

Thị trường bất động sản năm 2016 vẫn lạc quan

Tóm tắt nội dung:

Cập nhật diễn biến thị trường trong 6 tháng đầu năm

- Hàng loạt dự án lớn mở bán với sản phẩm đa dạng và chính sách hỗ trợ tài chính hấp dẫn
- Số lượng căn hộ tiêu thụ duy trì ở mức cao nhưng chưa có sự bền vững
- Chính sách mới chưa có hiệu lực & thiếu vắng thông tin vĩ mô
- Thông tư 06 bất ngờ ban hành giúp thị trường thị trường bất động sản tránh được một rủi ro trong ngắn và trung hạn.

Dự báo thị trường bất động sản nửa sau năm 2016 vẫn tiếp tục sôi động

- Thị trường nửa sau năm 2016 tiếp tục sôi động với điểm nhấn từ dự án cao cấp.
- Cạnh tranh ngày càng quyết liệt và quyền quyết định thuộc về người mua,
- Thị trường sẽ tiếp tục có sự phân khóa theo vị trí nhưng động lực tăng giá chưa đủ mạnh
- Một số yếu tố vĩ mô có khả năng tác động đến thị trường

Đánh giá các doanh nghiệp bất động sản

- Số liệu tổng quan các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết
- Tổng hợp quan điểm & khuyến nghị của BVSC về doanh nghiệp bất động sản trong 2016

Cập nhật diễn biến thị trường trong 6 tháng đầu năm

Hàng loạt dự án lớn mở bán với sản phẩm đa dạng và chính sách hỗ trợ tài chính hấp dẫn.

Thị trường bất động sản trong quý 1 và tháng đầu quý 2.2016 ghi nhận nhiều thông tin và diễn biến đa dạng so với cùng kỳ năm 2014 và 2015. Nhiều dự án được triển khai của các tên tuổi lớn như Vingroup, Novaland, Phú Mỹ Hưng bên cạnh các đơn vị phát triển khác như Đất Xanh, An Gia, Hưng Thịnh, Sacomreal, Phát Đạt. Phần lớn dự án mở bán có vị trí đắc địa nên thu hút khá tốt sự quan tâm của khách hàng. Sản phẩm đa dạng hơn, với một số loại hình sản phẩm mới như office – tel, condotel, shophouse, nhà phố thương mại...

Dự án nổi bật trong 6 tháng đầu năm thị trường Hồ Chí Minh

Dự án	Chủ đầu tư	Sản phẩm	Số lượng	Giá bán (VAT)
Khu đô thị Sala	Đại Quang Minh	Căn hộ, Nhà phố Shophouse	Căn hộ Sarica & Sarina: 361 căn Căn hộ Sadora: 605 căn Căn hộ Sarimi: 414 căn Nhà phố Sari Town: 235 căn	Căn hộ Sarica & Sarina: từ 60 triệu/m2 Căn hộ Sadora: 45 - 55 triệu/m2 Căn hộ Sarimi: 45 - 55 triệu/m2
Vinhomes Golden River	Vingroup	Căn hộ, Nhà phố Shophouse Condotel Officetel	Biệt thự: 63 căn. Căn hộ: 3.000 căn hộ	Căn hộ: 70 - 100 triệu/m2
Vinhomes Central Park	Vingroup	Căn hộ, Nhà phố Shophouse Condotel Officetel	Biệt thự: 80 căn. Căn hộ, officetel: 10,000 căn.	Căn hộ: 45 - 50 triệu/m2
Madison	Novaland	Căn hộ, Officetel Căn hộ dịch vụ.	Căn hộ: khoảng 120 căn. Officetel: khoảng 70 căn.	Căn hộ: 130 - 160 triệu/m2
Sài Gòn Mê Linh	Novaland	Căn hộ Officetel Khách sạn	Căn hộ: 285 căn. Officetel: 218 căn. Khách sạn: tháp 36 tầng.	Căn hộ: 130 -140tr/m2 (VAT)
Empire City	Keppel Land Trần Thái Tiến Phước PDR	Khu phức hợp.	N/A	Căn hộ: 60 triệu/m2
River City	An Gia Creed Group	Căn hộ.	Căn hộ: 8.000 căn	30 - 35 triệu/m2
Everich Infinity	Phát Đạt	Căn hộ Officete	Căn hộ: 433 căn Officetel: 325 căn	45 - 50 triệu/m2
Opal Riverside	Đất Xanh	Căn hộ Shophouse	Căn hộ: 626 căn	22-25 triệu/m2
MIA Trung Sơn	Hưng Thịnh	Căn hộ Shophouse	Căn hộ: 872 căn	35-40 triệu/m2

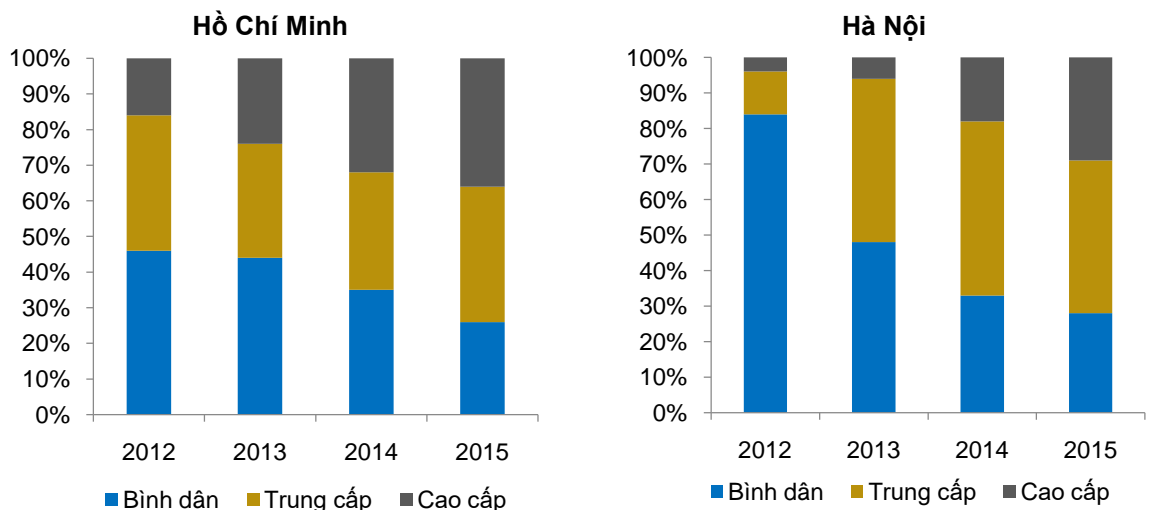
Cập nhật Ngành Bất động sản

Bên cạnh sản phẩm mới, chủ đầu tư cũng xây dựng những phương án tài chính táo bạo, cụ thể là hình thức cam kết lợi nhuận từ cho thuê cố định từ 8 – 10% trong 1 khoảng thời gian nhất định (2 – 5 năm); thanh toán 15 – 30% cho đến khi nhận nhà (các dự án của An Gia) hoặc cam kết cho thuê cùng với chính sách ân hạn trong 2 năm (dự án Golden Giver của Vingroup). Những yếu tố này đã và đang giúp thị trường ghi nhận kết quả lạc quan so với dự đoán ban đầu.

Số lượng căn hộ tiêu thụ duy trì ở mức cao nhưng chưa có sự bền vững.

Với kết quả thống kê từ CBRE và Savills trong quý 1.2016, số lượng căn hộ tiêu thụ ở thị trường Hồ Chí Minh vẫn khá lạc quan so với những quan ngại của chúng tôi vào đầu năm. Theo ước tính của CBRE, số căn tiêu thụ trong quý 1/2016 là 9,090 căn, tăng 25% yoy. Đối với Savills, kết quả thống kê là 6,300 căn tiêu thụ, tăng 49% yoy nhưng giảm 18% so với quý trước. Thị trường bất động sản trong quý 1 vẫn duy trì được sự hấp dẫn với nhiều dự án cho khách hàng lựa chọn. Đánh giá một cách cụ thể hơn, chúng tôi thấy có 2 điểm nổi bật trong 6 tháng đầu năm. Xét về phân khúc, tiếp tục với diễn biến trong 2 năm gần đây, thị trường căn hộ cao cấp vẫn là điểm nhấn của thị trường khu vực Hồ Chí Minh khi ngày càng có nhiều dự án được mở bán với tỷ trọng giao dịch gia tăng. Tính riêng 6 tháng đầu năm, các dự án cao cấp điển hình là Vinhomes Golden River, Madison, Me Linh Tower, Royal City, Empire City... mở bán và thu hút nhiều sự quan tâm từ khách hàng. Trong khi đó, phân khúc bình dân có vẻ trầm lắng hơn do các dự án mới mở bán rất ít. Phân khúc trung cấp vẫn là phân khúc ổn định nhất với nhu cầu tốt và sản phẩm đa dạng.

