020 sẽ là năm bước ngoặt cho bức tranh tài chính mang tính đột phá của KHL nhờ việc đặt bước chân vào lãnh vực đầu tư thứ cấp dự án thông qua dự án căn hộ LA PARTENZA. Doanh thu và lợi nhuận của KHL sẽ tăng trưởng bằng lần trong 2020-22 nhờ dựa vào các động lực tăng trưởng như sau:

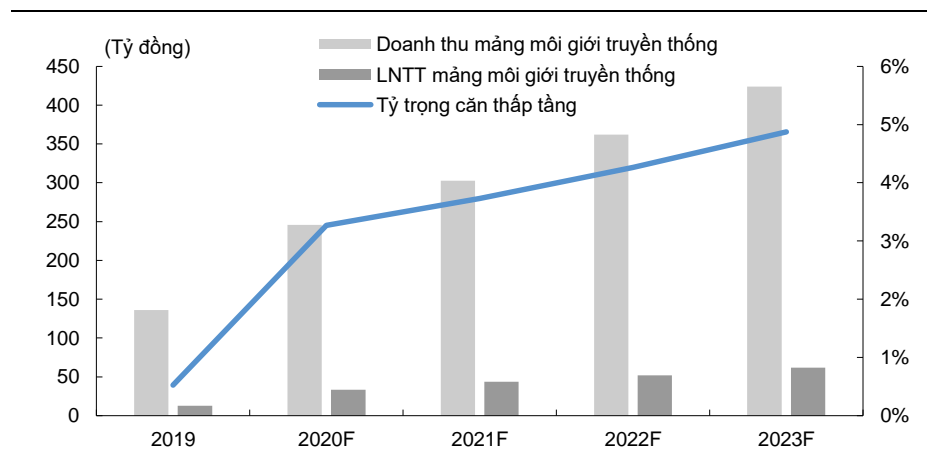
1. Dịch vụ môi giới tăng trưởng đột phá trong 2020-2021

Môi giới truyền thống tăng trưởng bền vững

Trong những năm 2015-2019, KHL tập trung phân phối giỏ hàng của Vinhomes để đảm bảo sự dồi dào của sản phẩm do hai năm qua, nguồn cung thị trường Tp. HCM vẫn được dẫn dắt bởi Vinhomes. Tuy nhiên vài năm qua, KHL đã đa dạng liên kết với các chủ đầu tư khác như Sunshine, Keppel Land, Masteries... để hưởng mức phí hoa hồng tốt hơn khoảng 3-55%/giá trị sản phẩm, cao hơn so với mức phí từ Vinhomes. Giỏ hàng của KHL cũng có giá trị cao hơn nhờ phân phối thấp tầng như ở dự án Zei Geist ở huyện Nhà Bè, phân khu thấp tầng Vinhomes Manhattan Glory ở quận 9, dự án VinWonders Phú Quốc.

Nhờ mức phí cao hơn, giá trị/sản phẩm tốt hơn mà doanh thu môi giới của KHL trong 2020 được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 76% so với cùng kỳ 2019. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí quản lý và bán hàng (SGA to sales) được giảm về mức bình quân của thị trường ở mức 25-27% trong năm 2020, so với mức 40-42% trong 2017-2019. Nhờ tiết giảm chi phí hoạt động, tỷ lệ EBIT margin của KHL trong năm 2020 cải thiện lên đạt 14% so với mức -8% trong 2019. Lợi nhuận trước thuế của mảng môi giới trong 2020 ước tính đạt 35 tỷ, tăng 159% so với cùng kỳ.

Hình 8. Doanh thu và LNTT mảng môi giới truyền thống tăng trưởng bền vững trong 2020F-2023F

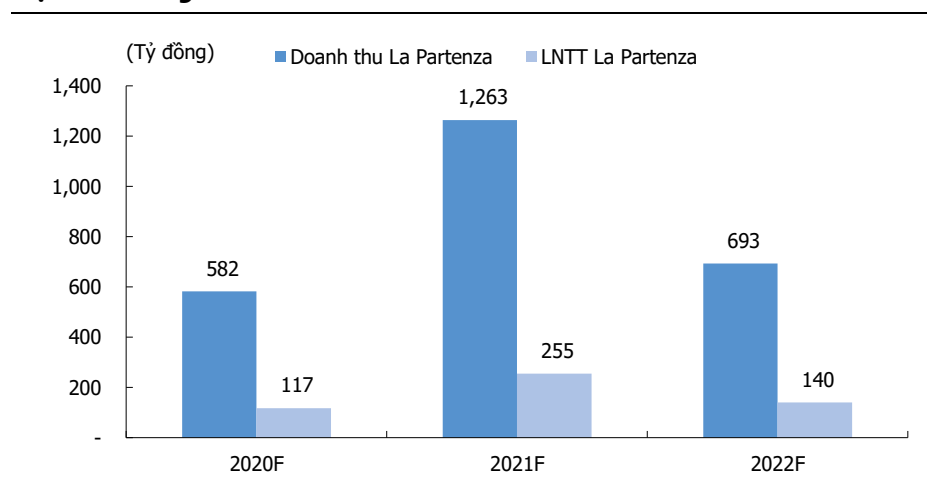


Nguồn: KIS

Đầu tư thứ cấp tăng trưởng đột biến trong 2020F-2021F

Nếu như mảng môi giới truyền thống tăng trưởng bền vững nhờ vào tăng trưởng của giỏ hàng thấp tầng thì mảng đầu tư thứ cấp sẽ có sự tăng trưởng “siêu khủng” trong 2020-2021 nhờ dự án La Partenza. Trong 2020 chúng tôi kỳ vọng KHL sẽ hạch toán doanh thu và lợi nhuận trước thuế từ việc đầu tư thứ cấp dự án La Partenza là 582 tỷ và 117 tỷ nhờ vào sự phân phối lại 300 căn hộ tầm trung. Dự án La Partenza sẽ tiếp tục đóng góp 1,263 tỷ vào doanh thu 2021 và 255 tỷ vào lợi nhuận trước thuế 2021. Biên lợi nhuận từ mảng đầu tư thứ cấp dao động khoảng 18-20%. Chúng tôi tin rằng kế hoạch này hoàn toàn khả thi do đến tháng 08/2020, KHL đã bán ra được 60% toàn bộ số căn dự án đến người mua cuối cùng.

