

Báo cáo được hoàn thành bởi  
Nhóm phụ trách ngành bất động sản

**Chu Thế Huynh**  
Email: [Huynh.ChuThe@tls.vn](mailto:Huynh.ChuThe@tls.vn)

**Nguyễn Anh Trung**  
Email: [Trung.NguyenAnh@tls.vn](mailto:Trung.NguyenAnh@tls.vn)

**Hoàng Công Tuấn**  
Email: [Tuan.HoangCong@tls.vn](mailto:Tuan.HoangCong@tls.vn)

**Vũ Anh Khôi**  
Email: [Khoi.VuAnh@tls.vn](mailto:Khoi.VuAnh@tls.vn)

## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

18/11/2010

### TỔNG QUAN

Thị trường bất động sản Việt Nam trong vài tháng gần đây đang bị phân hóa mạnh giữa các phân khúc thị trường, các lĩnh vực và các vùng trên cả nước. Trong khi phân khúc thị trường căn hộ cao cấp và biệt thự hiện đang ảm đạm thì phân khúc căn hộ giá thấp và trung bình vẫn được tiêu thụ khá tốt. Bên cạnh lĩnh vực kinh doanh khu đô thị và khu nhà ở và cho thuê văn phòng đang đi xuống nhẹ thì lĩnh vực cho thuê đất tại khu công nghiệp và kinh doanh mặt bằng bán lẻ vẫn tiếp tục khá quan. Mặc dù, thị trường bất động sản nhà ở tại các tỉnh thành phía nam (Thành phố Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Đồng Nai) đang trầm lắng nhưng thị trường bất động sản nhà ở tại Hà Nội vẫn tương đối ổn định. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng hiện tại vẫn sẽ tiếp diễn trong năm 2010 và các tháng đầu năm 2011 do các yếu tố kinh tế vĩ mô và vi mô tác động đến ngành vẫn tương đối ổn định.

Trong báo cáo này, chúng tôi điểm lại một số nét chính trong 03 phân ngành nhỏ là (1) Khu dân cư và căn hộ (2) Khu công nghiệp (3) Mặt bằng bán lẻ và văn phòng.

### TRIỂN VỌNG

**Lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp có triển vọng ổn định:** trong các tháng tới, lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp sẽ tăng trưởng ổn định dựa trên nhu cầu thuê đất khu công nghiệp đang tăng do được hỗ trợ bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định. Giá cho thuê đất tại các khu công nghiệp được kỳ vọng tiếp tục ổn định ở mức tăng nhẹ so với cuối năm 2009.

**Lĩnh vực bất động sản nhà ở nhiều khả năng tiếp tục trầm lắng và phân hóa mạnh** giữa các phân khúc và các vùng miền trên cả nước trong thời gian còn lại của năm. Phân khúc căn hộ cao cấp và biệt thự hiện đang đóng băng trong khi phân khúc căn hộ giá thấp và trung bình vẫn được tiêu thụ khá tốt do **đáp ứng nhu cầu sử dụng thật của người dùng. Thị trường bất động sản nhà ở tại các tỉnh phía Nam** (Thành phố Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Đồng Nai) đang trầm lắng do nguồn cung tăng mạnh song thị trường bất động sản Hà Nội vẫn tương đối ổn định.

**Lĩnh vực kinh doanh mặt bằng bán lẻ trong 9 tháng đầu năm tiếp tục sôi động do nhu cầu tăng cao,** giá cho thuê tiếp tục xu hướng tăng, đặc biệt tại khu vực trung tâm TP Hồ Chí Minh và Hà Nội. Nguồn cung trong 9 tháng đầu năm gia tăng đáng kể song vẫn chưa đáp ứng được lượng cầu.

**Lĩnh vực kinh doanh Văn phòng cho thuê tiếp tục chịu sức ép giảm giá** do lực cầu chỉ tăng nhẹ trong khi lượng cung gia tăng ồ ạt. Nguồn cung văn phòng cho thuê tại Thành phố Hồ Chí Minh trong 6 tháng đầu năm tăng lên do một số dự án lớn đi vào hoạt động như Vincom Center với gần 75 ngàn mét vuông. Theo thống kê của CBRE, giá văn phòng cho thuê đã giảm khoảng 5-10% trong quý III 2010 so với đầu năm.

### RỦI RO

**Rủi ro cạnh tranh trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp:** Áp lực cạnh tranh trong lĩnh vực này đã trở nên gay gắt hơn trong các năm gần đây do số lượng các khu công nghiệp được xây dựng tại Việt Nam đang ngày một tăng.

**Rủi ro nền kinh tế đối với lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp:** Hoạt động kinh doanh khu công nghiệp chịu ảnh hưởng khá lớn bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm thì kết quả kinh doanh của các công ty hoạt động trong ngành cũng sẽ giảm theo do nhu cầu thuê đất trong các khu công nghiệp giảm.

**Rủi ro nền kinh tế đối với lĩnh vực kinh doanh khu đô thị và khu nhà ở: Suy thoái kinh tế giai đoạn 2008- 2009** vẫn ảnh hưởng đến ngành bất động sản nói chung. Sau giai đoạn 2008-2009, Ngân hàng Nhà nước đã thực thi chính sách tiền tệ chặt chẽ và thận trọng hơn do đó thị trường bất động sản thiếu đi động lực quan trọng để đi lên.

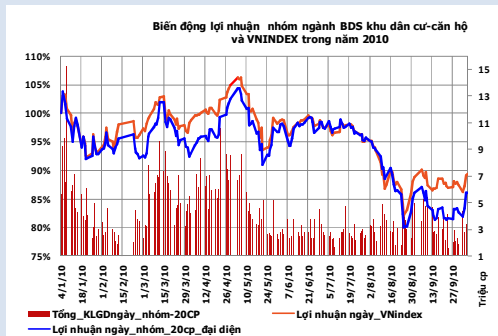
**Rủi ro chính sách đối với lĩnh vực kinh doanh khu đô thị và khu nhà ở:** Trong năm 2010, Chính phủ Việt Nam đã chính thức áp dụng thuế chuyển nhượng bất động sản với mức 20% tính trên lợi nhuận hoặc 1% tính trên giá trị giao dịch. Bên cạnh đó, thông tư số 19/2010/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sẽ thu hẹp tín dụng chảy vào lĩnh vực bất động sản trong các tháng tới, Nghị định số 69/2009/NĐ-CP của Chính phủ sẽ gia tăng chi phí phát triển các dự án bất động sản, Nghị định số 71/2010/NĐ-CP của Chính phủ sẽ làm giảm cầu trên thị trường bất động sản.

### CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

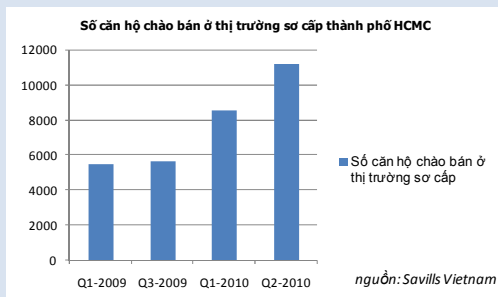
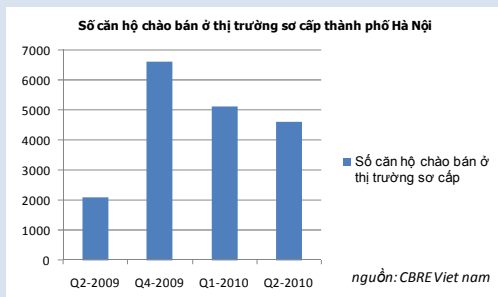
Chúng tôi lựa chọn một số cổ phiếu tiềm năng ở mỗi lĩnh vực dựa trên những so sánh tương quan với các doanh nghiệp cùng ngành và dựa trên mô hình kinh doanh cũng như những lợi thế cạnh tranh dài hạn của các doanh nghiệp.

Với cách nhìn nhận trên, các cổ phiếu đáng chú ý bao gồm: cổ phiếu KBC thuộc lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp, cổ phiếu VIC thuộc lĩnh vực phát triển và kinh doanh mặt bằng bán lẻ và văn phòng, cổ phiếu DXG, NBB và SJS thuộc lĩnh vực phát triển kinh doanh khu đô thị và khu nhà ở.

