

07.11.2012

VietNam

**Underweigh**

Lê Văn Thành

(+84-8) 5413-5479

[thanhlevan@phs.vn](mailto:thanhlevan@phs.vn)

## Thị trường vẫn tiếp tục trầm lắng. Chưa có chất xúc tác để thay đổi xu hướng giá của cổ phiếu.

### I. TÓM TẮT NHỮNG ĐIỂM CHÍNH

1. Tình hình kinh tế Việt Nam trong chín tháng đầu năm 2012 bên cạnh những điểm tích cực như lạm phát giảm, cán cân thương mại cân bằng, dự trữ ngoại hối tăng mạnh, tỉ giá ổn định, thì những thách thức cũng không nhỏ như tăng trưởng kinh tế chậm lại, sản xuất, tiêu dùng và đầu tư có tốc độ tăng trưởng đều giảm hơn so với cùng kỳ năm 2011, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng thương mại tiếp tục tăng cao và tín dụng hầu như đóng băng.
2. Thị trường bất động sản vẫn đang tiếp tục trải qua một giai đoạn hết sức khó khăn ở hầu hết tất cả các phân khúc do nguồn cung tiếp tục tăng trong khi sức cầu thấp. Xu hướng trầm lắng của thị trường vẫn chưa thể thay đổi trong thời gian trước mắt do bối cảnh khó khăn chung của cả nền kinh tế. Ở phân khúc mà thị trường quan tâm nhất là căn hộ chung cư để bán thì bên cạnh những dấu hiệu tích cực từ phân khúc căn hộ bình dân có diện tích nhỏ và mức giá phù hợp với thu nhập của đại đa số người dân, thì ở phân khúc căn hộ trung và cao cấp, thanh khoản thị trường rất thấp do giá bán của căn hộ vẫn còn ở mức cao so với thu nhập của người dân, số lượng tồn kho căn hộ chưa bán được vẫn còn rất lớn và không có số liệu chính xác do tính đầu cơ và thiếu minh bạch của thị trường bất động sản trong một thời gian dài. Lãi suất cho vay tuy đã giảm nhưng vẫn còn ở mức cao để có thể hỗ trợ sức cầu của thị trường. Bên cạnh đó, tâm lý chờ đợi của đại đa số người mua trong một thị trường giá xuống do hy vọng giá vẫn tiếp tục xuống nữa. Để giải quyết vấn đề tồn kho căn hộ trung và cao cấp thì cần phải có một thống kê chính xác về số lượng tồn kho hiện nay và các giải pháp đưa ra phải đạt sự đồng thuận từ các bên gồm nhà phát triển bất động sản, ngân hàng và sự hỗ trợ của chính phủ.
3. Các công ty thuộc ngành bất động sản trên hai sàn niêm yết tiếp tục đối đầu với rất nhiều khó khăn do khó tiêu thụ sản phẩm, tồn kho tăng, áp lực cân đối dòng tiền để duy trì hoạt động hàng ngày, trả lãi vay, trả nợ vay ngân hàng và đầu tư phát triển tiếp các dự án. Kết quả doanh thu và lợi nhuận của các công ty phát triển bất động sản đang niêm yết trong 9 tháng đầu năm và cả năm 2012 có thể không đạt được kỳ vọng đề ra. Triển vọng thị trường trong thời gian tới vẫn đầy rẫy những thách thức, xu hướng M&A có thể sẽ là xu hướng chủ đạo đối với các công ty trong ngành bất động sản trong thời gian tới, chỉ những công ty nào có uy tín và kinh nghiệm trong việc phát triển các dự án bất động sản, có tiềm lực tài chính mạnh, có cơ cấu sản phẩm đa dạng và phù hợp mới có thể tiếp tục tồn tại và phát triển, những công ty yếu hơn có thể rơi vào tình trạng phá sản hoặc bị thôn tính thông qua mua bán sáp nhập.

## II. CẬP NHẬT MÔI TRƯỜNG KINH TẾ VĨ MÔ ĐẾN CUỐI QUÍ 3/2012

GDP quý 3/2012 tăng 5,35% so với cùng kỳ năm ngoái, GDP 9 tháng đầu năm 2012 tăng 4,73%, trong khi 9 tháng cùng kỳ năm 2011 thì GDP tăng 5,77%. Dự báo GDP quý 4/2012 sẽ tăng khoảng 5,7% đến 6,0%, cả năm 2012 GDP sẽ tăng khoảng 5%. Năm 2011 GDP tăng 5,89%, như vậy GDP năm 2012 có xu hướng tăng chậm lại. Tốc độ tăng trưởng của sản xuất công nghiệp, đầu tư và tiêu dùng trong 9 tháng đầu năm đều thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, một số chỉ báo kinh tế khác lại cải thiện rất nhiều như lạm phát giảm xuống còn 6,48% vào cuối quý 3/2012, lãi suất cho vay đi giảm dần xuống còn 15%/năm, cán cân thương mại khá cân bằng và tỉ giá ổn định.