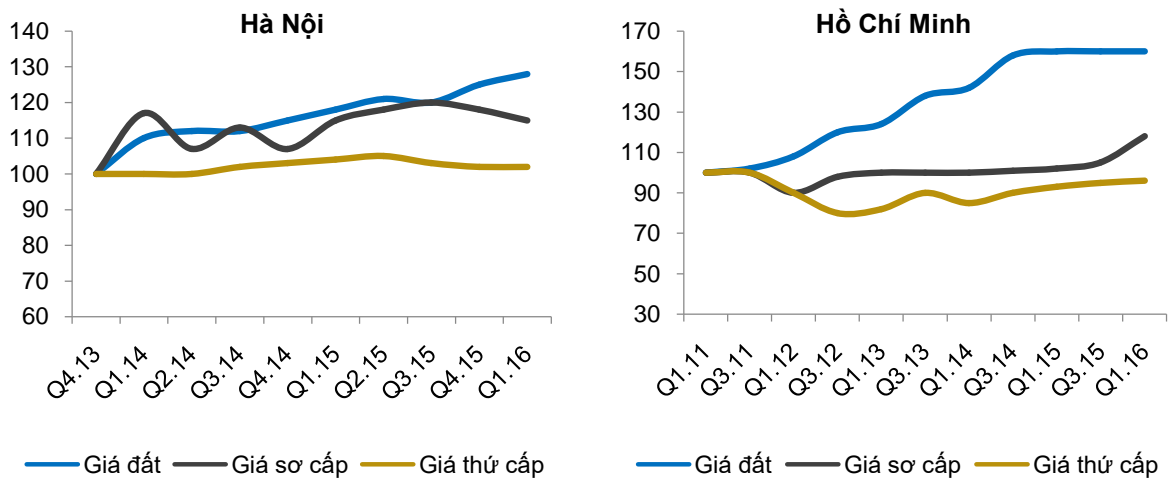
Biểu đồ: tỷ trọng giao dịch theo phân khúc căn hộ qua từng năm



(Nguồn: CBRE Việt Nam)

Xét về giá bán của sản phẩm, có diễn biến trái chiều khi giá sơ cấp có xu hướng tăng từ các dự án mới mở bán với chiết khấu tốt, thanh toán theo tiến độ trong khi giá giao dịch thứ cấp tại các dự án đã hoàn thành thì chững lại do không thu hút được dòng tiền. Từ 2 điểm trên, thị trường cho thấy mặc dù số lượng căn hộ kinh doanh ghi nhận trong quý 1 vẫn khả quan nhưng người mua chủ yếu đa phần là nhà đầu tư. Nhu cầu mua thực để định cư có vẻ đã chững lại. Do đó, với nguồn cung ngày càng tăng cao, nhu cầu không bền vững, tính bất ổn cho thị trường cũng gia tăng dần.

Biểu đồ: thay đổi giá đất, giá căn hộ cao cấp và giá chứng khoán doanh nghiệp BĐS.



(Nguồn: CBRE Việt Nam)

Chính sách mới chưa có hiệu lực & thiếu vắng thông tin vĩ mô

Về chính sách liên quan đến thị trường, trong những tháng đầu năm 2016, thị trường đón nhận chủ yếu thông tin về Dự thảo sửa đổi thông tư 36 và tạm ngừng gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng. Trong đó, dự thảo sửa đổi của thông tư 36 là điểm nhấn về chính sách liên quan đến bất động sản trong thời gian này, trong đó quy định liên quan đến tỷ lệ rủi ro đối với khoản phải thu cho vay bất động sản và tỷ lệ cho vay ngắn hạn tài trợ cho các khoản trung và dài hạn, ít nhiều gây ra những lo ngại cho thị trường trong quý 1/2016. Tuy nhiên, những phản hồi từ thành viên tham gia thị trường đã tạo áp lực khiến NHNN phát đi những tín hiệu về khả năng trì hoãn. Tâm lý thị trường theo đó cũng phần nào được giải tỏa trong quý 2/2016. Ngoài thông tư 36, thị trường đón nhận thêm thông tin về chính thức ngừng ký mới các hợp đồng vay liên quan đến gói 30.000 tỷ vào 31.3.2016, có thể nói, gói 30.000 tỷ chính thức kết thúc đối với các dự án và khách hàng vay mới sau gần 3 năm triển khai. Đối với chính sách điều hành, các thông tin vĩ mô hầu như thiếu vắng hoặc chưa có gì nổi bật do đây là thời điểm diễn ra 2 cuộc bầu cử lớn là bầu BCH TW khóa 12 và bầu cử Quốc hội khóa mới. Điểm nổi bật nhất duy nhất là buổi tọa đàm giữa Thủ tướng với cộng đồng doanh nghiệp vào tháng 4/2016.

Thông tư 06 bất ngờ ban hành giúp thị trường thị trường bất động sản tránh được một rủi ro trong ngắn và trung hạn.

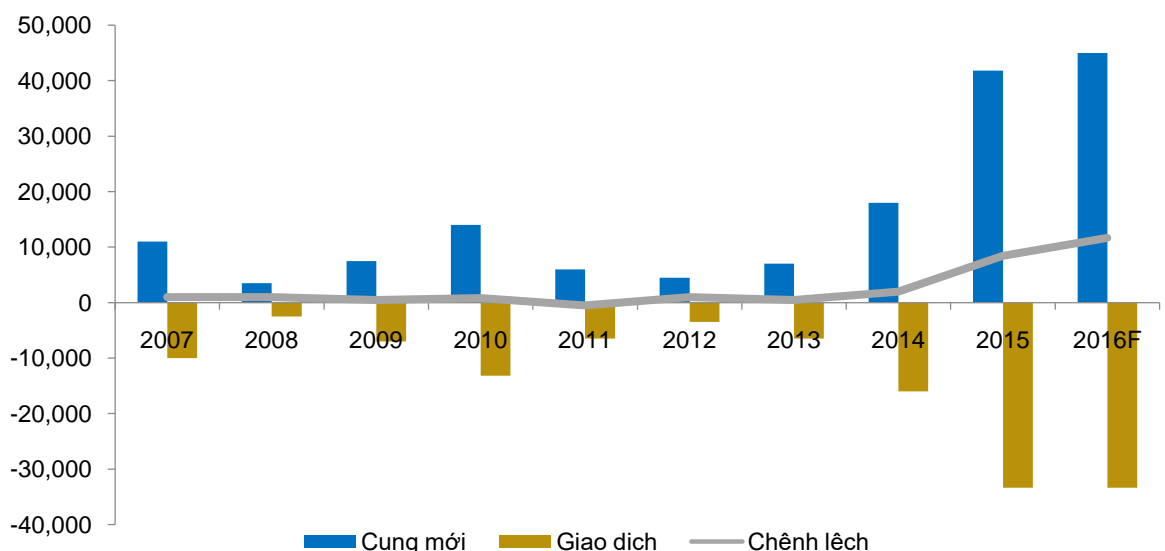
Là thông tư ban hành dựa trên dự thảo sửa đổi bổ sung một số điều thuộc Thông tư 36/2014/TT-NHNN. Một số điểm có điều chỉnh so với dự thảo đưa ra lấy ý kiến vào quý 1/2016. Trong đó, quan điểm về kiểm soát dòng vốn cho vay bất động sản vẫn được NHNN giữ nguyên nhưng có phần hợp lý hơn so với dự thảo. Tỷ lệ rủi ro đối với các khoản phải thu từ cho vay bất động sản điều chỉnh tăng từ 150% lên 200% so với mức 250% như dự kiến. Bên cạnh đó, các điều khoản khác về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cũng được giãn thời gian áp dụng với lộ trình hợp lý hơn. Từ đó, quan điểm BVSC cho rằng với ban hành thông tư 06 vẫn sẽ buộc hệ thống ngân hàng có sự điều tiết lại cơ cấu nguồn vốn cũng như lĩnh vực cho vay nhưng với lộ trình thận trọng hơn. Nguồn vốn chảy vào thị trường chắc chắn sẽ có sự điều chỉnh theo hướng chậm lại so với 2015 nhưng rủi ro giảm đột ngột như những lo ngại trước đã được giải tỏa.