Hình 9. Đầu tư thứ cấp dự án La Partenza giúp mảng môi giới tăng trưởng mạnh mẽ trong 2020-2022

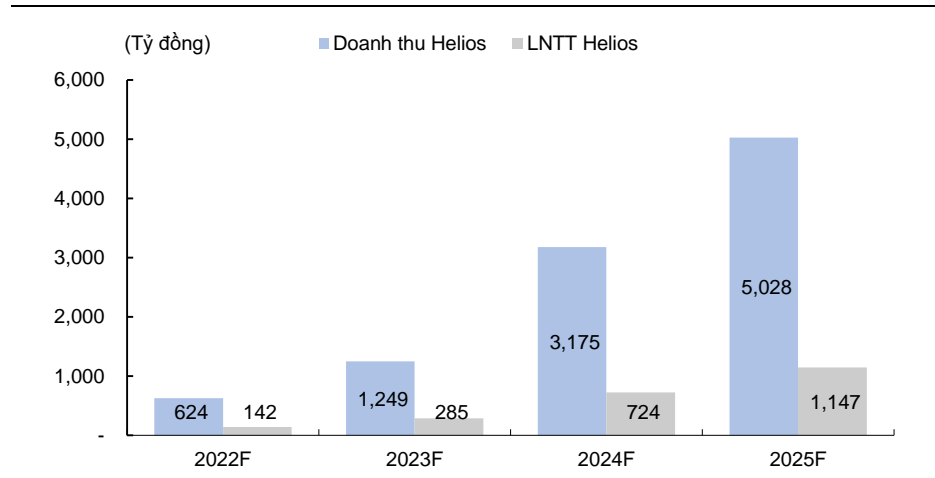


Nguồn: KIS

2. Mảng phát triển dự án dẫn dắt tăng trưởng đột biến trong 2024 - 2025

Chúng tôi kỳ vọng dự án Helios Phú Quốc bắt đầu đóng góp vào hoạt động kinh doanh kể từ 2022. Chúng tôi dự phóng một cách thận trọng khoảng 60 căn nhà phố/biệt thự sở hữu vĩnh viễn được bàn giao, tương ứng với khoảng 624 tỷ doanh thu và khoảng 142 tỷ lợi nhuận trước thuế trong 2022F. Sự đóng góp của dự án Helios sẽ tăng trưởng mạnh mẽ bắt đầu những năm sau đó 2023F-2025F

Hình 10. Doanh thu và LNTT mảng môi giới tăng trưởng bền vững trong 2020-2023



Nguồn: KIS

Doanh thu toàn hàng trong 2020 kỳ vọng đạt mức 828 tỷ đồng, gấp 6 lần so với 2019, lợi nhuận công ty mẹ đạt 118 tỷ, tăng 9.8 lần so với 2019.

Kết quả kinh doanh trong 2023-25 sẽ tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn duy trì ở mức ấn tượng vào khoảng 53 %/ năm lợi nhuận công ty mẹ trong đó mảng bất động sản dự án sẽ có sự đóng góp chủ yếu từ dự án Helios Phú Quốc. Tốc độ phát triển của mảng phát triển dự án ở mức 100%/năm trong 2023-2025, sẽ là động lực dẫn dắt tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận toàn hàng của KHL trong cùng giai đoạn.

Bảng 2. Tóm tắt dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh trong 2020-25F

(Tỷ đồng, %)

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Giả định
Số lượng đơn vị nhà ở phân phối truyền thống	6,000	6,300	6,930	7,623	8,385	9,224	10,146	Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng số lượng đơn vị nhà ở là 5% trong 2020 và 10% trong những năm tiếp theo
Số lượng đơn vị nhà ở phân phối qua đầu tư thứ cấp		300	639	357				
Số lượng đơn vị nhà ở bàn giao qua kênh phát triển dự án				60	120	170	350	
Doanh thu	137	828	1,566	1,679	1,673	3,668	5,600	Sự tăng trưởng mạnh ở môi giới truyền thống nhờ vào tăng tỷ trọng rổ hàng thấp tăng giá trị cao Đầu tư thứ cấp tăng trưởng nhờ phân phối dự án La Partenza trong 2020-2021 Dự án Helios sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong 2023-2025
Môi giới truyền thống	137	246	303	362	424	493	573	
Đầu tư thứ cấp		582	1,263	693				
Phát triển dự án				624	1,249	3,175	5,028	
Lợi nhuận gộp	48	200	355	432	486	1,034	1,565	
Chi phí hoạt động	(58)	(52)	(62)	(110)	(158)	(286)	(411)	

Tỷ lệ SGA/sales	(42)	(6)	(4)	(7)	(9)	(8)	(7)	Tỷ lệ chi phí SGA/sales kỳ vọng điều chỉnh về mức bình quân thị trường ở mảng môi giới truyền thống trong 2020-25 từ đó góp phần làm giảm tỷ lệ chi phí SGA
LN hoạt động kinh doanh	(10)	148	293	321	328	748	1,154	
Thu nhập tài chính	25	0	0	0	0	0	0	
Chi phí tài chính	0	(1)	(1)	0	0	0	0	
Lợi nhuận trước thuế	15	147	292	321	328	748	1,154	
Lợi nhuận sau thuế	12	118	234	257	262	598	923	
Lợi nhuận công ty mẹ	12	118	234	257	262	598	923	

Nguồn: KIS

III. Định giá hấp dẫn và khuyến nghị Mua

1. Định giá hấp dẫn

Chúng tôi tiến hành định giá cho công ty cổ phần Khải Hoàn Land theo phương pháp từng phần (SOTP). Đối với mảng môi giới chúng tôi tách riêng mảng truyền thống và đầu tư thứ cấp do mức độ rủi ro và mô hình dòng tiền ở hai mảng khác nhau. Trong mô hình môi giới, chúng tôi chưa phản ánh tiềm năng tăng trưởng từ phân khúc chuyển nhượng, cho thuê và các dịch vụ môi giới giá trị cao bao gồm tư vấn phát triển dự án. Ở mảng môi giới truyền thống, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền dành cho vốn chủ sở hữu trong năm năm. Chúng tôi cũng đồng thời áp dụng hệ số chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro trong dự phóng và những biến động tiêu cực trong dài hạn.

Đối với phần đầu tư thứ cấp và phát triển dự án, chúng tôi cũng chiết khấu toàn bộ dòng tiền của từng dự án La Partenza và Hellios Phú Quốc. Chúng tôi cũng đồng thời áp dụng mức chiết khấu 5-20% để phản ánh rủi ro thực hiện của hai dự án La Partenza và Hellios Phú Quốc. Riêng đối với dự án Gò Găng, dự án ở Long Biên và các dự án khác, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách của do chúng tôi chưa có thông tin về kế hoạch triển khai rõ ràng của dự án. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần KHL ở mức 19,000.

