

Ngành Bất Động Sản Việt Nam

Anirban
Trưởng phòng cao cấp

Trần Minh Đức
Chuyên viên

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

Hoàng Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

Thời cơ đầu tư đã đến

Thị trường bất động sản (BDS) Việt Nam đang trong trạng thái phục hồi vững chắc sau tình trạng ảm đạm trong vòng hơn 4 năm. Sự phục hồi trên diện rộng với lượng hàng tồn kho giảm đều và ổn định, khối lượng giao dịch tăng vọt cũng như sự phục hồi về giá chào bán diễn ra trong tất cả các phân khúc cao cấp, trung cấp và nhà ở giá phải chăng trong thị trường.

Sự phục hồi này dựa trên nền tảng vững chắc... Cả tăng trưởng GDP và tín dụng tại Việt Nam đều đã phục hồi, cũng như sức khỏe của các ngân hàng đã tốt hơn vài năm trước. Việt Nam đã trở thành trung tâm gia công sản xuất được ưa chuộng trong khu vực, và điều này sẽ giúp dẫn dắt tăng trưởng thu nhập thực bền vững – qua đó giúp hỗ trợ cho nhu cầu về BDS trong những năm tới. Những điều chỉnh chính sách như nới lỏng quy định sở hữu nhà ở của người nước ngoài và gói hỗ trợ tín dụng cho lĩnh vực BDS cũng đang giúp mở rộng nhu cầu mua BDS. Các chủ đầu tư tồn tại được trong giai đoạn khó khăn đã trở nên mạnh mẽ và đổi mới hơn - điều chỉnh lại chiến lược và sản phẩm chào bán để đón đầu nhu cầu thực tiềm năng, do đó càng làm kích thích nhu cầu. Tính phải chăng của các sản phẩm trong tất cả các phân khúc đang được cải thiện với việc giảm diện tích các căn hộ và các sản phẩm hoàn toàn mới từ các thị trường ngách đã xuất hiện (ví dụ: Nhà phố giá phải chăng).

...và sự phục hồi vẫn còn nhiều tiềm năng với giá bán căn hộ trung bình chỉ đang cao hơn mức đáy của chu kỳ 10-15%, và chỉ tương đương khoảng 67% mức đỉnh năm 2008. Chúng tôi cho rằng chu kỳ mới này vẫn còn cách mức đỉnh 3-4 năm nữa. Mặc dù chu kỳ suy thoái trước khá trầm trọng, đáy của chu kỳ vẫn cao hơn so với chu kỳ trước đó; khiến chúng tôi cho rằng mức đỉnh kế tiếp sẽ cao hơn mức đỉnh năm 2008, mặc dù độ chênh lệch sẽ không nhiều. Điều này cho thấy mức giá trung bình có thể sẽ tiếp tục tăng hơn 60% từ mức hiện tại trước khi đạt đỉnh kế tiếp.

Phân khúc nhà cao cấp có thể sẽ trải qua một giai đoạn điều chỉnh giá trong 2-3 năm tới...do nguồn cung dồi dào sắp được tung ra trong phân khúc căn hộ; nhu cầu đang tăng trưởng mạnh mẽ tính đến thời điểm hiện tại nhưng có thể sẽ phải hạ nhiệt khi giới đầu cơ và các nhà đầu tư đã mua xong. Dù vậy, chúng tôi không đưa ra cảnh báo, khi những bán tháo về một “bong bóng” BDS khác vẫn còn quá sớm theo quan điểm của chúng tôi.

...trong khi nhu cầu thực trong phân khúc nhà ở giá phải chăng sẽ duy trì tăng trong vài năm tới do sự tăng trưởng cung cầu không tương đương trong phân khúc này. Chúng tôi ước tính rằng một căn hộ ở mức giá thấp nhất ở thời điểm hiện tại chỉ phù hợp đối với khoảng 15-20% dân số, dựa trên sự phân phối thu nhập của hộ gia đình. Chúng tôi cũng ước tính rằng tổng nhu cầu nhà ở trong thập kỷ tới sẽ vào khoảng 210 tỷ USD, một phần lớn trong số này đến từ những hộ gia đình có thu nhập từ thấp đến trung bình. Những chủ đầu tư nào có thể tập trung vào cải thiện tính phải chăng của các sản phẩm chào bán ở phân khúc này và duy trì định hướng có thể sẽ phát triển mạnh mẽ trong vòng 5-10 năm tới.

Chúng tôi cho rằng có 2 quan điểm đầu tư tách biệt đang xuất hiện, dựa trên khoảng thời gian đầu tư với các cổ phiếu ngắn hạn được chọn ra dựa vào khả năng tận dụng sự phục hồi của chu kỳ BDS, khả năng tận dụng sự phát triển cơ sở hạ tầng đô thị ngắn hạn, và từng câu chuyện phục hồi các doanh nghiệp được dẫn dắt bởi sự

kết hợp từ điều chỉnh lại chiến lược cũng như tái cơ cấu tài chính. Trong dài hạn (từ 3 năm trở lên), những người thắng cuộc là các công ty hiện đang sở hữu quỹ đất được hưởng lợi nhiều nhất từ quy hoạch phát triển đô thị tổng thể, cũng như các doanh nghiệp có thể tận dụng được cơ hội to lớn trong dài hạn của phân khúc nhà ở giá phải chăng.

Chúng tôi cho rằng KDH, VIC, HDG và DXG là các cổ phiếu tốt nhất để đầu tư trong ngắn và trung hạn. Chúng tôi đánh giá cao KDH do vị trí chiến lược của các quỹ đất tại Quận 9, khu vực đô thị mới đang phát triển của Tp HCM; vị thế tiên phong của trong thị trường ngách nhà phố giá phải chăng vốn đang có nhu cầu cao, cũng như các dự án mới đang triển khai sắp được mở bán. HDG có thể không phải là DN hưởng lợi nhiều nhất từ phát triển cơ sở hạ tầng ngắn hạn cũng như không có vị thế tốt nhất để tận dụng sự phục hồi của chu kỳ; nhưng thị trường vẫn đang nghi ngờ về tiềm năng của dự án lớn Z756 và chúng tôi cho rằng những nghi ngờ này không có cơ sở do những tiến triển trong thời gian gần đây, và chúng tôi kỳ vọng việc động thổ của Z756 sẽ trở thành yếu tố tác động chính đến giá cổ phiếu. DXG là cổ phiếu tốt khi đầu tư ngắn hạn do vị trí dẫn đầu thị phần mảng môi giới cho phép công ty này khai thác sự phục hồi của thị trường tốt hơn, và cổ phiếu DXG đang khá rẻ do rủi ro về doanh thu thấp. VIC, dù đang được định giá cao hơn so với công ty cùng ngành, có định vị tốt để tận dụng sự phục hồi phân khúc cao cấp trong vài năm tới. Và PDR dường như đang có những bước chuyển đổi đáng chú ý nhưng chúng tôi cần phải nghiên cứu thêm về doanh nghiệp này.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng NLG, BCI và DXG sẽ trở thành những người hưởng lợi thực sự. NLG và BCI có quỹ đất lớn và sẽ hưởng lợi mạnh mẽ từ kế hoạch phát triển đô thị dài hạn, các công ty này cũng dường như cam kết chỉ tập trung khai thác cơ hội to lớn từ phân khúc nhà ở giá phải chăng. DXG mặc dù có quỹ đất ít, nhưng có thể thành công thông qua chiến lược tích cực thu tóm dự án - được thực hiện bởi khả năng tài chính vững chắc và những tin tức thị trường thu thập được thông qua mạng lưới môi giới rộng khắp.

Mục lục

| | |
|---|----|
| Giới thiệu: Giai đoạn phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS Việt Nam | 5 |
| Yếu tố nào đang dẫn dắt sự phục hồi BĐS? | 7 |
| Tình hình vĩ mô cải thiện | 7 |
| Giá bán điều chỉnh trong thời gian dài xuống mức hấp dẫn | 8 |
| Khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng được cải thiện | 9 |
| Tái cấu trúc sản phẩm | 10 |
| Phát triển cơ sở hạ tầng đô thị | 11 |
| Vốn đầu tư nước ngoài (FDI) tăng mạnh | 14 |
| Luật Nhà ở về điều kiện sở hữu của người nước ngoài | 15 |
| Là một nhà đầu tư, làm cách nào để tận dụng cơ hội từ thị trường BĐS Việt Nam? | 17 |
| Ngắn đến trung hạn (<3 năm) | 17 |
| Đầu tư dựa trên chu kỳ thị trường | 17 |
| Theo đuổi các yếu tố tăng trưởng nhờ cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn | 20 |
| Đầu tư vào những bước chuyển mình của các doanh nghiệp gặp khó khăn | 23 |
| Dài hạn (>3 năm) | 29 |
| Cơ hội từ kế hoạch phát triển đô thị trong dài hạn: quỹ đất đóng vai trò quyết định | 29 |
| Đánh cược vào các chủ đầu tư dẫn đầu phân khúc nhà ở giá phải chăng | 32 |
| Hồ sơ Công ty | 39 |

Hình & Bảng

| | |
|--|----|
| Hình 1: Tỷ lệ tiêu thụ căn hộ theo quý ở TPHCM và Hà Nội | 6 |
| Hình 2: Doanh số căn hộ theo quý ở Hà Nội và TPHCM | 6 |
| Hình 3: Giá trị BĐS tồn kho theo quý (tỷ đồng) | 6 |
| Hình 4: Lãi suất và lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2008-2015 | 7 |
| Hình 5: Tăng trưởng GDP Việt Nam 2007 - 2015F | 7 |
| Hình 6: Giá căn hộ trung bình ở TPHCM (USD/m ²) - TPHCM | 8 |
| Hình 7: Giá bán căn hộ trung bình tại TPHCM (USD/m ²) | 8 |
| Hình 8: Lượng giải ngân gói 30 nghìn tỷ lũy kế tính đến hiện tại (tỷ đồng) | 9 |
| Hình 9: Kích thước trung bình căn hộ phân khúc cao cấp trở lên (m ²) | 10 |
| Hình 10: Kích thước trung bình căn hộ trung cấp & giá phải chăng (m ²) | 10 |
| Hình 11: Đề xuất quy hoạch tuyến metro tổng thể tại TPHCM | 12 |
| Hình 12: Quy hoạch tổng thể tuyến đường vành đai và cao tốc ở TPHCM | 13 |
| Hình 13: Quy hoạch tổng thể tuyến đường vành đai và cao tốc ở Hà Nội | 14 |
| Hình 14: Vốn FDI Giải ngân (triệu USD) | 15 |
| Hình 15: Tổng hợp thay đổi Luật Nhà ở | 16 |
| Hình 16: Giá căn hộ trung bình ở TPHCM (USD/) | 18 |
| Hình 17: Tăng trưởng giá mỗi m ² căn hộ trên thị trường sơ cấp - TPHCM | 19 |
| Hình 18: Tăng trưởng giá mỗi m ² căn hộ trên thị trường thứ cấp - TPHCM | 19 |
| Hình 19: Các dự án căn hộ cao cấp sắp phát triển ở TPHCM dọc theo tuyến metro 1 | 19 |
| Hình 20: Tổng hợp các dự án cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn | 20 |
| Hình 21: Các yếu tố phát triển hạ tầng ngắn hạn so với quỹ đất của các chủ đầu tư ở TPHCM | 21 |
| Hình 22: Tổng hợp các dự án cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn | 21 |
| Hình 23: Các yếu tố phát triển hạ tầng ngắn hạn so với quỹ đất của các chủ đầu tư ở Hà Nội | 22 |
| Hình 24: Đánh giá các chủ đầu tư dựa theo tính phù hợp với quan điểm đầu tư ngắn hạn | 24 |
| Hình 25: So sánh định giá tương đối giữa các mã cổ phiếu VCSC theo dõi | 25 |
| Hình 26: P/E trung bình của các cổ phiếu BĐS vốn hóa lớn * | 26 |
| Hình 27: Lịch sử PE dự phóng của một số công ty | 27 |
| Hình 28: Cơ cấu doanh thu theo dự báo của VCSC các mã được theo dõi (triệu USD) | 28 |

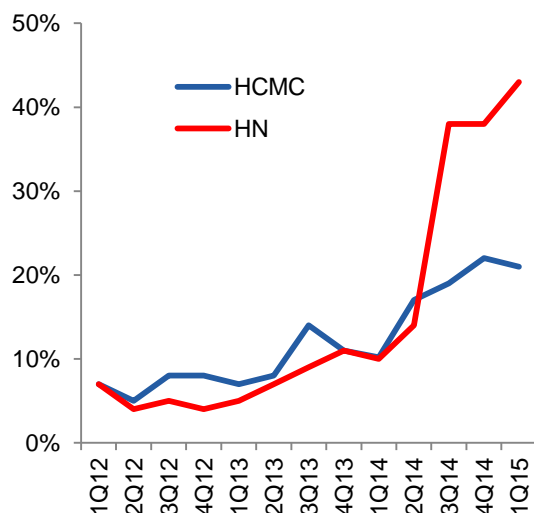
| | |
|--|----|
| Hình 29: Triển vọng phát triển đô thị dài hạn tại TP. HCM và các chủ đầu tư sẽ hưởng lợi..... | 29 |
| Hình 30: Quy hoạch phát triển đô thị dài hạn của TP. HCM và quỹ đất của các chủ đầu tư | 30 |
| Hình 31: Triển vọng phát triển đô thị dài hạn tại Hà Nội và các chủ đầu tư sẽ hưởng lợi..... | 30 |
| Hình 32: Quy hoạch phát triển đô thị dài hạn của Hà Nội và quỹ đất của các chủ đầu tư | 31 |
| Hình 33: “Ngưỡng” thu nhập hộ gia đình có thể mua nhà tại các khu vực đô thị tại Việt Nam | 32 |
| Hình 34: Phân bố thu nhập hàng tháng trung bình của các hộ gia đình đô thị..... | 33 |
| Hình 35: So sánh khả năng mua nhà của người dân tại các nước trong khu vực..... | 33 |
| Hình 36: Quy mô hộ gia đình Việt Nam và Trung Quốc | 35 |
| Hình 37: Ước tính tổng nhu cầu nhà ở tại các khu vực đô thị trong 10 năm tới | 36 |
| Hình 38: Cơ cấu chi phí thông thường của một dự án nhà ở giá rẻ/trung cấp | 37 |
| Hình 39: Đánh giá các chủ đầu tư dựa theo tính phù hợp với quan điểm đầu tư dài hạn | 37 |
| Hình 40: Tổng giá trị tài sản hợp lý theo ước tính của các công ty được theo dõi (tỷ đồng) | 38 |
| Hình 41: So sách quỹ đất của các chủ đầu tư | 39 |

Giới thiệu: Giai đoạn phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS Việt Nam

Thị trường BĐS đã từng là nguyên nhân và cả nạn nhân trong giai đoạn suy thoái kinh tế kéo dài tại Việt Nam kể từ năm 2010, và chỉ vừa kết thúc trong năm 2014. Quá trình phục hồi được bắt đầu từ giữa năm 2014 với việc tăng trưởng GDP, lạm phát và lãi suất ở mức thấp, giá trị đồng tiền ổn định và niềm tin người tiêu dùng cải thiện đều đã giúp đưa thị trường BĐS ra khỏi giai đoạn khó khăn. Giai đoạn này cũng trùng hợp với những chính sách ưu đãi từ Chính phủ như gói tín dụng 30 nghìn tỷ dành cho các căn hộ giá phải chăng, cũng như Luật Nhà ở cho phép người nước ngoài và các doanh nghiệp nước ngoài đang sinh sống và làm việc tại Việt Nam mua nhà ở và căn hộ; gói tín dụng mới 20 nghìn tỷ dành cho toàn bộ phân khúc nhà ở cũng như các BĐS thương mại đang được đề xuất, cũng như tổng dự nợ tín dụng của thị trường BĐS đã tăng trưởng mạnh mẽ đạt 334 tỷ đồng trong quý 1, cao hơn 10% so với con số cuối năm 2014. Trong khi những dư chấn của cuộc khủng hoảng BĐS có thể sẽ vẫn kéo dài thêm một thời gian nữa, có một điều chắc chắn là một chu kỳ mới đã bắt đầu. Giá BĐS nhà ở đang tăng ổn định trong tất cả các phân khúc (nhà giá phải chăng, trung cấp và cao cấp), tổng số lượng nhà tồn kho toàn quốc cũng đã giảm đều còn 67 tỷ đồng (khoảng 3,1 tỷ USD) tính đến cuối tháng 5/2015 - giảm 47% so với mức đỉnh trong quý 1/2013. Tổng số lượng căn hộ bán ra trong quý 1 tại TPHCM và Hà Nội đã đạt 9.500 đơn vị, tăng 125% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhu cầu to lớn cho nhà ở giá phải chăng là hoàn toàn có thật và tiếp tục tăng trưởng cùng với làn sóng nhập cư đến các thành phố mỗi năm. Tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng đô thị gần đây nhanh chóng mặt tại TPHCM và Hà Nội là các yếu tố tác động to lớn, giúp mở rộng khu vực thành thị và tạo ra thêm nhiều khu dân cư và các thành phố vệ tinh. Cuối cùng, việc lượng vốn FDI đổ vào Việt Nam do ngành sản xuất dẫn dắt tăng mạnh trong thời gian gần đây; trong ngắn hạn, sẽ thúc đẩy nhu cầu cho các BĐS công nghiệp, trong trung hạn sẽ có những tác động to lớn lên mức thu nhập, do đó đẩy mạnh nhu cầu cho nhà ở trung cấp và giá phải chăng. Sự quan tâm mới đến Việt Nam từ các công ty nước ngoài cũng mang đến một làn sóng những lao động người nước ngoài mới, vốn có thể thúc đẩy nhu cầu của các BĐS cao cấp cho thuê, được phản ánh qua mức lợi suất cho thuê hấp dẫn 6-8%/năm. Khi niềm tin về sự phục hồi của nền kinh tế và lợi suất đầu tư gia tăng, những khách hàng giàu có tại Việt Nam đang quay trở lại thị trường BĐS, tập trung phân khúc nhà ở cao cấp, do đó đã giúp hồi phục mạnh mẽ phân khúc này. Có tổng cộng 5.150 căn hộ đã được mở bán tại TPHCM và Hà Nội trong quý 1/2015, tăng 300% so với cùng kỳ năm 2014, phần lớn số lượng căn hộ này đều nằm trong phân khúc cao cấp.

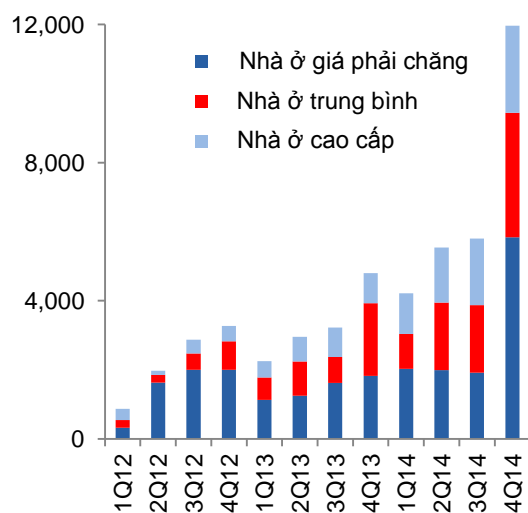
Có vẻ như thời cơ đầu tư với thị trường BĐS Việt Nam đã đến, do đó đã củng cố sự phục hồi trên diện rộng mà chúng tôi cho rằng có xu hướng bền vững. Tuy nhiên, đầu tư vốn vào lĩnh vực này cần phải có những chiến lược đầu tư cụ thể dựa vào thời gian đầu tư và khẩu vị rủi ro, cũng như lựa chọn kỹ càng chính xác cổ phiếu nào sẽ tận dụng được chu kỳ tăng trưởng này. Chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết hơn trong phần còn lại của báo cáo. Trong khi các phân khúc BĐS thương mại và bán lẻ vẫn có nhiều hứa hẹn, báo cáo này tập trung phần lớn vào lĩnh vực BĐS nhà ở vốn có thị phần lớn trong thị trường BĐS Việt Nam, tính về cả số lượng và giá trị, cũng như có số lượng các doanh nghiệp hiện diện trên thị trường vốn trong nước nhiều nhất thông qua thị trường chứng khoán.

Hình 1: Tỷ lệ tiêu thụ căn hộ theo quý ở TPHCM và Hà Nội



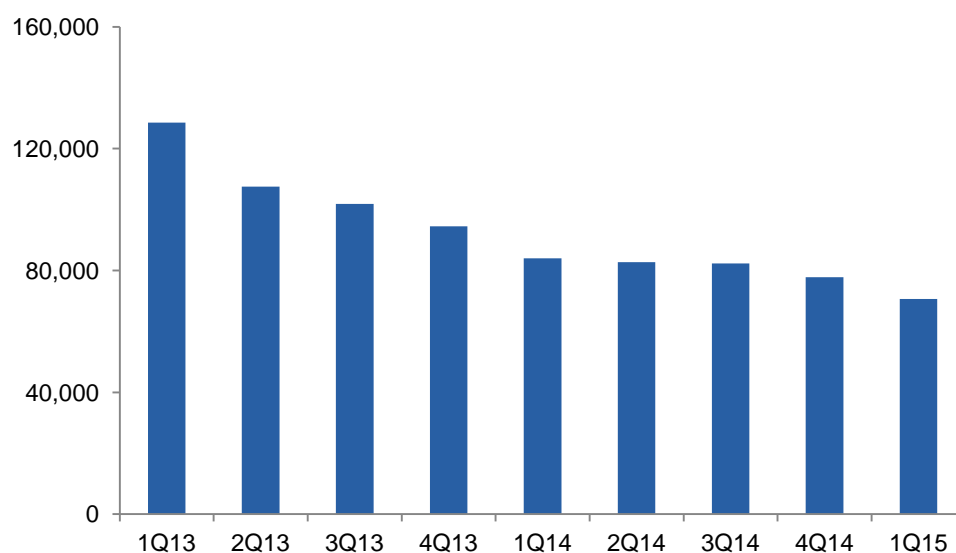
Nguồn: Savills

Hình 2: Doanh số căn hộ theo quý ở Hà Nội và TPHCM



Nguồn: CBRE

Hình 3: Giá trị BĐS tồn kho theo quý (tỷ đồng)



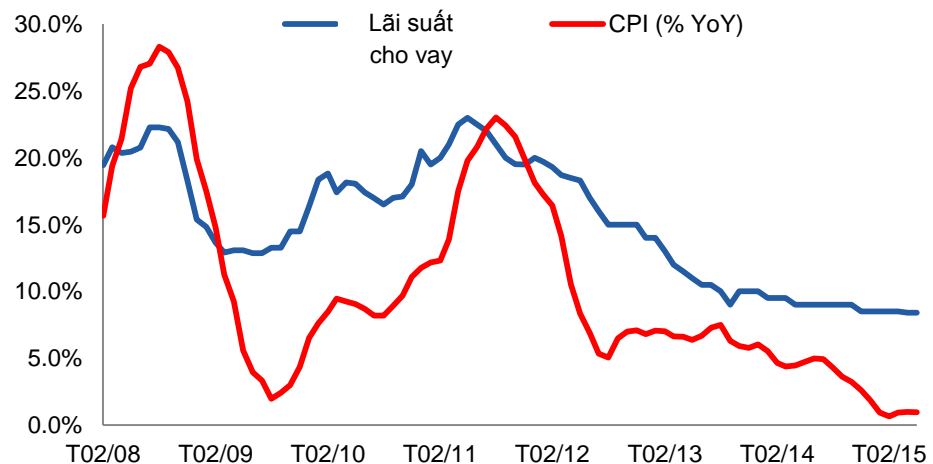
Nguồn: Bộ Xây dựng

Yếu tố nào đang dẫn dắt sự phục hồi BĐS?

Tình hình vĩ mô cải thiện

Với việc lạm phát giảm còn khoảng 1% và lãi suất cho vay giảm còn khoảng 8% từ mức 2 con số trong giai đoạn 2011-2012, Việt Nam đã có một nền tảng kinh tế vĩ mô tốt hơn nhiều từ đầu năm 2015. Lãi suất ở mức thấp đã giúp nới lỏng thanh khoản khi đang gặp khó khăn, cũng như cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng cho các cá nhân và doanh nghiệp. Việc tiềm lực tài chính của các ngân hàng được cải thiện thông qua việc bán nợ cho VAMC (Công ty Quản lý tài sản) và tái cơ cấu nguồn vốn đã giúp các ngân hàng quay trở lại hoạt động cho vay, lãi suất vay thế chấp BĐS giờ đây hợp lý hơn nhiều ở mức 10% (dựa vào lãi suất huy động khoản 5,5%), so với mức đỉnh 18% năm 2010.

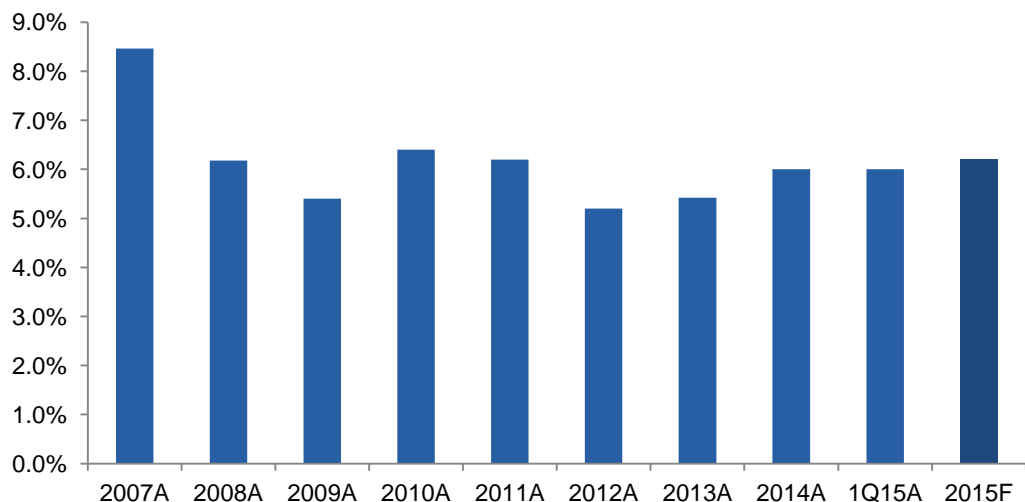
Hình 4: Lãi suất và lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2008-2015



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Ngoài ra, việc phục hồi của tăng trưởng GDP lên mức 6% từ mức 5,2% trong giai đoạn đáy của suy thoái kinh tế đã giúp thúc đẩy nhu cầu thực, tăng trưởng thu nhập và tâm lý người tiêu dùng, tất cả các yếu tố này đã giúp hỗ trợ cho nhu cầu thực cũng như yếu tố đầu cơ trong thị trường BĐS.

