



29/10/2012



**Tôn Minh Phương**  
Chuyên viên  
[Phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:Phuong.ton@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 146

## Doanh nghiệp BĐS kêu gọi hỗ trợ

**Hiệp hội bất động sản TP. HCM (HOREA), đại diện cho các doanh nghiệp bất động sản của thành phố, gần đây đã đưa ra một số kiến nghị với Chính phủ nhằm hỗ trợ các chủ đầu tư do thị trường bất động sản vẫn tiếp tục gặp khó khăn. Điều này sẽ tác động như thế nào đối với các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết?**

1/ Gia hạn tối đa 12 tháng thời hạn nộp tiền sử dụng đất đối với các chủ đầu tư dự án, mà không cần phải xét doanh nghiệp có khó khăn về tài chính hay không.

**Nhận định của chúng tôi:** Điều này sẽ tác động lên hai nhóm chủ đầu tư: các chủ đầu tư chuẩn bị khởi công dự án mới, hoàn toàn chưa trả tiền sử dụng đất và các chủ đầu tư vẫn nợ một phần tiền sử dụng đất dành cho các dự án đang thi công. Chúng tôi cho rằng đến khi thị trường bất động sản giải quyết hết lượng hàng tồn kho hiện nay (ước tính 40.000 căn hộ tại TP. HCM, theo nghiên cứu của Savills) và có tín hiệu phục hồi rõ ràng hơn, các chủ đầu tư sẽ không mạo hiểm xúc tiến các dự án đang ở giai đoạn sơ khởi mà tiền sử dụng đất vẫn chưa được trả. Trong khi đó, số lượng các chủ đầu tư thuộc nhóm 2 thấp hơn rất nhiều, chủ yếu là chủ đầu tư các dự án quy mô lớn được chia thành nhiều giai đoạn, và tiền sử dụng đất được chi trả thành nhiều lần theo các giai đoạn của dự án (ví dụ: các dự án Times City và Vincom Village của Vincom hay Nam An Khánh của Sudico). Hơn nữa, theo quy định hiện nay, chủ đầu tư có thể lựa chọn trả dần tiền sử dụng đất trong vòng 5 năm với mức thu được xác định ngay từ đầu.

2/ Giảm tiến độ nộp tiền sử dụng đất theo kết quả kinh doanh sản phẩm bất động sản để phù hợp với khả năng tài chính của doanh nghiệp, tương tự như dự án khu đô thị Phú Mỹ Hưng.

**Nhận định của chúng tôi:** Việc ghi nhận kế toán doanh số bán hàng và lợi nhuận không khớp với dòng tiền trên thực tế là một vấn đề thường gặp trong ngành bất động sản. Kiến nghị của HOREA nếu được thông qua có thể giúp giải quyết phần nào vấn đề này. Tuy nhiên, quy tắc ghi nhận doanh thu bất động sản không hoàn toàn chặt chẽ. Vì vậy, kiến nghị này nếu được thông qua cần phải có hướng dẫn chính xác và chi tiết đi kèm để tránh có thể dẫn tới những kết quả ngoài ý muốn.

3/ Giảm thuế thu nhập doanh nghiệp xuống 17,5% so với mức 25% hiện nay (tức giảm 30%) đối với tất cả các doanh nghiệp bất động sản, thay vì chỉ áp dụng cho một số đối tượng theo Nghị định 13 của Chính phủ.

**Nhận định của chúng tôi:** Do những khó khăn trong việc vay vốn ngân hàng cũng như chậm thanh toán tiến độ của khách hàng, nhiều dự án chung cư dự kiến hoàn thành trong năm 2012 và nhiều dự án nhà đất dự kiến mở bán trong năm 2012 đã bị tạm hoãn. Vì vậy, chỉ có một số công ty có thể ghi nhận doanh thu, lợi nhuận trong năm nay, từ các dự án đã hoàn thành hoặc từ việc chuyển nhượng cổ phần dự án (ví dụ: VIC, HAG và BCI). Nói cách khác, sẽ chỉ có một số doanh nghiệp hưởng lợi từ kiến nghị này thay vì tất cả các doanh nghiệp được niêm yết. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đáp ứng điều kiện và có thể hưởng lợi từ kiến nghị này hiện có tình hình dòng tiền khả quan hơn nhiều so với các doanh nghiệp còn lại, vì vậy mục đích ban đầu của kiến nghị sẽ không phát huy tối đa hiệu quả.

## Kiến nghị của HOREA

4/ Các ngân hàng, dưới sự chỉ đạo của NHNN, cần đưa ra các biện pháp giải quyết liên quan đến bất động sản, do bất động sản hiện đang chiếm 60% tổng nợ vay có thể chấp trong hệ thống.