Bảng 3. Giá trị hợp lý của mỗi cổ phần KHL

(Tỷ đồng)

Tên dự án	NAV	Phương pháp	Chiết khấu NPV
Hellios Phú Quốc	818	DCF	20%
Gò Găng, Bà Rịa Vũng Tàu	490	BV	
Long Biên, Hà Nội	332	BV	
Khác	212	BV	
Tổng số dự án phát triển	1,852		
Môi giới truyền thống	278	DCF	10%
La Partenza	209	DCF	5%
Tổng dịch vụ môi giới	487		
Tăng:			
Tiền và tương đương tiền	19		
Phải thu ngắn hạn	13		
Tài sản dài hạn	39		
Giảm:			
Nợ	18		
Nghĩa vụ nợ khác	109		
RNAV	2,283		
SL cổ phiếu lưu hành	120,000,000		
Giá mục tiêu/cp (VND)	19,000		

2. Khuyến nghị

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu KHL với những lợi thế cạnh tranh khác biệt ở mảng môi giới truyền thống đến từ thương hiệu nổi tiếng trong ngành nghề, khả năng thống lĩnh thị trường căn hộ Tp. HCM cũng như sự am hiểu khách hàng giàu có. Mô hình đầu tư thứ cấp thận trọng tập trung ở dự án dành cho phân khúc trung bình khá sẽ làm giảm thiểu rủi ro trong hoạt động môi giới với công ty.

Chúng tôi tin rằng mức giá chào bán 15,000/cổ phần chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng của công ty trong trung và dài hạn do tâm lý e ngại về những bất ổn tiềm ẩn của thị trường bất động sản Tp. HCM đến từ dịch COVID-19 kéo dài và sự sụt giảm thu nhập người mua. Tuy nhiên, thị trường bất động sản nhà ở sẽ sớm phục hồi nhờ vào những quyết tâm khôi phục nền kinh tế của chính phủ thông qua đầu tư công, từ đó sẽ lan tỏa các ngành nghề khác trong đó thị trường bất động sản.

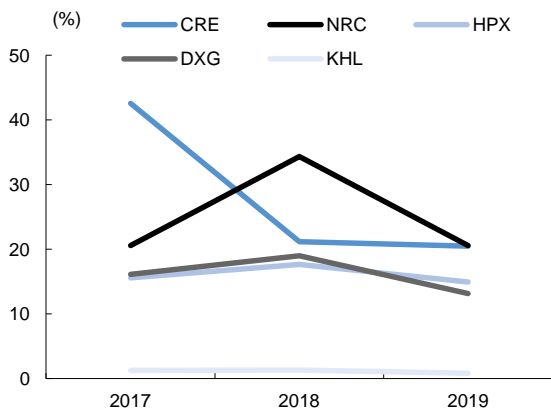
Chúng tôi khuyến nghị đưa KHL vào danh mục các nhà đầu tư và chờ đợi trong 1 năm với kỳ vọng tăng giá 26% trong 2021.

IV. Rủi ro

1. Các khoản đầu tư chưa hiệu quả

Chúng tôi tiến hành so sánh với các công ty trong ngành thì KHL có mức sinh lời ROE thấp ở mức 1% so với các công ty trong ngành (15%). Một trong những nguyên nhân dẫn đến hiệu quả sinh lời chưa tương xứng chính là các khoản đầu tư không hiệu quả. KHL có hai khoản đầu tư với tổng giá trị 500 tỷ cho hai dự án ở Hà Nội, Bình Thuận, Long An. Hai dự án này đã được đầu tư từ lâu nhưng chưa được triển khai, dẫn đến sự lãng phí trong đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng KHL sẽ sớm thực hiện chuyển nhượng, thu hồi dòng tiền về để đầu tư vào các dự án sinh lời tốt hơn như Hellios Phú Quốc.

Hình 11. ROE của KHL rất thấp so với đối thủ trong 2017-2019



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 12. Các khoản đầu tư chưa được triển khai đã kéo ROE của công ty thấp

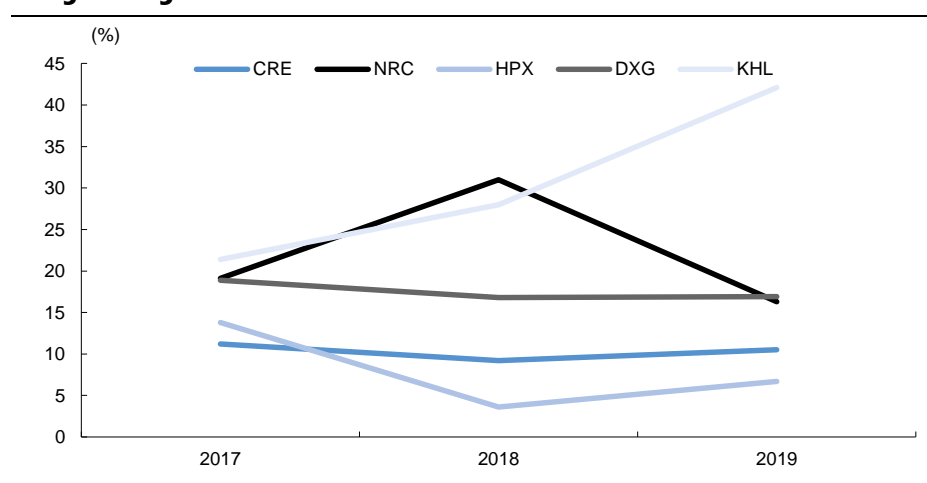
	Giá trị (tỷ đồng)	Diện tích, m ²	Tỷ lệ sở hữu	Năm sở hữu
Long Biên, Hà Nội	332	3,586	100	2018
Bình Thuận	92	4,278	100	2018
Long An	120	22575	100	2018

Nguồn: Báo cáo công ty

2. Chi phí hoạt động cao so với trung bình ngành

KHL có biên sinh lời lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh âm trong năm 2019 chính là do chi phí hoạt động trên doanh thu được chi trả ở mức cao hơn nhiều so với thị trường: 25-27% vs 15-17%. Chúng tôi hiểu mô hình hoạt động không chi trả lương cho nhân viên môi giới nhưng lại trả lương rất cao cho các quản lý để giữ chân người tài giúp cho công ty vượt qua được khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức này đang ở mức cao so với thị trường và sẽ tạo ra khoảng trống rủi ro trong trường hợp công ty không tăng trưởng doanh thu tương xứng để bù đắp định phí trên.