Hình 5: Tăng trưởng GDP Việt Nam 2007 - 2015F

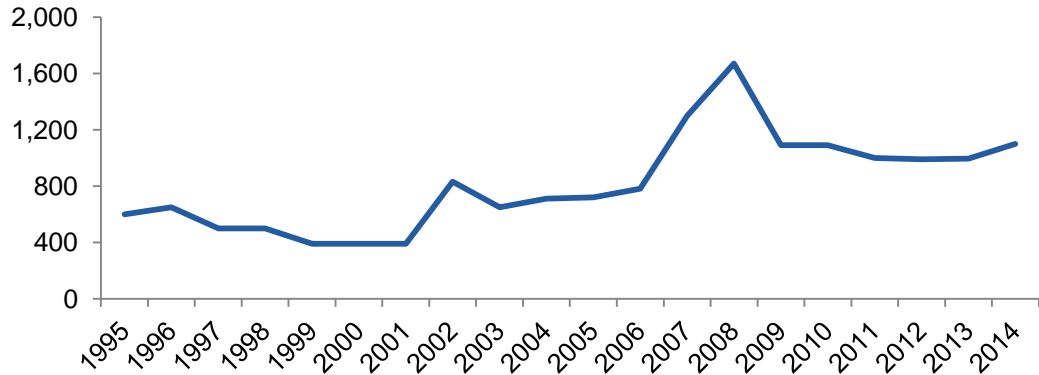


Nguồn: Tổng Cục Thống kê, VCSC

Giá bán điều chỉnh trong thời gian dài xuống mức hấp dẫn

Việc thị trường BĐS suy thoái trong thời gian dài đã dẫn đến sự điều chỉnh giá đáng kể của các BĐS nhà ở. Giá bán căn hộ trung bình tại TPHCM đã chạm đáy vào năm 2012 ở mức khoảng 1.000 USD/m², so với mức đỉnh gần 1.700 USD/m² vào năm 2008. Mặc dù giá bán nhà trong tất cả các phân khúc đã bắt đầu phục hồi từ mức đáy, nhưng mức giá trung bình chỉ mới tăng khoảng 10% từ mức đáy tính đến cuối năm 2014, vẫn còn thấp hơn 33% so với mức đỉnh năm 2008.

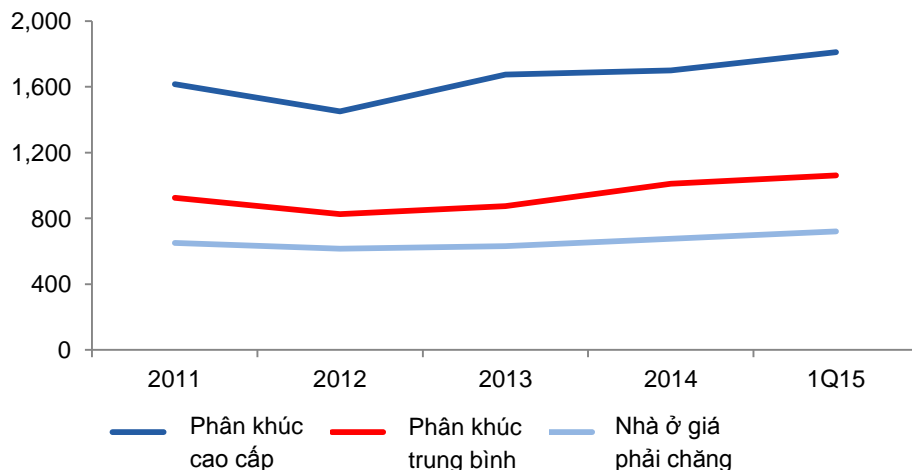
Hình 6: Giá căn hộ trung bình ở TPHCM (USD/m²) - TPHCM



Nguồn: Savills cung cấp, "Thị trường BĐS Việt Nam - 25 năm nhìn lại", 2015

Mặc dù chúng tôi không thu thập được những dữ liệu đáng tin cậy ở thời điểm trước năm 2011, một phân tích chi tiết hơn về xu hướng giá cả từ năm này trở đi cho thấy phân khúc trung và cao cấp đã có sự phục hồi giá bán đáng kể khi tăng 25-35% kể từ mức đáy năm 2012 so với mức tăng 17% của phân khúc nhà ở giá phải chăng. Phân khúc nhà ở giá phải chăng đã không phục hồi mạnh phần lớn là do phân khúc này chịu ảnh hưởng ít hơn từ suy thoái của thị trường; nhu cầu từ phân khúc này hầu như đến từ nhu cầu của những người tiêu dùng thông thường, trong khi phân khúc trung cấp hay cao cấp đã chứng kiến sự biến mất vào thời điểm suy thoái, cũng như xuất hiện lại vào giai đoạn phục hồi của giới đầu cơ và đầu tư, làm cho sự thay đổi lên xuống của giá bán cũng mạnh hơn. Tuy nhiên, cả 2 phân khúc này cũng có thể đạt đỉnh cao hơn nhiều so với năm 2008, khi so sánh với phân khúc nhà giá phải chăng, do đó vẫn có thể mang lại một giá trị đầu tư tốt cho người mua nhà ở thời điểm này dù giá bán đã phục hồi mạnh kể từ năm 2012 ([vui lòng xem phân tích của chúng tôi về chu kỳ BĐS bên dưới](#)).

Hình 7: Giá bán căn hộ trung bình tại TPHCM (USD/m²)



Nguồn: CBRE

Khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng được cải thiện

Việc lãi suất cho vay giảm mạnh đã khiến cho việc tiếp cận các khoản vay mua nhà trở nên dễ dàng hơn. Lãi suất tín dụng đã giảm từ mức đỉnh 20% năm 2011 còn 10% ở hiện tại. Chính phủ cũng đã triển khai gói cho vay ưu đãi trị giá 30.000 tỷ đồng (khoảng 1,4 tỷ USD) để giúp những người mua nhà có thu nhập thấp và các chủ đầu tư các căn hộ cho người có thu nhập thấp tiếp cận nguồn vốn vay dễ dàng hơn. Các điều khoản cho vay vừa được nới lỏng trong thời gian gần đây: lãi suất cho vay giảm từ 6% còn 5%, thời hạn cho vay kéo dài lên 15 năm từ mức 10 năm và tiêu chuẩn cho vay cũng trở nên linh hoạt hơn; trước đây các căn hộ đáp ứng tiêu chuẩn cho vay phải nhỏ hơn 70m² với giá bán trung bình tối đa là 15 triệu đồng/m², trong khi hiện tại, quy định mới cho phép giá trị căn hộ có thể thấp hơn hoặc bằng 1,05 tỷ đồng. Trên lý thuyết, quy định mới này đã mở rộng phạm vi áp dụng của gói vay ưu đãi từ phân khúc nhà giá phải chăng sang phân khúc nhà trung cấp, khi người mua nhà có thể vay tiền để mua các căn hộ trung cấp với diện tích nhỏ. Dù cho quá trình giải ngân của gói vay đã diễn ra ổn định kể từ tháng 7/2013, chỉ có khoảng 7,3 nghìn tỷ đồng được giải ngân tính đến thời điểm này, chiếm xấp xỉ 24% tổng giá trị của gói vay. Một trong những trở ngại của gói vay ưu đãi này là người mua nhà cần mức thu nhập hàng tháng thấp hơn 9 triệu đồng để được vay vốn, một tiêu chí quan trọng đã loại bỏ những người mua nhà có thu nhập trung bình. Nhu cầu trong phân khúc nhà giá rẻ vẫn ở mức cao nhưng nguồn cung đang khá khan hiếm - hầu hết các chủ đầu tư đều không quá mặn mà với phân khúc nhà giá phải chăng do biên lợi nhuận thấp, thay vào đó đã lựa chọn khai thác sự phục hồi từ phân khúc cao cấp khi có lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, mức giá căn hộ cao cấp thấp nhất cũng “ở ngoài tầm với” của các các hộ gia đình 2 thành viên có tổng thu nhập thấp hơn 13 triệu đồng/tháng ([vui lòng xem quan điểm của chúng tôi về nhà giá rẻ ở bên dưới](#)). Các ngân hàng cũng có vẻ không mặn mà khi cho những người có thu nhập thấp vay tiền do rủi ro không trả được nợ, cũng như thiếu các tài sản thế chấp trong nhóm khách hàng này.

Hình 8: Lượng giải ngân gói 30 nghìn tỷ lũy kế tính đến hiện tại (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Xây dựng

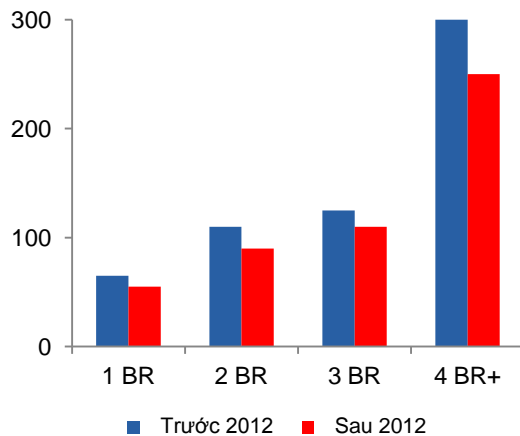
Chính phủ gần đây vừa đề xuất một gói vay ưu đãi mới với giá trị 20.000 tỷ đồng mà không có giới hạn về thu nhập hoặc tổng giá trị mua nhà. Chúng tôi cho rằng gói vay là một nỗ lực để bù đắp cho tình hiệu quả thấp của gói ưu đãi trước đó, kể cả sau khi nới lỏng các điều kiện áp dụng. Nếu như gói vay ưu đãi mới này được thông qua, độ ứng dụng của gói vay sẽ rộng hơn và sẽ giúp toàn bộ thị trường BĐS được hưởng lợi, cũng như hỗ trợ cho phân khúc nhà ở thương mại. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng với tính linh hoạt và khả năng ứng dụng rộng hơn, gói ưu đãi này có thể sẽ được giải ngân nhanh hơn gói ưu đãi hiện hữu.

Tái cấu trúc sản phẩm

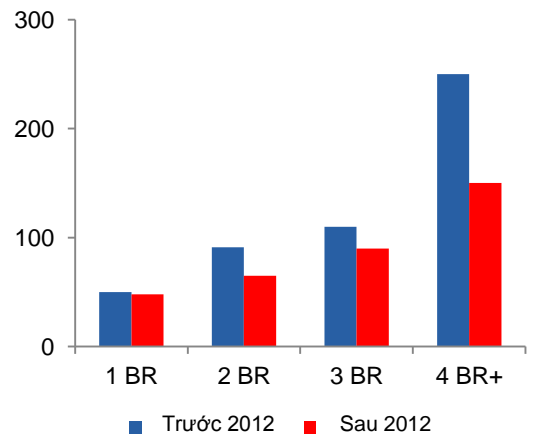
Nhằm phản ứng với gia đoạn suy thoái của thị trường, các chủ đầu tư đã bắt đầu giảm diện tích căn hộ để đạt mức giá hợp lý hơn cho tổng giá trị của căn hộ qua đó giúp kích thích nhu cầu mua nhà mà không làm giảm hiệu quả đầu tư từ dự án. Tính trung bình, diện tích một căn hộ có từ 1-4 phòng ngủ đã giảm 15-20% trong phân khúc cao cấp, và gần 40% ở các căn hộ trung cấp và giá phải chăng kể từ năm 2012. Điều này đã làm giảm tổng giá trị căn hộ trên các phân khúc và đã thúc đẩy khối lượng giao dịch.

Một vài chủ đầu tư đã đi tiên phong với các ý tưởng hoàn toàn mới như nhà phố giá phải chăng, đã cho thấy nhu cầu to lớn. Văn hóa của người Việt Nam thường ưa chuộng những BĐS trên đất hơn là các căn hộ cao tầng, nhưng phần lớn lại không đủ khả năng mua nhà trong các khu vực đô thị. Nhà phố giá phải chăng đã khai thác tâm lý này khi cung cấp BĐS trên đất trong khi vẫn đáp ứng túi tiền của những người thu nhập trung bình. Nhu cầu cho các căn hộ giá phải chăng được cho là đã tăng gấp 7 lần tính đến nay.

Hình 9: Kích thước trung bình căn hộ phân khúc cao cấp trở lên (m²)



Hình 10: Kích thước trung bình căn hộ trung cấp & giá phải chăng (m²)



Nguồn: CBRE

Phát triển cơ sở hạ tầng đô thị

Cơ sở hạ tầng yếu kém và thiếu hệ thống giao thông công cộng hiệu quả đã luôn là những nguyên nhân gây ra những hạn chế tăng trưởng cho cả TPHCM và Hà Nội. Khu vực trung tâm (Quận 1, Quận 3) TPHCM đang bị quá tải với khả năng mở rộng mặt đường hạn chế, cũng như thiếu cơ sở hạ tầng giao thông tốt đã khiến TPHCM không thể mở rộng ra. Nhận thấy vấn đề này, Chính phủ đã bắt đầu khởi động một số dự án cơ sở hạ tầng đô thị trọng yếu bao gồm xây dựng tuyến đường sắt metro cũng như hệ thống các đường vành đai và cao tốc.

Tuyến xe điện ngầm (Metro): Kế hoạch phát triển tổng thể tuyến metro bao gồm 6 tuyến metro chuyển tiếp (MRT) với tổng chiều dài 109km cũng như 2 tuyến xe lửa và 1 tuyến xe điện. Các tuyến metro từ 1-4 được xem “các tuyến ưu tiên” hiện đang được xây dựng và dự kiến đưa vào sử dụng vào năm 2020. Tuyến 5-6 là các hệ thống xe lửa đã được lên kế hoạch hoàn thành năm 2025. Quá trình xây dựng tuyến metro đầu tiên ở TPHCM - tuyến metro số 1 – đã được khởi công năm 2012, có kế hoạch hoàn thành năm 2019 và đưa vào sử dụng vào năm 2020. Tuyến đường này có chiều dài 19,7 km kết nối khu vực Bến Thành và Suối Tiên với tổng cộng 14 trạm, sẽ giúp khu vực Quận 2, Quận 9, và Thủ Đức ở phía Đông kết nối với khu vực trung tâm (CBD), giảm thời gian di chuyển giữa các khu vực này đến trung tâm ít nhất là 50%. Tuyến metro số 2 đã động thổ tháng 1/2015 và dự kiến đưa vào hoạt động năm 2020. Tuyến đường này kéo dài từ An Sương đến Thủ Thiêm (chiều dài 19km) kết nối khu vực phía Tây như Tân Bình và Tân Phú với CBD cũng như với Quận 2 ở phía đông. Cả 2 tuyến metro này đều có tác động sâu rộng đến sự kết nối tại TPHCM, kéo theo đó là sự phát triển khu vực thành phố trong những năm tới. Theo nghiên cứu gần đây của CBRE, quá khứ cho thấy các BĐS nhà ở nằm gần các tuyến giao thông lớn tại các quốc gia khác có giá cao hơn các BĐS nằm cách xa hệ thống giao thông, mức chênh lệch này dao động lớn từ 3 - 45%. Biên độ giao động lớn của “lợi thế kết nối” có thể đóng góp vào các yếu tố gián tiếp ảnh hưởng đến sự chênh lệch giá như thời gian thuê/ở và loại nhà ở, chất lượng, mật độ bao phủ và sự phụ thuộc vào hệ thống giao thông công cộng nói chung, sức khỏe của thị trường nhà ở và sự phát triển của khu vực lân cận. Nói một cách khác, tại các khu vực metro có thị trường nhà ở phát triển, “lợi thế kết nối” đối với các BĐS dân cư nằm gần hệ thống giao thông công cộng kết nối với nơi làm việc và các tiện ích khác có thể mang lại mức chênh lệch giá cao hơn. BĐS ở Quận 2, Quận 9, và Thủ Đức có khoảng cách đến các nhà ga dự kiến của tuyến metro 1 dưới 10 phút đi bộ đang chứng kiến mức chênh lệch giá từ mức thấp đến vừa phải khoảng 2-5% so với các BĐS ở khu vực khác. CBRE dự báo mức chênh lệch này có thể tăng lên 10-20% khi tuyến metro đi vào hoạt động. Nhằm tận dụng cơ hội này, đã có rất nhiều dự án được phát triển dọc theo tuyến metro với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) nguồn cung căn hộ 36% trong vòng 3 năm qua tại Quận 2, so với 24% tại Quận 4 và 10% tại Quận 7 - hai quận không được hưởng lợi từ tuyến metro 1. Số lượng các căn hộ giao dịch tại Quận 2 đã tăng hơn 10 lần so với mức năm 2012 đạt 3.710 căn hộ trong năm 2014, cho thấy nhu cầu đang gia tăng tương ứng (Nguồn: CBRE, “Metro, thay đổi bộ mặt của thị trường BĐS”, 2015).

Hình 11: Đề xuất quy hoạch tuyến metro tổng thể tại TPHCM



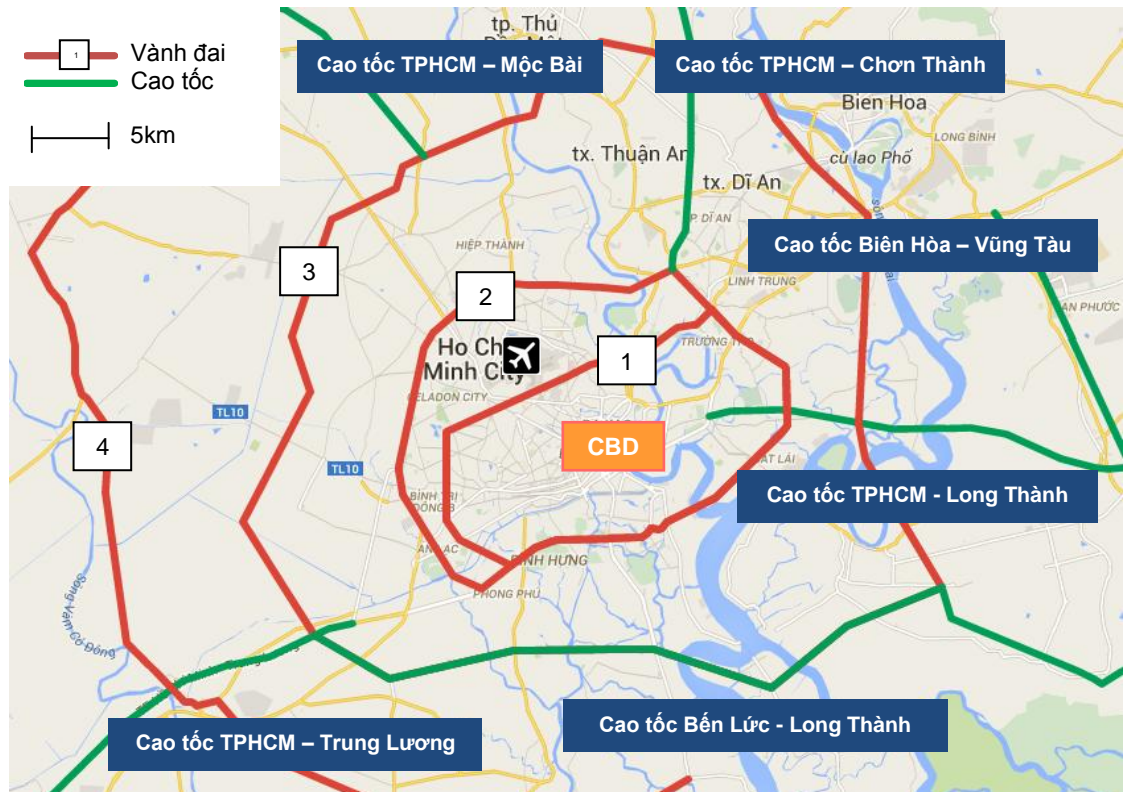
Nguồn: Phân tích của VCSC, CBRE

Có thể nói rằng các BĐS gần các trạm theo tuyến metro - theo kế hoạch và đang được xây dựng - sẽ chứng kiến thanh khoản tốt và giá bán tăng đáng kể trong những năm tới. Điều này không chỉ đem lại sức sống mới cho thị trường BĐS nhưng cũng sẽ kích thích thị trường BĐS thương mại với sự phát triển của các khu vực bán lẻ lân cận và cơ hội cho các công ty dời văn phòng ra khỏi CBD nhờ có sự kết nối tốt hơn. Với lượng hành khách ước tính hàng ngày 186.000 lượt chỉ trên tuyến metro 1, không quá khó để nhận thấy tiềm năng phát triển của các BĐS bán lẻ dọc theo tuyến metro. Trong khi hiện vẫn chưa xác định giá vé cho tuyến metro, các dấu hiệu đều cho thấy giá vé sẽ ở mức thấp để khuyến khích hành khách sử dụng tuyến metro TPHCM và có thể cạnh tranh với giá vé xe bus. Trong bối cảnh này, chúng tôi dự báo phần lớn số người sử dụng metro sẽ đến từ số dân số có thu nhập trung bình, do đó, hầu hết các BĐS thương mại mà chúng tôi cho rằng sẽ được phát triển dọc theo tuyến metro sẽ nằm trong phân khúc trung cấp.

Các tuyến đường khác: Cả TPHCM và Hà Nội đều đang trải qua giai đoạn phát triển hệ thống các tuyến đường vành đai và cao tốc kết nối với trung tâm thành phố. Kết quả của sự cải thiện tính kết nối sẽ giúp kích thích thị trường BĐS trong các quận hiện hữu cách xa CBD cũng như sẽ dẫn đến việc thành lập những khu vực phụ cận mới. Ngoài các BĐS căn hộ, chúng tôi dự báo sẽ xảy ra hiện tượng “phát triển dọc theo” của các BĐS sản thương mại và cá nhân dọc theo các tuyến đường vành đai và đường cao tốc. TPHCM dự kiến sẽ có thêm 4 tuyến đường vành đai và 6 đường cao tốc đến năm 2025, có tổng chiều dài 677km. Hà Nội dự kiến sẽ có thêm 5 tuyến vành đai và 6 đường cao tốc vào năm 2030, có tổng chiều dài 1.030km.

TPHCM

Hình 12: Quy hoạch tổng thể tuyến đường vành đai và cao tốc ở TPHCM



Nguồn: Phân tích của VCSC, Quy hoạch tổng thể TPHCM

Dưới đây các dự án tuyến đường chính tại và xung quanh TPHCM cũng như Hà Nội, cũng như các khu vực có khả năng hưởng lợi nhiều nhất:

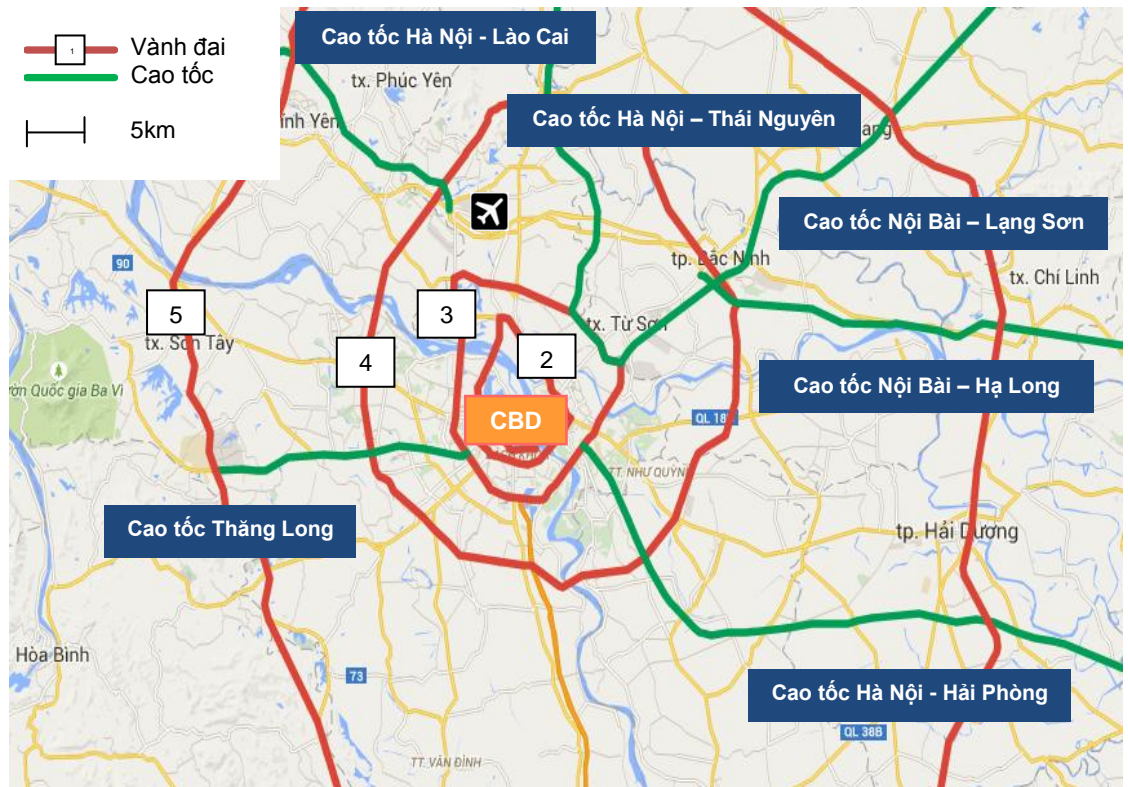
Vành đai 2: quá trình xây dựng đang tăng tốc với thời gian hoàn thành dự kiến trong năm 2015. Khi hoàn tất, tuyến đường này sẽ thúc đẩy thị trường BĐS ở phía Đông TPHCM bao gồm Quận 2, Quận 9 và Thủ Đức khi rút ngắn thời gian di chuyển đến sân bay.

Đường cao tốc Bến Lức - Long Thành: tuyến đường cao tốc này là một phần của tuyến vành đai 3 kết nối tỉnh Long An với sân bay quốc tế Long Thành trong tương lai, không đi qua TPHCM. Được khởi công xây dựng năm 2014 và dự kiến hoàn thành năm 2018, tuyến đường này sẽ gia tăng đáng kể tính kết nối giữa đồng bằng sông Cửu Long và các trung tâm công nghiệp ở Đồng Nai và Vũng Tàu. Tương ứng, BĐS ở Nhà Bè, Cần Giuộc và Bình Chánh sẽ được hỗ trợ.