Nguyễn Anh Trung

Email: [Trung.NguyenAnh@tls.vn](mailto:Trung.NguyenAnh@tls.vn)

Nguồn: TLS



nguồn: Savills Vietnam

## CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH\* (TỶ VND)

	2008	2009	2010E
Tài sản	1.790,90	2.623,66	3.061,56
Vốn chủ	650,47	908,45	1.309,79
Doanh thu	579,18	980,91	1.224,87
EBIT	101,29	305,93	420,27
LNST	99,51	248,41	317,47
EPS (VND)	3.176	5.606	5.583
P/E (x)	N/A	13,73	12,06
P/B (x)	N/A	3,45	3,29
% tăng D.thu	N/A	69%	25%
% tăng EPS	N/A	77%	-0,4%
% Lãi biên gộp	26,1%	37,2%	39,3%
% Lãi biên ròng	17,2%	25,3%	25,9%
ROE	15,3%	27,3%	24,2%
ROA	5,6%	9,5%	10,4%

\*Trung bình nhóm 20 Công ty phát triển và kinh doanh khu đô thị, khu nhà ở tiêu biểu niêm yết trên HOSE. Cổ phiếu được chọn dựa trên lĩnh vực kinh doanh chính nằm trong phân khúc quan tâm, và công bố đủ số liệu tài chính cho 3 năm 2008-2010E

Nguồn: TLS

## LĨNH VỰC KINH DOANH KHU DÂN CƯ VÀ CĂN HỘ

Các diễn biến vĩ mô và chính sách trong các quý cuối năm 2010 được cho là gây ảnh hưởng không tích cực lên thị trường bất động sản, đặc biệt cho lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu dân cư và căn hộ. Tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh lượng cung hàng tăng cao trong khi tại thị trường thành phố Hà Nội, mức giá đứng ở ngưỡng cao song vẫn thiếu hụt nguồn cung ở phân khúc sản phẩm trung bình. Các công ty niêm yết hoạt động trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu dân cư và căn hộ được dự phóng có kết quả kinh doanh năm 2010 giảm so với năm 2009, với mức doanh thu giảm -11% và EPS giảm -4% (trung bình). Xét riêng lẻ, vẫn có các công ty có nền tảng tốt và được dự phóng đạt triển vọng tăng cao trong năm 2010. Các mã cổ phiếu đáng chú ý trong phân khúc này bao gồm DXG, NBB và SJS.

## TỔNG QUAN

Phân khúc kinh doanh khu dân cư và căn hộ chiếm tỷ trọng cao trong danh mục kinh doanh của các công ty ngành bất động sản. Cụ thể, trong số 50 công ty ngành bất động sản niêm yết trên 2 sàn HSX và HNX, thì 70% các công ty có dự án triển khai trong lĩnh vực trên.

Các công ty bất động sản triển khai dự án khu dân cư và căn hộ tại hầu hết các thành phố lớn trong cả nước, nhưng hai thị trường chính của lĩnh vực này là khu vực thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Theo thống kê mới đây của Bộ Xây Dựng, cả nước hiện có khoảng 2,500 dự án về bất động sản khu đô thị mới, trong đó Hà nội là 390 dự án, thành phố Hồ Chí Minh là 1,400 dự án, Đà Nẵng là 120 dự án và Hải Phòng là 260 dự án.

Tổng hợp nhanh số liệu từ nhóm lựa chọn 20 công ty trong phân khúc, niêm yết trên sàn HSX, cho thấy **hiệu suất kinh doanh năm 2010 là thấp hơn năm 2009**, mặc dù vẫn ở mức cao khi so sánh với năm 2008. Một số điểm nhận xét chi tiết khác như sau:

- Tốc độ gia tăng tài sản và doanh thu giảm so với năm trước

Kết quả kinh doanh năm 2009 tốt hơn hẳn năm 2008 do nhóm có tăng trưởng doanh thu tăng 69% trong khi tài sản tăng 46%. Trong năm 2010, ước tăng trưởng doanh thu và tổng tài sản chỉ ở mức 25% và 17% tương ứng. Tốc độ tăng trưởng thấp hơn kỳ trước phản ánh thực tế khả năng bán hàng trong năm 2010 đã giảm, do tác động của các yếu tố thị trường bất lợi.

## Tổng hợp nhóm 20 cổ phiếu tiêu biểu

Chỉ tiêu (đơn vị: tỷ VND)	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010 E
Tổng tài sản	35.818	52.473	61.231
Tăng trưởng tài sản		46%	17%
Tổng doanh thu	11.584	19.618	24.497
Tăng trưởng doanh thu		69%	25%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

- Giá trị hàng tồn kho và giá trị BDS xây dựng dở dang tăng cao trong năm 2010 hơn so với năm 2009

Trong năm 2010, các công ty tiếp tục triển khai các dự án mới, hoàn thành dự án cũ để chuyển một phần bất động sản dở dang sang hạng mục hàng hóa. Tốc độ bán hàng chậm (khách quan hay chủ quan), đã góp phần làm tăng tỷ trọng của hàng hóa tồn kho và BDS xây dựng dở dang từ mức 39% trên tổng tài sản lên dự phóng mức 47% cho năm 2010. Tỷ trọng hàng hóa bất động sản tồn kho và ở hạng mục xây dựng cơ bản dở dang như vậy là đạt mức tỷ trọng trên tổng tài sản ở mức cao nhất trong 3 năm 2008-2009 và 2010. Để đạt hiệu suất kinh doanh cao, các công ty trong nhóm ngành cần có các chính sách quyết liệt để giảm nhỏ tỷ trọng này thấp hơn nữa.

## Tổng hợp nhóm 20 cổ phiếu tiêu biểu

Chỉ tiêu (đơn vị: tỷ VND)	Năm 2008	Năm 2009	năm 2010 E
Tổng tài sản	35.818	52.473	61.231
hàng tồn kho (A)	10.438	11.219	14.342
Giá trị XDCB dở dang (B)	5.660	9.101	14.494
Tỷ trọng: (A+B)/ tổng tài sản	45%	39%	47%

Nguồn: TLS tổng hợp &amp; dự báo

- Dự phóng tỷ suất lãi trên vốn chủ sở hữu trong năm 2010 sẽ giảm so với năm 2009

## Nhóm 20 cổ phiếu tiêu biểu- lĩnh vực kinh doanh khu dân cư-căn hộ

STT	Mã CK	Số dự án triển khai	Quyết đất (ha)	Địa bàn chính triển khai dự án
1	BCI	12	860,94	TP HCM
2	CNT	3	98,15	An Giang, TP HCM
3	D2D	7	280	tỉnh Đồng nai, TP Biên Hòa
4	DIC	4	155,07	Huyện Hóc Môn, TP HCM
5	DIG	10	1166,8	Vũng Tàu, Đồng nai, Đà Lạt, Vĩnh Phúc
6	DXG	7	63,7	TP HCM, Đồng Nai, Vũng tàu
7	HAG	22	327	GiaLai, Đà Nẵng, TP HCM
8	HDC	14	167,86	TP Vũng Tàu, Bà Rịa-Vũng Tàu, TP HCM
9	ITC	16	424,13	TP HCM
10	KHA	8	67,9	TP HCM, Bình Dương
11	LGL	5	7,1	Cần Thơ, TP HCM, Hà Nội
12	NBB	13	797,5	TP HCM, Bạc Liêu, Phan Thiết, Quảng Ngãi, Quảng Ninh
13	NTL	6	214,2	TP Hà Nội, Hòa Bình
14	SC5	7	20,02	TP HCM
15	SJS	10	2783	TP Hà Nội, Hòa Bình, Đà Nẵng, Quảng Nam, TP HCM
16	TDH	16	35,16	TP HCM, Huế, Đà Lạt
17	TIK	11	47,05	TP HCM
18	VIC	7	454,4	TP Hà Nội, Hải Phòng, Hội An
19	VNI	2	18	TP HCM
20	VPH	5	378	TP HCM
<b>Tổng nhóm</b>		<b>185</b>	<b>8.365,98</b>	

Nguồn: TLS tổng hợp

Trong năm 2010, cấu trúc nguồn vốn của các công ty trong nhóm ngành có thay đổi, đó là tỷ trọng vốn chủ sở hữu tăng cao, các nguồn vốn vay ngắn hạn, vốn huy động từ khách hàng trả tiền trước đã giảm nhiều. Cụ thể, tỷ trọng các khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng và huy động từ khách hàng ứng trước trong năm 2010 giảm về còn 12% so với tỷ lệ 17% của năm 2009 trước đó (tỷ trọng trên tổng các nguồn vốn và nợ). Để bù vào các nguồn vốn vay đó, tỷ trọng vốn chủ sở hữu đã tăng từ 35% lên ước 43% cho năm 2010. Trong xu hướng doanh thu và lợi nhuận ròng tăng chậm so với năm 2009, thì nhân tố tăng tỷ trọng nguồn vốn chủ sở hữu cũng tác động một phần làm giảm tỷ lệ lợi nhuận ROE của nhóm ngành kinh doanh bất động sản khu dân cư-căn hộ từ mức trên 27% của năm 2009 xuống còn mức 24% dự phóng cho năm 2010.