Hình 13. KHL duy trì tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu khá cao so với trung bình ngành



Nguồn: Báo cáo công ty

3. Đòn bẩy tài chính dự đoán sẽ tăng mạnh trong 2021-2022

Công ty đã duy trì bảng cân đối tài chính lành mạnh không nợ vay trong giai đoạn 2017-2019 khi mảng môi giới truyền thống đòi hỏi vốn lưu động ít. Phần lớn khoản đặt cọc cho mỗi dự án khoảng tầm 10-20% tổng giá trị lượng hàng phân phối. Tuy nhiên, khi lấn chân sang lãnh vực phát triển dự án ở quy mô hàng ngàn tỷ, công ty sẽ cần phải huy động lượng vốn từ chủ sở hữu hoặc nợ vay từ phát hành trái phiếu hay vay ngân hàng để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động tăng cao. Chúng tôi ước tính quy mô vốn vay có thể lên đến 44% vốn chủ sở hữu năm 2021F với giả định công ty chưa thể thu hồi vốn vay từ các khoản đầu tư không hiệu quả. Việc tăng nhanh đòn bẩy tài chính sẽ đem lại áp lực lớn cho công ty trong quản lý dòng tiền và rủi ro mất khả năng trả nợ.

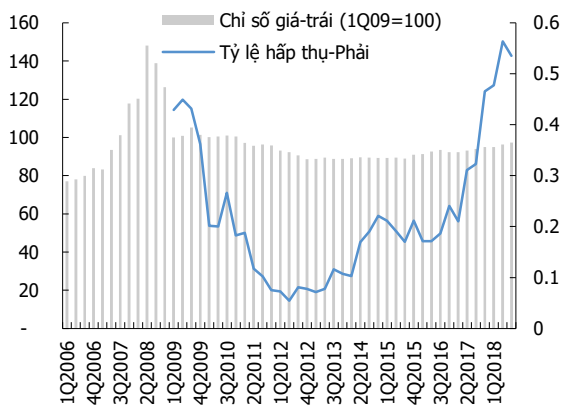
Thị trường nhà ở Tp. HCM

1. Không có tín hiệu nào về "bong bóng" sụp đổ

Giá bất động sản nhà ở tại TP.HCM nhích lên khoảng 9 - 14% CAGR trong 2Q16 - 2Q20 tùy theo phân khúc và vẫn thấp hơn 20 - 25% so với mức đỉnh bong bóng trong 2Q08. Điều này là do sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm thị trường, trong đó bất động sản bình dân và tầm trung dẫn đầu về khối lượng giao dịch, chiếm 60 - 66% tổng số giao dịch mỗi năm trong giai đoạn 2015 - 2020.

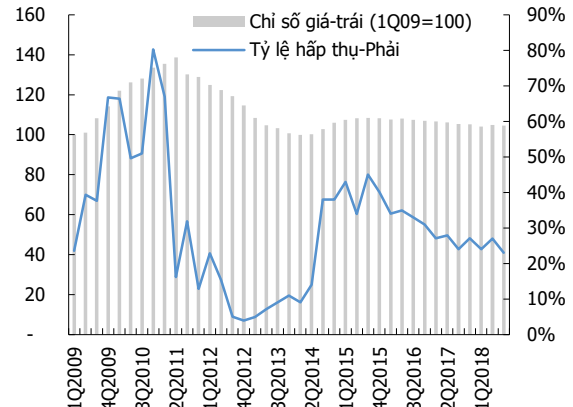
Chúng tôi cho rằng mức tăng bình quân hàng năm này là khá hợp lý khi xem xét mức tăng tương đương của giá nguyên vật liệu, nhân công, giá đất. Nhìn chung, chúng tôi không cho rằng thị trường đã quá nóng và giá cả vẫn ở mức phù hợp với túi tiền của người mua nhà thực sự. Điều này giải thích sự gia tăng tỷ lệ hấp thụ ở cả hai thành phố lớn trong 2020 so với thời kỳ trước bong bóng gần nhất, khi tỷ lệ hấp thụ suy yếu.

Hình 14. Chỉ số giá TP HCM dưới mức đỉnh 2Q18



Nguồn: Savills, KIS

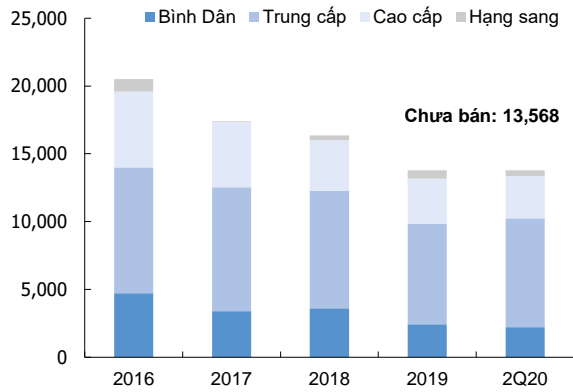
Hình 15. Mức giá Hà Nội vẫn trong mức chấp nhận được



Nguồn: Savills, KIS

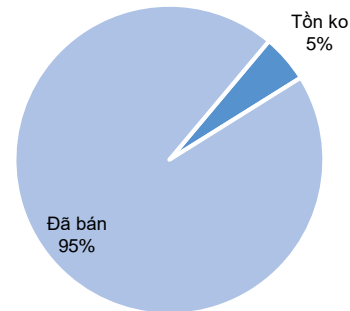
Một dấu hiệu rõ ràng trước khi bong bóng nhà đất gần nhất bùng nổ ở Việt Nam (2008 - 2009) hoặc thị trường Mỹ (2007 - 2009) là sự tích lũy nhanh chóng một lượng lớn bất động sản giá cao. Tồn kho hiện tại tăng gần đây là do các dự án bị tạm ngưng hoặc do nằm xa khu trung tâm, kết nối giao thông hạn chế hoặc tiện nghi kém. Ngoài ra, lượng căn hộ bán cho giới đầu cơ chỉ đóng góp 5% tổng số giao dịch thành công trong giai đoạn 2013 - 2020 (Savills). Với những điều kiện này, chúng tôi không lo ngại về việc giá bất động sản trong tương lai sẽ yếu đi do hàng tồn kho không bán được hoặc các nhà đầu cơ có thể làm sụp đổ thị trường và tháo chạy bằng cách rao bán tài sản của họ với giá rẻ.