Sân bay Long Thành: với công suất phục vụ 100 triệu hành khách và tổng vốn đầu tư 15,8 tỷ USD, sân bay Long Thành là một dự án lớn có khả năng thúc đẩy kinh tế và giá trị BĐS ở TPHCM và các khu vực lân cận. Quá trình xây dựng giai đoạn 1 sẽ diễn ra năm 2018. Sân bay có thể đi vào hoạt động năm 2025 với công suất 25 triệu hành khách.

Hà Nội

Hình 13: Quy hoạch tổng thể tuyến đường vành đai và cao tốc ở Hà Nội



Nguồn: Phân tích của VCSC, Quy hoạch tổng thể Hà Nội

Tuyến cao tốc Hà Nội – Hải Phòng: Chính phủ dự kiến sẽ hoàn thành tuyến đường cao tốc này vào cuối năm 2015. Tuyến đường này sẽ cắt giảm thời gian di chuyển, kết nối thủ đô với thành phố cảng lớn nhất miền Bắc. Giá BĐS trong khu vực liền kề tuyến đường tại quận Long Biên được dự kiến sẽ gia tăng.

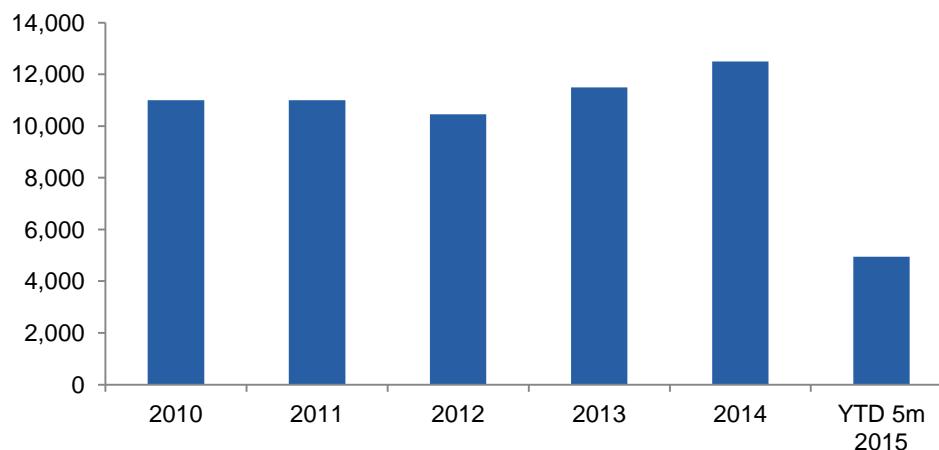
Vành đai 3: với chiều dài 65km, tuyến Vành đai 3 khi hoàn thành (vào năm 2015) sẽ kết nối sân bay Nội Bài với các khu vực lân cận Hà Nội, giảm thời gian di chuyển từ sân bay đến các Quận đang phát triển nhanh ở phía tây nam như Bắc Từ Liêm, Nam Từ Liêm, Hà Đông và Hoài Đức.

Vốn đầu tư nước ngoài (FDI) tăng mạnh

Kể từ năm 2014, dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam đã tăng mạnh cụ thể là trong lĩnh vực sản xuất khi ngày càng có nhiều công ty tìm cách giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc nhằm phản ứng lại chi phí nhân công gia tăng tại nước này cũng như do những tranh chấp lãnh thổ pháp lý. Ngân hàng Standard Chartered ước tính các công nhân sản xuất tại Đồng bằng Châu Giang (trung tâm sản xuất của Trung Quốc) có thu nhập khoảng 750 USD/tháng, so với con số 250 USD của công nhân tại Việt Nam. Chính lý do này cùng điều kiện địa lý tương đồng của Việt Nam và Trung Quốc khiến Việt Nam ngày càng trở thành điểm đến cho các công ty tìm cách đưa việc sản xuất ra khỏi Trung Quốc, nhưng không muốn quá trình chuyển đổi không làm gián đoạn chuỗi cung cấp hiện hữu. Sau giai đoạn trì trệ trong năm 2011 và giảm trong năm 2012, tổng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam đã tăng trưởng với CAGR 9% kể từ năm 2012 đạt 12 tỷ USD năm 2014, với khoảng 70% số này được đổ vào lĩnh vực sản xuất. Xu hướng này vẫn đang được duy trì trong năm nay với vốn FDI giải ngân kể từ đầu năm tăng 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Hàn Quốc và Nhật Bản là các nhà đầu tư tích cực nhất vào Việt Nam, khi đã đầu tư tổng cộng 7 tỷ USD trong năm 2014

(Nhật Bản đã đầu tư 295 triệu USD vào Việt Nam trong quý 1/2015, chiếm 16% lượng vốn FDI trong quý này).

Hình 14: Vốn FDI Giải ngân (triệu USD)



Nguồn: Cơ quan đầu tư nước ngoài, Việt Nam

Tất cả những khoản đầu tư này đang kích thích thị trường BĐS bằng 2 cách:

- Hỗ trợ trực tiếp cho nhu cầu BĐS công nghiệp:** lượng vốn FDI được tập trung nhiều nhất vào lĩnh vực sản xuất vốn rất cần đất. Các nhà máy cần những diện tích đất phù hợp và điều này đã giúp thúc đẩy nhu cầu cho các BĐS công nghiệp, đặc biệt là trong các khu công nghiệp (KCN) tọa lạc xung quanh TPHCM và Hà Nội.
- Hỗ trợ gián tiếp cho nhu cầu BĐS nhà ở và thương mại:** lượng vốn FDI gia tăng đang có những tác động sâu rộng đến thị trường lao động khi gia tăng số lượng nhân công (thông qua việc tuyển dụng các lao động nông thôn và không chính quy) cũng như thúc đẩy mức lương. Khi có nhiều lao động tham gia vào thị trường lao động chính quy từ các dịch vụ nông nghiệp và không chính quy, mức độ an sinh xã hội cũng gia tăng do đó thúc đẩy xu hướng chi tiêu. Với sự gia tăng cả số lượng và xu hướng chi tiêu trong phân khúc dân số có thu nhập thấp, nhu cầu cho nhà ở giá phải chăng (hoặc cũng có thể là phân khúc trung cấp) dự kiến sẽ tăng mạnh trong những năm tới. Ngoài ra, các khu vực BĐS nhà ở và thương mại sẽ được phát triển xung quanh các dự án công nghiệp và các KCN lớn theo thời gian, cũng sẽ kích thích thị trường BĐS.

Luật Nhà ở về điều kiện sở hữu của người nước ngoài

Luật sở hữu nhà ở mới cho người nước ngoài sẽ được áp dụng vào đầu tháng 7/2015. Luật mới này sẽ nói lỏng đáng kể các quy định áp dụng cho các cá nhân và doanh nghiệp nước ngoài muốn mua BĐS ở Việt Nam. Theo điều luật mới, bất kỳ người nước ngoài và công dân Việt Nam sống ở nước ngoài nào cũng có thể mua BĐS để ở, không quan trọng đến việc họ đang làm việc tại Việt Nam hay kết hôn với người Việt Nam. Các công ty có vốn đầu tư nước ngoài hoặc các văn phòng đại diện của các công ty nước ngoài cũng có thể mua BĐS. Ngoài ra, quy định thuê 50 năm khác với trước đây là có thể được gia hạn. Trong khi chúng tôi vẫn đang chờ đợi hướng dẫn chính thức từ Chính phủ trong tháng 7, điều này có thể trở thành yếu tố thúc đẩy cho phân khúc cao cấp trong thị trường BĐS nhà ở. Chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể tiếp bước thành công của Malaysia trong việc thu hút các nhà đầu tư nước ngoài vào BĐS như đã thông qua chương trình “Malaysia My Second Home”. Các địa điểm nghỉ dưỡng như Đà Nẵng và Nha Trang có tiềm năng thu hút những người nước ngoài mua nhà tương tự như Penang (Malaysia) vào những năm đầu thập niên 2000.

Hình 15: Tổng hợp thay đổi Luật Nhà ở

| | Quy định cũ | Quy định mới (có hiệu lực từ 1/7/2015) |
|----------------------------|--|---|
| Đối tượng áp dụng | Người nước ngoài: đầu tư trực tiếp, thuộc vị trí quản lý, có chuyên môn, hoặc kết hôn với công dân Việt Nam. Phải định cư tại Việt Nam ít nhất là 12 tháng | Bất kỳ người nước ngoài hoặc kiều bào Việt Nam tại nước ngoài được phép nhập cảnh vào Việt Nam. Các công ty có vốn đầu tư nước ngoài, văn phòng đại diện, các quỹ và ngân hàng hoạt động tại Việt Nam được phép mua BĐS. |
| Số lượng BĐS sở hữu | Giới hạn 1 căn hộ/người | Kiều bào Việt Nam: không giới hạn Người nước ngoài: Giới hạn lên đến 30% tổng số căn hộ của mỗi dự án cao tầng, và 250 căn hộ thấp tầng (nhà ở/villa/căn hộ,...) trong 1 đơn vị hành chính phường/xã cụ thể. |
| Mục đích | Chỉ với mục đích để ở và không được sử dụng làm tài sản thế chấp, góp vốn hoặc cho thuê | Các BĐS sở hữu bởi người nước ngoài và kiều bào Việt Nam có thể sử dụng cho mục đích thương mại (cho thuê, nhưng không được bán lại), để ở, thế chấp, cho tặng hoặc góp vốn (các công ty nước ngoài không phải chủ đầu tư vẫn bị hạn chế mua các BĐS cho mục đích để ở) |
| Loại BĐS | Chỉ áp dụng cho căn hộ chung cư | Căn hộ chung cư và nhà thấp tầng trong <u>các khu vực phù hợp</u> . Chỉ cho phép mua tại các <u>dự án thương mại</u> . |
| Quyền SD đất | 50 năm và không được gia hạn | 50 năm và có thể gia hạn |

Nguồn: Luật Nhà ở 2015

Là một nhà đầu tư, làm cách nào để tận dụng cơ hội từ thị trường BĐS Việt Nam?

Chúng ta hiện đang ở vào một thời điểm nhiều cơ hội trong lịch sử ngành BĐS ở Việt Nam, khi chu kỳ phục hồi đang xảy ra cùng lúc với nhiều yếu tố thúc đẩy về cấu trúc sẽ giúp hỗ trợ thị trường BĐS trong trung và dài hạn như chuyển động của các dự án cơ sở hạ tầng lớn, FDI do lĩnh vực sản xuất dẫn dắt tăng mạnh và sự thay đổi của luật sở hữu BĐS cho người nước ngoài. Tuy nhiên, với tính chu kỳ vốn có trong thị trường BĐS nói chung, các nhà đầu tư nên tiếp cận thị trường này với các quan điểm đầu tư rõ ràng và điều này nên bắt đầu với việc hiểu rõ thời gian đầu tư cụ thể. Dưới đây là một vài xu hướng đầu tư chính dựa theo thời gian đầu tư - lưu ý rằng các xu hướng này không loại trừ lẫn nhau, mà ngược lại còn có liên quan với nhau và thậm chí là hỗ trợ cho nhau trong một số trường hợp:

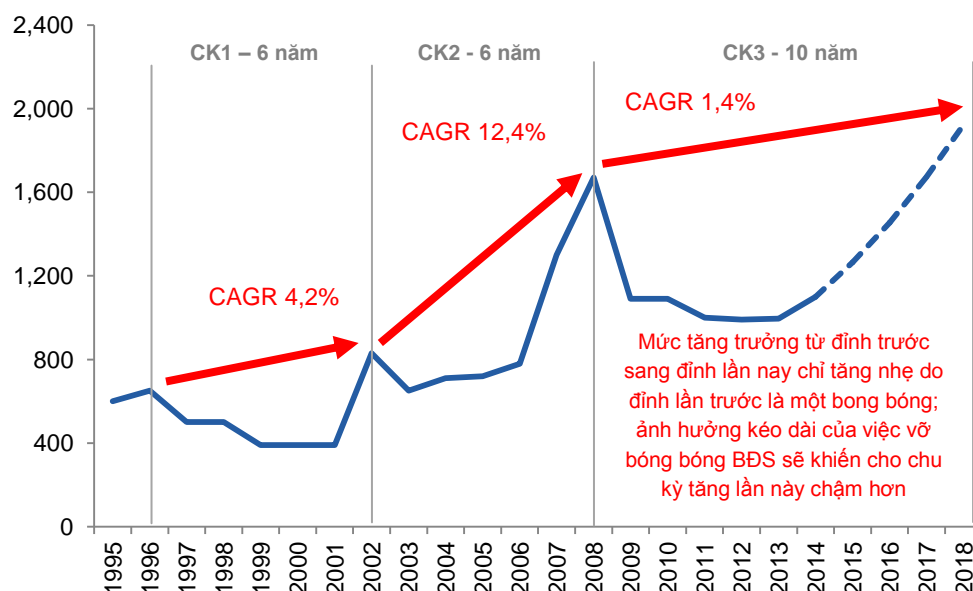
Ngắn đến trung hạn (<3 năm)

Dưới đây là các chiến lược đầu tư chính mà chúng tôi nhận định trong ngắn và trung hạn.

Đầu tư dựa trên chu kỳ thị trường

Đối với thời gian đầu tư dưới 3 năm, chúng tôi cho rằng sự thấu hiểu rõ ràng chu kỳ BĐS là vấn đề cực kỳ quan trọng. Điều này là do dù có các yếu tố cốt lõi dài hạn hỗ trợ và các yếu tố thúc đẩy tiềm năng, sự thay đổi giá BĐS (cũng như giá cổ phiếu của các chủ đầu tư BĐS) trong ngắn hạn sẽ bị ảnh hưởng bởi chu kỳ thị trường. Theo ước tính của chúng tôi và dựa theo các số liệu tại thị trường TPHCM, chu kỳ BĐS ở Việt Nam kéo dài khoảng 6 năm; đỉnh của các chu kỳ trước lần lượt vào năm 2002 và 1996. Tuy nhiên, mức đỉnh gần nhất vào năm 2008 là chưa có tiền lệ nếu xét theo mức giá đỉnh và kéo theo đó là chu kỳ giảm khá dài (khoảng 4 năm) do ảnh hưởng của các vấn đề kinh tế vĩ mô ở Việt Nam, cũng như các tác động to lớn của việc vỡ bong bóng BĐS đối với hệ thống ngân hàng. Sau đó là 2 năm thị trường phục hồi, xét theo chu kỳ xuất hiện trước đó thì chu kỳ gia tăng đã hoàn tất. Tuy nhiên, do chu kỳ này đã diễn ra không bình thường khi hệ thống ngân hàng vẫn chưa phục hồi từ giai đoạn đi xuống của thị trường và điều này vẫn tiếp tục ảnh hưởng đến sự phục hồi, khiến cho chu kỳ gia tăng này diễn ra chậm hơn chu kỳ trước đó. Nếu chúng tôi giả định rằng mức % gia tăng giá trong chu kỳ tăng này chỉ bằng khoảng 50% mức đỉnh của chu kỳ trước (một giả định hợp lý khi mức đỉnh trước rõ ràng là một bong bóng), do đó thị trường có thể đạt mức đỉnh cao hơn một chút so với mức giá đỉnh trước đó (lưu ý rằng đợt tăng giá gần nhất cao hơn đáng kể so với giai đoạn năm 2003, do đó có xu hướng tăng giá cao hơn trong các chu kỳ kế tiếp). Mức giá trung bình của các BĐS nhà ở hiện đang bằng khoảng 67% mức đỉnh trước đó, cao hơn 61% mức đáy của chu kỳ và quá trình phục hồi hiện đang diễn ra được khoảng 2 năm tính đến hiện tại; nếu chúng tôi ngoại suy mức độ phục hồi giá bán (CAGR 5%) - cũng như dựa vào giả định của chúng tôi về mức đỉnh kế tiếp - thị trường vẫn còn cách mức đỉnh gần nửa thập kỷ nữa. Tuy nhiên, nếu như tính đến yếu tố lịch sử, tốc độ tăng trưởng giá cả có thể tăng tốc đáng kể. Tuy nhiên, kể cả khi giả định mức tăng trưởng giá trung bình qua 2 năm vừa qua, tăng lên gấp 3 lần trong 3 năm kế tiếp, đạt mức 15% - và dựa theo thời điểm mà chúng tôi cho rằng giá BĐS sẽ đạt đỉnh trong chu kỳ này - toàn thị trường sẽ không đạt mức đỉnh ít nhất là trong 3-4 năm tới.

Hình 16: Giá căn hộ trung bình ở TPHCM (USD/)



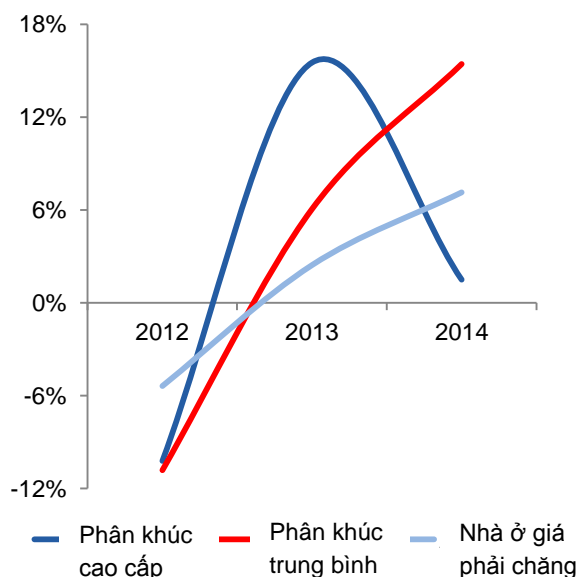
| | Giá trung bình* (USD/m ²) | Năm |
|---|--|------|
| Đỉnh cũ | 1650 | 2008 |
| Mức đáy cũ của chu kỳ 2002 | 650 | 2003 |
| % gia tăng trong chu kỳ tăng trước | 154% | |
| Mức đáy cũ | 1000 | 2012 |
| Giả định % gia tăng trong chu kỳ tăng lần này | 77% | |
| Giá ước tính tại mức đỉnh kế tiếp | 1769 | |
| Mức giá hiện tại | 1100 | 2014 |
| % so với mức đỉnh | 62% | |
| CAGR giá trong chu kỳ tăng lần này (2012-2014) | 5% | |
| Giả định CAGR giá trung bình trong phần còn lại của chu kỳ tăng | 15% | |
| Số năm còn lại để đạt đỉnh theo mức tăng giả định | 3,5 | |

* Giá căn hộ trung bình ở TPHCM

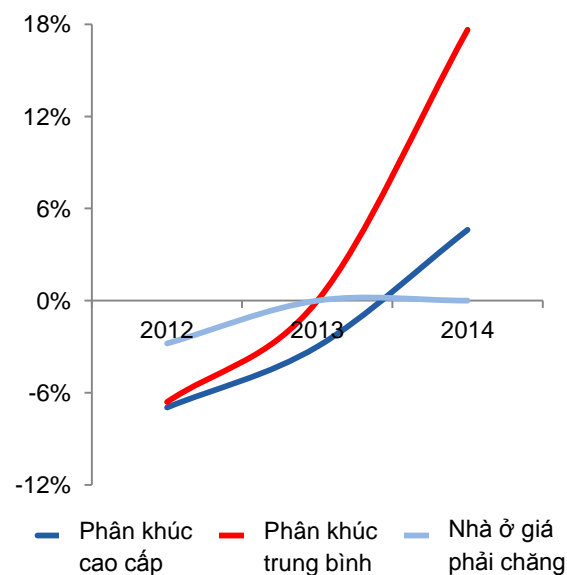
Nguồn: Savills, Phân tích của VCSC

Trong khi tận dụng chu kỳ chung của thị trường, cũng cần chú ý rằng không phải tất cả các phân khúc của thị trường BĐS nhà ở sẽ dịch chuyển tương đồng. Mặc dù giá cả trong phân khúc giá phải chăng bị ảnh hưởng đôi chút bởi giai đoạn trầm lắng gần đây, tính chu kỳ trong phân khúc này là không đáng kể do nguồn cung không đáp ứng đủ nhu cầu ở một mức độ nhất định ([vui lòng tham khảo quan điểm của chúng tôi và nhà ở giá phải chăng ở phía dưới](#)). Mặt khác, phân khúc cao cấp và các sản phẩm sang trọng có tính chu kỳ rõ ràng hơn do a) sự tham gia của nhà đầu tư và giới đầu cơ, b) bản chất khá khác biệt của việc mua nhà (rất nhiều căn hộ cao cấp và sang trọng là các căn hộ thứ 2, 3 đối với những người giàu có) và c) xu hướng của các chủ đầu tư khi lao theo “cơn sốt” trong phân khúc này, dẫn dắt bởi biên lợi nhuận hấp dẫn khiến phân khúc này có thể bị thừa cung trong vòng vài năm trong chu kỳ giá tăng.

Hình 17: Tăng trưởng giá mỗi m² căn hộ trên thị trường sơ cấp - TPHCM



Hình 18: Tăng trưởng giá mỗi m² căn hộ trên thị trường thứ cấp - TPHCM



Nguồn: CBRE

Mặc dù tất cả các phân khúc đang trải qua quá trình tăng giá, mức tăng trưởng giá trong phân khúc cao cấp đang giảm khá mạnh, ít nhất là trong thị trường sơ cấp. Điều này có thể là do hệ quả của nguồn cung dồi dào nhằm đón đầu sự phục hồi của thị trường. Khi nhà đầu tư và giới đầu cơ quay trở lại thị trường, các chủ đầu tư bắt đầu phát triển nhiều dự án cao cấp cũng như tiếp tục phát triển các dự án bị trì trệ trong giai đoạn khủng hoảng. Hệ quả, đã có một số lượng lớn các căn hộ sẽ được chào bán ra thị trường trong vòng 2-3 năm tới, đặc biệt là tại TPHCM. Theo CBRE, hiện đang có tổng cộng hơn 17 dự án căn hộ (với hơn 20.000 căn hộ) đang được xây dựng dọc theo tuyến metro số 1 tại TPHCM, cùng với 5 dự án khác đang trong giai đoạn lên kế hoạch. Hầu hết các căn hộ mới sẽ được đưa ra thị trường trong khoảng giai đoạn 2016-2018. Ngoài ra, do chúng tôi cho rằng nhu cầu trong phân khúc này đang gia tăng bởi sự quay lại của giới đầu tư và đầu cơ, hơn là các khách hàng mua nhà thông thường, nhu cầu sẽ giảm nhiệt vào cùng khoảng thời gian nguồn cung mới được đưa ra thị trường. Mặc dù vẫn chưa có dấu hiệu “bong bóng” nào trong phân khúc này, chúng tôi cho rằng phân khúc cao cấp sẽ đạt đỉnh sớm hơn toàn thị trường nói chung. Tuy nhiên, luật sở hữu nhà ở mới của người nước ngoài có thể có một vài tác động giúp giảm bớt rủi ro này khi thu hút thêm nhiều nhu cầu vào phân khúc cao cấp.

Hình 19: Các dự án căn hộ cao cấp sắp phát triển ở TPHCM dọc theo tuyến metro 1

| Dự án | Vị trí | Chủ đầu tư | Số lượng căn hộ | Thời gian hoàn thành dự kiến |
|-----------------------|------------|----------------------|-----------------|------------------------------|
| The One | Quận 1 | Bitexco | N.A | 2018 |
| Saigonland | Bình Thạnh | Saigonland | 152 | 2015 |
| Pearl Plaza | Bình Thạnh | SSG | 120 | 2015 |
| Wilton Tower | Bình Thạnh | Novaland | 494 | 2017 |
| Vinhomes Central Park | Bình Thạnh | Vingroup | 11,000 | 2018 |
| Tropic Garden | Quận 2 | Novaland | 1,008 | 2017 |
| The Ascent | Quận 2 | Tiến Phước | 150 | 2017 |
| Masteri Thảo Điền | Quận 2 | Thảo Điền Investment | 3,021 | 2017 |
| Gateway Thảo Điền | Quận 2 | Sơn Kim Land | 439 | 2018 |
| Estella Heights | Quận 2 | Keppel Land | 496 | 2018 |

| | | | | |
|---------------------|--------|----------|---------------|------|
| Lexington Residence | Quận 2 | Novaland | 1,310 | 2016 |
| Tổng cộng | | | 18,190 | |

Nguồn: VCSC tổng hợp

Khuyến nghị: tập trung vào các chủ đầu tư đang chuẩn bị mở bán các BĐS trong phân khúc trung và cao cấp trong vòng 12 tháng tới khi giá BĐS dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng, thanh khoản cũng duy trì ở mức tốt trong giai đoạn này; xem xét thoái vốn vào cuối năm 2016 khi các áp lực giá cả bắt đầu tác động vào phân khúc cao cấp. Theo quan điểm của chúng tôi VIC (Vinhomes Central Park), PDR (EverRich 3 và EverRich Infinity) và KDH (chuỗi dự án Mega) rất phù hợp với chiến lược này. Chúng tôi cũng muốn đưa DXG vào danh sách này nhưng với lý do khác – hoạt động môi giới của doanh nghiệp này khiến DXG tiếp cận với sự phục hồi của toàn thị trường, do đó được hưởng lợi từ chu kỳ tăng của BĐS.

Theo đuổi các yếu tố tăng trưởng nhờ cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn

Như đã nêu ở phần trên ở báo cáo này, phát triển cơ sở hạ tầng đô thị được dự kiến có những tác động sâu rộng đến thị trường BĐS nhà ở và bán lẻ ở TPHCM và Hà Nội. Trong khi phát triển cơ sở hạ tầng thông thường là quan điểm trong dài hạn, chúng tôi cho rằng có cơ hội để tận dụng điều này trong ngắn hạn và trung hạn cũng như tiếp cận các BĐS nằm gần các cơ sở hạ tầng đã hoàn thành, đang được xây dựng và chuẩn bị đưa vào hoạt động, hoặc các dự án chuẩn bị động thổ trong thời gian tới. Theo quan sát, giá BĐS thông thường tăng giá trong quá trình xây dựng dự án cơ sở hạ tầng và sau đó. Dưới đây là các vị trí tại TPHCM và Hà Nội mà chúng tôi cho rằng sẽ được hưởng lợi từ các dự án cơ sở hạ tầng vừa hoàn thành, đang hoặc sắp xây dựng trong vòng 3-4 năm tới.

