

VFS

Chiến thuật đầu tư cổ phiếu bất động sản

13/10/2014



GIỚI THIỆU

Hiện nay, xu hướng phân hóa trên cả hai sàn đang ngày càng rõ nét. Theo chúng tôi, khả năng rất lớn là dòng tiền sẽ không ào ạt như thời gian qua mà sẽ có xu hướng chuyển từ nhóm ngành này sang nhóm ngành khác, từ những cổ phiếu đã tăng giá đáng kể sang các cổ phiếu chưa tăng nhiều của các công ty tiềm năng. Mức độ phân hóa của thị trường đang ngày càng tăng.

Vừa qua, chúng ta đã chứng kiến sự thăng hoa của nhóm ngành dầu khí khi dòng tiền tập trung vào nhóm ngành này. Nhóm ngành dầu khí nói chung đã tăng khá mạnh, khi dòng tiền rút bớt khỏi nhóm ngành này, nếu có thêm dòng tiền mới đổ vào thị trường, nhóm ngành nào sẽ là điểm đến mới? Chúng tôi nghĩ đây là câu hỏi quan trọng và khá thú vị.

Trong khuôn khổ bài viết này, chúng tôi sẽ tập trung nghiên cứu và mạnh dạn đề xuất một chiến thuật đầu tư hợp lý vào nhóm cổ phiếu ngành bất động sản. Chúng tôi sẽ cố gắng tìm ra câu trả lời tốt nhất cho câu hỏi: Nếu dòng tiền đổ vào ngành bất động sản, cổ phiếu hoặc nhóm cổ phiếu nào có sức bật cao nhất?

Chúng tôi đã tiến hành khảo sát dữ liệu của 63 công ty bất động sản trong khoảng thời gian thị trường bất động sản bắt đầu phục hồi (từ đầu năm 2013 đến nay). Kết quả nghiên cứu của chúng tôi đã cho thấy, trong thời kỳ thị trường bất động sản phục hồi, cổ phiếu có hệ số P/B càng thấp, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu đó càng cao. Theo đó, nhóm cổ phiếu bất động sản có $P/B \leq 0.5$ tăng giá đến 98%; trong khi đó, nhóm cổ phiếu có P/B từ 0.5 đến 1 chỉ tăng giá 23% và nhóm cổ phiếu có $P/B \geq 1$ lại giảm 23%, trong kỳ nghiên cứu.



THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN ĐÃ SUY GIẢM LIÊN TỤC 3 NĂM

Liên tục trong ba năm: Từ 2011 đến hết 2013, thị trường bất động sản đã suy giảm nhanh chóng cả về mức giá lẫn số lượng giao dịch. Theo các nghiên cứu của Savills, CBRE... trong 3 năm này, giá bất động sản đã giảm trung bình 10% mỗi năm. Nhiều dự án có mức giá sụt giảm đến 50%. Thanh khoản gần như đóng băng; Đến cuối năm 2013, tồn kho trong ngành bất động sản mặc dù đã giảm nhưng vẫn ở mức gần 100,000 tỷ đồng (số liệu của Bộ Xây dựng).