Hình 16. Lượng hàng tồn kho tại TP HCM



Nguồn: CBRE, KIS

Hình 17. Số lượng căn hộ chưa bán tại TP.HCM ở mức thấp nhất



Nguồn: CBRE, KIS

Bảng 4. Không có dấu hiệu bong bóng bất động sản

Chỉ số bong bóng bất động sản	TP.HCM	Hà Nội
Dấu hiệu bong bóng trước khi bùng nổ		
Giá nhà đất tăng chóng mặt vượt khả năng chi trả của người mua nhà	x	x
Bất động sản tồn kho tăng	x	✓
Lãi suất vay mua nhà tăng	x	x
Mức độ đầu cơ bất động sản cao	x	x
Dấu hiệu bong bóng bùng nổ		
Giá bất động sản bắt đầu giảm mạnh	x	x
Thị trường trở nên kém thanh khoản với khối lượng giao dịch giảm đột ngột	x	x
Các khoản vay thế chấp quá đắt và không khuyến khích vay nợ mua nhà; rủi ro vỡ nợ xuất hiện	x	x
Các nhà đầu cơ làm đổ vỡ thị trường và bán hàng tồn kho của họ với giá chiết khấu cao	x	x

Nguồn: CBRE, KIS

Từ những điều trên, chúng tôi không cho rằng thị trường bất động sản nhà ở của Việt Nam, đặc biệt là TP.HCM, sẽ suy thoái mạnh vào năm 2020 khi các chỉ số điển hình của thị trường bong bóng, chẳng hạn như giá bất động sản tăng mạnh hay lượng lớn tài sản bị bán tháo bởi các nhà đầu cơ, chưa cho các tín hiệu cảnh báo rõ rệt.

2.Thị trường chỉ trầm lắng tạm thời trong 2020

Người mua chờ đợi và quan sát

Về phía người mua, thị trường không có dấu hiệu sụt giảm mà phần lớn họ đang có tâm lý chờ đợi và quan sát cho đến khi khi dịch bệnh được kiểm soát và nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi. Chúng tôi cho rằng bối cảnh kinh tế không thuận lợi dẫn đến việc giảm lương, sa thải lao động trong một số ngành đã tạo gánh nặng lên tâm lý người mua nhà. Họ cắt giảm chi tiêu hoặc trì hoãn kế hoạch mua nhà và chờ đợi để tìm kiếm một món hời trên thị trường thứ cấp.

Nguồn cung bị giảm do bị ảnh hưởng kép

Chúng tôi ước tính số lượng các dự án cấp phép do Sở Xây dựng tỉnh phê duyệt có thể giảm 10 - 15% trong năm 2020 do 1) Việt Nam đang tiến hành xác minh định kỳ việc sử dụng đất trên toàn quốc vào năm 2020, có thể thu hút một lượng lớn nhân lực trong các bộ phận liên quan đến việc cấp phép để hoàn thành 2) các biện pháp an toàn để ngăn chặn COVID-19 lây lan cũng hạn chế lịch làm việc trong 2020 3) các xung đột trong quy định cấp phép sẽ chưa được giải quyết hiệu quả trước năm 2021, theo quan điểm của chúng tôi.

Dựa trên thông tin công bố hàng quý trên trang web của Sở Xây dựng, chúng tôi ước tính có 483 dự án với tổng số 97,717 căn nhà ở được cấp phép trong 6 tháng đầu năm, lần lượt giảm 23.8% và 52.2% so với năm ngoái. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng khi mọi thứ trở lại bình thường, hoạt động cấp phép có thể tiếp tục vào 4Q20. Chúng tôi dự phóng số nhà ở được cấp phép trong năm 2020 trên toàn quốc có thể giảm 25 - 35% so với cùng kỳ năm ngoái, cho thấy số dự án ra mắt mới trong hai năm tới có thể sẽ bị hạn chế nếu không có hành động cứu trợ nào được đưa ra.

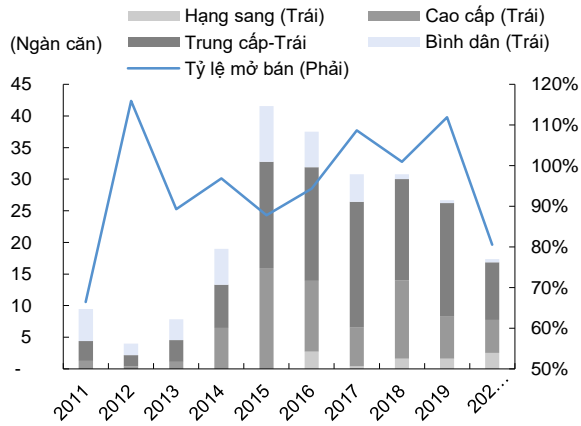
Việc mở bán có thể sẽ phục hồi trong 4Q20 do các chủ đầu tư sẽ chịu áp lực tăng doanh số bán hàng. Tuy nhiên, việc tăng tốc ra mắt dự án trong 4Q20 cũng không thể bù đắp cho sự thiếu hụt trong 1Q20 và 3Q20 do các biện pháp hạn chế di chuyển trong bối cảnh bùng phát COVID-19, khiến lượng khách hàng tham quan nhà mẫu, sự kiện bán hàng suy giảm trong 3Q20.

Nguồn cung tại TP.HCM bị ảnh hưởng kép trong 2020

Thị trường căn hộ tại TP HCM bị ảnh hưởng kép bởi những rào cản về quy định và sự bùng phát COVID-19. Chúng tôi dự kiến tổng lượng căn hộ mở bán mới trong năm 2020 tại TP.HCM có thể giảm xuống còn 16,000 – 18,000 căn (giảm 30.2 – 23.1% so với năm 2019. Một số dự án mới sắp triển khai là: i) Saigon Sport City (hơn 4,000 căn) tại Quận 2; ii) Vinhomes Grand Park với hơn 10,000 căn tại Quận 9; iii) Dự án Riviera (còn 1,000 căn) tại Quận 7 và iv) La Patenza với 1,200 căn. Các dự án này đang chờ Sở Xây dựng TP.HCM phê duyệt để huy động vốn trong 6 tháng cuối năm.