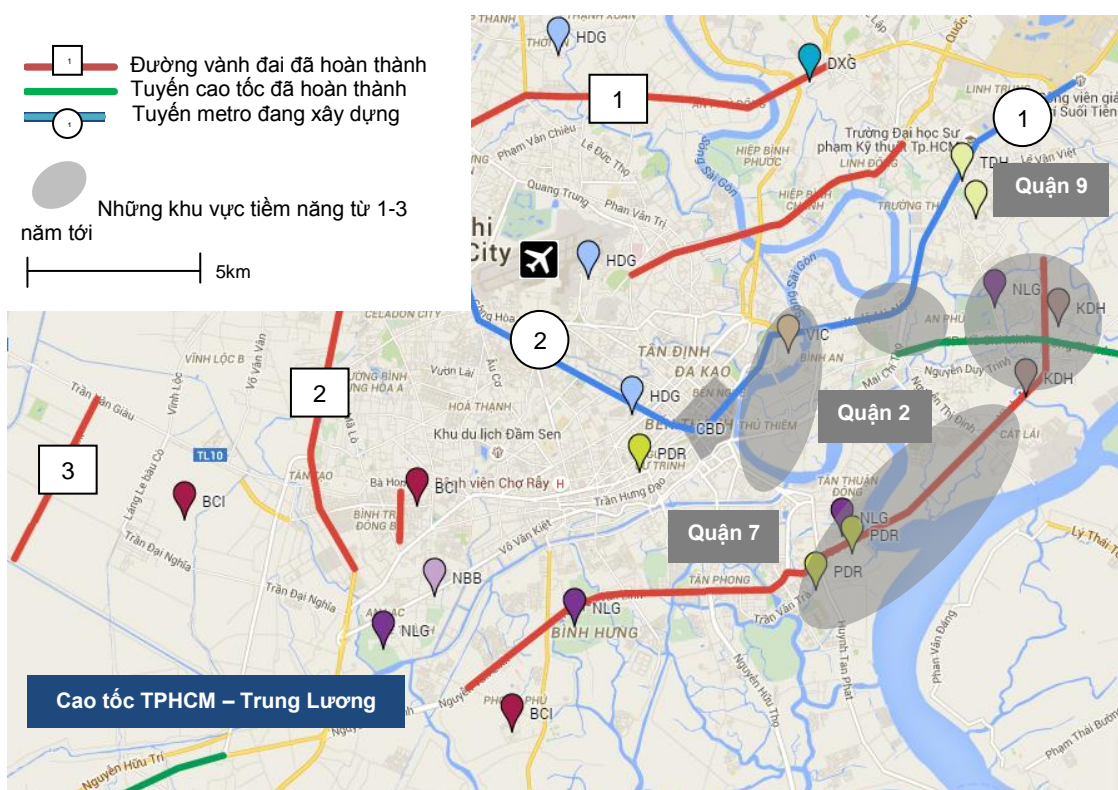
TPHCM

Hình 20: Tổng hợp các dự án cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn

| Khu vực / Vị trí | Dự án hạ tầng | Thời gian hoàn thành | DN hưởng lợi |
|---|--|----------------------|--------------|
| Tân Cảng - Thủ Thiêm – Cảng Sài Gòn, một phần Quận Bình Thạnh, Quận 2, Quận 4 | Tuyến metro số 1, hầm Thủ Thiêm, sự phát triển của khu vực Thủ Thiêm, Xây dựng cầu Thủ Thiêm 2 | Cuối năm 2018 | VIC |
| Cầu Phú Mỹ - Cảng Cát Lái, một phần Quận 7 và Quận 9 | Kết nối với đường Vành đai 2 | Cuối năm 2015 | NLG, PDR |
| Giao lộ đường cao tốc TPHCM - Long Thành và đường Vành đai 2, một phần quận 9 | Kết nối với đường Vành đai 2, hoàn thành đường cao tốc TPHCM - Long Thành | Cuối năm 2015 | NLG, KDH |
| Phường An Phú, một phần Quận 2 | Tuyến metro 21, hoàn thành đường cao tốc TPHCM - Long Thành | Cuối năm 2018 | Novaland |
| Dọc theo tuyến metro 2, một phần Quận 3, Quận 10 và Quận Tân Bình | Tuyến metro 2 | Cuối năm 2018 | HDG |

Nguồn: Phân tích của VCSC

Hình 21: Các yếu tố phát triển hạ tầng ngắn hạn so với quỹ đất của các chủ đầu tư ở TPHCM



Nguồn: phân tích VCSC, Quy hoạch tổng thể TPHCM

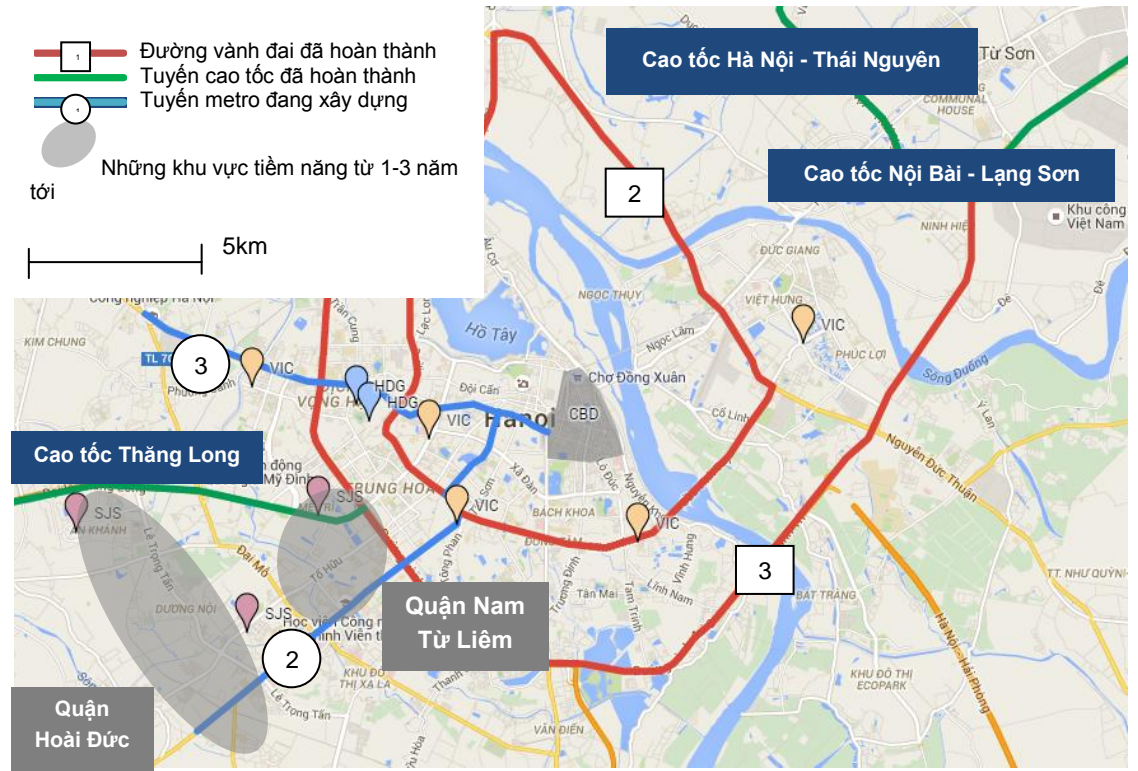
Hà Nội

Hình 22: Tổng hợp các dự án cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn

| Khu vực / Vị trí | Dự án hạ tầng | Thời gian hoàn thành | DN hưởng lợi |
|---|--|----------------------|--------------|
| Đường cao tốc Thăng Long - Quang Trung, một phần Quận Hoài Đức, Quận Nam Từ Liêm và Quận Hà Đông. | Hoàn thành đường cao tốc Thăng Long, Tuyến Metro số 2 Cát Linh - Hà Đông | Cuối năm 2015 | SJS |
| Khu vực xung quanh khu Liên hợp Thể thao Quốc gia Mỹ Đình, một phần Quận Nam Từ Liêm | Hoàn thành đường cao tốc Thăng Long, Tuyến Metro số 3 Nhổn - Hà Nội | Cuối năm 2018 | VIC, SJS |

Nguồn: Phân tích của VCSC

Hình 23: Các yếu tố phát triển hạ tầng ngắn hạn so với quỹ đất của các chủ đầu tư ở Hà Nội



Nguồn: Phân tích của VCSC, Quy hoạch tổng thể Hà Nội

Cũng cần chú ý rằng quan điểm tận dụng phát triển cơ sở hạ tầng ngắn hạn cần phải được xem xét là một phần của chu kỳ BĐS tổng thể - cố gắng tận dụng phát triển cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn trong bối cảnh có những khó khăn mang tính chu kỳ là một chiến lược rủi ro. Do đó, chúng tôi tin rằng chiến lược tận dụng cơ sở hạ tầng ngắn hạn chỉ có thể thành công khi có thể thoái vốn trước thời gian đỉnh của chu kỳ.

Khuyến nghị: Tập trung vào các công ty có các dự án đang phát triển trong khu vực lân cận các dự án cơ sở hạ tầng chính vừa được hoàn thành, đang được xây dựng hay chuẩn bị động thổ. Chúng tôi cho rằng NLG, VIC, SJS, KDH và một chừng mực nào đó là HDG là các cổ phiếu tốt nhất trong chiến lược này, dựa vào các dự án đang triển khai của các doanh nghiệp đang diễn ra gần các dự án hạ tầng đã, đang và sẽ được xây dựng tại TPHCM và Hà Nội.

Đầu tư vào những bước chuyển mình của các doanh nghiệp gặp khó khăn

Giai đoạn khó khăn của thị trường BĐS vừa qua đã loại bỏ những chủ đầu tư thiếu hiệu quả với ban lãnh đạo và khả năng thực hiện dự án yếu kém. Tuy nhiên, giai đoạn này cũng đã ảnh hưởng đến một vài chủ đầu tư có tài sản và khả năng thực hiện dự án tốt khi đã đánh mất sự tập trung và tính kiên định trong giai đoạn bùng nổ của thị trường BĐS, hoặc đơn giản là nạn nhân của việc tín dụng bị siết chặt, cũng như giá cả và thanh khoản thị trường BĐS giảm mạnh. CTCP Phát triển Nhà Khang Điền (KDH) và CTCP Phát triển BĐS Khang Điền (PDR) là hai ví dụ điển hình có tiềm lực tốt nhưng đã bị cuốn theo cơn sốt trong phân khúc nhà cao cấp khi thị trường đang ở đỉnh – giờ đây được kỳ vọng sẽ là người hưởng lợi chính từ sự phục hồi thị trường, sự tái cơ cấu nội bộ công ty cũng như định hướng lại chiến lược. Trong khi KDH có lượng hàng tồn kho lớn trong các dự án villa cao cấp, PDR cũng gặp khó khăn với dự án căn hộ cao cấp EverRich 2. Dự án này đã bị tác động mạnh mẽ bởi khủng hoảng của thị trường khiến cho quá trình mở bán diễn ra trì trệ, do đó khiến cho tình hình tài chính của PDR gặp khó khăn trong việc đáp ứng được những yêu cầu vốn lớn. Cả 2 công ty này đều đã tồn tại qua cuộc khủng hoảng và đang quay trở lại mạnh mẽ, đều đã có những kinh nghiệm quý báu và đã tái cơ cấu tài sản của mình. KDH quay trở lại tập trung vào phân khúc trung cấp và là người tiên phong với ý tưởng nhà phố giá phải chăng đã đạt được thành công to lớn. Nhờ vào việc định hướng lại sản phẩm chào bán và cơ sở hạ tầng phát triển mạnh mẽ tại Quận 9, TPHCM - nơi tập trung quỹ đất của KDH, KDH đã có vị thế tốt để khai thác sự phục hồi của thị trường. Hồi sinh từ thành công của mô hình dự án nhà phố, KDH giờ đây đang cân trọng thử nghiệm lại phân khúc villa cao cấp và căn hộ chung cư trung cấp.

























PDR khá tương phản khi tiếp tục tập trung vào phân khúc cao cấp nhưng đã nỗ lực làm cho sản phẩm trở nên phải chăng hơn bằng cách giảm diện tích căn hộ từ 100m² còn 70m². Ngoài ra, PDR còn tập trung thu tóm các dự án tại các vị trí chiến lược (liền kề trung tâm thành phố hoặc các nhà ở dân cư cao cấp hiện hữu) nơi có thanh khoản tốt hơn. Các dự án này thường có diện tích nhỏ hơn (dưới 2ha) do đó tổng thời gian xây dựng sẽ được rút ngắn (dưới 2 năm), giúp PDR cải thiện việc lưu chuyển dòng tiền và giảm thiểu rủi ro từ chu kỳ đi xuống tiếp theo của thị trường BĐS. PDR cũng đang thành công trong việc tái cơ cấu tài sản và nợ vay bằng cách gia hạn thời gian đáo hạn của 2 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp sang năm 2017, do đó nới lỏng áp lực dòng tiền ở thời điểm hiện tại.

Trong khi những câu chuyện chuyển mình này thường được căn cứ vào những thay đổi chiến lược hoặc tái cơ cấu tài chính, những câu chuyện này cần phải được nhìn nhận là một phần của sự phát triển chung toàn thị trường. Một ví dụ trong trường hợp này là mặc dù PDR đang tập trung vào phân khúc cao cấp, vốn có thể đạt đỉnh trong vòng 2-3 năm tới như theo quan điểm của chúng tôi, quỹ đất hiện hữu của công ty tọa lạc tại những vị trí trong TPHCM có thể hưởng lợi to lớn từ quá trình phát triển cơ sở hạ tầng trong tương lai. Điều này cộng với bảng cân đối kế toán được tái cơ cấu khiến cho PDR trở thành một lựa chọn tốt cho việc đầu tư ngắn hạn vì có thể có những sự tăng trưởng lợi nhuận đáng kể trong vòng 2 năm tới khi bàn giao căn hộ tại dự án EverRich 3 và EverRich Infinity. Trong nhiều trường hợp, thị trường vẫn chưa đánh giá đúng những câu chuyện chuyển mình như thế này do hiệu ứng nhận thức tiêu cực xuất phát từ cuộc khủng hoảng.

Khuyến nghị: Tập trung vào các công ty có các chuyển biến thực tế, đáng tin cậy không chỉ dựa vào tái cơ cấu bảng cân đối kế toán mà còn xuất phát cải cách về mặt cơ bản thông qua thay đổi chiến lược và quản lý. Xem xét những thay đổi chiến lược đối với xu hướng thị trường để đánh giá sự bền vững của những thay đổi. Như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng KDH và PDR đều có những thay đổi đáng tin cậy khi kết hợp giữa thay đổi chiến lược với cải thiện bảng cân đối tài chính, và hiện nay đã có những bằng chứng cho thấy những tác động tích cực của những thay đổi này lên kết quả kinh doanh.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng KDH, VIC, HDG, PDR, DXG và NLG là các công ty có khả năng tốt nhất để hưởng lợi từ các ý tưởng đầu tư ngắn hạn được đề cập ở trên. Chúng tôi gọi những công ty này là “**Những vận động viên chạy nước rút**”.

Hình 24: Đánh giá các chủ đầu tư dựa theo tính phù hợp với quan điểm đầu tư ngắn hạn

| Mã | Vị thế tận dụng chu kỳ phục hồi của thị trường | Quá trình chuyển mình đáng tin cậy | Hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng đô thị ngắn hạn |
|-----|---|--|---|
| KDH |  |  |  |
| VIC |  | N.A |  |
| HDG |  | N.A |  |
| SJS |  |  |  |
| TDH |  | N/A |  |
| PDR |  |  |  |
| DXG |  | N.A |  |
| NBB |  |  |  |
| NLG |  | N.A |  |
| BCI |  | N.A |  |



= Điểm cao



= Điểm thấp

Nguồn: phân tích của VCSC

Định giá

Quan điểm của chúng tôi về tính phù hợp của từng công ty được đề cập ở trên trong quan điểm đầu tư ngắn hạn chỉ được phản ánh một phần vào giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra (đối với những mã cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi) dựa theo phương pháp dự phóng dòng tiền tại các dự án. Tuy nhiên, không dễ để có thể dự phóng được toàn bộ tỷ lệ tăng từ những yếu tố tăng trưởng ngắn hạn trên, do đó các yếu tố này vẫn có thể mang lại thêm một mức độ tăng giá nhất định nữa so với giá mục tiêu của chúng tôi.

Như được đề cập bên dưới, từ danh sách “**Những vận động viên chạy nước rút**” mà chúng tôi đã nhắc đến, KDH và DXG có vẻ như đang được giao dịch với P/E 2015 hấp dẫn lần lượt là 10,3 lần và 7,3 lần, thấp hơn nhiều so với công ty cùng ngành. Khi định giá dựa theo phương pháp định giá tương đối (multiples) dựa trên các dự án đang triển khai (giá trị hợp đồng đã ký nhưng chưa ghi nhận vào doanh thu - unbooked pre-sales), cho thấy cổ phiếu DXG khá rẻ nhưng KDH lại khá đắt. Lý do cho việc có tỷ lệ EV/unbooked pre-sales cao của KDH là do công ty đầu tư vào các dự án có chu kỳ đầu tư ngắn, do đó có một vài dự án sắp được triển khai được đưa vào trong dự phóng dòng tiền của chúng tôi (ảnh hưởng đến giá trị tài sản ròng) vẫn chưa được mở bán. Vì vậy, con số này thực tế không có nhiều ý nghĩa đối với KDH. Dựa theo giá mục tiêu của chúng tôi, DXG có vẻ như không còn quá nhiều tỷ lệ tăng còn lại, dù định giá khá rẻ theo phương pháp multiples. Tuy nhiên, chúng tôi không có nhiều thông tin về các dự án sẽ được triển khai của DXG từ sau năm 2016. Công ty có vị thế tài chính tốt và tiền mặt lớn đang được sử dụng để tích

cực thâm tóm dự án mới; các dự án vừa được thâm tóm chưa được ghi nhận vào bảng cân đối và do đó không được phản ánh trong mô hình định giá của chúng tôi cho dù là giá trị sổ sách, chưa tính đến giá trị thị trường; và số tiền mặt chưa sử dụng chỉ được định giá theo mệnh giá. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra cho DXG là khá thận trọng. Mặc khác, VIC tỏ ra khá đắt dựa theo phương pháp định giá tương đối cho năm 2015, nhưng điều này cũng là sự gây hiểu lầm khi lợi nhuận dự báo năm nay không phản ánh lợi nhuận tiềm năng trong giai đoạn 2016-2017. Do đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VIC vẫn có tỷ lệ tăng do được hỗ trợ từ quá trình bán hàng tích cực gần đây.

Hình 25: So sánh định giá tương đối giữa các mã cổ phiếu VCSC theo dõi

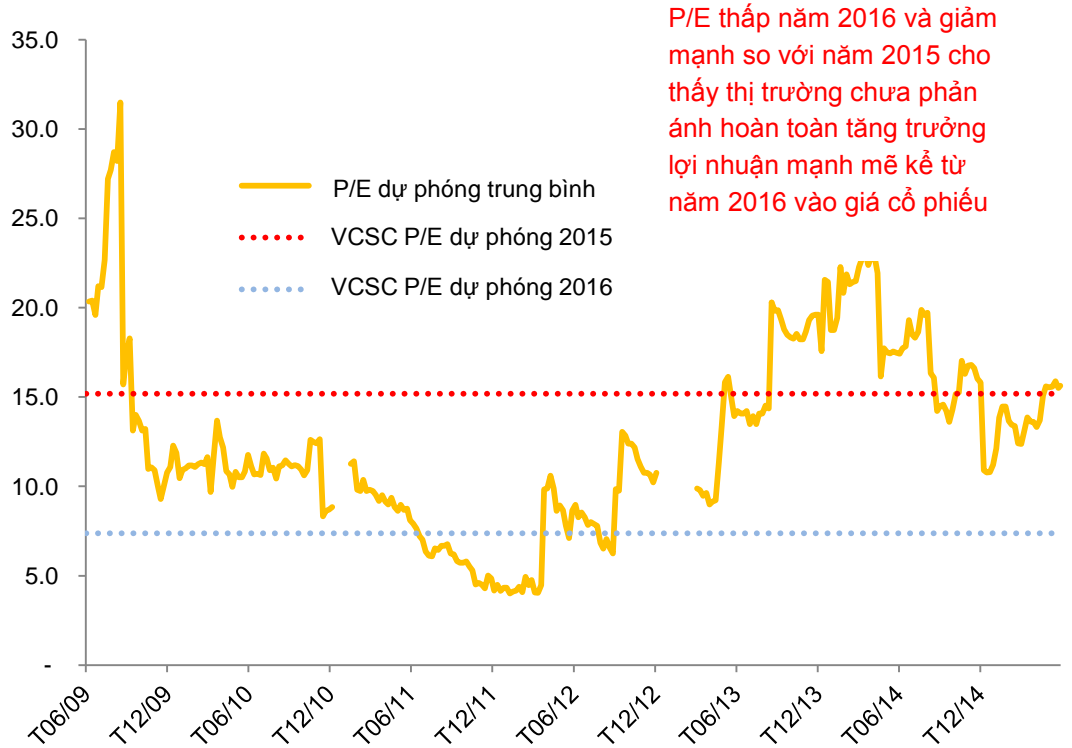
| Mã | EV (triệu USD) | P/E* | | | P/B | | | Tổng unbooked pre-sales (tr USD) | EV/ Unbooked pre-sales | Tổng TL tăng dựa theo giá mục tiêu |
|-----|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|------------------------------|---|
| | | 2014A | 2015F | 2016F | 2014A | 2015F | 2016F | | | |
| KDH | 156 | 45,0x | 10,3x | 6,9x | 1,5x | 1,0x | 0,9x | 3 | 45,9x | 34,1% |
| VIC | 4,694 | 22,4x | 28,3x | 14,3x | 3,5x | 3,1x | 2,5x | 1,111 | 4,2x | 29,5% |
| HDG | 141 | 12,8x | 13,1x | 9,9x | 2,2x | 1,9x | 1,6x | 31 | 4,6x | 28,9% |
| NLG | 134 | 42,1x | 15,7x | 7,2x | 1,4x | 1,2x | 1,1x | 53 | 2,5x | 7,4% |
| DXG | 110 | 11,9x | 7,0x | 6,0x | 1,3x | 1,1x | 0,9x | 102 | 1,1x | 1,8% |
| NBB | 118 | 31,9x | 29,9x | 6,9x | 0,7x | 1,0x | 0,9x | 21 | 5,8x | -3,2% |

Nguồn: phân tích của VCSC, Bloomberg (dựa theo giá đóng cửa ngày 25/06/2015)

*PE dựa theo LNST dự báo của VCSC, chưa điều chỉnh cho các thu nhập bất thường và dựa theo số cổ phiếu pha loãng hoàn toàn.

Được thể hiện bên dưới, P/E dự phóng trung bình cho các cổ phiếu chúng tôi theo dõi thay đổi theo chu kỳ thị trường BĐS và có vẻ như đang tăng trưởng đáng kể từ khi chạm đáy năm 2012 (chúng tôi không có được số liệu đáng tin cậy cho năm 2008 và trước đó). Điều này cho thấy thị trường đã phản ánh triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn đối với các công ty này vào giá cổ phiếu và các chỉ số so sánh tương đối (multiples) có vẻ sẽ không tăng trưởng quá nhiều trong tương lai. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận năm 2015 của hầu hết công ty không phản ánh chính xác triển vọng từ năm 2016 trở đi, là thời điểm các công ty sẽ phản ánh toàn bộ lợi ích từ sự phục hồi của thị trường vào tình hình kinh doanh. Điều này lý giải phần nào sự tăng trưởng của lịch sử P/E dự phóng 1 năm bắt đầu từ năm 2014, nhờ vào sự cải thiện của tình hình thị trường. Nhưng như đã nêu ví dụ ở trên về P/E năm 2016 trở đi, P/E dự phóng 1 năm đối với các cổ phiếu chúng tôi theo dõi sẽ giảm từ 15,2 lần còn 7,4 lần nếu giá cổ phiếu vẫn giữ nguyên như hiện tại trong năm tới - vốn là mức thấp nếu so với lịch sử trước đây, với điều kiện là nền tảng thị trường vững chắc như hiện tại. Điều này cho thấy sẽ có những sự tăng giá của giá cổ phiếu trong năm 2016, khi triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ của các công ty trong năm 2016 và 2017 trở nên rõ ràng hơn đối với thị trường.

Hình 26: P/E trung bình của các cổ phiếu BĐS vốn hóa lớn *

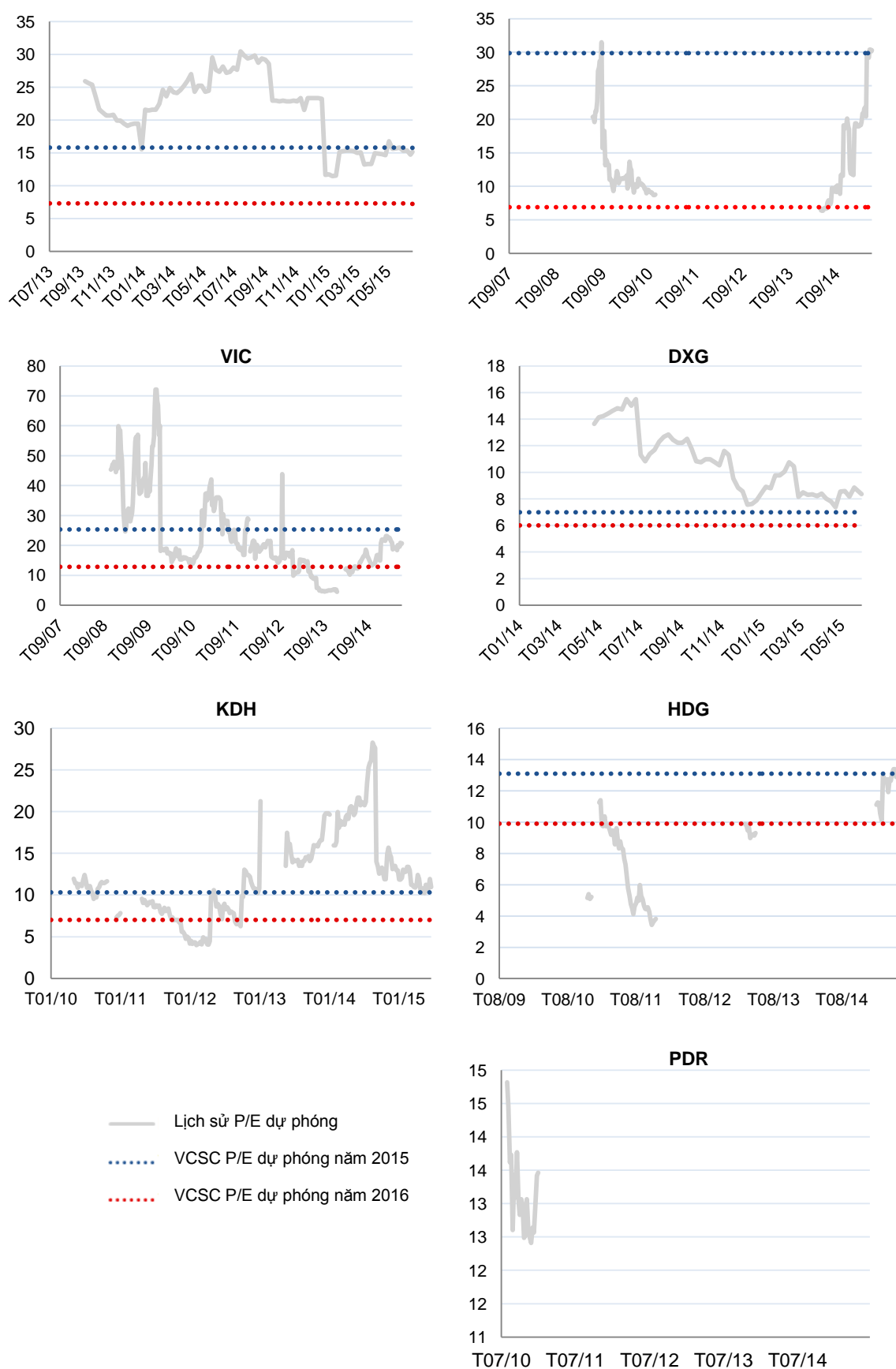


*P/E dự phóng trung bình 1 năm cho các mã: NLG, NBB, HDG, DXG, KDH, và PDR.