Dự báo thị trường bất động sản nửa sau năm 2016 vẫn diễn ra rất sôi động

Thị trường nửa sau năm 2016 tiếp tục sôi động với điểm nhấn từ dự án cao cấp. Với diễn biến trong H1/2016, thật khó để thị trường có 1 sự thay đổi lớn trong 6 tháng cuối năm khi mà Thông tư 06 đã tháo dỡ những rủi ro mà dự thảo thông tư 36 quy định. Trong đó, các dự án từ phân khúc cao cấp sẽ tiếp tục mang đến những điểm nhấn cho thị trường. Suất cho thuê cải thiện trong 2 năm gần đây đối với dự án cao cấp là 1 trong những yếu tố hỗ trợ cho phân khúc này. Các dự án sắp triển khai vẫn rất tiềm năng như Marina và Thủ Thiêm Lake View của CII, Empire City, khu đô thị Nam Rạch Chiến của Liên doanh Keppel Land – Trần Thái... Bên cạnh đó, các đợt mở bán mới từ dự án Vinhomes Golden River, các dự án thành phần trong khu đô thị Sala vẫn đang rất được khách hàng quan tâm. Đối với phân khúc trung bình khá, chúng tôi cho rằng giao dịch vẫn duy trì ổn định với tỷ trọng 35 – 40% tổng căn hộ giao dịch. Đây là phân khúc khá an toàn và là sân chơi của nhiều doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết hiện nay như Nam Long, Đất Xanh, Hưng Thịnh, An Gia, Sacomreal, Thủ Đức House... Quý đất các doanh nghiệp này vẫn khá dồi dào nên dự kiến sẽ có nhiều dự án được mở bán trong thời gian tới. Các khách hàng sẽ có thêm nhiều lựa chọn đối với phân khúc trung cấp.

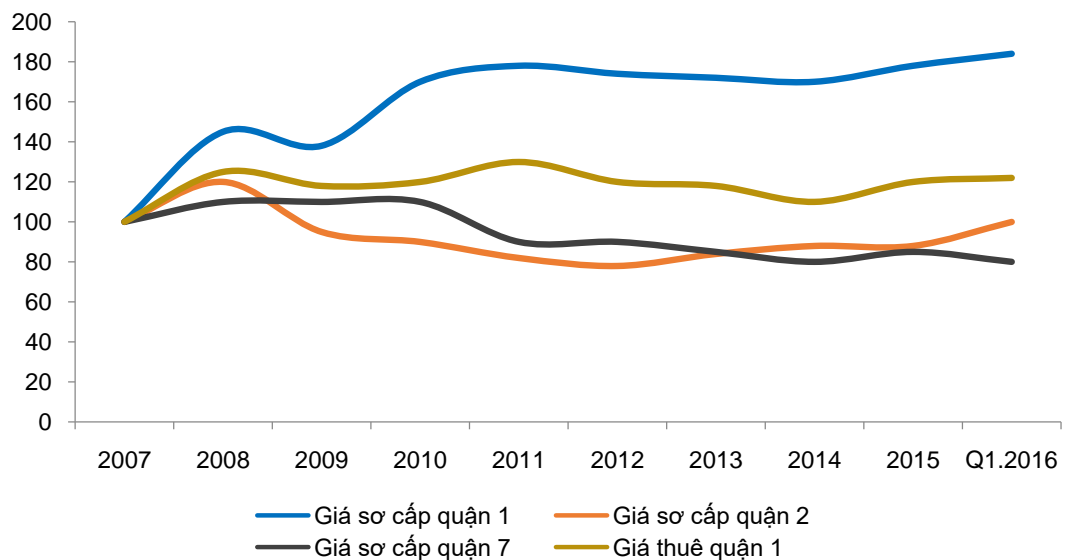
Cạnh tranh ngày càng quyết liệt và quyền quyết định thuộc về người mua, như nhận định mà BVSC đã đề cập trong báo cáo về Ngành bất động sản 2016. Nếu như, giai đoạn 2009 – 2010, nguồn cung chỉ đủ đáp ứng nhu cầu thì hiện tại tình trạng cung vượt cầu diễn ra ngày càng lớn. Chính sự lệch pha trong cung cầu là yếu tố dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt và những chính sách ưu đãi ngày càng nhiều mà chủ đầu tư mang đến cho khách trong những tháng đầu năm 2016. Trong thị trường cạnh tranh này, các doanh nghiệp lớn như Vingroup, Novaland, Đất Xanh, Nam Long, Hưng Thịnh, An Gia hiện cho thấy sự bài bản và vượt trội hơn so với doanh nghiệp chỉ có vài dự án riêng lẻ. **Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp lớn sẽ được hưởng lợi phần nhiều từ kết quả mà thị trường đạt được.**

Thống kê giao dịch từ 2007 – 2016 (CBRE VN)



Thị trường sẽ tiếp tục có sự phân hóa theo vị trí nhưng động lực tăng giá chưa đủ mạnh. Theo số liệu CBRE thống kê, chỉ số giá chào bán sơ cấp khu vực quận 1, quận 2 ghi nhận tăng trong hai năm 2014 – 2015. Trong khi, giá sơ cấp quận 7 lại đi ngang và giảm nhẹ. Điều này cho thấy sự quan tâm của nhà đầu tư vào khu vực mới phát triển như quận 2 tích cực hơn so với khu vực đã phát triển tương đối như quận 7. Quận 1 với vị thế là quận trung tâm và nguồn cung trong những năm gần đây hạn chế nên luôn thu hút dòng vốn từ nhà đầu tư. Tuy nhiên bước sang 2016, nguồn cung toàn thị trường nói chung và các khu vực sôi động như quận 1, quận 2, quận 4, Tân Bình là khá dồi dào. Và như chúng tôi đánh giá thì sự cạnh tranh trong từng phân khúc và quyền quyết định thuộc vào người mua là điểm nổi bật trong năm 2016. Do đó, xét trên bức tranh tổng thể, chúng tôi cho rằng động lực tăng giá đối với các dự án căn hộ trong năm nay là không được như diễn biến 2015.

Biểu đồ: Chỉ số giá bán và thuê hằng năm một số quận (Nguồn: CBRE VN)



Một số yếu tố vĩ mô có khả năng tác động đến thị trường

Xét trong ngắn hạn 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng rủi ro cho thị trường bất động sản là không thật sự lớn. Tuy nhiên, nhìn trong trung và dài hạn, sự chênh lệch giữa lượng căn hộ mở bán với số lượng giao dịch thực tế là điểm rủi ro lớn nhất đối với thị trường bất động sản. Sự chênh lệch này luôn tạo áp lực đối với thị trường và gia tăng sự nhạy cảm trước những thay đổi trong yếu tố vĩ mô cũng như là chính sách điều hành.

Nợ công và câu chuyện thâm hụt ngân sách.

Đây là vấn đề có thể nói là quan trọng đến sự cân đối vĩ mô nền kinh tế nói chung và triển vọng dài hạn thị trường bất động sản nói riêng. Theo thống kê, tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP Việt Nam trong 2015 là 6.1%, tăng 0.4% so với năm 2014. Và tỷ lệ nợ công/GDP là 62.2%, tăng 2.6% yoy. Ước tính cho 2016, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ công/GDP sẽ tiếp tục gia tăng do nguồn thu ngân sách năm nay sẽ khó khăn nên Chính Phủ buộc gia tăng huy động nợ vay để chi trả khoản nợ đến hạn và đảm bảo nhu cầu đầu tư. Tỷ lệ này ước tính khoảng **64.3%** khá gần với mức trần 65% đề ra trong việc kiểm soát nợ công. Đánh giá tác động của vấn đề này đến bất động sản, BVSC cho rằng có 2 điểm ảnh hưởng là: (i) Tác động nhanh đến tâm lý và niềm tin đến nhà đầu tư; (ii) Xét trong trung và dài hạn, thâm hụt ngân sách lớn làm cho chi đầu tư công sẽ được kiểm soát chặt chẽ; các dự án đầu tư phát triển hạ tầng bằng

ngân sách nhà nước sẽ chậm lại. Và theo đó, các yếu tố này sẽ tác động không tốt đến thị trường bất động sản. Mặc dù, cơ sở để có thể kết luận là chưa đầy đủ vì còn phụ thuộc vào ứng xử của Chính Phủ về nợ công trong 1-2 năm tới. Tuy nhiên, từ đây đến cuối năm, các thông tin liên quan đến tình hình nợ công và thâm hụt ngân sách dự kiến sẽ được Quốc Hội bàn luận nhiều hơn trong kỳ họp đầu tiên dự kiến trong quý 3/2016.

Áp lực thâm hụt ngân sách đến nợ công

Năm	2014	2015E	2016F
Bội chi (VNĐ)	153.900	256.000	254.000
Chi trả nợ & viện trợ (VNĐ)	120.000	150.000	155.100
Bội chi (trừ trả nợ & viện trợ)	33.900	106.000	98.900
Bội chi/GDP	0,9%	2,5%	2,1%
Nợ công/GDP	59,6%	62,2%	64,3%

(Nguồn: MOF, GSO, tính toán BVSC)

Nỗi lo về lạm phát và lãi suất tăng dần trở lại.

