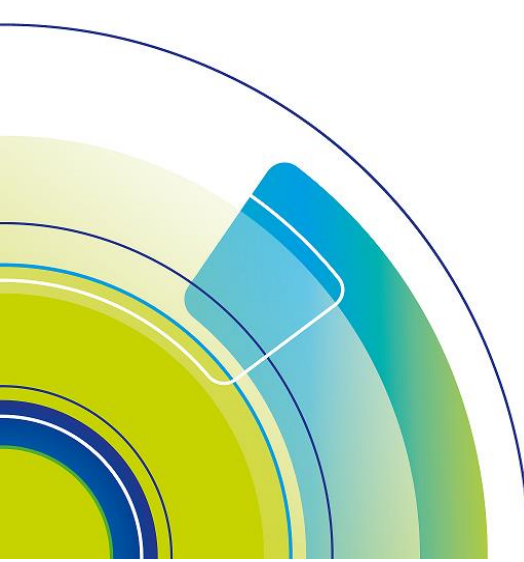




# **Tổng quan Ngành - BẤT ĐỘNG SẢN**

**27/03/2018**

---



## Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 303

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

## Báo cáo ngành

## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

**Tổng quan năm 2017:** Thị trường bất động sản (BDS) tăng 4,1% so với năm trước, mức cao nhất kể từ năm 2011, và đóng góp 0,2% vào mức tăng trưởng 6,8% của GDP. Ngành này giữ vị trí số 1 về tốc độ tăng trưởng số lượng doanh nghiệp đăng ký mới (+62% n/n) và vốn đăng ký mới (17 tỷ USD). Bên cạnh đó, dòng vốn FDI đầu tư vào lĩnh vực này đạt mức cao nhất trong 7 năm qua (hơn 3 tỷ USD).

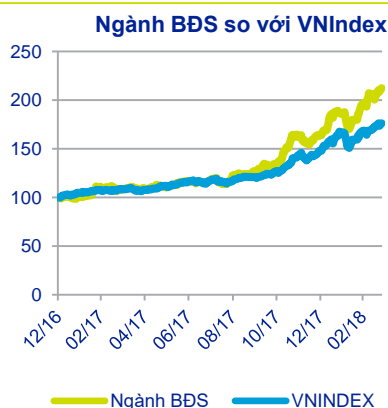
Thị trường BDS năm 2017 vẫn tăng trưởng mặc dù một số dự án mới không được mở bán như kế hoạch và có nhiều hoạt động đầu cơ vào thị trường đất nền tại TP.HCM. Có 218 dự án với hơn 138.000 sản phẩm được mở bán trên toàn quốc. Khoảng 68.000 căn hộ được bán ra, tập trung nhiều nhất ở Hà Nội và TP.HCM (91%). Đáng chú ý là thị trường căn hộ đang hướng tới phân khúc vừa túi tiền với căn hộ hạng B & C chiếm thị phần lớn nhất trong khi giá bán trung bình những căn hộ này tăng 5-6% n/n.

**Cơ hội & Thách thức:** Triển vọng ngành BDS khá tích cực nhờ các yếu tố hỗ trợ như: tình hình kinh tế vĩ mô ổn định, dân số trẻ, tỷ lệ đô thị hoá thấp, thu nhập người dân tăng và diện tích nhà ở bình quân đầu người thấp hơn mức bình quân thế giới. Bên cạnh đó, Nghị quyết 42 ban hành giúp đẩy nhanh việc xử lý nợ xấu chủ yếu có tài sản đảm bảo là BDS sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho thị trường M&A. Mặt khác, việc thắt chặt tín dụng đối với lĩnh vực BDS theo quy định của Thông tư 19/2017, pháp lý không rõ ràng về quyền sở hữu condotel và chênh lệch về số liệu thống kê trong các báo cáo ngành BDS là những thách thức đối với sự phát triển của thị trường.

**IPO sắp tới:** Sau khi niêm yết lĩnh vực cho thuê mặt bằng bán lẻ - CTCP Vincom Retail (HSX: VRE) vào năm ngoái thì Vingroup (HSX: VIC) tiếp tục lên kế hoạch đưa lĩnh vực phát triển BDS nhà ở là Vinhomes lên sàn và dự kiến thu về 1 tỷ USD. Vinhomes tập trung phát triển các dự án nhà ở hỗn hợp tại Hà Nội, TP.HCM và các tỉnh khác. Nếu thành công, đây có thể là một trong những đợt IPO lớn nhất tại Việt Nam.

**Triển vọng ngành:** Do nhiều dự án bị hoãn mở bán trong năm 2017 nên chúng tôi cho rằng nguồn cung trong năm 2018 có thể cao hơn so với năm ngoái. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ và giá bán trung bình có thể không tăng nhiều do nguồn cung nhiều hơn. Phân khúc căn hộ vừa túi tiền dự kiến tiếp tục dẫn đầu và là động lực chính hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của thị trường BDS.

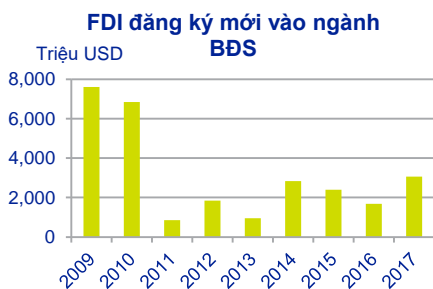
Những cổ phiếu chính	Giá mục tiêu gần nhất	Khuyến nghị hiện tại
VIC	97.563	GIỮ
VRE	52.274	GIỮ
NLG	40.287	MUA
DXG	35.134	GIỮ



Nguồn: Bloomberg.

