

TÓM TẮT NỘI DUNG

Báo cáo này khái quát đặc điểm thị trường bất động sản và cổ phiếu bất động sản trong năm 2009. Chúng tôi đánh giá triển vọng các cổ phiếu này đến cuối năm 2009 vẫn khả quan, cho dù không tích cực như 6 tháng đầu năm. Căn cứ dự báo này, chúng tôi đề xuất chiến lược đầu tư cổ phiếu bất động sản phù hợp cho 6 tháng cuối năm 2009.

Lưu ý: ngành bất động sản trong báo cáo này không đề cập đến lĩnh vực kinh doanh khu công nghiệp.

KHÁI QUÁT THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN NỬA ĐẦU NĂM 2009

VĂN PHÒNG CHO THUÊ: NHU CẦU TĂNG NHẸ SO VỚI CUỐI NĂM 2008

Nhu cầu văn phòng cho thuê trong 6 tháng đầu năm 2009 đã có sự tăng trưởng trở lại so với cuối năm 2008. Diện tích thực thuê mới trong quý II vừa qua là 42,704 m², gấp ba lần so với quý trước.

Nhu cầu thuê phần lớn là từ các cao ốc hạng C và diện tích dưới 300 m².

CỬA HÀNG BÁN LẺ CHO THUÊ: NHU CẦU VẪN CAO NHƯNG GIÁ GIẢM

Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ từ nhà cá thể cải tạo và trung tâm thương mại vẫn ở mức cao (tỷ lệ trống toàn thị trường là 6%).

Giá thuê trung bình tại khu vực trung tâm giảm nhẹ từ 2-3%, trong khi giá thuê tại khu vực lân cận giảm từ 7-10%.

THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ VÀ ĐẤT DỰ ÁN: TĂNG GIÁ DO ĐÀU CƠ VÀ DÒNG TIỀN ĐỔ VÀO

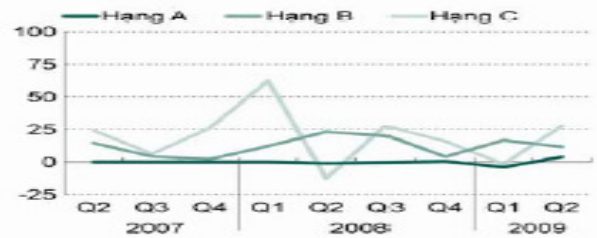
Trong nửa đầu năm 2009, ngoại trừ phân khúc căn hộ chung cư trung và cao cấp tương đối bình lặng, phần còn lại đều tăng giá mạnh gần đạt đến giá đỉnh của cơn sốt cuối năm 2007.

Cuối tháng 6 đầu tháng 7/2009, đà tăng giá đã chấm dứt, có thể việc giá đất được đẩy lên quá cao trong một thời gian ngắn đã phần nào tác động đến sức mua của thị trường.

Không phủ nhận thị trường bất động sản âm lên một phần do nhu cầu thật sự, song nhiều chuyên gia cho rằng còn do nhiều nguyên nhân khác như:

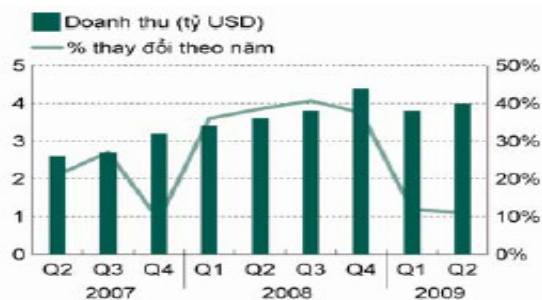
- Chủ yếu là do "đầu cơ". Sự kỳ vọng vào một làn sóng chuyển đổi kênh đầu tư từ chứng khoán sang bất động sản. Nhiều nhà đầu tư chuyển từ "lướt sóng" vàng, chứng khoán sang "lướt sóng" bất động sản. Tình trạng "cò" đất đầu cơ và kích giá khá phổ biến.
- Đồ xô đi mua với tâm lý "sợ tăng cao hơn nữa". Khi giá bất động sản giảm mạnh có nơi đến 50%, phần lớn người có nhu cầu vẫn chần chừ, nghe ngóng, chờ đợi xuống giá tiếp. Đến khi giá bất động sản tăng trở lại thì nhiều người lại vội vàng đi mua.