CPI lũy kế 5 tháng CPI tăng 1.88% so với cuối năm 2015 và tăng 2.88% so với cùng kỳ năm trước. Giá cả dịch vụ y tế, hàng hóa quốc tế (xăng dầu, thép...) và lương thực là yếu tố kéo CPI tăng nhanh so với dự kiến. Theo ước tính, CPI cho cả năm 2016 tăng khoảng 3-5% so với mức tăng rất thấp 0.63% của năm 2015. Trong khi đó, lãi suất những tháng đầu năm có những tín hiệu gia tăng trở lại. Động thái này được xem là chuẩn bị trước khi Dự thảo thông tư 36 có hiệu lực (thời điểm trước khi Thông tư 06 ban hành). Tuy nhiên, thông tư 06 chính thức ban hành với những thay đổi theo hướng cởi mở hơn so với dự thảo cũng phần nào giải tỏa áp lực huy động cho hệ thống ngân hàng. Mặc dù vậy, theo quan điểm BVSC, chúng tôi đánh giá áp lực huy động trong những tháng cuối năm cũng như năm 2017 vẫn còn khi mà:

(i) Quy định về tỷ lệ tổng dư nợ vay/tổng nguồn vốn huy động vẫn giữ nguyên theo TT36 là 80% đối với NHTM cổ phần và NHTM cổ phần nhà nước sở hữu dưới 100% (CTG, BIDV, VCB). Điều này cho thấy NHNN không còn ưu đãi cho nhóm NHTM cổ phần nhà nước như dự thảo ban đầu. Theo số liệu NHNN, tỷ lệ cho vay/nguồn vốn huy động toàn hệ thống 87.7% trong đó khối NHTM Nhà nước có tỷ lệ bình quân là 97.35% cao hơn nhiều so với mức quy định 80% trong thông tư 06. Do đó, các ngân hàng đang có mức tỷ lệ cao hơn quy định sẽ phải có sự điều chỉnh. Và một trong những cách để điều chỉnh giảm tỷ lệ này là tăng tổng nguồn vốn huy động bên cạnh việc kiểm soát chặt hơn dư nợ cho vay.

(ii) Nhu cầu phát hành trái phiếu chính phủ để bù đắp bội chi những tháng cuối năm là khá cao (330.000 tỷ bao gồm trái phiếu, vay từ SCIC và quỹ bảo hiểm xã hội). Và tạo điều kiện cho ngân hàng tham gia mua trái phiếu, thông tư 06 nâng tỷ lệ mua, đầu tư trái phiếu trên nguồn vốn ngắn hạn từ 15% lên 35% đối với ngân hàng nước ngoài, từ 15% lên 25% đối với ngân hàng trong nước. Đây cũng là điểm sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu huy động đối với hệ thống ngân hàng.

(ii) Tín dụng bắt đầu tăng trưởng trở lại từ quý 2/2016. Theo số liệu thống kê của NHNN, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ngân hàng đạt 5.68% trong 5 tháng đầu năm, tăng 17.6% yoy và mức cao nhất trong vài năm gần đây. Theo đặc thù ngành, tốc độ tăng trưởng sẽ mạnh hơn vào giai đoạn cuối năm. Do đó, mục tiêu tăng trưởng toàn hệ thống 17 – 18% trong 2016 được kỳ vọng sẽ hoàn thành.

Như vậy, từ những cơ sở trên, chúng tôi cho rằng việc giảm lãi suất huy động từ riêng lẻ vài ngân hàng trong thời gian qua sẽ không kéo dài. Với áp lực huy động lớn để đáp ứng nhiều mục tiêu, BVSC đánh giá lãi suất huy động sẽ có diễn biến tăng rõ ràng hơn vào những tháng cuối năm. Mặc dù, lãi suất cho vay theo dự báo sẽ có độ trễ với mức tăng 0.5 – 1%, là chưa gây áp lực cho khách hàng vay mua bất động sản trong ngắn hạn. Nhìn dài hạn, xu hướng tăng lạm phát và lãi suất nếu tiếp tục duy trì thì đây là điểm sẽ có ảnh hưởng thật sự đến thị trường bất động sản.

Đánh giá các doanh nghiệp bất động sản

Thị trường bất động sản đã trải qua giai đoạn phục hồi gần 3 năm từ 2013 – 2015 và mang lại nhiều thay đổi cho hầu hết doanh nghiệp cũng như là cơ hội cho các nhà đầu tư vào cổ phiếu bất động sản. Bước sang 2016 và những năm tới, câu chuyện thị trường bất động sản dự báo cạnh tranh sẽ gay gắt hơn nên chỉ những công ty có chiến lược rõ ràng, tài chính lành mạnh hoặc đang tái cấu trúc thật mạnh mẽ sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ thị trường. Trong số khoảng 60 công ty bất động sản niêm yết, chúng tôi lọc ra 10~ 15 công ty đáp ứng 1 số tiêu chí vào danh mục watch list. Trong phần cập nhật ngành này, chúng tôi điếm qua và nhận định về kế hoạch kinh doanh 2016, cũng như, những câu chuyện trong dài hạn sẽ diễn ra của các doanh nghiệp được lựa chọn. Đồng thời, chúng tôi cũng đề xuất một số cơ hội đầu tư mà BVSC cho rằng là an toàn và phù hợp với bối cảnh thị trường bất động sản những tháng cuối năm. Chúng tôi hi vọng qua báo cáo này giúp nhà đầu tư có được những lựa chọn đầu tư phù hợp với chiến lược và khẩu vị rủi ro của mình.

Số liệu tổng quan các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết

Thống kê kế hoạch năm 2016 các doanh nghiệp bất động sản

Doanh nghiệp	VĐL (tỷ đồng)	Doanh thu 2016KH (tỷ đồng)	LNST 2016 KH (tỷ đồng)	EPS 2016 (đồng)	PE KH 2016	Tiền mặt (tỷ đồng)	Nợ vay/VCSH
VIC	19,399	45,000	3,000	1,547	33.6	6,938	92%
FLC	5,299	6,000	760	1,434	4.5	163	22%
HQC	3,950	7,417	500	1,266	4.2	51	20%
SCR	2,170	1,447	164	756	12.0	147	18%
DIG	2,145	604	107	498	18.1	65	52%
KDH	1,800	-	400	2,222	10.4	983	48%
NLG	1,416	3,187	399	2,818	8.3	423	26%
DXG	1,172	2,200	506	4,317	3.5	910	24%
SJS	1,000	984	242	2,420	9.6	105	60%
BCI	867	421	120	1,384	17.1	154	22%
HDG	690	2,317	231	3,347	8.2	216	65%
TDH	617	1,000	80	1,296	10.4	255	55%
NTL	610	350	72	1,181	8.8	55	0%
NBB	583	210	51	875	20.9	20	36%
DRH	490	350	67	1,371	32.7	3	61%
HDC	411	512	53	1,289	10.9	17	64%

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Thông kê sơ bộ về quỹ đất:

Doanh nghiệp	Tổng quỹ đất sạch	Quỹ đất ở HCM/HN	Dự án trọng điểm
VIC	1.300	-	- Vinhomes Central Park - Vinhomes Golden River. - Triển lãm Giảng Võ. - Vinhomes Riverside GD2 - Vinhomes Garden
SCR	49	49	- Jamona Golden Silk - Charmington La Point - Charmington Lý Tự Trọng
KDH (chưa tính quỹ đất của BCI)	70	70	- Nhà phố Melosa - Biệt thự Venica - Biệt thự Luscata
BCI	350	350	- KDC Corona - KDC Phong Phú 4 - Khu CN Lê Minh Xuân mở rộng
DXG	130	51	- Venice City. - Grand World Phú Quốc.
HDG	51	42	- Hà Đô Centrosa Garden. - Khu dân cư An Thượng, An Khánh.
DIG	500	0	- KDT Nam Vĩnh Yên - Dự án trung tâm Chí Linh
TDH	37	10	- Chuỗi dự án căn hộ thương hiệu S - Home - Khu dân cư Bình Chiểu 4,5ha.
NBB	-	54	- NBB 2,3,4 ở quận 8 và Tân Kiên Bình Chánh.
PDR	205	23	- Dự án Everich 2,3 - Dự án Everich Infinity - Dự án ở Bến Vân Đồn.