### Tổng hợp nhóm 20 cổ phiếu tiêu biểu

Chỉ tiêu (%)	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010 E
tỷ trọng vay ngắn hạn (ngân hàng)	12%	12%	9%
tỷ trọng tạm ứng của khách hàng	13%	5%	3%
tỷ trọng vốn chủ sở hữu	36%	35%	43%
Tổng vốn chủ sở hữu & nợ	100%	100%	100%

Nguồn: TLS tổng hợp & dự báo

### DIỄN BIẾN MỚI

**Hạ tầng giao thông tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh đang có những bước đột phá, tác động tích cực lên thị trường bất động sản:** đường Lê Văn Lương; đại lộ Thăng Long, cầu Vĩnh Tuy được thông tuyến nhân dịp đại lễ 1000 năm Thăng long-Hà Nội mở ra triển vọng mới cho các dự án bất động sản phía Tây và Đông thành phố. Tại thành phố Hồ Chí Minh, hầm ngầm Thủ Thiêm hợp long trong tháng 9, và dự kiến toàn bộ dự án đại lộ Đông-Tây sẽ hoàn thiện trong quý I-2011 là các sự kiện tích cực tới triển vọng phát triển khu dân cư và căn hộ ở vùng thành phố Hồ Chí Minh.

**Thành phố Hà Nội đã phân loại xong 244 đồ án, dự án được Thủ tướng Chính Phủ cho phép triển khai đợt 1.** Thành phố đã rà soát cho phép triển khai 153 đồ án, dự án; điều chỉnh quy hoạch 75 đồ án, dự án, còn 16 dự án tạm dừng chờ quy hoạch phân khu.

### TRIỂN VỌNG

**Về tổng thể, phân khúc khu dân cư và căn hộ vẫn thiếu cung:** trong hoàn cảnh cụ thể của thị trường Việt Nam, ngoài giá trị sử dụng, thì bất động sản còn có ý nghĩa lớn trong đầu tư-đầu cơ và tiết kiệm (lưu giữ giá trị). Với bối cảnh kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn ở mức lạm phát còn cao, tỷ giá đồng nội tệ với các ngoại tệ chính còn nhiều khả năng biến động, thì ý nghĩa đầu tư-đầu cơ và tiết kiệm của sản phẩm bất động sản còn tiếp tục được duy trì.

**Phân khúc trung bình và thấp sẽ đáp ứng nhu cầu sử dụng của người tiêu dùng:** các đô thị lớn đều đang thiếu hụt nguồn cung cho phân khúc này. Theo ước tính của Bộ Xây Dựng, riêng Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh còn cần tới 11,5 triệu m2 nhà ở xã hội.

**Nhóm các công ty niêm yết có phân khúc kinh doanh khu dân cư và căn hộ vẫn duy trì hiệu suất kinh doanh ở mức hiệu quả:** tổng hợp số liệu gộp của 20 công ty điển hình trong nhóm niêm yết trên HOSE, ước tỷ suất lãi ròng trên doanh thu trong năm 2010 của nhóm đạt mức 25,9%, tăng nhẹ so với mức 25,3% của năm 2009, và cao hơn nhiều mức 17,2% của năm 2008 trước đó.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

**Nguồn cung tiếp tục tăng cao trong năm 2010 tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh:** Dữ liệu thị trường do Savill Vietnam thống kê cho thấy số lượng căn hộ chào bán trong từng quý đã gia tăng mạnh mẽ trong 2 quý gần đây. Dự báo các dự án sẽ chào bán căn hộ trong năm 2012 tới cho thấy số lượng nguồn cung sẽ khá lớn từ 20-60 ngàn căn hộ. Như vậy, nguồn cung căn hộ sẽ tiếp tục gia tăng tại thị trường lớn nhất nước là Thành phố Hồ Chí Minh.

**Thị trường Hà Nội vượt qua đỉnh ở quý IV-2009, và rơi vào giai đoạn trầm lắng cả nguồn cung và lực cầu:** Thị trường khu dân cư-căn hộ tại vùng Hà Nội đã sụt giảm giao dịch từ đỉnh cao ở quý IV-2009. Do yếu tố đầu tư-đầu cơ cao ở thị trường này, mức độ sụt giảm về giá trên thị trường thứ cấp là không đáng kể, và như vậy là không đạt được mức hấp dẫn để hút lực cầu mạnh hơn vào thị trường. Về mặt khách quan, việc tạm dừng các dự án đang chuẩn bị tại vùng đô thị Hà Nội (trong trung tâm Hà Nội là 223 dự án) để đợi rà soát thẩm định lại quy hoạch đã làm giảm lực cung vào thị trường ở lĩnh vực khu dân cư và căn hộ để bán.

## CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

Cổ phiếu được lựa chọn dựa trên nền tảng cơ bản của doanh nghiệp có các chỉ tiêu hoạt động tốt hơn mức tổng hợp của của nhóm lĩnh vực, và triển vọng hoạt động năm 2010 là tốt hơn kết quả năm 2009. Các chỉ báo tài chính thường là các hệ số ROE, ROA, và chỉ tiêu thu nhập trên cổ phiếu (EPS).

Một đặc điểm của nhóm các công ty bất động sản là có tỷ trọng tài sản ở hàng tồn kho và mục xây dựng cơ bản dở dang lớn. Điều này khiến cho hệ số tỷ lệ tài sản trên doanh thu là cao. Trong bối cảnh thị trường bất động sản còn nhiều quan ngại trong năm 2010 này, thì chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có khả năng kinh doanh tốt sẽ có nhiều biện pháp thúc đẩy bán hàng và do đó, giảm hệ số tỷ lệ này xuống mức thấp hơn năm trước. Như vậy, thêm một chỉ số hệ số vòng quay tài sản / doanh thu được sử dụng trong việc lựa chọn cổ phiếu tiềm năng.

Cổ phiếu lựa chọn		Năm 2009				Năm 2010E			
STT	Mã CK	EPS	ROE	ROA	Hệ số tài sản/doanh thu	EPS	ROE	ROA	Hệ số tài sản/doanh thu
		VND	%	%	x	VND	%	%	x
1	NBB	6.141	15%	5%	4,92	10.429	21%	7%	4,72
2	DXG	4.768	31%	7%	6,45	9.177	34%	13%	2,14
3	SJS	8.667	40%	24%	2,69	9.280	37%	24%	1,90

Nguồn: TLS dự phóng

**NBB:** công ty đang triển khai 13 dự án về các khu dân cư, nghỉ dưỡng và căn hộ cao cấp, với tổng quỹ đất gần 800 ha. Các dự án của NBB tập trung chủ yếu ở khu vực thành phố HCM và các khu vực ven biển ở các tỉnh Bình Thuận, Quảng Ninh. Công ty có vốn điều lệ 154 tỷ đồng, nhưng đang có tổng tài sản lên tới 1,921 tỷ đồng. Doanh thu năm 2010 chủ yếu được đóng góp từ các dự án tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh như khu chung cư Carina Plaza, City garden towers... Doanh thu nửa đầu năm 2010 tăng trưởng +211.5% so với cùng kỳ năm trước, còn lợi nhuận ròng tăng +330%. Đầu tháng 10, công ty công bố kết quả định giá lại tài sản, theo đó, tổng tài sản đã tăng từ 1.921 tỷ trước định giá lên tới 3.453,5 tỷ đồng theo kết quả định giá.