## III. TỔNG QUAN VÀ TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG Ở PHÂN KHÚC CĂN HỘ CHUNG CƯ ĐỂ BÁN VÀ VĂN PHÒNG CHO THUÊ

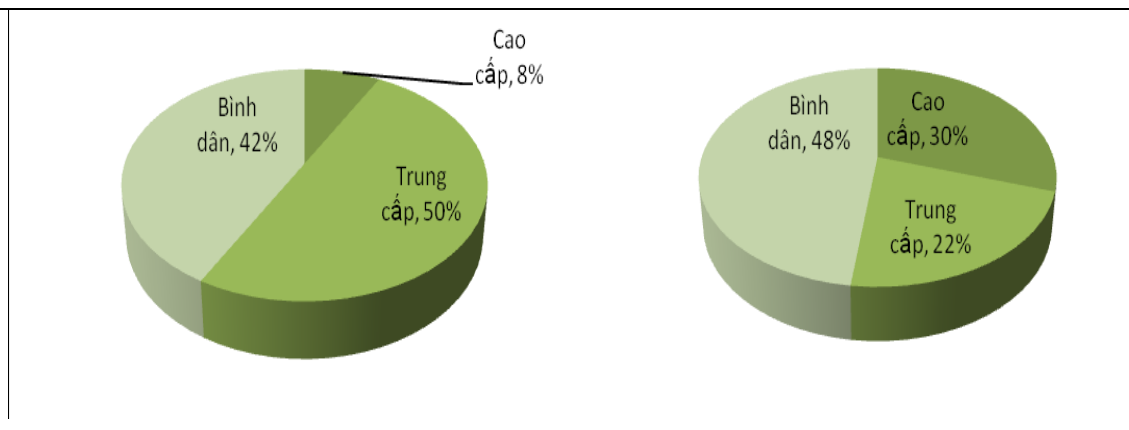
Chúng tôi theo dõi thị trường bất động sản qua hai phân khúc quan trọng nhất của thị trường là căn hộ chung cư để bán và văn phòng cho thuê. Tình hình của hai phân khúc này cho thấy được phần lớn diễn biến của thị trường bất động sản trong giai đoạn hiện nay.

### 1. CĂN HỘ CHUNG CƯ ĐỂ BÁN

- **Về nguồn cung:** Theo thống kê, trong quý 3/2012, có khoảng trên 10.000 căn hộ từ hơn 40 dự án chung cư tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM được chào bán ra thị trường và đây cũng là quý có nhiều số dự án và số lượng căn hộ được chào bán. Tại Hà Nội, có 20 dự án chung cư với hơn 5.000 căn hộ được mở bán trong quý 3/2012. Tại TP.HCM, số căn hộ được chào bán cũng ở mức tương đương.

Hình 1: Nguồn cung căn hộ mới ở Hà Nội theo phân khúc trong Q3/2012

Hình 2: Nguồn cung căn hộ mới ở TP.HCM theo phân khúc trong Q3/2012



Về số lượng những căn hộ chưa bán được hay tồn kho trên thị trường, hiện nay vẫn chưa có một nguồn số liệu thống kê chính xác và đáng tin cậy. Chúng tôi dựa vào một số nguồn dữ liệu (xem phần Phụ Lục) và ước tính rằng có hơn khoảng 30%-40% lượng căn hộ trên thị trường sơ cấp ở TP.HCM chưa bán được từ các chủ đầu tư, trong khi đó lượng căn hộ mua để bán lại do các nhà đầu cơ thứ cấp nắm giữ thì không có con số chính xác. Dựa trên những nguồn số liệu này, thì đến cuối quý 2/2012, tại TP.HCM tổng nguồn cung căn hộ trên thị trường thứ cấp là 57.000 căn và trên thị trường sơ cấp là 27.000 căn. Tại thị trường Hà Nội, đến cuối quý 2/2012, tổng nguồn cung căn hộ chào bán ra thị trường là 110.110 căn và tổng nguồn cung căn hộ đã xây dựng xong và bàn giao cho người mua là 51.840 căn. Như

vậy, bên cạnh lượng tồn kho vẫn còn rất lớn, 10.000 căn hộ mới chào bán thêm trong quý 3/2012 tại TP.HCM và Hà Nội sẽ gây thêm một áp lực lớn cho thị trường.