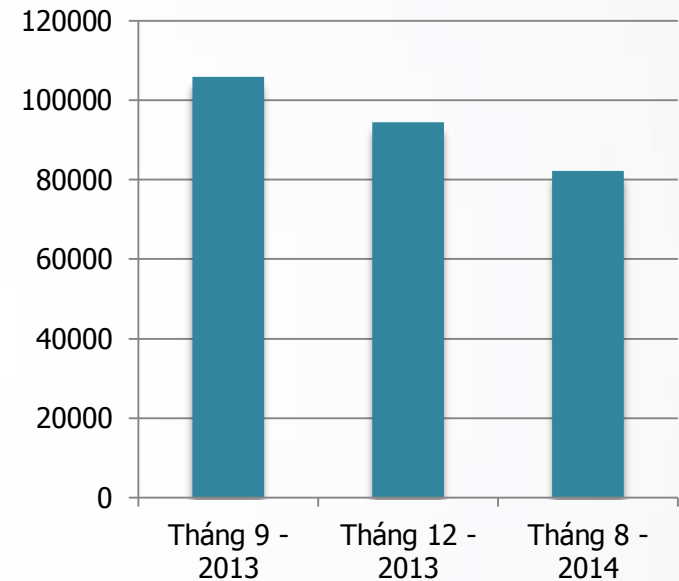
BẮT ĐẦU PHỤC HỒI TỪ CUỐI 2013

Đến nay, khi nhìn lại chúng ta có thể nói: Năm 2013 đã là đáy của thị trường bất động sản: Số giao dịch đã tăng lên thấy rõ từ cuối năm 2013, ví dụ: tại thành phố Hồ Chí Minh, số lượng giao dịch bất động sản 6 tháng cuối năm 2013 đã tăng gấp 4 lần so với 6 tháng đầu năm. Sự phục hồi không hoàn toàn rõ nét, nhưng so với tình hình của 3 năm trước đó thì có thể nói: “cục băng” bất động sản bắt đầu tan chảy từ năm 2013.

SÔI ĐỘNG TỪ 2014

Từ đầu năm đến nay, sự phục hồi của thị trường bất động sản đang càng trở nên rõ nét hơn thể hiện qua số lượng giao dịch, giá cả tăng, tồn kho giảm và tín dụng dành cho ngành có mức cải thiện.

Tồn kho bất động sản cả nước
đơn vị: tỷ đồng
(Nguồn: Bộ xây dựng, VFS Research)



Giao dịch sôi động hơn, giá cũng tăng nhẹ:

Theo báo cáo của Bộ Xây dựng, tại Hà Nội, 6 tháng đầu năm 2014 đã có khoảng 4,000 giao dịch thành công, gấp 2 lần so với cùng kỳ 6 tháng đầu năm 2013. Con số này tại thành phố Hồ Chí Minh là 4,500 giao dịch, cao hơn 30% so với cùng kỳ 2013.

Theo Savills, tại Hà Nội, số lượng căn hộ bán ra trong 9 tháng đầu năm 2014 đạt 6,550 căn, tăng 66% so với cùng kỳ 2013. Mức giá bán căn hộ trung bình tại Hà Nội cũng đã tăng từ 2%-3%. Còn tại thành phố Hồ Chí Minh, số lượng căn hộ bán ra trong 9 tháng đầu năm 2014 đạt 3,104 căn, tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ 2013. Giá bán căn hộ tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh cũng tăng từ 1.4% đến 5.4% so với cùng kỳ.

Tồn kho đang giảm nhanh:

Bên cạnh 2 chỉ số quan trọng là giá bán và số lượng giao dịch đã được cải thiện thấy rõ trong hơn một năm qua, sự phục hồi của thị trường bất động sản Việt Nam còn thể hiện rõ nét ở số lượng hàng tồn kho toàn ngành. Nếu như tại quý 3 năm 2013, con số tồn kho mà Bộ Xây dựng công bố là 106,000 tỷ đồng, thì sau một năm, tồn kho đã giảm 23%, chỉ còn 82,300 tỷ đồng vào tháng 8 năm 2014.