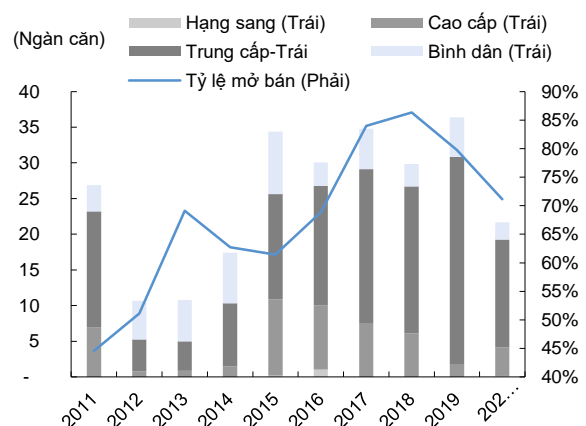
Song song với TP.HCM, Hà Nội có lẽ cũng sẽ chứng kiến sự sụt giảm đáng kể về lượng mở bán mới kể từ năm 2019. Các chủ đầu tư tại Hà Nội đẩy mạnh đợt mở bán cuối năm vào 4Q20 với một số dự án tên tuổi như: Vinhomes Ocean, Vinhomes Smart, Vinhomes Đan Phượng, The Terra An Hưng, Le Grand Jardin. Còn bốn tháng để chuẩn bị cho việc ra mắt, một số dự án có thể lùi sang năm sau bao gồm dự án quy mô 1 tỷ USD tại huyện Đông Anh với sự tham gia của các công ty nước ngoài như Capital Land và BRG Sumitomo JV; dự kiến sẽ cung cấp hàng chục nghìn căn hộ chung cư và nhà liền thổ vào năm 2021 - 2025.

Hình 18. Nguồn cung ở TP.HCM trong 2020 tiếp tục sụt giảm



Nguồn: CBRE, KIS

Hình 19. Nguồn cung ở Hà Nội trong 2020 sụt giảm mạnh mẽ



Nguồn: CBRE, KIS

Tỷ lệ mở bán vẫn tích cực

Tỷ lệ hấp thụ nhà ở sẽ được duy trì tích cực nhờ vào chương trình chiết khấu hỗ trợ từ chủ đầu tư và lãi suất cho vay thấp. Để đối phó với nỗi lo suy giảm nhu cầu từ người mua nhà, các chủ đầu tư có thể phải chịu áp lực giữ giá bán trung bình không đổi hoặc chỉ tăng nhẹ 2-3% so với đợt mở bán gần nhất. Hơn nữa, các chủ đầu tư còn kèm theo những ưu đãi khủng như chiết khấu thanh toán, nói lỏng điều khoản thanh toán, hỗ trợ lãi suất, quà tặng. Chúng tôi ước tính giá bán trung bình giảm khoảng 2 - 5% nhờ những ưu đãi nói trên. Nhờ các gói khuyến mại hấp dẫn, tỷ lệ mở bán trong các đợt mở bán sau dịch theo quan sát của chúng tôi là lạc quan ở mức 60 - 70% dù thấp hơn trước dịch 70-80%

Tham gia của ngân hàng góp phần hỗ trợ tăng lượng giao dịch

Chúng tôi đã theo dõi lãi suất vay mua nhà của một số ngân hàng lớn và thấy mức giảm 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. Không chỉ nói lỏng lãi suất vay mua nhà, các ngân hàng còn giảm tỷ lệ góp vốn trả trước từ 30% xuống 10 - 25%. Thị trường thứ cấp được thúc đẩy bởi sự tham gia của một số ngân hàng đô thị mới nổi. Theo quan điểm của chúng tôi, những hành động cứu trợ này có thể thúc đẩy các giao dịch căn hộ.

3. Tín hiệu tích cực 2021

Sửa đổi quy định pháp lý để cải thiện quy trình cấp phép trong 2021

Vào ngày 19/6, Quốc hội đã thông qua việc sửa đổi Luật Xây dựng và Luật Đầu tư, mở đường cho việc cải thiện quá trình cấp phép các dự án. Một số vấn đề được giải quyết trong cả hai bản sửa đổi bao gồm định nghĩa nhà đầu tư/nhà phát triển BĐS, quy trình chỉ định nhà phát triển BĐS khi nhận chuyển nhượng đất mà không cần đấu thầu. Chúng tôi rất tích cực với những tín hiệu trên nhưng

vấn thận trọng vì Luật Đất đai, bộ luật quan trọng nhất trong quá trình cấp phép vẫn chưa được sửa đổi tương ứng với hai luật nêu trên. Chúng tôi cho rằng cơ quan quản lý không thể căn cứ vào những sửa đổi này để giải quyết các vấn đề trong quá trình cấp phép và phải chờ Luật Đất đai sửa đổi trong năm 2021 tới.

Phân khúc bình dân được thúc đẩy bởi trợ cấp của Chính phủ

Nhằm gia tăng nguồn cung đang ngày càng thiếu hụt trong phân khúc bình dân, vốn không tăng so với năm trước, chính phủ đang huy động hỗ trợ khoản vay 60 nghìn tỷ đồng cho người mua nhà có thu nhập thấp, tăng gấp đôi so với mức trợ cấp 30 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2014 - 2016. Có thể có rất nhiều thay đổi liên quan đến thủ tục, sự tham gia của các ngân hàng, nhà phát triển BĐS, cơ quan có thẩm quyền cho đến khi quyết định cuối cùng được ban hành vào đầu quý 4 năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là thông tin tích cực vì nó hỗ trợ thị trường bất động sản tăng trưởng bền vững.

Thị trường bất động sản Phú Quốc

Tính từ năm 2010, Phú Quốc đã có 3 “cơn sốt” đất, thời điểm mạnh nhất là giai đoạn kể từ cuối năm 2017 đến 2018 khi đất Phú Quốc tiếp tục vào “cơn sốt” đất thứ 3. Giá đất trong 7 năm từ 2012 đến 2019 thay đổi khá nhiều, giá bất động sản Phú Quốc từ 5 – 6,5 triệu /m² ở mặt tiền Trần Hưng Đạo nay là 70 – 100 triệu/m². Tăng khoảng 15 lần chỉ trong 7 năm, con số này có nhiều cơ sở để bứt phá trong những năm tới.