Mã CK	Vốn hóa hiện tại (tỷ đồng)	2018 P/E	2018 P/B	Doanh thu 2018 theo dự phóng ACBS (tỷ đồng)	LN ròng 2018 theo dự phóng ACBS (tỷ đồng)
<b>Đã niêm yết</b>					
VIC	300.171	41,9	7,5	123.781	6.357
VRE	92.392	31,0	3,3	7.425	3.133
NLG	6.566	9,9	1,5	3.631	714
DXG	11.618	12,4	2,3	4.344	1.097
Sẽ niêm yết	Vốn hóa ước tính (tỷ đồng)	P/E	P/B	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	LN trước thuế và lãi vay 2017 (tỷ đồng)
Vinhomes*	n/a	n/a	n/a	62.584	17.400
<b>Ngành BDS Việt Nam</b>	<b>520.269</b>	<b>36,3</b>	<b>3,4</b>	<b>156.159</b>	<b>n/a</b>
<b>VN-Index</b>	<b>3.199.870</b>	<b>21,3</b>	<b>3,3</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>

Ghi chú: \*dựa theo báo cáo tài chính chưa kiểm toán của Vingroup.



Nguồn: CĐTNN.

## Thị trường BĐS năm 2017

### Ngành đầu tư hấp dẫn

Theo Cơ quan đăng ký kinh doanh - Bộ Kế hoạch và Đầu tư, ngành BĐS chiếm vị trí số 1 trong năm 2017 về tốc độ tăng trưởng số lượng doanh nghiệp đăng ký mới (+62% n/n) và vốn đăng ký mới (trên 388.000 tỷ đồng, tương đương 17 tỷ USD và chiếm 30% tổng vốn đăng ký mới trong nền kinh tế). Bên cạnh đó, theo Cục Đầu tư nước ngoài (CĐTNN), FDI đăng ký mới và tăng thêm trong ngành BĐS đã tăng gấp đôi trong năm 2017 lên hơn 3 tỷ USD, mức cao nhất trong 7 năm qua.

### Tín dụng vào ngành BĐS ổn định

Theo Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, trong 11 tháng đầu năm 2017 tăng trưởng tín dụng của toàn bộ hệ thống đạt khoảng 19%, trong đó tăng trưởng cho vay BĐS và xây dựng khoảng 13%. Tỷ lệ cho vay BĐS và xây dựng trong tổng dư nợ cho vay là 15,5%, so với 17,1% vào năm 2016. Đến cuối năm 2017, tỷ trọng tín dụng tiêu dùng chiếm khoảng 16-17% tổng tín dụng, trong đó gần 53% tập trung vào phân khúc cho vay mua nhà, thuê hoặc sửa chữa nhà, tăng 3,4% so với cuối năm 2016.

### Căn hộ hạng B & C chiếm lĩnh thị trường

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), thị trường BĐS tăng 4,1% n/n, mức cao nhất kể từ năm 2011, và đóng góp 0,2% trong mức tăng trưởng 6,8% của GDP. Theo Hiệp hội môi giới BĐS Việt Nam (VPBA), năm 2017 có khoảng 218 dự án được mở bán, cung cấp trên 138.000 sản phẩm, trong đó có 78.900 căn hộ, 13.600 nhà phố/biệt thự, 22.700 lô đất và 22.800 condotel. Số lượng căn hộ bán ra khoảng 68.000 căn.

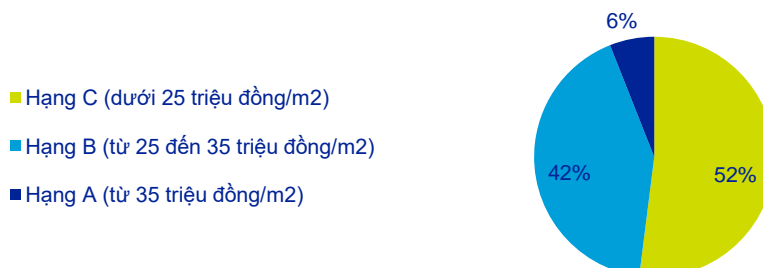
Năm ngoái, Hà Nội có 54 dự án mở bán với hơn 34.200 căn hộ và 1.950 nhà phố/biệt thự/nhà phố thương mại. Gần 20.800 căn hộ và 1.100 nhà phố/biệt thự/nhà phố thương mại được bán ra. Căn hộ hạng C (giá bán dưới 25 triệu đồng/m<sup>2</sup>) đứng đầu thị trường căn hộ Hà Nội, chiếm 60% tổng nguồn cung căn hộ và 52% số lượng bán ra. Giá bán căn hộ trung bình tăng 5-6% trong khi đất nền tăng 10% so với năm trước.

### Nguồn cung căn hộ Hà Nội



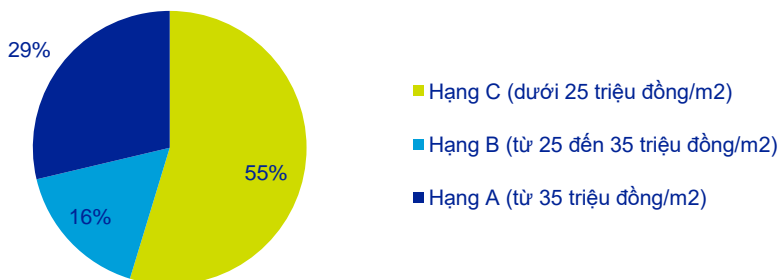
Nguồn: VBBA.