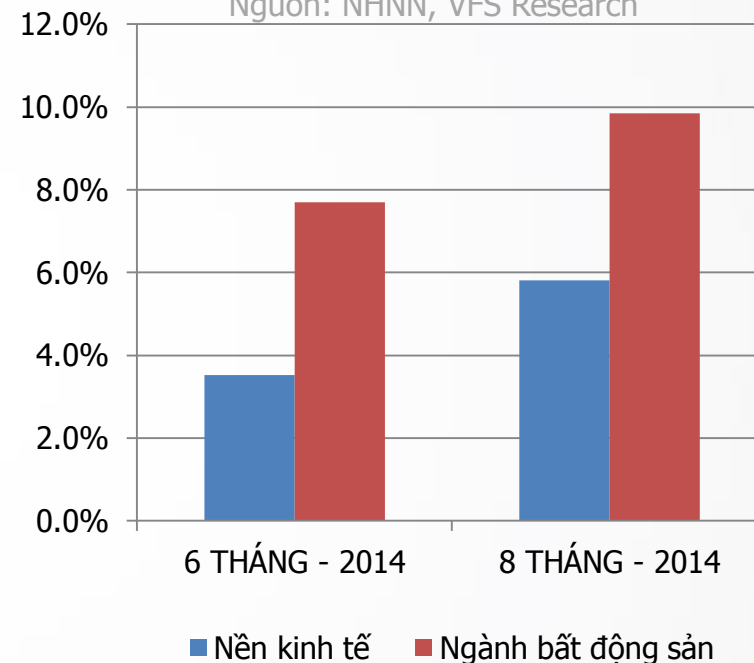
Tín dụng cho ngành đang tăng cao:

Một chỉ số khác – tăng trưởng tín dụng cho ngành bất động sản, trong mối tương quan với tăng trưởng tín dụng của toàn nền kinh tế, cũng phản ánh rõ nét sự phục hồi của ngành bất động sản Việt Nam. Sáu tháng đầu năm 2014, tăng trưởng tín dụng cả nước chỉ đạt 5.82%, thì tăng trưởng tín dụng của riêng ngành bất động sản đã ở mức gần 10% so với đầu năm.

Tăng trưởng tín dụng

so với đầu năm

Nguồn: NHNN, VFS Research



CƠ HỘI TỪ SỰ PHỤC HỒI CỦA NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Nếu thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi như thời gian qua, sẽ có nhiều doanh nghiệp trong ngành kinh doanh khởi sắc hơn, và nếu dòng tiền trên thị trường chứng khoán phản ánh xu hướng này, sóng cổ phiếu bất động sản sẽ nổi lên.

Khi đó, cổ phiếu nào, hay nhóm cổ phiếu nào sẽ có khả năng tăng trưởng tốt hơn? Nói cách khác, có chiến thuật nào hiệu quả để tận dụng tốt sự phục hồi của ngành bất động sản ?



CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN

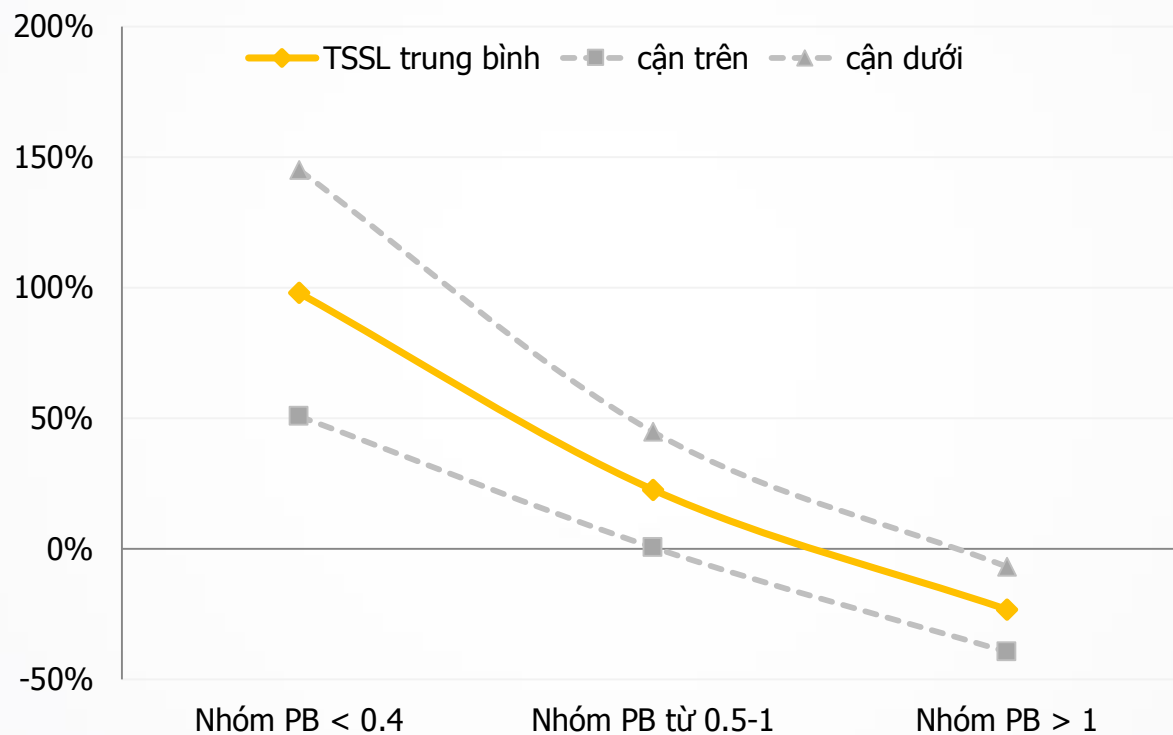
Theo chúng tôi, ngành bất động sản có những đặc thù riêng, vì vậy, phương pháp định giá và đầu tư vào cổ phiếu ngành này cũng có một số khác biệt nhỏ so với các phương pháp chung phổ biến hiện nay.

