

NGÀNH XÂY DỰNG DÂN DỤNG

Báo cáo cập nhật ngành

30/06/2017

Nguyễn Ngọc Hoàng

Utilities and Industrial Analyst

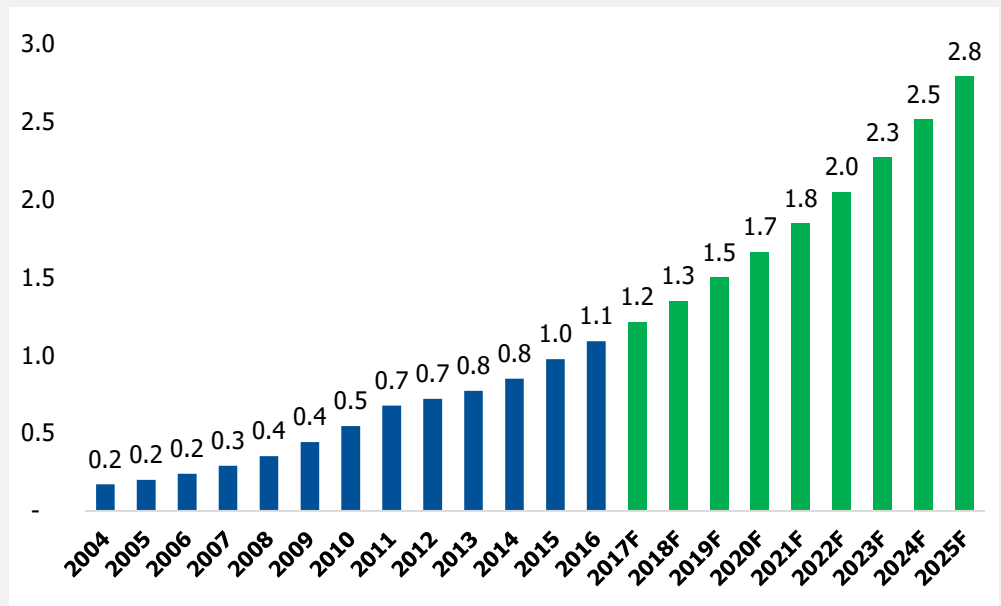
E: Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn

M: +84 913 433 423

Khi rủi ro tăng cao, ai là người có bước chuyển mình hợp lý?

2016 là một năm kỷ lục của ngành xây dựng Việt Nam. Theo Tổng cục Thống kê, giá trị sản xuất ngành xây dựng ước đạt gần 1,1 triệu tỷ đồng. Ngành xây dựng vẫn tiếp tục giữ được mức tăng trưởng 2 con số ở mức 11,8%. **Tốc độ tăng trưởng cao được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2017.** Tốc độ tăng trưởng kép của toàn ngành giai đoạn 2003 – 2016 lên đến 16,7%/năm và ước tính tiếp tục giữ mức 11,27% (giả định làm phát 5%) trong năm 2017.

Biểu 03 – Dự phóng giá trị sản xuất ngành xây dựng Việt Nam (Triệu tỷ VND)



Nguồn: GSO, BMI, MBS Research

Tổng quan tình hình thị trường bất động sản nửa đầu năm 2017

Nhìn chung, diễn biến thị trường bất động sản nửa đầu năm 2017 vẫn duy trì khả quan.

Lượng giao dịch và giá bán duy trì tương đối ổn định, rủi ro đối với thị trường giai đoạn này vẫn ở mức thấp không đáng ngại. Tồn kho bất động sản tiếp tục giảm, nhưng tốc độ giảm đã chậm lại, lượng tồn kho chủ yếu là đất nền tại các dự án xa trung tâm chưa có hạ tầng đầy đủ.

Tốc độ tiêu thụ căn hộ tăng mạnh trong quý 02/2017. Cụ thể, quý 02/2017 đón nhận tổng cộng 9.580 căn chào bán mới từ 31 dự án. Mặc dù thấp hơn cùng kỳ năm trước 7%, số căn chào bán mới trong quý 02/2017 tăng 80% so với quý trước. Theo CBRE, trong nửa đầu năm, khách mua là người nước ngoài tự tin và đa dạng hơn. Người nước ngoài chiếm 59% số lượng giao dịch thành công. Singapore, Đài Loan, Hàn Quốc và Hồng Kông là những khách hàng sôi nổi, tích cực nhất.