### Số lượng căn hộ bán ra tại Hà Nội

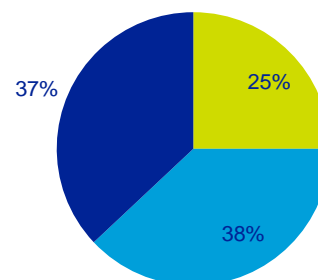


TP.HCM tiếp tục là thị trường BĐS lớn nhất trong năm 2017 với 70 dự án được mở bán, cung cấp 37.000 căn hộ, 4.400 nhà phố/biệt thự và 1.500 lô đất. Khoảng 40.800 căn hộ đã được bán với giá bán trung bình tăng 5-6% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi hạng C đứng đầu về nguồn cung căn hộ (chiếm 55%) thì hạng A & B được hấp thụ tốt, lần lượt chiếm 37% và 38% số lượng bán hàng. Có nhiều hoạt động đầu cơ vào phân khúc nhà thấp tầng và đất nền ở Q.2, Q.9, huyện Nhà Bè và Cần Giờ, kéo giá bán tại các quận này lên cao.

Nguồn cung căn hộ TP.HCM



Số lượng căn hộ bán ra tại TP.HCM

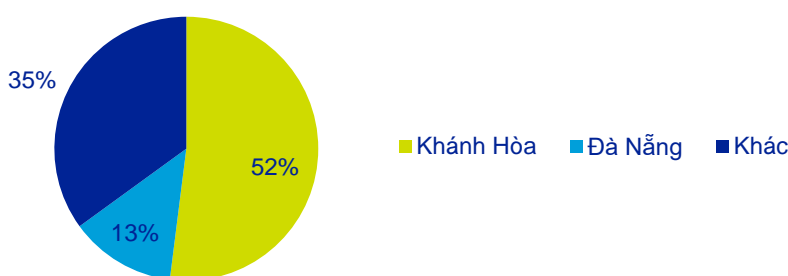


Nguồn: VBBA.

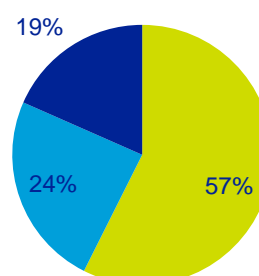
### Thị trường condotel bùng nổ

Thị trường condotel bùng nổ vào năm 2017 với nguồn cung hơn 22.800 căn và số lượng bán hàng trên 12.500 căn, tập trung ở Khánh Hòa và Đà Nẵng. Hầu hết người mua đến từ Hà Nội và TP.HCM. Lượng khách du lịch quốc tế tăng trưởng hai con số (2017: 29% n/n), mức cam kết lợi nhuận hấp dẫn và tầng lớp trung lưu tăng nhanh là những yếu tố thúc đẩy sự phát triển của thị trường mới này.

Nguồn cung condotel



Số lượng bán condotel



Nguồn: VBBA.

Ghi chú: Condotel là dự án chung cư hoạt động như một khách sạn. Mỗi phòng thuộc sở hữu của mỗi cá nhân và chủ sở hữu có thể tham gia vào chương trình cho thuê trong đó những căn hộ này sẽ được cho thuê lại như phòng khách sạn.

## Khả năng mua nhà và giá nhà hợp lý

### Khả năng mua nhà

Dựa vào kết quả điều tra thu nhập năm 2012 của TCTK, CAGR 2002-2012 của thu nhập theo ngũ phân vị và quy mô hộ gia đình khoảng 3,6 người (số liệu năm 2016), chúng tôi ước tính có khoảng 60% hộ gia đình có thể mua nhà khi thu nhập hàng tháng của họ cao hơn chi tiêu.

Thu nhập hộ gia đình theo ngũ phân vị	Ước tính thu nhập trung bình hộ gia đình năm 2018 của ACBS	Ước tính chi tiêu trung bình hộ gia đình năm 2018 của ACBS	Ước tính chênh lệch giữa thu nhập và chi tiêu trung bình hộ gia đình năm 2018 của ACBS
Nhóm 1	4.691	7.334	-2.643
Nhóm 2	9.874	10.929	-1.055
Nhóm 3	15.778	14.295	1.484
Nhóm 4	23.441	17.901	5.540
Nhóm 5	47.804	25.774	22.030
Trung bình	20.274	15.191	5.083

Đơn vị: Nghìn đồng.

### Giá nhà hợp lý

Chúng tôi ước tính các hộ gia đình trong nhóm 3, 4 và 5 có thể mua nhà có giá từ 500 triệu đồng đến 3 tỷ đồng/căn. Tại hai thành phố lớn nhất là TP.HCM và Hà Nội với dân số chiếm 17% dân số Việt Nam và thu nhập hộ gia đình cao gấp 2-2,5 lần so với mức trung bình toàn quốc thì có thể mua nhà có giá từ 1 đến 5 tỷ đồng/căn. Các giả định gồm có:

- Đặt cọc 30% giá trị căn nhà.
- Năm 2016 quy mô hộ gia đình ở Việt Nam là 3,6 người, ở TP.HCM là 3,6 người, ở Hà Nội là 3,5 người.
- Thời gian vay là 20 năm với lãi suất 10%/năm.
- 20-40% thu nhập hàng tháng của hộ gia đình dùng để trả tiền vay mua nhà.

## Cung và cầu

### Cung và cầu ở Hà Nội

Theo Sở Xây dựng Hà Nội, trong năm 2017, Hà Nội có hơn 11 triệu m<sup>2</sup> sàn xây dựng mới, trong đó nhà ở xã hội là 60.688 m<sup>2</sup> (chiếm 0,6%), nhà ở tái định cư 164.640 m<sup>2</sup> (1,5%), nhà ở thương mại hơn 2,5 triệu m<sup>2</sup> (22,7%) và nhà tự xây dựng là 8 triệu m<sup>2</sup> (75,2%). Diện tích nhà ở bình quân đầu người ở Hà Nội là 25,6 m<sup>2</sup> và mục tiêu đến năm 2020 là 26,3 m<sup>2</sup>.