P/E dự phóng năm 2015 và 2016 ở bảng trên và P/E từng mã ở phía dưới được dựa theo dự báo lợi nhuận của VCSC. Trong tính toán P/E, chúng tôi đã không điều chỉnh lợi nhuận cho các thu nhập bất thường do chúng tôi cố gắng phản ánh nhận thức của thị trường đối với các cổ phiếu này, hơn là đánh giá thị trường đã phản ánh tiềm năng lợi nhuận cơ bản dài hạn của các công ty này vào giá cổ phiếu ở mức độ nào. Ngoài ra, chúng tôi có quan điểm rằng sự phản ứng của những yếu tố tác động ngắn hạn vào giá cổ phiếu sẽ được dẫn dắt bởi các nhà đầu tư cá nhân nhiều hơn so với các nhà đầu tư cơ bản dài hạn, cũng như phần lớn NĐT cá nhân phản ứng với lợi nhuận công bố nhiều hơn là lợi nhuận sau khi đã điều chỉnh cho các thu nhập bất thường. Do đó, con số P/E ở trên có thể khác biệt so với thông tin của các công ty ở phần cuối của báo cáo này vốn được dựa vào lợi nhuận đã điều chỉnh cho các thu nhập bất thường.

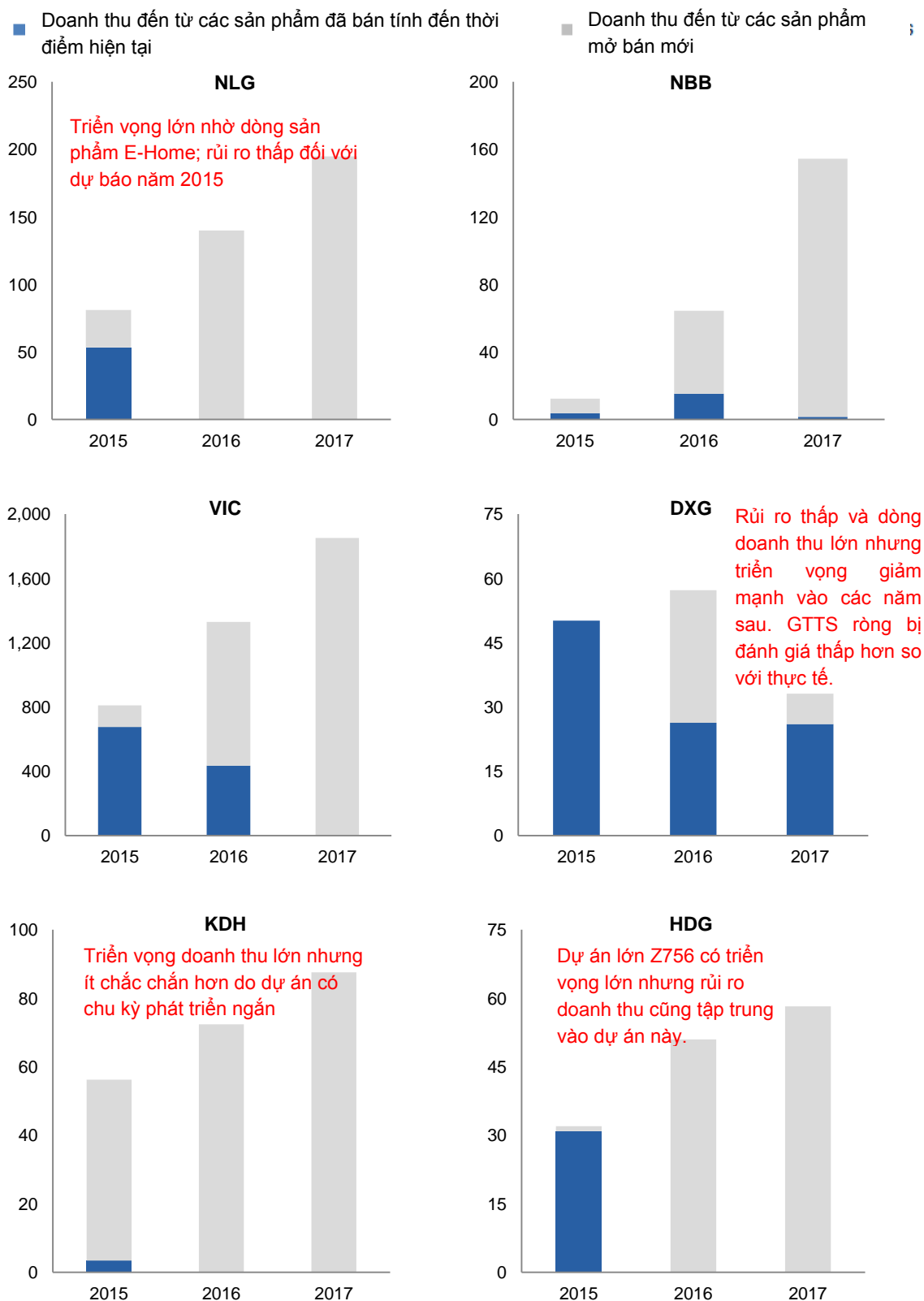
Nguồn: Bloomberg, Phân tích của VCSC

Hình 27: Lịch sử PE dự phóng của một số công ty



Nguồn: Lịch sử PE dự phóng từ Bloomberg (quan điểm chung từ thị trường), PE 2015 và 2016 theo phân tích của VCSC

Hình 28: Cơ cấu doanh thu theo dự báo của VCSC các mã được theo dõi (triệu USD)



Nguồn: Phân tích của VCSC

* Chỉ bao gồm doanh thu từ phát triển BĐS

Các mã chúng tôi đánh giá cao nhất để đầu tư từ ngắn đến trung hạn là KDH, HDG, VIC và DXG. Trừ HDG, các mã này đều hưởng lợi lớn từ các dự án trong tương lai gần mà tiềm năng vẫn chưa được thị trường phản ánh hết. HDG nằm trong danh sách này vì một số lý do khác – dự báo công ty sẽ không hưởng lợi nhiều từ việc phát triển cơ sở hạ tầng trong thời gian tới bằng các công ty trên. Tuy nhiên, dự án lớn Z756 dự kiến sẽ được khởi công trong năm nay và vẫn chưa được thị trường phản ánh do trước đây bị trì hoãn nhiều lần, dù hiện có một số tín hiệu rõ rệt cho thấy dự án đang có những tiến triển tốt. PDR cũng tỏ ra đầy hứa hẹn nhưng chúng tôi vẫn chưa định giá công ty này và do đó, không thể có đánh giá về tỷ lệ tăng của cổ phiếu này.

Dài hạn (>3 năm)

Sau đây là một số chiến lược chính mà chúng tôi đưa ra cho đầu tư dài hạn.

Cơ hội từ kế hoạch phát triển đô thị trong dài hạn: quỹ đất đóng vai trò quyết định

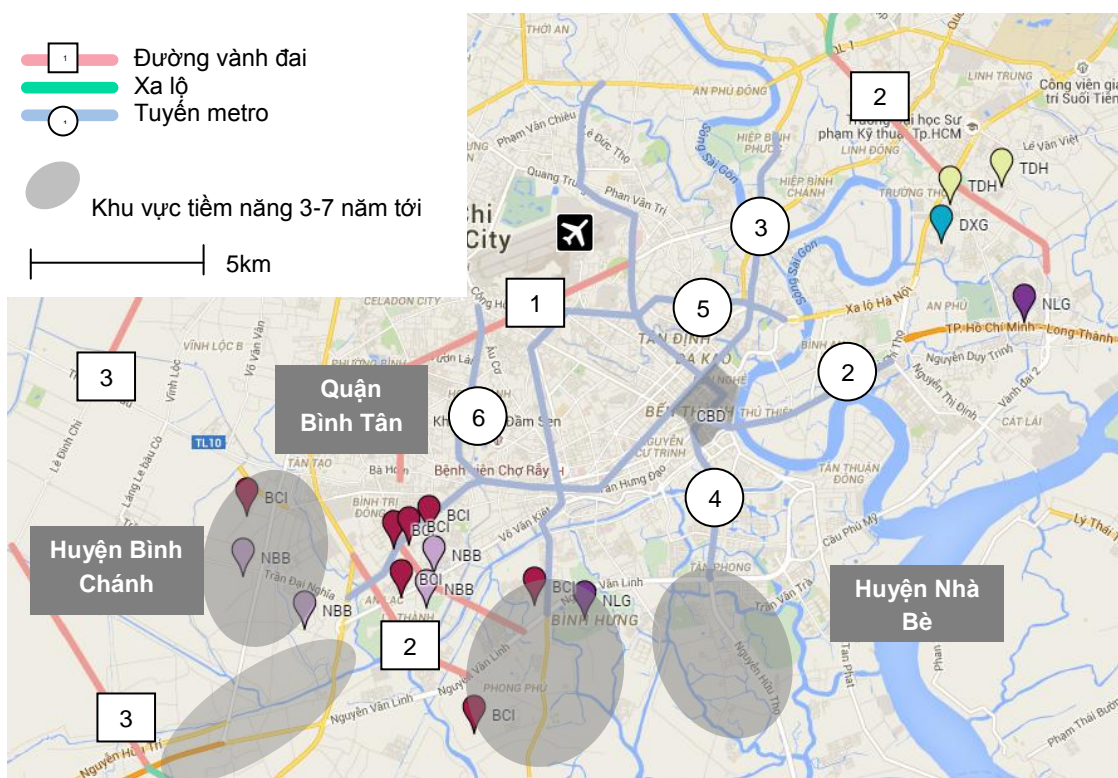
Ngoài tác động trong ngắn hạn của việc phát triển cơ sở hạ tầng đô thị đã được đề cập trên, chúng tôi cho rằng quy hoạch tổng thể cơ sở hạ tầng đô thị sẽ có tác động đáng kể trong dài hạn đối với thị trường BĐS tại TP. HCM và Hà Nội, cũng như các thành phố đô thị loại 2 như Đà Nẵng, Cần Thơ và Hải Phòng. Do đó, quỹ đất hiện tại của một công ty có thể không hấp dẫn trong ngắn hạn nhưng lại có thể có giá trị lớn nếu xem xét từ góc độ dài hạn với triển vọng phát triển của các thành phố trên. Theo quan sát thực tế tại các nước khác (và dựa trên tác động mà chúng tôi đang nhận thấy từ dự án metro đối với hoạt động phát triển BĐS và giá BĐS tại các khu vực lân cận), các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm có ảnh hưởng lớn đến sự phát triển của các thành phố trong dài hạn – một số khu vực ngoại thành hẻo lánh theo thời gian đã trở thành một phần của các khu vực đô thị chính và đất nông nghiệp trước đây nằm tại khu vực vùng ven thành phố đã trở thành các vùng ngoại ô sôi động và các trung tâm thương mại như tại Trung Quốc và Ấn Độ nhờ được kết nối với trung tâm thành phố tốt hơn thông qua các hệ thống giao thông công cộng và đường bộ. Sự mở rộng của Bangkok được hỗ trợ rất lớn nhờ việc phát triển hệ thống tàu cao tốc rộng lớn và phần nào nhờ hệ thống MRT. Do việc mở rộng của TP. HCM và Hà Nội không bị hạn chế về mặt địa lý và các khu vực đô thị hiện nay ngày càng quá tải nên chúng ta có thể thấy các thành phố này sẽ mở rộng mạnh trong những thập kỷ tới.

Hình 29: Triển vọng phát triển đô thị dài hạn tại TP. HCM và các chủ đầu tư sẽ hưởng lợi

| Khu vực / Địa điểm | Yếu tố CSHT hỗ trợ | Khung thời gian phát triển CSHT | Khung thời gian hưởng lợi từ quỹ đất | Công ty hưởng lợi |
|--|---|--------------------------------------|--------------------------------------|-------------------|
| Xã Phước Kiển, Huyện Nhà Bè | Đường Vành đai 2, xây dựng tuyến Metro 4 | VĐ2: Cuối 2015 MRT 4: 2018 – 2025 | Từ 2017 trở đi | QCG |
| Xã Bình Hưng và Xã Phong Phú, Huyện Bình Chánh | Đường Vành đai 1 và 2, xây dựng đường kết nối với Quốc lộ 50 | VĐ1: Trước 2025 VĐ2: Cuối 2015 | Từ 2017 trở đi | NLG, BCI |
| Phường Tân Tạo A, Quận Bình Tân | Xây dựng CSHT trong khu vực | Cuối 2018 | Từ 2018 trở đi | BCI |
| Xã Tân Kiên, Huyện Bình Chánh | Xây dựng Xa lộ Đông-Tây, mở rộng sang cao tốc TP. HCM – Trung Lương | 2015 - 2018 | Từ 2018 trở đi | NBB |

Nguồn: Phân tích của VCSC

Hình 30: Quy hoạch phát triển đô thị dài hạn của TP. HCM và quỹ đất của các chủ đầu tư



Nguồn: Phân tích của VCSC, Quy hoạch tổng thể TP. HCM

Hoạt động phát triển BĐS hiện đang bùng nổ tại khu vực phía đông TP. HCM (Quận 2 và Quận 9) nhờ phát triển cơ sở hạ tầng nhanh chóng, bao gồm Đường cao tốc TP. HCM – Long Thành, đường Vành đai 2, và tuyến metro 1. Trong khi đó, việc trì hoãn xây dựng cơ sở hạ tầng đã khiến khu vực phía tây và phía nam thành phố tương đối kém phát triển. Tình hình này sẽ thay đổi vì một số dự án cơ sở hạ tầng trong khu vực dự kiến sẽ khởi công trong tương lai, tiêu biểu là Đường Vành đai 2, Xa lộ Đông-Tây, và các tuyến metro 3, 4 và 5. Tại khu vực phía nam thuộc Nhà Bè, BĐS nhà ở trung và cao cấp nhiều khả năng sẽ phát triển mạnh, là việc mở rộng tự nhiên của các BĐS cao cấp tại Quận 7 trong khi tại huyện Bình Chánh nhiều khả năng BĐS nhà ở từ thấp đến trung cấp sẽ phát triển.

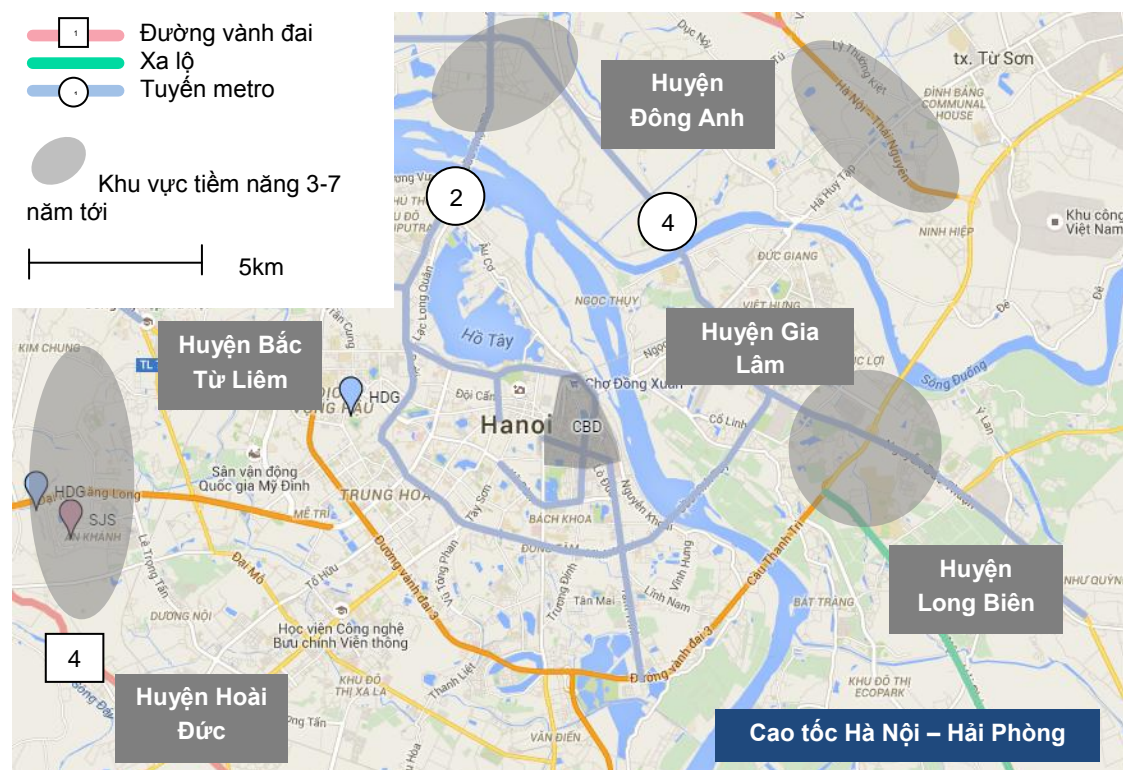
Hình 31: Triển vọng phát triển đô thị dài hạn tại Hà Nội và các chủ đầu tư sẽ hưởng lợi

| Khu vực / Địa điểm | Yếu tố CSHT hỗ trợ | Khung thời gian phát triển CSHT | Khung thời gian hưởng lợi từ quỹ đất | Công ty hưởng lợi |
|--|--|---|--------------------------------------|-------------------|
| Phía Tây Hà Nội, thuộc Huyện Bắc Từ Liêm và Hoài Đức | Hoàn tất tuyến metro 3 và tiếp tục xây dựng cơ sở hạ tầng | Cuối 2018 | Từ 2018 trở đi | HDG, SJS, NTL |
| Giao lộ Đường Vành đai 2 và Đại lộ Võ Nguyên Giáp, thuộc Huyện Đông Anh | Đường Vành đai 2, xây dựng tuyến metro giai đoạn 2 và tuyến metro 4 | VĐ2: Cuối 2015 Metro 2 & 4: Trước 2025 | Từ 2019 trở đi | N.A |
| Dọc theo Cao tốc Hà Nội – Thái Nguyên, thuộc các huyện Đông Anh và Gia Lâm | Đường Vành đai 2, hoàn tất thi công đường cao tốc Hà Nội – Thái Nguyên | VĐ2: Cuối 2015 | Từ 2019 trở đi | N.A |

| | | | | |
|---|--|-----------|----------------|-----|
| Giao lộ đường Nguyễn Đức Thuận và Đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, thuộc các huyện Gia Lâm và Đông Anh | Hoàn tất thi công đường cao tốc Hà Nội – Thái Nguyên | Cuối 2015 | Từ 2018 trở đi | N.A |
|---|--|-----------|----------------|-----|

Nguồn: Phân tích của VCSC

Hình 32: Quy hoạch phát triển đô thị dài hạn của Hà Nội và quỹ đất của các chủ đầu tư



Nguồn: Phân tích của VCSC, Quy hoạch tổng thể của Hà Nội

Xu hướng chính hiện nay tại Hà Nội là đầu tư vào các dự án tại khu vực phía nam và phía tây thành phố, giữa đường Vành đai 3 và Vành đai 4, thuộc các huyện Hoài Đức, Bắc Từ Liêm và Nam Từ Liêm. Các khu vực này sẽ tiếp tục phát triển và mở rộng về phía tây vì có nguồn đất dồi dào và cơ sở hạ tầng đang phát triển. Tuy nhiên, các chủ đầu tư dường như đang bỏ lỡ cơ hội tại các khu vực phía bắc và phía đông thành phố vì nơi đây, dù các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm gần như đã được hoàn tất, có mật độ dân số thấp và thiếu tiện ích thiết yếu. Trong dài hạn, các khu vực trên đây thuộc huyện Đông Anh, Gia Lâm và Long Biên sẽ trở thành các điểm nóng BĐS.

Khuyến nghị: Lựa chọn các chủ đầu tư sở hữu đất tại các địa điểm sẽ hưởng lợi từ việc phát triển đô thị trong ba năm tới và sau đó. Trên cơ sở cơ cấu vốn và quỹ đất của công ty, CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (HSX:BCI) có thể đón được cơ hội từ phát triển đô thị dài hạn thuận lợi nhất. BCI hiện có 3 dự án đang phát triển (tổng diện tích 480ha, trong đó 51% đã hoàn tất công tác đền bù) tại các khu vực có tiềm năng lớn trong dài hạn của TP. HCM và có tỷ lệ đòn bẩy hiện tương đối thấp (tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu năm 2014 là 20%) nhờ mua lại quỹ đất với giá thấp, qua đó có khả năng tài chính trong dài hạn để phát triển các khu vực này.

Đánh cược vào các chủ đầu tư dẫn đầu phân khúc nhà ở giá phải chăng

Như đã trình bày tại phần trên báo cáo này, phân khúc nhà giá phải chăng hiện ít bị ảnh hưởng của chu kỳ BĐS nhất và điều này phần lớn nhờ phân khúc này phục vụ nhu cầu thực và cũng vì nguồn cung nhà ở giá phải chăng tại Việt Nam luôn không đủ đáp ứng cầu. Vì vậy, tình trạng dư cung sẽ không bao giờ xảy ra và giá cả nhìn chung ổn định hơn khi chu kỳ đi xuống. Trong khi nhà ở giá phải chăng đã và đang trở thành tâm điểm chú ý tại Việt Nam trong các năm gần đây, chúng tôi hiện vẫn chưa thể tìm được một định nghĩa rõ ràng và thống nhất dành cho “nhà ở giá phải chăng” tại Việt Nam cũng như ước tính chính xác tiềm năng của phân khúc này đối với các chủ đầu tư. Các công ty chuyên nghiên cứu BĐS như CBRE định nghĩa nhà ở giá phải chăng là nhà ở có giá dưới 800USD/m² trong khi Chính phủ Việt Nam, dựa trên tiêu chuẩn cho vay gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng – định nghĩa nhà ở giá phải chăng là nhà ở có giá dưới 48.000 USD/căn. Bên cạnh đó, cả hai nguồn trên đều không đưa ra ước tính cụ thể tổng nhu cầu nhà ở giá phải chăng.

Chúng tôi tiếp cận bằng một phương pháp khác và bắt đầu bằng cách ước tính tính phải chăng của giá nhà ở hiện nay tại Việt Nam. Chúng tôi sử dụng định nghĩa nhà ở giá phải chăng thường được sử dụng tại Mỹ là nhà ở có chi phí sở hữu dưới 30% thu nhập hộ gia đình. Tại Việt Nam, chi phí để sở hữu nhà gần như toàn bộ là chi phí thanh toán khoản vay thế chấp vì thuế BĐS và phí dịch vụ rất thấp. Vì tỷ lệ vay thế chấp thay đổi tùy theo từng ngân hàng, chúng tôi sử dụng các điều khoản ưu đãi nhất của gói 30.000 tỷ đồng để ước tính lượng thu nhập hộ gia đình cần có để vay thế chấp. Giả định chi phí tối thiểu của một căn nhà ở thương mại đạt yêu cầu tối thiểu về chất lượng và diện tích (50m²) là khoảng 750 triệu đồng, chúng tôi tính ngược lại để xem mức thu nhập hộ gia đình tối thiểu cần có để có thể mua nhà là bao nhiêu (“mức thu nhập hộ gia đình tối thiểu”).

Hình 33: “Ngưỡng” thu nhập hộ gia đình có thể mua nhà tại các khu vực đô thị tại Việt Nam

| | |
|--|-------------|
| Giá tối thiểu một m ² (triệu đồng) | 15 |
| Diện tích mặt sàn tối thiểu (m ²) | 50 |
| Giá nhà ở xã hội tối thiểu (triệu đồng) | 750 |
| Tỷ lệ vay trên tổng giá trị căn nhà | 70% |
| Phần gốc (triệu đồng) | 525 |
| Lãi suất | 5% |
| Kỳ hạn (năm) | 15 |
| Thanh toán hàng tháng (triệu đồng) | 4,2 |
| Thanh toán hàng tháng / thu nhập hộ gia đình (%) | 0,3 |
| Ước tính thu nhập hàng tháng hộ gia đình 2 thành viên (triệu đồng) | 13,8 |

Nguồn: Ước tính và phân tích của VCSC

Sau đó chúng tôi xác định ngưỡng thu nhập hộ gia đình đối với phân bố thu nhập cá nhân tại khu vực thành thị của Việt Nam. Vì không có số liệu thống kê về việc phân bố thu nhập hộ gia đình đô thị, để đơn giản chúng tôi giả định là hộ gia đình điển hình (dưới Nhóm B) có hai thành viên có thu nhập và do đó, tỷ lệ dân số thành thị có thu nhập hàng tháng bằng hoặc cao hơn 50% mức ngưỡng thu nhập hàng tháng hộ gia đình 15,3 triệu đồng có thể mua được nhà ở.