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Tổng hợp quan điểm & khuyến nghị của BVSC về doanh nghiệp bất động sản trong 2016

Doanh nghiệp	Nhận định	Khuyến nghị
VIC	<p>Kế hoạch kinh doanh 2016: doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 45.000 và 3.000 tỷ đồng. Nguồn thu bất động sản năm nay kỳ vọng sẽ tăng trưởng so với 2015 khi dự án Vinhomes Central Park, Vinhomes Park Hill, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh bắt đầu ghi nhận doanh thu, lợi nhuận. Đây là cơ sở để kỳ vọng VIC sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh đề ra.</p> <p>Tính đến quý 1/2016, công ty hoàn thành 32.6% và 26% kế hoạch DT/LNST 2016. So sánh cùng kỳ, tổng doanh thu đạt 14.739 tăng 133% yoy, trong đó, doanh thu bất động sản ghi nhận 10,300 tỷ, tăng 145% yoy. Biên lãi gộp giảm nhẹ từ 36% còn 33% do doanh thu thương mại tăng trưởng mạnh. Chi phí tài chính & bán hàng tăng 118% yoy nhưng giảm 16% qoq. Kết quả, lợi nhuận sau thuế ghi nhận 778 tỷ, tăng 82% yoy.</p> <p>Định hướng năm 2016, sau một năm 2015 đẩy mạnh tích lũy quỹ đất với quy mô rất lớn, VIC sẽ tập trung công tác quản trị và phát triển theo chiều sâu để gia tăng giá trị cho dự án mà VIC đã sở hữu. Tập đoàn đã khởi công hàng loạt dự án trọng điểm như Vinhomes Golden River (Bason), Vinhomes Garden, Vinhomes Riverside GD 2...</p>	KHẢ QUAN

Về tình hình tài chính: Với việc triển khai hàng loạt dự án lớn với chính sách tài trợ rất ưu đãi từ Techcombank, VIC đã thu hút lượng tiền 33.000 tỷ từ khách hàng chiếm 68% tổng tài sản tăng lên trong 2015. Lượng tiền này giúp VIC triển khai xây dựng dự án, tích lũy quỹ đất cũng như mở rộng hoạt động kinh doanh mà không chịu áp lực gia tăng thêm nợ vay. Tính đến 31/3/2016, tình hình tài chính rất tốt với số dư tiền & tiền gửi là 16.000 tỷ. Hệ số thanh toán hiện hành là 1.06 và thanh toán lãi vay là 3.93 lần. Tỷ lệ nợ vay/VCSH và TTS lần lượt là 1.54 và 0.3 lần vẫn khá an toàn. Ngoài ra, công ty đã hoàn tất chuyển đổi cho 200 triệu USD trái phiếu vào những tháng đầu năm 2016. Đây cũng là thông tin tích cực cho VIC.

Triển vọng trong dài hạn: với vị thế tiềm lực tài chính mạnh, VIC tích lũy được lượng tài sản khá lớn để phát triển trong dài hạn. Công ty đã và đang triển khai khá nhiều dự án lớn như Vinhomes Central Park (10,000 căn hộ), Vinhomes Park Hill, Vinhomes Bason (hơn 3,000 căn), Vinhomes Riverside GĐ 2. Các dự án này kỳ vọng sẽ tạo ra sự tăng trưởng lợi nhuận lớn cho VIC trong 2017 - 2019. Điểm rủi ro lớn nhất với VIC trong thời gian qua là dự thảo sửa đổi thông tư 36 phần nào được giải tỏa với thông tư 06. Vấn đề còn lại, việc VIC mở rộng quá nhanh với quy mô lớn của chuỗi bán lẻ gồm siêu thị và hàng điện máy đã gia tăng mạnh chi phí và giảm hiệu quả chung của Tập đoàn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VIC đã nhận ra sự phát triển nhanh của mình. Do đó, định hướng phát triển chiều sâu và gia tăng quản trị từ 2016 nhằm đảm bảo sự ổn định dài hạn là thông điệp mà HĐQT của Vingroup đề ra từ năm 2016. Từ đánh giá trên, BVSC đánh giá KHẢ QUAN đối với VIC trong dài hạn. Ngắn hạn, nhà đầu tư xem xét lựa chọn điểm mua phù hợp để giảm thiểu rủi ro khi thị trường chung điều chỉnh.

Đánh giá kế hoạch 2016: dự án Jamona Golden Silk quy mô 7ha ở Q7 là dự án trọng điểm để ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong 2016. Dự án Jamona Home Resort, Jamona City ghi nhận 1 phần do phụ thuộc tiến độ xây dựng của khách hàng. Và như thường lệ, nguồn thu hoạt động tài chính dự báo tiếp tục đóng góp phần không nhỏ vào kết quả kinh doanh 2016. Công ty chưa cho biết sẽ chuyển nhượng khoản đầu tư nào trong 2016. Do đó, cơ sở đánh giá khả năng thực hiện kế hoạch 2016 của SCR là tương đối khó dự báo. Mặc dù vậy, BVSC ước tính thận trọng doanh thu 2016 của SCR là 810 tỷ. LNST 2016 dự phóng là 113 tỷ, hoàn thành 70% KH năm. Doanh thu và lợi nhuận từ bất động sản chủ yếu từ 3 dự án là Jamona Golden Silk, Jamona City và Jamona Home Resort.

Triển vọng dài hạn: tiếp tục lạc quan cho giai đoạn 2017-2018 với dư địa để tăng trưởng lợi nhuận còn khá nhiều. Lợi nhuận gộp 2017 ước tính 440, tăng gấp đôi dự tính 2016. Năm 2018, doanh thu ghi nhận dự kiến tăng 1.8 lần với năm 2017. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp ước tính 329 tỷ, thấp hơn 2017 do phải ghi nhận lỗ từ phần căn hộ thuộc dự án Jamona City. Tuy nhiên, dự báo này mới ước tính trên dự án đang triển khai. SCR còn dự án tiềm năng khác như Charmington Tân Đà, Charmington Lý Tự Trọng, Charmington Bình Tây, dự án Hoa Đồng đang được hoàn thiện pháp lý để kinh doanh. Thời điểm kỳ vọng sẽ đóng góp lợi nhuận của các dự án này từ năm 2018.

Nhận định: Với kết quả định giá khoảng 13.000 đồng mỗi cổ phần, BVSC khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu SCR khi giá thị trường đang chiết khấu 43% so với kết quả ước tính thận trọng của chúng tôi. Tình hình tài chính tốt, ổn định về nhân sự và đặc biệt là sự hỗ trợ phía sau từ tập đoàn Thành Thành Công là những nền tảng đảm bảo cho sự phát triển tốt hơn của SCR sau giai đoạn tái cấu trúc. Bên cạnh đó, các dự án đã và đang triển khai đồng bộ nên doanh thu và lợi nhuận dự báo sẽ khả quan trong 2016 – 2018. Những dự án không hiệu quả như Jamona City và Jamona Home Resort sẽ được bù đắp bởi dự án mới tiềm năng như Jamona Golden Silk, Charmington La Point, Charmington Lý Tự Trọng... Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư dài hạn nên tích lũy dần đối với cổ phiếu SCR với mục tiêu lợi nhuận 40 – 45% và thời gian nắm giữ khoảng 1 năm.