**DXG:** Công ty có mảng kinh doanh chủ lực là môi giới và đầu tư thứ cấp các sản phẩm bất động sản và bắt đầu phát triển sang lĩnh vực tự làm chủ đầu tư các dự án bất động sản trong năm 2010 và tập trung ở thị trường chính là khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Doanh thu năm 2009 chủ yếu là từ mảng môi giới, trong khi kết quả 6 tháng đầu năm đã có thêm 155 tỷ đồng doanh thu là từ chuyển nhượng bất động sản (đầu tư thứ cấp). Tỷ suất lợi nhuận gộp ở mảng môi giới là hấp dẫn ở mức 88%-91% cho năm 2009 và 6 tháng đầu năm 2010, trong khi doanh thu ở mảng này trong nửa đầu năm 2010 bằng 69% tổng doanh thu môi giới cả năm 2009. Tỷ suất lợi nhuận gộp ở lĩnh vực chuyển nhượng bất động sản thứ cấp cũng tương đối tốt ở mức 20%. Tuy nhiên, do DXG phát hành cổ phiếu tăng vốn từ 80 tỷ lên 160 tỷ trong quý III-2010, nên các chỉ tiêu EPS, ROE cuối năm sẽ bị điều chỉnh giảm do hiệu ứng pha loãng cổ phiếu. Cấu trúc cổ đông còn hạn chế tính đại chúng cũng là yếu tố cần lưu ý, khi mà chủ tịch công ty và những người có liên quan nắm giữ tới 72% cổ phiếu ở thời điểm niêm yết cuối năm 2009.

**SJS:** Công ty có quỹ đất lớn trên 2700 ha tại các dự án trên địa bàn các tỉnh Hà Nội, Hòa Bình, Quảng Ninh, Đà Nẵng, Quảng Nam và Thành Phố HCM và tập trung chính trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu dân cư, căn hộ cao cấp. Trong năm 2010, SJS tăng vốn điều lệ lên 1000 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh năm 2010 được dự báo là tích cực khi doanh thu quý I tăng 1994% và quý II tăng 255% so với cùng kỳ năm 2009. Các dự án cơ bản đóng góp doanh thu-lợi nhuận trong năm 2010 là khu đô thị mới Nam An Khánh, khu dân cư Trần Hưng Đạo-Hòa Bình và Văn La-Văn Khê-Hà Đông. Trong năm 2010 và sau này, SJS đang định hướng tái cấu trúc theo mô hình công ty mẹ con. Về khía cạnh cấu trúc cổ đông, theo số liệu cuối năm 2009, khoảng 70% tỷ lệ vốn điều lệ được hiện được nắm giữ bởi 123 nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước, trong đó, tập đoàn Sông Đà vẫn là cổ đông chi phối với tỷ trọng 36% sở hữu.



**Hoàng Công Tuấn,**

Email: [Tuan.HoangCong@tls.vn](mailto:Tuan.HoangCong@tls.vn)

## Giá thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam

Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>

Khu vực	Giá thuê đất
TP Hồ Chí Minh	210- 220
Bình Dương	110
Đồng Nai	100
Hà Nội	50 - 60
Bắc Ninh	45- 52
Miền trung Việt Nam	30 - 40

Nguồn: TLS tổng hợp

## Số lượng, diện tích khu công nghiệp Việt Nam

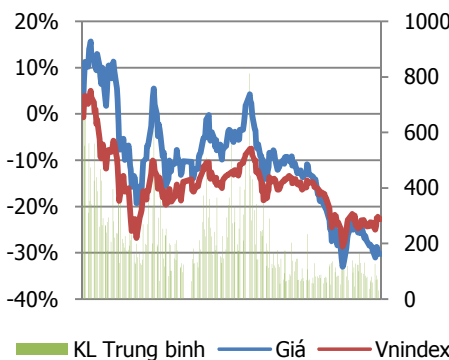
Đơn vị: ha

Năm	2008	2009	2015E
Số lượng	194	249	319
Tổng diện tích	46,000	63,173	82,816

Nguồn: TLS tổng hợp

## Biến động giá của cổ phiếu hoạt động trong lĩnh vực phát triển, kinh doanh khu công nghiệp và VNINDEX

Đơn vị: 000 cổ phiếu



Nguồn: TLS

## CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH\* (TỶ VND)

	2008	2009	2010E
Tài sản	2,756	4,035	4,460
Nguồn vốn	1,611	1,918	2,344
DT thuần	578	563	1,109
EBIT	196	202	321
LNST	159	289	425
EPS (VND)	2,990	3,802	4,325
P/E (x)	13.29	16.33	10.45
P/B (x)	2.37	2.87	2.29
%tăng DT	NA	-14.6 %	85.5%
% tăng EPS	NA	42.7%	13.6%
LN biên ròng	33.1%	63.2%	30.0%
ROE	17.8%	16.7%	17.5%
ROA	7.3%	7.4%	8.6%

\*Trung bình 6 công ty kinh doanh KCN tiêu biểu niêm yết trên HSX & HNX

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

## LĨNH VỰC PHÁT TRIỂN VÀ KINH DOANH KHU CÔNG NGHIỆP

Lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp trong năm 2010 tiếp tục khả quan nhờ nhu cầu thuê đất trong các khu công nghiệp gia tăng do nền kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng ổn định. Giá thuê đất tại các khu công nghiệp trên cả nước năm 2010 tăng nhẹ so với năm 2009. Tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp có chuyển biến tích cực từ mức 40% năm 2008 lên mức 48% năm 2009. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng trên vẫn sẽ tiếp diễn trong Quý IV năm 2010 do các yếu tố kinh tế vĩ mô và vi mô tác động đến lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp vẫn tương đối ổn định.

### TỔNG QUAN

Lĩnh vực phát triển và cho thuê đất khu công nghiệp có khá nhiều công ty tham gia và không có công ty nào đóng vai trò quyết định trên thị trường. Tỷ lệ tăng trưởng bình quân diện tích các khu công nghiệp của Việt Nam đạt mức 33.45% trong 3 năm gần đây từ mức 32,807 ha năm 2007 lên mức 63,173 năm 2009.

Cả nước đã có 249 KCN với tổng diện tích đất tự nhiên 63.173 ha, diện tích đất công nghiệp có thể cho thuê đạt khoảng 38.858 ha. Hiện tại, 162 KCN đã đi vào hoạt động với tổng diện tích đất tự nhiên 38.804 ha và 74 KCN đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ bản với tổng diện tích đất tự nhiên 14.792 ha. Tỷ lệ lấp đầy diện tích đất công nghiệp tại các KCN đã vận hành đạt 48%.

Các công ty nổi bật trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp có: (i) KBC chiếm 13 % thị phần và (ii) ITA chiếm 2.89 % thị phần.

### DIỄN BIẾN MỚI

Theo quy hoạch, từ nay đến năm 2015, cả nước sẽ thành lập thêm 91 KCN, với tổng diện tích 20,839 ha và mở rộng 22 KCN, với tổng diện tích 3,543 ha. Dự kiến đến năm 2020 cả nước sẽ có 355 khu công nghiệp hoạt động với tổng diện tích 118,000 ha.

Các KCN đã thu hút được trên 3,600 dự án đầu tư nước ngoài với tổng vốn đầu tư đăng ký đạt 46.9 tỷ USD (chiếm 30% về số dự án và 25% về vốn đầu tư so với cả nước) và 3,200 dự án đầu tư trong nước với tổng vốn đầu tư đăng ký 254,000 tỷ đồng; giải quyết việc làm cho hơn 1.34 triệu lao động. Nhiều nhà đầu tư lớn, có uy tín trên thế giới đã đến và đầu tư vào các khu công nghiệp tại Việt Nam như Cannon, Sam Sung, Formosa... Trình độ công nghệ của các dự án đầu tư vào khu công nghiệp cũng ngày càng nâng lên, chuyển dần từ công nghệ thấp sử dụng nhiều lao động đơn giản sang sử dụng công nghệ tiên tiến, công nghệ sạch với lao động chất lượng cao, phức tạp, đòi hỏi nhiều kỹ năng.