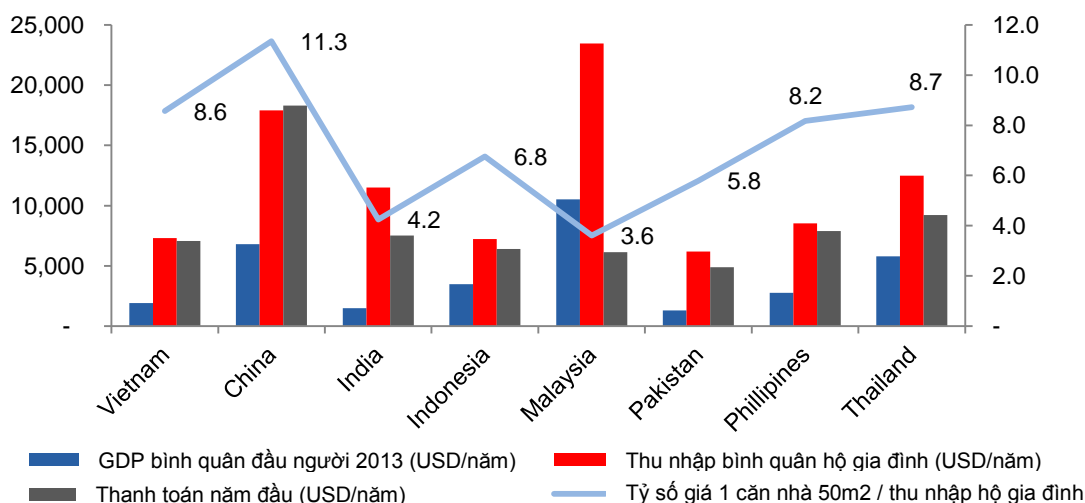
Hình 34: Phân bố thu nhập hàng tháng trung bình của các hộ gia đình đô thị

| Phân bố thu nhập | Tỷ trọng trong tổng thu nhập (%) | Giá trị trong tổng thu nhập (tỷ đồng) | Dân số trong từng phân khúc (triệu) | Thu nhập trung bình từng phân khúc (triệu đồng) | Thu nhập hộ gia đình trung bình (triệu đồng) |
|------------------|----------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|---|--|
| 10% cao nhất | 28,20% | 17,2 | 1,7 | 9,9 | 19,8 |
| 20% cao nhất | 43,40% | 26,5 | 3,5 | 7,6 | 15,3 |
| 20% thứ 2 | 21,80% | 13,3 | 3,5 | 3,8 | 7,7 |
| 20% thứ 3 | 15,80% | 9,6 | 3,5 | 2,8 | 5,6 |
| 20% thứ 4 | 11,50% | 7,0 | 3,5 | 2,0 | 4,0 |
| 20% thứ 5 | 7,40% | 4,5 | 3,5 | 1,3 | 2,6 |

Nguồn: TCTK, phân tích của VCSC

Điều này hé lộ một sự thật bất ngờ: dù đã có nhiều thảo luận về “nhà ở cho người thu nhập thấp”, ngay cả mức giá thấp nhất của nhà ở thương mại có chất lượng tối thiểu trên thị trường vẫn quá cao so với 80% người dân thành thị. UN Habitat thậm chí ước tính chỉ 5% hộ gia đình đô thị có thu nhập cao nhất có thể mua nhà ở với chất lượng tối thiểu (60m2 với giá bán 700 triệu đồng) với lý do “phần lớn các hộ gia đình đô thị không thể mua một căn nhà “lâu dài” hiện đại, diện tích nhỏ, ngay cả khi giả định đủ tiêu chuẩn và được cho vay để mua nhà” (Nguồn: UN Habitat, “Vietnam Housing Sector Profile”). Để xem xét các nhận định trên, chúng tôi so sánh Việt Nam với các nước khác trong khu vực về khả năng mua nhà của người dân. Điều này cho thấy nhà ở giá phải chăng tại Việt Nam gấp gần 8-9 lần mức thu nhập hộ gia đình trung bình mỗi năm, rất cao so với các nước khác trong khu vực.

Hình 35: So sánh khả năng mua nhà của người dân tại các nước trong khu vực



Nguồn: TCTK, tổng hợp, phân tích của VCSC

Trong khi có nhiều cách lý giải vấn đề này, chúng tôi cho rằng người dân Việt Nam khó có thể mua nhà vì các nguyên nhân sau:

- **Chi phí đất cao:** Chi phí đất tại Việt Nam hiện khá cao, chiếm khoảng 30% tổng chi phí phát triển dự án trong phân khúc “nhà ở giá phải chăng”. Điều này khiến chủ đầu tư khó có thể giảm tổng chi phí phát triển dự án nhằm tung ra sản phẩm có giá phải chăng hơn.

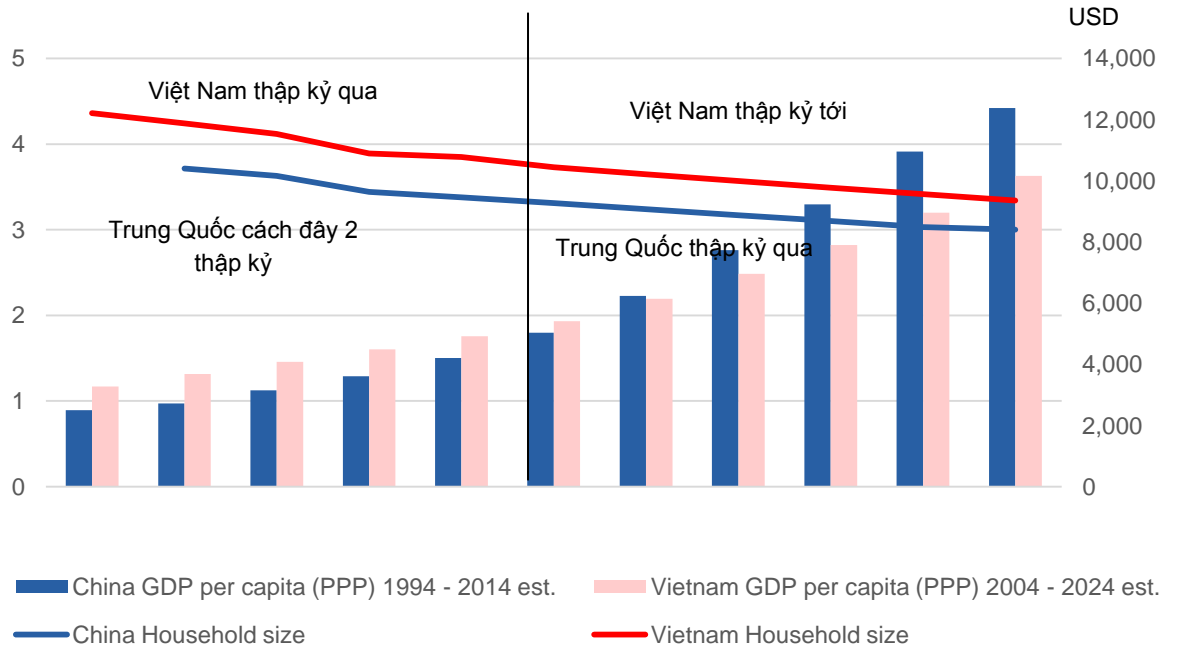
- **Thu nhập người dân còn thấp:** Mức thu nhập hiện nay tại Việt Nam còn rất thấp so với tiêu chuẩn thế giới trong khi nhiều loại vật liệu xây dựng sử dụng trong quá trình phát triển dự án như thép, xi măng không hoàn toàn được sản xuất trong nước. Sự chênh lệch này khiến các chủ đầu tư khó có thể đáp ứng toàn bộ các đối tượng có thu nhập khác nhau. Tình trạng này cũng xảy ra tại một số nước khác như Ấn Độ, với mức thu nhập xấp xỉ Việt Nam.
- **Hỗ trợ của Chính phủ còn hạn chế:** Chính phủ có đưa ra chương trình phát triển nhà ở xã hội nhưng vẫn chưa đưa ra một chính sách toàn diện để khuyến khích việc phát triển nhà ở giá phải chăng vì mục đích thương mại. Nếu có thể giảm tiền sử dụng đất đối với các dự án nhà ở thương mại thì có thể để cho các yếu tố cung cầu của thị trường quyết định việc phát triển nhà ở giá phải chăng vì như vậy sẽ có nhiều hơn các doanh nghiệp tư nhân sẽ có thể tham gia thị trường này.
- **Thiếu sáng tạo / Tầm nhìn ngắn hạn:** Phần lớn chủ đầu tư BĐS Việt Nam có xu hướng tận dụng thời cơ hơn là có tầm nhìn chiến lược dài hạn. Vì vậy, bất kỳ khi nào phân khúc nhà ở cao cấp phục hồi, các chủ đầu tư ngay lập tức đồng loạt chuyển sang phân khúc này vì biên lợi nhuận tại phân khúc này cao hơn nhiều so với phân khúc nhà ở giá phải chăng. Như vậy, chủ đầu tư không có nhiều động lực để sáng tạo nhằm khai thác nhu cầu dài hạn phân khúc nhà ở giá phải chăng và mang lại lợi nhuận cao vì điều này đòi hỏi tầm nhìn dài hạn và tập trung cao độ.

Quy mô phân khúc nhà ở giá phải chăng

Để xác định quy mô phân khúc nhà ở giá phải chăng, chúng tôi bắt đầu bằng cách phân tích các yếu tố quyết định nhu cầu nhà ở đô thị tại Việt Nam. Theo chúng tôi, có ba yếu tố chính:

Quy mô hộ gia đình giảm: Như đã xảy ra tại các nước châu Á khác mà theo truyền thống các hộ gia đình sống theo gia đình lớn, tăng trưởng kinh tế và thay đổi về lối sống đã khiến các cặp vợ chồng trẻ tách khỏi gia đình của cha mẹ. Hiện tượng này hình thành mô hình hộ gia đình mới, và thúc đẩy nhu cầu nhà ở. Quy mô hộ gia đình tại Việt Nam liên tục giảm, từ 4,27 thành viên/hộ năm 2002 xuống 3,73 thành viên/hộ năm 2014. Để dự báo xu hướng này sẽ còn tiếp tục đến đâu cũng như tốc độ của xu hướng này, chúng tôi xem xét Trung Quốc, một nước có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam về mặt xã hội và văn hóa. Tại Trung Quốc, mô hình gia đình truyền thống đã bị phá vỡ vì phát triển kinh tế cũng như thay đổi về điều kiện làm việc và lối sống đã khiến các cặp vợ chồng trẻ sống tách khỏi cha mẹ và ông bà. Hiện tượng này cùng với tác động của chính sách một con khiến quy mô hộ gia đình trung bình giảm dần. Xem xét số liệu trước đây sau năm 2004, chúng tôi nhận thấy quy mô hộ gia đình tại Trung quốc giảm với tốc độ trung bình 1,1%/năm, xấp xỉ tốc độ giảm của Việt Nam từ năm 2002 đến năm 2014. Vì chính sách một con đã có hiệu lực trong một thời gian dài, nhiều khả năng hiện tượng này gần như do việc phá vỡ tự nhiên của gia đình truyền thống. Chúng tôi đưa ra giả thuyết Việt Nam đang đi theo mô hình này cùng với việc GDP đầu người tăng. GDP đầu người của Việt Nam nếu tính theo PPP thì xấp xỉ Trung Quốc năm 2005. Vì vậy, chúng tôi cho rằng có thể giả định quy mô hộ gia đình trung bình của Việt Nam sẽ tiếp tục giảm với tốc độ 1,1%/năm trong ít nhất 10 năm nữa, và đến thời điểm này quy mô hộ gia đình sẽ còn 3,3 thành viên. Bộ Xây dựng thậm chí còn ước tính quy mô hộ gia đình đến năm 2020 chỉ còn 3,2 thành viên. Quan điểm của chúng tôi thận trọng hơn một chút.

Hình 36: Quy mô hộ gia đình Việt Nam và Trung Quốc



Lưu ý: GDP đầu người được tính 2 năm một lần

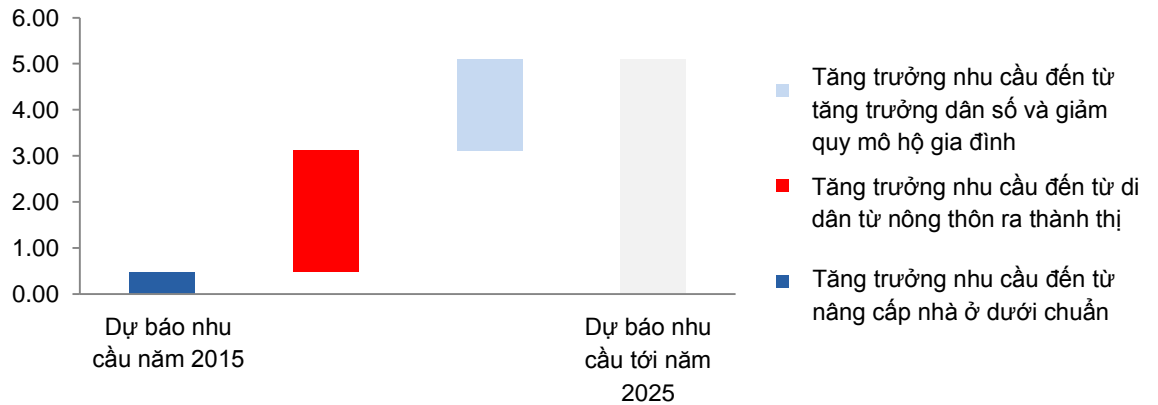
Nguồn: TCTK, Cục thống kê Trung Quốc, Ngân hàng Thế giới, Phân tích của VCSC

Theo ước tính, hiện Việt Nam có khoảng 8 triệu hộ gia đình tại các khu vực đô thị. Cùng với tăng trưởng về số lượng của dân số thành thị với tốc độ 0,9%, việc quy mô hộ gia đình giảm dự kiến sẽ khiến số hộ gia đình đến năm 2025 tăng thêm 2 triệu. Tất cả các hộ gia đình mới này sẽ cần nhà ở xây mới vì lượng cung hiện nay tại các đô thị gần như đều đã được hấp thụ. Trên cơ sở phần lớn các hộ gia đình mới sẽ là các cặp vợ chồng trẻ tách khỏi gia đình và thường không có nhiều tiền tiết kiệm, phần lớn nhu cầu theo dự báo sẽ là nhà ở trung cấp hoặc thậm chí nhà ở cho người thu nhập thấp, qua đó kích thích nhu cầu cho phân khúc nhà ở giá phải chăng. Quan điểm này được củng cố bởi nghiên cứu của UN Habitat là “không có nhà ở giá phải chăng phù hợp trên thị trường BĐS chính thức dành cho những người mới lập nghiệp như các cặp vợ chồng mới kết hôn và người trẻ tuổi. Do không có quy định về việc cho thuê nhà và khan hiếm nhà cho thuê nên các hộ gia đình mới rất khó có thể có nhà ở” (UN Habitat “Vietnam Housing Sector Profile”).

Nâng cấp nhà ở sẵn có: Tình trạng không có đủ nhà ở giá phải chăng đảm bảo chất lượng được phản ánh thông qua việc 25% nguồn cung nhà ở tại Việt Nam được Chính phủ xếp loại dưới chuẩn hoặc tạm bợ (UN Habitat). Trong khi không có ước tính cụ thể mức độ tình trạng này tại khu vực đô thị, Bộ Xây dựng ước tính có khoảng 1,74 triệu người tại các khu vực đô thị có nhà ở dưới chuẩn. Nếu giả định quy mô hộ gia đình trung bình tại các khu vực đô thị bằng với của cả nước hiện nay là 3,73 người/hộ, thì sẽ có tổng cộng 470.000 hộ gia đình sẽ có lúc muốn đổi sang nhà ở chất lượng cao hơn nhưng vẫn là nhà ở giá phải chăng. Thực tế, con số này có thể lớn hơn vì quy mô hộ gia đình trung bình tại các thành phố thường nhỏ hơn so với tại nông thôn và cũng vì phần lớn người dân sống trong nhà ở dưới chuẩn hiện nay là dân nhập cư trong độ tuổi lao động từ nông thôn rời xa gia đình để đến thành phố sống. Nếu giả định quy mô hộ gia đình phù hợp với thực tế hơn là 3,5 người/hộ đối với 1,74 triệu người tại các khu vực đô thị sống trong nhà ở dưới chuẩn, thì tổng nhu cầu tiềm năng đổi mới nhà ở giá phải chăng là 0,5 triệu căn. Nhu cầu này hiện đã tồn tại nhưng sẽ chỉ có thể dần lộ rõ theo thời gian, khi có thêm nguồn cung nhà ở giá phải chăng và ở một chừng mực nào đó, khi mức thu nhập của người dân sống trong nhà ở dưới chuẩn tiếp tục tăng.

Nguồn cầu mới từ người dân nhập cư từ nông thôn ra thành thị trong 10 năm tới: Theo ước tính, mỗi năm có khoảng 1 triệu người dân nhập cư từ nông thôn ra thành thị mỗi năm, trong đó chủ yếu là TP. HCM và Hà Nội. Dự báo đến năm 2020, dân số thành thị sẽ lên đến 46 triệu, tương đương khoảng 45% dân số cả nước do việc mở rộng các khu vực đô thị, làn sóng nhập cư từ nông thôn ra thành thị cũng như tăng trưởng dân số tự nhiên trong khu vực đô thị. Vì đại đa số người dân nhập cư có thu nhập thấp và đến thành phố để tìm việc làm, xu hướng này nhiều khả năng sẽ kích thích nhu cầu nhà ở giá phải chăng trong các thập niên tới. Các thành phố Việt Nam đến nay đã tránh được tình trạng đã gặp phải tại một số thành phố lớn tại Đông Nam Á khác như Jakarta và Manila, là các khu nhà “ồ chuột” phát triển để phục vụ dòng người nhập cư. Nếu giả định quy mô hộ gia đình trung bình của nhóm nhập cư là 3,7 người, thì nhu cầu nhà ở giá phải chăng trong thập niên tới sẽ tăng thêm 0,24 triệu căn.

Hình 37: Ước tính tổng nhu cầu nhà ở tại các khu vực đô thị trong 10 năm tới

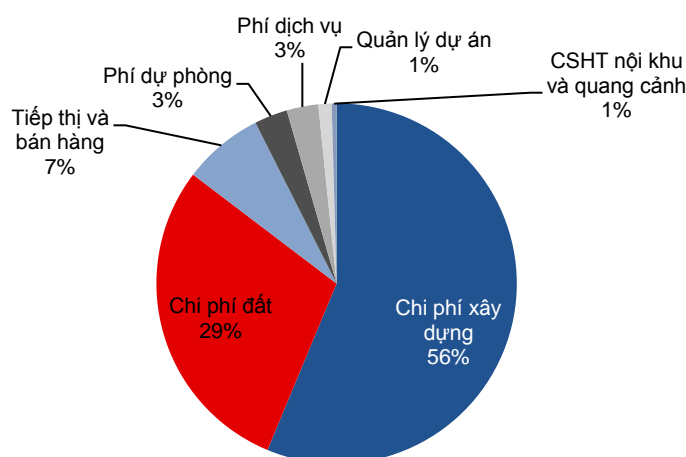


Nguồn: Phân tích của VCSC

Vì vậy, sau khi xem xét từng yếu tố thúc đẩy nhu cầu, chúng tôi ước tính trong vòng 10 năm tới, tổng nhu cầu nhà mới có thể lên đến 5,1 triệu căn. Hơn một nửa nhu cầu này là nhu cầu của dân nhập cư và do đó sẽ hoàn toàn thuộc diện “nhà ở giá phải chăng”. Đây cũng là trường hợp nhà nâng cấp từ nhà ở dưới chuẩn hiện nay, gần như hoàn toàn phục vụ các hộ gia đình thu nhập thấp và chiếm gần 10% tổng nhu cầu. Nhu cầu này sinh từ việc chia nhỏ các hộ gia đình lớn và tăng trưởng dân số tự nhiên chắc chắn sẽ rơi vào các phân khúc từ thấp đến trung cấp vì các hộ gia đình mới sẽ chủ yếu là các cặp vợ chồng trẻ, có việc làm, tách ra khỏi gia đình cha mẹ. Giả định giá trung bình vào khoảng 900 triệu đồng/căn (phần lớn là nhà ở giá phải chăng và còn lại là nhà ở trung cấp), **thì theo giá hiện nay tổng doanh thu tiềm năng sẽ đạt khoảng 210 tỷ USD.**

Như chúng tôi đã đề cập, các chủ đầu tư hiện vẫn chưa thể khai thác triệt để tiềm năng to lớn này vì hiện còn bị hạn chế do giá sản phẩm trên thị trường còn cao. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có định hướng vững chắc muốn chiến thắng tại phân khúc này và có tầm nhìn dài hạn có thể thành công lớn. Tuy đất thường chiếm đến 29%-30% tổng chi phí phát triển dự án nhà ở giá phải chăng, chi phí xây dựng chiếm đến gần 60% tổng chi phí phát triển dự án, nên chủ đầu tư có thể tự chủ trong việc quản lý chi phí của các sản phẩm của mình. Việc cải tiến thiết kế và kỹ thuật xây dựng (ví dụ: sử dụng các cấu trúc nhà lắp ráp sẵn, cấu trúc đơn giản, rập khuôn) và tiêu chuẩn hóa sản phẩm (xây dựng theo khối) có thể làm giảm độ phức tạp trong khi công, thời gian thi công và tiết kiệm vật liệu xây dựng.

Hình 38: Cơ cấu chi phí thông thường của một dự án nhà ở giá rẻ/trung cấp












Nguồn: Tổng hợp, phân tích của VCSC



Khuyến nghị: Hãy lựa chọn các công ty đang dẫn đầu phân khúc nhà ở giá phải chăng và nhà ở trung cấp, có lịch sử chiến lược kinh doanh kiên định ở các phân khúc này. Một trong số ít các công ty có quá trình phát triển nhà ở giá phải chăng tốt và trụ vững trong lĩnh vực này là CTCP Đầu tư Nam Long (NLG). Xuất phát là một chủ đầu tư các khu dân cư lớn, công ty đưa ra ý tưởng nhà ở giá phải chăng có chất lượng với dự án Ehome 1 năm 2008, khi chu kỳ trước đang đạt đỉnh. Dự án này được thị trường nồng nhiệt đón nhận và từ đó đến nay công ty liên tục xây dựng thương hiệu Ehome. Tuy những năm sau đó là chu kỳ giảm của thị trường, chiến lược tập trung vào nhà ở giá phải chăng đã tỏ ra thành công. Loạt sản phẩm Ehome đã giúp NLG vượt qua giai đoạn suy thoái của thị trường, với các dự án Ehome 2, 3, 4, và 5 đều bán tốt. Nhà ở giá phải chăng đã trở thành nguồn doanh thu chính của công ty, đóng góp 88% năm 2014. Việc hợp tác với hai chủ đầu tư BĐS hàng đầu Nhật Bản có thể hỗ trợ NLG về vốn và kỹ thuật trong việc cải tiến sản phẩm cũng như giúp sản phẩm có giá cả phải chăng hơn.

Sau khi xem xét hai yếu tố thúc đẩy giá trị dài hạn như đề cập trên đây, chúng tôi khuyến nghị các mã BCI, DXG và NLG đối với đầu tư dài hạn (trên 5 năm). Chúng tôi gọi các mã này là các “**vận động viên chạy marathon**”.

Hình 39: Đánh giá các chủ đầu tư dựa theo tính phù hợp với quan điểm đầu tư dài hạn

| Mã | Khả năng và tập trung phát triển nhà ở giá phải chăng | Hưởng lợi từ việc phát triển CSHT đô thị trong dài hạn |
|-----|---|--|
| KDH | N.A | |
| VIC | N.A | |
| HDG | N.A | |
| SJS | N.A | |
| TDH | | |

| | | |
|-----|---|---|
| PDR | N.A |  |
| DXG |  |  |
| NBB |  |  |
| NLG |  |  |
| BCI |  |  |

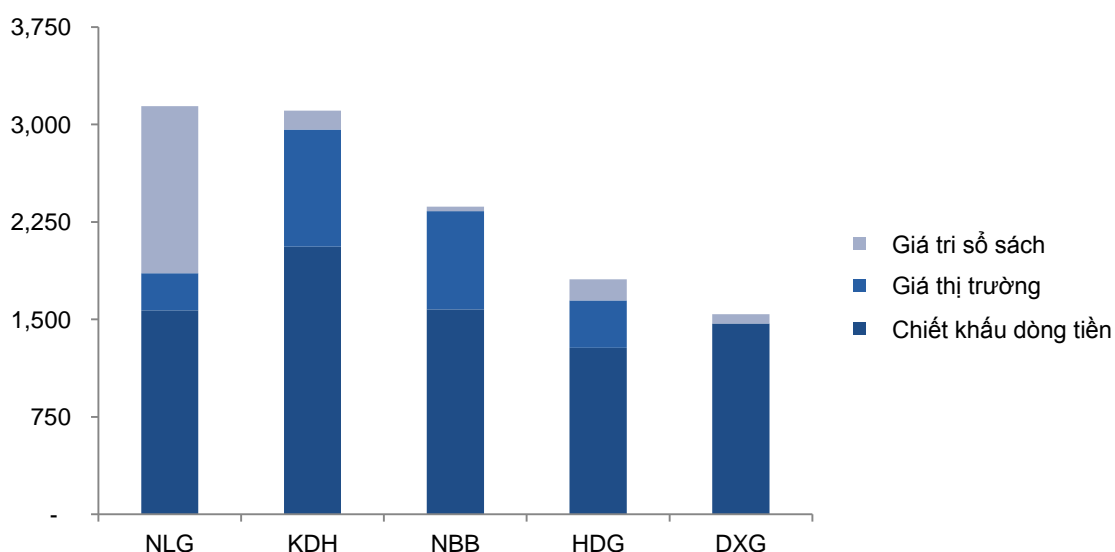
 = Điểm cao
 = Điểm thấp

Nguồn: Phân tích của VCSC

Định giá

Tiềm năng tăng trong dài hạn mà chúng tôi nhận thấy tại các công ty này không được phản ánh vào giá mục tiêu tương ứng vì rất khó có thể dự báo dài hạn đến như vậy. Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với các dự án mà chúng tôi nhận thấy triển vọng cụ thể của dòng tiền trong khi các tài sản còn lại (phần lớn là quỹ đất) được định giá trên cơ sở giá thị trường (nếu có) hoặc theo giá trị sổ sách. Vì tiêu chuẩn kế toán của Việt Nam không cho phép điều chỉnh tài sản dựa trên hạch toán theo giá thị trường, chúng tôi cho rằng nếu những yếu tố khác không có gì thay đổi, thì tỷ lệ giá trị sổ sách của tài sản trong tổng giá trị tài sản doanh nghiệp càng cao, tiềm năng tăng trong mô hình định giá của chúng tôi càng lớn. Tất nhiên, trong các trường hợp mà công ty mua đất vào khoảng bong bóng BĐS trước đây năm 2008, giá trị sổ sách có thể cao hơn so với giá trị thị trường hiện nay nhưng vẫn thấp hơn so với giá trị hợp lý trong dài hạn.