Ngoài diễn biến thị trường, chính sách đáng chú ý nhất trong 6 tháng qua là việc Quốc hội thông qua Nghị quyết về xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng. Nghị quyết này sẽ có hiệu lực kể từ ngày 15/08/2017 góp phần làm lành mạnh hoạt động tín dụng, xử lý hiệu quả tài sản bảo đảm mà phần lớn là bất động sản, tạo thêm nguồn lực cho nền kinh tế và giúp tái khởi động các dự án bất động sản đã bị thế chấp hoặc ngừng triển khai trong nhiều năm qua.

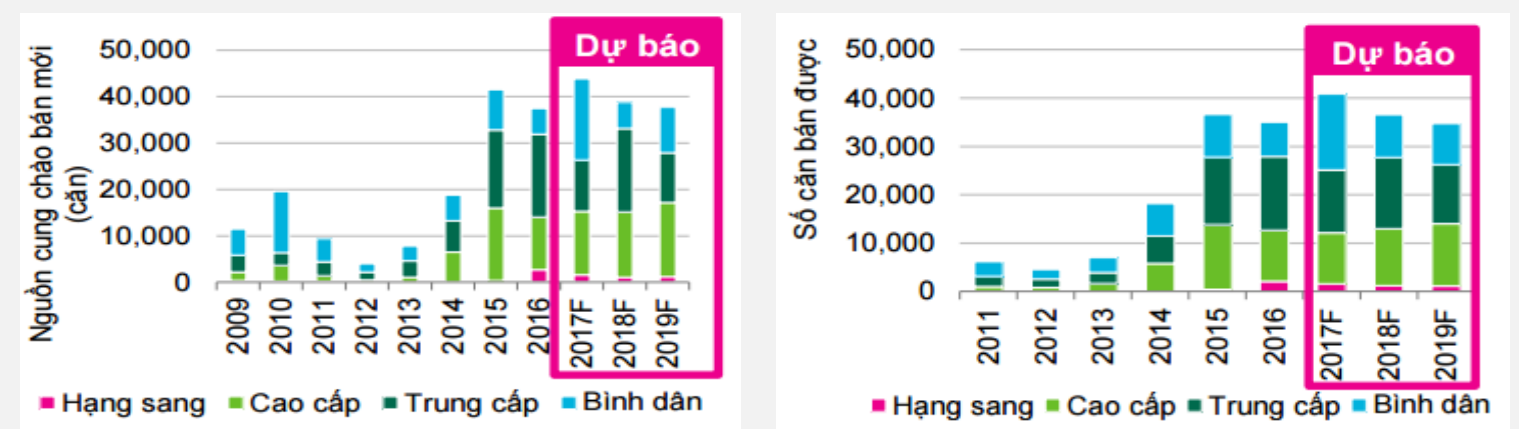
Bên cạnh đó, Nhà nước vẫn duy trì chính sách siết tín dụng vào BĐS: Theo HoREA, trong 6 tháng đầu năm 2017, tín dụng bất động sản có mức tăng trưởng đạt 6,35%. Lãi suất ổn định, riêng lãi suất vay mua nhà xã hội giữ ở mức 4,8%. Tuy nhiên do thực hiện lộ trình hạn chế dần tín dụng vào thị trường bất động sản theo Thông tư 06/2016/TT-NHNN, doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn hơn khi tiếp cận nguồn tín dụng mới.

Nhìn toàn cảnh, thị trường bất động sản 6 tháng đầu năm còn tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro như có dấu hiệu lệch pha cung - cầu, chủ yếu lệch về phân khúc bất động sản cao cấp. Nguồn vốn tín dụng của các ngân hàng và nguồn vốn xã hội đổ vào thị trường có xu hướng tập trung vào một số doanh nghiệp lớn và phân khúc bất động sản cao cấp, du lịch nghỉ dưỡng. Đồng thời đã có sự gia tăng nhiều nhà đầu tư kinh doanh thứ cấp, trong khi đó, phân khúc thị trường nhà ở xã hội, nhà ở thương mại vừa túi tiền có tính thanh khoản cao thì "cung" lại không đủ "cầu".

Chúng tôi nhận thấy ngành xây dựng Việt Nam những năm tới sẽ đối diện với 02 xu hướng thay đổi lớn:

- (1) **Thay đổi thứ nhất chính là sự chuyển dịch giữa các phân khúc trong thị trường bất động sản.** Thị trường bất động sản tại TP HCM và Hà Nội đang bắt đầu có dấu hiệu mất cân bằng giữa nguồn cung và nhu cầu tại các phân khúc, điều này đòi hỏi các nhà thầu xây dựng phải thật sự nắm bắt được thị trường, thấu hiểu các chủ đầu tư để có thể duy trì đà tăng trưởng và giảm thiểu những rủi ro liên quan đến dòng tiền.

Biểu 03 – Dự báo thị trường căn hộ TP HCM, nguồn cung chào bán mới và số căn chào bán được.

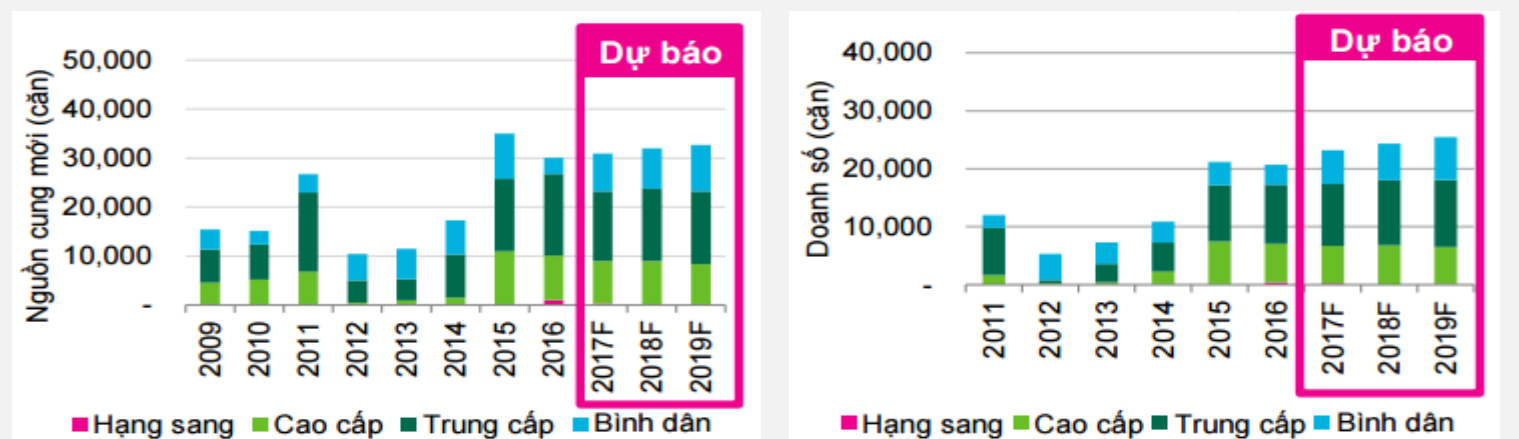


Nguồn: CBRE

Theo CBRE, thị trường căn hộ TP HCM năm 2017 được dự báo sẽ tập trung hơn vào thị phần bình dân và trung cấp với **gần 40% tổng số căn mới chào bán thuộc phân khúc bình dân – là phân khúc có nhu cầu lớn nhất, phù hợp với đa số người dân.** Các chủ đầu tư lớn rất nhanh nhạy trong việc nhìn thấy sự mất cân bằng này và tích cực điều chỉnh dự án của mình sao cho phù hợp với xu hướng của thị trường. Điển hình là Vingroup có kế hoạch xây dựng 02 dự án phân khúc bình dân (VinCity) tại quận 9 và huyện Bình Chánh. Chính vì vậy, phân khúc bình dân được dự báo sẽ chiếm lĩnh đến hơn 40% tổng số căn hộ bán được tại TP HCM trong năm 2017.

Thị trường Hà Nội cũng có những nét tương đồng với TP HCM, đặc biệt là việc sẽ chào đón một lượng cung lớn đến từ các dự án bình dân từ năm 2017.

Biểu 03 – Dự báo thị trường căn hộ Hà Nội, nguồn cung chào bán mới và số căn chào bán được.



Nguồn: CBRE

(2) Thay đổi đáng chú ý thứ hai chính là sự bùng nổ của các dự án hạ tầng giao thông. Cơ sở hạ tầng đóng vai trò sống còn đối với sự phát triển của thị trường bất động sản cũng như hoạt động giao thương, phát triển kinh tế. Rất nhiều công trình mới như cầu vượt, hầm chui, tàu điện trên cao, đường cao tốc,... đã được xây dựng để theo kịp tốc độ này. Theo Bộ giao thông vận tải, Việt Nam cần đến 48 tỷ đô cho phát triển hạ tầng giao thông trong 5 năm tới, trong khi đó ngân sách chỉ đáp ứng được khoảng 37,2%, vốn ODA tài trợ 28,2%, phần còn lại đóng góp từ các nguồn khác lên đến 34,4%. Do đó, hình thức hợp tác công – tư (PPP) kỳ vọng sẽ là lời giải cho sự phát triển hạ tầng trong trường hợp thiếu hụt nguồn vốn ODA. Các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng cầu đường thường có giá trị thấp hơn nhưng đem lại biên lợi nhuận cao và thời gian thi công ngắn hơn so với các dự án xây dựng cao ốc, chung cư. Do đó, nắm bắt được xu hướng này sẽ là động lực tăng trưởng mới cho các doanh nghiệp xây dựng trong bối cảnh thị trường bất động sản chịu tính chu kỳ rất lớn.

Luận điểm đầu tư: Những sự chuyển biến lớn trong thị trường xây dựng từ năm 2017 sẽ tạo ra cơ hội mới cho những doanh nghiệp biết nắm bắt, tuy nhiên cũng sẽ tạo ra rủi ro cho những doanh nghiệp chậm thay đổi. Chúng tôi nhận thấy 02 nhà thầu xây dựng dân dụng lớn nhất trên sàn hiện nay là Coteccons (CTD) và Hòa Bình (HBC) đều đang tích cực thay đổi chính mình để thích ứng với chu kỳ ngành.

Đối với CTD, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp vẫn giữ vững lợi thế của mình trong việc lựa chọn, thẩm định nhà thầu uy tín, hạn chế tối đa rủi ro đến từ các khoản phải thu. Doanh nghiệp cũng đang dịch chuyển mạnh mẽ cơ cấu các dự án của mình để không còn quá tập trung vào phân khúc căn hộ trung – cao cấp như hiện tại mà chuyển sang các dự án bình dân và công nghiệp nơi có nhu cầu cao và ổn định hơn trong tương lai. Bên cạnh đó, CTD đang tận dụng lợi thế của mình để nắm bắt những cơ hội trên thị trường bất động sản, văn phòng và ngành cơ sở hạ tầng.

Đối với HBC, điểm tích cực lớn nhất của HBC chính là một loạt dự án được ký mới liên tục trong nửa cuối 2016 và năm 2017 giúp doanh nghiệp có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc liên tục ký mới các dự án căn hộ cũng sẽ đem lại rủi ro rất lớn về mặt dòng tiền cho HBC nếu doanh nghiệp không thể quản lý tốt. Để đối mặt với sự suy giảm của chu kỳ bất động sản trong tương lai, HBC chọn cách bước ra tìm kiếm cơ hội ở thị trường nước ngoài. Trong tháng 05/2017, HBC đã ký kết hợp tác với Công ty Kỹ thuật và Xây dựng HOT nhằm phát triển thị trường ra Trung Đông, cụ thể là Kuwait.

Do đó, mặc dù không còn giữ mức tăng trưởng thần tốc như ở giai đoạn trước, chúng tôi vẫn đánh giá cao đội ngũ và định hướng chiến lược đúng đắn của CTD trong giai đoạn tới, giai đoạn doanh nghiệp tăng trưởng ổn định và phát triển bền vững hơn. CTD vẫn là một cơ hội đầu tư tốt đối với các nhà đầu tư dài hạn nhờ những lợi thế cạnh tranh bền vững của mình. Đối với HBC, câu chuyện tăng trưởng sẽ là điểm hấp dẫn nhất đối với HBC trong năm 2017, tuy nhiên rủi ro về dòng tiền vẫn là điều mà nhà đầu tư nên cân nhắc đối với cổ phiếu này.

(Chúng tôi sẽ tiến hành cập nhật cụ thể cả 02 cơ hội đầu tư này trong báo cáo cập nhật kết quả kinh doanh quý 02/2017 sắp tới).

CTD [KHẢ QUAN +11%]: Khẳng định vị thế dẫn đầu.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2015	2016	2017F
Doanh thu	13.669	20.783	26.958
Lợi nhuận ròng	666	1.422	1.879
Biên LN ròng	4,9%	6,8%	7,0%
EPS (VND)	14.215	18.457	24.400
ROE	20,5%	22,8%	23,6%
P/E		10,8x	8,0x

Nguồn: BCTC CTD và MBS dự phóng

Năm 2016 là một năm vô cùng thành công đôi với CTD khi nhà thầu xây dựng số một Việt Nam đã ghi nhận kết quả kinh doanh kỷ lục với doanh thu 20.783 tỷ đồng (+52% yoy), trong khi đó biên lợi nhuận tiếp tục được cải thiện mạnh giúp lợi nhuận ròng lên đến 1.422 tỷ đồng (+113%).