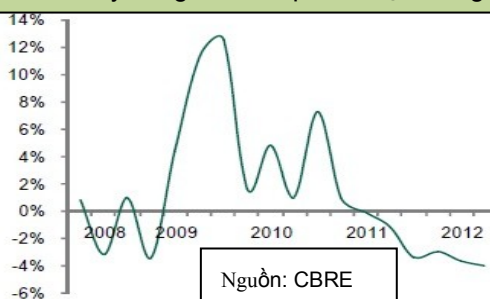
- **Về giá chào bán:** Quý 3/2012 đánh dấu sự suy giảm mạnh về giá bán căn hộ kể từ đầu năm đến nay. Tại TP.HCM, giá căn hộ trung cấp giảm gần 10% so với quý trước, căn hộ bình dân giảm 8,4% so với quý trước. Giá chào bán sơ cấp trung bình giảm trên 24% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhiều chủ dự án, nhà đầu tư thứ cấp buộc phải đại hạ giá căn hộ để xả hàng sau khi nhiều chiêu khuyến mãi không có hiệu quả.

Bảng 1: Mức giảm giá của một số dự án trên thị trường TP.HCM

Dự án	Mức giảm giá
Hoàng Anh River View	30%
La Casa	30%
Carina Plaza	10% - 20%
Nguyen Thuong Hien	5%
Belleza	4% - 20%
Carillon	4% - 20%
Phu Loi 1	4% - 20%
Nguồn: PHS	

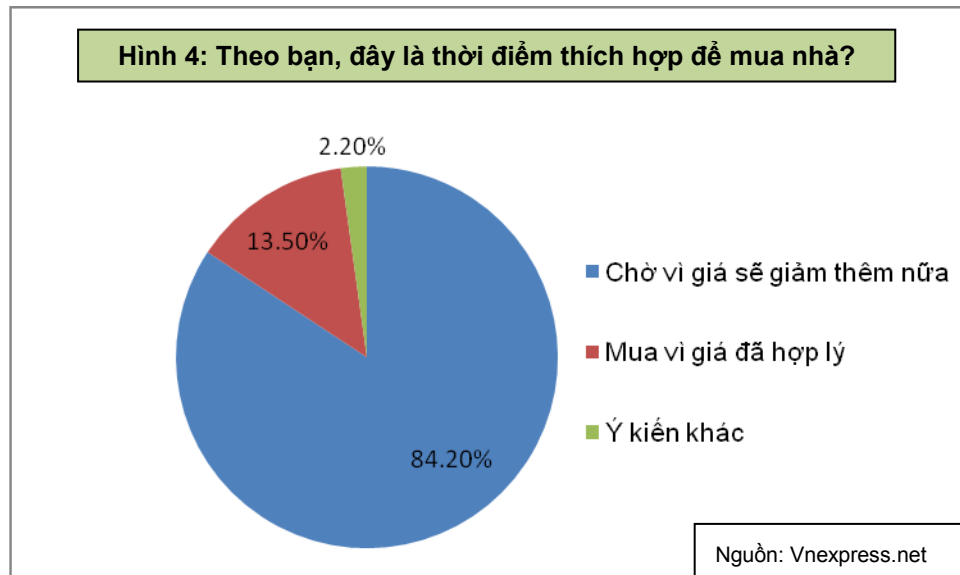
Tại Hà Nội, các căn hộ trung và cao cấp được chào bán với giá giảm từ 10% đến 15% so với quý trước, trong khi phân khúc bình dân giá vẫn ổn định.

Hình 3: Thay đổi giá thứ cấp trên thị trường Hà Nội



- **Về hoạt động giao dịch trên thị trường:** Hoạt động thị trường diễn ra nhìn chung trầm lắng với ít giao dịch thành công ở phân khúc trung và cao cấp, tỉ lệ hấp thụ đạt khoảng 8-9%. Các khách mua chính của thị trường là những người có nhu cầu ở thực sự, và hầu hết họ đều tập trung vào mảng căn hộ cấp và bình dân với mức giá dưới 2 tỷ đồng/căn và diện tích từ 50 m<sup>2</sup> đến 100 m<sup>2</sup>. Tỉ lệ hấp thụ cao nhất thuộc về những căn hộ bình dân diện tích nhỏ từ 30 – 60 m<sup>2</sup>, giá bán từ 12-14 triệu đồng/m<sup>2</sup>:
  - i. Thị trường Hà Nội có 1.800 căn hộ bình dân giai đoạn 1 của 3 tòa CT8 A, B và C dự án Đại Thanh, Hà Đông đã được chủ đầu tư bán ra thị trường.
  - ii. Tại TP.HCM, phân khúc bình dân điển hình là các dự án Ehome 3 của Nam Long với qui mô tổng cộng là 2.200 căn đã chào bán đợt đầu là 333 căn có giá từ 615 triệu đồng/căn, dự án Cheery 2 và 3 của Công ty CP Địa Ốc Hoàng Quân với qui mô tổng cộng là 1.015 căn đã chào bán 598 căn với giá khoảng 12,5 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Tâm lý giữ tiền, quan sát và chờ đợi xem giá có giảm nữa hay không, có bất động sản tốt hơn để mua hay không vẫn là tâm lý chủ đạo của thị trường. Tuy nhiên, thị trường vẫn có giao dịch thành công đến từ những người có nhu cầu mua nhà ở thực sự, nhu cầu đang rất bức xúc. Người mua để đầu tư, đầu cơ gần như đã bị “triệt tiêu”. Kết quả khảo sát 8.274 người được thực hiện bởi VnExpress cho thấy 84,2% số người được hỏi nghĩ rằng giá bất động sản sẽ giảm thêm nữa.