Diện tích thực thuê mới ('000 m²)



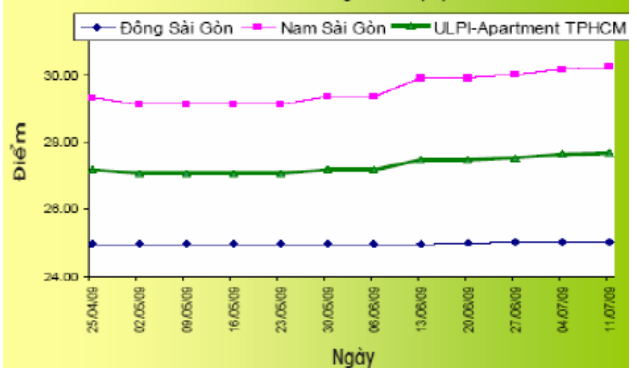
Nguồn: CB Richard Ellis Việt Nam

Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ

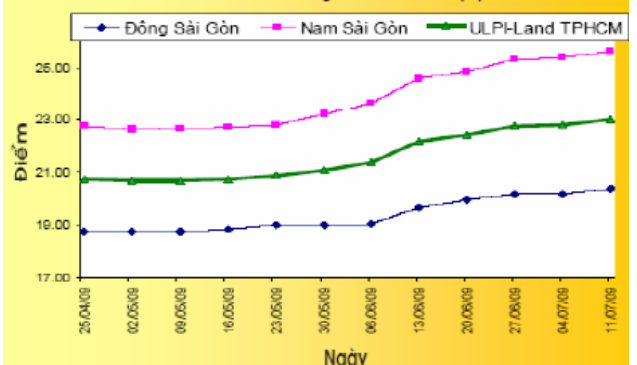


Nguồn: Cục Thống kê TP.HCM

Sơ đồ biểu diễn chỉ số giá căn hộ tại TP.HCM



Sơ đồ biểu diễn chỉ số giá đất nền đô thị tại TP.HCM



NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG BĐS 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009

• Hạn chế tín dụng bất động sản

Theo văn bản số 193/TB-VCCP của Văn phòng Chính phủ ngày 06/07/2009, Thủ tướng đã yêu cầu giảm mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 30% xuống khoảng 25%-27%, điều hành tổng phương tiện thanh toán tăng khoảng 25% nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 5% không chế lạm phát ở mức một con số trong năm 2009. 6 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng đã đạt 17,01% so với cuối năm 2008. Như vậy với mục tiêu mới, 6 tháng cuối năm tín dụng chỉ được phép tăng trưởng thêm từ 8 – 10%.

Theo thông báo, Thống đốc Ngân hàng Nhà Nước yêu cầu các tổ chức tín dụng điều chỉnh cơ cấu đầu tư tín dụng để tập trung cho vay đối với các lĩnh vực sản xuất, xuất khẩu nhằm thúc đẩy tăng trưởng, giảm vốn tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất, kinh doanh chứng khoán, bất động sản và tiêu dùng; tuyệt đối không hạ thấp các điều kiện tín dụng.

• Giao dịch bất động sản qua sàn

Theo các quy định mới tại Nghị định 23/2009/NĐ-CP của Chính phủ, giao dịch kinh doanh bất động sản không qua sàn sẽ bị phạt nặng. Doanh nghiệp sẽ bị phạt tiền từ 50 đến 60 triệu đồng nếu bán, cho thuê, cho thuê mua bất động sản thuộc diện phải qua sàn giao dịch bất động sản mà không thông qua sàn giao dịch theo quy định.

Bên cạnh đó trong thời gian tới, nhiều khả năng Chính Phủ sẽ cùng có các chính sách thuế nhằm kiểm soát thị trường bất động sản.

Như vậy, với các qui định chính sách trên, sẽ giúp hạn chế giới đầu cơ, một tác nhân không nhỏ trong những cơn sốt đất vừa qua.



• Tăng cung cho thị trường bất động sản, nhất là nhà ở xã hội với nhiều ưu đãi cho chủ đầu tư

Chính phủ vẫn tiếp tục chủ trương mở rộng các hình thức cung của thị trường bất động sản nhà ở bao gồm: nhà cho thuê, nhà bán trả dần để vừa tăng nguồn cung vừa phù hợp với các đối tượng của thị trường.

Đặc biệt nguồn cung nhà ở xã hội trong thời gian tới sẽ tăng cao. Dự kiến giai đoạn 2009-2015, đầu tư xây dựng khoảng 184.000 căn hộ tương đương 9.580.000 mét vuông sàn (mỗi năm khoảng trên 26.000 căn, tương đương 1.365.000 m² sàn), nhằm giải quyết chỗ ở cho khoảng 30% số hộ gặp khó khăn về nhà ở tại khu vực đô thị. Các doanh nghiệp tham gia chương trình này sẽ nhận được hàng loạt ưu đãi, như miễn tiền sử dụng đất, tiền thuê đất; được phép điều chỉnh tăng mật độ xây dựng và hệ số sử dụng đất 1,5 lần so với mật độ xây dựng và hệ số sử dụng đất so với quy chuẩn quy hoạch xây dựng; được áp dụng thuế suất thuế giá trị gia tăng bằng 0% đối với các hợp đồng thuê, thuê mua nhà ở xã hội và các hợp đồng mua bán nhà ở giá thấp.



• Sự hấp dẫn của thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán đang trong xu thế đi lên trong dài hạn. Với khả năng hấp thụ đa dạng các dòng vốn (từ ngắn đến dài hạn) và tính thanh khoản cao, thị trường chứng khoán đang trở thành kênh đầu tư hấp dẫn.

Trong khi đó, thị trường bất động sản chủ yếu hấp thu dòng vốn trung, dài hạn và đòi hỏi nhà đầu tư phải có tiềm lực tài chính khá cao.



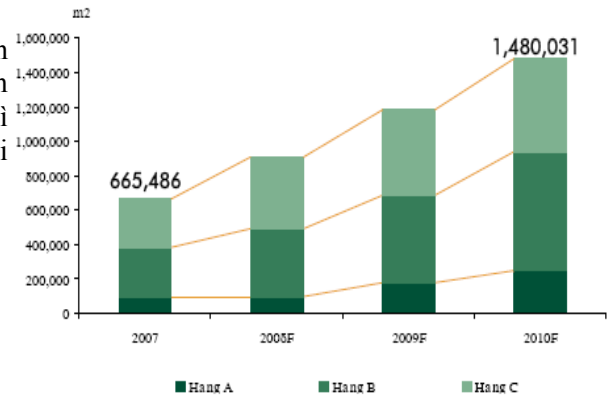
NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN CUỐI NĂM 2009

VĂN PHÒNG CHO THUÊ: GIÁ GIẢM DO CUNG VẤN LỚN

Những tháng còn lại của năm 2009, giá cho thuê văn phòng dự báo sẽ tiếp tục sụt giảm, do nguồn cung mới dồi dào.

Trong khi đó, những doanh nghiệp lớn trong nước, phần lớn đã có sẵn trụ sở, họ cũng không sẵn sàng thuê thêm văn phòng trong thời điểm này. Còn các công ty nhỏ và vừa thì thuê căn hộ hoặc biệt thự làm văn phòng để tiết kiệm chi phí.

DỰ BÁO TỔNG NGUỒN CUNG THỊ TRƯỜNG VĂN PHÒNG (2008 - 2010)



CỬA HÀNG BÁN LẺ CHO THUÊ: GIÁ ỔN ĐỊNH DO CUNG VẤN THIỂU

Kinh tế suy thoái, người dân thắt chặt chi tiêu đã khiến cho khu vực bán lẻ không còn sôi động như các năm trước. Khó khăn chung, nhiều doanh nghiệp không còn mạnh dạn mạo hiểm đầu tư mà có xu hướng co cụm lại tinh giản tối đa chi phí đã góp phần đưa bức tranh thị trường bán lẻ thêm ảm đạm hơn. Lộ trình tự do hóa thương mại đã cam kết với Tổ chức Thương mại thế giới (WTO), ngày 1-1-2009 là thời điểm Việt Nam mở cửa hoàn toàn cho các doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài tham gia thị trường bán lẻ. Tuy nhiên khủng hoảng kinh tế, các nhà đầu tư nước ngoài chưa xâm nhập thị trường nước ta ngay mà còn bận lo giải quyết việc kinh doanh của đơn vị mình cũng như những chi nhánh sẵn có. Với lại họ còn phải điều nghiên lại chủ trương, chính sách, nguồn vốn... cân nhắc trước khi quyết định đầu tư mới. Nhiều nhà đầu tư có ý định trước kia đã tạm dừng đợi chờ những động thái của thị trường mới.

Tuy nhiên do tình trạng thiếu hụt nguồn cung vẫn tiếp diễn, do đó sẽ giúp giá thuê mặt bằng kinh doanh sẽ ổn định trong những tháng cuối năm 2009.

THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ VÀ ĐẤT DỰ ÁN: GIÁ ỔN ĐỊNH, CHỈ TĂNG CỤC BỘ

Chúng tôi cho rằng thị trường căn hộ và đất dự án cuối năm sẽ khó “sốt giá”, trừ một vài phân khúc vẫn có thể tăng nhẹ. Sự tăng giá diễn ra cục bộ, phụ thuộc vào vị trí và sự phát triển cơ sở hạ tầng cục bộ.

Cơ sở đưa ra nhận định trên:

- Sự can thiệp điều tiết bằng các chính sách của Nhà nước, giúp thị trường phát triển lành mạnh, đảm bảo chính sách dân sinh.
- Nhà nước không có động lực làm tăng giá trên thị trường bất động sản vào lúc này, khi mà Nhà nước đang ưu tiên phát triển cơ sở hạ tầng (một phần quan trọng của gói kích cầu). Hiện nay, tiến độ của nhiều dự án cơ sở hạ tầng như hầm Thủ Thiêm... triển khai vẫn chậm hơn kế hoạch do vướng mắc ở giá đền bù, giải tỏa. Tăng giá bất động sản làm tăng chi phí đền bù, giải tỏa.
- Mức giá hiện tại của nhiều dự án đã tăng cao trong 6 tháng đầu năm (một số gần đạt đỉnh của năm 2007).
- Chủ dự án công bố các sản phẩm phù hợp với nhu cầu và khả năng của người mua.
- Chính sách hạn chế tín dụng bất động sản.



ĐÁNH GIÁ CƠ BẢN CÁC CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN

MỘT SỐ TIÊU CHÍ CƠ BẢN CỦA CÁC CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN

Mã CK	P/E	P/B	EPS 4 quý gần nhất	Vốn hoá TT (tỷ VNĐ)	Tổng TS (tỷ VNĐ)	VĐL (tỷ VNĐ)	ROA (%)	ROE (%)
BCI	19,3	2,2	2.313	2.417,3	2,509.64	542	5,1	11,6
HAG	19,1	3,5	3.920	13.238,3	8,836.78	1,798	7,9	18,7
HBC	21,9	0,8	1.302	430,9	1,145.88	151	1,7	3,6
HDC	10,6	2,5	3.923	330,6	558.92	81	5,7	23,6
KHA	5,5	1,2	4.305	299,5	385.66	141	15,7	25,9
NBB	13,4	1,5	3.130	648,3	901.36	154	5,3	11,4
NTL	12	4,7	6.326	1.240,1	895.37	164	11,6	42,2
RCL	14,2	2,1	8.658	171,25	200.71	25	8,7	33,3
SJS	33,5	3,8	3.196	4.253,2	1,591.09	400	8,0	10,5
TDH	8,3	1,7	8.628	1.728,0	1,451.73	253	14,7	22,3
VIC	101,2	6,3	490	9.384,7	5,789.74	1,200	1,6	5,9
TB NGÀNH	23,5	2,75	4.199	1.791,9	2.206,8	446	7,8	19

(Ngày cập nhật: 24/07/2009).

SO SÁNH DIỄN BIẾN GIÁ MỘT SỐ CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN VỚI VN-INDEX



NHẬN XÉT

Chỉ số EPS và mức sinh lợi ROE của ngành bất động sản cũng cao hơn so với các nhóm ngành nghề khác, điều này thể hiện mức đặc thù lợi nhuận cao của các dự án bất động sản. Những cổ phiếu của những công ty có mức tổng tài sản nhỏ hơn mức 1,000 tỷ đồng thường có tỷ suất lợi nhuận ROE cao hơn.

Mức P/E bình quân hiện tại của nhóm cổ phiếu ngành hiện nay là 23,5 lần so với mức bình quân của thị trường là khoảng 16 lần. Tuy nhiên, nếu bỏ VIC (là cổ phiếu có mức vốn hoá rất cao nhưng không tính chất cổ phiếu đại chúng) thì chỉ số P/E bình quân chỉ là vào khoảng 15,78 lần, tức là ngang bằng P/E của thị trường.

Điều này cho thấy, các cổ phiếu nhóm ngành bất động sản đều có chỉ số P/E tương đối hấp dẫn nếu xét trên khía cạnh mức sinh lợi của ngành, đặc biệt có một số cổ phiếu thậm chí có mức P/E dưới 10 như KHA và TDH.

MỘT SỐ ĐẶC ĐIỂM CẦN LƯU Ý KHI ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN

Chúng tôi muốn lưu ý nhà đầu tư một số đặc điểm sau của cổ phiếu ngành bất động sản, mà chúng tôi cho rằng có sự khác biệt lớn với các ngành khác.

- **Giá vốn các dự án bất động sản cơ bản là giá trị đất, được xác định ngay từ đầu**

Do đó, nếu doanh nghiệp có được giá vốn này thấp (mua được đất lúc rẻ) thì có thể vẫn hạch toán lợi nhuận đáng kể khi bán đất hoặc dự án lúc kinh tế khó khăn như hiện nay. Do đó, doanh nghiệp dễ kiểm soát được chi phí, lợi nhuận các dự án.

Công ty Phát triển nhà Thủ Đức (TDH), Phát triển Đô thị Từ Liêm (NTL), Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI), Xuất nhập khẩu Khánh Hội (KHA)... đều là những công ty có kết quả kinh doanh cao trong quý II, hoàn thành vượt mức kế hoạch lợi nhuận năm và hứa hẹn thu nhập trên mỗi cổ phiếu cao trong năm 2009.

- **Doanh nghiệp có thể điều tiết lợi nhuận hàng quý thông qua hạch toán và phân bổ doanh thu dự án**

Đặc điểm dự án bất động sản cho phép hạch toán doanh thu lợi nhuận không phụ thuộc hoàn toàn vào tiến độ thanh toán của nhà đầu tư khi doanh nghiệp bán sản phẩm. Do đó, doanh nghiệp có thể điều tiết lợi nhuận hàng quý thông qua hạch toán và phân bổ doanh thu dự án. Khi đó, nhiều dự án công bố có lợi nhuận “khủng” nhưng nhà đầu tư cần chú ý xem Ban Điều hành phân bổ lợi nhuận ra sao. Điều này sẽ ảnh hưởng đến các chỉ số EPS hàng quý.

Thông thường, nếu không vì động cơ phát hành thêm cổ phiếu thì các doanh nghiệp ít khi để lợi nhuận đột biến quá lớn, làm giá cổ phiếu không ổn định, gây sức ép với ban điều hành trong thực hiện kế hoạch lợi nhuận năm sau.

- **Các dự án ở vùng đặc địa, sốt nóng đem lại hiệu quả lợi nhuận cao**

Ví dụ, Công ty Nhà Từ Liêm (NTL) nắm bắt thời cơ giá đất phía Tây Hà Nội có dấu hiệu sốt, công ty đã bán ra thị trường 2ha với mức giá 16 triệu đồng/m², điều này có thể đem lại một khoản doanh thu đột biến có thể lên đến 350 tỷ đồng. Hay như HAGL chỉ riêng với dự án căn hộ Sài Gòn mới nằm ngay trên đường Nguyễn Hữu Thọ, cạnh khu đô thị Phú Mỹ Hưng đã được kỳ vọng sẽ tạo ra đến 2,050 tỷ đồng doanh thu... Xuất nhập khẩu Khánh Hội (KHA) vẫn tiếp tục thực hiện các thủ tục xây dựng cho dự án trung tâm thương mại kết hợp với Văn phòng cho thuê (KHAHOMEX PLAZA) tại số 360 Bến Vân Đồn, đây được đánh giá là dự án trọng tâm của công ty nằm ngay rập ranh Quận 1 và Quận 4 để tạo thế phát triển vững chắc cho công ty.

Sở hữu gần 426 đất sạch ở thời điểm hiện tại, BCI có một danh mục dự án rất hấp dẫn ở huyện Bình Chánh và quận Bình Tân: An Lạc Plaza, Chung cư Tân Tạo 1, Khu dân cư Phong Phú... Trong khi đó, NTL đã đầu tư một quỹ đất khá rộng, nằm ở những địa thế đẹp ở Hà Nội và các tỉnh lân cận, được đầu tư với giá khá rẻ. Quyền sử dụng đất trên địa bàn quận 4 của KHA với tổng diện tích còn được khai thác lên đến 31,911 m² và hàng loạt các quỹ đất khác tại Bình Dương, Hóc Môn... Trong tương lai, với tiềm lực tài chính mạnh và hỗ trợ bởi chất lượng thi công tốt, những quỹ đất này sẽ trở thành những nguồn doanh thu chính và mang lại lợi nhuận cao cho các doanh nghiệp.