Bảng 5. Những diễn biến quan trọng thị trường bất động sản Phú Quốc trong 2013-2019

Thời gian	Sự kiện	Diễn biến
2013 - 2014	Từ sau năm 2013, sau khi Thủ tướng Chính phủ ký Quyết định 80 về việc ban hành một số cơ chế chính sách đặc thù để phát triển đảo Phú Quốc. Tháng 10/2014, Phú Quốc lên đô thị loại 2.	Bất động sản đất nền: Cuối năm 2014 đến hết năm 2015, việc giao dịch Bất động sản nhộn nhịp đã đưa giá đất tại Phú Quốc tăng cao hơn từ 2 – 4 lần so với thời điểm trước, khiến cho nhiều nhà đầu tư chùn tay trong năm 2016. Theo con số thống kê thì có đến 80% nhà đầu tư đến từ Hà Nội mua đất ở Phú Quốc. Bất động sản nghỉ dưỡng: Vinpearl Phú Quốc Resort & Spa được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2014. Việt kiều đổ về Phú Quốc đầu tư càng nhiều hơn.
2015 - 2017	Triển khai các dự án bất động sản nghỉ dưỡng ở quy mô lớn	Kể từ “đỉnh” của cơn sốt đất vào giữa năm 2015, giao dịch nhà đất nhỏ lẻ ở Phú Quốc bắt đầu giảm nhiệt, chỉ sôi động ở mảng các nhà đầu tư thực hiện góp vốn hoặc M&A các dự án có quy mô lớn. Bất động sản nghỉ dưỡng phát triển mạnh mẽ: Nhiều dự án 5 sao được phát triển trong giai đoạn 2016-2017 như: Crowne Plaza Hotel, Sonasea Villas & Resort, Novotel Resort và Sunset Sanato Premium Complex. Các dự án biệt thự biển của các ông lớn như Vingroup, CEO Group, Sun Group hay BIM Group tung ra thị trường đều được khách hàng mua ngay. Mục đích chính vẫn là mua để đầu tư và cho thuê trong thời gian tới.
2017 - 2018	Thời điểm những tháng cuối năm 2017, đầu 2018 trước thông tin Phú Quốc chuẩn bị lên đặc khu	Các đại gia, nhà đầu tư tới từ Hà Nội, TP.HCM... ò ạt đổ xô ra săn lùng bất động sản đất nền Phú Quốc khiến giá chuyên nhượng tăng từng ngày.
2019 - 2020	Dịch COVID-19 bùng nổ khiến du lịch giảm tốc	Giao dịch sụt giảm. Bất động sản nghỉ trầm lắng

Nguồn: Tổng hợp, KIS

1. Quỹ đất ở hạn chế

Đặc thù là một hòn đảo với diện tích 58 ngàn ha nhưng đến 2/3 diện tích đất Phú Quốc là rừng nguyên sinh nên diện tích đất phát triển dự án và xây dựng đô thị tại Phú Quốc rất hạn hẹp. Không những vậy, quỹ đất sở hữu lâu dài/vĩnh viễn chỉ chiếm gần 6% trong tổng số quỹ đất tại Phú Quốc trong khi gần 94% còn lại là sở hữu 50 - 70 năm. Mặc dù còn tồn tại nhiều sai phạm trong công tác cấp phép dự án, quản lý sử dụng đất đai và đầu tư xây dựng, khiến cho quỹ đất được chấp thuận chủ trương phát triển dự án lên đến 6,971ha, vượt xa kế hoạch là 1,800 ha đến năm 2020 và 3,861ha đến năm 2030.

Tuy nhiên, phần lớn các dự án này phát triển ở quy mô nhỏ, và manh mún. Thị trường bất động sản Phú Quốc sẽ sớm đào thải những chủ đầu tư yếu kém, nhường chỗ cho dự án phát triển bài bản. Hai năm qua 2018-2019 thị trường bất động sản Phú Quốc diễn ra quá trình thanh lọc mạnh mẽ. Tình trạng đầu tư "lướt sóng" giảm dần, nhường chỗ cho những nhà đầu tư có tiềm lực tài chính vững mạnh, tầm nhìn dài hạn. Thời điểm của những dự án bất động sản được quy hoạch rõ ràng, khiến các nhà đầu tư dần yên tâm hơn và đầu tư ngày một nhiều hơn tại thị trường bất động sản Phú Quốc.

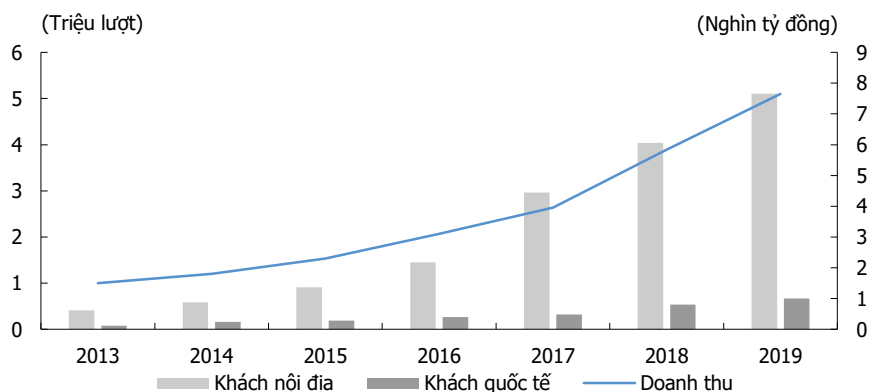
2. Trông chờ vào sự thành lập thành phố Phú Quốc

Theo Cổng Thông tin điện tử tỉnh Kiên Giang đưa tin, trong thời gian chờ Quốc hội thông qua Luật Đơn vị Hành chính - Kinh tế đặc biệt để trở thành "Đặc khu", Phú Quốc đã trình đề án thành lập thành phố lên Thủ Tướng vào ngày 01/08/2020. Thời gian xem xét và thông qua tờ trình có thể lên đến 2 năm. Dù chỉ trở thành thành phố, Phú Quốc sẽ được kỳ vọng sẽ phát triển quy củ hơn, không nóng vội như hiện nay. Đây vừa là tiền đề để Phú Quốc có sự tăng trưởng đột phá ở du lịch và kinh tế. Từ khi UBND tỉnh Kiên Giang xin Thủ tướng cho tạm dừng qui hoạch đặc khu để đưa huyện đảo trở thành thành phố biển đảo đầu tiên tại Việt Nam, Phú Quốc đã thu hút trên 300 dự án đăng ký đầu tư với số vốn cam kết lên tới 16 tỷ đô la Mỹ. Hầu hết các chủ đầu tư lớn về lĩnh vực bất động sản đều đổ nguồn tiền vào Phú Quốc như Vin Group, Sun Group, CEO Group, BIM Group, MIK Group, FLC Group, Novaland Group,...