- **Về triển vọng thị trường trong thời gian tới:** Phân khúc căn hộ để bán được cho là sẽ ngày càng cạnh tranh với mức giá bán tiếp tục giảm trong quý 4/2012 và trong năm 2013 do lượng tồn kho còn lớn và nguồn cung tiếp tục tăng. Một số thống kê dự báo cả năm 2012, tại TP.HCM sẽ có hơn 17.000 căn hộ và Hà Nội có hơn 22.000 căn hộ được chào bán, mảng thị trường trung cấp và bình dân được ghi nhận là các mảng thị trường chính đáp ứng được nhu cầu thực của khách mua. Người có nhu cầu ở thực sự cũng sẽ là nhân tố chính trong các hoạt động của thị trường căn hộ để bán trong quý tiếp theo. Để tránh việc chào bán không thành công, một vài chủ đầu tư sẽ đưa ra các chương trình chào bán chưa chính thức để thử nghiệm thị trường, và các đợt chào bán chính thức sẽ được tiến hành sau đó với nhiều hình thức khuyến mại. Ngoài ra, một số chủ đầu tư sẽ phải chấp nhận mức lợi nhuận thấp hơn khi đầu tư vào mảng căn hộ bình dân có diện tích căn nhỏ và giá trị căn hộ thấp hơn 1 tỷ đồng hoặc thấp hơn 15 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

## 2. VĂN PHÒNG CHO THUÊ

- **Về nguồn cung:** Theo CBRE, tại Hà Nội trong quý 3/2012 đã có gần 50.000 m<sup>2</sup> văn phòng mới được tung ra thị trường, trong đó có 1 tòa nhà hạng A với diện tích 14.344 m<sup>2</sup> và 3 tòa nhà hạng B có tổng diện tích khoảng trên 34.000 m<sup>2</sup>. Tại TP.HCM, diện tích văn phòng hạng A và B mới được tung ra trong quý 3/2012 là hơn 45.000 m<sup>2</sup>, có một số dự án không hoàn thành đúng kế hoạch trong năm 2012 và chuyển sang năm 2013. Tổng nguồn cung diện tích văn phòng cho thuê vào cuối quý 3/2012 đạt khoảng 1,3 triệu m<sup>2</sup> tại TP.HCM và 1,1 triệu m<sup>2</sup> sàn tại Hà Nội.
- **Giá cho thuê và công suất thuê bình quân:** Tại Hà Nội, trong quý 3/2012 giá thuê văn phòng tiếp tục giảm, giá thuê văn phòng hạng A trung bình đạt 32,3 USD/m<sup>2</sup>/tháng, so với quý trước giảm gần 4%, so với năm ngoái giảm 18,7%; văn phòng hạng B có mức giá giảm

khá mạnh khoảng 6,7 – 7% so với quý trước, với giá thuê khoảng 21 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Công suất thuê bình quân của toàn thị trường Hà Nội đạt khoảng 79%. Tại TP.HCM, giá chào thuê bình quân văn phòng hạng A giảm nhẹ xuống mức hơn 30 USD/ m<sup>2</sup>/tháng, văn phòng hạng B có mức giá thuê tăng nhẹ ở mức giá thuê khoảng 17 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Công suất thuê bình quân của toàn thị trường TP.HCM đạt 87%.

Hình 5: Giá chào thuê và tỉ lệ trống trên thị trường văn phòng cho thuê ở Hà Nội

Giá chào thuê USD/m<sup>2</sup>/tháng



Tỉ lệ trống (%)



Nguồn: CBRE

- **Triển vọng thị trường:** Tại Hà Nội, dự báo nguồn cung văn phòng mới sẽ còn tăng mạnh trong vài năm tới, đặc biệt là nguồn cung văn phòng hạng B trong năm 2013 có thể tăng thêm 400.000m<sup>2</sup> sàn, vì thế giá thuê văn phòng tại Hà Nội được dự báo là sẽ còn tiếp tục giảm trong thời gian tới. Tại TP.HCM, trong năm 2013 nguồn cung dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 150.000 m<sup>2</sup>, giá thuê văn phòng dự báo vẫn theo chiều hướng giảm, trong đó giá thuê văn phòng hạng B được dự báo sẽ chịu nhiều áp lực giảm giá trong vài quý tới do một số tòa nhà đã hoàn thành như An Phú Plaza (8.800 m<sup>2</sup>) tại quận 3, Lim Tower (33.000 m<sup>2</sup>) và tòa HTMC Building (26.000 m<sup>2</sup>) tại quận 1 sẽ đi vào hoạt động trong quý 1/2013.