Năm 2018, Hà Nội sẽ phát triển khoảng 11 triệu m<sup>2</sup> sàn xây dựng, trong đó có 430.000 m<sup>2</sup> là nhà ở xã hội (chiếm 3,9%), 348.000 m<sup>2</sup> là nhà ở tái định cư (3,2%), 2.145.000 m<sup>2</sup> là nhà ở thương mại (19,5%) và còn lại là nhà tự xây dựng. Có thể thấy rằng tổng nguồn cung nhà ở xã hội và nhà tái định cư dự kiến sẽ tăng 3,5 lần so với năm ngoái và nguồn cung nhà ở thương mại dự kiến sẽ giảm 14% so với năm 2017.

Với CAGR 2008-2015 dân số Hà Nội là 2,9%, quy mô hộ gia đình trung bình là 3,5 người, diện tích nhà ở bình quân đầu người là 23,6 m<sup>2</sup> vào năm 2015 và 26,3 m<sup>2</sup> vào năm 2020,

chúng tôi ước tính trong giai đoạn 2016-2020, nhu cầu mua nhà để ở ở Hà Nội là hơn 10 triệu m<sup>2</sup>/năm tương đương khoảng 65.400 căn/năm. Như vậy ước tính lượng cung trong năm 2018 vượt quá 0,9 triệu m<sup>2</sup> so với nhu cầu trung bình giai đoạn 2016-2020.

## Cung và cầu ở TP. HCM

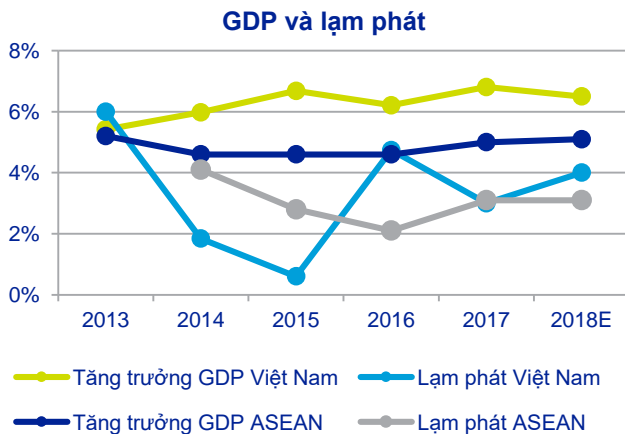
Theo Trung tâm Tư vấn Nhà ở thuộc Bộ Xây dựng, TP.HCM sẽ xây dựng khoảng 40 triệu m<sup>2</sup> nhà ở trong giai đoạn 2016-2020, tính trung bình mỗi năm là 8 triệu m<sup>2</sup>. Với CAGR 2008-2015 dân số TP.HCM là 2,7%, quy mô hộ gia đình trung bình là 3,6 người, diện tích nhà ở bình quân đầu người năm 2015 là 17,3 m<sup>2</sup> và năm 2020 là 19,8 m<sup>2</sup>, chúng tôi ước tính trong giai đoạn 2016-2020, nhu cầu mua nhà để ở tại TP.HCM là 8,8 triệu m<sup>2</sup>/năm, tương đương với 65.900 căn hộ/năm. Như vậy, tính trung bình thì cầu thấp hơn cung là 0,8 triệu m<sup>2</sup>/năm trong giai đoạn 2016-2020.

## Cơ hội & Thách thức

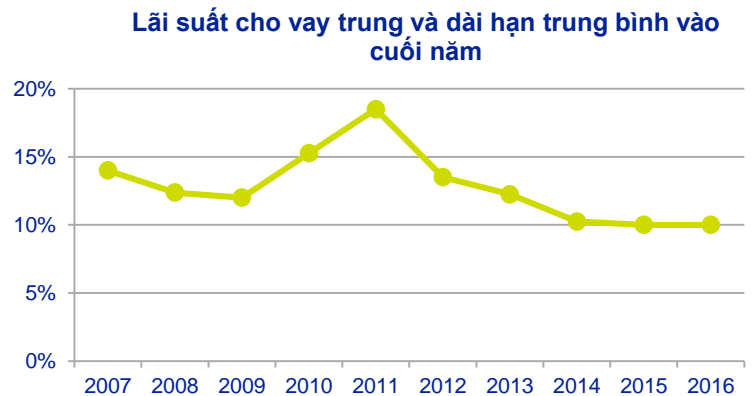
### Cơ hội

#### Tình hình kinh tế vĩ mô ổn định

Kể từ năm 2013, thị trường BĐS phục hồi mạnh mẽ, một phần là nhờ nền kinh tế vĩ mô ổn định, phản ánh qua tốc độ tăng trưởng GDP cao, lạm phát thấp và lãi suất cho vay ổn định. Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam luôn cao hơn mức trung bình của khu vực ASEAN kể từ năm 2013 và đạt mức cao nhất trong 10 năm qua (2017: 6,8%). Tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế dự kiến sẽ vẫn ở mức cao với mục tiêu của chính phủ là 6,5-6,7% trong năm 2018. Tỷ lệ lạm phát được giữ dưới mức 6% từ năm 2013 và dự kiến sẽ ở quanh mức 4% vào năm 2018. Lãi suất cho vay trung và dài hạn trung bình vào cuối năm được giữ ở quanh mức 10% trong vòng 4 năm qua và chỉ bằng một nửa so với mức lãi suất vào năm 2011. Đầu năm 2018, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cũng chỉ đạo các tổ chức tín dụng tiếp tục giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các doanh nghiệp.