SCR

KHẢ QUAN

DXG	<p>Kế hoạch kinh doanh 2016: được xây dựng với doanh thu & lợi nhuận tăng trưởng khoảng 50% so với thực hiện 2015. BVSC đánh giá kế hoạch dù tăng trưởng mạnh nhưng DXG vẫn có thể đạt được vì dự án Sunview Town bàn giao 2 block (1,000 tỷ); phần còn lại của Goll Hill và 1 phần dự án Luxcity (DXG đang cố gắng đẩy nhanh tiến độ). Doanh thu các dự án này chiếm 54% kế hoạch. Giả định, hoạt động đầu tư, dịch vụ & xây dựng tăng trưởng 10% thì DXG có thể hoàn thành kế hoạch doanh thu đề ra. BVSC tin rằng DXG có động lực để ghi nhận kết quả lạc quan trong 2016 vì Công ty đang thực hiện tăng vốn với quy mô lớn cho cổ đông hiện hữu. Thời điểm ghi nhận lợi nhuận dự kiến rơi vào quý 3-4.</p> <p>Đánh giá về kế hoạch tăng vốn trong 2016: BVSC cho rằng kế hoạch này ít nhiều gây sức ép đối với cổ đông trong ngắn hạn khi tỷ lệ tăng khá cao 1:1. Tuy nhiên, nhìn trong dài hạn, huy động vốn cổ phần để tích lũy quỹ đất có vị trí tốt là chiến lược hợp lý để hạn chế gia tăng áp lực tài chính & đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn cho DXG. Ngoài ra, cơ cấu cổ đông của DXG có sự tham gia 2 quỹ đầu tư Dragon Capital và Vietnam Holding. Do đó, chúng ta kỳ vọng trong tương lai tính minh bạch của DXG gia tăng và việc tăng vốn sẽ được cân nhắc thận trọng hơn.</p> <p>Nhận định: giá cổ phiếu DXG đang trong giai đoạn tích lũy do thiếu vắng thông tin hỗ trợ. Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu DXG diễn biến tốt hơn vào nửa sau năm 2016 khi lợi nhuận ghi nhận. Với ước tính sơ bộ và thận trọng của BVSC, lợi nhuận sau thuế DXG 2016 dự kiến 468 tỷ, hoàn thành 92% kế hoạch. EPS forward 2016 là 1,850 đồng/cp, theo đó, PE 2016 sau pha loãng là 6.4 lần khá hấp dẫn. Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với cổ phiếu DXG. Các nhà đầu tư nên xem xét tích lũy dần DXG để kỳ vọng kết quả kinh doanh trong 6 tháng cuối năm.</p>	KHẢ QUAN
DIG	<p>Kế hoạch kinh doanh 2016: được xây dựng tăng trưởng 51% doanh thu và 7.4 lần về LNST so với 2015. Trong đó, lợi nhuận chủ yếu đến từ công ty mẹ với các dự án sẽ ghi nhận là KDT Nam Vĩnh Yên, chung cư Pheonix, KDT Đại Phước... Các dự án này triển khai kinh doanh từ 2015 với doanh số lên đến 712 tỷ và kỳ vọng sẽ bắt đầu ghi nhận vào năm 2016. Ngoài các dự án trên, năm 2016, DIG cố gắng mở bán và ghi nhận doanh thu 30% dự án Landmark Residence (xây xong phần thô) với quy mô 155 căn; chuyển nhượng 2ha đất KDC Hiệp Phước... Do đó, BVSC đánh giá kế hoạch 2016 của DIG là có cơ sở để thực hiện.</p> <p>Triển vọng trong dài hạn: BVSC cho rằng triển vọng trong tương lai của DIG còn nhiều vấn đề, đặc biệt, là câu chuyện tái cấu trúc các công ty con và danh mục dự án còn khá dàn trải. Do đó, HĐQT cần phải thật sự quyết liệt hơn trong việc tái cấu trúc nếu muốn tạo sự tăng trưởng. Tuy nhiên, có vẻ việc sở hữu đến 51% của Nhà nước (Bộ xây dựng) khiến cho việc thanh toán các khoản đầu tư ít nhiều gặp khó khăn. Bộ Xây Dựng vẫn chưa có kế hoạch thoái/giảm vốn tại DIG trong 2016.</p> <p>Đánh giá cổ phiếu DIG: BVSC cho rằng cổ phiếu DIG có một số điểm hấp dẫn xét trong ngắn hạn. (i) KQKD 2016 kỳ vọng khởi sắc hơn những năm trước. Nguyên nhân, dự án Nam Vĩnh Yên; Đại Phước; dự án khác ở Đồng Nai được chấp thuận cho phân lô bán nền nên sẽ được đẩy mạnh kinh doanh & ghi nhận doanh thu. (ii) Giá cổ phiếu tình thời điểm hiện tại đã giảm 36% so với mức cao nhất trong vòng 1 năm qua. Chỉ số P/B hiện đang giao dịch ở mức 0.75x.</p> <p>Xét trong dài hạn, triển vọng tăng trưởng là chưa rõ ràng do việc tái cấu trúc khá chậm. Mặc dù vậy, căn cứ những điểm tích cực trong năm 2016, các nhà đầu tư có thể xem xét trở lại đối với cổ phiếu DIG.</p>	KHẢ QUAN

Kế hoạch kinh doanh 2016: xây dựng ở mức thấp với doanh thu là 450 tỷ và lợi nhuận sau thuế 20 tỷ đồng. Doanh thu chủ yếu từ khu dân cư 6B, 1 phần KDC Long Thới, chuyển nhượng lô đất quận 2 (4,400m²) và doanh thu từ xây dựng nhà cho khách hàng. Các nguồn thu này mang tính ngắn hạn do các dự án chỉ mới triển khai trở lại nên chưa đủ điều kiện ghi nhận. Do đó, năm 2016, câu chuyện doanh thu & lợi nhuận có thể chưa phải là vấn đề trọng tâm của ITC.

Triển vọng trong dài hạn: phụ thuộc nhiều vào tiến độ triển khai & hiệu quả của hai dự án chính là ITC Plaza & KDC Nhơn Đức, Nhà Bè. Tính đến hiện tại, kinh doanh ở dự án KDC Long Thới, Nhà Bè ghi nhận tương đối khả quan khi bán 180 nền tính đến tháng 5/2016, tăng 80 – 100 nền so với cuối năm 2015. Hiện công ty đang xây dựng siêu thị, hồ bơi, đồng thời, khách hàng đang triển khai xây dựng nên tiến độ tại khá sôi động. Dự kiến tốc độ bán hàng sẽ tốt hơn trong quý 3 & 4. Nguồn thu dự án sẽ dùng để đóng tiền sử dụng đất sẽ đến hạn trong quý 3/2016. Trong khi đó, tiến độ triển khai dự án ITC có phần chậm hơn so với kế hoạch do vướng 1 hộ dân chưa nhận đền bù. Tuy nhiên, dự kiến cuối tháng 6/2016 thì thành phố sẽ tiến hành cưỡng chế theo quy định để bàn giao mặt bằng cho Công ty và dự án kỳ vọng sẽ mở bán vào quý 4.2016. ITC Plaza có khoản hơn 300 căn hộ với giá bán dự kiến 50 – 55 triệu/m² (sở hữu lâu dài). Với giá trên, chúng tôi cho rằng là hấp dẫn với vị trí mà dự án sở hữu.

ITC

KHẢ QUAN

Vấn đề thoái vốn của Resco, hiện chưa có thông tin rõ ràng về việc này. Chúng tôi nhận thấy có 1 điểm lưu ý là ITC vừa bầu lại HĐQT nhiệm kỳ 2016 - 2020. Trong đó, 3/5 thành viên mới bầu lại là đại diện của cổ đông lớn CTCP Tư vấn – Thiết Kế Tương Lai (đại diện Trung Thủy và Mekong Capital không còn tham dự HĐQT mới). Đại diện của Resco chỉ còn giữ 1/5 vị trí. Do đó, ảnh hưởng của Resco đối với các quyết định của HĐQT cũng không còn nhiều.

Nhận định: Với kết quả định giá thực hiện trong quý 4.2015, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị MUA đối với ITC vì (1) tài sản, dự án của Công ty vẫn đang bị thị trường chiết khấu 50% so với giá trị hợp lý của ITC (2) Các dự án lớn đang và sẽ sớm mang lại dòng tiền cho ITC (3) cơ cấu HĐQT đã có sự thay đổi theo hướng tư nhân nhiều hơn.

Chúng tôi có lưu ý về rủi ro lớn nhất hiện nay là công ty phải sử dụng nợ vay tài trợ cho các dự án của mình. Vì thế, sự nhạy cảm và rủi ro đối với hoạt động công ty trước những bất ổn của thị trường bất động sản gia tăng dần. Do đó, để giảm thiểu rủi ro, nhà đầu tư xem xét tích lũy ITC ở vùng giá 7.500 – 8.500 đồng/cp.

Kế hoạch kinh doanh 2016: Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh trong 2016 của NLG sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh so với 2015. Công ty là một trong ít doanh nghiệp sớm phân ánh hoạt động bán hàng vượt trội trong 2015 vào kết quả kinh doanh 2016. Dự án Ehome 3,4,5 hoàn thành xây nên có thể bàn giao ngay cho khách hàng. Trong khi đó, Nam Long Flora hoàn tất phần thô và dự kiến sẽ bàn giao vào quý 4.2016. Đây là cơ sở để Nam Long đặt kế hoạch tăng trưởng ấn tượng trong năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn có chút quan ngại về khả năng thực hiện mục tiêu lợi nhuận 366 tỷ, khi thị trường bất động sản 2016 dự báo nhiều thách thức và các dự án mới như Casa, Nam Phan cũng mới bắt đầu kinh doanh trong quý 2.2016. Do đó, BVSC cho rằng lợi nhuận khác (từ định giá lại đất để hợp tác) sẽ tiếp tục đóng góp phần không nhỏ vào lợi nhuận NLG như trong 2015.