- **Cổ phiếu bất động sản phù hợp cả đầu tư dài hạn và lướt sóng, nhưng sóng thường sau cổ phiếu ngành chứng khoán, ngân hàng**

Các cổ phiếu bất động sản là các doanh nghiệp có quy mô vốn lớn thứ 2 trên thị trường, sau ngân hàng, và bị tác động lớn bởi các chính sách kinh tế vĩ mô. Do đó, sau các cổ phiếu chứng khoán, ngân hàng, các cổ phiếu bất động sản thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Diễn biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam những năm gần đây, đặc biệt là trong năm 2009 là sóng cổ phiếu bất động sản thường sau sóng cổ phiếu chứng khoán, ngân hàng.

ĐỀ XUẤT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN ĐẾN CUỐI NĂM 2009

Căn cứ vào những phân tích đã trình bày, chúng tôi đề xuất chiến lược đầu tư cổ phiếu bất động sản đến cuối năm 2009 như sau:

- **Ưu tiên đầu tư vào các công ty có quy mô vừa:** những công ty có quy mô vừa và nhỏ có mức sinh lợi cao hơn so với các công ty lớn. Các công ty có quy mô tài sản dưới 1,500 tỷ đồng như: NTL, RCL, TDH, KHA... có mức sinh lợi từ 13% trở lên.
- **Các công ty có chi phí thấp và năng lực cạnh tranh cao:** do thời buổi kinh tế khó khăn như hiện nay, thị trường sẽ hướng đến những sản phẩm có giá rẻ, chính vì vậy các công ty có lợi thế về chi phí sản xuất (do tích hợp sản xuất trong chuỗi giá trị sản xuất căn hộ) hay giá thành thấp sẽ có năng lực cạnh tranh lớn để giành ưu thế lớn trên thị trường. HAG có thể là một minh họa điển hình.
- **Thận trọng với các công ty thâm dụng nợ và lượng tiền mặt thấp:** những công ty có cơ cấu nợ lớn và lượng tiền mặt thấp sẽ rất khó khăn để tìm các nguồn vốn tài trợ cho các dự án đầu tư bởi thị trường vốn chưa hồi phục và các công ty BĐS cũng không nằm trong diện ưu đãi về lãi suất. Hơn nữa, do tỷ trọng nợ cao nên các công ty này khó tiếp cận được nguồn vốn vay nhưng phải chấp nhận lãi suất cao. Do đó, điều này sẽ làm cho khả năng tăng trưởng bị giới hạn.
- **Bên cạnh đó, cần phải chú ý đến tiến độ cụ thể của các dự án:** nhằm có chiến lược đầu tư phù hợp khi doanh nghiệp có những thay đổi dẫn đến những ảnh hưởng về doanh thu và lợi nhuận.
- **Chú ý doanh nghiệp có quỹ đất lớn, rẻ, ở vị trí đắc địa:** các doanh nghiệp này có “lợi nhuận ngầm” nhưng để hiện thực hóa được thì nhà đầu tư phải chú ý các yếu tố nêu trên. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có quỹ đất lớn, rẻ, ở vị trí đắc địa (như BCI) luôn là đối tượng quan tâm của các nhà đầu tư.
- Cuối cùng, nhà đầu tư ngắn hạn **nên chú ý theo dõi sóng cổ phiếu chứng khoán, ngân hàng.** Sóng cổ phiếu BĐS thường lên cùng hoặc ngay sau các cổ phiếu này. Tuy nhiên, nhà đầu tư ngắn hạn cần căn cứ vào tình hình cụ thể lúc đó.

Báo cáo này được biên soạn bởi các nhân sự sau của Công ty Cổ phần Chứng khoán Âu Việt:

Lê Anh Thi	- Giám đốc Bộ Phận Tư vấn Phân tích
Lưu Văn Hải	- Chuyên viên Phân tích
Nguyễn Hoài Nam	- Chuyên viên Phân tích

Điều khoản miễn trách:

Bản báo cáo phân tích này được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Âu Việt (AVSC). Mặc dù các thông tin trong báo cáo được AVSC xem là đáng tin cậy, tuy nhiên AVSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm lập báo cáo, không được xem là quan điểm của AVSC.

Nội dung bản báo cáo chỉ mang tính tham khảo và AVSC không chịu trách nhiệm nổi với những quyết định mua bán chứng khoán do tham khảo báo cáo này.

Mọi thắc mắc, xin vui lòng liên hệ:

BP. Tư vấn - Phân tích, Công ty Cổ phần Chứng Khoán Âu Việt, Email: info@avsc.com.vn