Nguồn: TCTK và Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB).

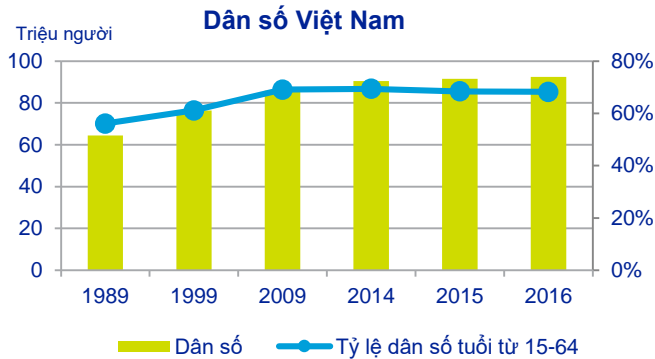


Nguồn: Báo cáo thường niên của NHNN.

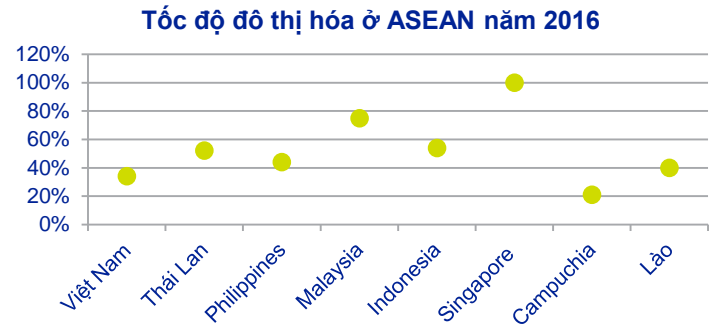


## Dân số trẻ, thu nhập tăng, tỷ lệ đô thị hóa thấp và diện tích nhà ở bình quân đầu người thấp

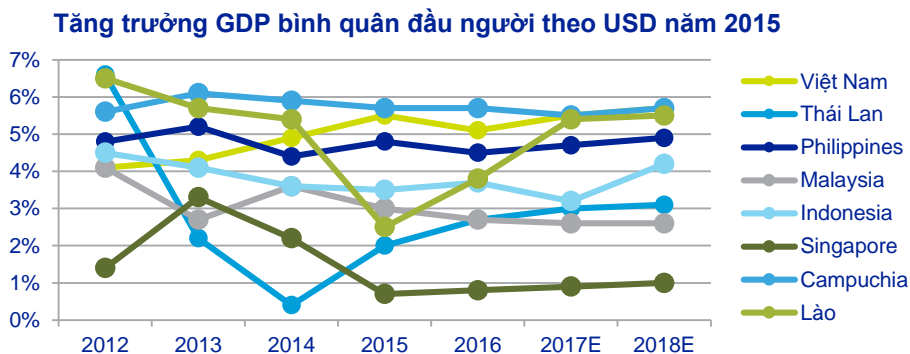
Về dài hạn, ngành BĐS ở Việt Nam có tiềm năng rất lớn nhờ các yếu tố như: dân số trên 95,4 triệu người (xếp thứ 3 trong khu vực ASEAN và đứng thứ 14 trên thế giới với mức tăng trưởng CAGR 2007-2017 là 1,1%), tỷ lệ đô thị hóa thấp (2016: 34% so với mức 54% bình quân thế giới), tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người cao so với các nước trong khu vực ASEAN và diện tích nhà ở bình quân trên đầu người thấp (ước tính năm 2017 là 23,4 m<sup>2</sup> so với mức trung bình trên thế giới là 25 m<sup>2</sup>).



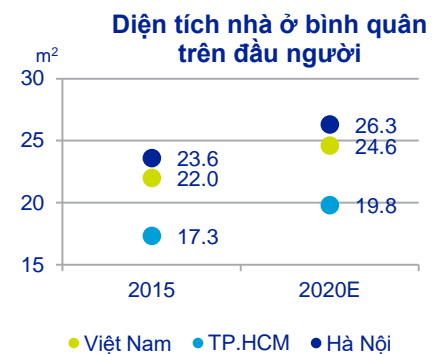
Nguồn: TCTK.



Nguồn: Worldbank.



Nguồn: ADB.



Nguồn: Bộ Xây dựng.

## Cơ hội M&A đến từ Nghị quyết 42

Năm 2018, NHNN sẽ tích cực tái cơ cấu một số tổ chức tín dụng chủ yếu thông qua xử lý nợ xấu theo Nghị quyết 42 do Quốc hội ban hành, tạo điều kiện thuận lợi cho việc tái khởi động các dự án BĐS và tạo nhiều cơ hội cho thị trường M&A. Tính đến tháng 9/2017, tổng nợ xấu là khoảng 566.000 tỷ đồng, trong đó khoảng 60-70% được đảm bảo bằng BĐS.

## Thách thức

### Thất chặt tín dụng đối với lĩnh vực BĐS

Tín dụng của các ngân hàng đóng vai trò quyết định trong sự phát triển của thị trường BĐS do các nguồn vốn khác như REIT chưa phát triển ở Việt Nam. Tín dụng sẽ được kiểm soát theo lộ trình của Thông tư số 19/2017/TT-NHNN của NHNN. Tỷ lệ rủi ro của ngành BĐS sẽ duy trì ở mức 200% và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ 50% năm 2017 xuống 45% vào đầu năm 2018 và xuống 40% vào đầu năm 2019.