NLG

KHẢ QUAN

Nhận định: Năm 2016, NLG không có kế hoạch tăng vốn mà thay vào đó là đã phát hành trái phiếu chuyển đổi 500 tỷ với giá chuyển đổi 23,000 đồng/cp cho Keppel Land. Áp lực pha loãng trong 2016 là chưa có. Với giá thị trường hiện tại, PE forward 2016 của NLG đạt 8.8 lần là khá hấp dẫn. BVSC cho rằng giá hợp lý với NLG trong năm 2016 từ 26,000 – 27,000 đồng/cp, tương đương P/E là 10 - 11 lần. Mức chiết khấu giữa giá cổ phiếu Nam Long với giá hợp lý theo pp PE khoảng 14 – 15%. Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN cổ phiếu NLG.

Kế hoạch kinh doanh 2016: được KDH xây dựng trên cơ sở tương đối thận trọng và phù hợp với tiến độ kinh doanh. Số căn dự kiến ghi nhận trong 2016 là 400 căn/700 sẽ bán trong 2016. Các dự án kinh doanh trọng điểm 2016 vẫn là Melosa, Venica, Lucasta. Do đó, khả năng hoàn thành kế hoạch 2016 là khá khả quan. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ có đột biến trong quý 2 hoặc 3 khi mà dự án Venica với doanh thu ước tính 500 - 520 tỷ với biên LN gộp là 40% được ghi nhận.

KDH

Đánh giá về cổ phiếu KDH: việc chia cổ tức 15% tiền mặt & chia thường 30% là khá bất ngờ, và cho thấy được sự chia sẻ của KDH với các cổ đông sau 2 năm tăng vốn liên tục. Đối với khoản đầu tư vào BCI, thì với quỹ đất và tài sản tốt nên BCI hiện tại có thể tự tái cấu trúc bán bớt các tài sản, quỹ đất quy mô nhỏ để tập trung nguồn vốn tài trợ phần nào cho công tác đền bù Corona, Phong Phú 4...Vi thể, trong ngắn hạn 1-2 năm, KDH sẽ chưa có kế hoạch góp thêm vốn vào BCI như những lo ngại trước đây. Với kế hoạch dự kiến, EPS fw 2016 ước tính đạt 2,220 đồng/cp. Cổ phiếu KDH đang giao dịch với P/E là 10 lần. Tỷ suất cổ tức là 6.8% là khá tốt đối với cổ phiếu bất động sản. Do đó, trong bối cảnh thị trường bất động sản 2016 có nhiều bất ổn, KDH cũng là 1 trong số ít cổ phiếu bất động sản mà nhà đầu tư có thể xem xét. Tuy nhiên, với giá hiện tại, BVSC cho rằng nhà đầu tư nên quan sát và chờ cơ hội mua tốt hơn nếu thị trường có đợt điều chỉnh.

KHẢ QUAN

TDH

Nhận định: đánh giá về TDH, chúng tôi cho rằng hoạt động của Công ty trong năm 2015 có những thay đổi thật sự đáng lưu ý. Đầu tiên, chúng tôi cho rằng Ban lãnh đạo của TDH có những động thái cho thấy sự chủ động & quyết liệt hơn sau một thời gian dài điều hành thận trọng và chưa hiệu quả. Theo đó, các khoản đầu tư tài chính không hiệu quả (Tài chính dệt may, Khách sạn Đà Lạt...) được chuyển nhượng thành công để mang lại dòng tiền 377 tỷ cho TDH. Với nguồn dồi dào, công ty triển khai lại dự án TDH Phước Long, khu dân cư Bình Chiểu 2 (4ha) và góp vốn vào công ty FDC trong nửa sau 2015. Ngoài ra, sau nhiều lần trì hoãn, TDH đã thực hiện xong việc phát hành tăng vốn từ 419 lên 617 tỷ với số tiền dự kiến thu được là 247 tỷ đồng. Như vậy, những hạn chế của TDH trong thời gian qua bao gồm (1) Sự thiếu quyết liệt của ban điều hành (2) Danh mục đầu tư dàn trải, chiếm dụng nguồn vốn (3) Thiếu hụt nguồn vốn để kinh doanh... đã cơ bản giải quyết trong năm 2015. Triển vọng năm 2016, BVSC cho rằng kết quả kinh doanh sẽ chưa có nhiều sự đột biến khi các dự án bắt đầu triển khai nhiều trong năm 2016. Với kế hoạch dự kiến, EPS ước tính 1.280, tương đương P/E là 10.8 lần là chưa hấp dẫn. Tuy nhiên, chỉ số P/B đang chiết khấu cao khi giao dịch ở mức 0,6 lần. Với kế hoạch triển khai dự án rõ ràng hơn, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu TDH sẽ diễn biến tích cực trong năm 2016.

QUAN SÁT

HDG

Kế hoạch kinh doanh 2016 được xây dựng với mức tăng trưởng 8-10% về doanh thu & lợi nhuận. Sự tăng trưởng này đóng góp chủ yếu từ kinh doanh khu thấp tầng dự án Centrosa Garden (Z756 - đang mở bán), dự án CC1 và vài dự án đang kinh doanh khác. Như vậy, sau thời gian trì hoãn, dự án trọng điểm Centrosa Garden chính thức mở bán và kỳ vọng tạo tăng trưởng trong dài hạn cho HDG. BVSC cho rằng khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh là có cơ sở khi 1 phần các căn nhà phố thuộc Centrosa Garden sẽ được bàn giao vào cuối 2016.

Triển vọng trong dài hạn của HDG phụ thuộc khá nhiều vào tình hình thị trường bất động sản HCM nói chung và phần căn hộ dự án Centrosa nói riêng. Với tình hình nguồn cung đang dư thừa, HDG ít nhiều sẽ gặp khó khăn khi kinh doanh phần căn hộ. Công ty chưa chính thức mở bán khu căn hộ mà chỉ đang đánh giá thị trường với mức giá dự kiến 45 - 50 triệu (VAT). Với mức giá trên, chúng tôi cho rằng chưa thật sự quá hấp dẫn. Tuy nhiên, áp lực về hiệu quả kinh doanh trong 1-2 năm tới không quá lớn khi phần thấp tầng sẽ đảm bảo lợi nhuận cho Công ty trong 2016 - 2017.

QUAN SÁT

Đánh giá cổ phiếu HDG: BVSC kỳ vọng mở bán Z756 sẽ giúp diễn biến cổ phiếu HDG bớt ảm đạm hơn trong 2016. Với kế hoạch đề ra cho 2016, EPS ước tính là 3,043

Cập nhật Ngành Bất động sản

đồng/cp, tương đương P/E là 8.8x là vẫn còn hấp dẫn với doanh nghiệp có tài chính lành mạnh & quỹ đất giá trị như HDG. Điểm hạn chế của HDG là thanh khoản thấp nên chưa gây chú ý cho thị trường. Dù sao, BVSC cho rằng nhà đầu tư yêu thích đầu tư cổ phiếu BDS thì HDG cũng có thể là lựa chọn để theo dõi trong năm 2016.

BCI

Năm 2015, sự tham gia nhóm cổ đông mới mà cụ thể là Khang Điền từ nửa sau 2015 đã giúp cho BCI năng động và triển khai dự án hiệu quả hơn. Hoạt động kinh doanh của BCI ghi nhận những diễn biến khá tích cực về doanh thu & lợi nhuận, cũng như, công ty đã tháo gỡ những khúc mắc còn tồn đọng các dự án cũ như 24ha Phong Phú 4, Western Dragon và tiểu khu công nghiệp Lê Minh Xuân. Bước sang 2016, BCI vẫn tiếp tục tập trung hoàn thiện pháp lý, hoàn tất đền bù các dự án trọng điểm như Corona 11, khu Lê Minh Xuân mở rộng...để kinh doanh từ năm 2017. Kết quả kinh doanh năm 2016 chỉ ghi nhận các dự án cũ và phụ thuộc chủ yếu vào ký hợp đồng cho thuê đất tiểu khu công nghiệp, chuyển nhượng 6ha PP4, lô đất Nhất Lan 5 và 510 Kinh Dương Vương. BVSC cho rằng kết quả kinh doanh 2016 ít nhiều có nguồn để ghi nhận nên sẽ không phản ánh nhiều vào giá cổ phiếu. Thông tin quan trọng với BCI năm nay là mức giá bán cho đối tác chiến lược, tiến độ triển khai dự án BT cầu đường Bình Tiên và khu đất sẽ thanh toán cho liên doanh. Với giá hiện tại, BCI giao dịch tại P/B khoản 1 lần là tương đối hợp lý. Xét trong dài hạn, câu chuyện hợp nhất giữa BCI và KDH còn hấp dẫn khi sự vai trò của Khang Điền sẽ thể hiện rõ hơn từ năm 2016 và các dự án trọng điểm như Corona, BT Bình Tiên sẽ triển khai từ 2017.

QUAN SÁT

Kế hoạch kinh doanh 2016: không có tăng trưởng so với thực hiện 2015 mặc dù chúng tôi cho rằng công ty có thể làm tốt hơn khi mà các dự án như Đồi Ngọc Tước, khu dân cư đường 3/2...là có lợi nhuận rất tiềm năng. Một số nguyên nhân có thể giải thích (1) Thị trường bất động sản dân cư Vũng Tàu khá bão hòa nên công ty triển khai dự án khá thận trọng (2) Danh mục dự án nhiều nhưng nguồn tiền để có thể triển khai hạn chế (3) SCIC vẫn chưa công bố thoái vốn khỏi HDC.

HDC

Trước những khó khăn trên, công ty cũng có 1 số động thái mới trong 2016 như dự kiến phát hành 200 tỷ trái phiếu để huy động vốn; dự kiến phát triển mô hình Condotel cho hai dự án căn hộ ở đường Thi Sách & Trương Công Định. Đây là tín hiệu tích cực xét trong câu chuyện dài hạn. Xét trong ngắn hạn, với kế hoạch kinh doanh 2016, EPS dự kiến 1.295 đồng/cp, tương đương P/E 2016 là 10,4x là chưa thật sự hấp dẫn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thông tin có thể hỗ trợ cho HDC trong 2016 là việc thoái vốn của SCIC. Và BVSC kỳ vọng việc SCIC thoái vốn sẽ giúp cho Ban lãnh đạo có nhiều động lực, cũng như, giá cổ phiếu sẽ diễn biến tích cực hơn. Với chỉ số P/B hiện tại là 0,9x trong khi dự án của HQC có vị trí tốt, các nhà đầu tư trung hạn có thể xem xét HDC để kỳ vọng vào việc thoái vốn của SCIC.

QUAN SÁT

NTL

NTL là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh tương đối an toàn và ổn định. Trong đó, tình hình tài chính tốt với tỷ lệ nợ vay thấp và tiền mặt dồi dào là điểm mạnh của NTL. Công ty cũng duy trì mức cổ tức đều đặn bằng tiền mặt cho cổ đông. Tuy nhiên, do tính ổn định trong HDKD cũng như sự thận trọng của Ban lãnh đạo, hoạt động kinh doanh của NTL trong những năm nay chưa có sự bứt phá. Năm 2015, kết quả kinh doanh ghi nhận khởi sắc do 2 dự án căn hộ quy mô nhỏ được bàn giao. Tuy nhiên, sang năm 2016, công ty lại thiếu dự án gối đầu nên kế hoạch kinh doanh lại có sự sụt giảm. Theo kế hoạch dự kiến, năm 2016, hoạt động công ty chủ yếu tiếp tục hoàn tất thu tiền dự án Bắc QL32, KĐT Dịch Vọng, tập trung hoàn thiện pháp lý 2 dự án lớn ở Quảng Ninh. Do đó, chúng tôi cho rằng năm 2016 tiếp tục là 1 năm ổn định và chưa có đột biến với NTL. Tuy nhiên, công ty có điểm cộng là suất cổ tức với giá hiện tại là gần 10% Ngoài ra, giá cổ phiếu NTL đã giảm gần về mức đáy trong 2 năm gần nhất nên bắt đầu hấp dẫn về mặt tài sản. Chỉ số P/B theo giá hiện tại là 0.7 lần.

TRUNG LẬP

NBB	<p>Kế hoạch kinh doanh 2016: tiếp tục duy trì mức khiêm tốn như thực hiện năm 2015 do chưa có dự án bàn giao để ghi nhận. Trong năm 2016, hoạt động kinh doanh chủ yếu hoàn tất kinh doanh dự án City Gate, tìm kiếm đối tác dự án Thủ Thiêm và hoàn thiện các bước chuẩn bị đầu tư cho NBB II & NBB III. Thông tin mà Nhà đầu tư quan tâm vẫn tiếp tục là câu chuyện tái cơ cấu và liệu CII có tiếp tục tăng sở hữu tại NBB. Đánh giá một các chủ quan, BVSC cho rằng CII vẫn sẽ tiếp tục theo đuổi NBB vì lượng tài sản mà NBB sở hữu khá hấp dẫn, và điều này phần nào thể hiện khi CII bán 1 phần dự án Thủ Thiêm (khoảng 6.000m²) cho NBB. Tuy nhiên, tiến độ đàm phán về tăng sở hữu ít nhiều khó khăn khi chưa có sự đồng thuận giữa CII và cổ đông nước ngoài. Và theo kế hoạch, CII dự kiến đến giữa năm 2017 thì câu chuyện tăng sở hữu tại NBB mới kết thúc. Do đó, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh cũng như thông tin về triển khai dự án mới của NBB trong 2016 sẽ tương đối trầm lắng.</p> <p>Nhận định cổ phiếu NBB: Với giá hiện tại, cổ phiếu NBB đang giao dịch ở P/B là 0.87 lần là có phần rẻ so với tài sản doanh nghiệp. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng vẫn nên tiếp tục theo dõi vì động lực để NBB tăng giá trở lại chưa có nếu như việc thương lượng để mua lại cổ phần với cổ đông nước ngoài không thành công dẫn đến CII từ bỏ việc gia tăng sở hữu tại NBB.</p>	TRUNG LẬP
HQC	<p>Nhận định: Trong những năm gần đây, hoạt động kinh doanh của HQC có những thay đổi khi tập trung mạnh mẽ vào phát triển dự án NOXH ở TPHCM, các tỉnh vùng ven như Cần Thơ, Nha Trang, Tây Ninh... Danh mục dự án mà HQC được phép triển khai cũng theo đó mở rộng khá nhanh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tính minh bạch tài chính và vấn đề quản trị của công ty có nhiều điểm rủi ro. Công ty liên tục đưa vào các dự án được chấp thuận để đối ứng với các đợt tăng vốn lớn mà không có việc phân kỳ đầu tư phù hợp. Trong 2015, công ty phát hành thành công 63tr cổ phần cho cổ đông và tiếp tục lên kế hoạch phát hành 173tr cổ phần trong năm 2016. Điểm lưu ý là dòng tiền hoạt động liên tục âm trong những năm gần đây với mức âm gần như tương ứng với số vốn huy động thêm. Nguồn tiền huy động được công ty nhanh chóng tạm ứng cho đơn vị liên doanh, liên kết, đơn vị thi công và phải thu khác với quy mô lớn lên đến 500 - 700 tỷ chỉ trong 1 - 2 quý. Trong khi, lượng tiền & tương đương tiền chỉ 50 tỷ, rất thấp so với quy mô tổng tài sản 6.000 tỷ tính đến 31.12.2015. Do đó, chúng tôi đánh giá hoạt động tài chính của HQC có nhiều rủi ro mà nhà đầu tư cần lưu ý. Mặc dù, kết quả kinh doanh 2016 được xây dựng với doanh thu ở mức cao nhưng cơ sở ghi nhận lại không thuyết phục khi các dự án đều trong giai đoạn đầu xây dựng. Chúng tôi không có khuyến nghị gì với cổ phiếu HQC.</p>	TRUNG LẬP
DRH	<p>Kế hoạch kinh doanh 2016: được xây dựng tăng trưởng đột biến so với 2015 và giai đoạn trước đó. Công ty không đưa ra cơ sở cho kế hoạch tăng trưởng này. Xét trên tiến độ các dự án của DRH, chúng tôi chưa thấy có dự án nào sẽ được ghi nhận trong năm 2016. Phần lớn các dự án hiện tại được nhận chuyển nhượng vào đầu năm 2016 hoặc mới hoàn tất đền bù. Do đó, BVSC đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch dựa trên HDKD chính là chưa có cơ sở, mà chủ yếu sẽ đến từ hoạt động đầu tư tài chính (DRH nhận chuyển nhượng 2,3 triệu cp KSB giá bình quân 42.000đ/cp).</p> <p>Nhận định cổ phiếu DRH: sau những thay đổi trong cơ cấu cổ đông và HDQT, hoạt động kinh doanh DRH có những diễn biến tích cực khi nhận chuyển nhượng hàng loạt dự án để triển khai kinh doanh. Mặc dù, những thay đổi này chưa phản ánh vào hiệu quả kinh doanh. Giá cổ phiếu DRH có sự tăng trưởng mạnh từ 8.000 đồng lên 45.000 đồng/cp từ tháng 11/2015. Với giá hiện tại, BVSC cho rằng cổ phiếu DRH không còn hấp dẫn với P/E forward 2016KH lên đến 28x và P/B là 4,1x.</p>	TRUNG LẬP

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Ngô Kim Thanh

Hạ tầng nước

ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888