Nghị định số 69/2009/NĐ-CP của Chính phủ quy định về quy hoạch sử dụng đất, giá đất, thu hồi đất, bồi thường, hỗ trợ tái định cư được ban hành vào tháng 8 năm 2009 trong đó quy định hộ gia đình, cá nhân sử dụng đất khi Nhà nước thu hồi được bồi thường bằng đất có cùng mục đích sử dụng; nếu không có đất để bồi thường thì được bồi thường bằng tiền tính theo giá đất cùng mục đích sử dụng. Giá đất được xác định sát với giá thị trường tại thời điểm quyết định thu hồi đất. Như vậy nghị định đã gia tăng lợi ích của người bị thu hồi đất so với trước, mặt khác tiền sử dụng đất nộp cho nhà nước được tính toán trên cơ sở giá thị trường sẽ làm tăng chi phí phát triển các dự án bất động sản nói chung và các dự án khu công nghiệp nói riêng.

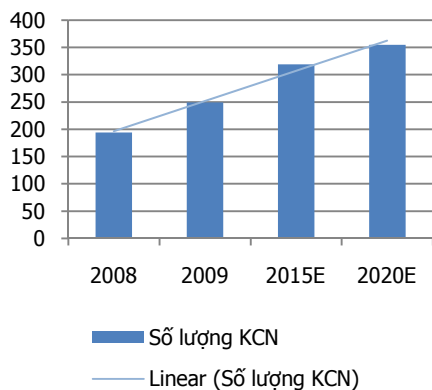
### TRIỂN VỌNG

**Triển vọng ổn định trong ngắn hạn:** trong các tháng tới, lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp sẽ tăng trưởng ổn định dựa trên nhu cầu thuê đất khu công nghiệp đang tăng được hỗ trợ bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định. Giá thuê đất tại các khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục ổn định ở mức tăng nhẹ so với mức giá của năm 2009. Cụ thể, giá thuê đất trong các khu công nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh nằm trong khoảng 200 USD/m<sup>2</sup>, giá thuê đất trong các khu công nghiệp tại Hà Nội nằm trong khoảng 50-60 USD/m<sup>2</sup>, giá thuê đất trong các khu công nghiệp tại Bình Dương và Đồng Nai nằm trong khoảng 100-110 USD/m<sup>2</sup>, giá thuê đất trong các khu công nghiệp tại miền trung Việt Nam nằm trong khoảng 30-40 USD/m<sup>2</sup>. Mức giá cho thuê đất tăng sẽ đem đến cho các công ty có sẵn quỹ đất sạch để cho thuê khả năng sinh lời cao hơn do giá vốn bán hàng của các công ty này sẽ không tăng tương ứng.

**Triển vọng tăng trưởng bền vững trong dài hạn:** trong dài hạn, lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp còn nhiều tiềm năng để phát triển do Việt Nam vẫn đang trong quá trình công nghiệp hóa hiện đại hóa. Khi đầu tư vào Việt Nam, đa số doanh nghiệp nước ngoài chọn việc thành lập các cơ sở sản xuất tại các khu công nghiệp, vì ở đây đã có sẵn cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh, đồng bộ, có nguồn cung cấp điện, nước cùng hệ thống xử lý nước thải và hầu hết đều ở vị trí thuận lợi về giao thông. Việt Nam đã và đang hoàn thiện môi trường đầu tư hấp dẫn với chính sách pháp luật ngày càng minh bạch rõ ràng.

**Sự ra đời của Luật Đầu tư, Luật Doanh nghiệp, Luật kinh doanh bất động sản, Luật Đất đai** là những dấu mốc quan trọng tạo hành lang pháp lý cho hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp và của các doanh nghiệp trong khu công nghiệp. Đồng thời, các văn bản này cũng là cam kết

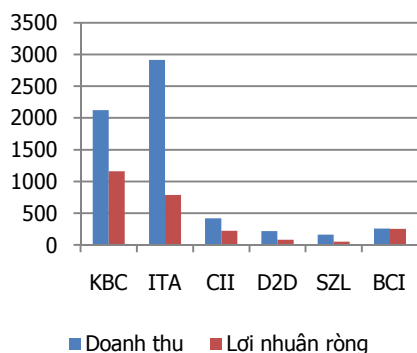
## Số lượng các khu công nghiệp tại Việt Nam



Nguồn: TLS tổng hợp

## Doanh thu và lợi nhuận ròng ước tính của các công ty phát triển và kinh doanh khu công nghiệp năm 2010

Đơn vị: Tỷ VND



Nguồn: TLS dự phóng

manh mẽ của Việt Nam đối với việc phát triển khu công nghiệp nói riêng và các hoạt động đầu tư, kinh doanh trên lãnh thổ Việt Nam nói chung.

## RỦI RO CHÍNH

**Rủi ro cạnh tranh trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp:** Áp lực cạnh tranh trong lĩnh vực này đã trở nên gay gắt hơn trong các năm gần đây do số lượng các khu công nghiệp được xây dựng tại Việt Nam đang ngày một tăng. Trong năm 2009, có 249 khu công nghiệp với tổng diện tích 63,173 ha đang hoạt động trong đó chỉ có 48% tổng diện tích này được lấp đầy. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, theo quy hoạch sẽ có 319 công nghiệp hoạt động tại Việt Nam trong năm 2015 với tổng diện tích là 82,816 ha và 355 khu công nghiệp hoạt động tại Việt Nam trong năm 2020 với tổng diện tích là 118,000 ha. Sự gia tăng nhanh chóng số lượng các khu công nghiệp đã tạo ra môi trường cạnh tranh gay gắt trong lĩnh vực kinh doanh này. Môi trường cạnh tranh gay gắt sẽ buộc các công ty đang hoạt động trong lĩnh vực này phải hạ giá cho thuê đất hoặc đưa ra nhiều chính sách ưu đãi hơn cho các khách hàng thuê đất, điều này có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

**Rủi ro nền kinh tế đối với lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp:** Hoạt động kinh doanh khu công nghiệp chịu ảnh hưởng khá lớn bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm thì kết quả kinh doanh của các công ty hoạt động trong ngành cũng sẽ giảm theo do nhu cầu thuê đất trong khu công nghiệp giảm. Bên cạnh đó, nguồn vốn FDI hiện đang đóng một vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy kết quả kinh doanh của các công ty trong lĩnh vực này do hầu hết các nhà sản xuất trong các khu công nghiệp của Việt Nam là các công ty nước ngoài. Do đó các cuộc khủng hoảng kinh tế trên thế giới luôn tác động mạnh đến các công ty phát triển và kinh doanh khu công nghiệp. Cụ thể, lợi nhuận ròng của ITA và KBC, những công ty tiêu biểu trong lĩnh vực này, đã suy giảm mạnh trong năm 2008 khi khủng hoảng kinh tế toàn cầu diễn ra. Trên thực tế, trong năm 2008 ITA và KBC đã phải ghi nhận một khoản giảm trừ doanh thu khá lớn lần lượt là 182 tỷ VND và 573 tỷ VND bởi các khách hàng rút khỏi các khu công nghiệp của các công ty này.

## Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam qua các năm

Đơn vị: Tỷ USD

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
2.08	3.90	7.57	17.86	60.27	16.35	14.59

Nguồn: Bloomberg

## CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

Các công ty tiềm năng được lựa chọn dựa trên nền tảng cơ bản của doanh nghiệp có các chỉ tiêu hoạt động tốt hơn mức tổng hợp của của nhóm lĩnh vực, và triển vọng hoạt động năm 2010 là tốt hơn kết quả năm 2009. Đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp còn có tiêu chí đặc biệt là quỹ đất sạch để sẵn sàng cho thuê phải dồi dào.

**KBC – Công ty phát triển khu công nghiệp hàng đầu:** KBC là công ty phát triển và kinh doanh khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, Công ty sở hữu 13% tổng diện tích các khu công nghiệp tại Việt Nam. KBC có lợi thế cạnh tranh lớn so với các công ty cùng ngành dựa trên quỹ đất sạch lớn (7,000 ha sẵn sàng để cho thuê).