### Quyền sở hữu condotel

Quyền sở hữu condotel là một vấn đề pháp lý thách thức sự phát triển của phân khúc BĐS nghỉ dưỡng. Người mua condotel hiện chưa được cấp sổ hồng và điều này không được pháp luật quy định rõ ràng. Sổ hồng là giấy chứng nhận quyền sở hữu và cũng là một quyết định hành chính nên nó có thể bị hủy bỏ nếu được xem là bất hợp pháp. Vấn đề này sẽ tạo ra rào cản tâm lý cho người mua condotel trong tương lai.

### Số liệu thống kê ngành không đồng nhất

Mỗi quý, các công ty nghiên cứu và tư vấn như CBRE, Savills, JLL và Hiệp hội BĐS Việt Nam đều công bố báo cáo thị trường BĐS, tuy nhiên số liệu thống kê thường không đồng nhất, thậm chí chênh lệch khá lớn, đặc biệt là số lượng sản phẩm bán được. Trong khi đó, nhà nước lại không có một sơ sở dữ liệu chính thống nào. Tình trạng loạn số liệu này sẽ tác động không nhỏ đến người mua nhà và các chủ đầu tư dự án.

## Triển vọng ngành

Do nhiều dự án bị hoãn mở bán trong năm 2017 nên chúng tôi cho rằng nguồn cung trong năm 2018 có thể cao hơn so với năm ngoái. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ và giá bán trung bình có thể không tăng nhiều do nguồn cung nhiều hơn. Phân khúc căn hộ vừa túi tiền dự kiến tiếp tục dẫn đầu và là động lực chính hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của thị trường BĐS.



## Các cổ phiếu chính

### CTCP Vingroup (VIC)

Với vốn hóa thị trường khoảng 300.000 tỷ đồng (tương đương 13 tỷ USD), Vingroup là công ty BĐS lớn nhất tại Việt Nam với hệ sinh thái gồm 5 lĩnh vực kinh doanh bổ trợ cho nhau: nhà ở (Vinhomes và Vincity), cho thuê mặt bằng bán lẻ (Vincom Retail), khách sạn du lịch và vui chơi giải trí (Vinpearl và Vinpearlland), bán lẻ tiêu dùng (Vincommerce bao gồm Vinpro, Vinmart, Vinmart+ và adayroi.com), và hạ tầng xã hội (Vinmec và Vinschool).

VIC có khoảng 101 triệu m<sup>2</sup> đất để phát triển với các dự án nổi tiếng đã và sắp hoàn thành như Vinhomes Royal City, Vinhomes Times City, Vinhomes Central Park và Vinhomes Golden River. Khi thị trường BĐS đang hướng tới phân khúc vừa túi tiền thì Vingroup cũng giới thiệu sản phẩm nhà ở vừa túi tiền - VinCity - vào cuối năm 2016 với tổng diện tích đất là 1.300ha nằm tại 7 tỉnh và thành phố trên cả nước. Tuy nhiên, đến nay dự án VinCity vẫn chưa được mở bán.

Năm ngoái, Tập đoàn đã chính thức gia nhập ngành sản xuất ô tô với việc thành lập công ty con là Vinfast. Dự án này có tổng vốn đầu tư ước tính là 3,5 tỷ USD. VIC đang xây dựng nhà máy trên khu đất có tổng diện tích là 335 ha tại Hải Phòng và dự kiến sẽ cho ra mắt mẫu xe máy đầu tiên vào cuối năm 2018, ô tô vào năm 2019 và ô tô điện vào năm 2020.

Cùng với sự hồi phục của thị trường BĐS, từ năm 2013 đến 2017, VIC đạt CAGR doanh thu thuần là 49%, đạt trên 90 nghìn tỷ đồng vào năm 2017. Tuy nhiên, do sự mở rộng quá nhanh của lĩnh vực khách sạn du lịch, vui chơi giải trí và bán lẻ tiêu dùng nhằm tăng doanh thu định kỳ và giảm ảnh hưởng của chu kỳ BĐS nên LNST của cổ đông công ty mẹ giảm từ 6.780 tỷ đồng vào năm 2013 xuống 4.247 tỷ đồng vào năm 2017.

#### Triển vọng năm 2018:

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2018 gần 124.000 tỷ đồng (+37% n/n) và LNST của cổ đông công ty mẹ gần 6.400 tỷ đồng (+50% n/n). Dự phóng EPS 2018 ở mức 2.700 đồng (+50% n/n), tương đương P/E dự phóng là 41,9 và P/B là 7,5.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá cao Vinhomes, VinCity và Vincom Retail và tin tưởng vào sự phục hồi của Vinpearl do các yếu tố như thương hiệu mạnh, vị trí dự án tốt và khả năng triển khai dự án nhanh. Mặt khác, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng với Vincommerce do sự cạnh tranh gay gắt trong thị trường bán lẻ và mảng kinh doanh mới - Vinfast do Tập đoàn thiếu lợi thế cạnh tranh và kinh nghiệm trong khi những điều này không dễ đạt được chỉ trong vài năm. Theo phương pháp định giá từng phần, chúng tôi định giá VIC ở mức 98k và khuyến nghị GIỮ ĐỐI VỚI MÃ NÀY.

