

GÓC NHÌN: CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN Ở VIỆT NAM DƯỚI NHỮNG LĂNG KÍNH KHÁC

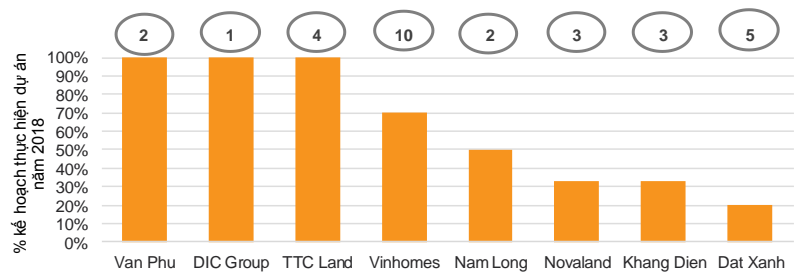
Ngày 11/03/2018

Anirban Lahiri

Anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Với sự thắt chặt trong quy trình phê duyệt giấy phép đối với các dự án bất động sản tại Việt Nam, nguồn cung đang gặp nhiều trở ngại. Hầu hết các doanh nghiệp phát triển BĐS đều không hoàn thành kế hoạch mở bán đề ra cho năm 2018 do việc cấp quyền sử dụng đất và giấy phép xây dựng bị trì hoãn.

Hình 1: Số dự án đã thực hiện trong năm 2018 và so với kế hoạch đặt ra – Giấy phép dự án đang ảnh hưởng lớn đến tiến độ của các DN BĐS



Nguồn: VNDIRECT, Dữ liệu DN

Tuy nhiên trong bối cảnh lãi suất tăng chậm lại (mặc dù lạm phát vẫn có xu hướng gia tăng trở lại) và nhu cầu nhà ở thực tế vẫn ở mức cao, đợt điều chỉnh gần đây của các cổ phiếu BĐS do sự thắt chặt chính sách có thể tạo cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn.

Các doanh nghiệp phát triển BĐS ở Việt Nam không thể định giá theo phương pháp so sánh thông thường

Tôi cho rằng việc so sánh các cổ phiếu BĐS của Việt Nam với các DN trong khu vực (hoặc thậm chí là với nhau) dựa trên chỉ số Giá thị trường/Giá trị sổ sách (P/B) không mang lại nhiều ý nghĩa dù nó khá phổ biến ở Việt Nam. Thực tế là giá trị sổ sách của các DN BĐS ở Việt Nam là một chỉ số rất hạn chế để phản ánh triển vọng lợi nhuận trong tương lai. Theo Chuẩn mực Kế toán Việt Nam, các nhà phát triển BĐS không đánh giá lại hàng tồn kho hay quỹ đất và ở một nước phát triển nhanh với giá đất tăng cao như Việt Nam, mục tài sản trong bảng cân đối kế toán bị đánh giá thấp hơn nhiều so với giá trị thị trường cũng như tiềm năng tạo dòng tiền của quỹ đất – điều này đặc biệt đúng với các doanh nghiệp có quỹ đất được mua với giá rất thấp (Ví dụ như KDH mua lại BCI với quỹ đất có giá mua rất thấp vì khi đó khu vực phía Tây của TPHCM không được doanh nghiệp BĐS nào quan tâm). Tất nhiên đây không hoàn toàn là một lợi thế lớn đối với các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất mua từ trước đây – phí cấp quyền sử dụng đất đang được điều chỉnh lại để phản ánh giá trị thị trường của quỹ đất tại thời điểm xây dựng, tuy nhiên các dự án với quỹ đất mua lại giá rẻ vẫn có biên LN rất cao so với quỹ đất mua gần đây (do quyền sử dụng đất thường chỉ chiếm 20-30% chi phí phát triển). Do giá trị thị trường của quỹ đất tương đối khó để xác định (đặc biệt là ở những khu vực chỉ có một vài giao dịch được ghi nhận), hầu hết các chuyên viên phân tích đều định giá quỹ đất khi dự án chưa được thực hiện (cũng là phần lớn quỹ đất của công ty trong nhiều trường hợp) theo giá trị sổ sách hay chi phí mua trước đây. Điều này dẫn đến việc đánh giá không đúng các doanh nghiệp có quỹ đất lớn và mua cách đây rất lâu. Trong khi các dự án trên quỹ đất giá rẻ lẽ ra phải tạo biên LN cao hơn khi ghi nhận dòng tiền.

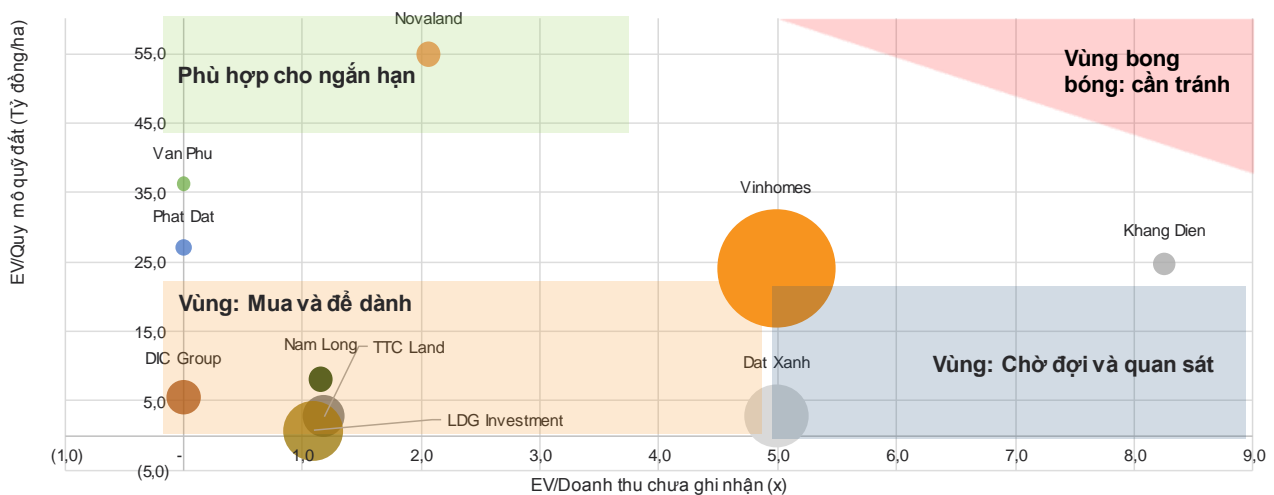
Mặc dù vẫn chưa có giải pháp khắc phục nhược điểm của phương pháp định giá theo giá trị sổ sách đối với các doanh nghiệp BĐS tại

Việt Nam, chúng tôi cho rằng việc sử dụng quy mô quỹ đất (thay vì chi phí mua ban đầu) để so sánh các doanh nghiệp BĐS tương đối hợp lý ở mức độ nhất định. Tất nhiên, “số lượng” và “chất lượng” là hai tiêu chí khác biệt, do đó các doanh nghiệp sở hữu nhiều đất ở khu vực trung tâm hơn thì xứng đáng có định giá cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn sử dụng phương pháp hệ số Giá trị Doanh nghiệp (EV-Enterprise value)/Diện tích quỹ đất để so sánh các doanh nghiệp.

Một chỉ số khác phù hợp cho việc so sánh trong bối cảnh việc mở bán dự án gặp trở ngại do những nút thắt trong quy định đã đề cập trước đó là tổng doanh thu chưa thực hiện (giá trị bán hàng chưa ghi nhận) – ví dụ: giá trị các hợp đồng trong những lần mở bán trước đây nhưng chưa được ghi nhận trong KQKD. Tất nhiên, thời gian bán giao (ghi nhận doanh thu) vẫn bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi quy định (trì hoãn cấp giấy phép xây dựng), tuy nhiên với cách tính này, chúng ta có thể loại bỏ một ẩn số lớn – thời gian cấp phép quyền SD đất. Vì vậy chúng tôi sử dụng phương pháp hệ số Giá trị Doanh nghiệp (EV)/Doanh thu chưa ghi nhận để so sánh các DN.

Chúng tôi kết hợp cả 2 hệ số so sánh nói trên (EV/Quỹ đất và EV/Doanh thu chưa ghi nhận) để đưa một số cổ phiếu BĐS lên bàn cân để tìm ra những cái tên sáng giá nhất.

Hình 2: So sánh chỉ số EV/Quỹ đất và EV/Doanh thu chưa thực hiện của các DN BĐS



Ghi chú: Data về back-log của Văn Phú và DIG không có

Độ lớn của hình tròn thể hiện quy mô quỹ đất của DN

Nguồn: VNDIRECT

Dưới đây là một số điểm nhấn chính từ các phân tích ở trên:

- **Novaland (NVL)** có định giá khá hợp lý nếu xét về doanh thu chưa thực hiện, tuy nhiên nếu dựa trên quy mô quỹ đất còn lại thì cổ phiếu này lại có định giá cao. Điều này cho thấy giá cổ phiếu NVL sẽ được hỗ trợ trong ngắn hạn nếu các dự án được thực hiện đúng tiến độ – chúng tôi cho rằng tỷ lệ EV/Doanh thu chưa thực hiện tương đối thấp phản ánh những lo ngại của nhà đầu tư về đòn bẩy tài chính cao của NVL sẽ ảnh hưởng đến việc thi công dự án cũng như quỹ đất còn hạn chế; với tỷ lệ đòn bẩy và hệ số định giá cao cho quỹ đất, giá cổ phiếu NVL có thể gặp áp lực trong trung dài hạn, sau khi doanh thu các dự án hiện tại được ghi nhận và quỹ đất sụt giảm.
- Định giá của **KDH** có vẻ đã tương đối hợp lý về cả 2 chỉ số; tâm lý thị trường đã phản ánh vào giá cổ phiếu nhờ quỹ đất lớn sau khi mua lại BCI.

- **Nam Long (NLG)** vẫn là một sự đặt cược hợp lý cho dài hạn; tỷ lệ EV/Doanh thu chưa thực hiện tương đối thấp cho thấy đây là thời cơ tốt cho cổ phiếu NLG tích lũy vì diễn biến giá yếu thời gian qua không phản ánh hoàn toàn chính xác nội tại của doanh nghiệp.
- **DXG** có định giá tương đối thấp nếu xét về diện tích quỹ đất; tuy nhiên cổ phiếu lại được định giá cao dựa trên giá trị bán hàng chưa ghi nhận, điều này cho thấy cổ phiếu có thể sẽ điều chỉnh trong trung hạn và nhà đầu tư nên chờ đợi để mua vào.
- Định giá của **Vinhomes (VHM)** khi nhìn vào 2 chỉ số này không cao như khi sử dụng hệ số P/B. Với kinh nghiệm thi công dự án và khả năng tiếp cận vốn vượt trội, VHM xứng đáng được định giá cao hơn các đối thủ dựa trên EV/Doanh thu chưa thực hiện do việc trì hoãn thi công các dự án lớn (cũng như trì hoãn ghi nhận doanh thu ký bán) rất khó xảy ra.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin được nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>