Khả năng sinh lời của KBC sẽ gia tăng trong năm nay do giá cho thuê đất khu công nghiệp năm 2010 đã tăng so với năm 2009. Dựa trên mô hình dự phóng lợi nhuận của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của KBC sẽ tăng 60.11% trong năm 2010 đạt mức 1,159 tỷ VND trong đó hoạt động kinh doanh khu công nghiệp đóng góp 100%. Dựa trên phân tích so sánh tỷ số PE và lực cầu thuê đất khu công nghiệp đang tăng, chúng tôi cho rằng KBC đang được giao dịch dưới giá trị thật tại mức PE là 8.68x.

## Một số chỉ tiêu cơ bản của các Công ty phát triển và kinh doanh KCN trong năm 2010

Mã cổ phiếu	Quỹ đất (ha)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)	EPS (VND)
BCI	357	6	15	1,58	12,00	3.917
KBC	9,000	11.2	26.17	3.52	8.68	3,827
D2D	331	9	24	3,54	7,00	7.54
ITA	2,000	7.79	13.42	2.05	10	2,377
SZL	2,740	6.25	9.58	1.05	11	2,500

Nguồn: TLS dự phóng

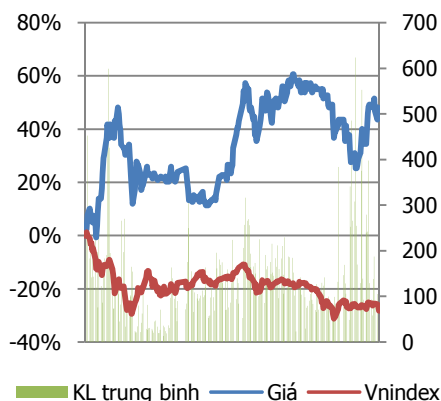
**Chu Thế Huynh**

Email: [Huyhn.Chu.The@tls.vn](mailto:Huyhn.Chu.The@tls.vn)

**Vũ Anh Khôi**

Email: [Khoi.VuAnh@tls.vn](mailto:Khoi.VuAnh@tls.vn)

## Biến động giá của cổ phiếu Công ty kinh doanh văn phòng và mặt bằng bán lẻ và VNINDEX



Nguồn: TLS, Đơn vị: Nghìn cổ phiếu

### CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH\* (TỶ VND)

	2008	2009	2010E
Tài sản	6,021	14,313	17,238
Nguồn vốn	1,497	2,066	3,432
DT thuần	239	1,974	2,082
EBIT	45	1,415	1,534
LNST	124	898	914
EPS (VND)	623	2,618	2,490
P/E (x)	128.2	22.9	29.72
P/B (x)	4.47	3.33	5.81
%tăng DT	NA	624.2%	5.4%
% tăng EPS	NA	320.2%	-4.8%
LN biên ròng	51.8%	43.4%	43.9%
ROE	8.2%	45.4%	26.00%
ROA	2%	6.2%	6.00%

\*Trung bình các công ty kinh doanh trung tâm thương mại, văn phòng tiêu biểu niêm yết trên HSX & HNX  
Nguồn: TLS

## LĨNH VỰC KINH DOANH MẶT BẰNG BÁN LẺ VÀ VĂN PHÒNG

Bất động sản lĩnh vực Trung tâm thương mại, bán lẻ trong 9 tháng đầu năm tiếp tục thu hút khách hàng, giá cho thuê tiếp tục xu hướng tăng đặc biệt là khu trung tâm tại Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Nguồn cung trong 9 tháng đầu năm có sự tham gia của Vincom Center tại Thành phố Hồ Chí Minh với gần 60,000 mét vuông, tại Hà Nội dự án Grand Plaza cũng kịp đưa vào khai trương giữa tháng 7 với diện tích 16.000 mét vuông.

Về thị trường bán lẻ, theo Tổng cục thống kê, giá trị bán lẻ 9 tháng đầu năm cả nước tăng 25,4% so với cùng kỳ năm trước, đạt 1,146,161 tỷ đồng. Thị trường Hà Nội tăng 32,4%, trong khi Thành phố Hồ Chí Minh tăng 31.2% so với cùng kỳ.

Bất động sản lĩnh vực văn phòng cho thuê tiếp tục chịu sức ép giảm giá từ năm trước. Nguồn cung trong 6 tháng đầu năm tăng lên do một số dự án đi vào hoạt động như Vincom Center với gần 80 ngàn mét vuông... càng làm cho giá cho thuê sụt giảm. Theo thống kê của CBRE, đến quý III giá văn phòng cho thuê đã giảm khoảng 5-10% so với đầu năm. Trong quý IV lượng cung từ các dự án án mới sẽ làm tăng sức ép cạnh tranh và hạ giá chào thuê.

### TỔNG QUAN

Lĩnh vực Bất động sản trung tâm thương mại hiện nay hầu hết vẫn do các công ty nước ngoài thực hiện ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP Hồ Chí Minh. Một vài công ty trong nước đang nổi lên là những nhà phát triển bất động sản trung tâm thương mại nhưng với tiềm lực tài chính hạn hẹp, nhiều đơn vị thực hiện bán đứt quyền kinh doanh cho các đối tác nước ngoài để thu hồi vốn nhanh. Mặt khác, với kinh nghiệm kinh doanh ít ỏi, đa số các công ty phải thuê các nhà quản lý chuyên nghiệp như Savills, CBRE vận hành khai thác. Có thể nói trong nước hiện nay Vincom đã trở thành công ty Số 1 về việc cung cấp ra thị trường sản phẩm trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê với sự hiện diện của Vincom Tower tại Hà Nội và Vincom Center tại TP Hồ Chí Minh.

### Lĩnh vực văn phòng cho thuê

Chi tiết	Đơn vị	Thời gian			
		Q IV.2009	QI.2010	QII.2010	QIII.2010
Tại Hà Nội					
Diện tích hiện tại, trong đó	m <sup>2</sup>	596,680	626,578	631,578	634,788
Văn phòng hạng A	m <sup>2</sup>	116,680	116,680	116,680	116,688
Văn phòng hạng B	m <sup>2</sup>	300,000	319,898	319,898	332,223
Văn phòng hạng C	m <sup>2</sup>	180,000	190,000	195,000	185,877
Giá cho thuê chưa bao gồm VAT					
Văn phòng hạng A	USD/ m <sup>2</sup> /T	43.66	42.16	39.66	40.42
Văn phòng hạng B	USD/ m <sup>2</sup> /T	25.86	26.77	26.42	28.20
Văn phòng hạng C	USD/ m <sup>2</sup> /T	NA	NA	15-20	15-20
Tỷ lệ trống toàn thị trường	%	NA	18.27	15.42	15.42
Tại TP Hồ Chí Minh					
Diện tích hiện tại, trong đó	m <sup>2</sup>		1,291,366	1,415,337	1,478,517
Văn phòng hạng A	m <sup>2</sup>	NA	119,094	195,018	195,018
Văn phòng hạng B	m <sup>2</sup>	NA	1,172,272	412,579	1,283,499
Văn phòng hạng C	m <sup>2</sup>	NA		07,740	
Giá cho thuê chưa bao gồm VAT					
Văn phòng hạng A	USD/ m <sup>2</sup> /T	NA	39.52	37.51	36.7
Văn phòng hạng B	USD/ m <sup>2</sup> /T	NA	20.81	19.28	NA
Văn phòng hạng C	USD/ m <sup>2</sup> /T	NA	NA	NA	NA
Tỷ lệ trống toàn thị trường	%	NA	NA	NA	13.40

(Nguồn: Báo cáo CBRE)

Theo báo cáo của CBRE, tại thị trường Hà Nội giá cho thuê văn phòng đã giảm suốt trong quý I, II và đang tăng nhẹ trở lại vào quý III, trong khi đã giảm văn chưa dừng lại ở Tp Hồ Chí Minh. Giá cho

thuê văn phòng hạng A tại Hà Nội đã tăng 1.2% trong quý III lên 40.42 USD/m<sup>2</sup>/tháng, hạng B tăng 6.74% lên 28.20 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Tại TP Hồ Chí Minh, giá chào thuê trong quý III tiếp tục giảm xuống 36.7 USD/m<sup>2</sup>/tháng tương đương 2.2% đối với văn phòng hạng A, trước đó quý II giảm khoảng 5.1%.

Diện tích văn phòng cho thuê tại Hà Nội không có tăng thêm nhiều về tổng diện tích, tuy nhiên có dự dịch chuyển từ diện tích hạng C lên hạng B. Trong quý IV sắp tới, diện tích văn phòng sẽ tăng đáng kể khi dự án Hanoi Grand Plaza đang khẩn trương hoàn thành đi vào hoạt động.

Tại thị trường Tp Hồ Chí Minh, diện tích văn phòng hạng A tăng thêm 75 ngàn mét vuông từ dự án Vincom Center trong quý II, trong quý III diện tích hạng B, C tăng thêm 63 ngàn mét vuông. Trong quý IV, dự án Bitexco và Vincom Financial Tower dự kiến sẽ đi vào hoạt động sẽ tiếp tục bổ sung nguồn cung lớn đến gần 90 ngàn mét vuông.

Theo CBRE nhu cầu tìm thuê văn phòng thông qua CBRE đã tăng khoảng 27.9% trong quý III và có đến 43,4% tập trung vào diện tích nhỏ từ 150m<sup>2</sup> trở xuống. Nhu cầu tăng cũng làm cho tỷ lệ diện tích trống giảm xuống 13.4% tại Tp Hồ Chí Minh, tại Hà Nội là 15.40%.

#### Lĩnh vực TTTM, bán lẻ

STT	Hà Nội	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Tp Hồ Chí Minh	Diện tích (m <sup>2</sup> )
<b>I</b>	<b>Diện tích hiện tại</b>	<b>118,481</b>		<b>317,655</b>
<b>II</b>	<b>Diện tích tăng thêm</b>	<b>685,512</b>		<b>825,900</b>
<b>2010</b>	Chợ Hàng Da	9,312	Bitexco Fincancial Tower	11,090
	Pico Mall - Đống Đa	30,000	Saigon Pearl	8,000
			Thiên Sơn Plaza	10,000
			The Vista	14,000
<b>2011</b>	Savico Plaza Hanoi - Long Biên	52,000	The Crescent	70,000
	KeangNam Hanoi Landmark Tower - Từ Liêm	97,000	The Flemington (gđ2)	7,500
			Saigon M&C	23,000
<b>2012</b>	Lotte Center Hanoi - Ba Đình	35,000	Times Square	4,000
	Indochina Plaza Hanoi - Cầu Giấy	20,000	Royal Garden	22,000
	Ciputra Mall Hanoi - Tây Hồ	120,000	Sunrise City	25,000
	Hapulico shopping		Thao Dien Pearl	12,800
	Chợ Mơ - Hai Bà Trưng	20,000	Promenada	44,000
<b>2013</b>	Times Square Hanoi- Từ Liêm	30,000	Eden A	30,850
	NamĐan Plaza- Từ Liêm	10,000	SJC Tower	8,292
	Yên Sở Park ShoppingMall- Hoàng Mai	50,000	Le Van Tam Underground Park	30,904
	Giang Vo Complex- Đống đa	12,200	Tân Phong shopping Complex	70,000
	Hanoi Royal City- Thanh Xuân	200,000	Sunrise City	70,000
			Berjaya Financial Tower	186,464
			Platinum Plaza	140,000
			Promenada (gđ2)	38,000

(Nguồn: Báo cáo CBRE)

Thị trường phân khúc mặt bằng bán lẻ, trung tâm thương mại tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh vẫn rất sôi động, nguồn cung tăng lên cùng với giá cho thuê tiếp tục tăng cao.

Trong quý II, tại Tp Hồ Chí Minh mặt bằng được tăng thêm gần 60 ngàn mét vuông từ dự án Vincom Center. Trong quý IV, diện tích mặt bằng tiếp tục tăng thêm 11 ngàn mét vuông từ dự án Bitexco Financial Tower. Trong khi đó, tại Hà Nội đầu quý III, 16 ngàn mét vuông tại Hanoi Grand Plaza cũng được đưa vào khai thác nâng tổng số diện tích lên 118 ngàn mét vuông, trong quý IV diện tích dự kiến sẽ tăng thêm 39 ngàn mét từ dự án Chợ Hàng Da và PiCo Mall.

Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ tăng lên là nguyên nhân chính làm cho giá thuê tiếp tục tăng lên bất chấp nguồn cung dồi dào. Tại TP Hồ Chí Minh, giá cho thuê trung bình đã tăng thêm 7.1% so với quý



II và đạt mức 132.7 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Tại Hà Nội, giá cho thuê đã tăng từ 5.56% đến 13.08% đối với khu vực ngoài trung tâm, giá cho thuê trung bình đạt mức 46.20 USD/m<sup>2</sup>/tháng đối với khu vực trung tâm và 38.05 USD/m<sup>2</sup>/tháng đối với khu vực ngoài trung tâm.

#### DIỄN BIẾN MỚI

**Lĩnh vực kinh doanh văn phòng hiện đang tương đối trầm lắng do nhu cầu tăng không theo kịp nguồn cung.** Theo báo cáo của CBRE, tại thị trường Hà Nội giá cho thuê văn phòng đã giảm sút trong quý I, II và đang tăng nhẹ trở lại vào quý III, trong khi đó giảm vẫn chưa dừng lại ở Thành phố Hồ Chí Minh. **Diện tích văn phòng cho thuê tại Hà Nội không có tăng thêm nhiều về tổng diện tích**, tuy nhiên có dự dịch chuyển từ diện tích hạng C lên hạng B. Trong khi đó, tại thị trường Thành phố Hồ Chí Minh, diện tích văn phòng hạng A tăng thêm 75 ngàn mét vuông từ dự án Vincom Center trong quý II, trong quý III diện tích hạng B, C tăng thêm 63 ngàn mét vuông. Trong quý IV, dự án Bitexco và Vincom Financial Tower dự kiến sẽ đi vào hoạt động sẽ tiếp tục bổ sung nguồn cung lớn đến gần 90 ngàn mét vuông.

**Thị trường phân khúc mặt bằng bán lẻ, trung tâm thương mại tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2010 vẫn rất sôi động**, mặc dù nguồn cung tăng lên song giá cho thuê vẫn tiếp tục tăng do nhu cầu mặt bằng bán lẻ tăng mạnh. Trong quý II, tại Thành phố Hồ Chí Minh mặt bằng được tăng thêm gần 60 ngàn mét vuông từ dự án Vincom Center. Trong khi đó, tại Hà Nội đầu quý III, 16 ngàn mét vuông tại Hanoi Grand Plaza cũng được đưa vào khai thác nâng tổng số diện tích lên 118 ngàn mét vuông.

#### TRIỂN VỌNG

**Kinh tế Việt Nam đã lấy lại được đà tăng trưởng:** sau khi bị ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính năm 2008. Đến hết quý III 2010 tăng trưởng kinh tế đạt 6.52%. Năm 2011 Chính phủ đặt mục tiêu phát triển là 7.1%. đây là tiền đề để nhu cầu thị trường văn phòng cho thuê tăng lên khi các công ty mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

**Sau nhiều năm phát triển, Thị trường bán lẻ tại Việt Nam đang có sự thay đổi cơ cấu:** chuyển từ bán lẻ truyền thống sang trung tâm thương mại hiện đại, các thành phố lớn vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng cao, tỷ lệ người có thu nhập cao đang gia tăng và tác động làm cho nhu cầu về mặt bằng bán lẻ gia tăng, triển vọng của lĩnh vực Bất động sản trung tâm thương mại vẫn được đánh giá cao trong 2 năm tới.

**Dân số Việt Nam với 87 triệu người với cơ cấu dân số "vàng" đang là điểm đến của nhiều thương hiệu, nhà phân phối nổi tiếng:** Nhu cầu mặt bằng bán lẻ sang trọng hiện đại là rất lớn, thể hiện qua việc giá thuê hiện nay vẫn không ngừng tăng ở các thành phố lớn như HCM và Hà Nội.

#### RỦI RO CHÍNH

**Rủi ro nền kinh tế đối với lĩnh vực Văn phòng cho thuê:** kinh tế phát triển chậm lại sau khủng hoảng tài chính thế giới đã làm cho chu cầu thuê văn phòng của các công ty mới sụt giảm nghiêm trọng. Các công ty có xu hướng cắt giảm chi phí thuê văn phòng, hoặc chuyển từ diện tích lớn sang diện tích nhỏ hơn hoặc thuê văn phòng cho chất lượng thấp hơn.

**Nguồn cung các dự án Văn phòng cho thuê đang tăng lên rất nhanh trong những năm tới:** Theo dự báo của các đơn vị chuyên nghiệp, diện tích văn phòng cho thuê tiếp tục tăng nhanh tại Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội. Đây đều là những dự án được cấp phép và khởi công những năm qua, khi mà dự báo về nhu cầu văn phòng cho thuê tăng mạnh bởi sự hiện diện của nhiều công ty nước ngoài sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Khủng hoảng tài chính, suy thoái kinh tế đang làm cho các dự án này trở nên khó khăn ngay cả khi thực hiện lẫn việc cảnh các năm tới khi đi vào hoạt động.

**Kinh tế phục hồi chậm cũng làm cho Nhu cầu mặt bằng bán lẻ tăng chậm lại:** Kinh tế phục hồi chậm ảnh hưởng không tích cực đến kinh doanh thương mại, vì thế các nhà bán lẻ cũng có xu hướng cắt giảm chi phí bằng cách đàm phán hạ giá thuê hoặc tìm kiếm những mặt bằng mới rẻ hơn.

**Phát triển bất động sản cho thuê còn gặp phải những rủi ro về dòng tiền trả nợ:** bởi chi phí đầu tư ban đầu cho các dự án này khá lớn, trong khi nguồn thu về từ các dự án lại kéo dài, thời gian hoàn vốn thường đến 20-25 năm.

#### CÔNG TY TIỀM NĂNG

**VIC- Công ty cổ phần Vincom:** Trong những năm gần đây, Công ty cổ phần Vincom đã nhanh chóng trở thành nhà phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam ở phân khúc Trung tâm thương mại, Văn phòng cho thuê và Căn hộ cao cấp.

Hoạt động của công ty trong những năm qua đã có sự phát triển mạnh mẽ, quy mô công ty tăng nhanh, đến 30/6/2010 vốn điều lệ tăng 8 lần đạt 3.599 tỷ đồng, tổng tài sản tăng 30 lần đạt 14.313 tỷ đồng so với 2005. Hiện VIC có 9 công ty con và 9 công ty liên doanh liên kết. Ngoài công ty Cổ phần Chứng khoán Vincom, các đơn vị khác đều thuộc lĩnh vực Kinh doanh bất động sản.

Doanh thu và lợi nhuận của VIC thể hiện đặc trưng của các công ty phát triển bất động sản, không đều và phụ thuộc vào thời điểm dự án được kinh doanh bán hàng. Năm 2009 doanh thu từ bán căn hộ đạt 1.663 tỷ đồng. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu của VIC toàn bộ đến từ doanh thu cho thuê Văn phòng và Trung tâm Thương mại.

Lĩnh vực cho thuê văn phòng và trung tâm thương mại hàng năm mang lại doanh thu ổn định, tháng 8 năm 2009 VIC đưa thêm khu Vincom Park Place vào khai thác, ngày 30/4/2010 vừa qua, VIC tiếp tục đưa Vincom Center tại Tp Hồ Chí Minh vào hoạt động. Doanh thu từ lĩnh vực cho thuê văn phòng và TTTM sẽ tăng mạnh và ổn định từ năm nay với tổng diện tích cho thuê hiện đạt khoảng 160 ngàn mét vuông, đến cuối năm, diện tích cho thuê sẽ tăng lên và đạt khoảng 200 ngàn mét vuông.

**Dự phóng các chỉ số tài chính cơ bản trong năm 2010 cho nhóm 20 cổ phiếu ngành bất động sản, lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu dân cư-căn hộ**

STT	Mã cổ phiếu	Quyđất cho các dự án dân cư-căn hộ	Doanh thu	Tăng trưởng doanh thu	Thu nhập dòng	ROA	ROE	P/B	P/E	EPS	Vốn hóa
		(ha)	Tỷ VND	3 năm 08- 09-10E	Tỷ VND	%	%	x	x	VND	Tỷ VND
1	BCI	860.9	820.2	38%	253.4	6%	15%	1.58	12.00	3,917	3,534
2	CNT	98.2	2,756.9	2%	30.6	2%	12%	2.24	15.54	3,064	571
3	D2D	280.0	217.5	-9%	62.8	9%	24%	3.54	7.00	7,540	586
4	DIC	155.1	922.9	18%	25.8	5%	12%	1.72	11.20	2,065	388
5	DIG	1,166.8	2,014.0	87%	531.0	16%	25%	1.80	7.40	5,634	4,106
6	DXG	63.7	256.4	199%	73.4	13%	34%	2.47	8.88	9,177	652
7	HAG	71.1	6,703.4	93%	2,101.0	15%	27%	3.23	11.83	7,183	24,864
8	HDC	167.9	427.9	21%	106.7	8%	30%	3.36	7.87	6,897	1,178
9	ITC	424.0	722.4	14%	126.2	4%	7%	1.20	11.90	2,747	2,099
10	KHA	67.9	110.9	-30%	41.4	11%	14%	1.63	11.76	2,934	487
11	LGL	7.1	259.8	7%	47.2	7%	12%	1.82	10.71	3,369	721
12	NBB	797.5	456.3	62%	160.6	7%	21%	1.99	10.05	10,429	1,613
13	NTL	175.7	1,451.0	138%	512.2	37%	53%	2.70	5.00	15,550	2,263
14	SC5	20.0	1,116.6	17%	46.0	3%	17%	1.78	10.91	4,454	502
15	SJS	2,783.0	2,048.5	169%	928.9	24%	37%	5.04	8.00	9,280	7,350
16	TDH	35.2	449.4	-13%	207.9	8%	16%	2.80	8.00	5,500	1,632
17	TIK	47.1	737.1	1%	77.4	9%	17%	1.93	10.23	6,452	792
18	VIC	250.0	2,082.0	365%	914.4	6%	26%	5.81	29.72	2,490	27,039
19	VNI	18.0	22.7	-11%	2.4	1%	2%	0.93	42.67	227	102
20	VPH	378.0	921.4	93%	100.0	7%	15%	1.83	10.68	4,148	1,245

**Dự phóng các chỉ số tài chính cơ bản trong năm 2010 cho nhóm 6 cổ phiếu ngành bất động sản, lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp**

STT	Mã cổ phiếu	Quyđất các dự án khu công nghiệp	Doanh thu	Tăng trưởng doanh thu	Thu nhập dòng	ROA	ROE	P/B	P/E	EPS	Vốn hóa
		(ha)	Tỷ VND	3 năm 08- 09-10E	Tỷ VND	%	%	x	x	VND	Tỷ VND
1	BCI	357	820,2	38%	253.4	6	15	1,58	12,00	3.917	3.534
2	KBC	9,000	2,124	32.26%	1,159	11.2	26.17	3.52	8.68	3,827	8,924
3	D2D	331	217,5	-9%	62.8	9	24	3,54	7,00	7.540	586
4	CII	NA	420	4.52%	224	14.58	56.00	2.09	8.7	5,790	2,778
5	ITA	2,000	2,914	33.19%	787	7.79	13.42	2.05	10	2,377	5,283
6	SZL	2,740	159	15.86%	50	6.25	9.58	1.05	11	2,500	442

**Dự phóng các chỉ số tài chính cơ bản trong năm 2010 cho nhóm cổ phiếu ngành bất động sản, lĩnh vực phát triển và kinh doanh mặt bằng bán lẻ, văn phòng**

STT	Mã cổ phiếu	Quyđất cho các dự án dân cư-căn hộ	Doanh thu	Tăng trưởng doanh thu	Thu nhập dòng	ROA	ROE	P/B	P/E	EPS	Vốn hóa
		(ha)	Tỷ VND	3 năm 08- 09-10E	Tỷ VND	%	%	x	x	VND	Tỷ VND
18	VIC	250.0	2,082.0	365%	914.4	6	26	5.81	29.72	2,490	27,039

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại các công ty trong báo cáo ngành này thông qua việc đầu tư và/hoặc cung cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại ngành. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về ngành này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

## KHOI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cảnh nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.