**CTCP Vincom Retail (VRE)**

Vincom Retail là công ty cho thuê mặt bằng bán lẻ lớn nhất Việt Nam với 46 trung tâm thương mại (TTTM) đang hoạt động và tổng diện tích sàn xây dựng là 1,2 triệu m<sup>2</sup> tính đến ngày 31/12/2017. VRE mở rộng phạm vi hoạt động trên toàn quốc thông qua việc xây dựng nhiều loại hình TTTM khác nhau (Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+) và mua lại chuỗi siêu thị Maximark vào năm 2015. VRE nhắm đến 200 TTTM với tổng diện tích sàn là 2,39 triệu m<sup>2</sup> vào năm 2021 và 6.096 tỷ đồng thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê mặt bằng vào năm 2024.

Tỷ lệ lấp đầy trung bình đã được cải thiện từ mức 79% năm 2013 lên 87% vào năm 2017. Mặc dù sự cạnh tranh cho thuê mặt bằng bán lẻ trong những năm gần đây khá gay gắt với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài nhưng chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy của VRE sẽ được giữ gần mức 90% trong năm 2018 nhờ những nỗ lực nâng cấp TTTM và do các vị trí vàng tại trung tâm Hà Nội và TP.HCM bị hạn chế.

VRE đạt mức tăng trưởng cao trong giai đoạn 2013-2017 với doanh thu thuần tăng 9 lần đạt 5.500 tỷ đồng và LNST của cổ đông công ty mẹ tăng 7 lần lên hơn 2.000 tỷ đồng nhờ số lượng TTTM tăng mạnh và lợi nhuận được chia từ công ty liên kết Tân Liên Phát – chủ đầu tư dự án Vinhomes Central Park. Do dự án Vinhomes Central Park sắp hoàn thành nên VRE đã bán toàn bộ cổ phần tại Tân Liên Phát vào tháng 6/2017.

**Triển vọng năm 2018:**

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2018 sẽ tăng mạnh, đạt 7.425 tỷ đồng (+35% n/n) và LNST đạt 3.133 tỷ đồng (+55% n/n) nhờ doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng. EPS ước tính 2018 là 1.566 đồng, tương đương với P/E dự phóng là 31,0 và P/B dự phóng là 3,3.

Nhìn chung, VRE là công ty phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam với thị phần dẫn đầu, nhận được sự hỗ trợ của công ty mẹ (VIC), đội ngũ quản lý tích cực và tỷ lệ vay nợ thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường đã phản ánh mức tăng trưởng của VRE vào năm 2018 nên đưa ra khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu 52k, sử dụng nhiều phương pháp định giá (P/E, P/B và EV/EBITDA).

## CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

Nam Long là một trong những nhà tiên phong trong thị trường nhà ở vừa túi tiền ở Việt Nam với lịch sử phát triển 27 năm và 3 dòng sản phẩm: Ehome (căn hộ vừa túi tiền với giá từ 30.000 - 50.000 USD/căn), Flora (căn hộ vừa túi tiền nâng cấp với giá từ 50.000-75.000 USD/căn) và Nam Long Home (nhà phố/biệt thự với giá từ 60.000 - 200.000 USD/căn).

Hiện tại, NLG có 12 dự án nhà ở với quy mô 550 ha đất tại TP.HCM, Cần Thơ và Long An. Waterpoint là dự án lớn nhất với tổng diện tích 355ha tại tỉnh Long An. Để gia tăng quỹ đất sạch, NLG đã phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiệu hữu với tỷ lệ 5:1, tương đương 31,4 triệu cổ phiếu với giá ưu đãi là 18.000 đ/cp (thấp hơn 49% so với giá thị trường hiện tại). Tính đến 31/12/2017, NLG có tiền mặt ròng gần 1.700 tỷ đồng, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -46% và tỷ lệ nợ ròng/EBITDA là -1,9 lần. Nếu tính thêm lượng tiền huy động từ phát hành cổ phiếu sắp tới thì tình hình tài chính năm nay của công ty không có gì đáng lo ngại.

Trong giai đoạn 2013-2017, NLG đạt CAGR doanh thu thuần là 51% và LNST của cổ đông công ty mẹ là 125% nhờ số lượng bán hàng tăng 7 lần lên gần 3.000 căn với tổng giá trị hơn 4.800 tỷ đồng (+75% n/n) và lợi nhuận từ việc bán một nửa dự án Mizuki Park cho 2 đối tác Nhật vào năm 2017.

### Triển vọng năm 2018:

Năm 2018, Nam Long dự kiến mở bán các giai đoạn tiếp theo của Mizuki Park và Valora Nguyễn Sơn và mở bán 3 dự án mới: Flora Areco ở Q. Thủ Đức, Flora Hoàng Nam ở Q. Bình Tân. và Waterpoint (đất nền và nhà phố) tại Long An. Chúng tôi dự phóng NLG đạt mức tăng trưởng hai con số vào năm 2018 với doanh thu là 3.631 tỷ đồng (+15% n/n) và LNST của cổ đông công ty mẹ là 714 tỷ đồng (+33% n/n) nhờ bàn giao các dự án Kikyo Residence, EhomeS Phú Hữu và Fuji Residence, lợi nhuận từ việc chuyển nhượng một phần dự án Hoàng Nam và lợi nhuận được chia từ dự án Mizuki Park.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này với giá mục tiêu sau phát hành là 40k, sử dụng phương pháp NAV. Cổ phiếu đang giao dịch ở P/E sau phát hành là 9,9 và P/B là 1,5.