**Nhận định của chúng tôi:** Chúng tôi cho rằng nợ xấu liên quan đến bất động sản là một trong những vấn đề lớn của hệ thống tại thời điểm này và do đó cần được chú trọng giải quyết. Tuy nhiên, đây là một vấn đề phức tạp và chúng tôi cho rằng chỉ đơn giản tái cơ cấu nợ như đã và đang thực hiện không được coi là một giải pháp hoàn chỉnh.

5/ Xem xét lại chính sách hiện tại thả nổi lãi suất cho các kỳ hạn trên 12 tháng do lo ngại về sự thay đổi lãi suất có thể ngăn cản người dân vay thế chấp bất động sản.

**Nhận định của chúng tôi:** Lãi suất phải phản ánh cung và cầu của thị trường. Các biện pháp hành chính chỉ nên áp dụng trong tình huống cấp bách. Chúng tôi không cho rằng đặt ra các giới hạn lãi suất cho các khoản vay bất động sản kỳ hạn trên 12 tháng là biện pháp thích hợp do việc này có thể sẽ có tác động ngược làm cho các ngân hàng quay lưng lại với cho vay bất động sản.

6/ Cho phép thế chấp bất động sản tại các ngân hàng nước ngoài nhưng việc tịch biên và phát mãi tài sản thế chấp phải tuân thủ luật pháp Việt Nam. Điều kiện cho người nước ngoài mua căn hộ nên được nới lỏng để tăng nhu cầu từ nhóm khách hàng này.

**Nhận định của chúng tôi:** Chúng tôi đồng ý đây có thể là một biện pháp để thu hút đầu tư nước ngoài vào bất động sản nhưng phải được thực hiện một cách thận trọng, nhất là liên quan đến vấn đề các loại tài sản/dự án nào có thể đem thế chấp cũng như định giá tài sản được dùng làm tài sản đảm bảo.

7/ Đưa ra các chính sách kích thích cầu, bao gồm cho phép xây dựng các căn hộ kích cỡ nhỏ cho hộ độc thân hoặc hộ gia đình nhỏ; áp dụng lãi suất ưu đãi cho người mua nhà lần đầu; không phân biệt trong việc cho chủ đầu tư thứ cấp vay vốn tiếp tục kinh doanh bất động sản.

**Nhận định của chúng tôi:** Khả năng chi trả từ lâu đã được xác định là vấn đề chính làm cho các bất động sản mới xây dựng nằm ngoài khả năng của phần đông người Việt. Do đó, nhu cầu tăng từ sự phổ biến của khái niệm gia đình hạt nhân và khả năng chi trả cao hơn đối với các căn hộ kích thước nhỏ là một sự chuyển hướng cần thiết để hỗ trợ thị trường. Tuy nhiên, theo chúng tôi, kiến nghị liên quan đến chủ đầu tư thứ cấp và lãi suất nên thuộc quyền quyết định của các ngân hàng hơn là Chính phủ. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng trước tiên chủ đầu tư cần nỗ lực tiết kiệm chi phí và cung cấp các sản phẩm giá cả cạnh tranh cho người mua hơn là cầu viện người khác giải quyết vấn đề của mình.

8/ Điều chỉnh Nghị định 69/2009 và Nghị định 120/2010 về chi phí sử dụng đất để giải quyết vấn đề “phí kép” đối với doanh nghiệp phải trả chi phí bồi thường và sử dụng đất đều dựa trên giá thị trường.

**Nhận định của chúng tôi:** Chúng tôi đồng quan điểm rằng các Nghị định này đã góp phần làm tăng chi phí đất đối với chủ đầu tư và cần được xem xét điều chỉnh. Việc tính phí sử dụng đất nên cho phép khấu trừ chi phí dựa trên giá bồi thường thực tế hơn là sử dụng các định mức có sẵn thường chênh lệch đáng kể so với giá thị trường.

*Kết luận, chúng tôi cho rằng các chính sách hỗ trợ của Chính phủ đối với bất động sản là cần thiết do mức độ liên quan và theo đó là tầm quan trọng của bất động sản đối với hệ thống ngân hàng và nền kinh tế nói chung. Dù vậy, không có nghĩa là hỗ trợ được đưa ra mà không cần xem xét kỹ lưỡng. Bất động sản đã có những năm đem lại lãi lớn cho chủ đầu tư và phát triển thiếu chiều sâu khi số lượng chủ đầu tư tăng vọt, đôi khi dựa trên các dự án trên giấy mà không có thực lực tài chính và khả năng thực hiện dự án. Hiện tại chính là thời điểm chọn lọc tự nhiên xác định những chủ đầu tư nào sẽ tồn tại và những chủ đầu tư sẽ bị đào thải.*

# Kiến nghị của HOREA

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tôn Minh Phương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chênh lệch giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Kiến nghị của HOREA

### Liên hệ

#### Trụ sở chính

Tháp Tài chính Bitexco, Lầu 15  
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

#### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp,** Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp,** Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**Chuyên viên,** Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên,** Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên,** Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên,** Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô,** Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT,** Nguyễn Thế Minh, ext 142

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.