Hình 40: Tổng giá trị tài sản hợp lý theo ước tính của các công ty được theo dõi (tỷ đồng)

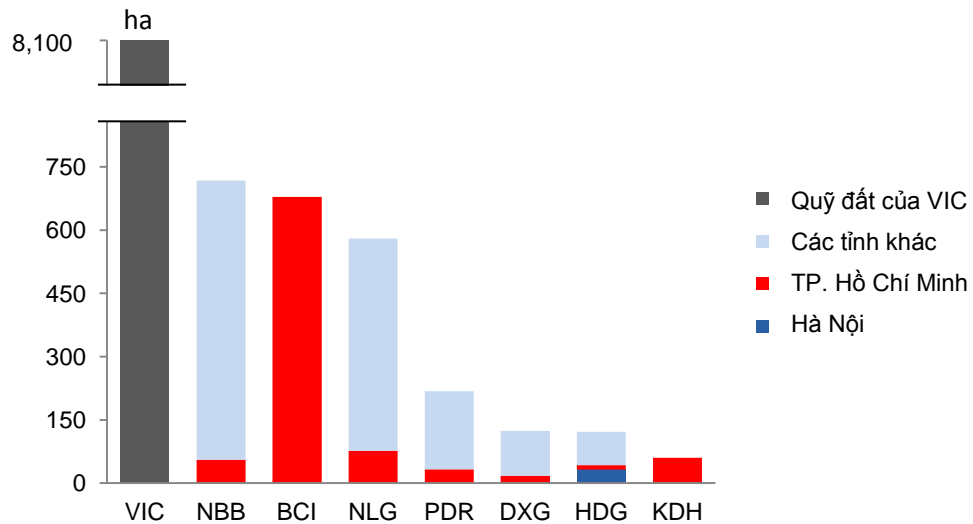


Nguồn: Phân tích của VCSC

Như đã trình bày trên đây, đối với NLG, tài sản được định giá theo giá trị sổ sách (chi phí) chiếm một tỷ lệ lớn bất thường trong tổng giá trị tài sản theo ước tính của chúng tôi. Điều này chủ yếu do quỹ đất chưa phát triển của NLG còn lớn, trong đó phần lớn được định giá theo giá trị sổ sách. Điều này thực tế phù hợp với quan sát của chúng tôi là một tỷ lệ lớn quỹ đất của NLG cũng nằm

tại các khu vực hiện chưa hẳn đã “nóng” nhưng lại có vị trí chiến lược trong dài hạn –nghĩa là không có nhiều hoạt động giao dịch tại các khu vực trên nên khó có thể định giá quỹ đất chưa phát triển theo giá thị trường, qua đó tài sản định giá theo giá trị sổ sách chiếm tỷ lệ lớn trong tổng định giá tài sản. DXG cũng là một trường hợp độc nhất vì công ty có quỹ đất hạn chế nhưng bằng cân đối kế toán lành mạnh và tiền mặt dồi dào. Công ty hiện đang sử dụng lượng tiền này để tích cực mua các dự án mới nhưng chưa có dự án nào mua lại gần đây được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán và, do thiếu thông tin, không thể đưa vào mô hình định giá chiết khấu dòng tiền của chúng tôi. Hơn nữa, công ty nhiều khả năng sẽ tiếp tục mua lại dự án trong tương lai nhưng các thương vụ này sẽ không được đưa vào mô hình định giá hiện tại. Vì vậy, việc quỹ đất của DXG còn nhỏ và một tỷ lệ lớn giá trị tài sản hợp lý theo ước tính của chúng tôi được tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền không phản ánh đầy đủ tiềm năng dài hạn.

Hình 41: So sánh quỹ đất của các chủ đầu tư



Nguồn: Các công ty

Các mã chúng tôi đánh giá cao nhất để đầu tư dài hạn là NLG, BCI và DXG. Nhờ hoạt động trong phân khúc nhà ở giá phải chăng và trung cấp và quỹ đất rộng lớn sẽ hưởng lợi từ các xu hướng phát triển đô thị dài hạn nên cả NLG và BCI đều có tiềm năng đạt được thành công lớn trong dài hạn và điều này không được chúng tôi cũng như thị trường phản ánh vì khoảng thời gian để các lợi ích này thành hiện thực sẽ khá dài. DXG cũng đang hoạt động trong phân khúc nhà ở giá phải chăng và trung cấp nhưng quỹ đất hiện tại không được xem là một tài sản tốt trong dài hạn về quy mô cũng như không hoàn toàn hưởng lợi với xu hướng phát triển đô thị dài hạn. Tuy nhiên, bằng cân đối kế toán lành mạnh của công ty và việc tích cực mua lại dự án trong thời gian qua cho thấy công ty có thể bù đắp lại bằng cách liên tục mua lại các dự án và đất nhờ kinh nghiệm thị trường với mạng lưới môi giới rộng khắp.

Chúng tôi rất muốn đưa VIC vào danh sách này vì dù không tham gia vào phân khúc nhà ở giá phải chăng và trung cấp, công ty có quỹ đất rộng lớn nên sẽ hưởng lợi trong dài hạn. Tuy nhiên, việc VIC tham gia vào các phân khúc BĐS cao cấp và sang trọng đồng nghĩa với việc hoạt động công ty sẽ không được hoàn toàn suôn sẻ.

Hồ sơ Công ty

Trong các trang tiếp theo, chúng tôi tổng hợp tất cả các công ty mà chúng tôi theo dõi (KDH, VIC, HDG, NLG, và NBB) cũng như một số công ty mà chúng tôi chưa theo dõi nhưng cho rằng đáng chú ý và có thể đưa ra báo cáo lần đầu trong thời gian tới (PDR, BCI, SJS, và TDH).

KDH [MUA +34,1%] – Thay đổi chiến lược, sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng nhanh

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|-------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 49% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 126,0 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 126,0 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 24.200 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 14.100 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|---------------------|--------|
| VinaCapital | 22,42% |
| Dragon Capital | 17,35% |
| Tiền Lộc Investment | 14,14% |
| Á Âu Investment | 10,10% |
| Khác | 35,99% |

Sơ lược về công ty

KDH là một chủ đầu tư BĐS có tên tuổi với 13 năm kinh nghiệm và quỹ đất tại Quận 9 (khu Đông TP. HCM), thuộc trọng tâm phát triển đô thị của Chính phủ tại TP. HCM, và được hỗ trợ bởi cơ sở hạ tầng vừa mới xây dựng.

CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH), Phát triển BĐS nhà ở

Giá: 21.400VND

Giá mục tiêu: 28.700VND

TL tăng: 34,1%

Giá trị vốn hóa: 123,7 triệu USD GTGD/ngày 30 ngày: 0,2 triệu USD

Room KN: 0%

| Các chỉ số chính | 2014A | 2015F | 2016F |
|-------------------------------------|--------|----------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 612 | 1.226 | 1.579 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 16,7% | 21,4% | 24,7% |
| Tăng trưởng doanh thu | 443,8% | 100,4% | 28,8% |
| Tăng trưởng EBIT | N.A | 1.034,2% | 59,9% |
| Tăng trưởng EPS | N.A | 301,2% | 62,5% |
| PER theo giá thị trường | 45,0x | 11,2x | 6,9x |
| PBR theo giá thị trường | 1,5x | 1,0x | 0,9x |
| ROE | 8,2% | 12,7% | 13,9% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 55,6% | 29,2% | -11,9% |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- **Tận dụng thành công đà phục hồi của thị trường thông qua việc thay đổi sản phẩm phù hợp và quỹ đất có vị trí chiến lược tại Quận 9, TP. HCM.**

- **Doanh thu từ nhà ở đạt mức cao, củng cố dự báo của chúng tôi là LNST sẽ đạt tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm 29,6% từ 2015-2017.**

- **Kế hoạch đa dạng hóa sản phẩm sẽ cải thiện hệ số sử dụng đất và khai thác triệt để đà phục hồi của thị trường.**

- **Tích cực mua lại quỹ đất là một yếu tố thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai.**

Công ty chuyển mình thành công nhờ chiến lược sản phẩm mới và hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng đang được phát triển chóng mặt. KDH đã chuyển từ phát triển biệt thự cao cấp sang phát triển nhà phố giá phải chăng tại đây chu kỳ thị trường, qua đó nhắm vào nhu cầu thực. Điều này được hỗ trợ nhờ việc phát triển cơ sở hạ tầng sôi động tại phía đông TP. HCM, nơi tập trung quỹ đất của KDH, qua đó giúp tăng giá bán và thanh khoản dự án.

Chúng tôi dự báo LNST sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 30% từ năm 2015-2017, chủ yếu nhờ doanh thu nhà phố và các sản phẩm chờ bàn giao. Thành công của Mega Residence và Mega Ruby – hai dự án đầu tiên trong số các dự án nhà phố của KDH – đã khẳng định quan điểm của chúng tôi là sản phẩm này tiếp tục là con át chủ bài của KDH trong ba năm tới. Công ty cũng có 400 tỷ đồng doanh thu chưa ghi nhận từ hai dự án trên, và tất cả sẽ được ghi nhận trong Quý 3 và Quý 4 năm nay.

Kế hoạch đa dạng hóa sản phẩm sẽ giảm áp lực lên quỹ đất và giúp công ty tận dụng hơn nữa chu kỳ tăng của thị trường. Kế hoạch tham gia phân khúc căn hộ chung cư trung cấp của KDH sẽ giúp công ty sử dụng quỹ đất hiệu quả hơn (có hệ số sử dụng đất cao hơn so với dạng nhà phố); công ty hiện đang thử nghiệm việc thâm nhập trở lại phân khúc biệt thự cao cấp, qua đó có thể tận dụng chu kỳ tăng của phân khúc này.

Tích cực mở rộng quỹ đất và vốn mới để bù đắp cho việc sử dụng quỹ đất với tốc độ cao. Trong Quý 1/2015, KDH đã giải ngân 281 tỷ đồng vào 5 công ty khác nhau. Đây có thể là động thái nhằm chuẩn bị mua thêm đất tại Quận 2 và Quận 9, và do đó sẽ tăng cường quỹ đất của công ty tại các vị trí mang tính chiến lược, bù đắp cho việc quỹ đất được sử dụng với tốc độ nhanh chóng để phục vụ các dự án nhà phố. Tiền mặt thu về từ đợt phát hành riêng lẻ 650 tỷ đồng hồi đầu năm nay sẽ giúp hỗ trợ kế hoạch này.

Cổ phiếu KDH hiện giao dịch thấp hơn 34,1% so với giá trị tài sản ròng chúng tôi đưa ra. Thanh khoản hiện đang cải thiện nhưng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại đã đạt đến mức tối đa.

VIC [MUA +29,5%] –Thị trường vốn thúc đẩy VIC tiến tới

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

Tập đoàn Vingroup (VIC), Phát triển và Quản lý BĐS

Giá: 41.733 VND

Giá mục tiêu: 54.000 VND

TL tăng: 29,5%

Giá trị vốn hóa: 3.246 triệu USD GTGD/ngày 30 ngày: 2,1 triệu USD

Room KN: 14,4%

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|---------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 14,6% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 29% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 1.707,5 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 1.806,8 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 46.502 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 32.479 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|-------------------|-------|
| Chủ tịch HĐQT | 29,1% |
| CĐ nội bộ khác | 8,5% |
| VIG | 12,4% |
| Ecology Inv & Dev | 8,6% |
| Khác | 41,4% |

Sơ lược về công ty

Vingroup là chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam với quỹ đất hiện lên đến 8,100ha. VIC phát triển và quản lý nhiều loại hình BĐS khác nhau, bao gồm nhà ở, mặt bằng bán lẻ, văn phòng và khách sạn. Gần đây, VIC đã tham gia lĩnh vực bán lẻ, bao gồm siêu thị, cửa hàng tiện lợi, chuỗi siêu thị hàng điện tử/điện máy và thương mại điện tử.

| Các chỉ số chính | 2014A | 2015F | 2016F |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 27.724 | 30.476 | 52.218 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 11,4% | 8,4% | 9,9% |
| Tăng trưởng doanh thu | 50,9% | 9,9% | 71,3% |
| Tăng trưởng EBIT | 47,2% | -11,7% | 69,2% |
| Tăng trưởng EPS | 21,0% | -20,7% | 97,4% |
| PER theo giá thị trường | 22,4x | 28,3x | 14,3x |
| PBR theo giá thị trường | 3,5x | 3,1x | 2,5x |
| ROE | 18,1% | 11,8% | 20,2% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 2,8% | N.A | N.A |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 72% | 62% | 52% |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- Đầu tư vào Vingroup cho sự tiếp cận vào hai lĩnh vực hấp dẫn – bất động sản và bán lẻ
- Khả năng tiếp cận vào thị trường vốn rộng lớn giúp VIC liên tục duy trì hoạt động xây dựng và mở rộng quỹ đất bất chấp thị trường khó khăn, nhờ đó mà VIC sẽ dẫn đầu trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi hiện nay.
- Doanh số từ kinh doanh BĐS nhà ở dự báo sẽ đạt trung bình 38.000 tỷ đồng/năm từ năm 2015-2017 so với mức 16.400 tỷ đồng năm 2014. LNST dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2016 khi một lượng lớn nhà được bàn giao cho khách hàng
- Dòng thu nhập thường xuyên tăng mạnh giúp hoạt động kinh doanh ổn định.

Sự kiên định duy trì hoạt động xây dựng và bàn giao nhà trong giai đoạn thị trường trầm lắng giúp VIC chiếm được lòng tin của người mua nhà. Trái ngược với hầu hết các chủ đầu tư bất động sản khác, VIC vẫn đảm bảo đúng thời hạn bàn giao nhà và tiếp tục mở rộng quỹ đất trong giai đoạn khó khăn 2011-2013. Do đó, VIC đang ở một vị thế thuận lợi để chiến thắng thị trường trong bối cảnh thị trường BĐS đang phục hồi vững chắc.

Khả năng sử dụng vốn khéo léo là yếu tố thành công riêng biệt của VIC. VIC tiếp cận được thị trường vốn quốc tế, điều này cho công ty sự linh hoạt để huy động vốn ở chi phí thấp, đồng thời gia cố vị thế thương lượng của VIC đối với các ngân hàng trong nước. VIC cũng thành thạo trong việc quay vòng vốn/tạo ra dòng tiền sớm trong vòng đời dự án bằng cách bán các BĐS thương mại (thường là các tòa nhà văn phòng) để đẩy nhanh tiến độ xây dựng, vốn đã trở thành một thương hiệu của VIC.

Dự phóng doanh số bán nhà ở của chúng tôi khá thận trọng so với kỳ vọng 40-60 nghìn tỷ đồng của VIC trong năm 2015.

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 27,2% giai đoạn 2014-2017 cho nguồn thu nhập thường xuyên của VIC (không bao gồm dịch vụ bán lẻ), được dẫn dắt chủ yếu bởi việc tích cực đầu tư vào các trung tâm thương mại phân khúc trung cấp và các dự án khách sạn mới sẽ đi vào hoạt động. Chúng tôi tin rằng VIC sẽ vượt dự báo của chúng tôi, vì chúng tôi chưa đưa vào dự phóng một số dự án đang triển khai do thiếu thông tin.

Tuy vẫn còn quá sớm để đánh giá, chúng tôi nghĩ rằng bán lẻ có thể sẽ trở thành một mảng quan trọng đối với VIC. Ở giai đoạn còn non trẻ, lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam vẫn còn rộng mở đối với những doanh nghiệp mà có thể mở rộng quy mô nhanh chóng. VIC sẽ thâm nhập thị trường bán lẻ qua các chuỗi cửa hàng lần nền tảng thương mại điện tử.

Quan điểm lạc quan của chúng tôi đối với VIC trong [báo cáo lần đầu ngày 18/05/2015](#) đã được củng cố bởi [tiến độ bán BĐS nhà ở của công ty từ đầu năm đến nay](#).

HDG [MUA +28,9%] – Tiềm năng dự án Z756 chưa được thị trường phản ánh đầy đủ

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG), Phát triển BĐS

Giá: 29.100 VND

Giá mục tiêu: 37.500 VND

TL tăng: 28,9%

Giá trị vốn hóa: 87,0tr USD GTGD/ngày 30 ngày: 0,04 tr USD

Room KN: 26,0%

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 23,0% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49,0% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 65,2 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 68,4 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 33.700 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 23.100 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|------------------------------------|-------|
| Chủ tịch HĐQT và các bên liên quan | 38,6% |
| Dragon Capital | 12,0% |
| Bộ Quốc phòng | 10,0% |
| Khác | 39,4% |

Sơ lược về công ty

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) tiền thân là một đơn vị xây dựng của Bộ Quốc phòng. Sau khi cổ phần hóa năm 2004, HDG hoạt động trong ba lĩnh vực, bao gồm xây dựng, phát triển dự án BĐS và thủy điện. Nhờ quan hệ chặt chẽ với cơ quan chính quyền, HDG có lợi thế là có thể tiếp cận quỹ đất có vị trí đắc địa với chi phí thấp.

| Các chỉ số chính | 2014A | 2015F | 2016F |
|-------------------------------------|--------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1.554 | 1.474 | 1.924 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 9,5% | 9,8% | 10,0% |
| Tăng trưởng doanh thu | 57,2% | -5,2% | 30,6% |
| Tăng trưởng EBIT | 63,4% | -3,1% | 65,2% |
| Tăng trưởng EPS | 54,5% | -2,5% | 32,8% |
| PER theo giá thị trường | 12,8x | 13,1x | 9,9x |
| PBR theo giá thị trường | 2,2x | 1,9x | 1,6x |
| ROE | 15,7% | 13,0% | 15,0% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nợ ròng / Vốn CSH | -41,7% | 22,7% | 11,1% |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- Dự án Z756, chiếm hơn 30% định giá công ty, hiện đang bị thị trường đánh giá thấp do việc khởi công nhiều lần bị trì hoãn. Dự kiến dự án này sẽ giúp LNST của HDG đạt tăng trưởng kép giai đoạn 2015-2018 là 25%.

- Gần đây, ban lãnh đạo cho biết đã giải ngân 300 tỷ đồng vào dự án này và nhà máy mới tại Long Bình, sẽ được sử dụng để thay thế nhà máy cũ tại phần đất dự án Z756, vừa được khởi công ngày 02/06. Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi là dự án Z756 sẽ được khởi công trong năm nay.

- Đến cuối năm, Bộ Quốc phòng sẽ hoàn toàn thoái vốn khỏi HDG, có thể tạo ra áp lực bán về mặt kỹ thuật đối với giá cổ phiếu, nhưng cũng nhờ vậy, lượng cổ phiếu lưu hành tự do tăng nên thanh khoản được kỳ vọng cũng tăng.

Dự án Z756 dự kiến sẽ thành công lớn. Dự án này, trong đó HDG góp 63% vốn, có thể là dự án lớn nhất và có khả năng sinh lời cao nhất của công ty từ trước đến nay. Chúng tôi ước tính dự án sẽ giúp tăng trưởng lợi nhuận lên đến 25%/năm từ 2015 đến 2018. Tiến độ bán hàng không phải là một vấn đề lớn vì dự án có vị trí thuận tiện, gần tuyến Metro 2 trong tương lai và kề cận trung tâm thành phố.

Nhà đầu tư cần phản ánh tiềm năng của dự án Z756 ngay khi dự án được khởi công, mà chúng tôi cho rằng sẽ diễn ra trong năm nay. Gần đây, HDG đã khởi công nhà máy mới tại Long Bình để thay thế nhà máy cũ tại phần đất của dự án Z756 và công ty cũng giải ngân 300 tỷ đồng vào dự án Z756 để thanh toán một phần tiền sử dụng đất. Đây là khoản đầu tư đầu tiên dành cho dự án này trong 2 năm qua, từ khi công bố dự án. Đây vừa là tín hiệu cho thấy tình hình đang có tiến triển, vừa đảm bảo tiến độ sẽ được duy trì vì ban lãnh đạo sẽ chịu áp lực để tạo ra lợi nhuận từ lượng vốn được đầu tư vào dự án.

Bộ Quốc phòng sẽ thoái vốn khỏi HDG vào cuối năm; chúng tôi cho rằng đây sẽ là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu HDG. Bộ Quốc phòng sẽ bán lại toàn bộ 10% cổ phần tại HDG (nhưng vẫn chưa cho biết sẽ theo hình thức nào) vào khoảng cuối Quý 3/2015. Việc thoái vốn này có thể tạo ra áp lực kỹ thuật đối với giá cổ phiếu nhưng theo chúng tôi, sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu HDG với triển vọng dự án Z756 sẽ được khởi công, mà chúng tôi cho rằng sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu.

NLG [KQ +7,4%] – Có lợi thế lớn nhất trong cuộc đua nhà giá phải chăng

Trần Minh Đức
Chuyên viên

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG), Phát triển BĐS

Giá: 18.900 VND

Giá trị vốn hóa: 116,3tr USD

Giá mục tiêu: 20.300 VND

GTGD/ngày 30 ngày: 0,02tr USD

TL tăng: 7,4%

Room KN: 0,0%

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|-----------|
| Sở hữu của khối ngoại | 49% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 134 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 156 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 24.000 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 16.500 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|------------------------------|-------|
| Chủ tịch HĐQT & vợ | 19,9% |
| HĐQT & những người liên quan | 16,3% |
| ASPL | 12,9% |
| IFC | 7,3% |
| Khác | 43,6% |

Sơ lược về công ty

NLG có hơn 20 năm kinh nghiệm và là một trong những chủ đầu tư BĐS hàng đầu ở Việt Nam. Sở hữu quỹ đất 567ha, NLG tập trung vào phân khúc nhà giá bình dân với thương hiệu Ehome nổi tiếng. Ngoài việc có chiến lược và kế hoạch phát triển rõ ràng, NLG cũng đang đẩy mạnh thu hút của cổ đông nước ngoài uy tín như IFC, Goldman Sachs, ASPL, Mekong Capital, v.v.

| Các chỉ số chính | 2014A | 2015F | 2016F |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 867 | 1.767 | 3.050 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 7,2% | 9,0% | 13,4% |
| Tăng trưởng doanh thu | 44,1% | 103,9% | 72,6% |
| Tăng trưởng EBIT | 75,2% | 74,0% | 104,8% |
| Tăng trưởng EPS | 171,3% | 127,4% | 156,3% |
| PER theo giá thị trường | 42,1x | 18,6x | 7,2x |
| PBR theo giá thị trường | 1,4x | 1,2x | 1,1x |
| ROE | 5,8% | 8,6% | 15,7% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 3,2% | N.A | N.A |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 11,5% | 35,6% | 37,3% |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tin 200.

- Dẫn đầu phân khúc nhà ở giá phải chăng, phục vụ nhu cầu thực.
- Dự kiến đạt tăng trưởng lợi nhuận cao trong các năm tới nhờ thương hiệu E-Home; đang thử nghiệm phân khúc nhà ở giá phải chăng premium với các thương hiệu Flora và E-Home+.
- Tiềm năng tăng giá từ dự án East Gate Residence tại Quận 9.
- Mạng lưới đối tác mạnh, giúp phát triển các dự án trong tương lai, tăng cường chất lượng quản lý và hỗ trợ khâu cải tiến sản phẩm và quy trình.

Nam Long là doanh nghiệp dẫn đầu phân khúc nhà ở giá phải chăng với thương hiệu E-Home. Đến nay, công ty đã bán hơn 2.000 sản phẩm mang thương hiệu này và sở hữu quỹ đất rộng 50ha tại TP. HCM, đủ để phát triển căn hộ giá phải chăng trong 5 năm tới. Thị trường nhà ở giá phải chăng tại Việt Nam rất lớn và được kích thích bởi nhu cầu thực, trong đó phần lớn vẫn chưa được khai thác.

Thử nghiệm phân khúc nhà ở giá phải chăng premium tỏ ra đầy hứa hẹn. Công ty tỏ ra đã tìm được chỗ đứng lý tưởng trong phân cao cấp hơn của phân khúc nhà ở giá phải chăng, với việc tung ra các dự án mang thương hiệu Flora và E-Home+ (năm 2014 đã bán được khoảng 348 căn). Mảng này có thể mang lại lợi nhuận lớn vì cho phép công ty khai thác khách hàng có nhu cầu thực mà vẫn có thể chi trả cho căn hộ có chất lượng cao hơn.

Khoản đầu tư lớn của NLG tại Quận 9 vẫn chưa được phản ánh. NLG đã giải ngân khoảng 140 tỷ đồng để sở hữu 76% một dự án có 17,8ha đất đã đền bù xong gần giao lộ đường cao tốc TP. HCM – Long Thành và đường Vành đai 2. Hiện vẫn chưa có thông tin chi tiết về dự án nhưng việc tung ra dự án này có thể giúp tăng mạnh giá trị tài sản ròng của công ty (chúng tôi hiện chỉ định giá đất dựa trên giá thị trường).

Các hoạt động hợp tác của NLG sẽ là tài sản lớn trong dài hạn. Việc NLG gần đây hợp tác với các chủ đầu tư Nhật Bản để phát triển dự án Flora – Anh Đào có thể là tín hiệu cho thấy các bên sẽ còn các hoạt động hợp tác khác trong tương lai. Các đối tác này có thể đóng góp kiến thức, kinh nghiệm về thiết kế và quy trình, qua đó cải thiện chất lượng các sản phẩm căn hộ giá phải chăng của NLG.

DXG [PHTT +1,8%] – Tăng trưởng mạnh mẽ môi giới giúp tận dụng đà phục hồi

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|-------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 18,8% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 106,2 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 116,9 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 18.600 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 11.700 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|------------------|-------|
| Asia Invest Corp | 8,2% |
| BBC Investment | 6,1% |
| NAV Investment | 5,5% |
| Chủ tịch HĐQT | 5,2% |
| Khác | 75,0% |

Sơ lược về công ty

DXG là công ty môi giới bất động sản nổi tiếng tại thị trường miền Nam với hơn 10 năm kinh nghiệm và sở hữu một trong những đội ngũ bán hàng lớn nhất và giàu kinh nghiệm nhất. Từ năm 2007, DXG bắt đầu phát triển các dự án bất động sản. DXG đặt kỳ vọng vào lĩnh vực phát triển bất động sản, tập trung vào phân khúc căn hộ cho người thu nhập thấp và trung cấp.