Ở mức giá hiện tại, thị trường có lẽ đang đặt dấu hỏi lớn cho tiềm năng tăng trưởng của CTD trong bối cảnh rủi ro của thị trường BĐS đang dần hiện hữu rõ hơn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá CTD là một cơ hội đầu tư tốt cho năm 2017 và cho dài hạn bởi những lý do sau:

- **Khối lượng công việc vẫn sẽ tiếp tục được đảm bảo** nhờ giá trị hợp đồng chuyển tiếp rất lớn, lên đến gần 27 nghìn tỷ đồng, chỉ cao hơn một chút cho so với khoảng 23 nghìn tỷ của HBC. Chúng tôi cho rằng CTD hoàn toàn có thể ký được nhiều hơn con số này nhưng với vị thế lớn của mình cùng việc thẩm định chủ đầu tư rất thận trọng, đảm bảo cho mức tăng trưởng doanh thu một cách an toàn.

Tổng giá trị hợp đồng ký mới	32.538
Giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2015	15.100
Doanh thu năm 2016	20.782
Giá trị hợp đồng chuyển tiếp sang 2017 – 2018	26.855

- Việc thị trường BĐS có sự chuyển biến, đặc biệt là sự nổi lên của phân khúc bình dân – phân khúc an toàn và có nhu cầu thật, phù hợp với đại đa số người dân. Không nằm ngoài xu hướng này, CTD và Vingroup đang nghiên cứu thực hiện một loạt dự án VinCity – dự án căn hộ bình dân (mức giá tầm 700 triệu đồng/căn 1 phòng ngủ). Mặc dù dự kiến các dự án này sẽ khởi công vào tháng 04/2017 nhưng đến nay chủ đầu tư vẫn chưa công bố chính thức, chúng tôi cho rằng đây là bước đi thận trọng của cả 02 bên trước một dự án có quy mô lớn như Vincity. Nếu chuỗi dự án rất lớn này chính thức được khởi động sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu rất lớn cho CTD trong 5 năm tới.

Dự án	Diện tích	Thời gian thực hiện dự kiến
Vincity Gia Lâm	127ha đất và 7.7 triệu m ² sàn	Tháng 4/2017
Vincity Quận 9	300ha đất và 3.7 triệu m ² sàn	Tháng 4/2017

Nguồn: CTD

- **Việc chuyển hướng sang các mảng kinh doanh khác trong chuỗi giá trị sẽ là bước đi đúng đắn để giảm thiểu rủi ro từ thị trường BĐS và đảm bảo mức tăng trưởng bền vững trong tương lai.** Ngoài việc đầu tư vào mảng hạ tầng thông qua FCC, CTD còn tiến hành mua lại một số dự án có suất sinh lợi tốt như Hồ Tràm Strip, Panorama,...
- **Biên lợi nhuận vẫn còn dư địa để gia tăng.** Có những yếu tố để CTD tiếp tục gia tăng biên lợi nhuận nhờ (1) gia tăng tỷ lệ các dự án D&B trong tổng doanh thu năm 2017, (2) chiến lược M&A một số công ty trong ngành vật liệu xây dựng có biên lợi nhuận cao để hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng.

Với những yếu tố vừa nêu trên, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CTD năm 2017 sẽ đạt mức 26.958 tỷ đồng (+29,7% yoy) và 1.879 tỷ đồng (+32,1% yoy). Tương đương với mức EPS 2017F đạt 24.400 đồng/cp.

Luận điểm đầu tư: Với những luận điểm đó, chúng tôi đánh giá CTD đang có những bước chuyển mình vô cùng đúng đắn để hạn chế rủi ro và đảm bảo mức tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Chúng tôi vẫn đánh giá CTD vẫn sẽ giữ vững vị thế số một trong ngành của mình. Ở mức giá hiện tại, CTD đang giao dịch ở mức P/E 2017F là 8x, theo đó, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTD với mức giá mục tiêu 12 tháng là **240.000 đồng/cp**.

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)

Cao su, sẫm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

Lâm Trần Tấn Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

MBS Institutional sales

Nguyễn Thị Minh Phương (phuong2.nguyenminh@mbs.com.vn)

Trương Hoa Minh (Minh.TruongHoa@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.