Khả năng thành công của nhà đầu tư phụ thuộc rất lớn vào giá trị gia tăng mà các công ty bất động sản tạo ra trong quá trình họ đầu tư và kinh doanh nhà đất. Thông thường, nếu một công ty có thể tạo ra tài sản ròng (net asset value) thực tế càng cao hơn so với giá bán của công ty đó trên thị trường chứng khoán, thì cổ phiếu của công ty đó thường tăng giá càng cao.

Chúng tôi đã tiến hành nghiên cứu kỹ về khả năng sinh lợi của cổ phiếu các công ty trong ngành bất động sản, và thấy rằng, đối với đặc trưng của ngành này, hệ số P/B là quan trọng hơn nhiều so với hệ số P/E. Trong khi không thấy có tương quan rõ nét giữa hệ số P/E và tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu tương ứng trong các thời kỳ, thì chúng tôi lại phát hiện ra rằng: Tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu các công ty có tương quan chặt chẽ với hệ số P/B của nó, đặc biệt trong giai đoạn mà ngành bất động sản phục hồi.

	P/B ≤ 0.5	0.5 < P/B < 1	P/B ≥ 1
Tỷ suất sinh lợi	+98%	+23%	-23%

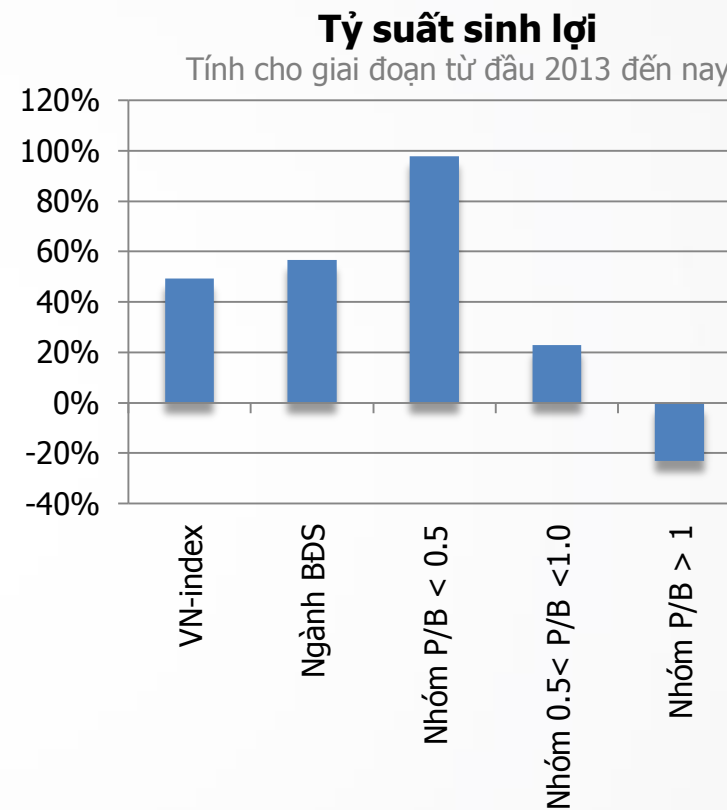
Tỷ suất sinh lợi phân theo nhóm P/B



KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Sau khi khảo sát dữ liệu của hơn 60 công ty bất động sản điển hình. Chúng tôi nhận thấy: Trong giai đoạn mà thị trường bất động sản nói riêng và nền kinh tế nói chung phục hồi trở lại, đầu tư vào nhóm công ty trong ngành bất động sản mang lại tỷ suất sinh lợi 57%, cao hơn mức 49% của chỉ số VN-Index.

Nhưng khi đi sâu vào trong ngành, mức độ phân hóa là rất đáng kể. Số liệu thống kê cho thấy xu hướng khá rõ nét: Nhà đầu tư mua cổ phiếu có hệ số P/B càng thấp thì sẽ có tỷ suất sinh lợi càng cao. Chúng tôi chia các công ty trong ngành làm ba nhóm: Tỷ suất sinh lợi của nhóm có hệ số P/B dưới 0.5 lần có tỷ suất sinh lợi ấn tượng nhất: 98%. Nhóm có hệ số P/B trung bình từ 0.5 đến 1.0 lần có tỷ suất sinh lợi trung bình đạt 23%. Trong khi đó, nhóm có hệ số P/B cao nhất – trên 1.0 lần lại có kết quả rất kém: trung bình lỗ 23%.



BẤT ĐỘNG SẢN

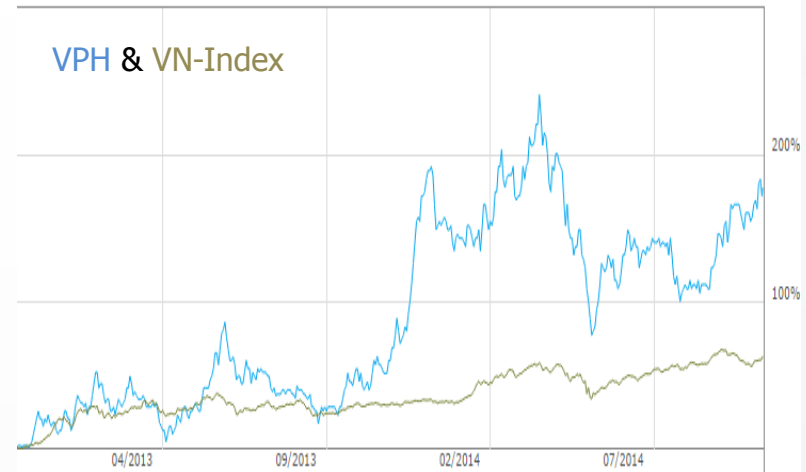
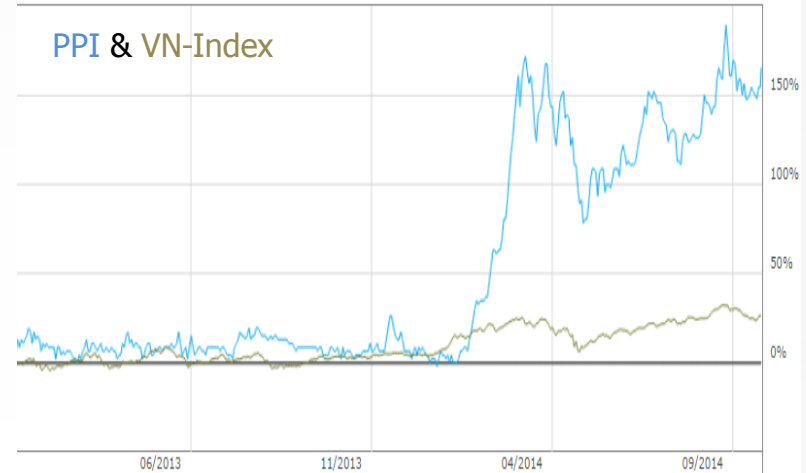
THỰC TẾ

Chúng ta có thể thấy thời gian qua có rất nhiều công ty có hệ số P/B ở mức 0.2 – 0.5 lần, khi ngành bất động sản phục hồi, cổ phiếu của các công ty này đã tăng hàng trăm phần trăm: PPI, HDG, DXG, ITA, NBB, VPH, ...

Ví dụ điển hình:

PPI: Công ty này đã sa lầy vào ngành bất động sản với giá trị lên đến hàng trăm tỷ đồng. Đến đầu năm 2013, giá trị sổ sách của PPI đạt gần 270 tỷ đồng, nhưng vốn hóa của PPI chỉ có khoảng 60 tỷ đồng – tức là khi đó, PPI được bán với giá thấp hơn gần 80% so với giá trị sổ sách. Cái khó ló cái khôn, chính khó khăn không lối thoát đã đưa PPI đến hoàn cảnh buộc thanh lý phần lớn dự án bất động sản của nó để có thể thực hiện nghĩa vụ trả nợ và sống sót. Cái “khôn” đã ló ra cho nhà đầu tư: ngay sau đó, chúng ta đã thấy giá cổ phiếu PPI đã giao dịch bùng nổ và đã tăng gấp 3 lần từ đó đến nay. Sức bật mạnh mẽ của cổ phiếu PPI chủ yếu bắt nguồn từ mức giá bán quá thấp của nó trước khi công ty chuyển mình thay đổi.

VPH: Đầu năm 2013, VPH có mức vốn hóa trung bình khoảng 120 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu của VPH khi đó lên đến 480 tỷ đồng – thị trường chứng khoán đã “chào bán” VPH với cái giá thấp hơn 75% so với giá trị sổ sách, điều này một phần bắt nguồn từ khó khăn lớn của VPH khi đó: nợ ngắn hạn hơn 1,000 tỷ đồng, trong khi phần lớn tài sản ngắn hạn lại là các dự án đang gần như bị đóng băng do tình hình chung của ngành. Chấp vá cho qua ngày, rốt cuộc cũng đến ngày VPH quyết định bán tài sản để trả nợ và cấp vốn kinh doanh: Từ cuối 2013, đã xuất hiện tin đồn về việc VPH bán 20 hecta đất tại dự án Nhơn Đức cho 2 trường đại học, và có thể thu về nguồn tiền lên đến 500 tỷ đồng để trả nợ và cấp thêm vốn để kinh doanh. Từ đó đến nay, chúng ta đã thấy giá cổ phiếu của VPH đã được giao dịch sôi động và đã tăng giá gấp 3 lần so với cách đây 2 năm.



Ý NGHĨA

Theo chúng tôi, kết quả nghiên cứu trên có nhiều ý nghĩa thực tiễn. Khi thị trường bất động sản suy giảm và đóng băng, niềm tin của nhà đầu tư vào các công ty trong ngành là rất thấp. Giá cổ phiếu của các công ty bất động sản trong thời kỳ khó khăn của ngành đã giảm đồng loạt, có những công ty mà mức giá giảm mạnh làm hệ số P/B xuống đến 0.2 lần – tức là: nhà đầu tư sẵn sàng bán cổ phiếu của họ với giá thấp hơn giá trị sổ sách đến 80%!