#### IV. CÁC VĂN PHÁP LUẬT VÀ CHÍNH SÁCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN

##### 1. Các văn bản pháp luật mới ban hành:

- Nghị quyết 13/NQ-CP ban hành ngày 10/05/2012 về một số giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, hỗ trợ thị trường.

##### 2. Các chính sách đang được kiến nghị trong quý 3/2012

- Bộ Xây Dựng kiến nghị bổ sung các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng (xi măng,

kính, gốm sứ xây dựng, gạch không nung) vào nhóm các doanh nghiệp được hưởng hỗ trợ của Nghị quyết 13/NQ-CP ngày 10/5/2012.

- Bộ Xây dựng đề nghị các ngân hàng tiếp tục nghiên cứu khoan nợ, dẫn thời hạn trả nợ đối với các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, xây lắp, các chủ đầu tư xây dựng nhà ở để bán nhưng đang trong quá trình xây dựng.
- Ngoài ra, theo bộ Xây dựng nên tiếp tục lộ trình giảm lãi suất cho vay; cải cách các thủ tục cho vay nhằm tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay.
- Đồng thời, Bộ đề nghị Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và các Ngân hàng thương mại hỗ trợ doanh nghiệp trong việc thu xếp nguồn ngoại tệ để trả nợ các khoản vay có gốc ngoại tệ; xem xét cho doanh nghiệp được cơ cấu lại các khoản nợ, giãn thời gian trả nợ hoặc khoan nợ nhằm giảm bớt khó khăn cho doanh nghiệp. Nới lỏng chính sách tín dụng đối với các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh bất động sản.
- Một giải pháp nữa để kích cầu tiêu dùng vật liệu xây dựng, bộ Xây dựng đề nghị thực hiện giảm 50% thuế giá trị gia tăng (thuế VAT bằng 5%) đối với các hộ gia đình, cá nhân khi mua nhà ở chung cư thương mại bình dân (diện tích căn hộ nhỏ hơn 90 m<sup>2</sup>, giá bán dưới 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>) và mua lần đầu để ở.

## V. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN HAI SÀN HOSE & HNX

1. **Tình hình hoạt động chung:** Hầu hết các công ty bất động sản niêm yết trên hai sàn trong nửa đầu năm 2012 gặp rất nhiều khó khăn. Ở hoạt động kinh doanh thì sản phẩm đầu ra khó tiêu thụ dẫn đến tồn kho tiếp tục ở mức cao, trong khi áp lực trả chi phí lãi vay và trả nợ vay đến hạn ngày càng tăng. Hoạt động đầu tư thì hầu như bị ngưng trệ do thiếu nguồn tài trợ hoặc chưa dám thực hiện đầu tư vì thị trường bất động sản vẫn đang trong quá trình đi xuống. Ở hoạt động tài trợ thì các công ty đang cố gắng đàm phán với các ngân hàng hoặc đối tác gia hạn các khoản nợ vay hoặc chuyển nợ ngắn hạn thành dài hạn trong khi việc phát hành thêm vốn cổ phần không thể thực hiện được trong điều kiện thị trường chứng khoán đi xuống.

Chúng tôi tiến hành phân tích tình hình tài chính tổng hợp trong các năm 2010, 2011 và 6 tháng đầu năm 2012 của mẫu gồm 53 công ty kinh doanh bất động sản và cơ sở hạ tầng niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX, dữ liệu tài chính tóm tắt như sau:

**Bảng 2: Báo cáo thu nhập tổng hợp tóm tắt của 53 công ty niêm yết trong ngành bất động sản**

Mục	2010	2011	1H-2012	2011/2010
Doanh thu thuần	34,491	25,127	12,622	-27%
Giá vốn hàng bán	20,622	17,914	8,392	-13%
Lợi nhuận gộp	13,869	7,213	4,231	-48%
Lợi nhuận hoạt động trước lãi vay	17,663	8,645	5,135	-51%
Lãi vay	1,963	3,269	1,939	67%
Lợi nhuận hoạt động sau lãi vay	15,700	5,376	3,196	-66%
Lợi nhuận ròng	12,793	4,304	2,260	-66%



**Bảng 3: Bảng cân đối kế toán tổng hợp tóm tắt của 53 công ty niêm yết trong ngành bất động sản**

Mục	2010	2011	1H-2012	2011/2010	1H-2012/2011
Tồn kho	30,730	38,099	54,341	124%	143%
Khoản phải thu	31,286	31,874	28,891	102%	91%
Tài sản ngắn hạn	99,775	96,132	104,070	96%	108%
Tài sản cố định	21,748	31,481	34,444	145%	109%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>143,946</b>	<b>168,938</b>	<b>185,036</b>	<b>117%</b>	<b>110%</b>
Vay ngắn hạn	14,607	19,059	19,461	130%	102%
Nợ ngắn hạn	41,054	63,099	67,026	154%	106%
Vay dài hạn	32,701	36,004	45,511	110%	126%
Tổng vay nợ	47,308	55,063	64,972	116%	118%
Tổng nợ	79,267	105,004	119,749	132%	114%
Vốn chủ sở hữu	58,281	58,472	62,496	100%	107%
Các quỹ khác/Lợi ích cổ đông thiểu số	6,398	5,462	2,791	85%	51%
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>143,946</b>	<b>168,938</b>	<b>185,036</b>	<b>117%</b>	<b>110%</b>

Source: PHS

**Bảng 4: Một số chỉ số tổng hợp tóm tắt của 53 công ty niêm yết trong ngành bất động sản**

Mục	2010	2011	1H-2012
Tồn kho/Tổng tài sản	21%	23%	29%
Vay ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	25%	33%	31%
Vay dài hạn/Vốn chủ sở hữu	56%	62%	73%
Tổng vay nợ/Vốn chủ sở hữu	81%	94%	104%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	136%	180%	192%

Source:PHS

Dữ liệu trên cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận của nhóm công ty ngành bất động sản trong mẫu nghiên cứu đã giảm mạnh trong năm 2011 với tỉ lệ giảm tương ứng là 27% và 66% so với năm 2010, trong khi chi phí lãi vay lại tăng rất mạnh lên thêm 67%, xu hướng này vẫn tiếp diễn trong 6 tháng đầu năm 2012.

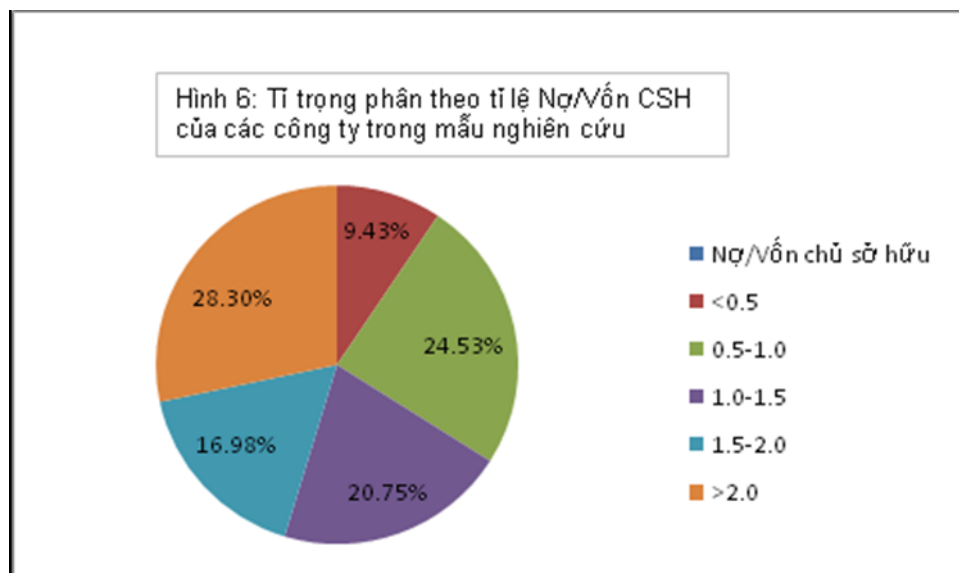
Trong cơ cấu tài sản của nhóm công ty trong mẫu nghiên cứu, thì tỉ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản tiếp tục tăng từ 21% vào cuối năm 2010 lên đến 29% vào cuối quý 2/2012, điều này thể hiện tình trạng bán hàng chậm và ứ đọng sản phẩm của ngành. Để tài trợ cho hoạt động của mình trong điều kiện tình hình bán hàng không khả quan, các công ty bất động sản trong mẫu nghiên cứu tiếp tục đàm phán với các chủ nợ để gia hạn các khoản nợ vay và chuyển các khoản nợ vay ngắn hạn thành khoản nợ vay dài hạn hoặc vay thêm các khoản vay dài hạn. Các chỉ số nợ vay ngắn hạn, nợ vay dài, tổng nợ vay, tổng nợ trên vốn chủ sở hữu gia tăng theo thời gian đã cho thấy việc các công ty bất động sản tiếp tục gia tăng nguồn tài trợ từ các chủ nợ, điều này càng làm tăng thêm rủi ro tài chính trong điều kiện thị trường bất động sản còn đi xuống tiếp tục như hiện nay.

Cuối quý 2/2012, tổng vay nợ của nhóm công ty bất động sản là khoảng 64.972 nghìn tỉ

đồng, tỉ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu ở mức khá cao là 1.04. Trong mẫu nghiên cứu, có 28,3% số công ty có tỉ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu lớn hơn 2 lần, 45,28% số công ty có tỉ lệ nợ vay trên vốn lớn hơn 1,5 lần và có 66,04% số công ty có tỉ lệ nợ vay trên vốn lớn hơn 1 lần. Giả sử với lãi suất cho vay là 15% năm, thì số tiền lãi vay phải trả trong vòng 12 tháng tới là 9.746 nghìn tỉ đồng. Bên cạnh đó khoản vay ngắn hạn là 19.461 nghìn tỉ đồng, như vậy tổng khoản lãi vay và nợ vay ngắn hạn phải trả trong vòng 1 năm tới của nhóm công ty trong mẫu nghiên cứu là khoảng 29.207 nghìn tỉ đồng.

Trong khi lợi nhuận hoạt động trước lãi vay trong năm 2011 và 6 tháng đầu năm 2012 lần lượt là 8.645 và 5.135 nghìn tỉ đồng, và xu hướng lợi nhuận có thể giảm tiếp trong điều kiện thị trường bất động sản tiếp tục đi xuống như hiện nay thì có thể nói các lợi nhuận hoạt động trước lãi vay của các công ty bất động sản còn chưa đủ trả lãi vay chứ đừng nói đến trả các khoản nợ vay ngắn hạn.

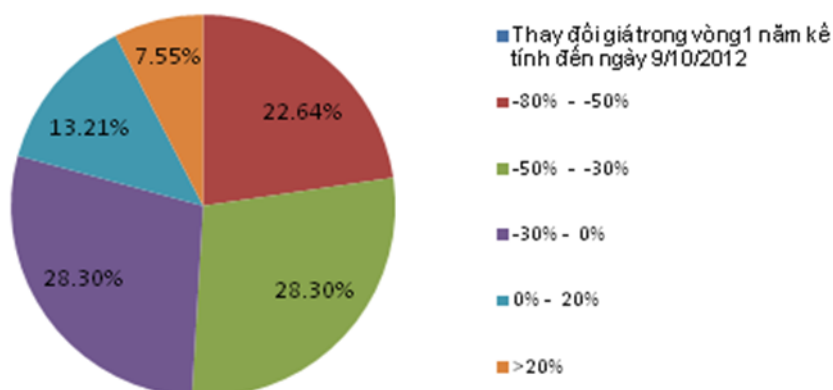
Nếu xu hướng trầm lắng của thị trường bất động sản kéo dài, có thể nói một số các công ty bất động sản tiếp tục lâm vào tình trạng hết sức khó khăn hoặc phá sản trong thời gian tới.



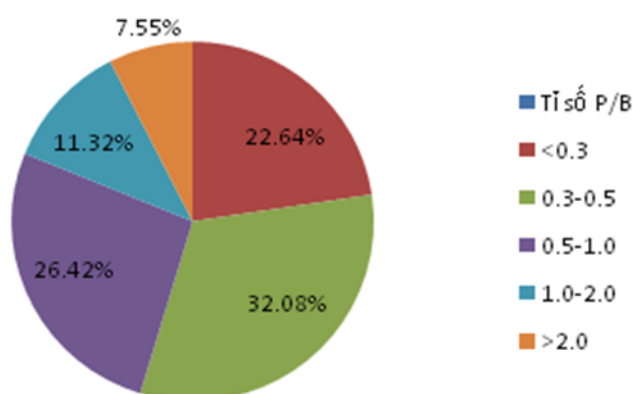
2. **Diễn biến giá cổ phiếu của nhóm công ty bất động sản trong mẫu nghiên cứu:** Tính tới ngày 9/10/2012, giá cổ phiếu của đa số các công ty bất động sản trong mẫu nghiên cứu đã giảm rất mạnh trong vòng 1 năm qua. Có 22,64% số công ty trong mẫu nghiên cứu có giá cổ phiếu giảm từ -50% đến -80%, có 50,94% số công ty có giá cổ phiếu giảm từ -30% đến -50%, có 79,25% số công ty có giá giảm dưới -30%, trong khi chỉ số HNX giảm khoản -24% trong cùng giai đoạn đó. Nếu so với giá trị sổ sách thì tại thời điểm ngày 9/10/2012, thì có 54% số lượng công ty trong mẫu nghiên cứu có hệ số P/B nhỏ hơn 0,5 và hơn 81% số lượng công ty có hệ số P/B nhỏ hơn 1.0