**CTCP Xây dựng và Dịch vụ Địa ốc Đất Xanh (DXG)**

Đất Xanh được thành lập vào năm 2003 với tiền thân là công ty môi giới BĐS và trở thành nhà phát triển dự án vào năm 2007. Dịch vụ môi giới, bao gồm cả đầu tư thứ cấp, chiếm 30-50% tổng doanh thu và là ngành kinh doanh có lợi nhuận cao nhất (biên lợi nhuận gộp 70-80%). Năm 2017, Đất Xanh và các công ty liên quan đã bán được hơn 22.000 căn (+275% n/n), trong đó có 500 căn do công ty tự phát triển, 5.000-6.000 căn là đầu tư thứ cấp và số còn lại là môi giới. Một thành viên của DXG là Đất Xanh Miền Bắc trở thành nhà phân phối căn hộ lớn nhất miền Bắc, với gần 6.300 căn hộ được phân phối trong năm 2017.

Về phát triển BĐS, DXG tập trung vào phân khúc bình dân với trọng tâm là các dự án chung cư tại TP.HCM. Thông qua nhiều thương vụ M&A trong giai đoạn 2015-2017, công ty hiện có 16 dự án với tổng vốn đầu tư dự kiến trên 34.000 tỷ đồng với gần 20.000 căn và tổng diện tích là 211ha tại TP.HCM, Hà Nội và Khánh Hòa. Dự án lớn nhất nằm trên khu đất rộng 172ha tại Khánh Hòa và bao gồm 5.444 lô đất. Hiện DXG vẫn chưa sở hữu dự án này nên chúng tôi không bao gồm trong định giá.

Dự án trọng điểm sẽ được mở bán vào năm 2018 là Gem Riverside ở Q.2, TP.HCM với diện tích 6,7ha, gồm 3.175 căn hộ với giá bán trung bình là 38 triệu đồng/m<sup>2</sup> (bao gồm thuế GTGT) và tổng vốn đầu tư là 6.042 tỷ đồng. Gần đây công ty có thông báo sẽ bán toàn bộ 71% sở hữu tại CTCP Bất động sản Sài Đồng (Sài Đồng). Nếu như giao dịch này thành công thì DXG sẽ có lợi nhuận bất thường trong Q1/2018. Như vậy trong năm 2018, nhờ vào việc bàn giao khoảng 1.300 căn tại Opal Riverside, Opal Garden, Luxcity officetel và Lux Garden, lợi nhuận bất thường từ bán công ty Sài Đồng và lợi nhuận từ công ty liên kết Long Điền (HSX: LDG), doanh thu ước tính sẽ tăng trưởng 51% n/n, đạt 4.344 tỷ đồng và LNST của cổ đông công ty mẹ tăng 46% n/n đạt gần 1.100 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá cao DXG do công ty có chiến lược phát triển rõ ràng - tập trung vào phân khúc bình dân, đội ngũ môi giới mạnh và có các thương vụ M&A hiệu quả. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường đã phản ánh tăng trưởng lợi nhuận năm 2018 nên đưa ra khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu là 35k, sử dụng phương pháp NAV. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng là 12,4 và P/B là 2,3.

## Phụ lục

Mã cp	Vốn hóa hiện tại (tỷ đồng)	2018 P/E	2018 P/B	2018 ROE	2018 ROA	Diễn biến giá cổ phiếu YTD	Diễn biến giá cổ phiếu 12 tháng	Suất sinh lợi cổ tức	Giá trị giao dịch trung bình 3 tháng (tỷ đồng)
<b>Đã niêm yết</b>									
VIC	300,171	41,9	7,5	14,7%	8,5%	48,1%	168,7%	0,0%	237
VRE	92,392	31,0	3,3	11,5%	7,8%	6,7%	n/a	1,0%	177
NLG	6,566	9,9	1,5	17,6%	11,5%	26,2%	57,5%	0,7%	14
DXG	11,618	12,4	2,3	19,9%	10,2%	78,4%	155,1%	1,3%	120
<b>Ngành BĐS Việt Nam</b>	<b>520,269</b>	<b>36,3*</b>	<b>3,4*</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>29,7%</b>	<b>155,7%</b>	<b>n/a</b>	<b>1.167</b>
<b>VN-Index</b>	<b>3,199,870</b>	<b>21,3*</b>	<b>3,3*</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>19,0%</b>	<b>61,9%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>

Nguồn: Bloomberg và ACBS.

Ghi chú: \* Trailing P/E và P/B.

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

**Nguyễn Bình Thanh Giao**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

**Lương Thị Kim Chi**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện,

**Trần Thị Hải Yến**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

#### CVPT – Bất động sản

**Phạm Thái Thanh Trúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

**Trần Nhật Trung**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### NVPT – Thép, Điện

**Nguyễn Trí Cường**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[cuongnt@acbs.com.vn](mailto:cuongnt@acbs.com.vn)

#### NVPT – Dầu khí

**Phan Việt Hưng**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

**Trần Vi Phúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[phuctv@acbs.com.vn](mailto:phuctv@acbs.com.vn)

#### NVPT – Logistics, Nhựa

**Trịnh Viết Hoàng Minh**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

#### NVPT – Kỹ thuật

**Lương Duy Phước**

(+84 28) 3823 4159 (x250)

[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung**

(+84 28) 5404 3070

[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Giám đốc PTKH

**Đặng Mạnh Hùng**

(+84 28) 3823 4798

[hungdm@acbs.com.vn](mailto:hungdm@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên cao cấp

**PTKH**

**Phan Hồng Diệp**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

[diepph@acbs.com.vn](mailto:diepph@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận

**GDKHĐC**

**Huỳnh Thị Mỹ Hạnh**

(+84 28) 5404 6632

[hanhhtm@acbs.com.vn](mailto:hanhhtm@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Nguyễn Xuân Hằng**

(+84 28) 3823 4160

[hanganx@acbs.com.vn](mailto:hanganx@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Trần Thị Thanh**

(+84 28) 5404 6626

[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)



## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.