Khi thị trường bất động sản phục hồi, thanh khoản cải thiện, nhiều sản phẩm và dự án được giao dịch thành công, có nhiều công ty trong ngành đã thoát khỏi cảnh khó khăn nhờ bán được sản phẩm hoặc dự án đang xây dựng dở dang. Khi đó, tài sản “bất động” là bất động sản sẽ chuyển hóa thành tiền. Cơ hội cho nhà đầu tư khi đó là rất lớn, đặc biệt đối với những nhà đầu tư nhạy bén có thể mua được cổ phiếu các công ty sắp chuyển mình với giá thấp hơn đáng kể so với giá trị sổ sách.

Nhiều trường hợp, dù công ty chỉ bán dự án của mình với giá không lời, tức là giá bán bằng giá trị sổ sách, nhưng nếu nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu của công ty đó với giá thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách, họ có thể thu được những kết quả rất khả quan.



KẾT LUẬN

Qua nghiên cứu trên, chúng tôi đi đến kết luận: Nếu, thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi, giao dịch trong ngành sẽ sôi động hơn, tồn kho của ngành sẽ tiếp tục giảm xuống, sẽ có nhiều công ty chuyển mình thông qua việc bán được sản phẩm hoặc dự án của mình. Nhà đầu tư sẽ có xác suất và mức độ thành công cao hơn nếu họ tập trung mua vào cổ phiếu của các công ty đó với giá hấp dẫn (hệ số P/B và P/NAV càng thấp càng tốt).

Tất nhiên, chúng tôi cũng phải lưu ý một điều: không phải cứ P/B thấp là sẽ thành công, bạn sở hữu cổ phần tại một công ty bất động sản với giá rất rẻ (P/B và P/NAV thấp) nhưng công ty của bạn mãi mà không có chuyển biến, thì tài sản của bạn có nguy cơ sẽ bị xói mòn theo thời gian.

Chọn công ty có P/B thấp là một xuất phát điểm hợp lý. Mua được giá rẻ cổ phần các công ty bất động sản sẽ chuyển mình tích cực là một quyết định thông minh.

Cuối cùng, chúng tôi muốn đi xa hơn một bước bằng cách đưa ra một danh sách các cổ phiếu bất động sản đáng lưu ý để khách hàng của chúng tôi lựa chọn. Nếu ngành nổi lên, chúng tôi tin rằng có không ít các công ty trong danh sách đó sẽ mang lại một tỷ suất sinh lợi thỏa đáng cho nhà đầu tư.

Stt	Cổ phiếu	Giá	BVPS	P/B
1	VPH	9.2	15.7	0.6
2	QCG	10.1	18.0	0.6
3	UDC	6.6	10.5	0.6
4	SCR	10.3	15.1	0.7
5	ITA	8.9	10.9	0.8
6	VRC	6.0	12.4	0.5
7	PDR	15.2	11.0	1.3

THANK YOU

Huỳnh Ngọc Thương

Trưởng phòng Phân tích
thuong.huynh@vfs.com.vn

Nguyễn Văn Tiến

Chuyên viên phân tích cao cấp
duc.phan@vfs.com.vn

Nguyễn Trịnh Ngọc Thủy

Chuyên viên phân tích
thuy.nguyen@vfs.com.vn

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 3, 117-119 Nguyễn Du, Quận 1, TP.HCM
T - +084 (0) 8 6255 6586
F - +084 (0) 8 6255 6580

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 3, 18 Phố Núi Trúc, Quận Ba Đình, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3822 3566
F - +84 (0) 4 3726 4936

Khuyến cáo: Báo cáo này phục vụ cho mục đích tham khảo thông tin, khách hàng không nên xem đây là hướng dẫn mua hoặc bán cổ phiếu. VFS không đảm bảo tính chắc chắn và không chịu trách nhiệm khi khách hàng sử dụng báo cáo cho hoạt động đầu tư của mình.