3. Phú Quốc dẫn đầu phục hồi ngành du lịch Việt Nam

Sự chuyển mình của đảo Ngọc đã khiến lượng khách đến trong hai năm trở lại đây tăng trưởng đột biến. Nếu như năm 2015 chỉ có 913.000 lượt khách tới du lịch Phú Quốc, thì đến năm 2019, con số này là hơn 5 triệu lượt, vượt xa so với quy hoạch mục tiêu đạt 2-3 triệu khách vào 2020. Trong vòng 5 năm 2015-2019, Phú Quốc với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm lên đến 30%, cao hơn bình quân 7-8%/năm của cả nước trong cùng giai đoạn.

Hình 20. Du lịch Phú Quốc được kỳ vọng dẫn đầu tăng trưởng du lịch Việt Nam sau đại dịch nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ trong quá khứ 2013-2019



Nguồn: Sở Du lịch tỉnh Kiên Giang

Dịch bệnh COVID lần 2 đã tác động mạnh đến ngành du lịch mũi nhọn của Phú Quốc trong năm 2020. Phú Quốc sẽ sớm phục hồi tăng trưởng lượng khách du lịch trong 2021 vì thực tế sau khi khống chế và kiểm soát dịch bệnh COVID-19 ổn định vào tháng 5, trong tháng 7 tổng lượt khách ước đạt 999.788 lượt (tăng 4,9% so với cùng kỳ năm 2019), tăng 75,4% so với tháng 6. Riêng Phú Quốc có 706.799 lượt khách (tăng 29%). Tổng thu từ du lịch đạt 1.001,9 tỉ đồng, giảm 37,5% so với cùng kỳ nhưng lại khả quan vì đã tăng nhanh sau dịch, trong đó Phú Quốc ước đạt 636,2 tỉ đồng (tăng 1,6%). Với những con số tăng trưởng ấn tượng trong những năm 2015-2019 và sự phục hồi mạnh mẽ ngay khi dịch bệnh được kiểm soát, chúng tôi tin rằng du lịch của Phú Quốc sẽ tiếp tục tăng trưởng quay về trước dịch trong năm 2021.

Hiện tại, Phú Quốc đã trở thành điểm đến hấp dẫn với du khách trong và ngoài nước với hơn 22.000 phòng lưu trú, hơn một nửa trong số đó có tiêu chuẩn từ 3-5 sao với sự đầu tư của nhiều tập đoàn lớn nhưng với tốc độ tăng trưởng du lịch chưa năm nào đón dưới 30% thì hệ thống trên vẫn chưa đủ đáp ứng.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	514	682	669	787	2,076
Tiền và tương đương tiền	6	25	19	198	105
Phải thu	507	656	649	201	201
Hàng tồn kho	0	0	0	388	1,770
Tài sản dài hạn	1	0	0	0	0
Tài sản cố định	1	0	0	0	0
Đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	788	732	731	731	731
Tổng tài sản	1,303	1,414	1,400	1,518	2,806
Người mua trả trước	0	0	60	109	364
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	2	3	0	0	0
Khác	67	160	60	11	11
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	0	0	0	0	0
Nợ và TP dài hạn	0	0	18	18	818
Tổng nợ và phải trả	69	163	138	138	1,193
VCSH	1,235	1,251	1,261	1,379	1,613
Vốn điều lệ	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Thặng dư	0	0	0	0	0
Quỹ khác	0	0	(0)	0	0
LN giữ lại	35	51	61	179	413
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng VCSH	1,235	1,251	1,261	1,379	1,613

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	(178)	37	(25)	179	(893)
LN ròng	16	16	10	118	234
Khấu hao và khấu trừ	1	1	1	0	0
Tăng vốn lưu động ròng	(193)	17	(8)	61	(1,126)
Dòng tiền đầu tư	(111)	(18)	1	(0)	(0)
Tài sản cố định	0	0	0	0	0
Tăng đầu tư tài chính	(2)	(379)	1	(0)	(0)
Dòng tiền tài chính	288	0	18	0	800
Tăng vốn chủ	288	0	18	0	0
Tăng nợ	0	0	0	0	800
Chi trả cổ tức	0	0	0	0	0
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	-	-	-	-	-

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	229	171	137	828	1,566
Giá vốn hàng bán	158	95	89	628	1,211
Lợi nhuận gộp	71	76	48	200	355
Chi phí bán hàng & QLDN	49	48	58	52	62
LN hoạt động	21	28	(10)	148	293
Doanh thu tài chính	0	25	0	0	0
Thu nhập lãi	0	0	25	0	0
Chi phí tài chính	0	(1)	0	(1)	(1)
Chi phí lãi vay	0	(1)	0	(1)	(1)
LN khác	(2)	(5)	(1)	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	19	23	13	147	292
Thuế TNDN	4	6	3	29	58
LN sau thuế	16	16	10	118	234
LN ròng cho công ty mẹ	16	16	10	118	234
EBITDA	22	28	(9)	148	293

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	130	137	85	986	1,950
BPS	10,288	10,427	10,511	11,498	13,448
DPS	0	0	0	0	0
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(90.9)	(25.3)	(20.1)	505.7	89.2
LN hoạt động	(96.8)	32.6	(136.3)	N/A	97.7
LN ròng	(97.0)	5.1	(38.2)	1,065.6	97.7
EPS	(97.0)	5.1	(38.2)	1,065.6	97.7
EBITDA	(96.7)	31.5	(133.3)	N/A	97.6
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	9.1	16.1	(7.3)	17.9	18.7
Biên LN ròng	6.8	9.6	7.4	14.3	14.9
Biên EBITDA	9.4	16.6	(6.9)	17.9	18.7
ROA	0.5	1.2	(0.7)	8.1	10.8
ROE	0.7	1.3	0.8	9.0	15.6
Suất sinh lợi cổ tức			0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(6.4)	(24.9)	(1.1)	(180.0)	712.4
Nợ ròng/VCSH (%)	(0.5)	(2.0)	(0.1)	(13.0)	44.1
Định giá (x)					
PE	70.7	67.2	108.7	9.3	4.7
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	50.8	38.0	(116.4)	6.2	6.2

Giá thị trường KHL tạm tính ở 15,000/cp

■ **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 15/10/2020.

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 15/10/2020.

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.

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích 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 viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, 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.