Địa ốc Đất Xanh (DXG), Môi giới và Phát triển BĐS

Giá: 16.500 VND

Giá mục tiêu: VND 16.800

TL tăng: 1,8%

Giá trị vốn hóa: 80,4tr USD

GTGD/ngày 30 ngày: 1,1tr USD

Room KN: 30,2%

| Các chỉ số chính | 2014A | 2015F | 2016F |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 506 | 1.544 | 1.843 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 33,2% | 16,1% | 16,0% |
| Tăng trưởng doanh thu | 47,8% | 205,1% | 19,3% |
| Tăng trưởng EBIT | 165,6% | 121,6% | 28,4% |
| Tăng trưởng EPS | 58,1% | 69,5% | 18,4% |
| PER theo giá thị trường | 11,9x | 7,1x | 6,0x |
| PBR theo giá thị trường | 1,3x | 1,1x | 0,9x |
| ROE | 19,3% | 17,7% | 15,7% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nợ ròng / Vốn CSH | -61,2% | -15,7% | -31,7% |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- **Vị thế vững chắc để tận dụng chu kỳ hồi phục của thị trường – 26% tổng giao dịch toàn thị trường BĐS thực hiện tại TP. HCM và Hà Nội trong Quý 1/2015 là do DXG môi giới.**

- **Chuyển dịch từ môi giới thông thường sang môi giới thứ cấp đã giúp tăng gấp đôi doanh thu trên mỗi sản phẩm bán ra, trong khi vẫn đảm bảo được biên lợi nhuận.**

- **Dự án BĐS được phát triển mạnh mẽ từ đây đến năm 2018; bàn giao 1000 căn hộ giá phải chăng trong năm nay.**

- **Việc tích cực mua lại dự án tiếp tục giúp công ty cải thiện triển vọng trong trung hạn.**

- **Quản lý doanh nghiệp vẫn là rủi ro lớn nhất nhưng ngày càng được cải thiện tốt hơn.**

Lĩnh vực môi giới có mối quan hệ mật thiết với đà phục hồi của thị trường BĐS. Chúng tôi ước tính số sản phẩm bán ra trong Quý 1/2015 đã tăng 133% so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu nhờ vào sự phục hồi của thị trường BĐS. Với quan điểm là thị trường vẫn trong giai đoạn đầu phục hồi, chúng tôi dự báo DXG có thể tiếp tục đạt tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ môi giới lên đến 9%-10%/năm trong ba năm tới.

DXG hiện đang trong giai đoạn chuyển dịch từ môi giới thông thường sang môi giới thứ cấp nhưng rủi ro về tồn kho BĐS được bù đắp lại bằng lợi nhuận cao. Để giảm rủi ro của việc tích trữ tồn kho BĐS, DXG sẽ tham gia vào toàn bộ quá trình phát triển dự án từ khâu thiết kế đến khâu bán hàng. Hơn nữa, DXG chỉ nhắm vào phân khúc nhà ở thấp và trung cấp, với nhu cầu đều là nhu cầu thực, qua đó giảm rủi ro thanh khoản thị trường giảm.

Ngôi sao đang lên trong lĩnh vực phát triển nhà ở giá phải chăng. DXG chuẩn bị bàn giao 1000 căn hộ đầu tiên tại dự án Sunview Town 3 – dự án lớn nhất từ trước đến nay do chính công ty tự phát triển. Dự án này đánh dấu sự hiện diện của DXG như là một đối thủ cạnh tranh nặng ký trong phân khúc nhà ở giá phải chăng.

Việc tích cực mua lại dự án trong thời gian qua và danh mục dự án đầy đủ làm giảm lo ngại về rủi ro quỹ đất hạn chế. Danh mục dự án hiện nay của DXG đủ để giúp lợi nhuận công ty đạt tăng trưởng kép hàng năm 13% từ 2015-2017. Hơn nữa, công ty đã và đang tích cực mua lại các dự án trong các tháng gần đây để tích lũy thêm quỹ đất.

DXG trước đây từng thực hiện một số đợt phát hành riêng lẻ với giá thấp hơn so với giá thị trường nhưng chúng tôi nhận thấy công ty đang chuyển sang sử dụng công cụ nợ, là tín hiệu đáng khích lệ.

NBB [PHTT -3,2%] – Công ty có thể được mua lại nên khó dự báo tương lai

Trần Minh Đức
Chuyên viên

CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy (NBB), Phát triển BĐS

Giá: 25.100 VND Giá mục tiêu: 23.500 VND TL tăng: -3,2%
Giá trị vốn hóa: 67,7 tr USD GTGD/ngày 30 ngày: 1,4tr USD Room KN: 12,1%

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 37,4% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 58,2 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 68,1 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 26.300 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 17.200 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|---|-------|
| CII | 24,1% |
| Ông Đoàn Tường Triệu, Chủ tịch HĐQT và gia đình | 19,8% |
| Beira Limited | 13,4% |
| Creed | 7,4% |
| Khác | 36,7% |

Sơ lược về công ty

CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy được thành lập năm 2005 từ chi nhánh của Cienco 5 tại tỉnh Bình Thuận. Ngành nghề kinh doanh chính của công ty là BĐS nhưng NBB cũng tham gia vào các lĩnh vực khác như xây dựng, khai khoáng, và sản xuất. NBB đã niêm yết trên sàn HSX trong năm 2009. Sau 7 năm thành lập và 5 năm tham gia thị trường, NBB đã phát triển được một quỹ đất lớn ở thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh thành.

| Các chỉ số chính | 2014A | 2015F | 2016F |
|-------------------------------------|--------|-------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 231 | 271 | 1.405 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 6,9% | 11,3% | 17,6% |
| Tăng trưởng doanh thu | 14,1% | 17,0% | 419,0% |
| Tăng trưởng EBIT | 8,1% | 22,2% | 263,2% |
| Tăng trưởng EPS | -41,7% | 90,7% | 598,4% |
| PER theo giá thị trường | 91,6x | 48,0x | 6,9x |
| PBR theo giá thị trường | 0,9x | 0,9x | 0,9x |
| ROE | 2,5% | 3,7% | 14,1% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 4,0% | 3,2% | N.A |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 66% | 101% | 100% |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- Quỹ đất hấp dẫn đảm bảo cho tăng trưởng trong tương lai.
- NBB hiện đang thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài cốt lõi để giải phóng nguồn lực và tập trung quản lý cho lĩnh vực BĐS.
- Khả năng sáp nhập vào CII giúp NBB huy động vốn dễ dàng hơn và tiếp cận quỹ đất giá trị lớn tại khu đô thị mới Thủ Thiêm.
- Dự án City Gate đang đạt tiến triển tốt nhưng tương lai của hợp tác giữa NBB và Creed Group (Nhật Bản) vẫn chưa chắc chắn do khả năng CII thu tóm.

NBB có quỹ đất trên 700ha, trong đó 56ha tại TP. HCM, đủ để đảm bảo tăng trưởng trong vài năm tới. 46% đất tại TP. HCM của NBB nằm dọc theo Xa lộ Đông-Tây, là tuyến đường chiến lược kết nối Quận 1 và phần phía tây TP. HCM. Phần còn lại của quỹ đất công ty nằm xung quanh các đô thị loại 2, sẽ có giá trị lớn khi các thành phố này mở rộng theo thời gian.

NBB đang thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài cốt lõi bao gồm khai thác đá granite, titan, và trung tâm thương mại tại Bạc Liêu, với tổng số tiền thu về ước đạt 240 tỷ đồng trong năm 2015. Hiện công ty đã rút khỏi lĩnh vực khai thác đá granite (Quý 2), mang lại 30 tỷ đồng thu nhập tài chính và 70 tỷ đồng tiền mặt.

Nhiều khả năng sẽ được CII mua lại và điều này mang lại cơ hội cũng như thử thách; nhu cầu đầu cơ không còn tạo ra tiềm năng tăng nữa. Sau khi sáp nhập vào CII, NBB dự kiến sẽ giúp CII phát triển dự án nhà ở rộng 8,4ha tại khu đô thị mới Thủ Thiêm, một khu vực có tầm quan trọng chiến lược, dự kiến sẽ là một phần của trung tâm thành phố sau khi mở rộng. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa rõ việc mua lại sẽ ảnh hưởng đến hoạt động và danh mục sản phẩm của NBB như thế nào (xin lưu ý là dự báo trên đây của chúng tôi dựa trên tình hình hiện nay, không bao gồm khả năng sáp nhập CII).

CII đã cam kết mua lại 20% cổ phần NBB với giá tối thiểu là 27.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn so với giá thị trường. Chúng tôi cho rằng đợt tăng gần đây của cổ phiếu NBB là do phản ứng tức thì trước kế hoạch mua lại của CII hơn là do các triển vọng cơ bản.

PDR [KĐG] – Đảo chiều nhờ cải thiện bảng cân đối kế toán

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|-------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 13,7% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49,0% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 130,2 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 195,3 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 20.400 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 10.300 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|------------------------------------|-------|
| Chủ tịch HĐQT và các bên liên quan | 63,6% |
| Dragon Capital | 7,7% |
| Khác | 28,7% |

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (PDR), Phát triển BĐS

Giá: 19.300 VND

Giá mục tiêu: N.A

TL tăng: N.A

Giá trị vốn hóa: 115,3tr USD GTGD/ngày 30 ngày: 1,3tr USD Room KN: 35,3%

| Các chỉ số chính | 2013A | 2014A | 2015G |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 40 | 415 | 964 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 5,8% | 10,1% | 24,3% |
| Tăng trưởng doanh thu | -61,7% | 937,5% | 132,2% |
| Tăng trưởng EBIT | -86% | N.A | N.A |
| Tăng trưởng EPS | -53% | 1.690% | 458% |
| PER theo giá thị trường | 1.067x | 60,9x | 11,4x |
| PBR theo giá thị trường | 1,8x | 2,2x | 1,9x |
| ROE | 0,2% | 2,9% | 9,9% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 193% | 188,0% | N.A |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- **Tái cơ cấu bảng cân đối kế toán thực sự có tác động chuyển biến: Áp lực tài chính ngắn hạn được khắc phục và tồn kho BĐS giảm mạnh.**
- **Danh mục dự án PDR sẽ giúp công ty tận dụng đà phục hồi của phân khúc BĐS cao cấp; công ty đang nắm giữ quỹ đất có tiềm năng lớn tại Quận 7, TP. HCM.**
- **Tập trung vào các căn hộ nhỏ và dự án quy mô nhỏ tại các vị trí đắc địa sẽ giúp quay vòng dòng tiền nhanh hơn và giảm tác động của chu kỳ giảm của thị trường trong tương lai.**
- **Rủi ro đầu tư: Hình ảnh công ty bị ảnh hưởng từ dự án EverRich 2, có thể ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng các dự án trong tương lai; chúng tôi cũng dự báo sẽ có sự điều chỉnh giá tại phân khúc cao cấp trong 2-3 năm tới.**

PDR có thể chuyển mình bằng cách tái cơ cấu bảng cân đối kế toán và bằng khả năng mua lại đất giá trị cao với giá hợp lý. Nhờ thoái vốn thành công khỏi dự án EverRich 2, chiếm 75% tổng tồn kho BĐS và dư nợ, cơ cấu tài chính của PDR đã trở nên gọn nhẹ hơn (tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giảm từ 1,8 lần xuống 0,5 lần). Điều này đã làm giảm các áp lực trả nợ, qua đó giải phóng tiền mặt để phát triển dự án. Quan hệ rộng của Chủ tịch HĐQT và kinh nghiệm thị trường là lợi thế giúp công ty có lợi thế trong việc mua các dự án.

PDR có thể hưởng lợi nhiều từ đà phục hồi của thị trường. Phân khúc cao cấp đến nay phục hồi nhanh nhất từ khi thị trường chạm đáy, cả về thanh khoản lẫn giá bán. Giá sản phẩm phân khúc này tuy tăng chậm lại trong thời gian qua nhưng chúng tôi cho rằng 2-3 năm nữa mới đạt đỉnh và nhiều khả năng sẽ còn tăng nữa sau khi người nước ngoài được phép mua nhà ở VN. Nhờ danh mục các dự án cao cấp, PDR có thể tận dụng chu kỳ tăng của thị trường. PDR hiện tập trung vào các dự án này tại các vị trí chiến lược (EverRich Infinity – Quận 5, EverRich 3 – Quận 7), và điều chỉnh sản phẩm để giá cả vừa túi tiền hơn (giảm diện tích từ 100m2 xuống 70m2/căn hộ).

Các lo ngại lớn nhất của chúng tôi là hình ảnh công ty bị ảnh hưởng từ dự án EverRich 2 và có thể giá sản phẩm sẽ điều chỉnh tại phân khúc cao cấp. Vấn đề liên quan đến dự án EverRich 2 có thể được khắc phục nếu PDR chứng minh được khả năng thi công và bàn giao sản phẩm cho khách hàng đúng thời hạn. Rủi ro giá BĐS cao cấp sẽ điều chỉnh trong 2-3 năm tới có thể được khắc phục với chiến lược phát triển các dự án quy mô nhỏ, qua đó PDR có thể linh động thích nghi với các thay đổi về điều kiện thị trường.

BCI [KDG] – Tiềm năng quỹ đất và lợi nhuận cao chưa được phản ánh

Trần Minh Đức
Chuyên viên

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 39% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 86,7 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 86,7 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 19.100 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 14.800 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|-----------------|-------|
| HFIC (nhà nước) | 27,9% |
| NH Phương Nam | 12,9% |
| Dragon Capital | 7,6% |
| Tran Ngoc Henri | 6,7% |
| Khác | 44,9% |

CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI), Phát triển BĐS

Giá: 16.500 VND

Giá mục tiêu: N.A

TL tăng: N.A

Giá trị vốn hóa: 55,7tr USD GTGD/ngày 30 ngày: 0,02tr USD Room KN: 10,1%

| Các chỉ số chính | 2013A | 2014A | 2015G |
|-------------------------------------|--------|--------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 350 | 241 | 379 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 27,4% | 40,4% | 31,7% |
| Tăng trưởng doanh thu | 75,3% | -31,2% | 57,4% |
| Tăng trưởng EBIT | -61,6% | -19,2% | N.A |
| Tăng trưởng EPS | -44,8% | 1,6% | 23,4% |
| PER theo giá thị trường | 15,0x | 14,7x | 11,9x |
| PBR theo giá thị trường | 0,8x | 0,8x | N.A |
| ROE | 5,1% | 5,4% | N.A |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 0,0% | 0,0% | N.A |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 15,3% | 20,1% | N.A |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

- Có thể hưởng lợi từ các xu hướng dài hạn của thị trường – quỹ đất lớn tại các khu vực của TP. HCM dự báo sẽ trở nên sôi động trong trung đến dài hạn; nhưng phát triển dự án chậm kéo theo rủi ro đối với lợi nhuận trong tương lai.

- Lợi nhuận thường xuyên ổn định từ hoạt động cho thuê mặt bằng và dịch vụ khu công nghiệp, và liên doanh bán lẻ giúp lợi nhuận ổn định hơn so với các chủ đầu tư BĐS khác.

- Nhờ hoạt động phát triển khu công nghiệp nên BCI tận dụng dòng vốn FDI chảy vào lĩnh vực sản xuất của Việt Nam trong khi việc mở rộng liên doanh siêu thị Big-C tận dụng được sự bùng nổ lĩnh vực bán lẻ tại Việt Nam.

Quỹ đất rộng, tiềm năng lớn tại thành phố vẫn chưa được phản ánh vào giá. BCI có quỹ đất tổng cộng 679ha tại TP. HCM, toàn bộ nằm tại các quận Bình Tân và Bình Chánh và phần lớn (84%) đều nằm trong phạm vi 15km từ trung tâm thành phố. Quỹ đất của BCI tại phía tây và phía nam thành phố có tiềm năng lớn trong dài hạn dựa trên cơ sở quy hoạch tổng thể phát triển đô thị.

BCI sở hữu 100% quỹ đất, trong đó 367,7ha đã hoàn tất công tác đền bù. Trước đây công ty đã mua lại được đất với giá thấp. Giá trị tồn kho BĐS / diện tích đất đã đền bù chỉ là 0,57 triệu đồng/m² (đất nông nghiệp cách trung tâm TP. HCM 15km hiện có giá 3-5 triệu đồng/m²). Phần lớn quỹ đất của công ty vẫn chưa được phát triển và vì vậy được định giá theo giá trị sổ sách. Ngoài ra, BCI hiện đang giao dịch thấp hơn so với giá trị sổ sách (P/B là 0,8 lần).

Thu nhập thường xuyên khoảng 110 tỷ đồng từ hoạt động cung cấp tiện ích, bao gồm điện nước và các dịch vụ khác cho KCN Lê Minh Xuân (53%); ghi nhận doanh thu từ hợp đồng cho thuê KCN này thời hạn 50 năm (11%) và thu nhập tài chính hàng năm từ cổ phần 20% tại liên doanh siêu thị Big-C (36%). Các hoạt động này giúp lợi nhuận của công ty luôn ổn định. Nếu không tính thu nhập từ BĐS, thu nhập thường xuyên này vẫn đủ để BCI tạo ra lợi nhuận trước thuế trong năm 2014.

Kế hoạch 3 năm đầy tham vọng. BCI hiện đang tích lũy tiền mặt. Công ty đã chuyển từ trả cổ tức bằng tiền mặt sang cổ tức bằng cổ phiếu năm 2013-2014 và hiện đang mở bán một số lô đất có tổng diện tích 7,9ha. Vốn sẽ được sử dụng để đầu tư vào ít nhất bốn dự án trong thời gian tới, bao gồm một KCN rộng 109ha, mở rộng liên doanh Big-C, xây dựng căn hộ An Lạc Plaza, và phát triển dự án Corona City rộng 18,2ha.

TDH [KĐG] – Ổn định nhưng không gây ấn tượng

Hoàng Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|-------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 47,9% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 41,96 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 41,96 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 20.000 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 13.000 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|-----------------------------|-------|
| Lê Chí Hiếu (Chủ tịch HĐQT) | 1,85% |
| JP Morgan Securities | 2,12% |
| JP Morgan Whitefriars | 5,8% |
| Deutsche Bank | 5,1% |
| HCMC F&I | 8,82% |

CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức (TDH), Phát triển BĐS

Giá: 16.500 VND

Giá trị vốn hóa: 35tr USD

Giá mục tiêu: N.A

GTGD/ngày 30 ngày: 0,07tr USD

TL tăng: N.A

Room KN: 1%

| Các chỉ số chính | 2013 A | 2014A | 2015G |
|-------------------------------------|--------|--------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 409 | 568 | 806 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 5,3% | 9,7% | 6,6% |
| Tăng trưởng doanh thu | 105% | 38,8% | 41,1% |
| Tăng trưởng EBIT | 198% | -42,9% | -6,9% |
| Tăng trưởng EPS | -34,4% | 136% | 3,8% |
| PER theo giá thị trường | 31,9x | 13,6x | 13,1x |
| PBR theo giá thị trường | 0,4x | 0,4x | N.A |
| ROE | 1,6% | 3,7% | N.A |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 32,2% | 33,3% | N.A |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

Thương hiệu mạnh, có chỗ đứng vững chắc tại TP. HCM: TDH được thành lập năm 1990 và từ đó có quá trình hoạt động xuất sắc trên thị trường BĐS nhà ở với khoảng 40 dự án BĐS, chủ yếu trong lĩnh vực nhà ở. TDH là một trong số ít các chủ đầu tư hoạt động tại tất cả các phân khúc của thị trường BĐS. Đây là một trong các công ty BĐS đầu tiên tại Việt Nam hợp tác với chủ đầu tư nước ngoài (dự án Cantavil 1, Quận 2, TP. HCM). Liên doanh này đã thành công và cả hai công ty cùng hợp tác thực hiện dự án Cantavil thứ hai có vị trí cạnh dự án thứ nhất.

TDH cũng thành công trong việc phát triển một dự án BĐS cao cấp tại Quận Thủ Đức là Thu Duc Garden Homes với khung cảnh đẹp, nhìn ra sông Sài Gòn. Hai dự án cao cấp trên đã đưa ra một chuẩn mực cao đối với các công ty tham gia vào phân khúc này. Công ty cũng đã thành công trong việc phát triển BĐS trung cấp với các dự án kiểu mẫu như TDH Phước Bình and TDH Trường Thọ.

Sẵn sàng cho sự hồi phục: Tuy công ty bị ảnh hưởng mạnh do thị trường suy thoái, đặc biệt năm 2012, doanh thu của TDH tăng mạnh trở lại từ năm 2013. Công ty dự kiến sẽ đạt tăng trưởng mạnh trong tương lai nhờ danh mục dự án phù hợp: 10ha đất tại Hiệp Bình Chánh, dự án BĐS trung cấp Aquila Plaza gồm 600 căn hộ, dự án BĐS cao cấp Centum Wealth và dự án TDH-Tocontap bao gồm cả nhà phố và căn hộ.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh: Trái với chiến lược đòn bẩy lớn mà các chủ đầu tư BĐS khác sử dụng, TDH luôn duy trì tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu dưới 1 trong các năm gần đây. Điều này giúp công ty dễ dàng vay vốn để tận dụng đà phục hồi của thị trường.

Mạng lưới đối tác mạnh: TDH có mạng lưới đối tác phát triển giàu kinh nghiệm, trong nước cũng như quốc tế như Daewon (Hàn Quốc), Vinatex và Tocontap. Các công ty này sẽ hỗ trợ TDH về kinh nghiệm phát triển BĐS và góp vốn (Daewon), hoặc mở rộng quỹ đất để thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai.

SJS [KĐG] - Doanh nghiệp miền Bắc với quỹ đất chiến lược

Hoàng Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

25/06/2015

Các chỉ số chính

| | |
|----------------------------|-------------|
| Sở hữu của khối ngoại | 11% |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 99,04 triệu |
| Số CP pha loãng hoàn toàn | 99,04 triệu |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ | 29.300 |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 16.900 |

Cơ cấu cổ đông

| | |
|----------------------|-------|
| Tổng công ty Sông Đà | 36,7% |
| Khối ngoại | 11% |
| Citigroup Global | 1,6% |
| Dragon Capital | 4,9% |

CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Sông Đà (SJS), Phát triển BĐS

Giá: 21.500 VND Giá mục tiêu: N.A TL tăng: N.A
Giá trị vốn hóa: 100tr USD GTGD/ngày 30 ngày: 0,22tr USD Room KN: 38,6%

| Các chỉ số chính | 2013A | 2014A | 2015G |
|-------------------------------------|----------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 631 | 1.226 | 1.255 |
| Biên LNST trừ lợi ích CĐTS | 11,1% | 12,8% | 24,4% |
| Tăng trưởng doanh thu | 1.147,0% | 94,2% | 32,2 |
| Tăng trưởng EBIT | 147,0% | 59,3% | 74,1% |
| Tăng trưởng EPS | N.A | 71% | 80% |
| PER theo giá thị trường | 30,6x | 13,7x | 9,8x |
| PBR theo giá thị trường | 1,34x | 1,2x | N.A |
| ROE | 4,5% | 8,2% | N.A |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | N.A | N.A | N.A |
| Nợ ròng / Vốn CSH | 125,6% | 71,2% | N.A |

Lưu ý: LNST, tăng trưởng EPS, PER và ROE được tính dựa trên lợi nhuận thường xuyên. Dự báo lợi nhuận không phản ánh tác động của thông tư 200.

Quá trình hoạt động xuất sắc tại miền Bắc: Sudico được thành lập năm 2003 và là một công ty con của Tổng công ty Sông Đà. Kể từ đó, SJS đã để lại được dấu ấn trên thị trường với một số dự án nhà ở thành công, chủ yếu tại Hà Nội như Mỹ Đình – Mỹ Trì, Nam An Khánh, Văn La – Văn Khê.

Sở hữu quỹ đất hấp dẫn và rộng lớn, mua lại với giá thấp: SJS có quỹ đất hấp dẫn và rộng lớn, mua lại với chi phí thấp, dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận lớn trong các năm tới (9ha bán cho Techcom Development giá 50 triệu USD năm 2014). Quỹ đất của SJS nằm không xa trung tâm Hà Nội (25-30 phút) và thường có quy hoạch tốt kèm đầy đủ tiện ích cho cư dân. Dự án Nam An Khánh nằm gần Láng – Hòa Lạc, một trong những đường cao tốc tốt nhất Việt Nam. Mỹ Đình – Mỹ Trì nằm trong khu thương mại theo phong cách Châu Âu, có siêu thị Big C, khu phức hợp thể thao quốc gia và nhiều tiện ích bán lẻ và giải trí khác.

Tập trung vào lĩnh vực cốt lõi sau khi đã giải quyết các vấn đề lớn: Các vấn đề trước đây (dự án Nam An Khánh, mâu thuẫn trong ban lãnh đạo) ảnh hưởng đến ban lãnh đạo và giá cổ phiếu đều đã được giải quyết. SJS cũng đang thoái vốn khỏi các lĩnh vực không cốt lõi như kinh doanh chứng khoán và quản lý quỹ. Công ty tỏ ra đang trên được phục hồi và sẵn sàng tận dụng sự hồi sinh của thị trường BĐS.

Dự báo tăng trưởng mạnh trong 3-5 năm tới nhờ đất nền:

Công ty dự kiến lợi nhuận 2015 sẽ tăng gấp đôi. SJS có quỹ đất sạch, ước tính rộng khoảng 500ha và tập trung vào đất nền, được ưa chuộng không chỉ tại miền Bắc mà trên cả nước. SJS cũng mở rộng sang các tỉnh xung quanh Hà Nội. 1.400ha đất tại Hòa Bình mang lại cho cư dân một môi trường sống lành mạnh và thuận tiện. Nhiều tiện ích công cộng như sân golf, địa điểm giải trí và du lịch cũng được đưa vào khu nhà phố này.

Định giá hấp dẫn: Công ty hiện đang giao dịch với P/E trượt là 13,3 lần, thấp hơn so với phần lớn các mã BĐS khác tại miền Nam (NLG, PDR, VIC) có trung vị P/E trượt là 28 lần.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Anirban Lahiri, Trần Minh Đức, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải, Hoàng Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về các 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 1/1/2014.

| Các khuyến nghị | Định nghĩa |
|-----------------------------|--|
| MUA | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20% |
| KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20% |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10% |
| KÉM KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20% |
| BÁN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | 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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 chưa phù hợp 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.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140

Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124

Văn Đình Phong, Chuyên viên ext 139

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên ext 138

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô và Thị trường

Dương Mỹ Thanh, Chuyên viên ext 173

Nguyễn Thế Minh, CV PTKT cao cấp ext 142

Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185

Ngô Đăng Quế, Chuyên viên ext 194

Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.

+848 3914 3588 ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+848 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+848 3914 3588 ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+844 6262 6999 ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn