

Nhu cầu nhà ở tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn theo tốc độ đô thị hóa và gia tăng thu nhập

Chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ ảnh hưởng tới chủ đầu tư và người mua nhà

Các dự án lớn của Vinhomes sẽ hấp dẫn người thuê và nhà đầu tư vì giá cả và diện tích phù hợp

Đánh giá doanh nghiệp niêm yết

Công ty Cổ phần Vincom Retail (HSX-VRE)

Công ty cổ phần Đầu tư Nam Long (HSX-NLG)

Công ty cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HSX-HDG)

Nguyễn Tiên Dương

028 3920 3388 – ext 110

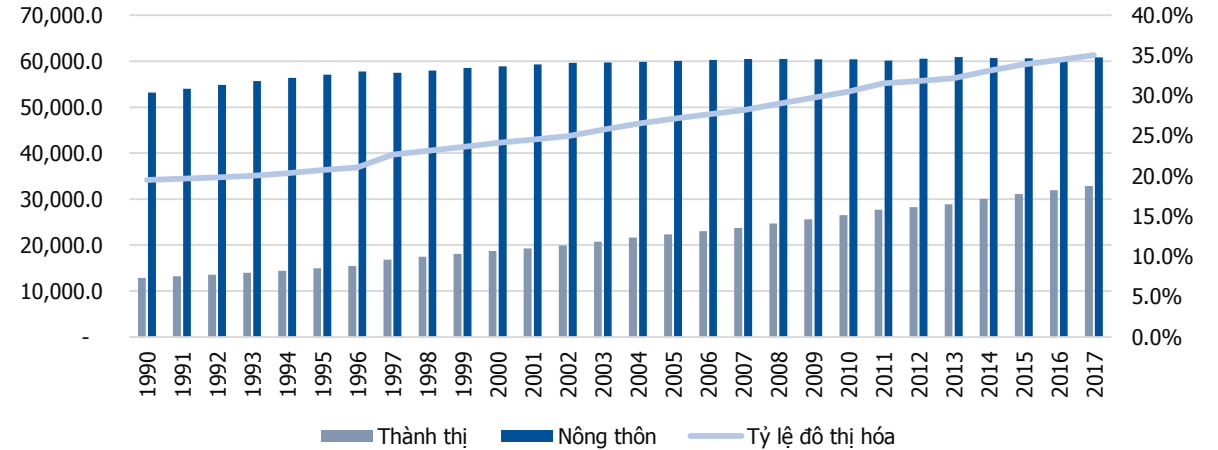
Duong.nguyentien@mbs.com.vn

Ngành Bất động sản

Nhu cầu nhà ở tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn theo tốc độ đô thị hóa và gia tăng thu nhập

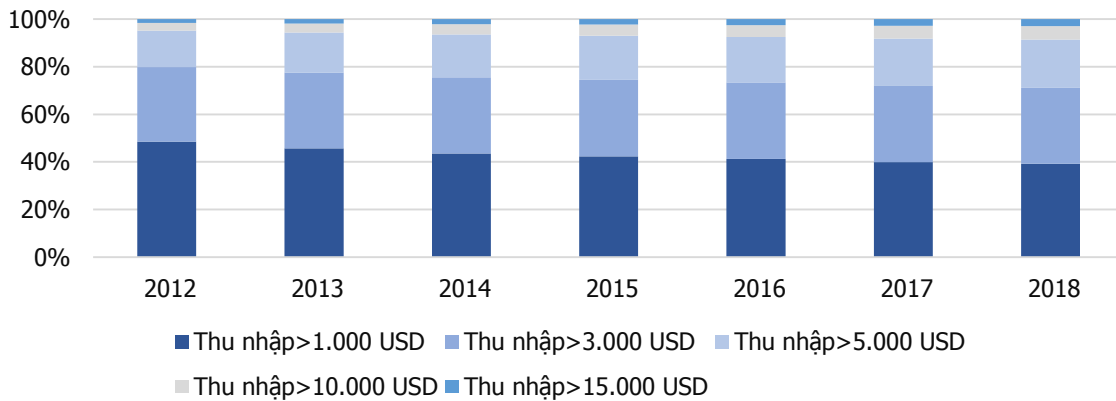
- Việt Nam vẫn đang trong quá trình phát triển với tốc độ đô thị hóa trên 35% và vẫn tiếp tục gia tăng để bắt kịp với các nước châu Á trong khu vực.
- Hà Nội và Tp.HCM tiếp tục là các trung tâm kinh tế, thu hút nhân lực trên toàn quốc về làm việc và học tập, từ đó sinh sống lâu dài, tạo ra nhu cầu lớn về nhà ở.

Dân số và tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam



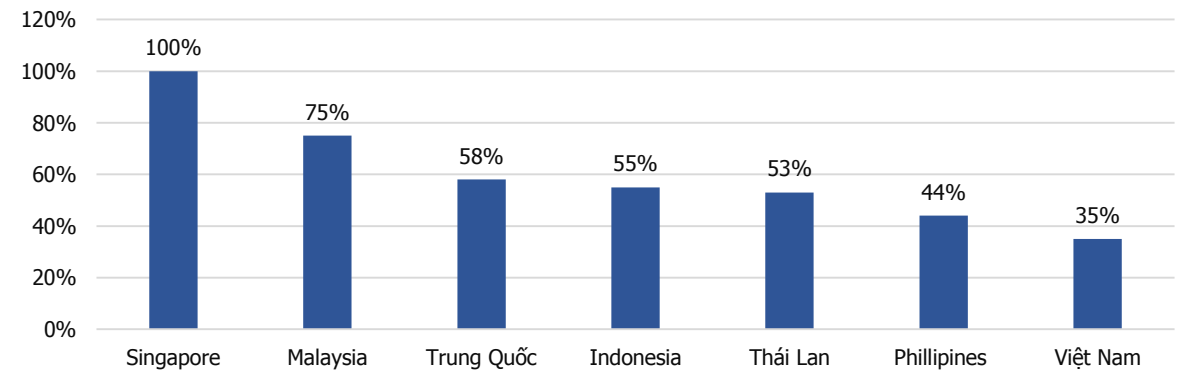
Nguồn: GSO

Thu nhập hộ gia đình



Nguồn: Economic Intelligence

Tỷ lệ đô thị hóa một số quốc gia



Nguồn: CIA World Factbook 2017

Ngành Bất động sản

Chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ ảnh hưởng tới chủ đầu tư và người mua nhà

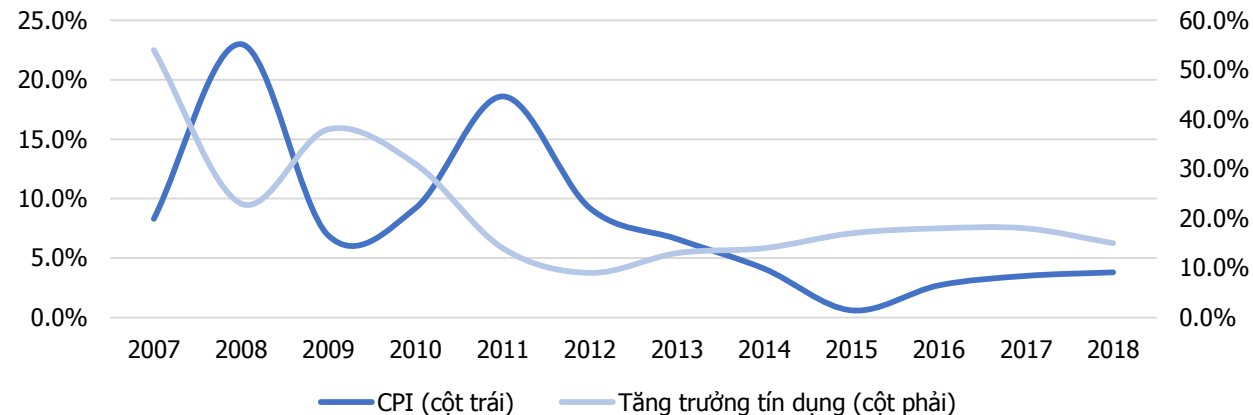
Đầu năm 2019, chính sách tín dụng cho BĐS bắt đầu bị thắt chặt thông qua các quy định

- SBV tăng hệ số rủi ro cho vay BĐS từ 200% lên 250%
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm từ 45% xuống 40% theo Thông tư 19/2017/TT-NHNN.
- Dự thảo áp dụng hệ số rủi ro 150% với các khoản vay mua nhà trên 3 tỷ.

Các chính sách này sẽ gây ảnh hưởng tới các CĐT có mức vay nợ cao cũng như nhắm vào thị trường BĐS cao cấp.

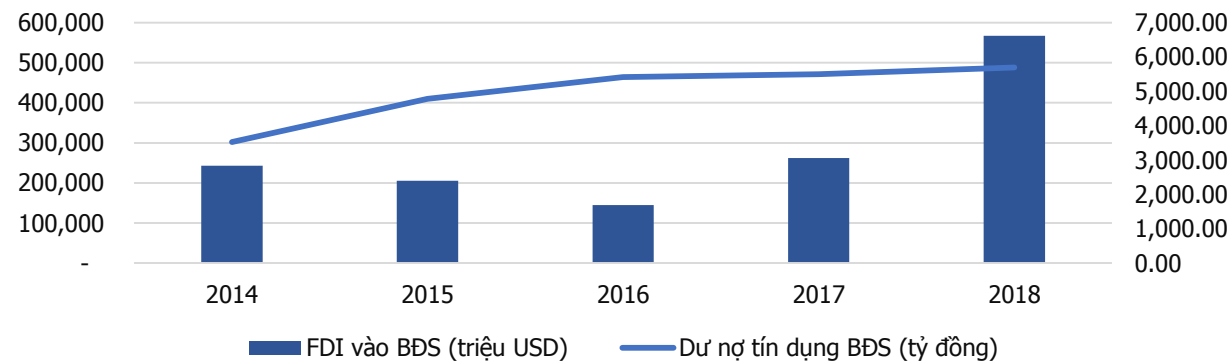
Nguồn vốn nước ngoài vào TT BĐS rất mạnh mẽ là yếu tố hỗ trợ thị trường trong trung và dài hạn. Vốn đăng ký FDI vào BĐS năm 2018 đạt 6,6 tỷ USD, tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ.

CPI và tăng trưởng tín dụng



Nguồn: NHNN

Nguồn vốn cho BĐS



Nguồn: MBS Research

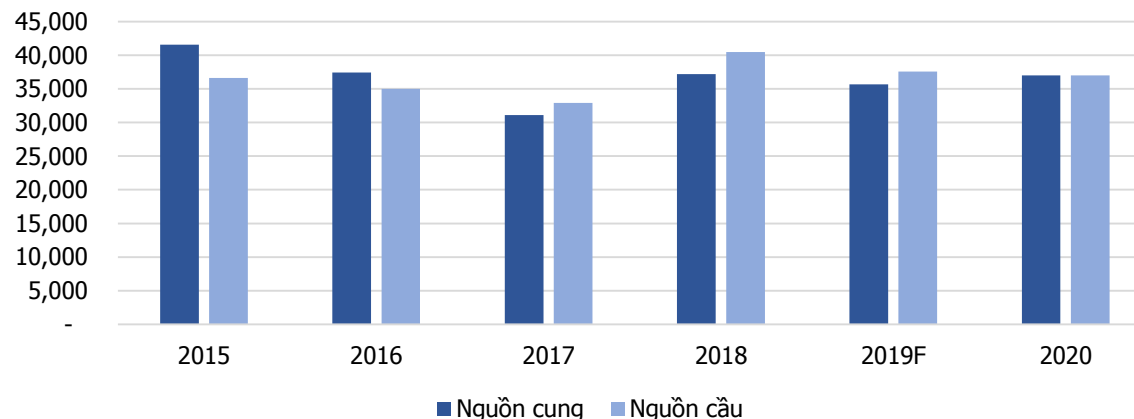
Ngành Bất động sản

Nguồn cung tiếp tục giảm do hoạt động khởi công dự án mới vẫn còn nhiều khó khăn, đặc biệt tại Tp.HCM, việc này khiến cho giá BĐS vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2019.

Các dự án dự kiến mở bán năm 2019 tại Tp.HCM

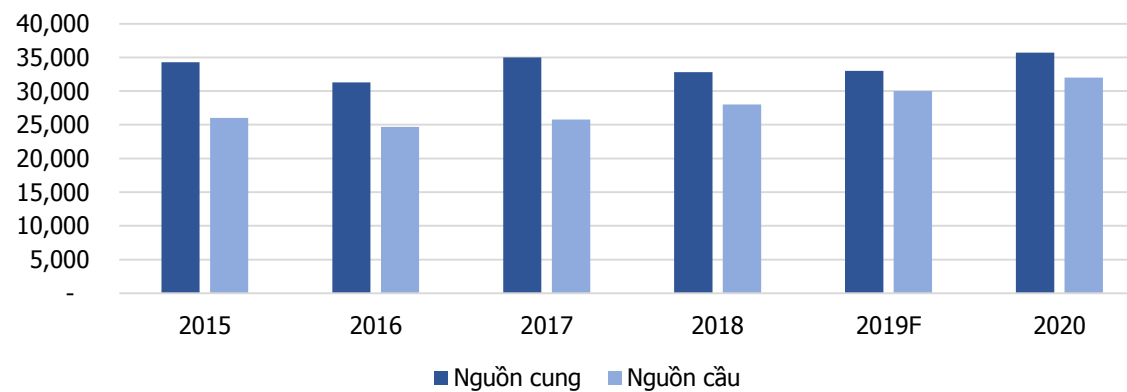
	Location	Investor	Area
Akari City	Binh Tan	NLG	8.5 ha
Water Point (Southgate)	Long An	NLG	381 ha
Gem Premium	Thu Duc	DXG	6.72 ha
Opal Skyview	Thu Duc	DXG	0.24 ha
Gem Riverside	District 2	DXG	6.71 ha
Opal City	District 9	DXG	6.07 ha
Project D	District 12	NVL	9 ha
Project F	District 2	NVL	5 ha
Project H	District 2	NVL	10 ha
Project P	District 2	NVL	30 ha
Project R	District 9	NVL	159 ha
Other hospitality projects	Khanh Hoa, Binh Thuan, BR-VT	NVL	

Cung cầu căn hộ Tp. HCM



Nguồn: CBRE

Cung cầu căn hộ Tp. Hà Nội



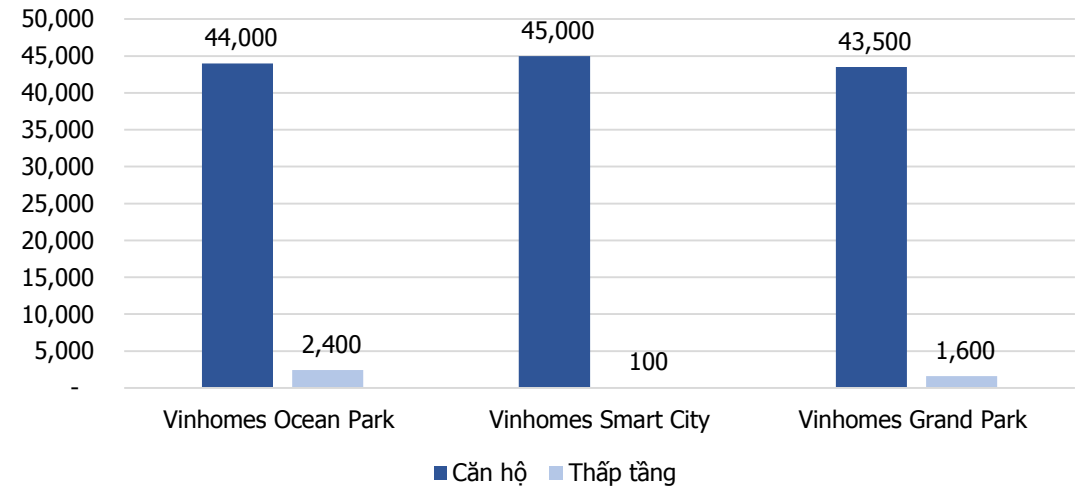
Nguồn: CBRE

Các dự án lớn của Vinhomes sẽ hấp dẫn người thuê và nhà đầu tư vì giá cả và diện tích phù hợp

Ba dự án Vinhomes đã được giới thiệu gần đây bao gồm Vinhomes Ocean Park 420 ha tại Gia Lâm, Vinhomes Sportia 280 ha tại Tây Mỗ và Vinhomes Grand Park 272 ha tại Quận 9. Mỗi dự án có khoảng hơn 40,000 căn hộ và hàng ngàn biệt thự và shophouse. Chúng tôi hy vọng nguồn cung sẽ đáp ứng nhu cầu trong 3-4 năm tới.

Các dự án này sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của VHM trong giai đoạn 2019-2023.

3 dự án lớn Vinhomes



Tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2019 và 2020 dự kiến lần lượt 18.2% và 26.2%.

Kế hoạch mở rộng trung tâm thương mại mới rất hấp dẫn.

Hệ sinh thái Vingroup tạo nền tảng giúp tỷ lệ lấp đầy cao và tăng trưởng dài hạn cho VRE.

MUA

Khuyến nghị

VND 34,300
26/6/2019



Ngày khuyến nghị	26/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND 34,300
Giá mục tiêu	VND 45,200
Upside	32%
Vốn hóa (tỷ đồng)	80,926
Khoảng giá 52 tuần	27,000-45,400
Giá trị giao dịch TB ngày	2,100,000
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	32%

VND 45,200

Giá mục tiêu

32 %
Upside

Công ty Cổ phần Vincom Retail (HSX-VRE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 45,200

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2019 và 2020 dự kiến lần lượt 18.2% và 26.5%. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2019 và 2020 lần lượt là 9,125 tỷ đồng (+ 0% yoy) và 11,154 tỷ đồng (+ 22.2% yoy). Chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận ròng trong năm 2019 và 2020 sẽ lần lượt đạt 2,841 tỷ đồng (18.2% yoy) và 3,594 tỷ đồng (26.5% yoy) nhờ các trung tâm mới ra mắt vào năm 2018 và 2019, tỷ lệ lấp đầy và giá thuê cao hơn.

Kế hoạch mở rộng trung tâm thương mại mới cho thuê rất hấp dẫn. Chúng tôi ước tính VRE sẽ mở 13, 27 và 27 trung tâm vào năm 2019, 2020 và 2021. Diện tích sàn cho thuê được dự báo sẽ đạt lần lượt 1.6 triệu, 2.1 triệu và 2.7 triệu m2 vào năm 2019, 2020 và 2021. Chúng tôi dự báo các trung tâm mới sẽ giúp lợi nhuận sau thuế của năm 2021 và 2022 đạt 4,549 tỷ đồng (26.5% yoy) và 5,895 tỷ đồng (29.6% yoy).

Hệ sinh thái Vingroup tạo nền tảng tỷ lệ lấp đầy cao và tăng trưởng dài hạn cho VRE. Các trung tâm thương mại của VRE chủ yếu nằm trên khu vực đông đúc của các dự án Vinhomes để người thuê sẵn sàng thuê để tiếp cận cư dân có thu nhập cao để cải thiện doanh số. Bên cạnh đó, Vingroup hiện đang sở hữu quỹ đất lớn khoảng 17.600ha để hỗ trợ VRE tăng diện tích sàn cho thuê và đảm bảo sự tăng trưởng dài hạn.

Định giá

Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi là 45,200 đồng / cổ phiếu dựa trên phương pháp vốn hóa. Khuyến nghị **NĂM GIỮ** đến từ việc định giá, tăng trưởng thu nhập, các trung tâm thương mại mới trong vài năm tới. VRE hiện đang giao dịch ở mức P/E 2019 là 28.7 lần, tương đương với các công ty cho thuê bán lẻ hàng đầu ở Thái Lan và Philippines.

Đơn vị: triệu VND	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	9,123,952	9,125,024	11,153,574	14,122,548
EBIT	3,428,056	3,849,671	4,904,589	6,313,530
Lợi nhuận ròng	2,404,386	2,841,802	3,594,450	4,548,727
Lợi nhuận ròng (cơ bản)	2,404,386	2,841,802	3,594,450	4,548,727
EPS (VND)	1,032	1,220	1,543	1,953
Tăng trưởng EPS (%)	19%	18%	27%	27%
P/E (x)	33.2	28.1	22.2	17.6
EV/EBITDA (x)	22.4	19.1	15.0	11.8
DPS (VND)	0	1,050	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	0%	0%
P/B (x)	2.8	2.7	2.4	2.1
ROE (%)	9%	10%	12%	13%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	10%	13%	16%	24%

Source: MBS Research

Dự báo lợi nhuận ròng của NLG trong năm 2019 là 1,128 tỷ đồng (+48% yoy)

Dự án Mizuki và WaterPoint Giai đoạn 1 dự kiến ghi nhận số lượng lớn trong năm 2019.

Phát triển quỹ đất mới hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.

NĂM GIỮ

Khuyến nghị

VND 29,500
26/06/2019



NAM LONG

Ngày khuyến nghị	26/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND 29,500
Giá mục tiêu	VND 33,500
Upside	13.5%
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,054
Khoảng giá 52 tuần	24.100-37.600
Giá trị giao dịch TB ngày	873,000
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	49%

VND 33,500

Giá mục tiêu

13.5 %
Upside

Công ty cổ phần Đầu tư Nam Long (HSX-NLG)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 33,500

Luận điểm đầu tư

Kế hoạch doanh thu hợp nhất và lợi nhuận ròng của NLG lần lượt là 3,485 tỷ đồng và 965 tỷ đồng (+ 0.14% yoy và 25% yoy so với năm 2018). Chúng tôi tiến hành điều chỉnh lại dự báo doanh thu và thu nhập của NLG trong năm 2019. Dự báo lợi nhuận ròng của NLG trong năm 2019 là 1,128 tỷ đồng (+ 48% yoy), cao hơn 26.5% so với dự báo trước đây của chúng tôi vì chúng tôi tin rằng công ty có thể ghi nhận lợi nhuận tốt hơn từ các công ty liên kết.

Lợi nhuận lớn được ghi nhận từ các công ty liên kết. Kế hoạch doanh thu năm 2019 của công ty từ các công ty liên kết khoảng 4,345 tỷ đồng (cao hơn 52,5% so với dự báo trước đó của chúng tôi) do doanh thu cao hơn dự kiến từ dự án Mizuki và các lô đất nền trong dự án WaterPoint Giai đoạn 1 trong năm 2019. Chúng tôi cho rằng NLG sẽ ghi nhận 571 tỷ đồng lợi nhuận từ các công ty liên kết trong năm 2019.

Phát triển quỹ đất mới hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. Chiến lược của công ty là tập trung vào phát triển các dự án ở các thành phố như Đồng Nai, Cần Thơ và Hải Phòng với tốc độ tăng trưởng cơ sở hạ tầng nhanh, có triển vọng tốt. Hiện tại, 36,7% tổng quỹ đất của công ty được đặt tại các tỉnh này, điều này có thể đảm bảo cho sự tăng trưởng của NLG trong dài hạn.

Định giá

Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi là 33,500 đồng / cổ phiếu dựa trên phương pháp RNAV. Cổ phiếu của NLG hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 8,8% cho RNAV. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**.

Đơn vị: triệu VND	FY18	FY19F	FY20F
Doanh thu	3,479,608	3,082,968	946,821
EBIT	1,164,413	1,385,059	796,038
Lợi nhuận ròng	763,471	1,127,899	742,730
Lợi nhuận ròng (cơ bản)	763,471	1,127,899	742,730
EPS (VND)	3,193	4,717	3,106
Tăng trưởng EPS (%)	43%	48%	-34%
P/E (x)	9.2	6.3	9.5
EV/EBITDA (x)	4.5	4.6	8.6
DPS (VND)	390	300	1,000
Tỷ suất cổ tức (%)	1%	1%	4%
P/B (x)	1.33	1.05	0.98
ROE (%)	20%	22%	13%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	22%	11%	7%

Source: MBS Research

Theo đó LNST 2019-2020 dự kiến tăng trưởng lần lượt 22% và 55%

Centrosa đóng góp doanh thu trên 7,000 tỷ, LNST hạch toán trên 1.800 tỷ đồng

Mảng thủy điện hứa hẹn đảm bảo lợi nhuận ổn định trong dài hạn với các dự án hiện hữu và đang đầu tư

MUA

Khuyến nghị

VND 31,800
26/06/2019



Ngày khuyến nghị	26/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND 31,800
Giá mục tiêu	VND 39,600
Upside	25%
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.764
Khoảng giá 52 tuần	26,100-44,600
Giá trị giao dịch TB ngày	292,000
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	15.8%

VND 39,600

Giá mục tiêu

25 %
Upside

Công ty cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HSX-HDG)

MUA; Giá mục tiêu: VND 39,600

Luận điểm đầu tư

KQKD 2019-2020 đạt mức kỷ lục. Trong 2 năm 2019-2020, HDG sẽ bàn giao dự án Centrosa với doanh thu trên 7,000 tỷ, LNST hạch toán trên 1,800 tỷ. Mạng điện cũng có sự tăng trưởng khi nhà máy thủy điện Nhận Hạc bắt đầu hoạt động từ Q3/2018, nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 hoạt động từ tháng 6/2019. Theo đó LNST 2019-2020 dự kiến tăng trưởng lần lượt 22% và 55%.

Quỹ dự án BĐS gối đầu còn khá dồi dào: các dự án nằm tại nội thành Hà Nội (Phan Đình Giót, Dịch Vọng, An Khánh); HCM (quận 8), Nha Trang (đường Trần Phú), Vũng Chăn (Lào).

Mạng thủy điện hứa hẹn đảm bảo lợi nhuận ổn định trong dài hạn với các dự án đang hoạt động Za Hưng, Nậm Pông, Nhận Hạc, Hồng Phong 4 và các dự án đang xây dựng như Sông Tranh 4, Dak Mi 2, Tiến Thành, Ninh Sim.

Kế hoạch phát hành 1,500 tỷ trái phiếu kèm quyền chuyển đổi cổ phiếu giá 55,000 VND/cp.

Định giá

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG, với giá mục tiêu 12 tháng là 39,600 VND/cp, dựa trên phương pháp NAV.

Đơn vị: triệu VND	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu (tỷ VND)	2,297	3,221	4,588	6,531
EBIT (tỷ VND)	435	1,058	1,324	1,984
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	178	633	774	1,200
EPS (VND)	1,878	5,498	6,522	10,106
Tăng trưởng EPS (%)	-24%	193%	19%	55%
P/E (x)	16.6	5.7	4.8	3.1
EV/EBITDA (x)	9.1	4.7	4.4	3.1
P/B (x)	2.3	2.1	1.7	1.2
ROE (%)	15%	41%	39%	45%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	90%	71%	66%	55%

Source: MBS Research

Hoạt động kinh doanh BĐS:

Trong năm 2019, HDG sẽ triển khai và mở bán một loạt các dự án BĐS mới như sau:

- Hà Đô Dragon City (Hoài Đức, HN): 493 căn thấp tầng, diện tích thương phẩm khoảng 5ha.
 - Noong Tha phân kỳ 1 (Viêng Chăn, Lào): quy mô 7,4 ha/74,85 ha toàn dự án, bao gồm các sản phẩm thấp tầng. Đây là dự án tiềm năng lớn nhất của HDG sau Centrosa, có lợi thế nằm tại trung tâm thủ đô Lào và là dự án BĐS duy nhất được cấp sổ đỏ vĩnh viễn.
 - Dự án Hà Đô Green Lane (Q8, Tp.HCM): quy mô 1,000 căn hộ, doanh thu ước tính khoản 1.500 tỷ.
- Các dự án giai đoạn 2020 về sau:
- Dự án chung cư 62 Phan Đình Giót quy mô 2.23ha bao gồm khu thấp tầng và 3 tòa chung cư 36 tầng.
 - Dự án dự án khu khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng Bảo Đại (Nha Trang) do Alila quản lý, quy mô khoảng 35 biệt thự nghỉ dưỡng, 114 Khách sạn và các khu dịch vụ khác
 - Dự án HH Dịch Vụ: quy mô 1ha gồm một tòa tháp đôi cao 47 tầng.
 - Dự án văn phòng cho thuê tại Tạ Quang Bửu

Hoạt động kinh doanh năng lượng tái tạo

Nhà máy	Loại hình	Công suất (MW)	Sản lượng trung bình (triệu kWh)	Năm hoạt động	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
ZA Hưng	Thủy điện	30	123	2009	503
Nậm Pông	Thủy điện	30	123	2013	796
Nhạn Hạc	Thủy điện	59	220	Q3/2018	1,881
Hồng Phong 4	Điện mặt trời	48	90-95	Q2/2019	1,200
Sông Tranh 4	Thủy điện	48	180	Q2/2020	1,700
Dak Mi 2	Thủy điện	98	415	Q3/2020	3,100
Tiến Thành	Điện gió	N/A	N/A	N/A	N/A
Ninh Sim	Điện mặt trời	45	80-90	N/A	1,200

Source: MBS Research