Hình 7: Tỷ trọng phân theo mức độ thay đổi giá trong vòng 1 năm tính đến ngày 9/10/2012



Hình 8: Tỷ trọng phân theo tỷ số P/B của các công ty trong mẫu nghiên cứu



3. **Khuyến nghị đầu tư:** Với tình hình khá trầm lắng của thị trường bất động sản hiện nay, triển vọng về doanh thu và lợi nhuận của các công ty bất động sản là không mấy sáng sủa. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của đa số các công ty trong mẫu nghiên cứu đã giảm rất mạnh trong thời gian qua. Trong ngắn hạn, vẫn chưa có chất xúc tác để thúc đẩy các cổ phiếu bất động sản tăng mạnh trở lại, tuy nhiên trong dài hạn các cổ phiếu bất động sản có thể là một lựa chọn đối với những nhà đầu tư trường vốn. Chúng tôi ưa thích những công ty có những thế mạnh riêng biệt như có quỹ đất với giá rẻ, có nhiều kinh nghiệm và uy tín trong việc phát triển dự án bất động sản, tỉ lệ nợ vay ở mức hợp lý, có cơ cấu sản phẩm đa dạng và linh hoạt để tạo nguồn thu nhằm duy trì thanh khoản cho trong hoạt động của công ty trong giai đoạn khó khăn hiện nay. Các cổ phiếu ưa thích của chúng tôi như DIG, BCI, HAG, CII, VIC, TDH.

**PHỤ LỤC: Thống kê về nguồn cung và tồn kho căn hộ tại TP.HCM và Hà Nội**

STT	NGUỒN VÀ SỐ LIỆU THỐNG KÊ
1	<b>Theo Dragon Capital:</b> Trong báo cáo được phát hành vào tháng 9/2012 của Dragon Capital thì cả TP.HCM và Hà Nội mỗi nơi có khoảng hơn 35.000 căn hộ sẵn sàng để bán, hay nói cách khác là vẫn còn tồn kho trên thị trường. Cũng theo Dragon Capital thì đây chỉ là con số tương đối, chưa đầy đủ nhưng gần với thực tế. Theo khuyến cáo của Dragon Capital thì cần mất khoảng 7 năm để có thể xử lý đồng căn hộ tồn này nếu không có giải pháp để kích cầu cho thị trường
2	Tại buổi hội thảo <b>“Giải pháp - cơ hội tiếp cận vốn từ các tổ chức tín dụng”</b> tổ chức vào ngày 12.9.2012 tại Hà Nội, Tiến sĩ Vũ Đình Ánh cho biết Hà Nội hiện còn tồn 40.000 căn hộ, TP.HCM là 20.000 căn hộ, cộng cả 2 thành phố lớn sẽ là 60.000 căn hộ. Những con số mà ông Ánh đưa ra chỉ là ước tính những căn hộ chưa bán được, nếu tính luôn cả số căn đã có người mua rồi bỏ hoang thì con số tồn kho thực tế không dừng lại ở mức đó
3	<b>Theo báo cáo quý 2/2012 CBRE</b> thì tổng nguồn cung căn hộ đã được xây dựng xong và bàn giao cho người mua tại TP.HCM từ năm 2003 đến quý 2/2012 là khoảng 50.000 căn. Và trong một cuộc họp báo về thị trường BĐS TP.HCM quý 3/2012 thì CBRE công bố lượng tồn kho căn hộ chưa bán được tại TP.HCM vào cuối quý 3/2012 là 18.000 căn.
4	<b>Theo báo cáo quý 2/2012 của Colliers</b> , tổng nguồn cung căn hộ trong quý 2/2012 tại TP.HCM trên thị trường thứ cấp là 57.000 căn và trên thị trường sơ cấp là 27.000 căn
5	<b>Theo thông cáo báo chí quý 3/2012 của Savill</b> thì nguồn cung căn hộ trong quý 3/2012 tại TP.HCM trên thị trường thứ cấp là 62.000 căn, trên thị trường sơ cấp là 14.000 căn.

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Overweight (OW)** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Neutral (N)** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Underweight (UW)** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Not Rated (NR)** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty CP chứng khoán Phú Hưng.

Lầu 5, Toàn nhà Lawrence S. Ting,  
801 Nguyễn Văn Linh, Phường Tân Phú, Quận 7, HCMC  
Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472  
Web: www.phs.vn